

泸州老窖 (000568.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

如何看待老窖的竞争优势?

投资逻辑

公司具备完备的产品 SKU 架构+灵活、精密的渠道模式+深谙行业运作的管理层，在高端酒赛道中稳健增长且具备顺周期的弹性。伴随行业景气向上，公司全面推进“七大行动”，我们看好品牌复兴下公司势能的持续释放。

竞争优势一：产品 SKU 架构完备，向上可拔升势能，向下亦具备支撑。公司施行“双品牌、三品系、大单品”的产品战略：1) 核心品国窖 1573 在 22 年销售规模近 200 亿元，其中高度坚定挺价支撑品牌势能，细水长流践行长期主义；低度适应消费倾向，华北已然起势。围绕艺术、体育等多维度营销，国窖成为千元价位第二大品系。2) 泸州老窖品系围绕品牌复兴，特曲、窖龄在前期提价、挺价后自 21 年下半年起步入加速期，区域错位发展，通过全国化渗透提升次高端赛道份额大有可为，22 年特曲/窖龄销售规模突破 60 亿元/20 亿元。此外，公司培育泸州老窖 1952、黑盖等新品，补足价格带，导入培育后有望放量。

竞争优势二：渠道模式灵活+高妙+精细。公司渠道模式为品牌专营模式，通过入股来实现与渠道的利益捆绑，且掌握专营公司经营权而非放权。渠道灵活性在于，综合考虑消费氛围及经销商实力/配合度，因地制宜采用经销商主导模式、厂商 1+1 模式、直营模式，加大对终端、消费者的把控力；专营公司股东灵活进出，陆续吸引核心经销商（如国窖销售公司股东从创立时 20 个提升至当前 70 个）。此外，国窖设置双层国窖荟，精细化消费者培育+价盘管控。

竞争优势三：管理层深谙行业运作范式，人才梯队培养体系完备。对于精细复杂的渠道模式，操盘的管理层具备充分的一线销售经历，对行业理解深刻，会战练兵也敢用年轻骨干。在股权激励&薪酬制度改革背景下，看好公司组织势能的持续释放。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 22-24 年营收分别同增 22.7%/23.6%/21.3%，对应营收分别为 253.2/313.0/379.7 亿元；预计归母净利润同增 28.6%/25.1%/23.7%，对应归母净利润为 102.3/128.0/158.4 亿元；当前股价对应 PE 分别为 34.8/27.9/22.5X。结合可比公司估值及公司历史估值，考虑到公司在高端酒中成长性占优，给予公司 23 年 35 倍 PE，对应目标价 304.34 元，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济承压风险、政策风险、全国化进展不及预期、千元价格带竞争加剧。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：242.19 元

目标价 (人民币)：304.34 元

相关报告：

- 《稳步控费提结构，利润超预期兑现-泸州老窖 22Q3 业绩点评》，2022.10.28
- 《业绩稳中向好，逆势中坚若磐石-泸州老窖 22Q3 业绩预告点评》，2022.10.16
- 《高质量业绩延续，多维度势能释放-泸州老窖 22 年中报点评》，2022.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,653	20,642	25,320	31,297	37,974
营业收入增长率	5.3%	24.0%	22.7%	23.6%	21.3%
归母净利润(百万元)	6,006	7,956	10,234	12,799	15,835
归母净利润增长率	29.4%	32.5%	28.6%	25.1%	23.7%
摊薄每股收益(元)	4.10	5.43	6.95	8.70	10.76
每股经营性现金流净额	3.36	5.26	5.69	8.06	10.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.0%	28.4%	30.8%	33.0%	34.7%
P/E	55.16	46.74	34.8	27.9	22.5
P/B	14.36	13.26	10.71	9.19	7.82

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

产品：顺滑的 SKU 架构，向上可拔升势能，向下亦具备支撑.....	4
国窖 1573：细水长流，长期主义的践行者.....	4
特曲&窖龄：错位发展，共筑泸州老窖品牌复兴.....	9
渠道：灵活、高妙、精细，构筑核心竞争力.....	11
定增—柒泉—品牌专营，持续加深利益捆绑.....	11
因地制宜，灵活施行经销模式/直营模式.....	13
强大的营销团队是精细化渠道运作的支撑.....	14
盈利预测与估值分析.....	16
收入及费用预测.....	16
估值分析及投资建议.....	17
风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 2013-2022E 公司分产品营收拆分.....	4
图表 2： 2022E 公司分产品系列营收拆分.....	4
图表 3： 主流白酒头部品牌在千元及以下价位产品的价格带覆盖情况.....	4
图表 4： 16 年起的周期下，国窖 1573 提价采取跟随策略.....	5
图表 5： 高度国窖 1573 与普五的批价价差缩窄至 50 元.....	5
图表 6： 2015 年 3 月公司回购已售商品情况.....	5
图表 7： 2016-2022E 国窖 1573 营收及增速.....	6
图表 8： 2016-2022E 国窖 1573 营收增长量价拆分.....	6
图表 9： 2022E 千元价位竞争格局.....	6
图表 10： 普五购买人群消费场景占比拆分.....	7
图表 11： 国窖 1573 购买人群消费场景占比拆分.....	7
图表 12： 近年来富裕/高净值家庭仍在稳步扩容.....	7
图表 13： 2018-2025E 千元价格带规模预测.....	7
图表 14： 2017 年至今 100 城成交楼面均价及溢价率.....	7
图表 15： 2017 年至今 M2 及同比增速.....	7
图表 16： 国窖 1573 在华北东北区&华东区规模增长较快.....	8
图表 17： 2022E 国窖 1573 各战区规模拆分.....	8
图表 18： 国窖 1573 通过多维度营销、消费者沉浸式体验来打造品牌力.....	8

图表 19: 第一代至第十代泸州老窖特曲演变.....	9
图表 20: 2021 年至今特曲系列产品批价走势 (元/瓶).....	9
图表 21: 2021 年至今窖龄系列产品批价走势 (元/瓶).....	9
图表 22: 2016 下半年至 2017 年初, 老字号特曲密集施行控货、提价等措施.....	10
图表 23: 预计 22 年特曲 60 版规模近 25 亿.....	10
图表 24: 22 年公司推出特曲红 60 切入宴席市场.....	10
图表 25: 2022E 次高端主要单品规模情况 (亿元).....	11
图表 26: 2006 年公司非公开发行股票涵盖 8 位经销商.....	11
图表 27: 柒泉模式运作示意.....	12
图表 28: 2010 年公司销售费用率明显下行.....	12
图表 29: 老窖销售公司&品牌专营公司架构示意.....	12
图表 30: 品牌专营模式下三级联盟体运作示意.....	13
图表 31: 品牌专营模式下渠道模式及渠道利润构成示意.....	14
图表 32: 双国窖茶模式运作示意.....	14
图表 33: 2015 年起公司销售费用明显提升.....	15
图表 34: 2022 年公司销售人员数量 (含体外) 领先.....	15
图表 35: 国窖 1573“菁英计划”第二期培养路径.....	15
图表 36: 公司营收拆分及预测.....	16
图表 37: 公司毛利率水平居于板块内前列.....	17
图表 38: 公司销售费用率居于板块内中等水平.....	17
图表 39: 公司毛销差水平居于板块内前列.....	17
图表 40: 公司销售收现质量稳健.....	17
图表 41: 2016 年至今茅台、五粮液、老窖 Forward PE.....	18
图表 42: 2016-2021 年白酒标的归母净利及复合增速.....	18
图表 43: 2022E-2024E 白酒标的归母净利及复合增速.....	18
图表 44: 公司及可比标的盈利预测.....	18

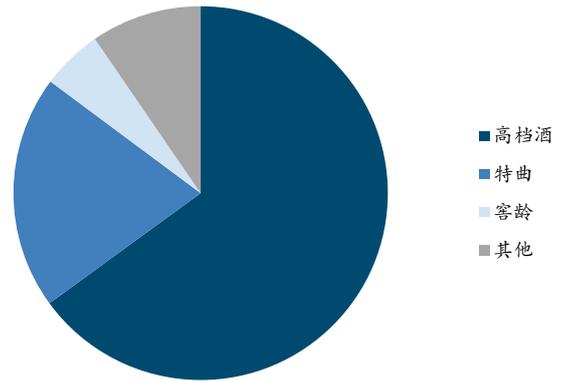
产品：顺滑的 SKU 架构，向上可拔升势能，向下亦具备支撑

围绕“双品牌、三品系、大单品”的发展布局，公司产品架构的价格梯队具备层次性，以国窖 1573 单品为核心拔升品牌势能，积极推进泸州老窖系列的价值回归。其中：1) 22 年国窖 1573 占比预计 65%左右，为公司核心品系，高度定位千元，低度位于次高端价位上沿，而中国品味及文创产品补充超高端价位。2) 特曲主要包括老字号、60 版及晶彩，占比约 20%，同窖龄系列（30、60、90，占比约 5%）位于 200-500 元的泛低线次高端价位。3) 头曲、黑盖等覆盖百元光瓶酒，占比约 10%。

