



## 泸州老窖

### 名酒全国化加速进程中会遇见什么

#### 投资逻辑

**从底部复苏到品牌复兴，国窖百亿目标已达成：**公司自 2015 年起进行大刀阔斧的改革，解决产品价格体系混乱、渠道力弱等问题，从困境逆转实现底部复苏。公司将渠道模式改革为品牌专营模式，对终端管控力加强，组建销售团队加强渠道扁平化，带动国窖产品销量提升，当前国窖百亿目标已达成。

**外部环境助力高端白酒加速成长，内部全面改革踏上新百亿征途：**高端白酒需求在消费升级背景下持续扩容，而高端白酒的入场券已经发放完毕。茅台终端成交价稳定在 2000 元以上，而五粮液和泸州老窖在千元左右价格带竞争，价格向上空间打开，公司量价政策操作空间较大。公司的跟随策略和量价平衡策略使自身产品和价格体系良性发展，高利润空间加强渠道深度，网点扩张加强渠道铺设。

**深耕成熟市场之后，潜力市场的成功开拓是全国化进程的重心：**从五粮液和泸州老窖的发展路线上来看，双方除了品牌差距外，各自优势市场也有所不同。此前泸州老窖更多侧重于将成熟优势市场（如四川、河北、湖南）做深做透，通过渠道改革、自建销售团队、加强网点铺设等措施提升渠道力和品牌力，因此优势市场的毛利率水平及收入占比水平较高。随着成熟市场渠道流通度的提升，品牌势能的提升诉求和渠道推力，使公司加速向外延市场全国化扩张。

#### 投资建议

高端白酒消费持续扩容的向好趋势没有改变，高端白酒行业需求将持续保持增长，以茅台、五粮液、泸州老窖为代表的高端白酒品牌将持续受益。公司当前的量价策略给了渠道较好的推力，高端酒有望持续获得量价齐升，未来将保持较好的增速。品牌复兴的过程中，区域市场的逐渐开拓将为中档酒赢得机遇加速放量成长为大单品，而低档酒收入占比将下降。我们预计公司 2021~2023 年收入分别为 208、253、302 亿元，同比增长分别 25%、22%、19%，归母净利润分别为 76.6、95.6、116.1 亿元，同比增长分别 27.47%、24.94%、21.42%，当前股价对应 2021~2023 年 P/E 分别为 43.11x、34.51x、28.42x，维持“强烈推荐”评级。

#### 风险提示

宏观经济下行风险、终端消费恢复进度不一风险、区域性竞争态势变化风险。

#### 盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16652.85	20812.50	25343.43	30222.95
增长率	0.05	0.25	0.22	0.19
归母净利润	6005.72	7655.24	9564.74	11613.83
增长率	0.29	0.27	0.25	0.21
EPS (元/股)	4.10	5.23	6.53	7.93
市盈率 (P/E)	55.16	43.11	34.51	28.42
市净率 (P/B)	14.36	11.80	9.68	7.95

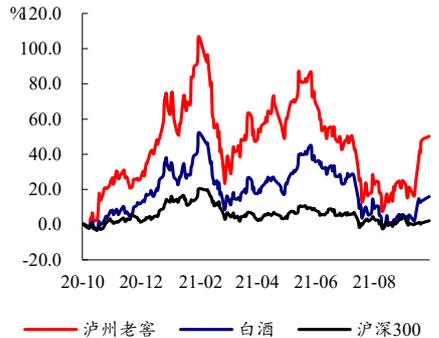
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测（股价为 2021 年 10 月 8 日收盘价 225.33 元）

评级 强烈推荐（维持）

#### 报告作者

作者姓名 汪玲  
 资格证书 S1710521070001  
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

#### 股价走势



#### 基础数据

总股本(百万股)	1464.75
流通 A 股/B 股(百万股)	1464.75/0.00
资产负债率(%)	34.78
每股净资产(元)	16.59
市净率(倍)	13.58
净资产收益率(加权)	0.00
12 个月内最高/最低价	313.99/149.88

#### 相关研究

《国窖特曲双轮驱动，量价齐升未来可期》  
 2021.06.30

## 正文目录

1. 全国化扩张机遇离不开行业升级与集中的时代环境.....	4
1.1. 高端白酒仍然具有“量价齐升”的能力.....	4
1.1.1. 行业消费升级表现显著，高端白酒消费持续扩容.....	4
1.1.2. 千元价格带具有发力空间.....	5
1.1.3. 茅台存在产能瓶颈，五粮液与泸州老窖积极扩产.....	7
1.2. 区域市场间存在各价格带的消费升级，高端白酒品牌产品矩阵布局完善.....	8
1.2.1. 高端白酒品牌大多实行双品牌战略打造完善的产品矩阵，高端白酒品牌通过自身头部核心产品 拉升整体品牌形象，同时重点布局大众市场战略单品.....	8
1.2.2. 腰部市场空间广阔，有望孵化大单品.....	9
1.2.3. 腰部产品的品牌力、产品力和渠道力突出.....	10
2. 国窖的量价策略背后是其核心竞争力的体现.....	11
2.1. 国窖与竞品的量价策略保持平衡跟随策略.....	11
2.2. 高利润空间加强渠道深度，网点扩张加强渠道铺设.....	13
2.3. 市场扩张期高费用投放有其必要性，品牌拉力有望加强.....	16
3. 老窖区域市场分布不均，全国化扩张加速.....	19
3.1. 全国各区域间发展不平衡，以点带面重点攻克弱势市场.....	19
3.2. 华东地区前期开发进展：东进南图工程.....	21
3.3. 河南打响首发会战，市场外延扩张的试金石.....	22
3.4. 全国化扩张的几步走战略.....	23
4. 盈利预测与风险提示.....	24
4.1. 盈利预测.....	24
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1. 茅台/五粮液/泸州老窖的高价位酒收入增速.....	5
图表 2. 中国高净值人群数量.....	5
图表 3. 2019 年高端白酒市场竞争格局.....	6
图表 4. 茅台渠道利润丰厚（红柱为出厂价，红线为终端价）（元/瓶）.....	6
图表 5. 2017-2020 年茅台酒计划销量与基酒生产量（万吨）.....	7
图表 6. 泸州老窖技改项目.....	8
图表 7. 泸州老窖产品体系“三档五品”.....	9
图表 8. 14 年中高档白酒占比不断提高.....	10
图表 9. 泸州老窖白酒收入（百万元）.....	10
图表 10. 各价格带的现有白酒产品.....	11
图表 11. 五粮液提价政策.....	12
图表 12. 泸州老窖提价政策.....	13
图表 13. 柒泉模式示意图.....	14
图表 14. 品牌专营模式示意图.....	15
图表 15. 2015 年后销售人员数量大幅增加.....	16
图表 16. 销售费用显著提升.....	16
图表 17. 2010-2019 年茅台/五粮液/泸州老窖的销售费用率.....	17
图表 18. 2010-2019 年次高端与地产酒的销售费用率.....	18
图表 19. 2013-2018 年公司广告宣传费用（万元）.....	18
图表 20. 公司近年来的重要事件营销.....	19
图表 21. 不同地区的收入占比.....	20

