

## 公司研究

## 两沉两浮三十年，精进战术助复兴

## ——泸州老窖（000568.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**浓香鼻祖，名酒基因。**20世纪90年代之前，公司是国内白酒的“浓香鼻祖”，90年代至今，公司两次淡出高端白酒市场，又两次重新站回高端。虽然经营偶有失误，但是行业特征、公司悠久的历史 and 优秀的经营水平又总能让公司走出困境，走向复兴。

**两轮兴衰沉浮不改名酒基因。**90年代白酒市场化启动，放开名酒价格以后，“名酒变民酒”的战略受到政策收紧和经济环境冲击，特曲失去品牌调性，淡出第一梯队；2005-2012年，政策松绑叠加经济回暖，白酒迎来黄金时代，公司适时推出柒泉模式，大力推广国窖，重回高端市场；2013-2014年，三公消费禁令致使需求侧逻辑剧变，公司对行业调整认识不足，品牌和渠道策略放大了判断失误，国窖销量骤减，第二次陷入经营困境；2015年至今，公司从行业调整中恢复，受益于高端复苏，公司笃定高端战略方向，精进渠道和营销等战术选择，二次走上品牌复兴路。

**五泸之争，各显神通。**国窖的持续放量挺价势必影响到五粮液的市场，对比两家公司的竞争优势意义重大。1、从国企改革角度看，泸州市白酒呈梯度格局，老窖是三家龙头企业之一，较早开始混改；宜宾市白酒“一核多点”，五粮液先解决管理机制问题，后逐步开展经营改革。2、产品力：五泸高端产品各有千秋，老窖系列酒矩阵更加清晰。3、品牌力：五粮液积淀深厚，老窖快速追赶。4、渠道力：酒企的渠道模式是不同路径下的迭代，老窖在渠道方面采取和经销商协同的模式，同时精进战术操作，弥补和五粮液在品牌力上的差距。体现在价格上，国窖曾试图走出单独行情，但因品牌力不足以支撑而失败，预计长期内仍将跟随五粮液价格走势，通过营销、渠道管控和消费者服务支撑价格提升。

**国窖产能潜力充足，不会成为放量掣肘。**品牌力的次序决定了高端白酒将在较长时间内仍然保持着茅五泸三足鼎立的格局，通过对出酒率、窖池容量等的一系列假设，我们估算2025年国窖的潜在产能在2-2.5万吨之间，五粮液主品牌的潜在产能接近4万吨。若产能全部提升至最大水平，预计2025年高端白酒产量能够满足11万吨以上的需求。通过销量和售价的假设，我们预计2025年高端白酒市场规模扩容至2720亿元，国窖1573报表端收入预计达到230亿。

**盈利预测、估值与评级：**受益于高端白酒扩容，公司凭借因地制宜的渠道模式、精细的战术布置，密铺重点市场，做好服务，促进国窖、特曲的挺价放量，盈利能力持续提升，同时市场流动性充裕、风险偏好较低的阶段特点有助于抬升公司的估值水平。我们基于此维持2020-22年营业收入为169.3/201.7/234.2亿元，维持净利润预测为58.9/71.1/86.5亿元，给予泸州老窖目标价302.47元，对应2020/2021PE75x/62x，维持泸州老窖“买入”评级。

**风险提示：**经济下滑风险、品质不及预期、政策风险、市场风险偏好变化。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055	15,817	16,932	20,169	23,423
营业收入增长率	25.60%	21.15%	7.05%	19.11%	16.13%
净利润(百万元)	3,486	4,642	5,890	7,108	8,649
净利润增长率	36.27%	33.17%	26.89%	20.67%	21.68%
EPS(元)	2.38	3.17	4.02	4.85	5.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.55%	23.92%	25.64%	26.20%	26.84%
P/E	99	74	58	48	40
P/B	20.3	17.8	15.0	12.7	10.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-26

## 买入（维持）

当前价/目标价：235.21/302.47元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

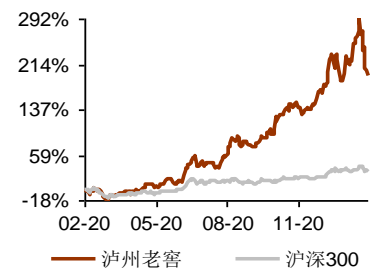
021-52523689

chenyt@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	14.65
总市值(亿元)	3445.24
一年最低/最高(元)	64.88/331.79
近3月换手率	65.73%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.98	20.71	170.61
绝对	-8.73	28.30	206.05

资料来源：Wind

## 相关研报

国窖表现出色，特曲复兴可期——泸州老窖（000568.SZ）2020年业绩预告点评（2021-01-12）

环比改善、稳中求进——泸州老窖（000568.SZ）2020年半年报点评（2020-08-27）

## 投资聚焦

### 关键假设

- 1) 我们基于对公开信息的整理，假设百年以上/50-100年/30-50年窖池的基酒出酒率分别为60%/50%/42%，基酒中的优质酒率分别为80%/65%/55%，相乘得到三种窖池的优质酒出酒率分别为48%/33%/23%；我们测算得到国窖基酒潜在生产能力12955吨，对应国窖商品酒22672吨。
- 2) 我们预计2020年五粮液高端酒产能接近3万吨，预计2025年高端酒产能接近4万吨；基于对茅五泸三者产能的测算，若全部按最大生产力生产，我们预计2025年高端白酒市场能够满足11万吨以上的需求。
- 3) 根据过往周期茅五泸的价格变化，我们估计2020-2025年五粮液、国窖价格CAGR为6-7%；综合过往周期销量变化、本轮周期的特点以及三家的产能情况，我们估计2025年茅台/五粮液/国窖销量分别达到4.8/3.75/1.68万吨，高端白酒市场总体规模有望扩容至2025年的2720亿元。

### 我们的创新之处

我们梳理了公司自1988年白酒市场化改革近30年以来的两次跌落和两次复兴，总结公司两沉两浮的外部环境和驱动因素。公司20世纪90年代“名酒变民酒”主动降格，遭遇政策收紧，淡出白酒第一梯队；2005-2012年推出柒泉模式，借力白酒整体扩容，抓住时代红利回到高端阵列；2013-2014年白酒需求收缩，公司错判行业调整深度，再次淡出第一梯队；2015年以来公司刮骨疗伤，进行了彻底的改革，同时精进战术操作，通过全面的营销和因地制宜的渠道策略弥补品牌力缺失，重新站稳高端市场。

我们通过比较公司和五粮液在改革、产品、品牌、渠道四个方面的竞争优势，提炼出老窖在改革程度上更加彻底、渠道模式更加精细、营销手段更多元有效等比较优势，从而弥补公司与五粮液在品牌力上的差距，做到价格跟住五粮液的同时放量，预计国窖将在中期内继续保持跟随五粮液价格的趋势。

我们创新性地测算了国窖、五粮液以及茅台的产能情况，测算得到国窖潜在产能2万余吨，据此判断国窖产能不会成为后续放量的掣肘。同时，我们进一步展望了2025年高端白酒市场的供需情况，预计仅凭当年高端产能即能满足11万吨以上的需求，同时预测2025年高端白酒市场有望扩容至2720亿元。

### 股价上涨的催化因素

从基本面看，公司改革措施能迅速落地，具备持续的战术创新能力和灵活的运营能力，产品层面，国窖受益高端扩容，在价格紧贴五粮液的同时快速放量，特曲价格快速拉升，后续大概率突破300元，特曲60版定位400-500元的主流价格带，放量可期。公司产品结构上移带动毛利率提升，基本面改良具备确定性，支撑高估值。从估值层面看，流动性充裕情况下，高端白酒是最大受益者，相较于茅台和五粮液，公司仍处在快速成长期，享有一定的估值溢价。

### 估值与目标价

综合考虑高端白酒市场的高景气度和公司自身的经营战术灵活性，我们维持2020-22年净利润为58.9/71.1/86.5亿元，给予泸州老窖目标价302.47元，对应2020/2021PE75x/62x，维持泸州老窖“买入”评级。

# 目 录

<b>1、浓香鼻祖，名酒基因 .....</b>	<b>6</b>
<b>2、两轮兴衰沉浮不改名酒基因 .....</b>	<b>6</b>
2.1、1988-2004 年，“民酒”战略失误，淡出高端 .....	6
2.2、2005-2012 年，黄金时代，重回高端 .....	8
2.3、2013-2014 年，需求生变，再陷困境 .....	9
2.4、2015-2020 年，高端扩容，再次复兴 .....	10
<b>3、五泸之争，各显神通 .....</b>	<b>12</b>
3.1、竞争比较的起点：从国企改革看五泸之争 .....	12
3.2、产品力：高端各有千秋，国窖迅速补足产能缺口 .....	15
3.3、品牌力：五粮液积累深厚，老窖呈追赶之势 .....	16
3.4、渠道变迁：不同路径下的迭代，老窖战术灵活精妙 .....	17
3.4.1、创设柒泉模式，放权经销商最大化时代红利 .....	18
3.4.2、改革柒泉模式为品牌专营公司，渠道管控因地制宜 .....	18
3.5、从价格策略看老窖的经营方式 .....	21
<b>4、国窖产能潜力充足，不会成为放量掣肘 .....</b>	<b>23</b>
4.1、茅五泸的产能情况梳理 .....	23
4.2、高端白酒上行周期未结束，量增价升有空间 .....	26
<b>5、估值水平与投资评级 .....</b>	<b>28</b>
5.1、盈利预测 .....	28
5.2、相对估值 .....	28
5.3、绝对估值 .....	29
5.3.1、市场风险溢价采用中证 800 市盈率倒数-10 年期国债 .....	29
5.3.2、 $\beta$ 是收益率回归的结果，具有阶段性的特点 .....	30
5.3.3、关于基本假设的几点说明： .....	31
5.4、估值结论与投资评级 .....	32
<b>6、风险分析 .....</b>	<b>32</b>
<b>7、附录 .....</b>	<b>33</b>

## 图目录

图 1: 1990 和 1998 年茅五泸剑零售价 (元/500ml) .....	7
图 2: 90 年代末老窖营收被五粮液拉开差距 .....	7
图 3: 2001 年恰逢行业低景气度, 国窖放量困难 .....	7
图 4: 1998-2004 年白酒行业产量始终处于萎缩状态 .....	8
图 5: 2004 年公司削减杂牌和条码 .....	8
图 6: 2005-2012 年白酒黄金年代, 酒企营收增速提升 .....	9
图 7: 2005-2012 年茅五泸出厂价持续提升 .....	9
图 8: 2008-2012 年茅五泸高端产品营收和增速情况 .....	9
图 9: 2008-2012 年五粮液和老窖的高端酒收入占比 .....	9
图 10: 行业调整期泸州老窖受到最大冲击 .....	10
图 11: 2012-2014 年国窖销售大幅萎缩 .....	10
图 12: 国窖逆势挺价失利导致价格倒挂持续了 1 年半左右 .....	10
图 13: 2016 年至今的新周期中, 高端白酒表现最好 .....	11
图 14: 2015 年-2019 年公司高端复苏带动产品结构上移 .....	11
图 15: 90 年代初-2020 年白酒行业的周期变动梳理 .....	12
图 16: 实控人泸州市国资委持有公司 45.6% 的股份 .....	13
图 17: 2013-2019 年酒业营收绝对额约占到泸州市 GDP 的 40% .....	13
图 18: 宜宾市呈现五粮液集团“一核多点”的白酒产业格局 .....	14
图 19: 五粮液 2016 年通过的股权激励方案认购对象和资金投向 .....	14
图 20: 五粮液股份有限公司主要股东持股变化情况 .....	14
图 21: 五粮液主力产品矩阵 .....	16
图 22: 泸州老窖主力产品矩阵 .....	16
图 23: 泸州老窖品牌营销活动梳理以及品牌价值 .....	17
图 24: 2015-19 年公司加大品宣力度, 销售费用率持续上升 .....	17
图 25: 2015-2019 年公司费用投放效果良好 .....	17
图 26: 柒泉模式下, 由柒泉公司向经销商发货, 酒厂费用率下降 .....	18
图 27: 2015 年公司设立品牌专营公司销售模式 .....	19
图 28: 五粮液生产人员占比大, 销售人员占比较少 .....	19
图 29: 泸州老窖公司销售人员占比稳定在 20% .....	19
图 30: 五粮液主品牌按销量分渠道拆分 .....	20
图 31: 2001-2019 年茅五泸前五大客户销售占比 .....	20
图 32: 从历史视角看, 茅五泸的渠道模式分别在各自的道路上迭代 .....	21
图 33: 五粮液和国窖历史出厂价/一批价变动情况 .....	22
图 34: 2020 年五粮液高端酒产能测算 .....	25
图 35: 2025 年五粮液高端酒产能测算 .....	25
图 36: 2015.12-2020.12, 36 大中城市 52 度高档白酒价格年复合增幅 8.7% .....	26
图 37: 2007-20 年/2009-20 年/2015-20 年三个时间段茅五泸出厂价和批价增速 .....	26
图 38: 2001-19/2010-19/2015-19 年三段时期茅五泸销量复合增长率比较 .....	27
图 39: 2012.2.20-2022.2.19 风险溢价和申万白酒行业指数市盈率变动情况 .....	29

图 40: 2012 年至今的无风险收益率和市场组合回报率 ..... 30

图 41: 2020 年来市场风险溢价和白酒指数收益率高度负相关 ..... 30

图 42: 2012-2020 年白酒行业  $\beta$  波动上行 ..... 30

图 43: 2020 年五泸和茅台  $\beta$  差 0.2 左右 ..... 30

## 表目录

表 1: 泸州老窖 2006 年定增方案及 2010 年股权激励计划梳理 ..... 13

表 2: 五粮液历年产能建设项目梳理 ..... 15

表 3: 组建品牌复兴小组以后, 泸州老窖积极开展各类营销活动 ..... 16

表 4: 茅五泸各自的渠道模式、优劣势及未来的发展方向 ..... 20

表 5: 国窖 1573 潜在生产能力测算 ..... 24

表 6: 2020 年/2025 年五粮液产能和出酒率预测 ..... 24

表 7: 贵州茅台 2025 年产量约 4.8 万吨 ..... 25

表 8: 假设茅五泸均按照最大产能生产, 2025 年能够满足 11 万吨以上的需求 ..... 25

表 9: 茅五泸和高端白酒总体潜在产量/销量/价格/营收测算 ..... 27

表 10: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 ..... 28

表 11: 绝对估值核心假设表 ..... 31

表 12: 现金流折现及估值表 ..... 31

表 13: 敏感性分析表 ..... 31



# 1、浓香鼻祖，名酒基因

**两起两落，再获新生。**泸州老窖是中国历史上四大名酒之一。1957年，泸州老窖成为中国白酒“三大试点”中的第一个试点，1959年由国家组织专家在泸州老窖酒厂考察，编制的《泸州老窖大曲酒》出版，成为其他酒厂提升工艺水平和酿造技艺的标杆，也为浓香型白酒发展的推动力之一，如今特曲酒的前身泸州大曲酒更是连续蝉联五次国家名酒名单。不过，虽然老窖在20世纪90年代之前有着辉煌的历史，但是90年代以来，五粮液、茅台相继坐上中国白酒的头把交椅，而往日的“老大哥”泸州老窖则起起伏伏，发展之路曲折。总结90年代之后公司的发展历程，有过两次跌落、两次起势的经历。“名酒变民酒”的战略让公司淡出了高档白酒的舞台，2012-2014年的行业调整和战略误判也让公司陷入经营困境，再次面临退出高端市场的风险，不过，白酒的行业特征、公司悠久的历史 and 优秀的经营水平又总能让公司走出困境，走向复兴。

通过本篇报告，我们首先希望复盘公司自1988年白酒市场化以后近30年的历史经验，梳理老窖20世纪90年代、2012-2014年两次落后，2000-2011年、2016年至今两次复兴的逻辑，发掘其经营背后的驱动因素，以此回答**问题一：泸州老窖何以两次“困境反转”，重新夺得高端白酒的“入场券”。**

其次，如今的高端白酒三强中，茅台一飞冲天，已经和五泸拉开了巨大的差距，需要单独分析，五粮液和国窖价格带接近，呈现出更加近似的特征，老窖复兴势必会触及五粮液的利益，基于此，我们希望通过比较泸州老窖和五粮液的经营模式和竞争优势，并试图回答**问题二：老窖相比五粮液具备哪些竞争优势，公司的品牌势能能否持续提升。**

最后，针对市场上比较关心的高端白酒产能问题，我们希望展望未来五年，通过对2025年高端白酒的需求空间以及茅五泸各自的产能进行测算，以此预判未来的竞争格局，从而回答**问题三：2025年五泸产能有多少，是否足以应对未来需求。**

