

食品饮料

2017年03月13日

泸州老窖 (000568)

——经营趋势持续向好 上调目标价 维持买入

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**3月9日，据泸州老窖销售公司红头文件，泸州老窖特曲公司停止泸州老窖特曲、精品特曲、紫砂大曲等旗下核心产品对经销商供货。
- **投资评级与估值：**我们认为公司在中高端产品快速增长的带动下，16年结构上移明显，小幅上调盈利预测，预测公司2016-2018年净利润分别增长22%、31%和31%，EPS分别为1.29、1.68、2.2（前次为1.27、1.65和2.15元），上调目标价到50元，对应17年30xPE，维持买入评级。我们认为老窖是此次行业调整以来，基本面快速发生变化的公司。我们看好公司的核心逻辑是：1、拥有突出的品牌力、产品力、渠道力，泸州老窖是最老的四大名酒且为浓香鼻祖，高中低价位都有强竞争力的品牌，渠道营销模式处于行业领先地位；2、集团和股份公司定位和分工明确，股份公司管理层年富力强，能力突出，高效勤奋；3、前期的品牌混乱、条码众多等历史遗留问题已逐一解决，五大单品战略指向明确，未来成长路径清晰；4、收入增长的持续性强，净利润弹性大；5、常年保持50%以上稳定的分红率。
- **国窖1573 受益消费升级，高端白酒步入景气周期。**行业经过13-15年的调整期，16年迎来了行业的全面回暖，17年行业将步入景气发展良性通道。高端白酒自身价格的下移与居民的购买力提升产生共振是本轮复苏的核心，全国范围内看，具有竞争力的高端白酒现只剩茅台、五粮液、国窖1573。茅台今年预计仍将淡季不淡，国窖1573现在的策略是紧跟茅五价格上涨步伐，同时销量保持高速增长。
- **特曲停货为挺价，未来定位清晰。**此次并非特曲第一次停货，去年以来，公司多次执行过停货决定。我们认为停货的核心目的主要有两个，一是为了挺价。价格是由供需关系决定，是市场规律。旺季的停货是为了渠道终端惜售，提升渠道利润空间；淡季的停货是为了平衡供求关系，稳住价盘。二是特曲定位中档酒优质品牌。本轮消费升级明显，中档酒的消费价格带普遍提升，特曲的一批价及实际成交价将逐步向200元靠拢，精准跟随消费升级。
- **低端产品不再拖累收入，17年将聚焦主线核心产品。**随着16年的大幅砍条码，目前低端产品生产端的问题已经基本解决，社会库存需要一定的时间自然消化。预计17年将不再拖累报表收入端。博大公司将重点聚焦头曲系列、二曲系列等5支核心单品。
- **股价表现的催化剂：**产品提价，定增获批
- **核心风险假设：**经济下行影响高端白酒

市场数据： 2017年03月10日

收盘价(元)	39.5
一年内最高/最低(元)	40.35/22.5
市净率	5.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	55370
上证指数/深证成指	3212.76 / 10451.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	7.56
资产负债率%	19.08
总股本/流通A股(百万)	1402/1402
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《泸州老窖——顺应高端白酒价格提升趋势，17年仍然是量为先》2016/12/22

《泸州老窖——近期热点速评及17年展望：每一次回调都是买入机会》2016/12/09

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

周彪
(8621)23297818×010-66500562
zhoubiao@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,900	5,881	8,106	10,118	12,322
同比增长率(%)	28.89	17.30	17.48	24.82	21.78
净利润(百万元)	1,473	1,506	1,803	2,359	3,081
同比增长率(%)	67.42	13.88	22.41	30.84	30.61
每股收益(元/股)	1.05	1.07	1.29	1.68	2.20
毛利率(%)	49.4	62.1	56.5	59.6	61.4
ROE(%)	14.3	14.2	16.3	19.0	21.7
市盈率	38		31	24	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,431	5,353	6,900	8,106	10,118	12,322
营业收入同比增长率 (yoy)	-9.74%	-48.68%	28.89%	19.50%	18.20%	21.70%
减: 营业成本	4,487	2,804	3,492	3,523	4,089	4,750
毛利率 (%)	56.98%	47.61%	49.40%	56.50%	59.60%	61.40%
减: 营业税金及附加	423	344	518	608	759	924
主营业务利润	5,521	2,205	2,890	3,859	4,861	6,281
主营业务利润率 (%)	52.93%	41.20%	41.89%	46.80%	49.90%	53.00%
减: 销售费用	680	579	874	1,200	1,588	1,873
减: 管理费用	413	466	439	527	658	739
减: 财务费用	-157	-91	-58	-60	-60	-60
经营性利润	4,585	1,251	1,636	2,270	3,021	4,088
经营性利润同比增长率 (yoy)	-19.70%	-72.70%	30.72%	38.80%	33.10%	35.30%
经营性利润率 (%)	43.95%	23.38%	23.71%	27.50%	31.00%	34.50%
减: 资产减值损失	0	205	1	0	0	0
加: 投资收益及其他	90	145	298	150	150	150
营业利润	4,675	1,192	1,934	2,459	3,233	4,245
加: 营业外净收入	4	25	33	21	27	27
利润总额	4,680	1,218	1,967	2,480	3,260	4,272
减: 所得税	1,142	241	416	581	776	1,028
净利润	3,538	976	1,551	1,899	2,484	3,244
少数股东损益	100	96	78	95	125	163
归属于母公司所有者的净利润	3,438	880	1,473	1,803	2,359	3,081
净利润同比增长率 (yoy)	-21.69%	-74.41%	67.42%	20.50%	30.50%	32.80%
全面摊薄总股本	1,402	1,402	1,402	1,402	1,402	1,402
每股收益 (元)	2.46	0.63	1.05	1.29	1.68	2.20
归属母公司所有者净利润率 (%)	32.96%	16.43%	21.35%	21.50%	23.80%	25.90%
ROE	32.53%	9.06%	14.33%	16.30%	19.00%	21.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。