图表 22. 不同地区的毛利率水平 .....	20
图表 23. 华东地区经济繁荣, 人均 GDP 水平较高 (元) .....	21
图表 24. 华东地区中的江浙沪一带居民人均可支配收入高 (元) .....	21
图表 25. 2019 年国窖 1573 封藏大典 .....	24
图表 26. 泸州老窖盈利预测 .....	25

## 1. 全国化扩张机遇离不开行业升级与集中的时代环境

### 1.1. 高端白酒仍然具有“量价齐升”的能力

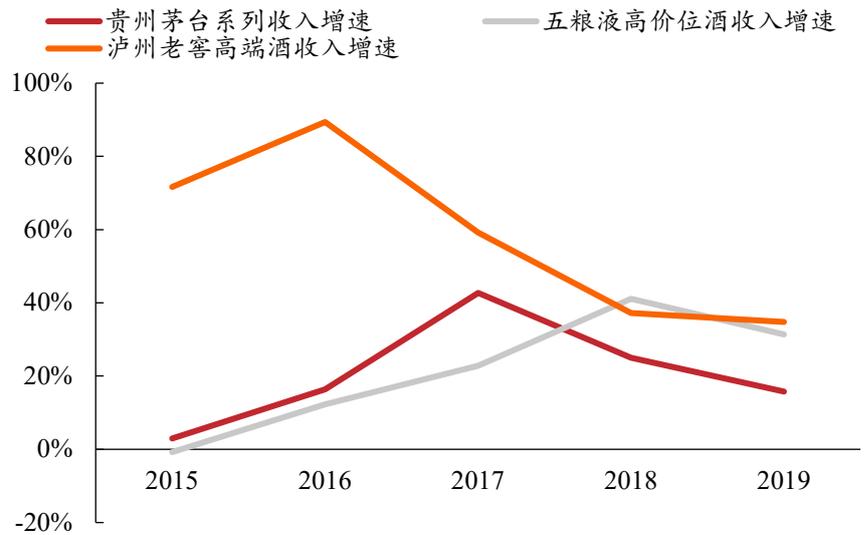
#### 1.1.1. 行业消费升级表现显著，高端白酒消费持续扩容

持续的消费力升级下，喝好酒成为主流习惯，民间消费需求旺盛。白酒是我国饮酒文化中的一环，饮酒习惯和饮酒人群基数依然较高。虽然不同收入层次的人群饮酒层次有所差别，但是酒类的消费升级较为顺畅，伴随收入水平的提升，消费者对白酒的消费升级行为较为显著，喝少但喝好酒成为主流习惯。目前高端白酒销量以茅五泸为代表，2020年茅台酒约3.43万吨，约848亿收入；五粮液高端酒约440亿收入，泸州老窖高档酒约142亿收入，再加上青花郎、洋河等部分高端白酒，目前高端白酒规模在千亿元以上，规模占比约25%-30%，但总产量不足10万吨，产量占比仅小个位数。

高端白酒消费持续扩容。在居民消费力持续提升的背景下，限制“三公消费”政策后大众消费力承接了高端白酒的消费需求。而大众消费力的持续提升使高端白酒的消费需求持续扩容，带来高端白酒的量价成长机会。从量上来看，我国高净值人群由2006年的18万增加到2018年的197万，增长近十倍。同时高收入人群的收入增速更高，消费力更强。从价格上来看，高端白酒在商务、宴请等场合饮用更具备社交功能，高收入人群对价格敏感度较低，高端白酒的价格具备合理性。

高端白酒进入需求上行周期后，随着各地的渠道铺设和扩张，渠道具有合理补库存的需求。同时在保值涨价预期下，白酒同时具备投资需求，多重助力共同促进了高端白酒自三公消费后的景气度持续提升。2015年以来高端白酒需求出现明显改善，茅台的一批价和终端价持续上移，此后投资需求不断叠加强化，使其终端价和一批价处于居高不下的位置。而五粮液和国窖1573受益于茅台终端价和一批价的提升，价格生存空间更加广阔，具有价格向上提升的动力和机遇。2016年以来高端白酒价格维持向上态势，且趋势不变。

图表1. 茅台/五粮液/泸州老窖的高价位酒收入增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表2. 中国高净值人群数量



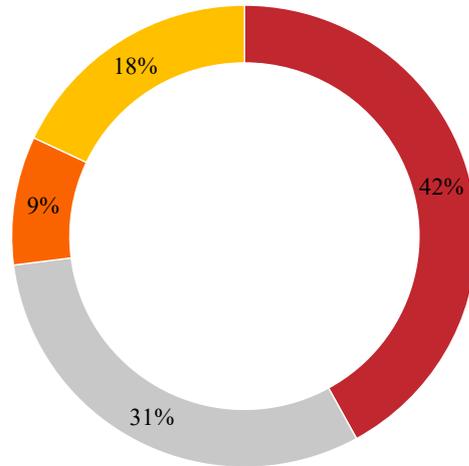
资料来源: 胡润财富报告, 东亚前海证券研究所

### 1.1.2. 千元价格带具有发力空间

高端白酒格局稳固, 目前高端白酒的入场券已发放完毕, 以茅台、五粮液和国窖 1573 为主。白酒高端品牌的建立需要深厚历史文化底蕴、独特的酒质、具有认可度的奖项或事件等多重因素, 白酒品牌高低位次有序, 新品牌较难进入。根据前瞻产业研究院发布的数据显示, 2019 年, 53 度飞天茅台在高端白酒市场的占比高达 42%, 52 度五粮液和 52 度国窖 1573 位列第二第三, 占比分别为 31%和 9%。