图1：2013-2022E 公司分产品营收拆分



图2：2022E 公司分产品系列营收拆分

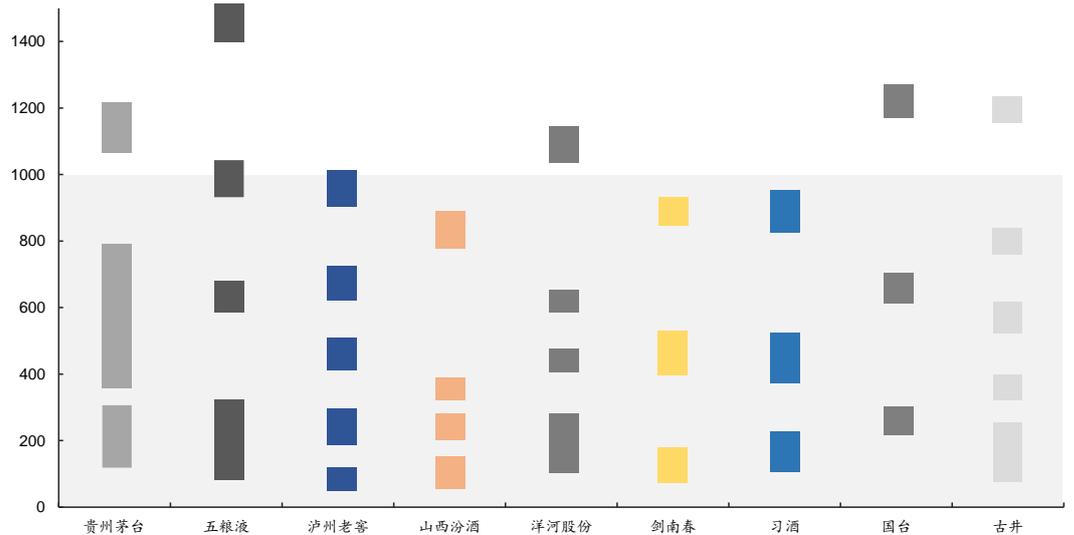


来源：公司公告，国金证券研究所（注：20 年起表观口径调整为中高档酒及其他酒类，因此 20、21 年高端酒、中档酒收入为预测值）

来源：公司公告，国金证券研究所（注：泸州老窖 1952 并入高档酒中拆分，中档酒包括特曲、窖龄，其他包括头曲、黑盖等产品）

公司产品 SKU 具备梯队性的意义在于，可以更顺滑地去囊获消费升级的红利，即享受顺周期的弹性。目前公司在 100 元、300 元、600 元、1000 元左右的主流价格带均有主推的单品梯队，其背后是公司坚定的价位布局决心，如国窖的挺价策略、老字号特曲的快频提价等。此外，通过双品牌的轮动培育、放量也提升了业绩的韧性，灵活性强，例如低度国窖、特曲的放量给高度国窖的挺价创造了条件，而在此前特曲快频提价时国窖亦承载了业绩的支撑，黑盖、泸州老窖 1952 等新品也可以稳步地进行培育。

图3：主流白酒头部品牌在千元及以下价位产品的价格带覆盖情况



来源：国金证券研究所（注：价格带口径为批发价，方块长度与实际规模无关，仅代表批价所处价格范围。未包含对应品牌所有单品，仅包含流通渠道有一定规模的主要单品，1500 元及以上单品也未包含在内，如飞天茅台、国窖中国品味等。）

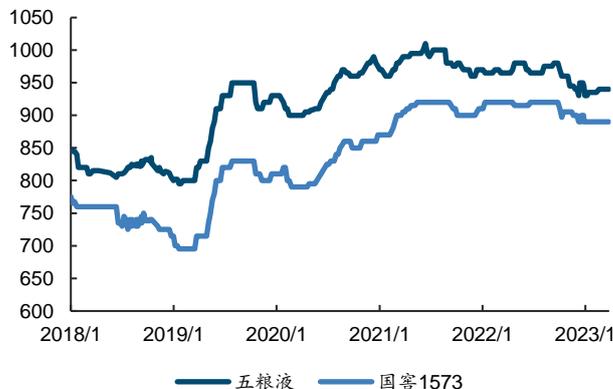
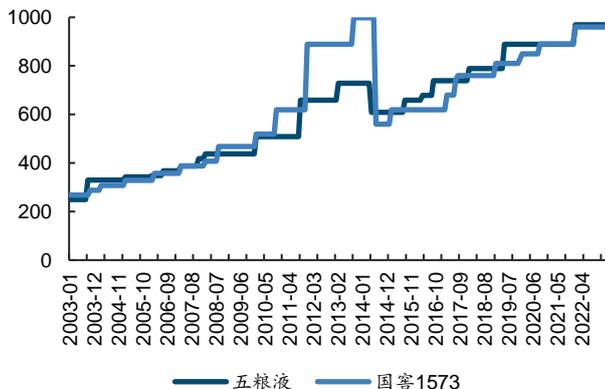
国窖 1573：细水长流，长期主义的践行者

国窖 1573 于 01 年上市，是公司的高端产品线，也是消费者形成对公司品牌势能认知的核心，而公司对“树形象”的战略也可以溯及产品上市初期。公司在产品价格策略上绕过两

回弯路，一是上世纪九十年代的民酒战略，二是上一轮行业回调期时“挺价”过头导致动销的迟滞。刮骨疗伤重构渠道后，在16年起的此轮周期下，公司在产品价格层面演绎“跟随”的策略，并通过细水长流的消费者、渠道耕耘，使其与普五的价差由19-20年时约100元缩窄至当前约50元。

图表4: 16年起的周期下，国窖1573提价采取跟随策略

图表5: 高度国窖1573与普五的批价价差缩窄至50元



来源：公司公告，国金证券研究所（注：单位为元/瓶，数据截至23年2月）

来源：酒价参考，国金证券研究所（注：单位为元/瓶，数据截至23年3月28日）

复盘14-15年国窖的控与疏，可以分为三个阶段：

- 1) 14年7月，公司召开国窖1573经销客户中期营销工作会议，期间明确了降价政策（调整经销商计划内结算价为560元，此前为999元，计划外价格调整为620元/瓶）并实行存货动销奖励（针对库存200件以上的经销客户实行移库监管，并予以经销客户存货成本与经销商结算价格间差额的存货动销奖励）。
- 2) 14年9月，公司发布通知全面停止国窖1573经典装的供应，旨在持续去库存，并配合全国市场整治，彻底清理市场。
- 3) 15年3月，公司在湖南市场回购市价550元以下的国窖1573，措施包括酒厂销售人员配合经销商收购，以及经销商自行收购后酒厂按照550元进行现金回购，并追加20元/瓶的货补奖励。

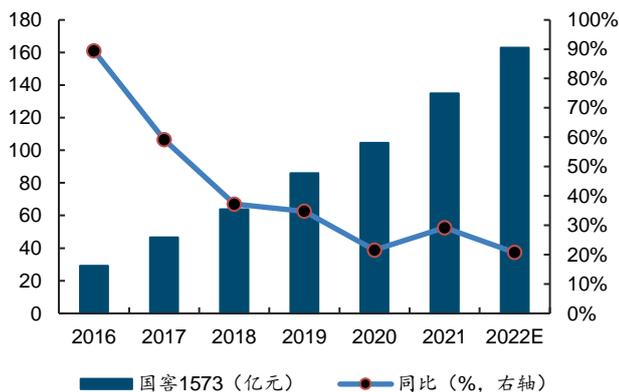
图表6: 2015年3月公司回购已售商品情况

序号	产品	回购数量(件)
1	国窖1573类	86627.33
2	百年精特类	416733
3	特曲类	269759.79
4	其他	28172
	合计	801292.12

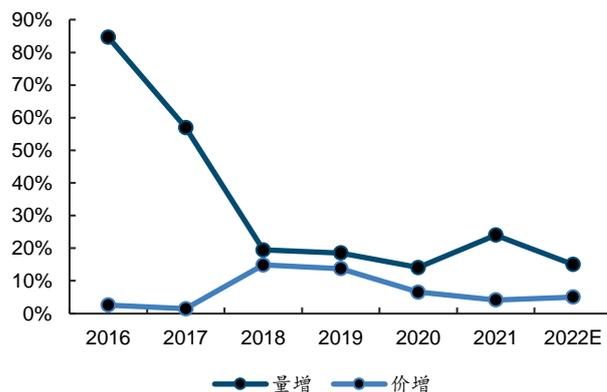
来源：公司公告，国金证券研究所

考虑回购的200余吨国窖后，我们预计14年实际销量在800吨左右。15年伴随渠道架构的专营改革，理顺后的国窖步入正轨，迎来恢复式增长，18年末公司提出了19年国窖销售破百亿的目标并顺利实现。我们预计22财年国窖1573回款口径规模已接近200亿，其中高度国窖（52度）占比接近60%，低度国窖（38度）占比在40%+。

图表7: 2016-2022E 国窖 1573 营收及增速



图表8: 2016-2022E 国窖 1573 营收增长量价拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所 (注: 量价拆分仅供趋势性参考)

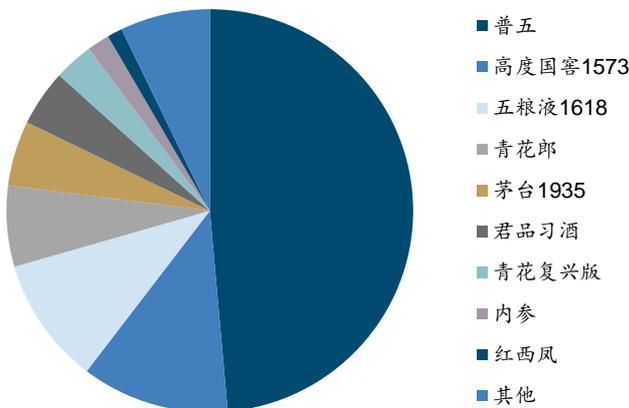
高度国窖卡位千元价格带, 目前已然成为仅次于五粮液的第二大品牌/单品。在千元价位要拿到起量的门票是门槛颇高的事。实际上伴随价格带的提升, 品牌也明显更聚焦, 再往上的超高端价位基本上就是茅台一家独大。我们认为这源于高价值产品背后的高品牌附加值, 而稀缺性才会伴随产生高品牌附加值。

大部分名酒品牌都有数百个、上千个经销商, 因此在导入期通过核心经销商的铺设可以实现在千元价位具备一席之地, 达到几百吨、上千吨的体量。实际上各名酒品牌在千元价位都有产品布局, 但并未产生持续且显著的动销, 因此规模短期内无法触及 10 亿甚至更高体量。

