

2021年09月27日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

226

公司基本資訊

產業別	食品饮料
A 股價(2021/9/24)	186.40
深證成指(2021/9/24)	14357.85
股價 12 個月高/低	223.86/138.38
總發行股數(百萬)	1464.75
A 股數(百萬)	1464.24
A 市值(億元)	2729.34
主要股東	泸州老窖集团 有限责任公司 (26.02%)
每股淨值(元)	14.54
股價/賬面淨值	12.82
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	5.8 -15.4 35.1

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2021-08-30	169.38	买入
2021-04-30	262.98	买入
2020-12-17	198.22	区间操作
2020-10-29	162.70	区间操作
2020-08-28	142.48	区间操作

產品組合

中高档酒	88.2%
其他酒类	10.5%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	19.5%
一般法人	57.0%

股價相對大盤走勢



泸州老窖(000568.SZ)

BUY 买进

出台股票激励计划，改革之路不断推进

结论与建议：

事件概要：

公司于 9 月 27 日早间发布股票激励计划草案：

- 1) 拟授予不超过 521 名董事、中高层管理人员、核心骨干限制性股票，总数不超过 883.46 万股，占总股本比重约 0.6%，首次授予不超过 795.46 万股，占总股本的 0.54%，授予价格为 92.71 元/股；
- 2) 业绩考核目标为：
 - A. 2021-2023 年扣非后加权平均净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；
 - B. 相较 2019 年，2021-2023 年扣非后净利润增长率不低于对标企业的 75 分位值；
 - C. 2021-2023 年成本费用占收入比例不高于 65%。
- 3) 限制性股票将在未来 36 个月内分批解除限售，解除比例分别为 40%、30%和 30%；
- 4) 激励计划将确认总费用 7.45 亿元。

■ 激励计划草案出台属预期落地。4 月底时公司就已发布《泸州老窖股份有限公司高级管理人员薪酬与考核管理办法》，表示将打造以经营业绩为主要依据的考核牵引机制、以价值贡献为导向的薪酬激励机制，引导公司持续健康发展，激发经营班子活力，其中，第三章第八条表示公司可实施股权激励等措施，此外，2018 年起多家白酒企业均发布了股票激励计划，本次激励草案出台为靴子落地，符合市场预期。

■ 覆盖范围广泛，改革进一步深化。根据计划草案，本次激励将广泛覆盖 521 人，其中董事及高级管理人员 9 人，总授予股数为 70.09 万股，占授予总量 7.93%（当前总股本 0.0478%），核心骨干 512 人，授予 725.37 万股，占授予总量 82.11%（当前总股本 0.4952%）。另一方面，授予价格为 92.71 元，为当前市场价 49.7%，激励效果十足，有望广泛激发中高层管理人员的经营动力，为“由守转攻、全面复兴”添加动能。

■ 业绩考核目标契合公司复兴战略。近年来，公司持续推进产品、经营、渠道等多方面改革，在实现全价格带产品布局、提升品牌价值的同时，推进营销升级，从今年来看，公司改革节奏更为积极，6 月重用“少壮派”主政销售公司；8 月推出“菁英计划”，在全国范围招兵买马，引进营销精英等。激励草案选取 21 家白酒及黄酒上市公司为对标企业，业绩目标为行业 ROE 及利润增速的前 25%，即在行业前三、前四的位置，符合当前公司定位和目标；成本费用占比来看，去年成本费用率在 40%左右，目标压力不大。综合来说，考核目标契合公司战略，稳中求进，引领公司向行业前三目标迈进，未来发展值得期待。

■ 维持盈利预测，预计 2021-2022 年将分别实现净利润 75.3 亿和 89.1 亿，分别同比增 25.5%和 19.3%，EPS 分别为 5.14 元和 6.09 元，当前股价对应 PE 分别为 36 倍和 31 倍，维持“买入”投资建议

■ 风险提示：终端动销不及预期，费用增长超预期

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	3486	4642	6006	7534	8912
同比增減	%	36.27	33.17	29.38	25.45	18.29
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	2.38	3.17	4.10	5.14	6.08
同比增減	%	32.37	33.19	29.34	25.45	18.29
市盈率 (P/E)	X	78.32	58.80	45.46	36.24	30.63
股利 (DPS)	RMB 元	1.55	1.59	2.05	2.57	3.04
股息率 (Yield)	%	0.83	0.85	1.10	1.38	1.63

【投資評等說明】

評等定義

強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并損益表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
營業收入	13055	15817	16653	20909	24725
經營成本	2934	3065	2823	3492	4042
營業稅金及附加	1606	1976	2224	3029	3543
銷售費用	3393	4186	3091	3782	4532
管理費用	722	829	844	1063	1257
財務費用	-215	-205	-132	-244	-288
資產減值損失	-2			0	0
投資收益	98	155	201	203	180
營業利潤	4677	6119	7959	9906	11725
營業外收入	31	44	33	43	36
營業外支出	50	60	53	10	6
利潤總額	4659	6104	7939	9939	11755
所得稅	1148	1462	1981	2426	2872
少數股東損益	25	0	-47	-21	-29
歸屬於母公司所有者的淨利潤	3486	4642	6006	7534	8912

附二：合并資產負債表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
貨幣資金	9367	9754	11625	15074	19399
應收賬款	10	18	2	2	2
存貨	3230	3641	4696	5165	5682
流動資產合計	15494	16314	19890	24862	31078
長期股權投資	2091	2231	2478	2552	2629
固定資產	1030	1519	6887	9642	12535
在建工程	3000	7257	2012	1207	845
非流動資產合計	7110	12606	15120	17387	19996
資產總計	22605	28920	35009	42250	51073
流動負債合計	5415	6787	7748	9868	12450
非流動負債合計	65	2578	4080	4692	5395
負債合計	5481	9365	11827	14560	17845
少數股東權益	160	148	107	108	109
股東權益合計	16965	19407	23075	27690	33228
負債及股東權益合計	22605	28920	35009	42250	51073

附三：合并現金流量表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
經營活動產生的現金流量淨額	4298	4842	4916	6273	7417
投資活動產生的現金流量淨額	-1465	-4551	-2174	-1673	-1731
籌資活動產生的現金流量淨額	-1917	93	-917	-1151	-1361
現金及現金等價物淨增加額	917	386	1816	3449	4326

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。