图表3. 2019年高端白酒市场竞争格局

■ 53度飞天茅台 ■ 52度五粮液 ■ 52度国窖1573 ■ 其他

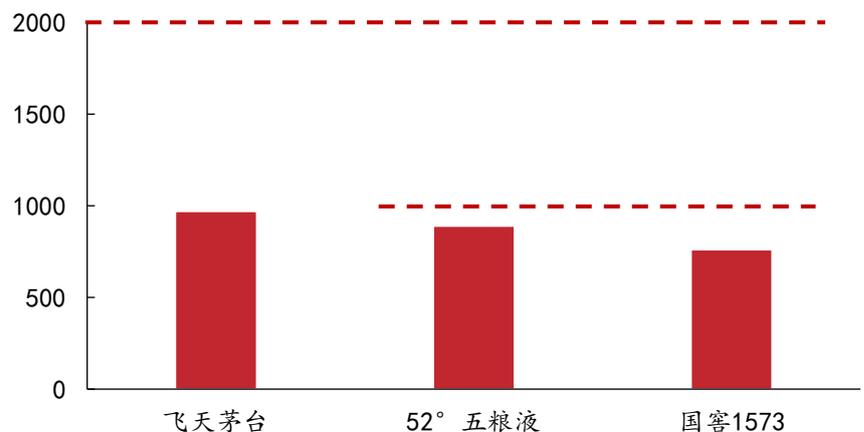


资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

茅台终端成交价稳定在 2500 元以上，五粮液和泸州老窖在千元左右价格带。茅台给五粮液和泸州老窖留下价格的提升空间。同时茅台对社会渠道资源依赖性较轻，高端白酒仍大有可为。

国窖 1573 与茅台和五粮液在市占率上的差异主要体现在品牌力的差异和区域市场表现不均衡。目前行业前三的位置和次序已定，虽然短期内难以改变，但不同市场的品牌差异依然有所不同，在老窖的优势市场，其与五粮液的品牌差距可以通过终端布局与陈列、品牌策略等多种方式去弥补，因此品牌间的区域市场表现亦不均衡。即使作为第三的全国高端白酒品牌，国窖尚有较多的成长空间，在价格提升和销量增长层面均具备“量价提升”空间。

图表4. 茅台渠道利润丰厚（红柱为出厂价，红线为终端价）（元/瓶）



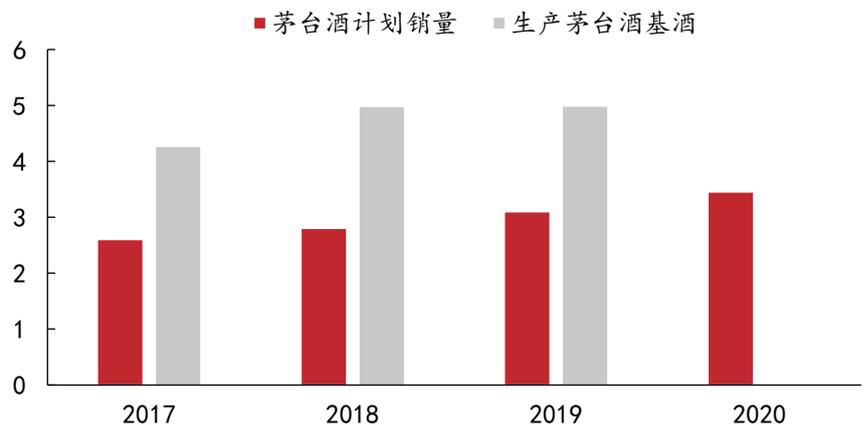
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 1.1.3. 茅台存在产能瓶颈，五粮液与泸州老窖积极扩产

茅台酒受制于原料、产地等因素无法在短期内快速放量，也因此近几年高端白酒需求持续提升的背景下，茅台酒的价格和品牌形象拔高。而从茅台酒的扩产规划来看，2021年茅台酒产能将得到一定程度的扩容，但此后的一段时间内产能不会再得到有效扩张。茅台酒的供需关系将依旧保持为供不应求的状态，茅台酒未能满足的高端白酒需求将由五粮液和国窖承接。茅台2020年度生产茅台酒基酒约5.02万吨，系列酒基酒约2.51万吨，2020年茅台酒基酒产量（5.02万吨）相较2017年（4.27万吨）有明显提升，2021年底茅台酒产能预计达到5.53万吨。

消费力持续提升下高端白酒消费需求复合增速较高，多余需求由五粮液和泸州老窖满足，五粮液和泸州老窖率先扩产。2017年五粮液启动建设10万吨酿酒生产技改项目一期工程及30万吨陶坛陈酿酒库一期工程项目，未来将实现原酒储存三年后再包装投放市场。2016年泸州老窖非公开发行股票募集资金30亿元投入建设酿酒工程技改项目（一期工程），2019年公司公开发行债券募集资金用于酿酒工程技改项目（二期工程）等，2020年公司在技改项目原总投资计划金额74.14亿元基础上增加投资14.63亿元。增加投资前，技改项目完成后将形成年产优质基酒10万吨，曲药10万吨，储酒能力30万吨的现代化产业基地。增加投资后，项目用地面积由2,908亩增加至3,270亩，建筑面积由72.67万m<sup>2</sup>增加至83.95万m<sup>2</sup>，储酒能力由30万吨提升至38万吨，厂房及酒库设计标准提高。

图表5. 2017-2020年茅台酒计划销量与基酒生产量（万吨）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表6. 泸州老窖技改项目

技改项目	预计总投资金融(万元)	建成效果	收入测算及效益分析
酿酒工程技改项目 (一期工程)	334081		酿酒工程技改项目整体项目的效益测算期为15年(包含建设期),全部投资内部收益率(税后)18.18%,全部投资动态回收期(税后,投产起算)为7.45年。本项目生产的优质基酒和曲药为生产环节半成品,按照对外销售价格测算,预计15年可累计实现销售收入6,820,300万元,累计实现利润总额1,816,856.70万元,项目经济效益良好。
酿酒工程技改项目 (二期工程)	407347	形成年产优质基酒10万吨,曲药10万吨,储酒能力30万吨的现代化产业基地。	
信息管理系统智能化升级 建设项目	71690	供应链智能运营保障平台、生产自动化及智能制造管理平台、白酒大数据应用及云服务平台以及智能综合后勤保障平台的升级建设	
黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目	28260		
黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目	10000		

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 1.2. 区域市场间存在各价格带的消费升级, 高端白酒品牌产品矩阵布局完善

### 1.2.1. 高端白酒品牌大多实行双品牌战略打造完善的产品矩阵, 高端白酒品牌通过自身头部核心产品拉升整体品牌形象, 同时重点布局大众市场战略单品

2016年以来茅台实行“双轮驱动”的战略, 产品实行“133”战略, 即1个世界级核心品牌(飞天茅台), 3个全国知名品牌(王子, 迎宾, 赖茅), 3个区域知名品牌(贵州大曲, 汉酱, 仁酒), 打造大茅台品牌集群, 制定茅台集团的“千亿”战略。2019年茅台酱香酒全年预计销量为3万吨, 实现销售收入102亿元, 同比增长13%, 吨酒单价较上年提高15%。