此外, 名酒普遍都有常年耕耘的基地市场/优势市场, 在区域内完成意见领袖的培育、形成品牌粘性相对更得心应手, 而走出区域外进行消费者培育则切实需要产品、渠道、营销等多维度强能力。因为千元价位对应的商务需求、礼赠需求需要建立在圈层消费者的共同认知之上, 而品牌认知在白酒行业是较为固化的印记, 需要持续的营销投入方能逐步渗透, 特别是对于国窖而言并没有香型的差异化优势。

我们预计回款口径下千元价位的规模在 1000 亿左右 (18-22 年 CAGR 约 22%, 18 年普五批价在 800-850 元, 而高度国窖在 750-800 元)。其中, 五粮液(普五+1618)市占率在 55%-60%, 高度国窖市占率 10%+, CR3 品牌市占率在 75%-80%, 相对而言参与者在逐渐增多, 但头部品牌的集中度仍然处于较高水平, 赢得了价格带扩容的绝大部分红利。

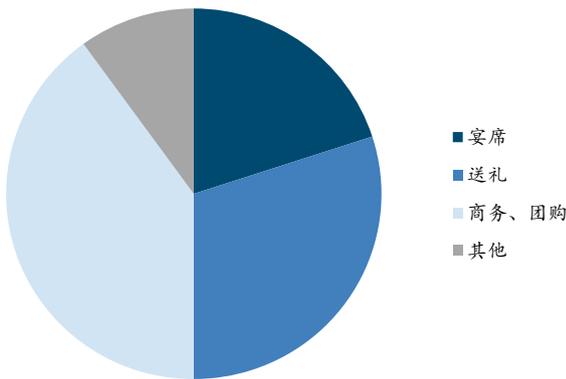
图表9: 2022E 千元价位竞争格局



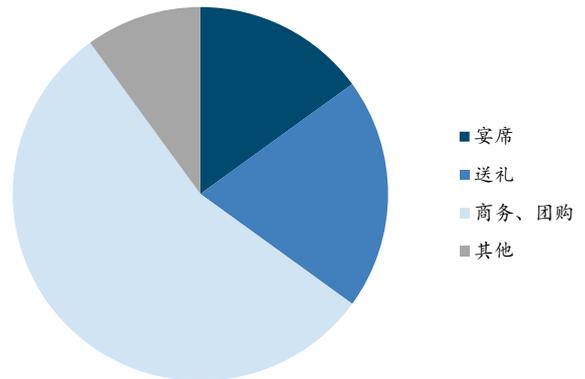
来源: 公司公告, 酒业家, 国金证券研究所 (注: 预测值仅供参考)

千元单品消费人群的需求场景主要集中于送礼、商务等场合, 其中国窖的场景中商务、团购占比相对更高, 而普五凭借品牌力优势在送礼、宴席场景中仍具优势, 从春节普五动销超预期中也可见一斑。相对而言, 送礼需求较刚性, 而商务、团购等具备一定的场景依赖, 在顺周期下需求释放也相对居民端的自饮等更为前置。

图表10: 普五购买人群消费场景占比拆分



图表11: 国窖 1573 购买人群消费场景占比拆分



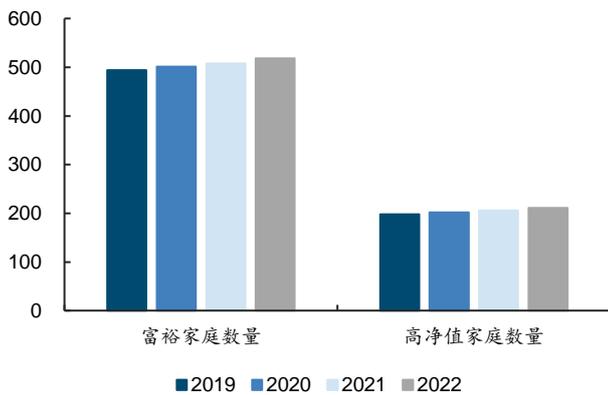
来源: 国金证券研究所 (注: 场景拆分仅供参考, 口径为消费量)

来源: 国金证券研究所 (注: 场景拆分仅供参考, 口径为消费量)

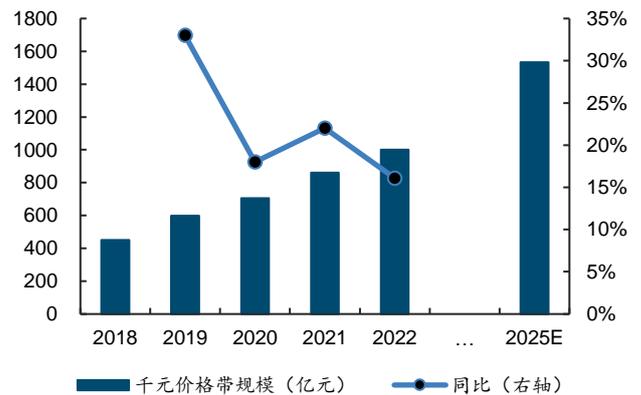
在行业景气度承压的时期, 市场对高端消费力的韧性有所疑虑。根据 22 年胡润百富财富报告, 富裕家庭、高净值家庭数量仍延续了稳健的增长态势 (两者 19-22 年 CAGR 分别为 1.6%、2.1%)。

消费群体的扩容, 以及存量群体消费力的提升是千元价格带扩容的基础, 我们预计 23-25 年千元价位带仍将以 15% 左右的增速中枢扩容。目前地产销售端、土拍情绪仍有所承压, 而 M2 增速仍处于较高水平带来货币效应, 我们也看好商务等场景带来的需求弹性。

图表12: 近年来富裕/高净值家庭仍在稳步扩容



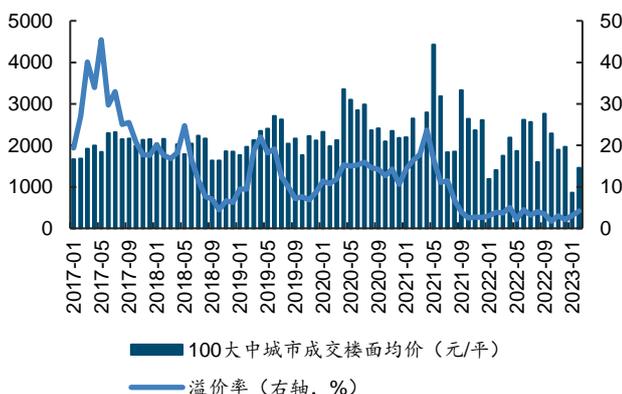
图表13: 2018-2025E 千元价格带规模预测



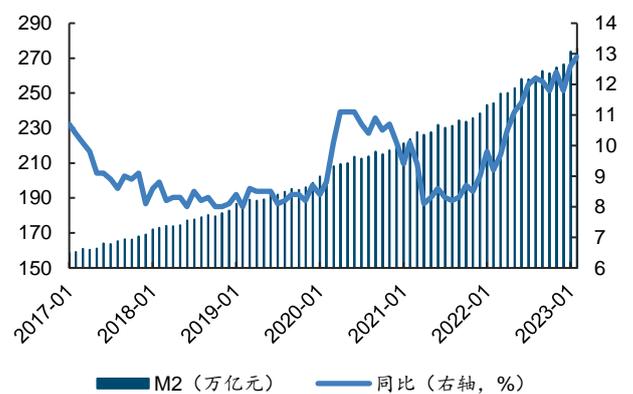
来源: 胡润百富, 国金证券研究所 (注: 单位为万户, 富裕家庭为拥有资产达 600 万元人民币, 高净值家庭为拥有资产达千万人民币)

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 预测值仅供参考, 预计 18-22 年 CAGR 约 22%, 22 年 CR3 约 70%)

图表14: 2017 年至今 100 城成交楼面均价及溢价率



图表15: 2017 年至今 M2 及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 2 月)

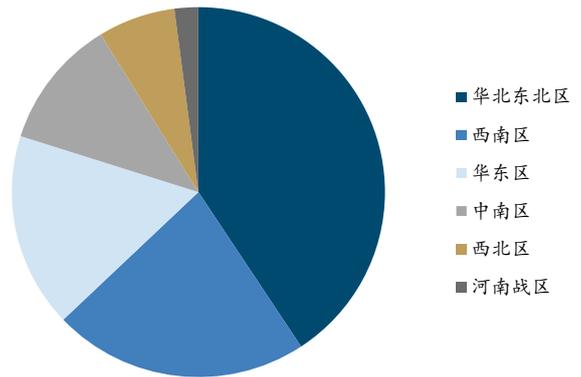
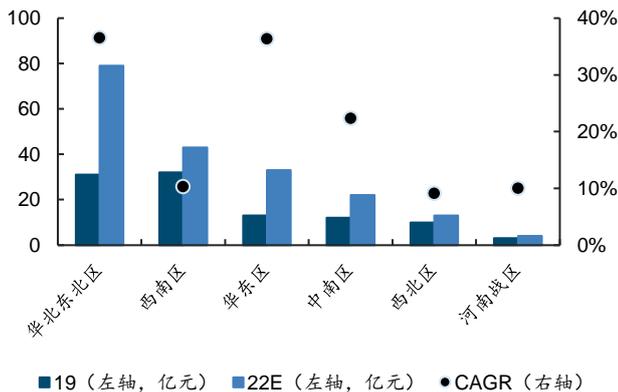
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 2 月)

就低度国窖而言，更多是适应消费习惯的变化趋势，以及区域的饮酒习惯。高度与低度国窖目前仍由同一团队进行运作，在华北低度核心市场也有铺设高度国窖（例如天津高低度规模占比约为1:8），而在传统的高度区公司也提供低度国窖，逐步渗透。

近几年华北东北区、华东区增速相对更高，与低度国窖的逐渐起势相关。我们预计22财年华北东北区占比约40%，华东区占比约17%，相比于18、19财年均有大数个位数的提升。华北地区反馈目前低度国窖配额内回款价670元，批价640-650元（公司已发布通知自3月31日起经销商结算价格上调30元/瓶）；高度国窖配额内回款价960元，批价900-910元。

