

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

泸州老窖 (000568)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年09月28日

## 股权激励显信心，内生势能更强劲

证券分析师：陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521070002

## 事项：

2021年9月27日，公司发布了关于《2021年限制性股票激励计划（草案）》的公告：拟授予激励对象不超过883.46万股的限制性股票，约占公司总股本的0.06%，其中首次授予521名员工795.46万股（包括董事、高管、中层及核心骨干），授予价格为92.71元/股，2021-2023年每年业绩解锁条件为：①ROE不低于22%，且不低于对标企业75分位值；②净利润相较2019年的增长率不低于对标企业75分位值；③成本费用占营业收入比例不高于65%。

国信食品饮料观点：1）大范围股权激励绑定核心员工利益，内生管理势能有望进一步释放；2）业绩考核目标积极，彰显公司稳健增长信心，未来三年业绩复合增速或在30%以上；3）高端酒持续高景气，公司回款动销良性，品牌势能持续向上，业绩稳增长可期；4）投资建议：持续看好品牌势能向上和全国化深入发展，维持此前盈利预测，2021-2023年营业收入为213.71/262.95/316.28亿元，归母净利润为79.11/100.77/124.84亿元，对应摊薄EPS为5.40/6.88/8.52元，当前股价对应PE为38.0/29.8/24.1x，维持“买入”评级。

## 评论：

## ■ 大范围股权激励绑定核心员工利益，内生管理势能有望进一步释放

近日公司董事会审议通过了2021年限制性股票激励计划（草案），方案具体内容包括：1、激励规模：本次拟授予的限制性股票数量不超过883.46万股，约占公司总股本的0.60%，其中首次授予不超过795.46万股（占授予总量的90.04%），预留88万股。授予价格为92.71元/股。2、激励对象：首次授予的激励对象不超过521人，包括董事长、8名高管、512名核心骨干，其中董事长刘淼、总经理林峰授予数量均为9.59万股（各占授予总量的1.09%）。预留授予的激励对象参照首次授予的激励对象确定标准。3、解锁计划：本计划有效期最长不超过72个月。若达到限制性股票的解除限售条件，限制性股票将在未来36个月内分三批解除限售（40%、30%、30%）。按照授予价格92.71元/股和前一日收盘价186.40元/股测算，平均每名激励对象收益143万元。千元价格带虽品牌力最重要，但管理层能力和积极性亦对市场份额有重要影响。公司淼峰组合是业内公认的优秀团队，本次激励计划覆盖面广、力度大，股权激励落定无疑将充分调动管理层积极性，中长期看有望将公司发展引领到新高度。

## ■ 业绩考核目标积极，彰显公司稳健增长信心，未来三年业绩复合增速或在30%以上

本次激励计划的公司业绩考核条件包括三方面：1)ROE：2021-2023年每年不低于22%，且不低于对标企业75分位值；2)净利润增速：2021-2023年净利润相较2019年的增长率不低于对标企业75分位值；3)2021-2023年成本费用占营业收入比例不高于65%。2、个人业绩考核：个人当期实际解除限售额度=个人绩效考核系数×个人当期计划解除限售

额度。我们按 Wind 一致预期盈利预测进行了测算，结果如下图所示。对比我们此前对公司的盈利预测，今年公司激励计划目标较为容易达成，2023 年激励计划剑指高增长，为达成业绩解锁条件，我们判断 2021-2023 年公司业绩复合增速或需达到 30% 以上，彰显公司对未来稳健增长的信心。