五粮液实施“1+3”的产品策略, “1”是强化核心产品52度五粮液的大单品地位。“3”是五粮液品牌核心产品体系延展的三个维度。2019年公

司实现了第八代经典五粮液的成功迭代，基本构建了五粮液主品牌的 1+3 产品体系和系列酒四大全国性战略大单品（五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄）的结构体系。

泸州老窖持续深入贯彻双品牌战略和大单品战略，2015 年新管理层上任后，经过梳理产品线、品牌瘦身等措施，形成五大战略单品（国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲、二曲）的基本架构，在产品线层面搭建“高中低”定位，清晰聚焦“双品牌、三品系、五大单品”品牌体系。国窖 1573 坚持“浓香国酒”的品牌定位，采取向上延伸策略，巩固中国白酒高端品牌“第一梯队”地位；特曲在战略回归的基础上，坚定实施换装，实现消费者回归、品牌形象回归和名酒地位回归；窖龄酒打好重点市场攻坚战，不断增强公司品牌的腰部力量；头曲二曲继续扩大利润空间，提高渠道推荐力；全面布局“大光瓶”战略，不断提升品牌形象。

图表7. 泸州老窖产品体系 “三档五品”

档次	价格带	品牌	定位
高档	千元左右	国窖 1573	浓香国酒
中档	200-300 元	特曲	浓香正宗，中国味道
	100-200 元	窖龄酒	商务精英第一用酒
低档	100 元以下	头曲	大众消费第一品牌
	100 元以下	二曲	大众消费第一品牌

资料来源：东亚前海证券研究所整理

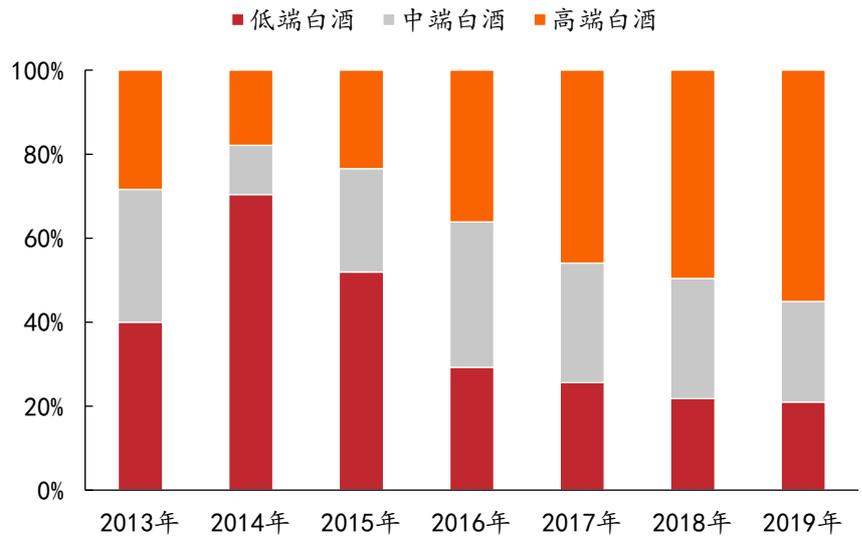
### 1.2.2. 腰部市场空间广阔，有望孵化大单品

高端白酒扩容的趋势给了次高端白酒发展机遇，同时白酒腰部市场的生存空间更加广阔。国窖 1573 瞄准高端市场，定位明确，恰满足城乡新富人群的升级需求。而特曲凭借着“浓香正宗，中国味道”的品牌价值理念，打响攻坚战，也引入了 60 版特曲进军次高端，好品质与高性价比未来将受益于大众消费升级。

白酒腰部市场的市场规模空间较大，但尚未出现全国化大单品。中端酒 200-300 元价位带具有较多的地产酒竞争，当地地产酒往往具备当地渠道优势和消费品认知度，因此渠道推力强于品牌推力，全国各地不同的消费市场也导致了中端酒市场份额较为分散。

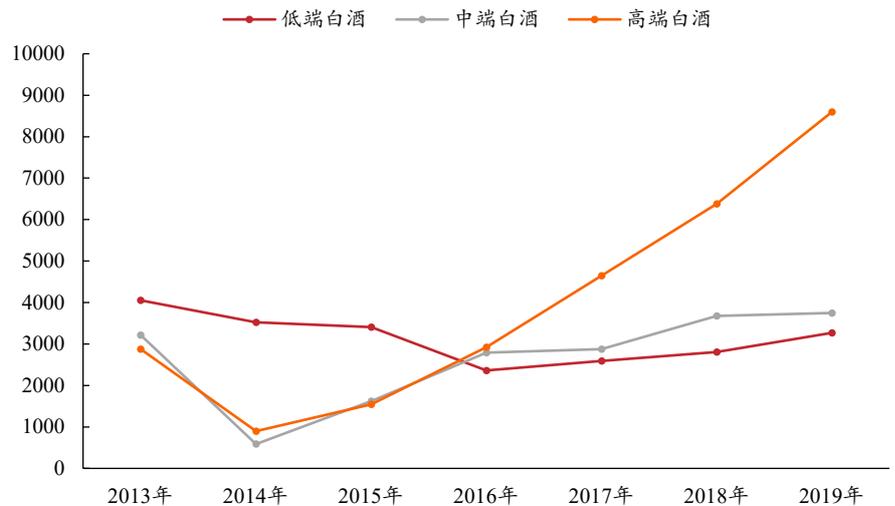
2018 年公司提出国窖、特曲两手抓的策略，聚焦对特曲进行品牌复兴并加大对其资源投入。特曲在区域消费市场已经逐渐具备形成大单品的趋势，虽然规模体量集中度并未达到较高的水平，但是发展态势较好。当前特曲所处的价格带尚未形成全国化大单品，再加上特曲本身所具备的品牌底蕴以及全国化的渠道布局，我们认为特曲有望成为 200-300 元的全国化大单品。

图表8. 14年中高档白酒占比不断提高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表9. 泸州老窖白酒收入（百万元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 1.2.3. 腰部产品的品牌力、产品力和渠道力突出