## 2、两轮兴衰沉浮不改名酒基因

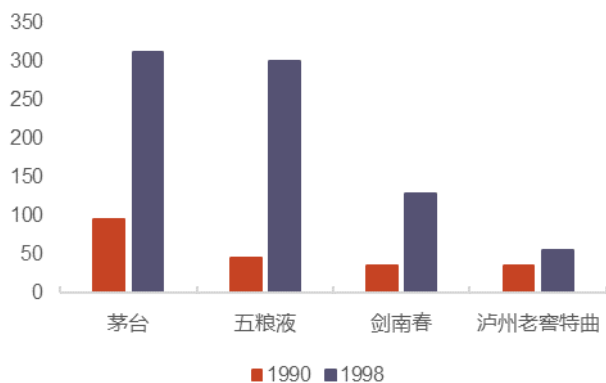
### 2.1、1988-2004年，“民酒”战略失误，淡出高端

**20世纪90年代-1996年，放开名酒价格管控，“名酒变民酒”主动降格。**20世纪90年代之前的泸州老窖是中国浓香型白酒的“老大”，80年代末，老窖的产量是川酒六朵金花中其他五朵之和，其主打产品泸州大曲酒更是唯一蝉联1952、1964、1979、1984、1988年五次国家名酒称号的酒类。1988年之后，国家正式放开名酒价格管控，白酒行业的市场化改革拉开帷幕。1989年“名酒不上宴请”的政令下达，名酒纷纷降价，一时间选择继续走高端路线还是走大众路线是摆在各大酒厂面前的问题。历史地看，规模导向和价格导向不能说谁对谁错，公司的“名酒变民酒”，增量不加价策略也推动了规模快速扩张。

**政策收紧和外部环境冲击放大了“民酒”战略的弊端，公司跌出第一梯队。**1996年，我国白酒产量达到了峰值801.3万吨，行业低端产能过剩，为了整顿行业，90年代后期，政策迅速收紧，1996年限制公务宴请白酒消费，1998年推出白酒生产许可证制度，同年出台文件要求白酒营销支出不得在税前扣除，叠加东南亚经济危机的影响，白酒产量自1997年起经历了长达七年的负增长，至2004年仅有303万吨，相较1996年下降了62%。行业整体收缩的背后是分化的加剧，普通酒市场萎缩，名酒坚挺，走高端路线的“名酒”自90年代初开始稳步提价，96年之后与走“民酒”路线的老窖逐渐拉开差距。彼时五粮液虽然

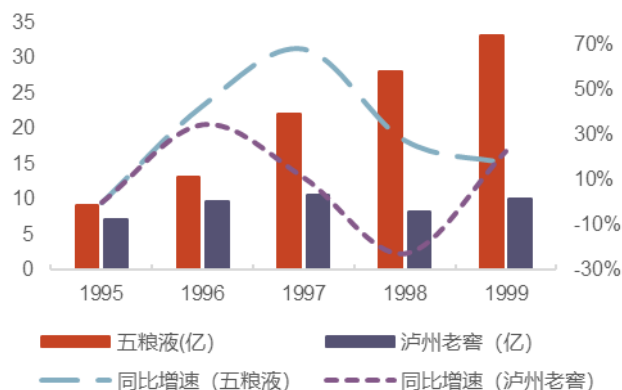
采取了规模导向的品牌买断模式，但是主品牌仍然维持着持续涨价的高端化定位，在行业销量收缩期占据了有利位置。相比之下，1998 年公司营收增速-22%，2000 年营收增速-7%。从结果看，规模导向战略受外部冲击，放量受限，又不具备提价能力，特曲因此丧失了高端品牌的“调性”，公司也淡出白酒第一梯队。

图 1: 1990 和 1998 年茅五泸剑零售价 (元/500ml)



资料来源:《新食品》, 光大证券研究所

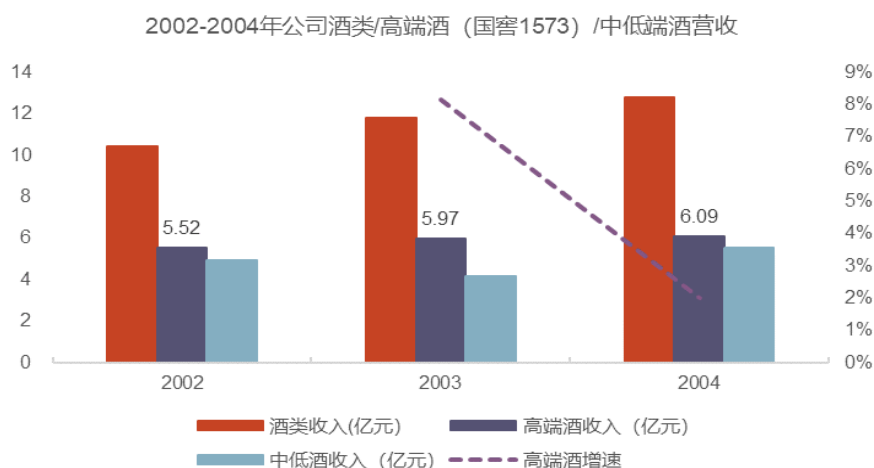
图 2: 90 年代末老窖营收被五粮液拉开差距



资料来源: Wind, 光大证券研究所

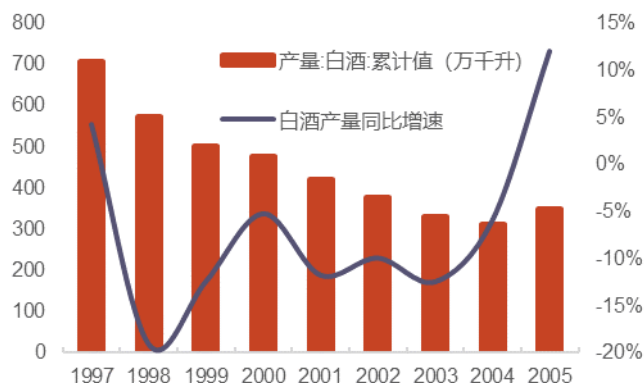
2001-2004 年, 重回高端迈出第一步, 但由于白酒景气度未见好转, 仍需等待时机。2001 年, 公司推出国窖 1573, 首创白酒“窖池”概念, 意在通过全新品牌重回高端市场。由于白酒行业仍处于调整时期, 行业景气度低, 直到 2004 年国窖收入仅为 6.1 亿。同时, 在地方政府的营收考核压力下, 公司推行“一业为主, 相关多元化”的品牌战略, 进军房地产等多个行业, 主营业务白酒亦呈现出品牌多元化运作, 损害了主品牌价值。

图 3: 2002-2004 年恰逢行业低景气度, 国窖 1573 放量困难



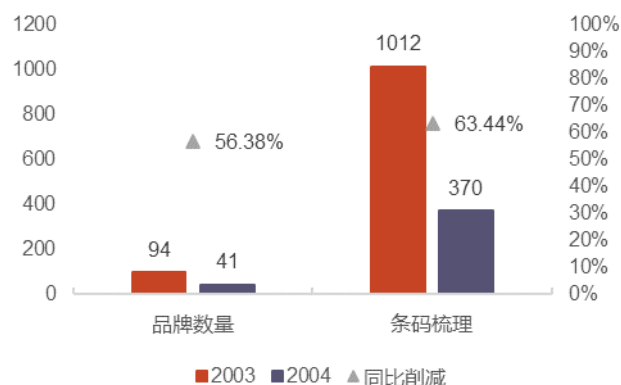
资料来源: Wind, 光大证券研究所。注: 泸州老窖此时高端酒类为国窖 1573。

图 4：1998-2004 年白酒行业产量始终处于萎缩状态



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：2004 年公司削减杂牌和条码



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2.2、 2005-2012 年，黄金时代，重回高端

2005-2012 年，政策松绑、经济回暖，白酒行业收益，期间虽然受 2008 年经济危机影响导致白酒产销量短期回落，但是扩张性财政政策起效以后，白酒业迅速回暖。公司顺势开创柒泉模式对接大客户需求，重新站住高端市场。

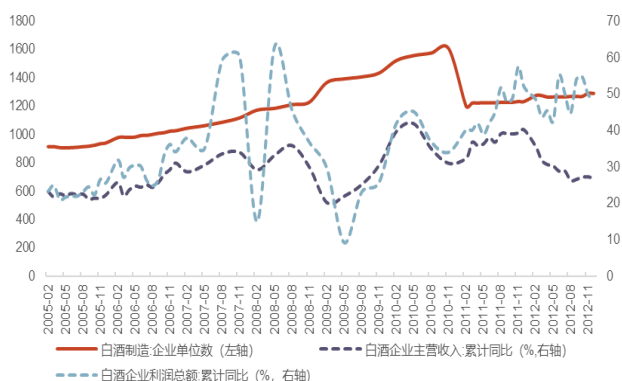
**2005-2007 年，政策放松，行业快速升温。**2005 年发改委将白酒生产线列入限制目录，意在遏制低端产能进入行业，2006 年下调了 25% 的粮食类白酒消费税率至 20%，政策放松促进行业景气度回升，同时经济发展刺激政务和商务白酒消费扩容。公司收缩非酒类业务，聚焦白酒业务，向经销商定增 3.6 亿投入产能扩建方案。

**2008 年-2009 年，经济危机短期冲击行业，公司推出柒泉模式应对行业调整。**2008 年下半年金融危机冲击经济环境，白酒景气度下降，需求阶段性下滑，集中度提升，高端白酒寡头格局显现。公司力保 1573 品牌提升，控货挺价，价优先于量。为了对抗需求下滑，在存量竞争中把握住集中度提升的机会，公司对内推动机制改革，高端和中低端分条线运作；对外延续 2006 年向经销商增发股份的方式，首创柒泉模式（经销商入股形成片区制的经销商联盟）对接党政军等大客户。

**2010-2012 年，经济刺激致使白酒过热，国窖乘风而起，第一次重回高端。**财政政策的影响逐渐释放，全国兴起固定资产投资热，高端白酒需求剧增。公司成立团购定制服务中心，与柒泉模式形成合力服务高端客户。国窖跟随茅台酒迅速放量，同时公司多次调高出厂价，2012 年 1 月将国窖出厂价由 619 元调高至 889 元，国窖营收从 2004 年的 6.1 亿上升至 2012 年的 44.3 亿，7 年间 CAGR28.1%。

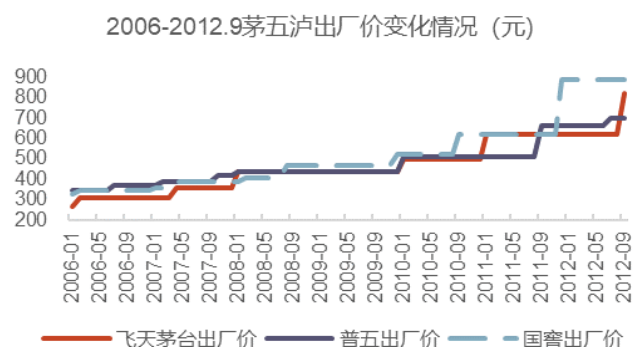


图 6：2005-2012 年白酒黄金年代，酒企营收增速提升



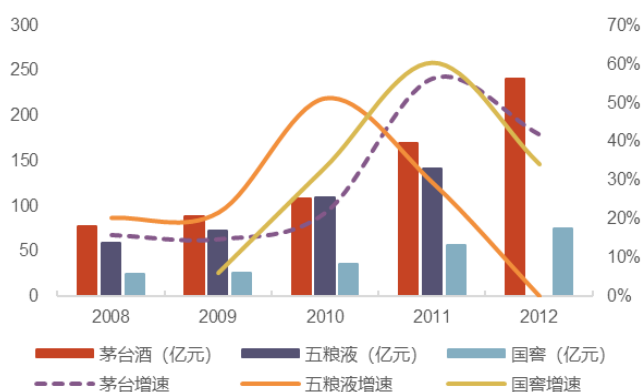
资料来源：Wind，光大证券研究所。备注：2011 年白酒制造企业数大幅下滑系统计口径变动影响；图中的白酒制造企业单位数与营收和利润增速的主体皆与国家统计局的统计口径一致。

图 7：2005-2012 年茅五泸出厂价持续提升



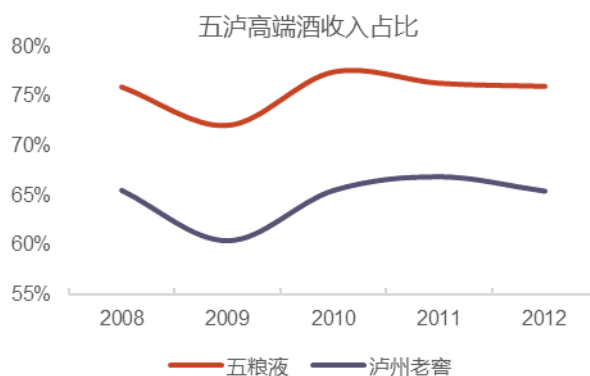
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：2008-2012 年茅五泸高端产品营收和增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所。备注：2008 年泸州老窖统计口径发生变化，2008-2012 年高端酒为特曲及以上产品，五粮液的高端酒指含税销售价格 120 元以上的酒类。

图 9：2008-2012 年五粮液和老窖的高端酒收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所。备注：2008-2012 年泸州老窖的高端酒为特曲及以上产品，五粮液的高端酒指含税销售价格 120 元以上的酒类。

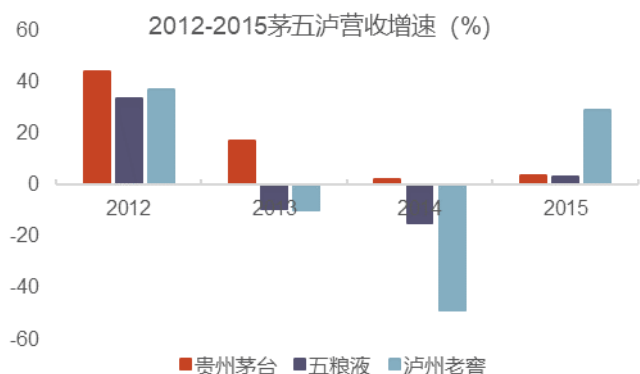
## 2.3、2013-2014 年，需求生变，再陷困境

2012 年末-2014 年，公司对行业调整认识不足，第二次陷入经营困境。2012 年末，政策变化叠加“塑化剂”风波负面冲击行业。由于政务消费的快速紧缩，高端白酒需求端逻辑剧变，需求急剧下滑叠加库存高企，终端价格面临极大的下行压力，公司选择逆势抬价，2013 年 7 月国窖 1573 出厂价从 889 元提价至 999 元，同时搭配一定的渠道销售激励，试图通过渠道推力控制住价格。不过老窖错误预估了行业调整的深度和持续性，渠道推力无法弥补需求断流，“屋漏偏逢连夜雨”此时公司的品牌和渠道策略成了失误的放大器：

1、**放开品牌授权“饮鸩止渴”**。公司为了弥补营收上的空缺，采取了贴牌的方式，放任经销商在给予公司一定利益的前提下形成自己的品牌和条码，这一战术虽然短期内扩充了收入，但是犹如饮鸩止渴，一时间杂牌无数，公司条码数量一度突破 8000 个，严重稀释了主品牌的价值，形成了主品牌营收下滑—放任贴牌—稀释主品牌价值—主品牌营收进一步下滑的正反馈循环。

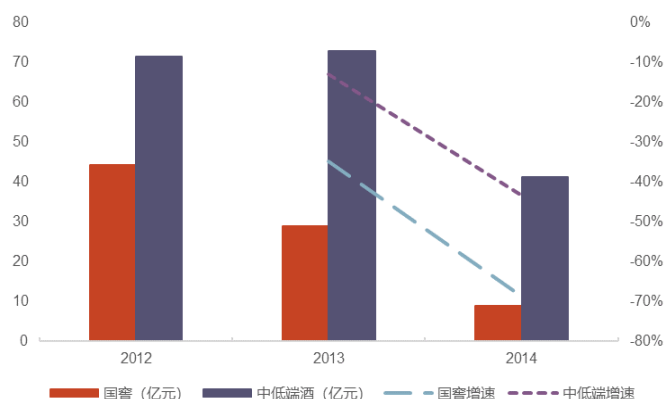
**2、柒泉模式弊端显现，与放开品牌授权形成恶性循环。**行业受到政策冲击之后，柒泉模式最大的优点——对接三公消费的政务资源被切断，其弊端暴露。经销商是独立决策的个体，优先为自身的利益考虑，与厂商战略之间存在利益冲突，这一矛盾在行业调整期激化，酒厂由于收入压力，也不得不进一步开放品牌授权。经销商各自为政导致价盘混乱、窜货严重，杂牌扩张。国窖在渠道处形成了堰塞湖，经销商推动中档和低档酒的积极性也大幅受损。2014年下半年，公司经营决策出现边际改善，开始着手压缩杂牌规模、回购国窖，疏通渠道，但是由于此前失误造成了巨大的影响，公司2014年业绩触底，高端酒销售额同比下滑近70%，中低档酒营收同比下滑50%。

图 10：行业调整期泸州老窖受到最大冲击



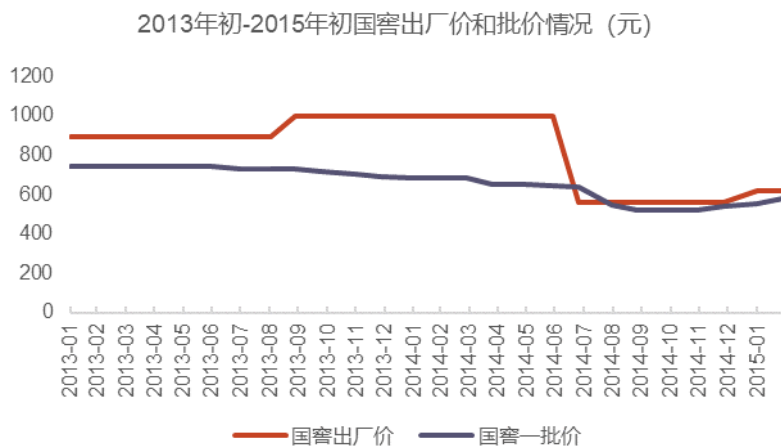
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：2012-2014 年国窖销售大幅萎缩