图表16：国窖1573在华北东北区&华东区规模增长较快

图表17：2022E国窖1573各战区规模拆分



来源：国金证券研究所（注：预测值仅供参考）

来源：国金证券研究所（注：预测值仅供参考）

低度国窖相较于高度价位略低，因此市场会疑虑低度对高度品牌力的稀释。我们认为低度国窖实际上并不是对高度客群的分流，而是对低度客群的渗透，并通过低度近几年曝光度提升来带动消费者的品牌认知。高度与低度的发展取决于地域、消费群体的消费习惯，例如华北、华东沿海等地会相对青睐低度，就像河南、山东、广东等区域消费者对酱酒的青睐一般，属于顺势而为。

因此，我们认为低度国窖并不会去稀释国窖整体的品牌力，反而低度在高线次高端价位打出优势后，会带动如天津等地消费者对于国窖的品牌认知。此外，公司也集中精力对国窖在艺术、文创产品、体育营销、国窖荟圈层营销等维度发力，旨在加深消费端品牌认知，持续&高强度的投入拔高品牌势能。整体而言，公司在国窖品系上细水长流地践行着长期主义。

图表18：国窖1573通过多维度营销、消费者沉浸式体验来打造品牌力



来源：糖酒快讯，国金证券研究所

特曲&窖龄：错位发展，共筑泸州老窖品牌复兴

公司秉承“七个聚焦”的理念，其一是聚焦高端引领，其二便是聚焦品牌复兴，而承载泸州老窖品牌复兴的便是以特曲、窖龄为主的泸州老窖系列产品。泸州老窖特曲的历史底蕴深厚，第一代可以追溯至1915年温永盛酒坊“三百年老窖”大曲酒，在五届全国评酒会上均上榜，2019年换代至第十代，又称老字号特曲；此前2014年公司复刻60年代“工农牌”特曲酒，推出60版特曲。而百年泸州老窖系列更早一些，于2011年推出，包括窖龄30年、60年、90年三款。

图表19：第一代至第十代泸州老窖特曲演变

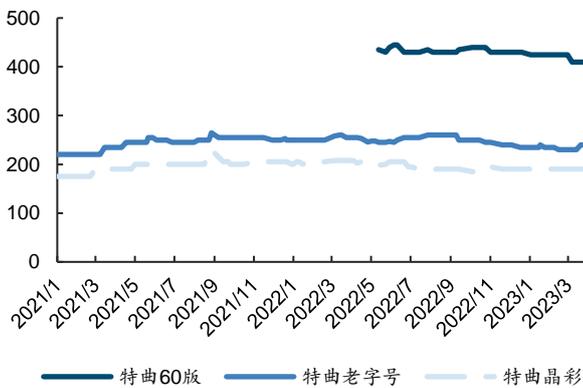


来源：北纬28度的浓香，国金证券研究所

窖龄在推出之时的考量在于承接国窖1573价格上移后的空档，因此定位实际上高于特曲（初上市时，窖龄30年、60年、90年的零售指导价分别为298元、408元、598元，高于彼时老字号特曲228元的零售价）。但在上一轮行业下行期时，由于国窖1573向下的价格压力，窖龄与特曲系列均受明显影响，市场价格表现差异收窄。

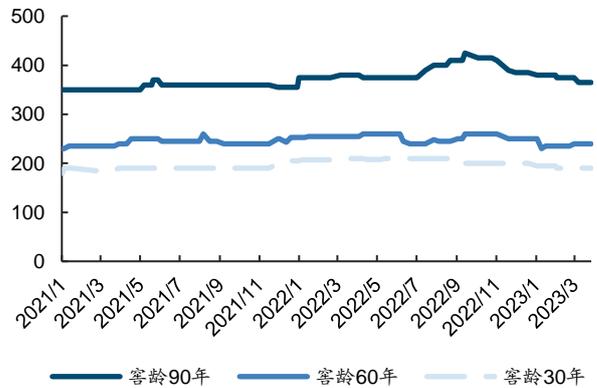
目前从价位分布上，特曲晶彩同窖龄30年相近，特曲老字号同窖龄60年相近，60版特曲同窖龄90年相近。因此，从发展策略上来看，公司一方面施行区域错位发展，中西部区域采用特曲，而在沿海地区采用窖龄；另一方面去拉开价格差距，窖龄重心放眼60年，并逐步向90年靠。

图表20：2021年至今特曲系列产品批价走势（元/瓶）



来源：酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至23年3月28日）

图表21：2021年至今窖龄系列产品批价走势（元/瓶）



来源：酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至23年3月28日）

我们认为公司的腰部产品在所处价位份额提升空间充足。从产品周期的角度看，一般会经历提价、挺价、放量的阶段。在上一轮行业下行期后，以老字号特曲为例在14-15年批价仅在110-140元左右，因此在品牌复兴的基调下，公司自15年起开始梳理价格体系、实现价值回归。

公司对特曲、窖龄品系在16-19年频繁地施行停货、提价等措施，并采取价格双轨制、终端配额制等进行价格管控。同时，在19年公司对特曲老字号进行换代升级，逐步理顺后进入放量周期（20-21年老字号特曲的批价已经企稳在240-250元）。21年下半年起，腰部产品势能加速，预计22财年特曲增速在40%+（一体两翼包括老字号、晶彩、纪念版），整体特曲包括60版规模突破60亿，窖龄规模突破20亿。

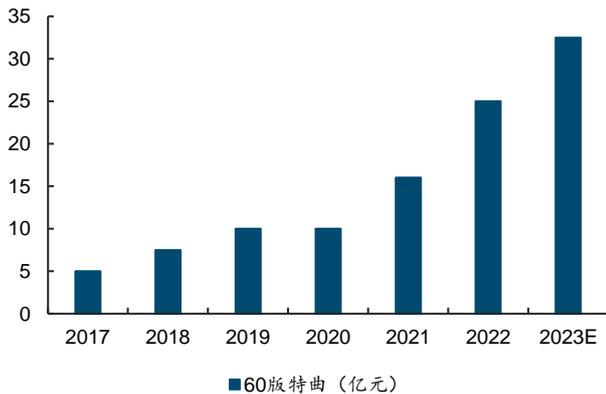
图表22: 2016 下半年至 2017 年初, 老字号特曲密集施行控货、提价等措施

时间	事件
2016/9/23	发布《关于实施老字号特曲计划外结算价格的通知》, 提出加强老字号特曲的月度配额管理, 逐步提升市场盘价, 10 月份开始, 超配额计划外结算价格加收 5 元执行。
2016/11/7	发布《关于老字号特曲停货的通知》。即日起, 公司停止接收老字号特曲销售订单, 同时停止老字号特曲产品发货。
2016/11/26	发布《关于取消老字号特曲订单随货配赠费用的通知》。为进一步规范渠道价格体系, 切实保障各级渠道利润, 建议从 11 月 21 日起按以下标准执行泸州老窖老字号特曲终端及消费者成交价格: 1) 建议供终端(酒行、餐饮、商超)价格 52 度上调 30 元/瓶、42 度上调 20 元/瓶、38 度上调 20 元/瓶; 2) 建议消费者成交价为 52 度不低于 198 元/瓶、42 度不低于 178 元/瓶。
2016/12/19	发布《关于泸州老窖特曲瓶贮成品实施年份化定价的通知》。鉴于泸州老窖特曲瓶贮年份酒的日益稀缺, 老酒价值凸显, 决定对泸州老窖特曲瓶贮成品酒实施年份化定价。
2017/1/3	发布《关于调整老字号特曲计划外配额结算价的通知》。自 2017 年 3 月 1 日起, 老字号实行结算价格双轨制, 计划配额内结算价格保持不变, 计划配额外结算价格有所调整。具体为: 53 度 188 元; 45 度 178 元; 38 度 168 元; 50 度 186 元; 42 度 176 元; 35 度 166 元。

来源: 微酒, 糖酒快讯, 国金证券研究所

特曲 60 版运作模式同特曲老字号、窖龄等有所差异, 此前属于区域团购型产品, 22 年初在川内成都、泸州等地转为流通型产品, 但在华北、华东等地仍围绕团购渠道运作, 目前川渝地区贡献半数以上的销售规模。进一步地, 22 年公司推出特曲 60 版(红 60)切入宴席市场, 初期仍围绕川渝基地市场地区运作。在持续地精耕细作下, 预计 22 年特曲 60 版规模近 25 亿, 同比增速达 50%左右。

图表23: 预计 22 年特曲 60 版规模近 25 亿



图表24: 22 年公司推出特曲红 60 切入宴席市场



来源: 国金证券研究所 (注: 预测值仅供参考)

来源: 糖酒快讯, 国金证券研究所

虽然近年来特曲、窖龄加速复兴, 但在次高端价格带份额占比仍然较低, 同价位的成熟全国化单品如水晶剑销售口早已达百亿, 我们认为伴随改善品牌价值持续回归, 腰部产品扩份额确定性较强。此外, 伴随消费升级趋势持续演绎, 特别是 23 年行业景气度明显拐点往上, 我们预计次高端价位在 23-25 年 CAGR 有望保持 15%左右 (其中 22 年 300-500 元价格带规模预计在 1000 亿左右, 23-25 年增速在 15-20%左右; 500-800 元价格带规模近 300 亿, 23-25 年增速在 10-15%左右)。

此外, 公司近年来还推出泸州老窖 1952、高光、黑盖等产品。其中: 1) 泸州老窖 1952 定位类似于此前的窖龄, 用以承接国窖 1573 价格上移后的空档, 目前仍处于市场导入期 (一般新品牌运作期需要 3 年及以上), 销售规模预计在 5 亿左右。此前泸州老窖 1952 在国窖中单设事业部运作, 目前并入特曲体系运营。2) 黑盖取代老二曲定位高线光瓶, 销售规模预计在 1 亿左右, 目标在“十四五”后三年累计销售破百亿, 黑盖将与头曲共同