白酒的消费升级不仅表现在高端白酒消费层面，腰部市场的中端产品升级现象亦显著。腰部产品竞争力综合体现在品牌力、产品力和渠道力上。

目前白酒主流价格均有全国知名大单品，500元以上为次高端产品，100元以下为光瓶酒，100-200元有海之蓝等产品，而200-300元的产品卡位不足，具有形成全国性大单品的空间。老窖特曲的产品力和品牌力在200-300元间具有性价比优势，随着渠道铺设的进展和省外多市场的打开，特曲的

放量空间较大。

图表10. 各价格带的现有白酒产品

10~20元 牛栏山 老村长	30~50元 玻汾 江小白	100~200元 海之蓝 五粮春	200~300元 特曲
300~600元 梦之蓝 剑南春 青花汾酒 水井坊井台装	800~1000元 普五 国窖	2000元 飞天茅台	

资料来源：酒说，酒业家，东亚前海证券研究所

## 2. 国窖的量价策略背后是其核心竞争力的体现

### 2.1. 国窖与竞品的量价策略保持平衡跟随策略

国窖的量价策略在一定程度上体现为跟随策略，但跟随策略一方面取决于外部环境，近年来五粮液把握住市场机遇通过控盘分利实现价格的提升，打开价格向上通道，另一方面国窖自身通过有效的量价措施实现价格的稳步跟随提升。

从国窖的量价策略上来看，泸州老窖实行配额制，终端配额制的核心在于参考过往销售情况对当前市场销售情况有正确的预估从而确定终端配额，超出配额则不予发货或价格更高。配额制考验公司的终端把控能力、数字化精细程度和团队执行力，配额制的背景下公司对经销商库存、网点数量和单店库存情况有清楚的掌握，因此公司强化对市场价格和物流秩序的监管力度，在产品动销、渠道精细化运作和品牌推广层面有显著的改善，从而市场价格体系逐渐理顺，营销模式层面的费用资源投放效率得到提升。

从五粮液和国窖1573的控货提价政策中可以看到高端白酒厂商的品牌力和渠道控制力。近年来五粮液和国窖都在加强对终端市场的掌控力，公司对终端市场的数字化建设可帮助公司了解终端动销及市场库存，公司的停货和控价政策可以得到有效的贯彻。

图表 11. 五粮液提价政策

日期	提价类型	具体提价内容
2017.02	出厂价/批价/ 终端价	针对商超渠道， <b>五粮液 1618</b> 出厂价调至 769 元/瓶，出货价不低于 819 元/瓶，零售价不低于 919 元/瓶； <b>第七代普五</b> 出货价为 809 元/瓶，零售价为 899 元/瓶
2017.07	终端价	针对商超渠道， <b>第七代普五</b> 提价至 969 元/瓶（非官方）
2017.11	终端价	<b>第七代普五</b> 零售价上调至 1099 元/瓶， <b>五粮液 1618</b> 零售价上调至 1199 元/瓶
2018.06	停货控价	自 6.23 起暂缓接受 500ml 装 <b>第七代普五</b> 订单
2018.12	批价	大商发布涨价函（非官方）五粮液股份系列 <b>全线产品</b> 上涨 10%-25%，涉及四川、河南、江苏、山东等地
2019.05	出厂价/终端价	<b>第八代普五</b> 上市，出厂价为 889 元/瓶，零售价为 1199 元/瓶，较第七代普五上涨了 100 元
2019.05	批价/终端价	<b>第七代普五</b> 终端建议供货价 939 元/瓶，建议零售价 1099 元/瓶； <b>第七代普五收藏版</b> 供货价为 969 元/瓶，零售价为 1399 元/瓶
2019.06	批价/终端价	<b>第八代普五</b> 终端建议供货价 959 元/瓶，终端零售价 1199 元/瓶； <b>第七代普五</b> 供货价为 969 元/瓶，零售价为 1399 元/瓶； <b>第七代普五收藏版</b> 供货价为 999 元/瓶，零售价为 1699 元/瓶
2019.08	终端价	<b>第八代普五</b> 零售价上调 200 元至 1399 元/瓶

资料来源：东亚前海证券研究所整理

图表12. 泸州老窖提价政策

日期	提价类型	具体提价内容
2017.3	出厂价	国窖 1573 经典装出厂价上调至 680 元
2017.7	出厂价	调整国窖 52 度 500ml 经典装计划内配额 740 元/瓶，计划外 810 元/瓶
2017.7	北京全价位	52 度国窖 1573 经典装计划内配额供货价为 760 元/瓶，计划外 810 元/瓶，零售价 899 元/瓶，团购建议价 820 元/瓶
2017.9	停货控价	国窖 1573、百年泸州老窖窖龄酒等五大单品全面停止发货
2017.10	零售价	52 度国窖 1573 建议零售价调至 969 元/瓶
2017.12	停货控价	国窖 1573 停止接收订单
2018.6	北方酒行渠道/供货价/零售价	酒行渠道 38 度国窖 1573 经典装供货建议价 650 元/瓶，零售价 739 元/瓶
2018.7	停货控价	停止接收国窖 1573 订单及暂停国窖 1573 货物供应
2018.7	华中区域渠道供货价	包含河南、湖南、湖北、江西在内的华中区域，52 度 500ml 的国窖 1573 经典装酒行渠道供货价建议按照 810 元/瓶执行
2019.1	北方酒行/团购价	38 度国窖 1573 经典装（规格 500ml*6）的建议供货价为 650 元/瓶，建议团购价 680 元/瓶，建议零售价为 799 元/瓶
2019.5	湖南终端价/停货控价	暂停湖南区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运；调整 52 度国窖 1573 酒终端配送价至 860 元/瓶，建议终端客户团购价为 919/瓶
2019.05	山东终端价/停货控价	暂停山东区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运；调整 38 度国窖 1573 酒终端配送价至 640 元/瓶，调整 52 度国窖 1573 酒终端配送价至 860 元/瓶
2019.8	团购价/零售价/配额扣减	52 度及 38 度国窖 1573 酒计划外价格提升 30 元/瓶，团购价分别为 919 元/瓶、680 元/瓶，终端零售价分别为 1099 元/瓶、799 元/瓶；2019 年 8-9 月 52 及 38 度国窖经典装产品配额扣减 30%
2019.12	出厂价/团购价/零售价	43 度及 46 度国窖 1573 计划内配额价格分别上调 30 元/瓶、50 元/瓶，团购价分别建议调整为 860 元/瓶、900 元/瓶，零售价分别建议调整为 969 元/瓶、1009 元/瓶；国宝红、曾娜大师装、红瓷瓶、典藏等差异化产品计划内配额价格上调 30 元/瓶，其中国宝红产品团购价建议调整为 1100 元/瓶，零售价建议调整为 1299 元/瓶；从 2020 年 1 月 12 日开始，上述产品计划内配额价格再次上调 30 元/瓶。
2019.12	出厂价	52 度国窖 1573 经典装计划内配额价格上调 20 元/瓶
2020.6	河南区域终端价	调整 52 度国窖 1573 经典装结算价提升 10 元/瓶，调整终端供给价至 920 元/瓶