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 12：国窖逆势挺价失利导致价格倒挂持续了 1 年半左右



资料来源：渠道调研，光大证券研究所。备注：图中价格时间段为 2013 年 1 月-2015 年 2 月。

## 2.4、 2015-2020 年， 高端扩容， 再次复兴

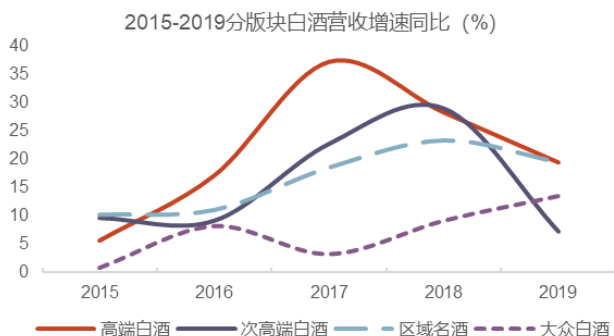
**2015-2016 年公司从行业调整中恢复。**2015 年，公司更换管理层，刘淼和林峰上任，两人均为销售系统出身，对营销和经销商管控工作的认识深刻，上任后进一步解决历史问题，推动公司全面的改革。公司把品牌战略锁定在“三线、

五大超级单品（国窖、窖龄酒、特曲、头曲和二曲）”，成立国窖 1573 品牌专营公司，加强对核心市场的把控，形成 3 大品牌在全国核心市场的控盘分利模式；在数字化改革上，引入 IBM 帮助构建信息化顶层设计等；在产能端，公司 2016 年定增 30 亿投入技改工程一期，2020 年发债 40 亿投入技改工程二期，完成后将为公司带来 10 万吨优质的固态发酵产能。

**2017 年至今，组建品牌复兴领导小组，复兴之路再启程。**2017 年开始，公司历史问题基本清理完毕，组建品牌复兴领导小组，正式走上复兴之路。公司启动大单品团购客户招商工作，推动营销组织“蜂窝状扁平化”，以配合三线、五单品的产品战略。2018 年至今，品牌战略侧重于“1573+特曲品牌复兴”双轮驱动。2019 年 1573 实施终端配额制和价格熔断机制，控制供给，力挺批价。同年推出特曲 60 版，瞄准 500 元这一次高端主流价格带。

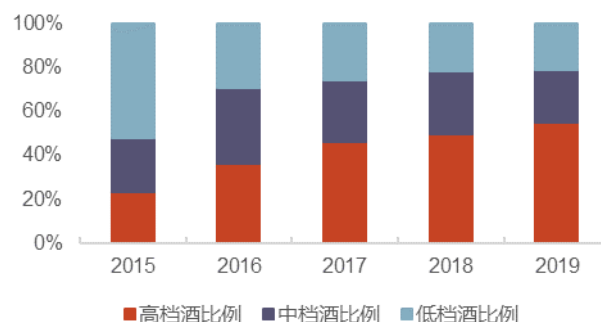
**2020 年疫情冲击过后，分化加剧，公司受益于高端复苏，进一步精细战术布置。**白酒的战略方向已是“明牌”，高端是最重要的战场，品牌力是最大的竞争优势，高端产品的价格则是品牌力最直观的体现，“内功”和战术操作成为酒企比拼的重点。公司年中开启河南会战，集中兵力猛攻薄弱市场，取得了优异的成绩，河南市场销售额从 2019 年的 3 亿元大幅提升至 5 亿元，公司期望 2022 年实现 12 亿元的销售。2020 年末公司推出颇具想象力的高光系列产品，并开展一系列营销造势活动，希望重塑消费者对光瓶酒的低价认知，推动光瓶酒的消费升级。

图 13：2016 年至今的新周期中，高端白酒表现最好



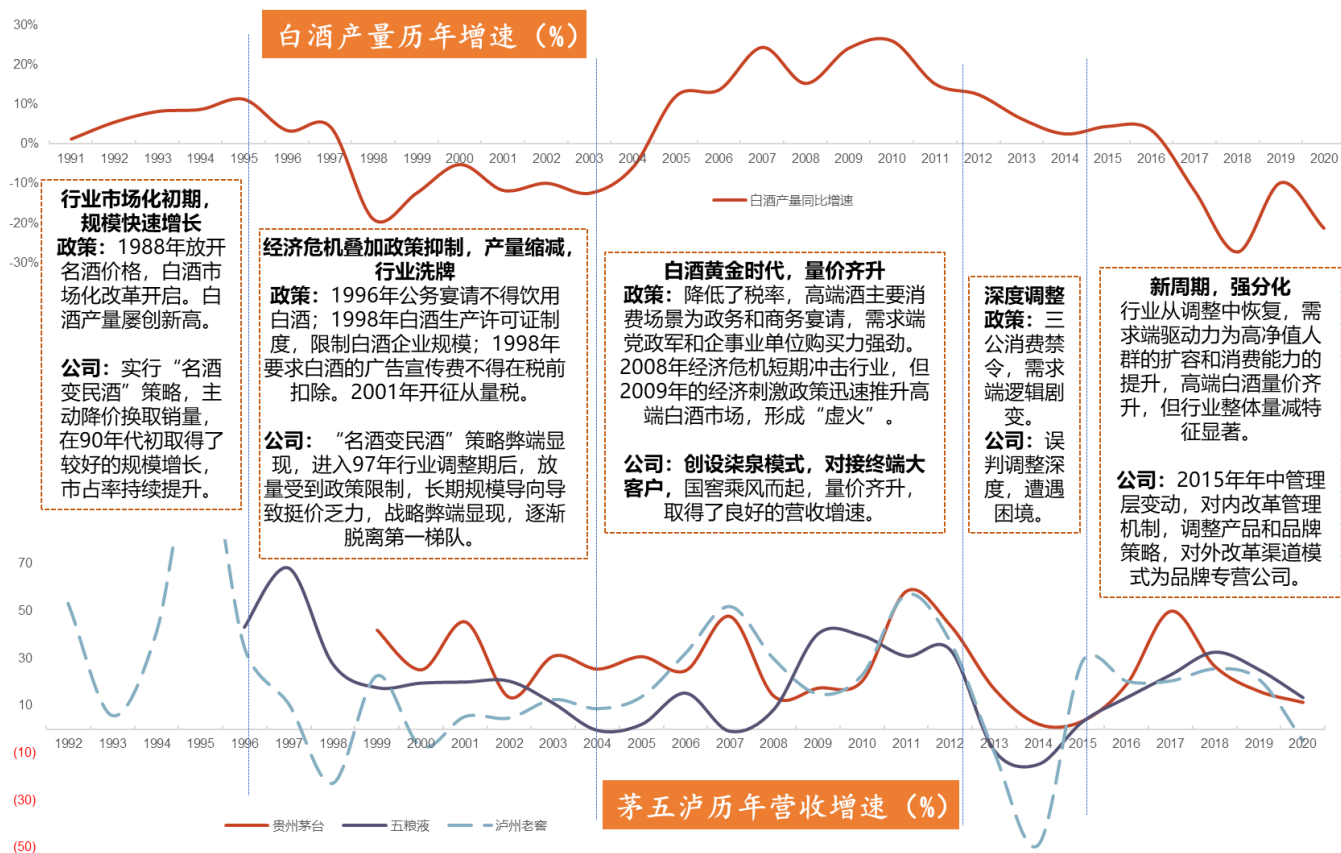
资料来源：Wind，光大证券研究所。其中高端白酒为茅五泸；次高端白酒为洋河、汾酒、水井坊、舍得、酒鬼酒；区域名酒为今世缘、古井贡酒、口子窖；大众白酒为顺鑫农业、青青稞酒、金徽酒、伊力特、老白干酒、迎驾贡酒、金种子酒。

图 14：2015 年-2019 年公司高端复苏带动产品结构上移



资料来源：公司公告，光大证券研究所。备注：高档酒为国窖 1573 及以上；中档酒主要为窖龄酒和特曲；低档酒为特曲以下酒类，包括头曲、二曲等。

图 15: 90 年代初-2020 年白酒行业的周期变动梳理



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所。备注: 数据基期为 1991 年, 即老窖上市后公布的最早的财务数据时点。1995 年泸州老窖营收增速为 126%, 系设立销售公司, 合并原属于销售公司的收入所致, 若仅考虑业务增长, 则 1995 年营收增速为 34%。

### 3、五泸之争, 各显神通

前文对于老窖经营的复盘更加侧重行业变化以及公司自身的经营变革, 较少考虑高端市场竞争对手的情况。茅五泸三家在过去十多年中稳稳站住高端市场, 集中度逐步提升, 不过, 自从在 2013 年茅台营收超过五粮液后, 茅台酒价格一骑绝尘, 走出单独的曲线, 批价一飞冲天, 与后面的五泸甩开距离。五粮液和国窖价格接近, 多年来两者始终保持在 80-100 元的价差, 终端成交价、批价和出厂价之间未能拉开差距。因此, 国窖酒的提价放量不可避免地冲击五粮液的目标市场, 分析泸州老窖的发展前景, 亦不可避免地要和五粮液进行比较, 本章中, 我们试图从国企改革的视角出发, 从改革、产品、品牌、渠道四个方面一探究竟, 进一步发掘老窖的比较优势, 提炼后续成长的驱动力。

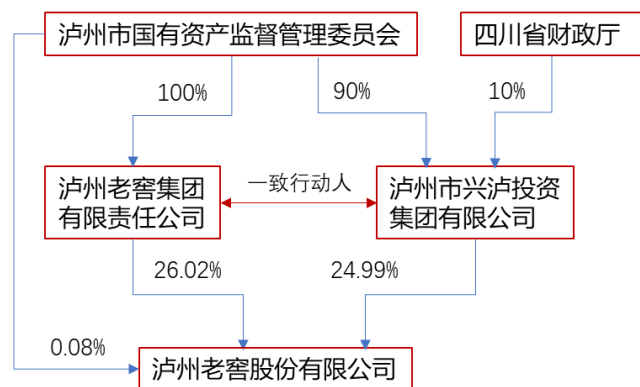
#### 3.1、 竞争比较的起点: 从国企改革看五泸之争

**国企改革事关发展机制和发展动能, 是研究的起点。**因为历史原因, 国有企业和政府、经销商之间利益关联复杂, 能否积极推动国企改革以及改革能否落到实处事关企业经营运作, 从而影响企业的产品、品牌、渠道等策略。在现代化的进程中, 五粮液和泸州老窖在集团层面的关联问题、与地方政府的关系、企业混改和机制变动等方面又有诸多不同, 影响了企业后续的经营改革和发展策略。

“酒城”泸州酒业产值庞大，呈现梯度格局，酒企更加专注主业。泸州发展酒业有其独特的地理环境优势，白酒产业历来是泸州的支柱型产业，泸州市政府亦大力支持白酒产业发展，经过多年的运作，泸州地区现拥有泸州老窖、郎酒、川酒集团（整合了 100 余家地方酒企后形成的集团公司）三大龙头酒企，规模以上白酒企业 100 余家（包括形成川酒集团的百余家酒企），产业格局呈梯度排列。2019 年泸州市酒企收入近 900 亿元，同年泸州市 GDP/第二产业 GDP 分别为 2081/1022 亿元。2019 年 1 月 23 日，泸州市酒业发展促进局从商务部独立出来，正式挂牌成为独立的政务部门，助力白酒产业现代化。

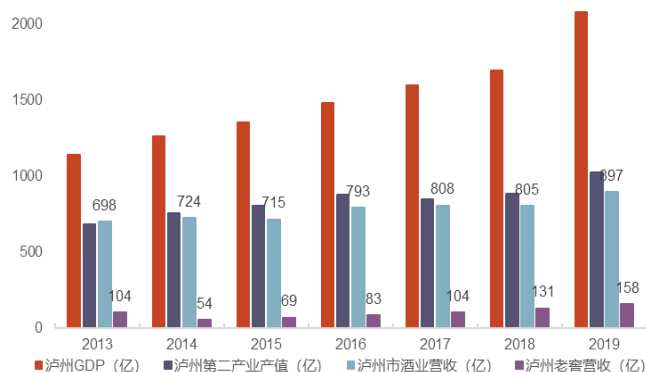
老窖较早开始股权改革，利益共同体文化延续。公司两大股东泸州老窖集团公司和兴泸投资集团签订一致行动协议，集团公司具有经营决定权，经营决策上代理问题较小。2005 年公司股权分置改革后，2006 年即通过定增计划向经销商增发 3.67 亿元用于产能扩建，此后，厂商利益共享的机制一直延续了下去，2009 年公司推出著名的柒泉模式，将更多经销商和销售人员纳入利益共同体之中，2015 年又进一步升级为品牌专营公司模式，同样秉承形成经销商利益共同体的特点。此外，2010 年公司通过了员工股权激励方案，涉及的标的股票总数为 1,344 万股，占当时公司总股本的 0.96%。综合来看，公司混改较早，机制灵活，善于协调和激励各方利益。

图 16：实控人泸州市国资委持有公司 45.6%的股份



资料来源：Wind，光大证券研究所。截止 2021 年 2 月 3 日

图 17：2013-2019 年酒业营收绝对额约占到泸州市 GDP 的 40%



资料来源：Wind，泸州市政府网站，光大证券研究所

表 1：泸州老窖 2006 年定增方案及 2010 年股权激励计划梳理

泸州老窖 2006 年定增			2010 年股权激励计划				
认购对象	认购份额 (万股)	认购金额 (万元)	激励对象	所任职务	期权数量(万份)	占本计划(%)	占总股本比例(%)
山东国窖酒业	509.4	6224.87	谢明	董事长	58	4.32%	0.04%
保定市隆华商贸	166	2028.52	张良	董事、总经理、党委书记	58	4.32%	0.04%
上海荣生实业	125	1527.50	蔡秋全	董事、副总经理	41	3.05%	0.03%
汕头市金平区金叶	100	1222.00	沈才洪	董事、副总经理	41	3.05%	0.03%
石家庄桥西糖烟酒	123	1503.06	江域会	董事、纪委书记	41	3.05%	0.03%
深圳蓬鹏实业	82	1002.04	刘森	副总经理	41	3.05%	0.03%
佛山市大沥陆升	123	1503.06	郭智勇	副总经理	41	3.05%	0.03%
桐乡市糖业烟酒	82	1002.04	张顺泽	副总经理	41	3.05%	0.03%
泸州市兴泸投资	1589.6	19424.91	何诚	酿酒公司总经理	41	3.05%	0.03%
博时基金	100	1222.00	林锋	营销总监	41	3.05%	0.03%
合计	3000	36660	敖治平	财务部部长	41	3.05%	0.03%
投资项目	项目总投入 (万元)	实际募集资金 (万元)	骨干员工		859	63.91%	0.64%
“优质酒产能扩大及储存基地建设”	40,312	35,432.20	合计		1344	100	0.96%

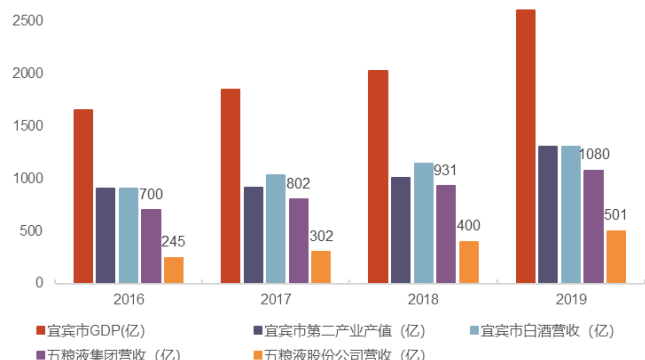
资料来源：公司公告，光大证券研究所



**宜宾市白酒格局“一核多点”，五粮液集团承载多元化任务。**不同于泸州市白酒的梯度产业集群，宜宾市白酒产业呈现“一核多点”的格局，龙头五粮液占据全区域白酒产值的40%左右，其第二大控股股东五粮液集团公司是一家以酒业为主，多元化发展的大型国有企业集团。目前已形成“1+5”产业布局，历年营收占宜宾市GDP的40%以上。历史上五粮液股份公司、五粮液集团和宜宾市国资委之间存在机制不明确导致的一系列问题，因此解决管理机制问题是第一步。2012年，宜宾市国资公司将其持有的五粮液股份公司20.07%的股份划拨给五粮液集团，从此五粮液集团正式控股上市公司，缓解了集团和上市公司之间频繁关联交易的问题；同年，宜宾市国资委将所持有五粮液集团的51%股份无偿划拨给宜宾市国资公司，后者成为五粮液集团的实际控制人，缓解了国资委和国资公司人事权分离的问题。