夯实公司的产品塔基。

图表25：2022E次高端主要单品规模情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：预测值仅供参考，次高端定义为批价 300-800 元左右产品，口径为表观）

渠道：灵活、高妙、精细，构筑核心竞争力

定增—柒泉—品牌专营，持续加深利益捆绑

灵活的渠道运作模式是公司全国化推进中的一把利刃。渠道运作模式同产品的价值定位、运作周期相关，渠道模式本身并无优劣之分，但我们认为并不存在某种渠道模式可以亘古不变地适用于各个发展阶段。

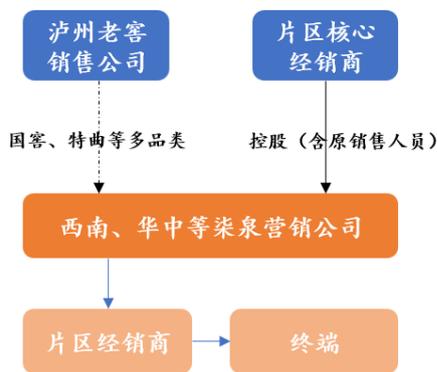
公司对渠道模式的探索可以回溯至 06 年，公司向山东国窖酒业、保定隆华商贸等 8 个经销商定增合计 1310 万股，试水通过利益绑定来实现方向的一致性。进一步地，09 年成立华北、华中、西南柒泉营销公司，将利益绑定模式向外延伸。原区域内核心经销商与销售人员出资成立柒泉公司，柒泉公司作为平台链接公司与下游经销商。公司与柒泉公司以离厂价核算，而其与下游经销商以送达价核算，并将部分销售费用外包（10 年销售费用同比-35.2%）。

图表26：2006 年公司非公开发行股票涵盖 8 位经销商

发行对象	发行股份（万股）	2005 年销售收入（万元）
山东国窖酒业销售有限公司	509.4	2310
保定市隆华商贸有限公司	166	3877
上海荣生实业公司	125	73
汕头市金平区金叶酒类商行	100	540
石家庄桥西糖烟酒股份有限公司	123	2847
深圳蓬鹏实业有限公司	82	101
佛山市南海区大沥陆升酒类商行	123	1389
桐乡市糖业烟酒有限公司	82	1868

来源：公司公告，国金证券研究所（注：销售收入为与公司产生的部分）

图表27: 柒泉模式运作示意



图表28: 2010年公司销售费用率明显下行



来源: 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 销售费用单位为亿元)

目前公司实行品牌专营模式, 体外包括国窖、窖龄、特曲、大成浓香酒类销售公司, 而怀旧公司仍由泸州老窖销售公司全资控股, 单独运作特曲 60 版。品牌专营模式的建立始于行业下行期时柒泉公司弊端的显现, 14 年由经销商新设成立窖龄、特曲销售公司, 其中包含了此前柒泉公司模式下的股东经销商 (如窖龄酒销售公司 14 年成立时股东济南月阳酒水也是彼时柒泉营销鼎立酒类销售的股东, 目前月阳酒业也是国窖销售公司的股东。但当前的窖龄酒类销售公司于 16 年成立, 两者股东亦存在重叠)。

图表29: 老窖销售公司&品牌专营公司架构示意



来源: 公司公告, 天眼查, 国金证券研究所 (注: 对外投资、股东数截至 23 年 3 月 27 日)

相较于此前的柒泉模式, 当前的品牌专营模式异同有:

1) 从股权结构上而言, 仍然以核心经销商持股为主 (除怀旧公司。国窖销售公司股东中包括湖南同舟商贸、乾坤福商贸等核心经销商)。公司并不持有专营公司股权, 但专营公司的总理由老窖股份公司选派 (如现老窖销售公司总经理张彪总曾任国窖销售公司总经理, 现任国窖公司销售总张良总原为国窖中南大区总经理), 并通过协议方式加大对专营公司的全方位控制 (除核心的人事任命外, 还包括费用考核等)。

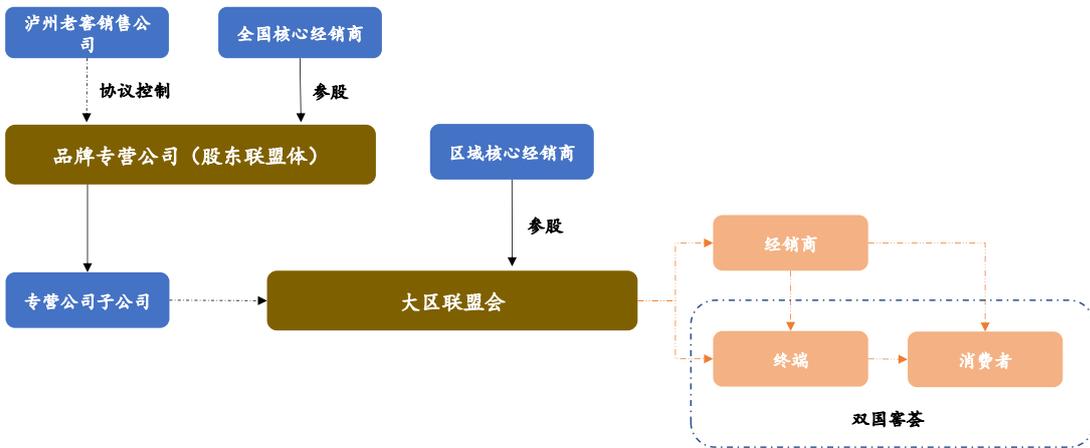
2) 平台公司的定位相似, 均为全国层面的一级代理商。但此前柒泉模式下以区域作为划分依据, 因此存在华北、西南、华中等柒泉公司, 而当前品牌专营公司以品系作为划分依据。从经销商的角度而言, 盈利水平与单次周转的毛利率以及周转效率相关, 而经销商对于高毛利产品在行业景气期较为青睐, 但在行业下行期往往以效率优先。

柒泉公司对于经销商的弱管控以及多品系共存会影响公司产品战略执行效率。品牌专营公司模式在产品划分的基础上再进行区域划分, 一方面能进行因地制宜施策, 另一方面也能更好地落实产品策略。

3) 从渠道层级上而言, 品牌专营模式下收窄了整体的渠道层级, 基本上以三层联盟体为主体结构 (以国窖为例, 即股东联盟体—大区联盟会—城市国窖荟三级联盟体), 而柒泉公司实质上为按区域划分的总代, 下游包括经销商、分销商、终端店等多层级。此外, 明确的层级一方面利于控盘分利策略的落实, 另一方面对于区域、城市层级的也引入股权分

利的方式进行利益绑定，当然实操中这类层层分块、嵌套的模式对操盘管理层的能力要求也极高。

图30：品牌专营模式下三级联盟体运作示意



来源：公司公告，国金证券研究所

因地制宜，灵活施行经销模式/直营模式

在品牌专营公司模式下，公司分地区施行经销模式或直营模式，主要考量在于当地老窖产品的消费氛围，以及经销体系的成熟程度，换而言之这也决定了公司在所在区域需要投入多大的人力、物力进行突破，但整体的战略仍围绕“服商、扶商、护商、富商”。具体而言包括：

■ 经销商主导模式

该模式本质上就是传统的大商模式或总代模式，适用于区域内经销商实力较强，且已经形成一定消费氛围的区域，如河北保定（乾坤福商贸本身为国窖销售公司的核心股东）等区域。在经销商主导模式下，公司委派销售人员更多履行辅助的角色，例如对费用落地、网店开拓的督导，对厂家主导活动的宣导等，渠道活动的开展等仍有经销商主导进行。

■ 厂商 1+1 模式

该模式相较于经销商主导模式而言，适用于区域内经销商实力一般，且消费氛围并不浓郁的区域，如华南等公司的薄弱区域。在这种模式下，厂商合力进行市场开拓与消费者培育，且更倾向于由厂家主导，经销商承载更多物流、仓储等职责。

在品牌复兴的前期，公司主动承担前期市场费用投入，不打包、不对赌，充分保障经销商的利益。由于厂家主导费用投入等，区域内费用投入效率相较于经销商主导模式而言会明显提升。但经销商的积极性会淡化，而区域联盟体的创立则填补了该空缺，即通过利益绑定来激发动力，并通过消费者国窖茶来共同耕耘消费者教育。

■ 直营模式（子公司模式）

该模式的雏形就是成都区域的久泰模式，成都久泰公司成立于 14 年 10 月（彼时国窖销售公司尚未成立，15 年其成立后久泰销售公司由其全资控股），成立初期成都国窖的消费氛围淡薄，而且核心优质经销商的合作意愿有限，因此在此阶段公司投入大量人力、物力联合区域内经销商重拾消费者培育，15 年实现国窖销售规模 2.2 亿元。

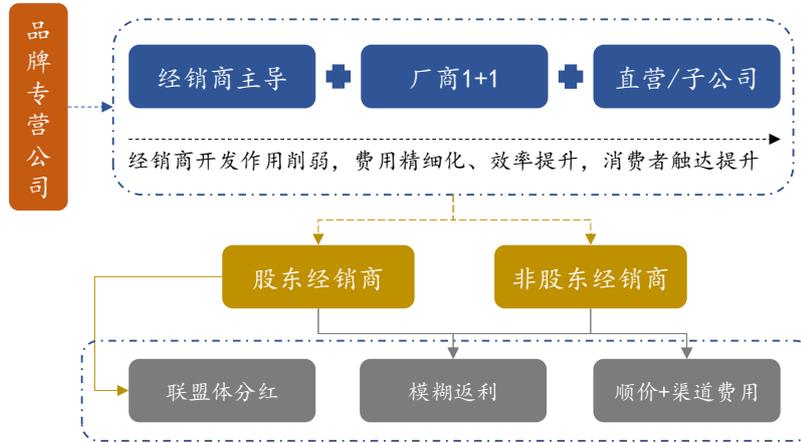
17 年公司施行成都会战，由董虎杰担任总指挥长，目标为“将成都从密集分销模式改变为成都市区终端控制，成都郊区 1+1 模式，整体实现终端配额”，即进一步的扁平化、去分销化，同时加强价格管控，并导入国窖茶运作模式。从结果来看，59 天的成都会战实现直控终端 3700 余家，动销超 3 万件，销售金额 1.45 亿元。