图 1：泸州老窖 2021 年限制性股票激励计划业绩解锁条件测算

证券代码	公司简称	归母净利润 (亿元)					归母净利润同比增长 (%)			归母净利润相较19年增速 (%)		
		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002646.SZ	青青稞酒	0.36	-1.15	1.22	1.60	1.98	206%	31%	24%		343%	448%
600702.SH	舍得酒业	5.08	5.81	12.79	18.00	24.25	120%	41%	35%		254%	377%
000860.SZ	顺鑫农业	8.09	4.20	8.06	10.40	13.07	92%	29%	26%		29%	62%
000799.SZ	酒鬼酒	2.99	4.92	8.95	12.89	18.24	82%	44%	41%		330%	509%
600559.SH	老白干酒	4.04	3.13	5.47	6.88	8.32	75%	26%	21%		70%	106%
600809.SH	山西汾酒	19.39	30.79	53.65	72.80	94.73	74%	36%	30%		276%	389%
600779.SH	水井坊	8.26	7.31	10.71	14.06	17.58	46%	31%	25%	30%	70%	113%
600197.SH	伊力特	4.47	3.42	4.92	5.97	7.11	44%	21%	19%	10%	34%	59%
600199.SH	金种子酒	-2.04	0.69	0.96	1.98	2.62	38%	100%	32%	147%		228%
603198.SH	迎驾贡酒	9.30	9.53	12.48	15.50	18.44	31%	24%	19%	34%	67%	98%
000596.SZ	古井贡酒	20.98	18.55	23.88	29.60	35.53	29%	24%	20%	14%	41%	69%
603589.SH	口子窖	17.20	12.76	16.40	19.60	23.11	29%	19%	18%	-5%	14%	34%
603919.SH	金徽酒	2.71	3.31	4.14	5.20	6.48	25%	26%	25%	53%	92%	140%
603369.SH	今世缘	14.58	15.67	19.58	24.25	29.47	25%	24%	22%	34%	66%	102%
000858.SZ	五粮液	174.02	199.55	243.05	289.16	339.97	22%	19%	18%	40%	66%	95%
600519.SH	贵州茅台	412.06	466.97	533.33	620.08	713.83	14%	16%	15%	29%	50%	73%
002304.SZ	洋河股份	73.83	74.82	82.64	99.23	117.05	10%	20%	18%	12%	34%	59%
600059.SH	古越龙山	2.10	1.50	1.55	2.14	-	3%	38%	-	-26%	2%	
601579.SH	会稽山	1.66	2.89	1.55	1.49	-	-46%	-4%	-	-7%	-10%	
600616.SH	金枫酒业	0.29	0.12	-	-	-	-	-	-			
000995.SZ	皇台酒业	0.68	0.33	-	-	-	-	-	-			
75分位值										34%	87%	228%
000568.SZ	泸州老窖	46.42	60.06	62.33	86.65	152.32	4%	39%	76%	21-23年	CAGR	36%

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 高端酒持续高景气，公司回款动销良性，品牌势能持续向上，业绩稳增长可期

结合近期渠道反馈，21Q3 公司回款顺利，当前经销商回款进度约为 90%，中秋动销良性，渠道库存较低，价盘基本稳定（国窖批价稳定在 910-930 元左右），我们预计 21Q3 公司收入业绩有望继续稳增长，全年 15% 左右的营收增长目标达成无忧。当下高端酒行业持续景气，千元价格带仍在处在持续扩容的周期，终端需求具备较强支撑，当下国窖品牌发展势头良好，品牌势能持续提升，有望充分受益行业高景气，持续维持较高增速。未来在国窖的引领下，公司量价齐升空间仍广，品牌复兴可期。

### ■ 投资建议：持续看好品牌势能向上和全国化深入发展，维持“买入”评级

我们维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年营业收入为 213.71/262.95/316.28 亿元，归母净利润为 79.11/100.77/124.84 亿元，对应摊薄 EPS 为 5.40/6.88/8.52 元，当前股价对应 PE 为 38.0/29.8/24.1x，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