**好事多磨，五粮液混改落地促进经营改革加速。**五粮液2015年提出23.5亿混改方案，该方案经修改后于2016年末由证监会批准，2018年正式执行，实际定增募集18.5亿元，具有里程碑式的意义。定增的发行对象为国泰君安员工持股1号（委托人为公司的董监高及其他骨干人员）、国泰君安君享五粮液1号（委托人为五粮液部分优秀经销商及相关人员）、泰康资管、华安基金和凯联艾瑞投资，募集资金主要用于集团信息化和营销系统建设。2017年，五粮液集团公司人事变动，曾任四川省经信委的李曙光空降五粮液集团，任董事长，随后经营改革提上日程。

图 18: 宜宾市呈现五粮液集团“一核多点”的白酒产业格局



资料来源: Wind, 宜宾市政府网站, 光大证券研究所

图 19: 五粮液 2016 年通过的股权激励方案认购对象和资金投向

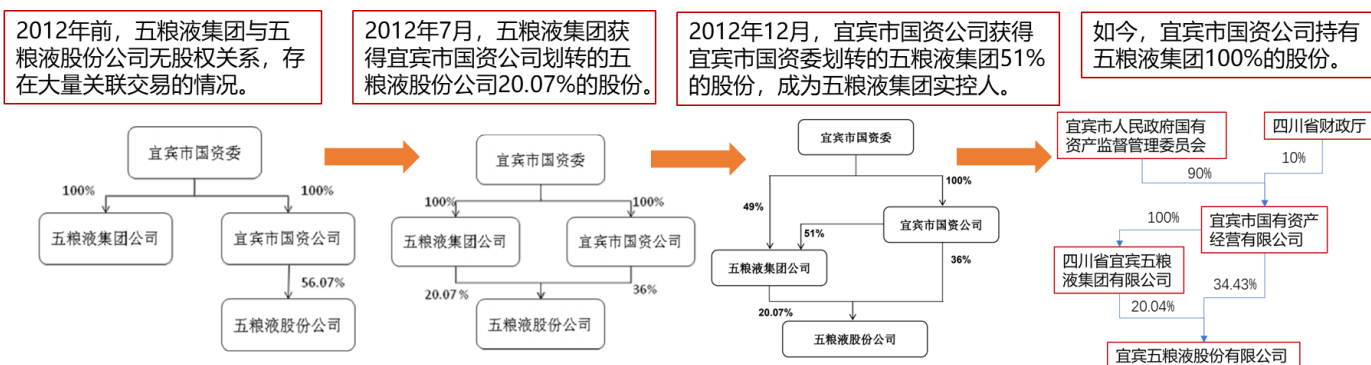
定增计划认购对象			
名称	认购金额(万元)	认购数量(万股)	占发行后总股本比例
国泰君安资管计划	51278.75	2369.63	0.61%
君享五粮液1号	42012.00	1941.40	0.50%
泰康资管	52154.30	2410.09	0.62%
华安基金	20009.25	924.64	0.24%
凯联艾瑞	19873.45	918.37	0.24%
合计	185327.74	8564.13	2.21%

募集资金投向			
序号	募集资金投资项目	投资总额(万元)	拟投入募集资金金额(万元)
1	信息化建设	71,530	71,530
2	营销中心建设	98,796	50,793
3	服务型电子商务平台	65,532	63,074
合计		235,858	185,397

资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 五粮液股份有限公司主要股东持股变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所。最右图数据截止 2021 年 2 月 3 日

### 3.2、产品力：高端各有千秋，国窖迅速补足产能缺口

“浓香鼻祖”，国窖历史源远流长。浓香型白酒的生产工艺与窖池关系紧密，老窖池在不断的生产迭代中，形成了有益的微生物生态系统，能够产出优质酒比例更高的基酒，新建产能需要多年时间的积累才能生产出优质基酒，因此，老窖池储备直接决定优质酒产量。泸州老窖拥有全行业唯一的国家级文物保护单位泸州老窖池群，窖池历史可以追溯到明万历年间的 1573 年，公司拥有 1619 口百年窖池，老窖池储备量国内无出其右。90 年代之前，泸州大曲酒是唯一蝉联五次国家名酒称号的酒类，产品力得到历史认可。

**产能扩充释放国窖生产潜力。**公司拥有业内最多的百年窖池资源，高端产品品质独一无二，不过此前由于经营失误，公司扩产计划也因为行业调整有所滞后，部分老窖池被用于生产窖龄酒、特曲等中低端酒，国窖生产潜力未能完全释放，直到 2016 年才定增 30 亿投入技改方案一期。2019 年，泸州老窖黄舣酿酒生态园投粮生产，公司总产能提升至 16 万吨，储存能力提升至 70 万吨，新建产能预计将承接中低档酒产能，为老窖池全力生产国窖留出空间。2020 年，公司完成发债 40 亿元投入技改方案二期，预计 2025 年投产后，技改方案整体能为公司带来 10 万吨优质基酒、10 万吨曲药和 38 万吨储存能力。

**五粮液优质酒产能充裕，规范系列酒运营补足短板。**五粮液历史上五次扩产，截止 2020 年拥有 20 余万吨产能（若考虑 2017 年的技改方案投放的 10 万吨产能，则到 2021 年可形成 30 余万吨产能），优质酒生产能力接近 3 万吨，产品力雄厚。五粮液 2019 年来设立五粮浓香系列酒公司，统一负责五粮液系列酒的营销和销售工作，同时进一步清理杂牌和条码，加快聚焦“4+4”的系列酒品牌矩阵。

表 2：五粮液历年产能建设项目梳理

项目	开工时间	完工时间	增加产能
国家拨款	1958	/	达到 1141 吨
岷江北岸新建生产区	1979	/	达到 4440 吨
江北主厂区新建车间	1986	/	达到 10000 吨
酒圣山下酿酒车间 8 项建设	1992	1994	新增产能 80000 吨
年产 2500 吨系列酒技改工程	1998	2000	新增五粮液系列酒生产能力 2500 吨
新增 1000 吨五粮液系列酒技术改造工程	1998	1999	新增本公司五粮液系列酒生产能力 1000 吨
年产五万吨制酒技改工程项目	2002	2002	新增基酒生产能力 50000 吨
五粮液系列酒及制曲技术改造项目	2002	2003	年新增五粮液系列酒 0.6 万吨、制曲 2 万吨能力
五粮液原酒生产线改造工程	2002	2003	形成年产五粮液原酒 3 万吨能力。
年产 3 万吨五粮液系列酒技改项目	2002	2003	形成年产 3 万吨五粮液系列酒能力
10 万吨酿酒生产技改项目一期工程	2017	2020	形成 10 万吨基酒的生产能力
12 万吨生态酿酒项目	2020	在建	新增年产五粮液系列基础酒 12 万吨的生产能力

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**老窖系列酒产品结构更加清晰，优质产能放量促进酒质提升。**公司老窖池储备丰富，支撑国窖 1573 的生产。2015 年之后公司及时收紧了条码和品牌授权，聚焦三线五大单品，成立了三个战略品牌的专营公司，产品结构更加清晰，营销发力更加精准，截止 2017 年，公司产品条码从 2014 年的 8000 余个收窄到 400 余个。如今，公司国窖站位高端，窖龄酒、特曲站位次高端，头曲二曲分别站位中高端和低端的产品格局形成，公司持续进行产品创新，推出特曲 60 版瞄准 500 元的次高端主流价格带，2019 年 60 版销售过 10 亿，前景可期。此外，2020 年末公司极具想象力地推出了高端光瓶酒“高光”系列，创新营销造势，有望打破光瓶酒=低端酒的认知。随着 2020 年黄舣园区技改一期工程投粮生产，优质固态发酵产能释放有望进一步提升系列酒酒质水平。

图 21：五粮液主力产品矩阵



资料来源：公司公告，光大证券研究所。价格为 2021 年 1 月京东售价。

图 22：泸州老窖主力产品矩阵



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3.3、品牌力：五粮液积累深厚，老窖呈追赶之势

**品牌力支撑价格，五粮液品牌积淀深厚。**2008年-2020年，高端白酒市场始终被茅五泸三家占据，且CR3还在持续上升，截止2020年，预计茅五泸在高端市场的市占率达到95%以上。白酒品牌力的积累非一日之功，需要厂商持续不断的培育和维持。五粮液在90年代—20世纪初都是中国的酒中之王，主品牌五粮液经历数十年的高端化运作，已经是成熟的高端白酒品牌，早就在消费者心中建立了深刻的认知。得益于在品牌积淀上的优势，公司在品宣费用投放上并不需要大动干戈做消费者培育工作，是否销售五粮液也成为判断名烟酒店的标准之一。

**泸州老窖的营销创新模式层出不穷，终端客户开发和维护更胜一筹。**泸州老窖特曲曾是五次蝉联国家名酒的酒类，但是在“名酒变民酒”的方针指引下主动降格，失去了高端的品牌调性。新的高端产品国窖仅有20年左右的历史，且在2012-2014年又遭遇了挫折，在高端市场品牌力较为薄弱。为了打造品牌，公司在营销创新上下了不少功夫。2017年公司成立品牌复兴领导小组，品牌宣传策划中突出“高大上”，注重重大事件营销。同时，公司在终端客户培养上不遗余力，在各地举办大量品鉴会、推广会、体育营销、线下体验等活动，组建高端用户论坛。

表 3：组建品牌复兴小组以后，泸州老窖积极开展各类营销活动

泸州老窖 2017 年及之后的营销造势活动梳理	
2017	成功策划举办“国际诗酒文化大会”“封藏大典”“高粱红了”“让世界品味中国全球文化之旅”等重大活动；借助“一带一路”高峰论坛、金砖国家领导人会晤、夏季达沃斯论坛、G20 国际首脑峰会、世界杯预选赛、中欧论坛等影响全球全国的大事件；打造“精英俱乐部”，发力圈层营销
2018	大力开展“封藏大典”“瓶贮年份酒全国巡回鉴评会”“国际诗酒文化大会”“高粱红了”等一系列宣传活动，代言全国巡演 300 多场的舞台剧《孔子》；在金砖国家工商论坛、俄罗斯世界杯、澳大利亚网球公开赛等活动植入宣传；在全国多个城市开展瓶贮年份酒巡回鉴评会；
2019	全面启动泸州老窖国窖文化公园建设；规划公司博物馆建设；继续打造“国际诗酒文化大会”“封藏大典”等文化 IP，深化与中国歌舞剧院、文化艺术大师的合作，进一步提升泸州老窖品牌文化的时尚性和影响力。
2020	发起“家庭厨神争霸赛”；开展“冰鉴正宗”的白酒冰饮风尚；跨界携手国漫电影《姜子牙》，赋能中秋、国庆双节营销；借力“中华美食群英榜”；延续此前的重大事件营销、文化营销、圈层营销等方式

资料来源：公司公告，光大证券研究所

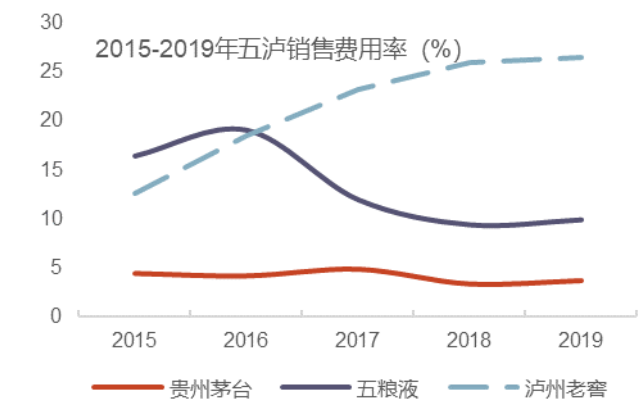
图 23：泸州老窖品牌营销活动梳理以及品牌价值



资料来源：泸州老窖官网，世界品牌实验室，光大证券研究所

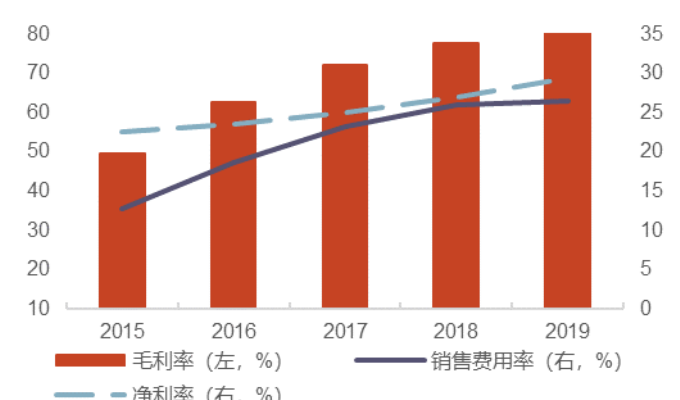
从财务看，积极的费用政策收效良好。2015 年新管理层上任以后，大力推广品牌战略，销售费用持续上升，2015 年公司销售费用率为 12.7%，2019 年销售费用率达到 26.5%。伴随着高端酒持续放量，公司毛利率快速提升，由 2015 年 50% 提升至 2019 年的接近 80%，净利率从 25% 以下提升至 30% 左右。

图 24：2015-19 年公司加大品宣力度，销售费用率持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：2015-2019 年公司费用投放效果良好



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3.4、渠道变迁：不同路径下的迭代，老窖战术灵活精妙

老窖精进渠道战术弥补品牌力的不足。前文中，我们比较了五粮液和泸州老窖的产品和品牌，两家公司在高端产品力上平分秋色；品牌力方面是老窖相对薄弱的一环，而高端白酒的品牌力又是最重要的竞争优势，因此，公司势必要采取更加积极的渠道策略，给予经销商和终端利益，必要的时候亲自下场开辟市场，同时需要做好营销和消费者培育工作，以此弥补品牌力不足导致的量价提升难。

从柒泉模式到品牌专营公司，老窖历来重视与经销商的协同作战。渠道模式本身没有绝对的好坏之分，但是在特定的时期有更合适的选择。自 2006 年向经销商定向增发开始，就一直延续厂商和经销商协同的销售模式。2008 年推出柒泉模式适应行业风口，2015 年设立品牌专营公司模式，延续了与经销商分利的特点。



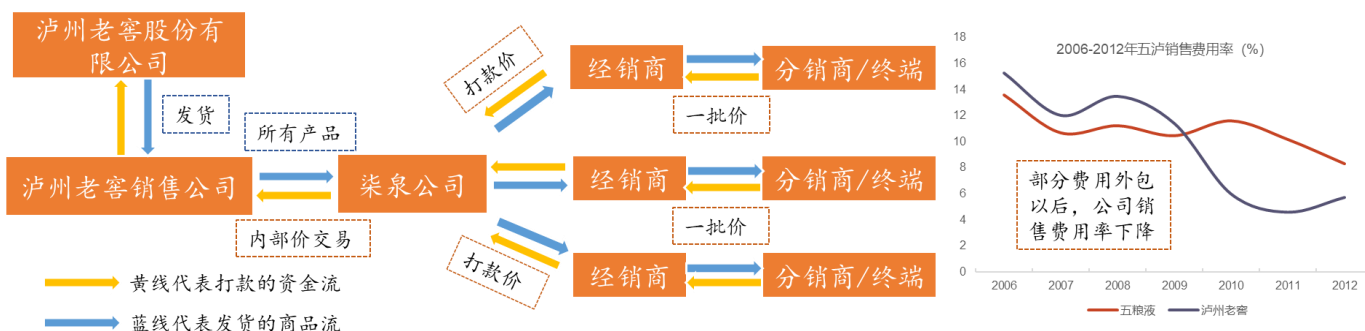
### 3.4.1、创设柒泉模式，放权经销商最大化时代红利

**推出柒泉模式最大化享受时代红利。**柒泉模式是 2006 年公司向经销商定增股份的延续，加入了更多经销商和销售人员组成利益共同体。从形式上看，柒泉公司是经销商入股形成的片区制的经销商联盟，由某片区内的销售人员和经销商入股组建而成。柒泉公司形成后，负责老窖产品在该区域的销售，酒厂和柒泉公司没有股权关系，仅通过制度、合约、利益分配等进行约束。在销售模式上，由销售公司直接供货给柒泉公司，柒泉公司再将货发给片区内的经销商；同时，原片区内的销售人员与酒厂解除劳动合同，入股柒泉公司，销售“外包”大幅降低了费用开支。

**价差、分红、返利三重收益机制，老窖对经销商管控卓有成效。**入股经销商的实际利润来自于三个部分：销售价差、厂商返利和柒泉公司分红。一方面，由于厂商可以通过压缩销售价差持续挺价；另一方面，公司实行模糊返利，解释权掌握在公司手中，可以通过调整返利和分红对经销商进行调控。根据渠道反馈，公司经销商的毛利率维持在 8-11%，事后返利的模式既是压力也是激励，有助于管控渠道。

**柒泉模式本质是向经销商放权以对接政务和商务资源，契合 2008-2012 年的时代背景。**厂商和经销商的博弈是渠道模式变迁的内在驱动因素，而外部环境的变化往往使得两者议价能力此消彼长，呈现出不同的结合形式。推动 2008 年柒泉模式诞生的需求侧逻辑在于对三公消费快速上升的预期。彼时高端白酒消费与三公消费联系紧密，经济危机冲击之下，行业将出现短期的快速收缩，而随着扩张性经济政策发力，势必呈现出快速反弹的局面，此时最重要的事情是如何绑定终端的大客户，享受到经济扩张的时代红利。党政军和国有企业、事业单位是这一阶段高端白酒最大的消费群体，厂商需要经销商发挥积极性，对接大客户。因此，公司推出的柒泉模式本质上是向经销商放权（整合大商、产销分离），整合资源形成大商，对接政务和商务消费渠道。其弊端也是源于放权，厂商对于终端掌控力度微弱，也很难细致地把控经销商的行为，这一弊端在 2012 年政策冲击之后暴露无遗。