进一步地，19 年成都久泰施行混改，吸纳区域内经销商参与久泰分红，同时还吸纳了国窖茶中的核心终端，将利益绑定的链条延展至终端。辅之消费者国窖茶，久泰模式逐步实现了酒厂对终端、甚至核心消费者的触达。因此，在该模式下酒厂的销售人员基本接替了经销商的开发作用，经销商的开发职能持续弱化，但经销商仍可通过核心团购资源扩大盈利水平。

整体而言，我们认为直营模式的特点在于渠道深度精细化，经销层级削弱，由厂家委派销售人员执行市场开发、费用落地执行、消费者培育等活动的开展。由于酒厂把控了费用的

投向等，控盘分利在直营模式下能更好地执行，费用效率明显占优，会更侧重于C端而非渠道链。但直营模式的有效执行也需要大量经验丰富的销售人员，在成都区域的操盘经验下，目前公司在北京、天津、上海等地执行直营模式。

图表31：品牌专营模式下渠道模式及渠道利润构成示意



来源：公司公告，国金证券研究所

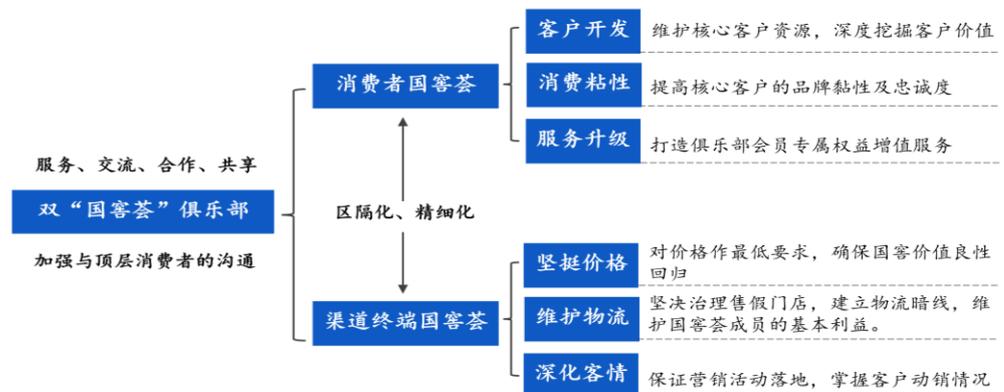
对经销商而言，在顺价及渠道费用的基础上，公司设置动态调整的模糊返利来维持渠道价值链（通过赠酒，季末、年末结算等方式来调节，模糊的方式可避免经销商明确底价而乱价），一般而言整体渠道利润不弱于竞品，对于低度国窖等产品会明显优于竞品。而对于各层级联盟体的股东经销商而言，额外参与联盟体的年度分红（实质为投资收益）。

对终端而言，实质上与经销商的分利模式相差无几：1) 顺价价差、陈列等费用投入是基础，同时会有送回厂游、开瓶奖励、送非标定制酒等模糊的费用支持。2) 以国窖为例，通过终端国窖荟的设立，对销售表现、价值维护较好的终端享受额外福利，而成都久泰模式下核心终端则通过参与联盟体的方式亦可以获取分红。

国窖荟为双层架构，包括消费者国窖荟及终端国窖荟，首个国窖荟于16年10月在北京创立。1) 初始时国窖荟定位是核心VIP消费者的俱乐部，在此之前缺乏与核心圈层用户间交流的平台。通过消费者国窖荟，公司针对性地进行圈层营销，如七星盛宴、酒香堂、南海荣耀之旅、高尔夫活动等高端营销活动均与国窖荟平台相连，目的是笼络核心消费者并维持其消费粘性。

2) 终端国窖荟的设立与酒厂加强终端把控、维持产品价值稳定的导向相关，通过额外的福利等加强同终端的绑定。同时终端的核心资源可以纳入消费者国窖荟，两者联动也更顺畅。国窖荟主要面向国窖1573品系，而对于特曲、窖龄等也通过群英汇、精英俱乐部等来实现类似功能。

图表32：双国窖荟模式运作示意



来源：糖酒快讯，国金证券研究所

强大的营销团队是精细化渠道运作的支撑

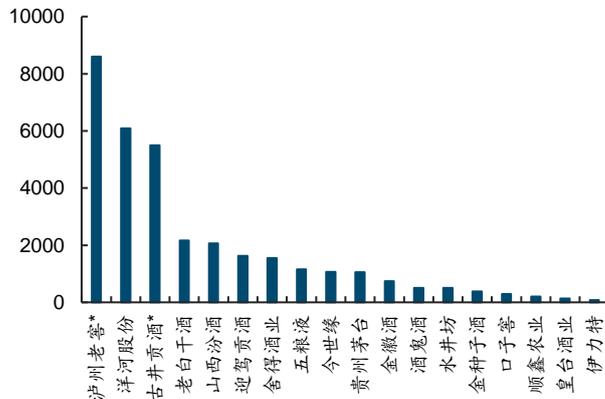
无论是经销模式还是直销模式，较此前相比公司都加大了对于终端管控、消费者培育方面

的投入（15-18年公司销售费用率持续提升，19年达到高点26.5%，20年明显下滑同物流费用科目调换相关）。而加强终端管控的基石是需要大量且熟练的一线营销成员，公司自16年起就加大了团队扩建（表观销售人员从15年的168人快速提升至17年的588人）。考虑体外平台公司模式，公司在17年销售人员就已经达到了7000人，22年时超8600人，人数位于行业内第一梯队。

图表33：2015年起公司销售费用明显提升



图表34：2022年公司销售人员数量（含体外）领先



来源：公司公告，国金证券研究所（注：销售费用单位为亿元，20年起物流费转为成本科目）

来源：公司公告，国金证券研究所（注：泸州老窖、古井贡酒包含了体外的销售人员，为预计值，其余为21年表观口径）

营销团队的完备性是一方面，而团队素质也很重要。就公司而言，人才梯队的培养架构已经比较完善，也已经形成了“会战”+“校招”双管齐下的练兵模式。公司一直有通过“会战”模式来练兵的传统，现任董事长刘淼作为老窖营销第一梯队的成员参与了98年的长沙会战。

近几年公司也先后进行了如20年的中原大会战、21年的南京会战、22年的合肥会战等。会战通过集中人力、物力来刺激区域内的消费氛围，同时也是销售团队实战培养的高效路径。在人才梯队建设上，近几年公司校招规模都在200-300人，其中以销售为重。以国窖公司为例，21年起启动“菁英计划”，招聘营销精英作为储备销售干部，具备明确的培养路径、晋升路径，对人才的重视、人才梯队制度的完备性可见一斑（公司在全国化进程中也已经落地了23个人才培养基地）。

图表35：国窖1573“菁英计划”第二期培养路径

阶段	内容
价值引领（入职阶段）	5天回泸集中培训，方式：回泸培训+企业核心文化资产实地参观
业务筑基（培养一阶段）	3个月，理论赋能+基地实战
战力升级（培养二阶段）	3个月，理论赋能+基地实战+项目融合
独立运作（培养结束分配）	独立区域运营

来源：公司公告，国金证券研究所

就晋升机制而言，实际上目前公司管理层（董事长、总经理）、销售公司管理层均有一线销售经历，例如现任销售公司总经理张彪曾任国窖销售公司总经理，也是公司营销第三梯队的第一批成员；而接任国窖销售公司总经理的张良曾任国窖中南大区总经理，可以看出明确的自下而上晋升的路线。

其次，目前销售条线的负责人均是年富力强的“85后”，公司亦敢于用人（当时销售公司总经理招聘要求是75年及以后出生，而副总经理要求是80年及以后出生，最后选聘上仍采用了少壮派），这其实也是公司人才梯队建设上的灵活性。除此之外，我们认为渠道的灵活性还体现在：

- 1) 品牌运营公司的股东有清晰的进入、退出机制。例如当前国窖销售公司的股东数为70人，而根据天眼查在成立初期的股东数仅为20个，陆续吸引了核心的经销商入股。
- 2) 区域运作模式的灵活性。区域内运作模式并不是一成不变，例如中原会战时对河南区域原规划以直营模式进行集中开拓，后逐步转为厂商1+1模式。灵活性实质上要依赖于酒

厂对于终端边际变化的掌控力，也对销售负责人的能力有较高要求，因此此套运作模式实质上具备壁垒。

盈利预测与估值分析

收入及费用预测

公司营收以酒类销售为主，其中：

1) 高档酒主要为国窖 1573 系列，22 年回款规模已接近 200 亿，基数提升下预计增速环比趋缓。其中 23 年预计高端酒仍以量为主，批价伴随需求环境提升会有所上行，但复苏的斜率预计不及 24 年，因此预计 24 年价增的逻辑会更占优。我们预计 22-24 年 CAGR 约 20%。

2) 中档酒主要为特曲&窖龄系列，泸州老窖 1952 等体量尚小。经过小步快跑式的价格调整，21 年下半年起逐步步入放量周期，业绩贡献凸显。22 年外部环境对次高端价位左右的单品影响略高，老字号特曲等产品批价以震荡为主，预计 23、24 年公司仍会努力提升价盘（实际上 2 月时老字号特曲计划外高度/低度已上调 30 元/20 元，锚定水晶剑），我们预计 22-24 年 CAGR 约 30%。

3) 低档酒主要为头曲、老二曲等，新国标施行后老二曲的焕新导致 20-21 年销量明显下滑，估计伴随黑盖的铺市以及调整步入尾声，低档酒或重回量价齐升的通道（黑盖定位高线光瓶酒，逐步导入后也能带动产品结构上移）。