资料来源：东亚前海证券研究所整理

## 2.2. 高利润空间加强渠道深度，网点扩张加强渠道铺设

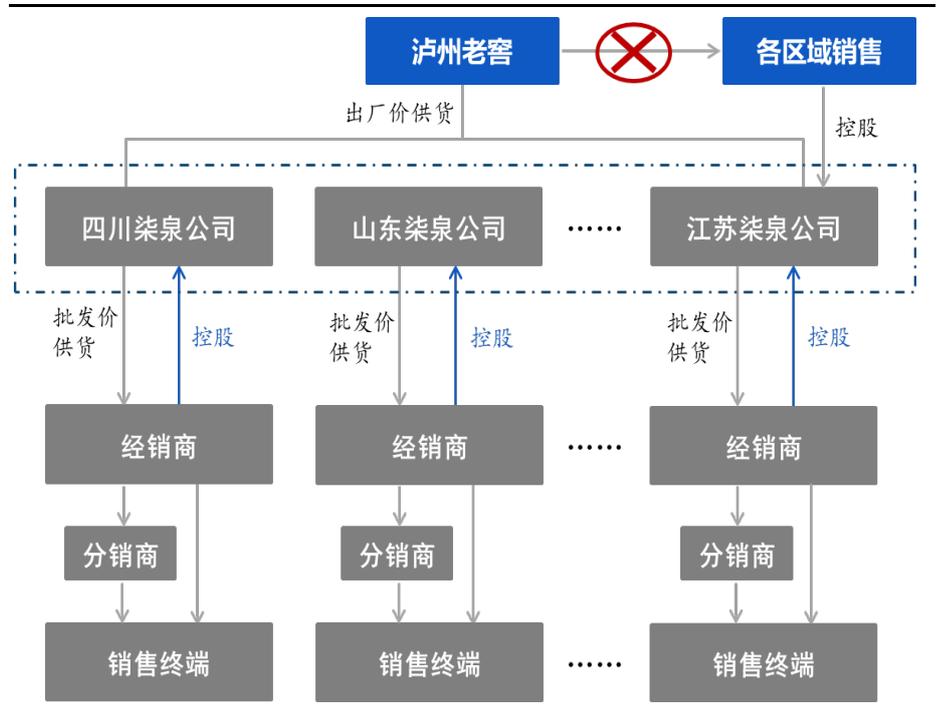
此前公司通过柒泉模式实现共同利益最大化，实现片区到经销商执行团队到市场运作的执行。柒泉模式是对公司 2006 年推出的经销商定向增发持股的延续，将利益对象进一步拓展到销售人员和经销商。柒泉公司由片区的销售人员和经销商入股组建而成，原片区的销售人员入股到柒泉公司，片区经理担任柒泉公司的总经理，公司通过制度、合约、利益等方式来约束柒泉公司。具体运营方面，销售公司以折扣价直接供货给柒泉公司，并

取消了原有的返点、返酒政策，而片区内的经销商从柒泉公司拿货。柒泉公司的利润空间一方面来自于公司的折扣，另一方面来自于公司提价后给柒泉公司的分成。

**前期柒泉模式有利于调动经销商积极性与市场开拓营销。**柒泉模式团结了当地具有实力的经销商，构建了经销商利益共同体，经销商在扩大销售同时可以获得分红和提价分享制度。柒泉模式是一种分销机制，公司大量减少了销售人员，因此销售费用率明显下降。同时对柒泉公司的供货取消返点、让酒，而直接进行折让，降低了消费税税基。通过与经销商进行提价分享，有利于更顺畅的提价。柒泉模式虽然调动了经销商和销售人员的积极性，但是有可能带来经销商的盲目扩张和价格体系的干扰。

**后期柒泉模式下公司对终端掌控力不足，渠道价格体系受损。**在柒泉模式下，经销商拥有较大的自主权，市场开发和营销的主动权在柒泉公司手中，柒泉公司在销售与资源分配方面拥有自主权，公司对渠道终端的掌控力不足，难以贯彻公司的战略意图。因为柒泉公司进货成本低，经销商有可能出于短期利益考虑不进行市场推广，直接低价销货，对公司产品价格体系形成干扰。

图表 13. 柒泉模式示意图



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

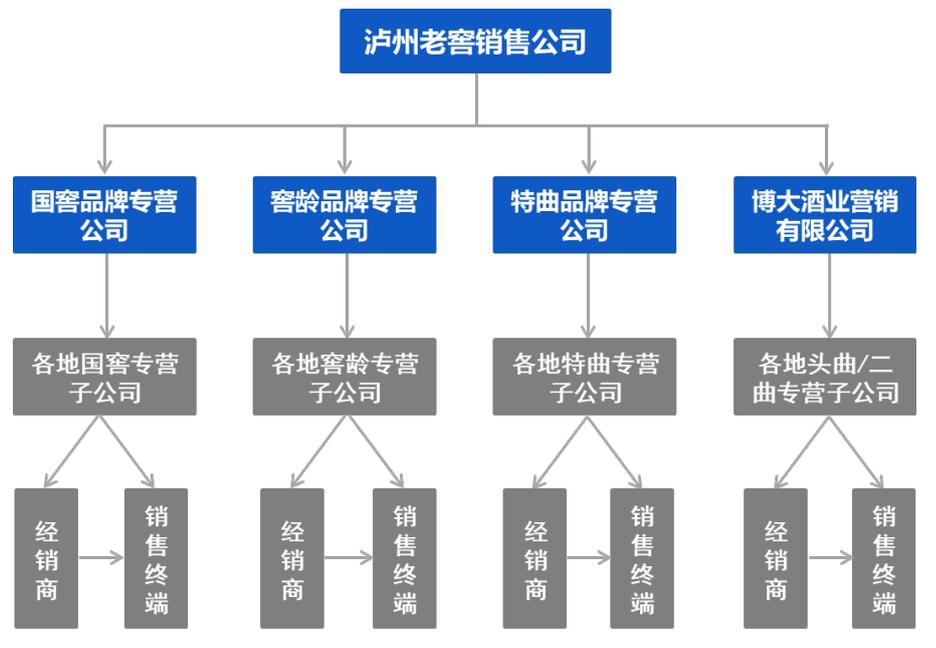
2015 年公司改革重点之一就是渠道建设，用品牌专营模式代替柒泉模式。2015 年公司将柒泉模式变革为品牌专营模式，分别设立了国窖、特曲、