图 26：柒泉模式下，由柒泉公司向经销商发货，酒厂费用率下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3.4.2、改革柒泉模式为品牌专营公司，渠道管控因地制宜

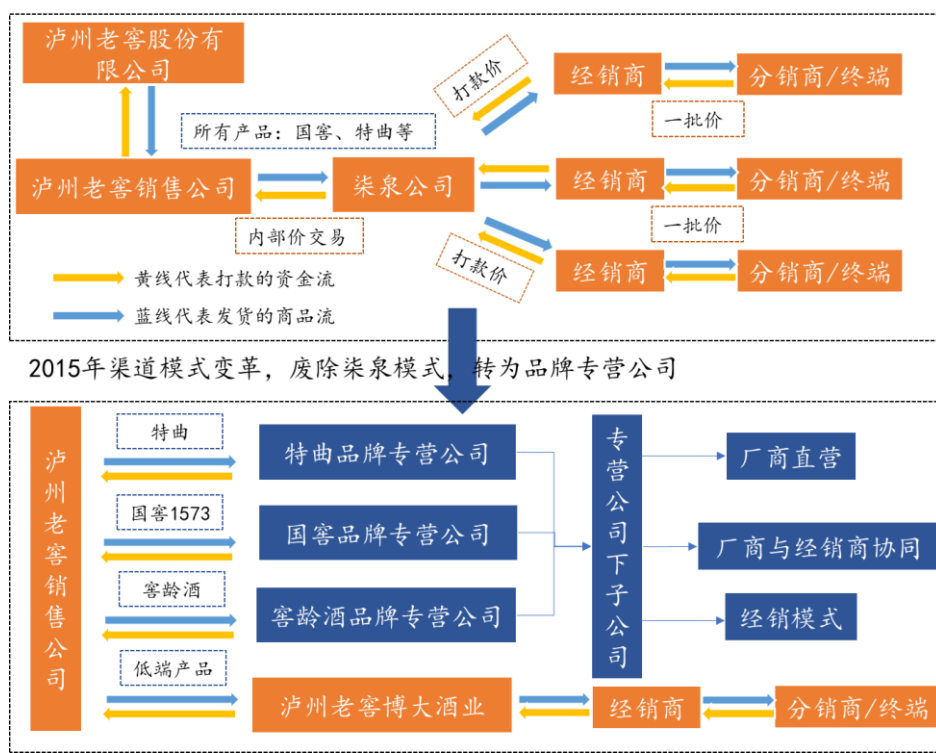
**品牌专营公司是以单个品牌运作为核心的经销商联盟，战术上直营、经销并存，兼具灵活性。**品牌专营公司由经销商持股组建，保留了柒泉模式的精髓——厂商和经销商共享利益的机制。原先参股的经销商进行了一轮洗牌，部分运作良好的经销商得到保留，转为品牌专营公司的股东。销售模式上，由品牌专营公司的子公司负责直销或分销给各地经销商。考虑到发展阶段和区域的不平衡性，公



司针对不同的区域采取不同的销售模式。对于没有符合条件经销商的市场，公司通过品牌专营公司子公司进行直营操作，这一模式最早在四川推广，称为“久泰模式”；对于已经有一定经销商基础的地区，实行酒厂和经销商共同运营，成熟市场则由当地经销商成立的品牌专营公司运作。三种模式因地制宜，符合公司快速成长期的做市需求。

**渠道变动背后的逻辑是白酒新周期，厂商要求更强的控制权。**经历剧烈的调整之后，白酒行业复苏呈现出向品牌集中、向产地集中的特征，品牌专营公司适应了白酒市场品牌化的趋势，一方面，不同价格带的白酒运营方式、目标客群截然不同，统一销售有损效率；另一方面，简单粗放对接大商资源的时代结束，白酒消费更需要精耕细作，资源型经销商让位于管理服务型经销商，场上的作用被放大，基于此，公司需要加强对于渠道和终端的把控力度，收缩经销商的权力。

图 27：2015 年公司设立品牌专营公司销售模式



资料来源：公司公告，光大证券研究所。注：泸州老窖博大酒业负责低端的招商和销售工作（头曲、二曲）。

图 28：五粮液生产人员占比大，销售人员占比较少

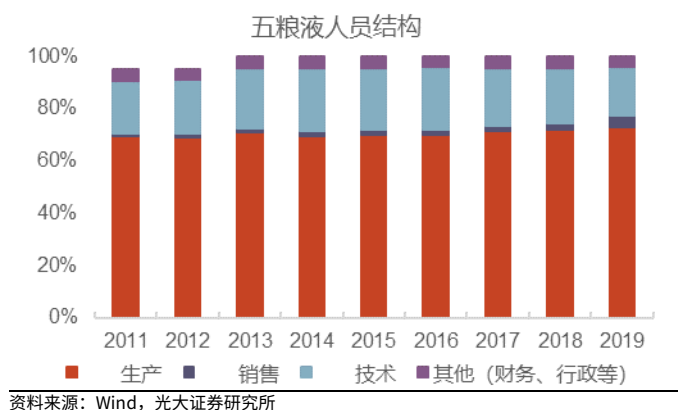


图 29：泸州老窖公司销售人员占比稳定在 20%

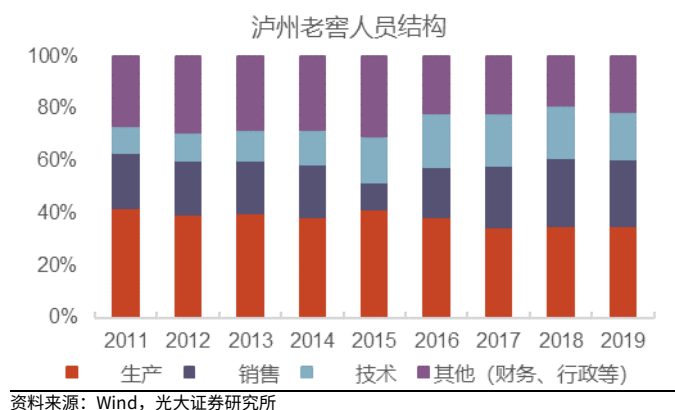
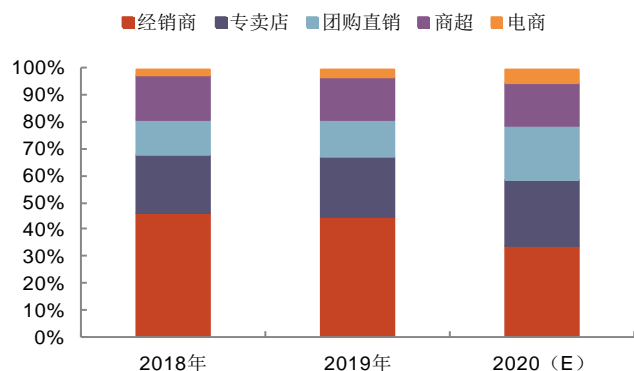
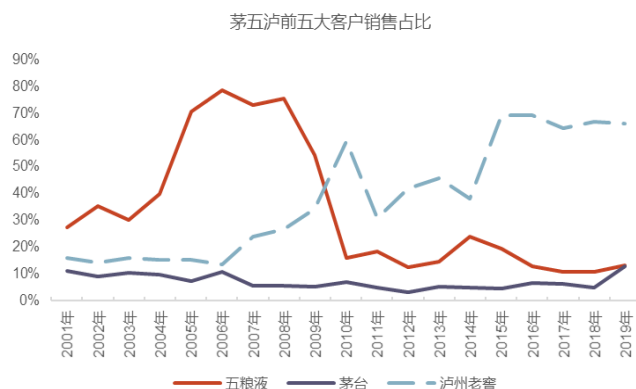


图 30: 五粮液主品牌按销量分渠道拆分



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

图 31: 2001-2019 年茅五泸前五大客户销售占比



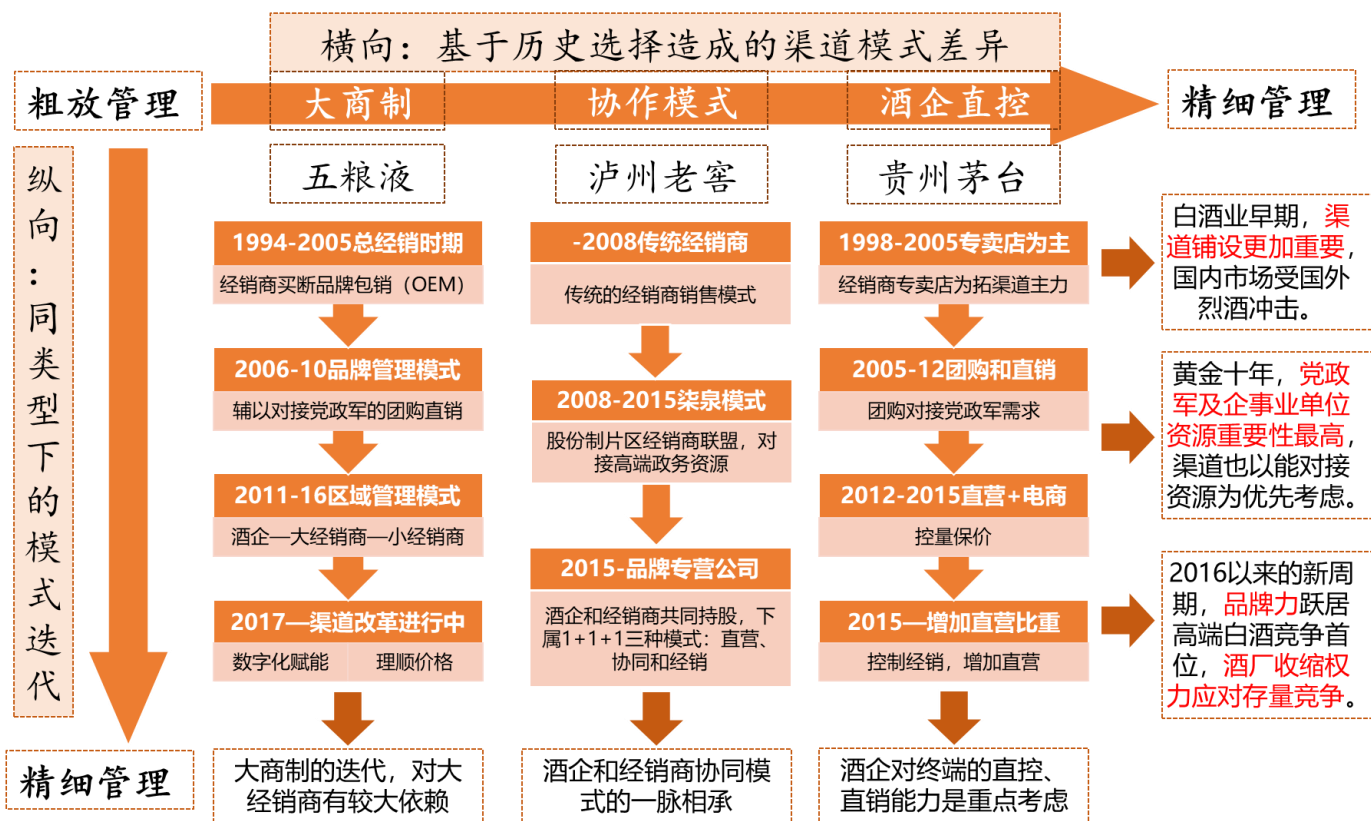
资料来源: Wind, 光大证券研究所。注: 由于渠道模式的特征, 2015 年后泸州老窖的品牌专营模式是向三家品牌专营公司统一销售产品, 再由品牌专营公司的下属子公司负责各地的销售任务, 因此报表端看来前五大客户销售占比会非常高。

表 4: 茅五泸各自的渠道模式、优劣势及未来的发展方向

	泸州老窖	五粮液	贵州茅台
现阶段的渠道模式	1+1+1 的品牌专营模式	区域管理模式	渠道多元化, 直销占有重要地位
渠道模式的本质	酒企和经销商协同的控制模式	经销商主导的大商制	酒企主导的分销模式
渠道模式演变概述	2008 年的柒泉模式和 2015 年开始的品牌专营模式都是酒企和经销商协作的模式, 双方共同参股形成公司, 并在此基础上执行销售任务。出于因地制宜的考虑, 以品牌专营公司为基础, 同时采取了直销、协作、经销三种模式。	五粮液最早开始品牌买断模式, 交由经销商做包销, 即使经过了品牌管理模式和区域管理模式的变化, 酒企对渠道的掌控能力有所加强, 但经销商仍然是这一模式的主导。	茅台在 21 世纪初铺设专卖店, 在 2003-2012 白酒的黄金十年里依靠直销和团购做大, 后陆续开设直营公司和电商公司, 不断加大直销比例, 增强酒企对销售的控制能力。
渠道利益分配	销售价差、品牌专营公司的分红、返利	销售价差、返利	销售价差、返利
优势	1、一定程度上形成了利益绑定; 2、酒企增强对终端的触达能力; 3、针对不同品牌的战略运作精准施策	1、最大化发挥经销商的资源优势; 2、在新入市场进行低成本的快速扩张	1、酒企的话语权极强; 2、对终端触达能力强
劣势	1、仍然存在价格体系混乱的风险; 2、酒企对终端的直接管控仍有难度; 3、三种模式的切换考验管理水平	1、酒企对终端掌控能力差, 反应能力弱; 2、串货、价格混乱的问题在所难免; 3、经销商议价能力强, 影响酒企战略的执行	1、小商不具备大商资源和营销能力, 销售依赖外力; 2、对市场价格的调控仍显乏力, 尤其是在茅台酒供不应求的背景下
未来的发展方向	1+1+1 的模式只是老窖成长期的过渡销售方案, 预计老窖的直营市场逐渐成熟以后, 会逐步交给经销商代理, 公司主要负责成长期市场的开发。	通过数字化等手段加强对渠道和终端的掌控力度仍是关键, 公司渠道管理扁平化, 可能会逐步降低对大商的依赖程度。	茅台“酒香不怕巷子深”, 提升直营能力仍是有利的选择, 有助于调整放量节奏, 调控市场价格。

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 32：从历史视角看，茅五泸的渠道模式分别在各自的道路上迭代



资料来源：各公司公告，光大证券研究所绘制

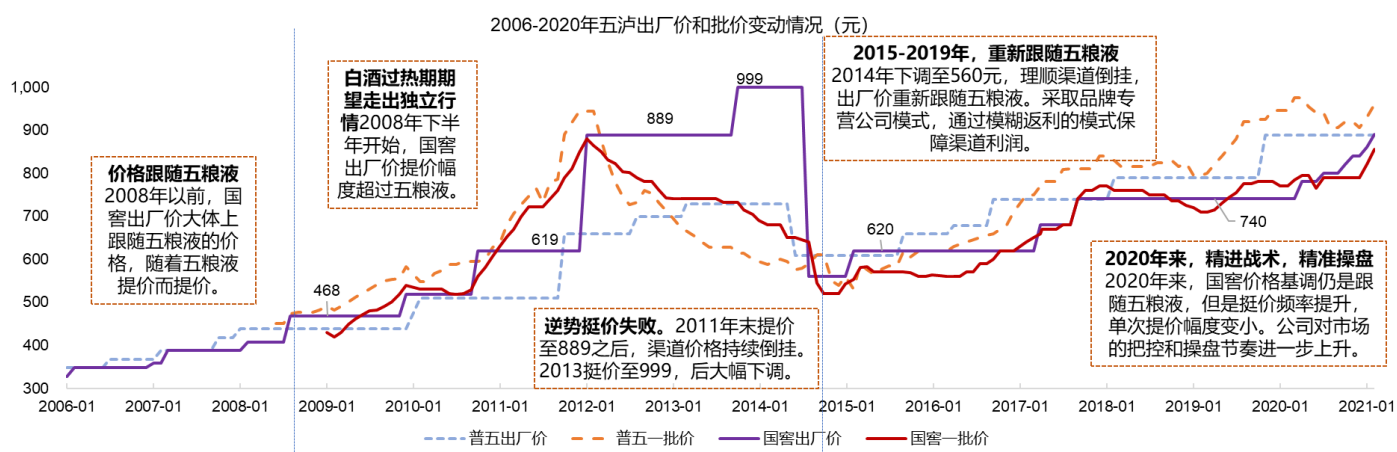
### 3.5、从价格策略看老窖的经营方式

价格是高端白酒的生命线，经营策略和品牌力最终体现为高端白酒的量价变动。五粮液知名度更广，产品更加成熟，消费者认可度更高，而公司由于品牌力仍在追赶阶段，国窖的价格策略也不能过于激进，预计中期内跟随五粮液仍是主基调。