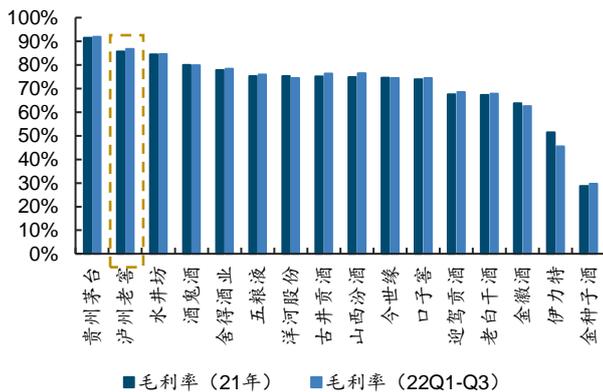
图表36：公司营收拆分及预测

(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	166.5	206.4	253.2	313.0	379.7
同比	5%	24%	23%	24%	21%
其中：酒类营业收入	164.5	204.2	250.8	310.4	377.1
同比	5%	24%	23%	24%	21%
毛利率	83.5%	85.9%	86.4%	86.7%	87.1%
(1) 高档酒（国窖 1573 等）	104.5	134.9	163.0	195.7	230.4
同比	22%	29%	21%	20%	18%
(2) 中档酒	37.9	49.0	63.8	83.7	107.4
同比	1%	29%	30%	31%	28%
——特曲系列	28.5	38.3	50.7	67.5	87.0
同比	16%	34%	32%	33%	29%
——窖龄系列	9.4	10.7	13.2	16.1	20.4
同比	-28%	14%	23%	23%	27%
(4) 低端酒	22.1	20.2	24.0	31.1	39.3
同比	-32%	-9%	19%	30%	27%

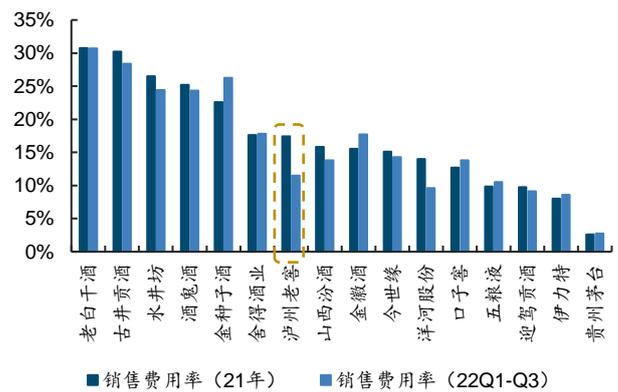
来源：公司公告，国金证券研究所（注：中档酒包括特曲、窖龄系列，拆分参照两者回款占比，预测值仅供参考）

费用率方面，公司毛利率&毛销差水平位于行业前列，主要系高端酒毛利率水平相对较高，以及费用精细化管控下效率提升。我们预计 22-24 年管理费用率稳定在 4.8%-4.9%，销售费用率稳中略降（在成熟区域、成长区域、开拓区域的费用投放比率存在明显差异，公司费用导向逐步倾斜至消费者端，考虑到表观销售费用主要是广宣费&促销费，预计费用率企稳中略降），营业税金及附加占比亦稳定在 12.7%-12.9%（不考虑消费税政策调整）。

图表37: 公司毛利率水平居于板块内前列



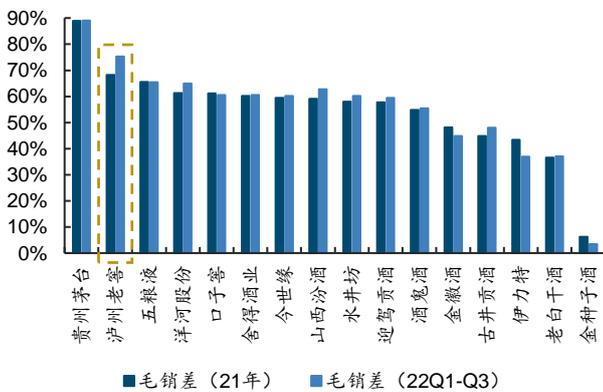
图表38: 公司销售费用率居于板块内中等水平



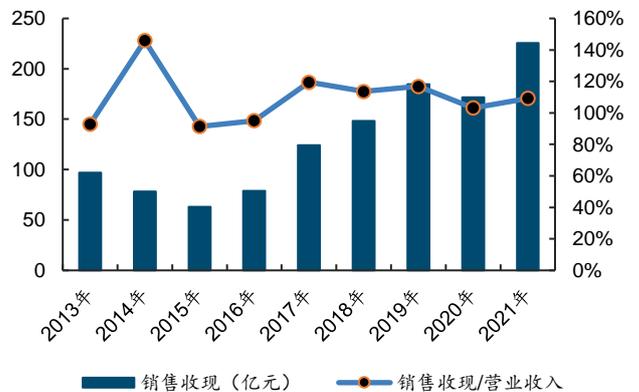
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表39: 公司毛销差水平居于板块内前列



图表40: 公司销售收现质量稳健



来源: 公司公告, 国金证券研究所

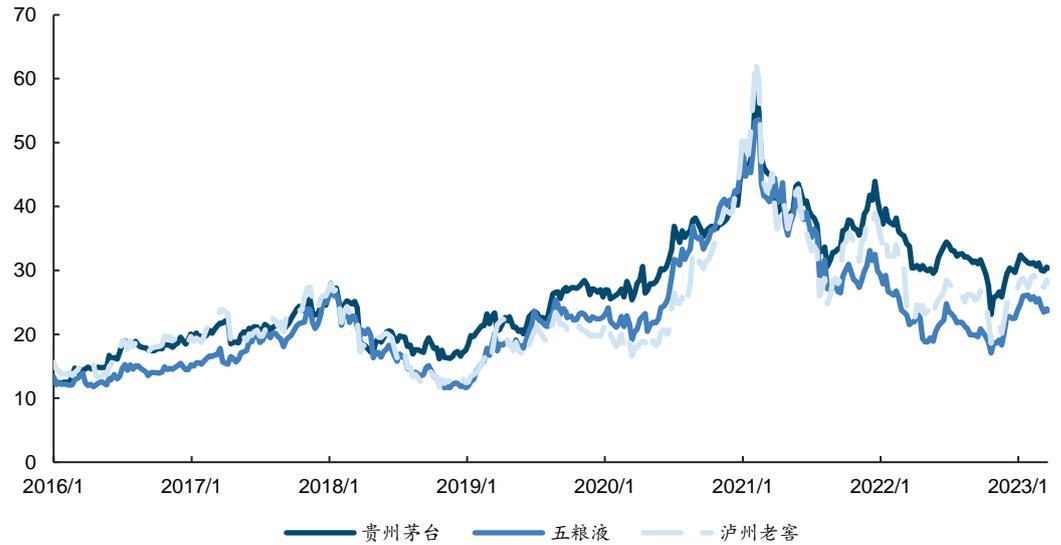
来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值分析及投资建议

公司当前 PE-TTM 为 36.0X, 位于近 3 年 31th 分位、近 5 年 58th 分位。考虑到当年的估值切换, 目前对 23 年的 Forward PE 约 27.9X, 处于中枢偏下区间。我们认为:

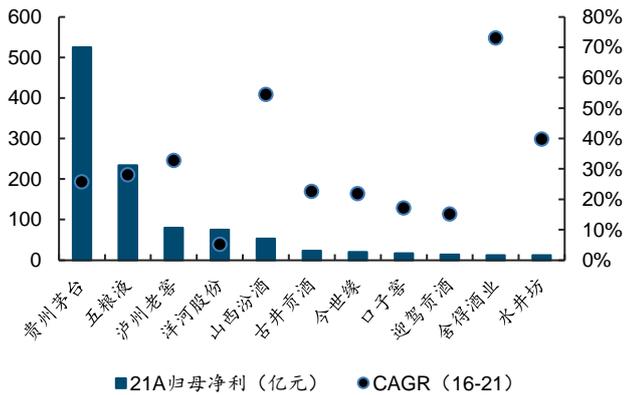
- 1) 当下估值已经具备一定的安全垫, 在 22 年 10 月悲观情绪冲击下彼时对 22 年的 Forward PE 约 23.2X, 而从目前环境看管控已经全然放开, 需求也在边际持续改善。
- 2) 公司核心品国窖 1573 系列作为千元价位第二大品系, 先发优势下享受一定高端溢价, 往后看白酒行业发展我们认为也会继续呈现集中化的趋势。但相较于茅台、五粮液, 老窖的全国化程度更弱, 中档价位的产品全国化潜力较强, 因此公司在头部的规模酒企中亦具备一定成长性。

图表41: 2016年至今茅台、五粮液、老窖 Forward PE

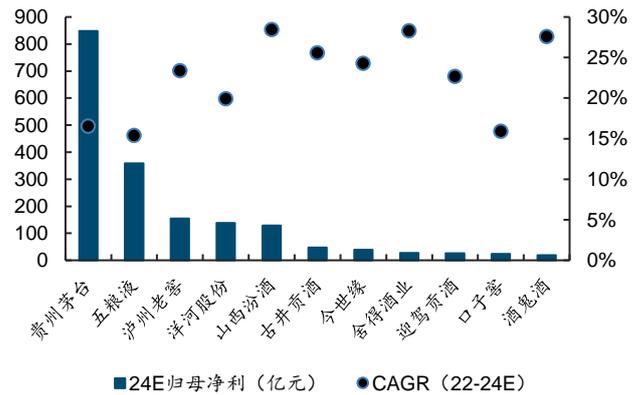


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 23 年 3 月 27 日)

图表42: 2016-2021 年白酒标的归母净利及复合增速



图表43: 2022E-2024E 白酒标的归母净利及复合增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 舍得酒业已披露 22 年年报, 采用 22 年实际值计算 CAGR, 其余标的采用 Wind 一致预期)

