

投资评级 **买入** **维持**
股票数据

6 个月内目标价 (元)	39.00
12 月 19 日收盘价 (元)	33.60
52 周股价波动 (元)	19.51-35.88
总股本/流通 A 股 (百万股)	1402/1402
总市值/流通市值 (百万元)	47116/47100

相关研究

《高端酒恢复性增长，四季度延续高增长》2016.10.28
《业绩略超预期，短期提价或成催化剂》2016.09.08

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.9	5.1	11.4
相对涨幅 (%)	3.5	4.7	9.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 闻宏伟

Tel: (010)58067941

Email: whw9587@htsec.com

证书: S0850514030001

分析师: 孔梦遥

Tel: (010)58067998

Email: kmy10519@htsec.com

证书: S0850516020001

分析师: 成珊

Tel: (021)23212207

Email: cs9703@htsec.com

证书: S0850516080006

多品牌齐发力推动 17 年持续高增长

投资要点:

- **受益于 1573 恢复性增长，营收、毛利率大幅上升。** 泸州老窖单三季度实现营业收入 16.11 亿元，同比增长 22.30%；前三季度营业收入 58.81 亿元，同比增长 17.30%。单三季度归母净利润 3.94 亿元，同比增长 30.74%；前三季度归母净利润 15.06 亿元，同比增长 13.72%。剔除投资收益的影响后（主要是对华西证券的投资收益），营业利润同比增加 34.37%。公司前三季度毛利率 62.10%，同比增加 8.37pct。单三季度毛利率 69.68%，同比增加 12.98pct。公司三季报实现预收款项 12.71 亿元，剔除预收款项影响后第三季度实现营业收入 22.20 亿元，同比增长 53.00%。
- **费用率整体稳定，现金流大幅增加。** 公司单三季度整体费用率 27.98%，同比增加 2.48pct。其中，销售费用率 20.87%，同比增加 2.96pct；管理费用率 7.63%，同比减少 0.64pct；财务费用率 -0.52%，同比增加 0.16pct。前三季度整体费用率 20.79%，同比增长 2.81pct；销售费用率 15.83%，同比增加 3.17pct；主要系本期加大了广告宣传的投放力度。管理费用率 5.59%，同比减少 0.62pct；财务费用率 -0.63%，同比增加 0.26pct。前三季度经营现金流量净额 18.24 亿元，同比增长 4348.78%，主要系本报告期内销售商品收到的货款和银行承兑汇票到期影响所致。
- **产品体系完整，新领导层成绩单亮眼。** 15 年公司新领导层上任以后，形成了覆盖高、中、低端全品系，以国窖、窖龄、特曲和博大等四大品牌公司为主力的销售前端业务体系。公司着力打造 5 个大单品，国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲。国窖 1573 在 3 季度已经完成 2016 年销售指标，2015 年国窖 1573 销售增长率 131%，我们预计 2016 年销售增长率 82%，2016 年销售规模基本达到历史最高峰。除高端国窖 1573 外，窖龄推出时价格定位清晰，但后期随行业不景气价格带下移。未来定位仍然是高于特曲低于国窖 1573，口味偏向于新派的白酒产品。17 年公司将加大窖龄的推广，主推产品为窖龄 30、60 年，而新百年窖龄 90 年主推 200-500 元中高端。老窖于 16 年 11 月 7 日停止接受特曲的订单以及特曲的发货，随后，建议供终端价格 52 度每瓶上调 30 元、42 度每瓶上调 20 元、38 度每瓶上调 20 元。同时，公司低端产品以头曲二曲为主导，未来力争达到 30% 的销售比例。
- **受益行业整合，重回三强内生外延均要发力。** 预计白酒行业的真正分水岭是在 2018 至 2019 年前后，第一集团将极大的受益于行业的整合。同时，产品消费升级也有望为一线酒企获取更多的市场。公司在稳固传统市场的同时，争取在空白市场有所突破（在空白市场招 1、3、5 吨的经销商），试图在空白市场首先取得点的突破。我们预计，因为前三甲茅五洋均为千亿级巨轮，为了早日重回前三甲的目标，老窖或许将在外延并购方面亦有动作。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2016-2018 年 EPS1.25/1.55/1.80 元，可比公司 2017 年 PE21 倍，考虑到公司高端产品国窖 1573 的高增长以及未来可能的提价预期，给予 2017 年 25 倍 PE，目标价 39 元，维持“买入”评级。
- **主要不确定因素。** 动销情况弱于预期，渠道价格倒挂，行业竞争加剧。

表 1 可比公司估值

代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (元) 截止 12 月 19 日	EPS (元)			PE (倍)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
600519.SH	贵州茅台	4095	325.96	12.34	13.91	15.43	26.41	23.43	21.13
000858.SZ	五粮液	1367	36.01	1.63	1.80	2.08	22.09	20.01	17.31
002304.SZ	洋河股份	1076	71.41	3.56	3.87	4.39	20.06	18.45	16.27
可比公司 平均							22.86	20.63	18.23
000568.SZ	泸州老窖	471	33.60	1.05	1.25	1.55	32.00	26.88	21.68

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：股价与市值截止日期为 12 月 19 日，各公司估值来自海通预测

信息披露

分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业
 孔梦遥 食品饮料行业
 成珊 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新都化工,伊力特,龙大肉食,山西汾酒,会稽山,洋河股份,千禾味业,贵州茅台,桂发祥,加加食品,双汇发展,珠江啤酒,金枫酒业,伊利股份,*ST 珠江,上海梅林,酒鬼酒,安琪酵母,中炬高新,古越龙山,汤臣倍健,迎驾贡酒,今世缘,海天味业,金种子酒,承德露露,水井坊,百润股份,双塔食品,金徽酒,洽洽食品,丽鹏股份,古井贡酒,桃李面包,口子窖,麦趣尔,泸州老窖,保龄宝,金禾实业,青岛啤酒,沱牌舍得,威龙股份,好想你,恒顺醋业,*ST 酒鬼,重庆啤酒,张裕 A,克明面业,燕京啤酒,五粮液

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。