2009 年左右国窖价格试图走出独立行情，终因品牌力难以支撑而失败。回顾 2005-2012 黄金时代的国窖价格策略，提价的频率快、幅度大，从 2009-2010 年开始，在经济刺激的景气度下，公司开始采取领先的价格调整策略，期望走出单独行情，2010 年末出厂价由 519 元提价至 619 元，2011 年末进一步提升至 889 元，并且在 2013 年中仍逆势提价至 999 元。不过，高端白酒价格的根本支撑是品牌力，国窖承接了茅台和五粮液之后的高端白酒需求，行业收缩期国窖自然首当其冲，公司过长时间的挺价导致渠道彻底堵塞。茅台在 2012 年秋季提价并且能够站住 819 元的价格，虽然有厂商对渠道管控的因素，但是直接原因是 2012 年末茅台酒接近 2000 元的批价远远高于出厂价，价格调整有很大的安全边际。逆势提价策略造成了长期的价格倒挂，动销乏力，渠道成为堰塞湖，到 2014 年，泸州老窖营收相较于 2012 年下降了 60% 以上，公司急需“刮骨疗伤”，2014 年下半年国窖将价格由 999 元一路下调至 560 元，理顺渠道价差。有了这样的经验，新任管理层意识到品牌复兴不能急于求成，还需稳扎稳打。

2015 年来，国窖 1573 的价格大体上跟随五粮液，通过返利和服务促进价格提升。2015 年公司理顺国窖渠道价格以后，至今公司仍然采取跟随五粮液价格的模式。老窖在提升出厂价的同时，通过返利、附赠等方式保证渠道和终端的利润，弥补和五粮液在品牌力上的缺失，形成名义价格（指经销商的打款价、终端的成交价）跟随五粮液持续提升的局面，同时又可以凭借相对五粮液的性价比赢得客户青睐。得益于公司的渠道模式和运营方式的精细化，2020 年来，公司对市场节奏的把控更上一层楼，国窖提价“小步子、高频率”，多次采取停货提价的方式，经销商手中的商品增值，激励经销商销售，同时在消费端继续通过积极的费用投放做市场，维持动销通畅。

图 33：五粮液和国窖历史出厂价/一批价变动情况



资料来源：公司公告，渠道调研，光大证券研究所

**老窖经历跌落，改革彻底，政策推动阻力小。**能否察觉环境变化、主动克服对过往成功路径的依赖是衡量一家企业能否适应时代的重要标准，行业调整时期泸州老窖经历过更加彻底的跌落，新任管理层上任后，体现出更强的改革决心和创新能力。“淼峰”组合上台后，老窖进行了彻底的改革，战略层面，老窖 2015 年改革之后便确定了国窖为战略核心，特曲、窖龄酒从属的品牌战略，并改革了管理机制和渠道模式以配合战略目标的实行。战术层面，泸州老窖在运营上更加灵活、创新能力出色，2014 年末就建立了窖龄酒和特曲的品牌专营公司，2015 年建立国窖品牌专营公司，同年快速清理杂牌，淘汰条码，完成了品牌聚焦。

**持续的创新能力和更灵活的运营能力是老窖的优势。**处于追赶阶段的老窖能否复兴不仅仅取决于自己，还取决于外部环境和竞争对手，行业层面的利好在于高端白酒量价齐升的趋势短期内还看不到终止的迹象，尤其是疫情之后，消费分化进一步稳固了高端白酒炫耀性消费的需求，虽然老窖追赶难度可能因为五粮液重回正道而上升，但是更加彻底的改革赋予老窖持续的创新能力和更强的运营能力。公司渠道运作更加灵活，对市场的把控和操盘更为敏锐，屡屡创新营销方式、坚定地推动终端培育工作，精进战术操作，复兴可期。

## 4、国窖产能潜力充足，不会成为放量掣肘

由于品牌力的强弱直接决定了酒企能否站住高端价格带，而品牌的培育需要漫长的积累，我们预计高端白酒将在较长时间内仍然保持着茅五泸三足鼎立的格局，2019年三家酒企占据高端白酒市场95%的份额，并且集中度提升的趋势仍在继续。基于此，我们从供给端测算茅五泸的高端酒产能情况，并且加入了对白酒价格因素的考虑，试图测算2025年三家酒企高端品牌酒的潜在市场空间。

### 4.1、茅五泸的产能情况梳理

由于浓香型白酒的生产受泥窖微生物水平、工人工艺等多种因素的影响，分段取酒、酒质分级的特征使得市场很难准确估算浓香型白酒的基酒出酒率和基酒中的优质品率，因此五粮液和国窖的产能情况始终较为模糊，我们试图通过整理既有的资料，测算2025年五粮液高端酒和国窖1573的潜在放量能力，并预测2025年高端白酒市场的规模和格局。

**若所有老窖池均用来生产国窖，我们测算得到2020年国窖潜在基酒生产能力12955吨，对应国窖商品酒产能22672吨。**我们对国窖1573潜在生产能力的测算如下表所示。我们的出发点是根据窖池窖龄的不同，假设不同的基酒出酒率和基酒中的优质品率，两者相乘就是每单元投粮可以生产的高端酒质量，具体假设如下：

- 1) 30年以上窖龄的窖池被称为老窖池，可以生产制作国窖的优质基酒。根据公司官方公布的信息，公司百年以上/50-100年/30-50年的窖池数量分别为1619/5381/3086口。根据1959年国家原轻工业部组织国内众多酿酒专家视察公司窖池编制的《泸州老窖大曲酒》中的资料，窖池平均容积约为10m<sup>3</sup>，每立方米投粮110-120千克，又根据后续研究得知，技术水平的进步使得粮食消耗量减少，因此我们假设每立方米投粮在0.1吨；
- 2) 《酿酒科技》2001年第二期中有“30年窖龄优质酒率达到20%左右，50-100年窖龄窖池优质酒率40%，百年窖池优质酒率60%。”这样的表述，考虑到该期刊文献时隔久远，且粮食转化为基酒有上限，我们进一步参考了2015年的期刊文献《论浓香型白酒酿造的丰产》中的数据，并调整了假设。文献中谈到技术水平的进步使得2015年30年窖龄窖池生产的基酒出酒率和优质品率分别为42.4%和55%（张志刚，2015），我们据此调整了不同窖龄窖池的出酒率。百年以上/50-100年/30-50年窖池的基酒出酒率分别为60%/50%/42%，基酒中的优质酒率分别为80%/65%/55%，相乘得到三种窖池的优质酒出酒率分别为48%/33%/23%；
- 3) 浓香型白酒一轮酿造四轮，国窖基酒兑成品酒比例在1.6-2之间，我们中性选择1.75作为转化率，得到公司潜在国窖基酒生产能力12955吨，对应国窖商品酒22672吨，考虑结果对假设变动的敏感性，预计最终结果在2-2.5万吨之间。



表 5：国窖 1573 潜在生产能力测算

窖池结构	窖池 (口)	容积 (m³)	投粮 (吨/m³)	基酒出酒率	基酒中的优质品率	一年酿造轮数	1573 基酒 (吨)	基酒兑成品酒	1573 商品酒 (吨)
30-50 年	3086	10	0.1	42%	55%	4	2,851	1.75	4,990
50-100 年	5381	10	0.1	50%	65%	4	6,995	1.75	12,242
100 年以上	1619	10	0.1	60%	80%	4	3,108	1.75	5,440
合计	10086	10	0.1	-	-	4	12,955	1.75	22,672
30 年以上窖池都可称为老窖	窖池数量和结构来自公司官网公布的信息	根据 1959 年的《泸州老窖大曲酒》，窖池平均容积 10 平方米	根据 1959 年编制的《泸州老窖大曲酒》，每立方米窖池投入 110-120 千克粮食，由于粮耗率降低，我们取 0.1 吨/m³	出酒率备注 1：出酒率指投入的粮食量最后的酒转化率，根据《酿酒科技》2001 年第二期，30 年窖龄优质酒率达到 20% 左右，50-100 年窖龄窖池优质酒率 40%，百年窖池优质酒率 60%。		浓香型白酒生产周期 3 个月左右，一年可以酿造 4 轮	由于假设较多，最终结果未必精确，仅提供一种测算的视角	2007 年业绩交流会上，公司管理层表示 3000 吨国窖基酒可生产 4000-5000 吨商品酒。亦有说法称比例在 1.67-2 之间，选取折中数 1.75	由于假设较多，最终结果未必精确，仅提供一种测算的视角
出酒率备注 2：考虑到《酿酒科技》的出酒率数据在 2001 年之前计算，而根据《论浓香型白酒酿造的丰产》（张志刚等，2015），工艺改善使得窖池出酒率提升，优质酒率亦有所提升，如 30 年窖龄窖池出酒率和优质基酒率分别达到 42% 和 55%，相乘得到总的优质基酒转化率 23% 左右；同时，考虑浓香型白酒出酒率上限 60% 左右。我们基于此调整了不同窖龄结构窖池的基酒率和优质率。									

资料来源：公司公告，《泸州老窖大曲酒》，《酿酒科技》2001 年第二期，《论浓香型白酒酿造的丰产》（张志刚等，2015），泸州老窖公司官网，光大证券研究所测算

预计 2020 年五粮液高端酒产能接近 3 万吨，预计 2025 年五粮液高端酒产能接近 4 万吨。五粮液历史上有过五轮扩建，根据公司公告披露的项目建设数据，随着 2020 年 10 万吨酿酒生产技改项目一期工程完工，总产能将达到 30 万吨，同年五粮液开展 12 万吨生态酿酒项目，预计投产后五粮液总产能 40 万吨以上。我们延续此前对于老窖各窖龄窖池的优质酒出酒率假设，对五粮液公司高端产品的产能测算如下：

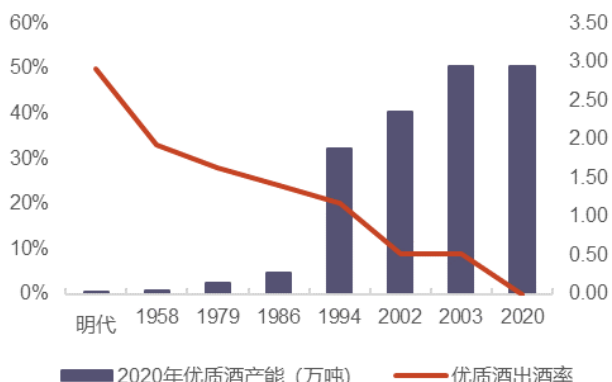
参考对国窖的估计，分别将 30-50 年/50-100 年/百年以上窖池的优质酒出酒率假设为 23%/33%/50%，并在此基础上根据窖龄对五粮液的窖池出酒率进行微调，考虑到 2020-2025 年，窖龄 30 年以下的窖池出酒率的提升（这一阶段窖池的出酒率上升较快，此后随着年份的增长出酒率提升速度出现边际递减），我们预测 1994 年/2002-2003 年投产的窖池优质酒出酒率分别由 2020 年的 20%/9% 提升至 2025 年的 23%/15%。基于上述预测，我们预计 2020 年五粮液高端酒产能接近 3 万吨，到 2025 年窖池出酒率的提升有望带动实现新增优质酒产能近万吨，预计 2025 年高端酒产能接近 4 万吨。

表 6：2020 年/2025 年五粮液产能和出酒率预测

年份	累计基酒产能 (吨)	新增产能 (吨)	至 2020 年窖龄	优质酒出酒率	新增优质酒产能 (吨)	2020 年优质酒产能 (万吨)	至 2025 年窖龄	至 2025 年优质酒出酒率	新增优质酒产能 (吨)	至 2025 年优质酒产能 (万吨)
明代	450	450	百年以上	50%	225	0.02	百年以上	50%	225	0.02
1958	1141	691	62	33%	228.03	0.05	67	33%	225	0.04
1979	4440	3299	41	28%	923.72	0.14	46	29%	957	0.14
1986	10000	5560	34	24%	1334.4	0.27	39	26%	1,446	0.29
1994	90000	80000	26	20%	16000	1.87	31	23%	18,480	2.13
2002	143500	53500	17	9%	4815	2.35	22	15%	8,025	2.94
2003	209500	66000	16	9%	5940	2.95	21	15%	9,900	3.93
2020	309500	100000	-	-	-	2.95	5	-	-	3.93
2025E	429500	120000	-	-	-	-	-	-	-	3.93

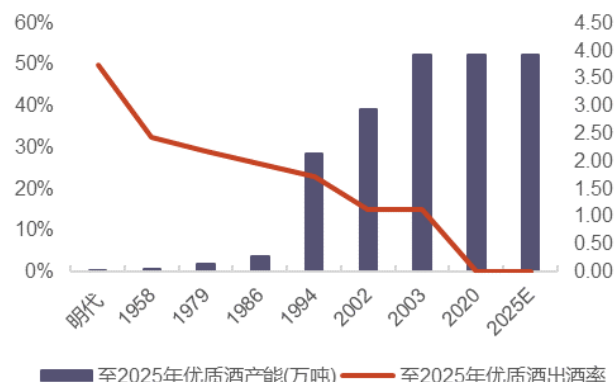
资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 34：2020 年五粮液高端酒产能测算



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所测算。注：对于右轴，横坐标的年份代表该年潜在的高端酒生产能力；折线对应左轴，表示每一个年份建成的窖池在 2020 年的优质酒出酒率。

图 35：2025 年五粮液高端酒产能测算



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所测算。注：对于右轴，横坐标的年份代表该年潜在的高端酒生产能力；折线对应左轴，表示每一个年份建成的窖池在 2025 年的优质酒出酒率。

我们预测 2025 年茅台酒产量约 4.8 万吨。酱酒生产工艺比浓香酒更加复杂，生产周期持续一年，生产在石窖中进行，不依赖泥窖的微生物积累，因此，酱酒的产能测算更加简便。按照茅台酒生产一年、陈酿三年、勾调后再放一年的流程，基酒生产结束后，需要四年时间才会以成品酒的形式投入市场，又根据茅台酒厂公布的资料，每年的成品酒为 75%左右的基酒和一定的老酒勾兑而成，我们据此假设基酒转化率为 85%，以 2021 年基酒产能 5.6 万吨为基础，测算 2025 年成品酒产量约 4.8 万吨。

表 7：贵州茅台 2025 年产量约 4.8 万吨

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
基酒 (万吨)	4.28	4.97	4.99	5.3	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
基酒转化率	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	-	-	-	-
成品酒产量 (万吨)	-	-	-	-	3.64	4.22	4.24	4.51	4.76

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算。注：T 年生产的基酒\*0.85 即为 T+4 年的成品酒。

综合茅五泸三家的供给情况，若产能全部提升至潜在水平，我们预计 2025 年三家酒厂合计能提供 11 万吨以上的高端白酒产量。需要注意的是，此处的测算结果仅仅为了说明高端白酒的产能潜力能够满足的潜在需求水平，但并不意味着潜在的需求实际上都会被满足，尤其是在茅台酒一骑绝尘的情况下，五粮液和国窖能否承接茅台酒供不应求条件下溢出的需求不仅仅取决于两者的产品力，还取决于酒厂的运作能力、渠道覆盖和推力、品牌知名度和认可度等因素。

表 8：假设茅五泸均按照最大产能生产，2025 年能够满足 11 万吨以上的需求

销量/潜在产量 (万吨)	贵州茅台	五粮液	国窖	其他	高端白酒总体
2019	3.46	2.5	0.81	0.33	7.1
2025E (以产能替代, 为潜在产量)	4.8	3.93	2.3	0.52	11.55
CAGR	5.61%	7.83%	19.00%	8.00%	8.45%

备注：本表 2025 年的预测数据仅考虑最大程度的供给端情况，并且假设当年需求全部由当年生产能力满足。事实上，考虑到高端白酒的提价需要维持市场相对供不应求的态势，我们认为酒厂在量价调控上会采取保证自身的利益最大化策略，即最终实际销量可能会大幅小于潜在生产能力，以换取一定的价格支撑力度。

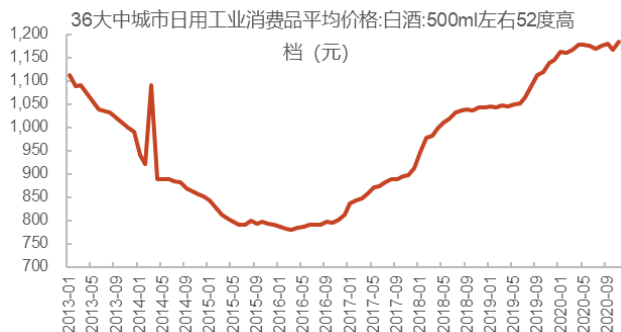
资料来源：公司公告，渠道调研、光大证券研究所测算

## 4.2、 高端白酒上行周期未结束，量增价升有空间

高端白酒上行趋势未结束，高端白酒量价齐升有空间。如今高端白酒仍处于 2016 年以来消费升级驱动的上行周期中，白酒价格提升的支撑因素是相对供不应求的市场局面，需求侧背后的支撑则是高净值人群的扩容以及消费能力的快速提升。考虑到贫富差距加大、消费分化加剧是市场经济自然发展的结果，我们认为在不考虑无法预期到的政策影响时，高端白酒的量价上行趋势并不会在短期内停止。疫情没有改变趋势，而是加速了趋势，2020 年以来，经济从疫情冲击中逐步恢复后，高端消费首先产生增长性需求，其中就包括高端白酒消费。综合来看，我们判断高端白酒的量价齐升仍有空间。