完备的产品 SKU 架构+灵活、精密的渠道模式, 给予公司在高端酒赛道中稳健成长性且具备潜在的弹性, 即国窖品系定位高端, 由于需求相对刚性赋予公司业绩的韧性, 而公司仍处于全国化持续渗透的过程中, 也带来了一定的顺周期性。当前往后行业景气度向上具备确定性, 23 年起公司也将全面推进七大行动, 在股权激励&薪酬制度的保障下, 我们看好公司内生势能的持续释放。

我们预计公司 22-24 年营收分别同增 22.7%/23.6%/21.3%, 对应营收分别为 253.2/313.0/379.7 亿元; 预计归母净利同增 28.6%/25.1%/23.7%, 对应归母净利为 102.3/128.0/158.4 亿元; 当前股价对应 PE 分别为 34.8/27.9/22.5X。结合可比公司估值及公司历史估值, 考虑到公司在高端酒中成长性占优, 给予公司 23 年 35 倍 PE, 对应目标价 304.34 元, 维持“买入”评级。

图表44: 公司及可比标的盈利预测

公司名称	归母净利 (亿元)			YOY			PE		
	22A/E	23E	24E	22A/E	23E	24E	22A/E	23E	24E
贵州茅台	626	730	845	19%	17%	16%	35	30	26
五粮液	267	311	358	14%	16%	15%	28	24	21
山西汾酒	79	102	131	49%	30%	28%	42	32	25

洋河股份	96	120	144	28%	25%	20%	25	20	17
古井贡酒	30	40	51	31%	32%	28%	48	36	28
舍得酒业	17	21	28	35%	27%	29%	37	30	23
平均							36	29	23
泸州老窖	102	128	158	29%	25%	24%	35	28	23

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 23 年 3 月 27 日，舍得 22 年归母净利润为实际值）

风险提示

- 宏观经济承压风险。居民端消费力释放节奏、商务活动活力同宏观经济预期具备相关性，若宏观经济承压会使得消费力释放节奏滞后。
- 政策风险。市场对于政策层面的预期会影响白酒板块的估值溢价，若消费税负增加亦会影响公司的盈利水平。
- 全国化进展不及预期。全国化外拓推进是公司业绩增量的核心，外拓进展不及预期会影响业绩增量实现。
- 千元价格带竞争加剧。公司向上的势能来自于核心的国窖 1573 单品，若竞品施行渠道改革、新进入者加大营销投放等，会影响核心单品的渗透进程。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	15,817	16,653	20,642	25,320	31,297	37,974
增长率		5.3%	24.0%	22.7%	23.6%	21.3%
主营业务成本	-3,065	-2,823	-2,952	-3,484	-4,208	-4,950
%销售收入	19.4%	17.0%	14.3%	13.8%	13.4%	13.0%
毛利	12,752	13,829	17,690	21,836	27,089	33,025
%销售收入	80.6%	83.0%	85.7%	86.2%	86.6%	87.0%
营业税金及附加	-1,976	-2,224	-2,865	-3,266	-4,006	-4,823
%销售收入	12.5%	13.4%	13.9%	12.9%	12.8%	12.7%
销售费用	-4,186	-3,091	-3,599	-3,937	-4,804	-5,734
%销售收入	26.5%	18.6%	17.4%	15.6%	15.4%	15.1%
管理费用	-829	-844	-1,056	-1,241	-1,502	-1,804
%销售收入	5.2%	5.1%	5.1%	4.9%	4.8%	4.8%
研发费用	-72	-86	-138	-177	-219	-228
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	5,689	7,585	10,032	13,215	16,557	20,436
%销售收入	36.0%	45.5%	48.6%	52.2%	52.9%	53.8%
财务费用	205	132	217	71	80	161
%销售收入	-1.3%	-0.8%	-1.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-1	0	81	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0
投资收益	155	201	202	273	300	360
%税前利润	2.5%	2.5%	1.9%	2.0%	1.8%	1.7%
营业利润	6,119	7,959	10,590	13,615	16,998	21,037
营业利润率	38.7%	47.8%	51.3%	53.8%	54.3%	55.4%
营业外收支	-15	-20	-39	-30	0	0
税前利润	6,104	7,939	10,551	13,585	16,998	21,037
利润率	38.6%	47.7%	51.1%	53.7%	54.3%	55.4%
所得税	-1,462	-1,981	-2,614	-3,365	-4,211	-5,211
所得税率	23.9%	24.9%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	4,642	5,959	7,937	10,220	12,787	15,826
少数股东损益	0	-47	-18	-15	-12	-9
归属于母公司的净利润	4,642	6,006	7,956	10,234	12,799	15,835
净利率	29.3%	36.1%	38.5%	40.4%	40.9%	41.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4,642	5,959	7,937	10,220	12,787	15,826
少数股东损益	0	-47	-18	-15	-12	-9
非现金支出	168	309	484	600	670	733
非经营收益	-280	-187	-338	72	-151	-240
营运资金变动	311	-1,164	-384	-2,513	-1,453	-920
经营活动现金净流	4,842	4,916	7,699	8,379	11,854	15,399
资本开支	-4,572	-2,123	-1,976	-958	-1,218	-1,206
投资	-8	-80	-741	-1,581	-458	-475
其他	29	29	38	273	300	360
投资活动现金净流	-4,551	-2,174	-2,678	-2,267	-1,376	-1,321
股权募资	4	10	8	627	0	0
债权募资	2,490	1,494	0	-106	0	0
其他	-2,400	-2,421	-3,191	-5,841	-7,536	-9,266
筹资活动现金净流	93	-917	-3,183	-5,320	-7,536	-9,266
现金净流量	386	1,816	1,834	792	2,942	4,812

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,754	11,625	13,513	14,295	17,229	22,035
应收款项	2,572	3,338	4,788	4,913	5,760	6,609
存货	3,641	4,696	7,278	9,067	11,068	13,154
其他流动资产	347	231	996	1,757	2,098	2,451
流动资产	16,314	19,890	26,575	30,032	36,154	44,249
%总资产	56.4%	56.8%	61.5%	63.0%	66.2%	69.8%
长期投资	2,583	2,825	2,990	3,771	3,909	4,054
固定资产	8,776	8,899	9,349	9,484	9,900	10,253
%总资产	30.3%	25.4%	21.6%	19.9%	18.1%	16.2%
无形资产	333	2,659	2,608	2,676	2,743	2,809
非流动资产	12,606	15,120	16,636	17,650	18,434	19,180
%总资产	43.6%	43.2%	38.5%	37.0%	33.8%	30.2%
资产总计	28,920	35,009	43,212	47,681	54,588	63,428
短期借款	0	72	86	0	0	0
应付款项	2,568	3,227	3,073	2,832	3,178	3,603
其他流动负债	4,220	4,448	7,788	7,391	8,461	10,074
流动负债	6,787	7,748	10,947	10,223	11,639	13,677
长期贷款	0	0	0	2,480	2,480	2,480
其他长期负债	2,578	4,080	4,128	1,623	1,623	1,625
负债	9,365	11,827	15,075	14,326	15,742	17,782
普通股股东权益	19,407	23,075	28,040	33,273	38,776	45,585
其中：股本	1,465	1,465	1,465	1,472	1,472	1,472
未分配利润	12,560	16,237	21,188	25,793	31,297	38,106
少数股东权益	148	107	97	82	71	61
负债股东权益合计	28,920	35,009	43,212	47,681	54,588	63,428

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	3.169	4.100	5.431	6.953	8.696	10.758
每股净资产	13.249	15.753	19.143	22.605	26.344	30.970
每股经营现金净流	3.305	3.356	5.256	5.694	8.055	10.464
每股股利	1.590	2.050	3.240	3.825	4.957	6.133
回报率						
净资产收益率	23.92%	26.03%	28.37%	30.76%	33.01%	34.74%
总资产收益率	16.05%	17.15%	18.41%	21.46%	23.45%	24.97%
投入资本收益率	19.57%	20.85%	23.38%	26.58%	29.03%	30.93%
增长率						
主营业务收入增长率	21.15%	5.28%	23.96%	22.66%	23.60%	21.34%
EBIT 增长率	31.13%	33.33%	32.26%	31.73%	25.29%	23.43%
净利润增长率	33.17%	29.38%	32.47%	28.65%	25.06%	23.72%
总资产增长率	27.94%	21.06%	23.43%	10.34%	14.49%	16.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	409.1	538.9	740.1	950.0	960.0	970.0
应付账款周转天数	188.2	289.1	310.6	230.0	210.0	200.0
固定资产周转天数	35.1	151.0	143.0	125.8	105.4	89.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.14%	-32.63%	-36.05%	-35.47%	-38.83%	-44.30%
EBIT 利息保障倍数	-27.7	-57.3	-46.3	-185.0	-205.9	-127.3
资产负债率	32.38%	33.78%	34.89%	30.05%	28.84%	28.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-05-01	买入	255.58	N/A
2	2021-08-29	买入	169.38	N/A
3	2021-10-29	买入	227.29	N/A
4	2022-03-12	买入	205.60	N/A
5	2022-04-28	买入	201.73	N/A
6	2022-08-28	买入	223.27	N/A
7	2022-10-16	买入	212.22	N/A
8	2022-10-28	买入	159.30	N/A

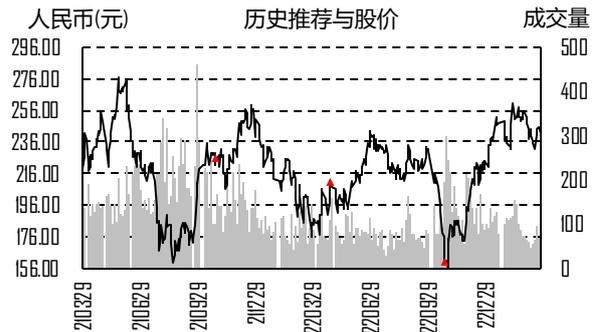
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402