宏观经济风险；高端酒需求不及预期；提价不及预期。

**表 1: 可比公司估值表 (更新至 2021 年 9 月 27 日)**

股票代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	1,855.00	23,302	37.17	42.57	49.76	49.9	43.6	37.3
000858.SZ	五粮液	220.57	8,562	5.14	6.25	7.40	42.9	35.3	29.8
600809.SH	山西汾酒	324.90	3,964	2.52	4.56	6.22	128.9	71.3	52.2
	平均	800.16	11,943	14.94	17.79	21.13	73.9	50.0	39.8
<b>000568.SZ</b>	<b>泸州老窖</b>	205.04	3,003	4.10	5.40	6.88	50.0	38.0	29.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	11625	13852	17976	23633
应收款项	127	171	210	253
存货净额	4696	4308	4989	5712
其他流动资产	3442	4417	5435	6537
<b>流动资产合计</b>	<b>19890</b>	<b>22748</b>	<b>28611</b>	<b>36136</b>
固定资产	8899	10443	12018	13429
无形资产及其他	2657	2551	2445	2338
投资性房地产	1085	1085	1085	1085
长期股权投资	2478	2695	2928	3160
<b>资产总计</b>	<b>35009</b>	<b>39523</b>	<b>47086</b>	<b>56148</b>
短期借款及交易性金融负债	72	24	32	43
应付款项	2726	2181	2772	3347
其他流动负债	4950	5357	6340	7412
<b>流动负债合计</b>	<b>7748</b>	<b>7562</b>	<b>9144</b>	<b>10801</b>
长期借款及应付债券	3988	3988	3988	3988
其他长期负债	92	105	119	129
<b>长期负债合计</b>	<b>4080</b>	<b>4093</b>	<b>4106</b>	<b>4117</b>
<b>负债合计</b>	<b>11827</b>	<b>11655</b>	<b>13251</b>	<b>14918</b>
少数股东权益	107	70	23	(35)
股东权益	23075	27797	33813	41265
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35009</b>	<b>39523</b>	<b>47086</b>	<b>56148</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	4.10	5.40	6.88	8.52
每股红利	1.65	2.18	2.77	3.44
每股净资产	15.75	18.98	23.08	28.17
ROIC	26%	30%	35%	41%
ROE	26%	28%	30%	30%
毛利率	83%	84%	86%	87%
EBIT Margin	46%	47%	49%	51%
EBITDA Margin	48%	52%	53%	55%
收入增长	5%	28%	23%	20%
净利润增长率	29%	32%	27%	24%
资产负债率	34%	30%	28%	27%
息率	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%
P/E	50.0	38.0	29.8	24.1
P/B	13.0	10.8	8.9	7.3
EV/EBITDA	39.1	28.3	22.3	18.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>16653</b>	<b>21371</b>	<b>26295</b>	<b>31628</b>
营业成本	2823	3379	3795	4173
营业税金及附加	2224	2671	3287	3953
销售费用	3091	4060	4891	5819
管理费用	844	1153	1395	1656
财务费用	(132)	(148)	(198)	(239)
投资收益	201	151	169	174
资产减值及公允价值变动	0	1	0	0
其他收入	(45)	0	0	0
营业利润	7959	10407	13295	16439
营业外净收支	(20)	(18)	(18)	(18)
<b>利润总额</b>	<b>7939</b>	<b>10389</b>	<b>13277</b>	<b>16421</b>
所得税费用	1981	2540	3279	4035
少数股东损益	(47)	(62)	(79)	(98)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6006</b>	<b>7911</b>	<b>10077</b>	<b>12484</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>6006</b>	<b>7911</b>	<b>10077</b>	<b>12484</b>
资产减值准备	(1)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	308	920	1125	1290
公允价值变动损失	0	(1)	(0)	(0)
财务费用	(132)	(148)	(198)	(239)
营运资本变动	(631)	(754)	(150)	(212)
其它	(27)	(37)	(47)	(58)
<b>经营活动现金流</b>	<b>5655</b>	<b>8039</b>	<b>11005</b>	<b>13504</b>
资本开支	(409)	(2358)	(2594)	(2594)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(656)</b>	<b>(2576)</b>	<b>(2826)</b>	<b>(2826)</b>
权益性融资	10	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2421)	(3188)	(4061)	(5032)
其它融资现金流	1703	(48)	8	11
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3128)</b>	<b>(3236)</b>	<b>(4053)</b>	<b>(5021)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1871</b>	<b>2227</b>	<b>4125</b>	<b>5657</b>
货币资金的期初余额	9754	11625	13852	17976
货币资金的期末余额	11625	13852	17976	23633
企业自由现金流	5025	5444	8116	10573
权益自由现金流	6729	5636	8317	10869

## 相关研究报告

《泸州老窖-000568-2021 年半年报点评：业绩超预期，利润率大幅提升》——2021-08-31

《泸州老窖-000568-重大事件快评：志高行远，稳健求进，国窖势能持续向上》——2021-07-01

《国信证券-泸州老窖-000568-2020 年年报及 2021 一季报点评：21Q1 业绩符合预期，“十四五”坚定重回行业前三》——2021-05-01

《泸州老窖-000568-2020 年快报点评：高档酒增长支撑 20Q4 业绩略超预期，21Q1 仍值得期待》——2021-03-30

《泸州老窖-000568-重大事件快评：国窖量价齐升贡献业绩增长，期待 2021 春节开门红》——2021-01-12

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032