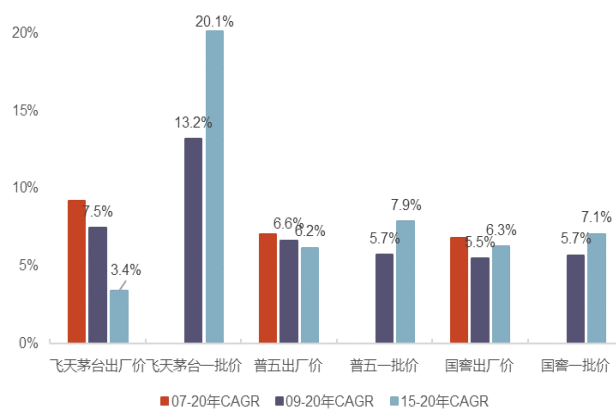
在价格方面，我们估计 2020-2025 年五粮液、国窖价格 CAGR 为 6-7%。2015 年 12 月-2020 年 12 月，高端白酒行情从底部复苏，价格回升，36 大中城市 52 度高档白酒的 CAGR 为 8.7%，考虑到统计口径为 36 个高线城市，消费能力与全国平均水平存在上偏，高端白酒价格增速会略低于这一水平。考虑茅五泸各自的价格增速，由于茅台酒价格起势迅猛，且出厂价和批价之间存在较大差异，五泸的出厂价和批价差距较小，更具参考价值，本轮周期中，2016-2020 年五泸出厂价的年复合增速在 6% 左右，批价的年复合增速在 7% 以上。即使考虑到周期波动的因素，拉长周期看，2007 年-2020 年五粮液/泸州老窖的出厂价 CAGR 分别为 7.0%/6.8%，可见叠加周期以后，高端白酒价格持续增长仍是主趋势。综合上述判断，我们估计 2020-2025 年五粮液、国窖价格年复合增速为 6-7%。

图 36：2015.12-2020.12，36 大中城市 52 度高档白酒价格年复合增幅 8.7%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 37：2007-20 年/2009-20 年/2015-20 年三个时间段茅五泸出厂价和批价增速

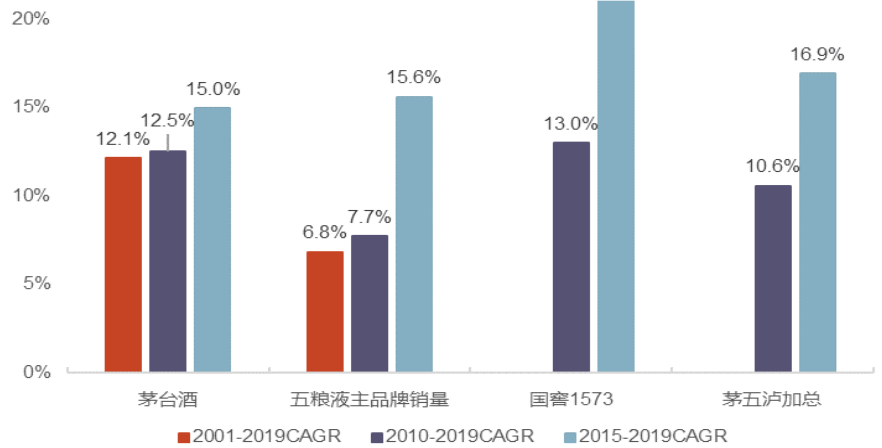


资料来源：Wind，公司公告，渠道调研，光大证券研究所

从量的角度，我们预计 2025 年茅台/五粮液/泸州老窖销量分别达到 4.8/3.75/1.68 万吨。结合价格考虑，2025 年茅台/五粮液/泸州老窖高端酒营收有望达到 1578/845/228 亿元，高端白酒市场总体规模由 2019 年的 1273 亿元扩容至 2025 年的 2720 亿元。1、贵州茅台凭借 30 年的高端化路线，2013 年实现营收反超五粮液，在 2016 年至今的新周期中批价与五泸持续拉开差距，我们认为茅台“一超”的局面仍会持续下去，考虑到此前测算的茅台 2025 年最大产能 4.8 万吨，我们预计 2025 年茅台酒销量为 4.8 万吨。2、以成熟的高端品牌五粮液为例，在白酒行业低景气度的 2001 年，五粮液主品牌（下简称五粮液）销量 0.8 万吨，2019 年五粮液销量为 2.5 万吨，CAGR 接近 7%，我们以此作为销量增速的基准，在不考虑政策影响的情况下，判断本轮高端白酒扩容周期将持续，因此我们给予五粮液 2019-2025 销量 CAGR7%，测算 2025 年五粮液销量有望达到 3.75 万吨。3、国窖是仍处于快速成长期的高端白酒，通过价格跟随五

粮液的方式可以快速放量,同时与五粮液相比,国窖的区域不平衡现象更加显著,区域加密可期,参考 2010-2019 年销量增速 13%,给予国窖 2019-2025 年 CAGR11%,估计 2025 年国窖销量接近 1.7 万吨。结合价格考虑,2025 年茅台/五粮液/泸州老窖高端酒营收有望达到 1578/845/228 亿元,高端白酒市场总体规模由 2019 年的 1273 亿元扩容至 2025 年的 2720 亿元。

图 38: 2001-19/2010-19/2015-19 年三段时期茅五泸销量复合增长率比较



资料来源: Wind, 渠道调研, 光大证券研究所。其中国窖 1573 在 2015-2019 年销量的 CAGR 为 32.7%。

表 9: 茅五泸和高端白酒总体潜在产量/销量/价格/营收测算

潜在产量 (万吨)	高端白酒总体	贵州茅台	五粮液	国窖	其他
2019	7.1	3.46	2.5	0.81	0.33
2025E	11.55	4.8	3.93	2.3	0.52
CAGR	8.45%	5.61%	7.83%	19.00%	8.00%
销量 (万吨)	高端白酒总体	贵州茅台	五粮液	国窖	其他
2019	7.1	3.46	2.5	0.9	0.24
2025E	10.58	4.8	3.75	1.68	0.34
CAGR	6.87%	5.61%	7.00%	11.00%	6.00%
价 (万元/吨)	高端白酒总体	贵州茅台	五粮液	国窖	其他
2019	179	219	159	96	133
2025E	257	329	225	136	200
CAGR	6.19%	7%	6%	6%	7%
总营收 (亿元)	高端白酒总体	贵州茅台	五粮液	国窖	其他
2019	1273	758	397	86	32
2025E	2720	1578	845	228	68
CAGR	13.49%	13.00%	13.42%	17.66%	13.42%

资料来源: 公司公告, 渠道调研, 光大证券研究所测算

## 5、估值水平与投资评级

### 5.1、盈利预测

2015 年来，泸州老窖对内改革管理机制，对外变革渠道模式，积极推动营销战略，做好消费者培育工作，成功从行业低谷中走出，截止 2020 年公司“十三五”计划圆满完成。预计 2020 年国窖报表端收入突破 100 亿，批价紧跟五粮液，稳步上升，重新站稳高端白酒第三把交椅，特曲价格由 2019 年前的 100 元顺利上升到 2020 年末的接近 300 元，向次高端价格带进发，定价 400-500 元的特曲 60 版从四川出省，有望快速放量。公司产品结构快速上移，毛利率提升，基本面持续改善。我们维持公司 2020-2022 年营收预测为 169.32/201.69/234.23 亿元，维持净利润预测为 58.9/71.1/86.5 亿元，对应 EPS 分别为 4.02/4.85/5.90 元。

### 5.2、相对估值

**泸州老窖相对估值比较。**（1）A 股白酒公司，按市场一致盈利预测计算的 2020/2021/2022 年 PE 均值和中位数分别为 52x/40x/33x、51x/42x/33x。（2）按品牌力排序，贵州茅台作为高端白酒标杆，五粮液紧跟其后，泸州老窖位列第三位，按市场一致盈利预测计算的贵州茅台 2020/2021/2022 年 PE 为 58x/49x/42x，五粮液 2020/2021/2022 年 PE 为 54x/45x/38x。（3）A 股白酒市值过千亿的公司，按市场一致盈利预测计算的 2020/2021/2022 年 PE 均值和中位数分别为 60x/49x/41x、55x/44x/37x。根据我们测算，泸州老窖 2020/2021/2022 年 EPS 为 4.02/4.85/5.9 元，当前股价对应 PE 分别为 58x/48x/40x。

考虑到 1、流动性充裕环境下，资金对确定性高的优质资产给予高溢价，高端白酒行业估值整体水涨船高；2、不同于茅台和五粮液已经是成熟期的白酒公司，高端产品营收占比在 80%以上，泸州老窖仍处于快速成长期，国窖营收占比不到 60%，产品结构快速升级带动毛利率提升，因此，公司估值倍数比茅五更高具备合理性。

表 10：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (X)				
				2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	26,666.32	2,122.78	28.02	32.80	36.59	43.28	50.69	76	65	58	49	42
000858.SZ	五粮液	10,868.50	280.00	3.47	4.48	5.18	6.27	7.39	81	62	54	45	38
600809.SH	山西汾酒	2,728.76	313.10	1.69	2.23	3.27	4.23	5.35	185	140	96	74	59
002304.SZ	洋河股份	2,848.21	189.00	5.39	4.90	5.03	5.71	6.54	35	39	38	33	29
000596.SZ	古井贡酒	1,001.74	234.28	3.37	4.17	4.19	5.32	6.42	70	56	56	44	36
603369.SH	今世缘	617.59	49.23	0.92	1.16	1.24	1.55	1.91	54	42	40	32	26
000799.SZ	酒鬼酒	449.05	138.20	0.69	0.92	1.42	2.03	2.72	202	150	97	68	51
000860.SZ	顺鑫农业	405.00	54.60	1.30	1.09	0.85	1.27	1.68	42	50	64	43	33
600779.SH	水井坊	341.81	69.98	1.19	1.69	1.42	1.89	2.35	59	41	49	37	30
603589.SH	口子窖	344.76	57.46	2.55	2.87	2.34	2.81	3.29	23	20	25	20	17
600702.SH	ST 舍得	238.92	71.07	1.02	1.52	1.54	1.93	2.35	70	47	46	37	30
603198.SH	迎驾贡酒	228.40	28.55	0.97	1.16	1.19	1.55	1.87	29	25	24	18	15
600559.SH	老白干酒	191.84	21.38	0.54	0.45	0.38	0.49	0.58	40	48	56	43	37
603919.SH	金徽酒	149.74	29.52	0.71	0.71	0.58	0.71	0.87	42	42	51	42	34
600197.SH	伊力特	93.35	19.96	0.97	1.02	0.72	1.13	1.41	21	20	28	18	14
市值过千亿公司平均值										72	60	49	41
市值过千亿公										59	55	44	37



同中位值													
平均值										58	52	40	33
中位数										47	51	42	33
000568.SZ	泸州老窖	3,445.24	235.21	2.38	3.17	4.02	4.85	5.90	99	74	58	48	40

资料来源: WIND, 其中泸州老窖盈利预测数据为光大证券研究所预测, 其余可比公司数据来自于 Wind 一致预期; 股价截至 2021.2.26

### 5.3、绝对估值

由于 2020 年来股票市场波动较大, 白酒行业出现了估值迅速抬升的趋势, 我们采用中证 800 指数市盈率的倒数作为市场必要回报率, 试图通过新的参数选取方式测算目前公司的绝对估值水平。

#### 5.3.1、市场风险溢价采用中证 800 市盈率倒数-10 年期国债

采用中证 800 市盈率的倒数估计市场必要回报率。采用市盈率倒数 (1/PE) 作为市场组合收益率  $R_m$  的拟合指标可以避免选取指数收益率导致绝对值波动过大的问题。我们选用了中证 800 的日更市盈率倒数作为  $R_m$  的指代, 用该数值减去 10 年期国债收益率即为市场风险溢价  $R_m - R_f$  的近似拟合值。

风险溢价水平反应市场的风险偏好, 白酒的确定性优势在风险偏好较低时转化为估值抬升。我们发现, 自从白酒行业走出 2012 年的政策冲击后, 市场风险溢价水平和白酒指数市盈率便保持着高度的负相关关系, 我们认为, 由于风险溢价本质上代表着市场对于权益的风险偏好情况, 确定性较高的白酒在风险偏好较低的市场环境下更容易成为资金追捧的对象, 最终表现为风险溢价下降时, 白酒股票估值水平水涨船高。截止 2021 年 2 月 26 日, 市场风险溢价水平从 1% 出头有所回升, 但总体水平自去年以来仍然呈现波动下行, 体现出市场风险偏好仍处于低位。

图 39: 2012.2.20-2022.2.26 风险溢价和申万白酒行业指数市盈率变动情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所。注: 无风险收益率为 10 年期国债收益率, 市场组合回报率  $R_m$  为中证 800 市盈率的倒数, 市场风险溢价为  $R_m - R_f$ 。数据截止 2021.2.26。

图 40：2012 年至今的无风险收益率和市场组合回报率



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。注：无风险收益率为 10 年期国债收益率，市场组合回报率 Rm 为中证 800 市盈率的倒数；图中 10 年期国债收益率的虚线为趋势线，表示长周期来看，无风险利率呈下行趋势。数据截止 2021.2.26。

图 41：2020 年来市场风险溢价和白酒指数收益率高度负相关



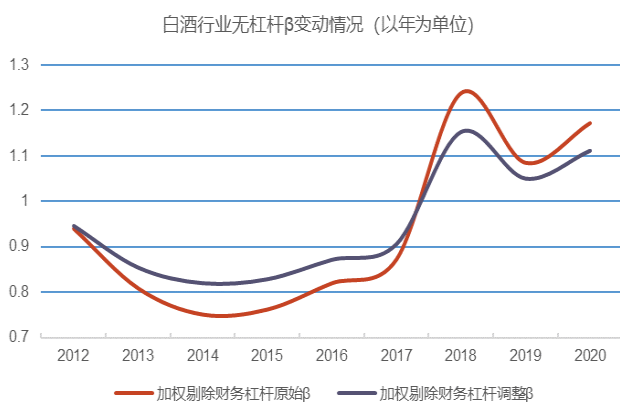
资料来源：wind，光大证券研究所。注：无风险收益率为 10 年期国债收益率，市场组合回报率 Rm 为中证 800 市盈率的倒数，市场风险溢价为  $Rm - R_f$ 。数据截止 2021.2.26。

### 5.3.2、 $\beta$ 是收益率回归的结果，具有阶段性的特点

$\beta$ 走高并非白酒比其他行业蕴含更高的风险，更可能是板块对市场指数影响能力增强的体现。 $\beta$ 是使用个股/行业收益对市场指数收益回归的结果，白酒板块的高景气度和高确定性成为市场追捧的标的，由于抱团白马股的风格，白酒整体  $\beta$  呈现逐步走高的态势，其含义并不是白酒比其他板块蕴含了更大的风险，而是白酒板块成为拉动指数走势的重要动力之一。因此，白酒行业的无杠杆  $\beta$  值与市场风格有相关性，在抱团资金解散从而寻找新的标的之前，白酒行业的  $\beta$  值仍会维持在相对较高的位置。

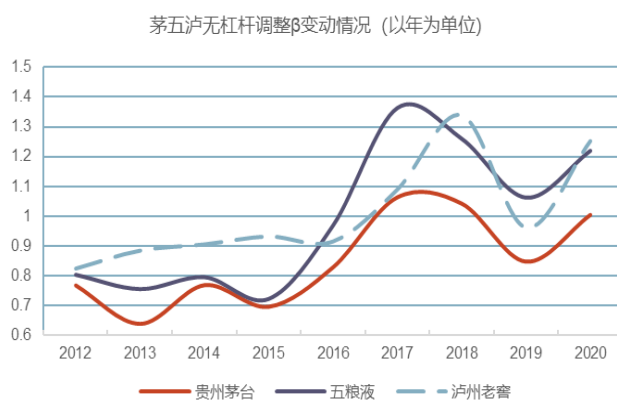
2020 年以来，白酒行业  $\beta$  水平持续走高，经过调整后的  $\beta$  水平（调整  $\beta = \text{原始} \beta * 2/3 + 1/3$ ）也达到了 1.1，若仅看高端白酒的茅五泸三家，我们发现 2015 年迎来高端白酒复苏周期之后，茅五泸的  $\beta$  值普遍上行，2018 年之后茅台与五粮液保持着 0.2 左右的  $\beta$  差距，老窖的  $\beta$  波动性更大，2020 年以来，五泸调整后的  $\beta$  值都高于 1.2，茅台调整后  $\beta$  接近 1。

图 42：2012-2020 年白酒行业  $\beta$  波动上行



资料来源：wind，光大证券研究所。注：计算  $\beta$  使用剔除杠杆因素的  $\beta$  值，行业无杠杆  $\beta$  为行业内个股  $\beta$  的算数平均数，使用的时间段为年度，如 2020 数据为 2020 年 2 月 20 日至 2021 年 2 月 19 日，此前年份同理。调整  $\beta = \text{原始} \beta * 2/3 + 1/3$ ，调整的目的是降低  $\beta$  波动性，更好的预测未来  $\beta$  水平。

图 43：2020 年五泸和茅台  $\beta$  差 0.2 左右



资料来源：wind，光大证券研究所。注：计算  $\beta$  使用的时间段为年度，如 2020 数据为 2020 年 2 月 20 日至 2021 年 2 月 19 日，此前年份同理。调整  $\beta = \text{原始} \beta * 2/3 + 1/3$ ，调整的目的是降低  $\beta$  波动性，更好的预测未来  $\beta$  水平。