窖龄三家品牌专营公司，分别负责各自品牌的运营。在这样的运营方式下，各专营公司可以依据各自品牌的动销与库存状况进行灵活管理，同时也可以根据不同品牌定位采取差异化运营模式。

品牌专营公司主要采用直分销模式加强对终端的管控，公司组建销售队伍开发市场，主动投入费用对终端管控力较强，对终端网点和价格体系的控制力较强。公司近年来不断扩大销售人员规模进行深度营销、终端维护和价格塑造等工作，持续进行渠道扩容铺设和品牌运作，因此2015年后公司的销售人员和销售费用大幅提升。

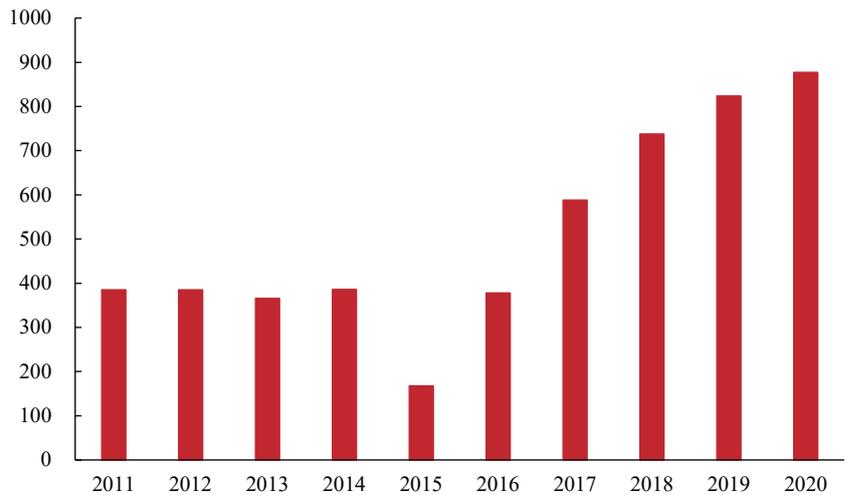
渠道建设改革后公司通过量价策略理顺渠道价格体系，从而提高渠道利润率，加强渠道建设深度。当名烟名酒行、团购渠道等主流消费渠道通过高利润进入后，公司在优势地区加强网点扩张，将整体渠道建设做精细化。

图表14. 品牌专营模式示意图



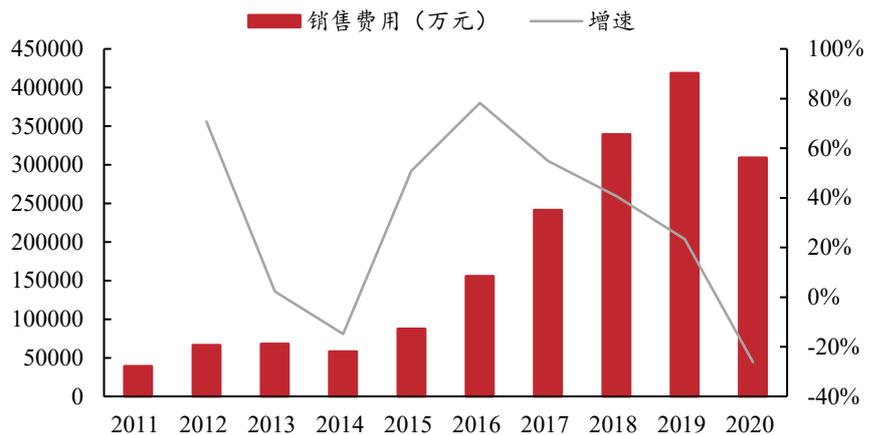
资料来源：东亚前海证券研究所整理

图表15. 2015年后销售人员数量大幅增加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表16. 销售费用显著提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 2.3. 市场扩张期高费用投放有其必要性，品牌拉力有望加强

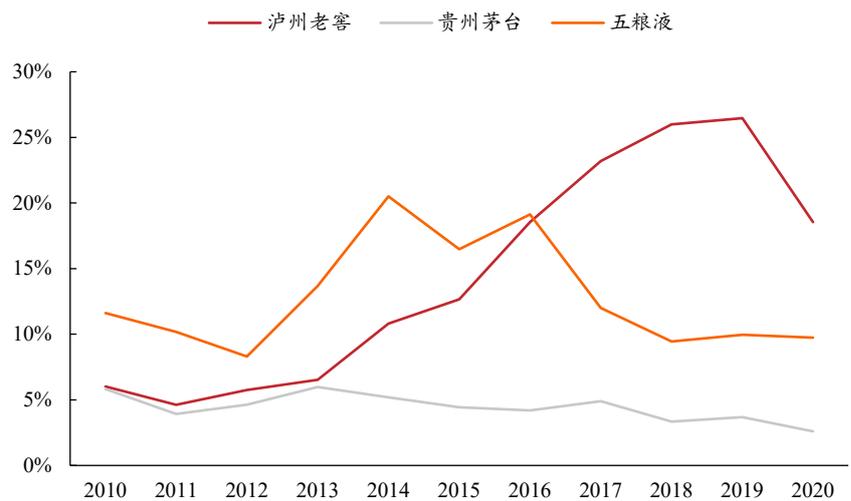
品牌专营模式下，公司销售费用率提升较快，且明显高于茅台和五粮液。2014年起公司销售费用率逐年明显提升，2014年公司销售费用率为10.82%，同期茅台和五粮液的销售费用率为5.2%和20.51%，而2017年公司销售费用率突破20%达到23.20%，同期茅台和五粮液的销售费用率为4.89%和12.01%，2019年公司的销售费用率达到高点26.47%，而茅台和五粮液的销售费用率已经降低至3.69%和9.95%。从销售费用率投放来看，公司销售费用率不断上行的趋势与茅台和五粮液下行的趋势相反，当前销售费用率已经处于较高的位置。

茅台品牌力反哺其渠道力，销售费用率较低。而泸州老窖目前处于市场扩张期，在品牌力不及茅台的前提下，高费用投放难以避免。并且在品牌专营公司模式下，公司承担了部分线下渠道费用。