### 5.3.3、关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：考虑到高端白酒的属性和公司已经站稳高端市场的特点，我们假设长期增长率为 2.0%；
- 2、β值选取：根据行业无杠杆β和公司历史β变化情况，采用 1.2 作为泸州老窖公司的无杠杆β；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 24.00%。

表 11：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(βlevered)	1.21
Rm-Rf	2.00%
Ke(levered)	5.59%
税率	24.00%
Kd	3.80%
Ve	344,659.1
Vd	3,987.1
目标资本结构	1.14%
WACC	5.57%

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	31,601.18	7.15%
第二阶段	79,562.75	18.01%
第三阶段 (终值)	330,551.60	74.83%
企业价值 AEV	441,715.52	100.00%
加：非经营性净资产价值	5,554.08	1.26%
减：少数股东权益 (市值)	232.87	-0.05%
减：债务价值	3,987.09	-0.90%
总股本价值	443,049.64	100.30%
股本 (百万股)	1,464.75	-
每股价值 (元)	302.47	-
PE (隐含)	75.22	-
PE (动态)	58.49	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：敏感性分析表

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
------	-------	-------	-------	-------	-------

4.57%	332.02	374.19	432.76	519.62	661.78
5.07%	286.64	316.85	356.89	412.51	494.99
5.57%	251.37	273.78	<b>302.47</b>	340.51	393.34
6.07%	223.22	240.31	261.60	288.86	324.99
6.57%	200.25	213.58	229.82	250.06	275.96

资料来源：光大证券研究所预测

根据我们的假设和测算，在不考虑长期增长率选取的情况下，WACC 的变动对股价的影响较大，而 WACC 的变动又主要受到市场风险溢价水平的影响。考虑到当前市场处于风险溢价水平的低点，在此情况下，我们认为 WACC 的波动区间在 5.07%-6.07% 较为合理，对应 2.0% 长期增长率情况下公司股价区间 262 元-357 元，目标 WACC 5.57% 对应泸州老窖目标价 302.47 元。

## 5.4、 估值结论与投资评级

考虑到影响估值的变量中，无风险利率、 $\beta$  值稳定性较高，长期增长率预测也不必大幅变动，我们认为市场的风险溢价水平对估值的影响最大，若市场风险偏好继续下行，则公司股价仍有较高的上涨空间。综合对公司基本面的判断，以及相对估值和绝对估值的结果，给予泸州老窖目标价 302.47 元，对应 2020/2021PE75x/62x，维持泸州老窖“买入”评级。

## 6、 风险分析

**经济风险。**宏观经济如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

**品质风险。**国窖产量上升需要更多产能，势必会用到年份 50 年左右的窖池生产，如果生产出的酒质与百年窖池有显著区别，则可能影响消费者体验，进而影响国窖产品的放量提价。

**政策风险。**历史上政策变动对高端白酒市场影响较大，如果政策收紧，则行业可能面临需求量萎缩。

**市场风险偏好回升。**高端白酒的确定性在风险溢价较低时非常突出，但如果风险溢价回升，则可能对公司的估值水平造成影响。

## 7、附录

附表 1：泸州老窖品牌战略和产品体系演变历史

年份	行业特点	产品	品牌	渠道
1999	国内白酒市场持续低迷，同业无序竞争进一步加剧；税收政策：粮食类白酒(含薯类白酒)的广告宣传费一律不得在税前扣除	加大低度酒和中低档产品的开发力度,占领广袤的农村市场；联合开发了 45 度特曲、泸州春、百年老窖、陈酿、精制古酒、2000 型特曲等新品牌	进一步清理整顿品牌。在政府有关政策的支持下,继续打击“假、冒、仿”；媒体宣传,四川省名酒节；以竞标方式获得中央电视台 2000 年 1—2 月 7 点 报时权	加强销售网络建设,公司销售网络已覆盖全国 30 个省市自治区 300 多个大中城市,全国性的市场网络体系已经初步形成
2001	同业竞争进一步加剧,销售利润率下降；税收：粮食白酒、薯类白酒在维持现行出厂价 25%和 15%的税率从价征收消费税办法不变的前提下,再对每斤白酒按 0.5 元从量征收一道消费税；并取消现行的以外购酒勾兑生产酒企业可以扣除其购进酒已纳消费税的抵扣政策	全面更换了产品包装;公司把 2001 年确定为“国窖酒推广年”,开始推广“国窖 1573”和“百年老窖”;使主导产品特曲、头曲系列酒价格大幅度上升	“一业为主,相关多元化”的可持续发展战略,向“大食品”迈进;	通过费用机制的改革,将“销售本地化”落到实处,实行半承包制,控制销售费用
2003	市场需求疲软,竞争白热化	特曲换包装提价; 1573 和特曲获得原产地保护,省免检	国窖树形象,特曲取利润,低档抢份额;清理了一批品牌,剥离非主业,聚焦主业	充分运用中低档产品,积极拓展县级和空白市场,扩大市场份额;对条件成熟的市场采取分销
2004	针对沉重的税赋、激烈的市场竞争	推广国窖 1573,对重点市场重点投入,在各销售片区设立 1573 推广专员,“精耕细作”,使全年国窖·1573 系列酒实现销售收入同比增长 91%	国窖 1573 专员推广;品牌清理:公司品牌总数由 94 个减少到 41 个,淘汰率为 56.4%;产品条码总数由 1012 个减少到 370 个,淘汰率为 63.4%。	
2005	品牌化经营趋势明显,行业集中度加大,行业领先集团和其他企业的距离加大;中低档白酒地域化优势更加巩固;竞争手段同质化,终端争夺白热化;国外烈酒冲击白酒市场	收缩非酒类,进一步聚焦白酒		改革销售渠道,培养终端大户、区域性大客户、重心财务客户;对二级渠道进行监控型掌控,重点区域完成二级渠道改造;实施经销商整体考核政策。
2006	白酒行业一改前几年的颓势,整体形势趋于好转;公司消费税比例税率由 25%下降为 20%,下降 5 个百分点;公司“三年股改承诺”第一年	以国窖酒生产为核心,从散酒生产、成品酒源勾兑及包装各环节,集中优势资源,增大优质基酒的生产量和包装能力	突出国窖营销;国窖 1573 系列产品所用“国窖”牌商标被评为“全国驰名商标”;“泸州老窖酒传统酿制技艺”入选首批《国家非物质文化遗产名录》;“泸州大曲老窖池群”被列入《中国世界文化遗产预备名单》。	
2007	“三高”白酒成为精英阶层的首选,品牌消费观念正在强化。高档白酒的品牌价值、定价权利和利润贡献,决定了高档白酒在剧烈的市场竞争中的强势地位。	国窖 1573 营收破 10 亿	国窖 1573 和特曲双品牌战略运作初见成效。公司形象产品国窖 1573 销售收入规模成功突破 10 亿元瓶颈,特曲以上拳头产品的净利润贡献率提升近 10 个百分点	
2008	Q4 金融危机冲击,白酒景气度下滑;行业洗牌,集中度提升;高端白酒寡头竞争格局显现		“双品牌塑造,多品牌运作”;国窖 1573 限产保质、量服从于价;中低端品牌努力实施“以量为主,强化竞争”;探索组建狼性营销团队,实施“群狼奋进”网络战略	
2009	经济下滑环境下高档商务招待的消费频次减少,导致阶段性消费需求降低;公司超常规拼搏型第三次创业第一年	国窖 1573 涨价 17%	全员营销,拼抢市场保增长:公司围绕坚定不移地推进国窖 1573 品牌提升;“中国蒸馏酒传统酿制技艺”申遗	创设柒泉模式(将区域内经销商组织起来构建经销商联盟体);泸州老窖博大酒业公司推低端产品,发现经销商;贵宾服务公司推国窖 1573
2010	中国经济回暖,国民收入持续增加,加之中国文化,中国白酒文化的进一步回归;公司“改革创新,转型发展”的开创年	“泸州老窖年份特曲”推出补位国窖 1573 提价后的价格空间	一系列高端企业文化建设项目和事件营销;坚定不移地推进国窖 1573 品牌提升,坚定不移地推进泸州老窖特曲价值回归	
2011		推出“窖龄酒”90 年“及时补位中高端价格带;公司“国窖红一号高粱”获得农业部颁发农产品地理标志证书	登陆央视黄金资源段广告,各类文化活动中;组建十二支独立运作的公司化狼性营销队伍	



2012	政策变化, 行业产能过剩, 增速下行; “塑化剂” 风波负面冲击; 行业反应可能存在一定滞后性	国窖 1573+百年窖龄酒+特曲	成立魅力时光俱乐部, 进行圈层营销; 积极参加演唱会等各类事件营销	泸州老窖国际发展 (香港) 有限公司成立
2013	行业进入深度调整, 逐步适应政策变化; 高端白酒价位整体下行	国窖 1573 面临消费阻断; 窖龄酒既面临渠道动力不足也面临消费拉力不够; 特曲面临渠道动力不足; 降低贴牌门槛, 条码数量急速扩张	实施“生命中哪坛酒”活动; “泸州老窖窖池群及酿酒作坊”入选第七批全国重点文物保护单位; 国家固态酿造工程技术研究中心顺利通过验收	国窖 1573 在市场费用投入上采用积分制运行, 将市场支持投入把控权交还经销商客户; 窖龄酒“下沉渠道, 拓展商务, 精耕民用”; 特曲渠道下沉; 低端产品渠道下沉; 开发“经销商进销存”系统; 基本解决了长久以来对经销商客户的出货及库存情况无法及时准确了解的难题。
2014	经济增速逐年放缓和政策高压持续将成为新常态; 由于公司对本轮调整的严峻性估计不足, 在部分应对措施上出现失误, 加之企业管理体系滞后于公司的发展导致公司受本轮调整的影响大并集中体现在了 2014 年度。	国窖挺价过度, 价格倒挂形成经销商堰塞湖, 渠道断流、动销停滞; 品牌品种过多, 规模单品少; 下半年开始精简品牌	“双品牌塑造, 多品牌运作”; 延续传统事件营销, 并在互联网渠道进行新式营销推广; 条码过多, 产品冗余, 稀释主品牌	建立营销联席会议制度, 统一协调和管理公司全体系产品销售工作; 通过多种手段帮助渠道去库存; 品牌管理“公司制”, 推动经销商成立了特曲公司、窖龄酒公司等系列产品专营公司
2015	白酒市场总量面临长期萎缩, 市场集中度将可能加速提高; 白酒市场从扩张型或机会型市场转为竞争型市场; 存在低档液态产能过剩, 质优固态发酵产能不足的供需错位	“三线、五大超级单品”, 国窖 1573、窖龄酒和泸州老窖 (特曲、头曲和二曲), 清理其他冗余产品, 资源向单品聚焦	更加精准的品牌营销, 重大事件营销, 重点城市精准投放广告, 举办并参与各类峰会扩大圈层培养范围;	建立国窖 1573 品牌专营公司; 形成了 3 大核心战略品牌全国核心市场控盘分利模式; 客户联盟为主导的直分销渠道操作模式
2016	“三个分化和三个集中”: 价格带上消费力分化、区域板块产销力分化、同阵营内品牌力分化; 向品牌集中、原产地集中、向文化集中。消费由公务消费转为商务消费和大众消费; 行业呈现名酒主导的挤压式增长; 健康化、年轻化、时尚化的趋势; RFID 等技术提升白酒流通跟踪能力。			形成销售统一指挥体系, 强力推进“直分销”模式; 国窖 1573、窖龄酒和特曲 3 大品牌已在全国范围内掌控数量众多的核心网点
2017		高端量价齐升、中端调整, 低端恢复; 传统中式白酒、以传统中式白酒为基础的养生酒和创新酒类产品为支撑的“三大品系”	组建品牌复兴领导小组; 在高势能区域投放大量广告; 在品牌宣传策划中突出“高” (高端媒体、高端活动、高端客户)、“大” (大视野、大事件)、“上” (上档次、上规模) 的特点; 重大事件营销	海外市场覆盖至 44 个国家和地区; 大单品团购客户大招商工作启动
2018	竞争加剧、集中明显、行业增速放缓, 中国白酒将逐步进入“寡头时代”	国窖 1573 实现高动销、高利润的良性增长, 泸州老窖特曲和窖龄酒保持快速发展势头, 头曲、二曲成功实现复苏		
2019		国窖 1573 保持量价齐升态势; 特曲升级换装全面实施, 窖龄酒持续增量, 60 版特曲量价齐升; 头曲二曲营销模式顺利定型		国窖 1573 坚定实施终端配额制和价格熔断机制
2020	香型分化、品牌分化、价格分化	1573+特曲复兴; 1573 采取高频小幅提价, 特曲采取低频大幅提价		

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,055	15,817	16,932	20,169	23,423
营业成本	2,934	3,065	2,782	2,699	2,690
折旧和摊销	164	167	182	270	335
税金及附加	1,606	1,976	2,117	2,521	2,881
销售费用	3,393	4,186	3,657	4,861	5,645
管理费用	722	829	887	1,057	1,228
研发费用	62	72	77	91	106
财务费用	-215	-205	-200	-195	-185
投资收益	98	155	100	100	100
营业利润	4,677	6,119	7,771	9,306	11,244
利润总额	4,659	6,104	7,751	9,291	11,232
所得税	1,148	1,462	1,860	2,183	2,583
净利润	3,510	4,642	5,890	7,108	8,649
少数股东损益	25	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,486	4,642	5,890	7,108	8,649
EPS(按最新股本计)	2.38	3.17	4.02	4.85	5.90

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,298	4,842	6,897	8,328	9,658
净利润	3,486	4,642	5,890	7,108	8,649
折旧摊销	164	167	182	270	335
净营运资金增加	856	718	98	694	992
其他	-208	-686	727	256	-318
投资活动产生现金流	-1,465	-4,551	-858	-475	-450
净资本支出	-1,468	-4,572	-950	-550	-550
长期投资变化	2,091	2,231	0	0	0
其他资产变化	-2,088	-2,209	92	75	100
融资活动现金流	-1,917	93	-2,029	-2,750	-3,369
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	2,491	100	0	0
无息负债变化	1,038	1,394	-25	1,088	904
净现金流	917	386	4,010	5,102	5,839

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	77.5%	80.6%	83.6%	86.6%	88.5%
EBITDA 率	34.7%	37.3%	45.1%	46.0%	48.2%
EBIT 率	33.4%	36.2%	44.1%	44.6%	46.7%
税前净利润率	35.7%	38.6%	45.8%	46.1%	48.0%
归母净利润率	26.7%	29.3%	34.8%	35.2%	36.9%
ROA	15.5%	16.1%	18.1%	18.8%	19.7%
ROE (摊薄)	20.5%	23.9%	25.6%	26.2%	26.8%
经营性 ROIC	24.9%	22.7%	29.1%	33.6%	38.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	24%	32%	29%	28%	26%
流动比率	2.86	2.40	2.86	3.09	3.42
速动比率	2.26	1.87	2.40	2.71	3.09
归母权益/有息债务	-	7.79	8.86	10.47	12.44
有形资产/有息债务	-	11.21	12.32	14.33	16.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	22,605	28,920	32,557	37,807	43,806
货币资金	9,367	9,754	13,763	18,866	24,705
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	10	18	25	30	35
应收票据	2,388	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	167	160	0	0	0
存货	3,230	3,641	3,199	3,050	2,986
其他流动资产	194	2,589	2,589	2,589	2,589
流动资产合计	15,494	16,314	19,799	24,741	30,523
其他权益工具	0	352	352	352	352
长期股权投资	2,091	2,231	2,231	2,231	2,231
固定资产	1,029	1,517	2,672	3,248	3,721
在建工程	3,000	7,257	6,595	6,160	5,814
无形资产	232	332	573	611	648
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	45	238	238	238	238
非流动资产合计	7,110	12,606	12,757	13,066	13,283
总负债	5,481	9,365	9,441	10,528	11,432
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,292	1,869	1,725	1,754	1,802
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1,604	2,244	2,540	3,227	3,748
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	5,415	6,787	6,924	8,011	8,915
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	2,491	2,491	2,491	2,491
其他非流动负债	21	24	24	24	24
非流动负债合计	65	2,578	2,517	2,517	2,517
股东权益	17,124	19,555	23,116	27,279	32,374
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
公积金	5,181	5,188	5,188	5,188	5,188
未分配利润	10,182	12,560	16,121	20,283	25,378
归属母公司权益	16,965	19,407	22,968	27,131	32,225
少数股东权益	160	148	148	148	149

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	25.99%	26.47%	21.60%	24.10%	24.10%
管理费用率	5.53%	5.24%	5.24%	5.24%	5.24%
财务费用率	-1.65%	-1.30%	-1.18%	-0.97%	-0.79%
研发费用率	0.48%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税率	25%	24%	24%	24%	23%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.55	1.59	2.01	2.43	2.95
每股经营现金流	2.93	3.31	4.71	5.69	6.59
每股净资产	11.58	13.25	15.68	18.52	22.00
每股销售收入	8.91	10.80	11.56	13.77	15.99

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	99	74	58	48	40
PB	20.3	17.8	15.0	12.7	10.7
EV/EBITDA	75.3	58.4	44.7	36.5	29.7
股息率	0.7%	0.7%	0.9%	1.0%	1.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------