虽然公司的销售费用率与五粮液和茅台相比较高，但是与次高端白酒和区域次高端地产酒相比处于合理水平，因此在市场扩张期间公司的高费用投放符合行业趋势。且对比全国次高端与区域次高端白酒品牌的成长性，公司的高费用投放具有合理回报。

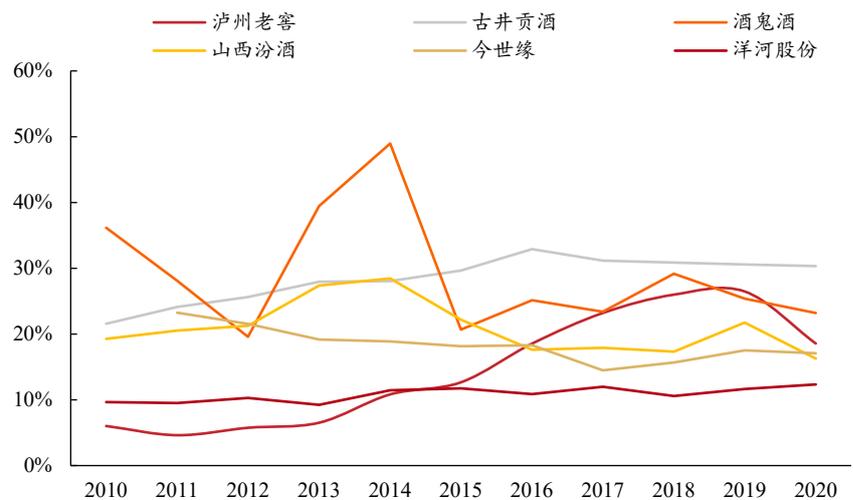
从销售费用细分项来看，公司近年来加大投入广告宣传费及市场拓展费，市场推广费用包括渠道费用和消费者动销费用。广告宣传费及市场拓展费占整体销售费用的占比从2015年的59%提升至2019年的79%。未来随着国窖的品牌性逐渐建立，品牌拉力不断加强，市场推广费用将不断保持平衡。

图表17. 2010~2019年茅台/五粮液/泸州老窖的销售费用率



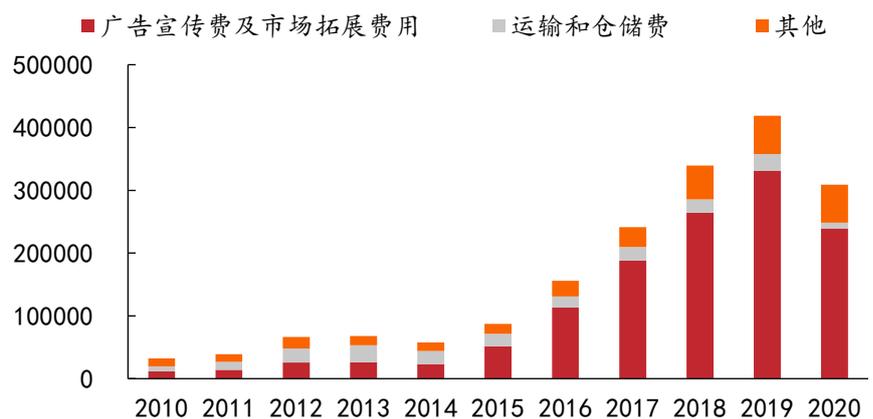
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表18. 2010~2019 年次高端与地产酒的销售费用率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表19. 2013~2018 年公司广告宣传费用（万元）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

国窖 1573 与特曲定位存在差异，因此营销方式也有所不同。国窖 1573 更侧重于树立高端品牌力形象。因此国窖 1573 在澳大利亚网球公开赛和金砖国家工商论坛等国际赛事或会议上都曾进行过广告植入，以此巩固品牌的高端形象定位。国窖也通过冠名央视综艺和在线上举办封藏大典等形式，提升品牌力。伴随着国窖 1573 的体量加速成长，国窖的品牌势能也不断加大。

特曲与中国烹饪协会共同携手溯源正宗中华美食，以“浓香正宗 中国味道”为主题的中华美食群英榜走遍 24 座城市，这一活动有利于增强大众对于老窖品牌的认知度，占位中国宴席市场。此外，特曲还与国漫超级 IP 《姜子牙》进行了跨界合作，在线上共同打造年夜饭短片，线下推出 4 款

联名酒，此类创新创意类营销打入青年人消费视野，提升青年消费者对于老窖品牌的认知。

图表20. 公司近年来的重要事件营销

年份	重要事件营销
2017	在纽约开启泸州老窖·国窖 1573 “让世界品味中国” 全球文化之旅
2017	国窖 1573 亮相巴菲特股东大会中美投资人酒会
2017	泸州老窖·国窖 1573 携手央视独家关注“一带一路”国际合作高峰论坛
2017	泸州老窖作为唯一中国白酒企业参加比利时布鲁塞尔中欧论坛
2018	签约澳大利亚网球公开赛
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”等一系列宣传活动
2018	俄罗斯世界杯营销
2019	泸州老窖·国窖 1573 “世界因你而美丽——2018-2019 世界华人盛典”在北京凤凰中心举办
2019	泸州老窖“明江白酒”荣获 2019 年旧金山国际烈酒比赛金奖

资料来源：东亚前海证券研究所整理

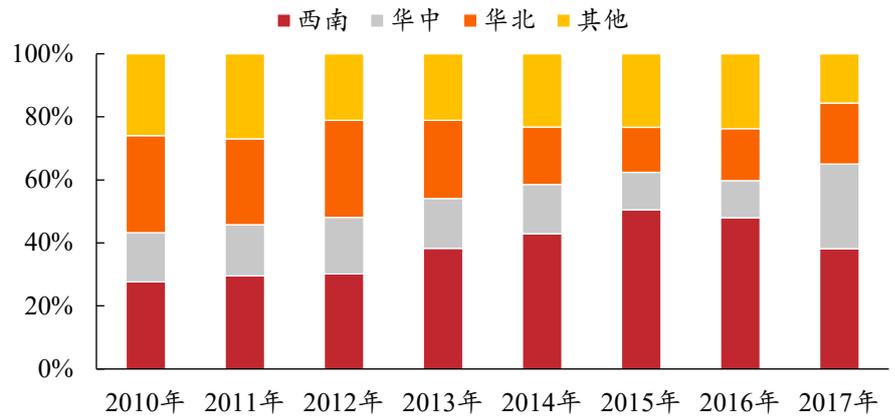
### 3. 老窖区域市场分布不均，全国化扩张加速

#### 3.1. 全国各区域间发展不平衡，以点带面重点攻克弱势市场

公司优势市场集中在西南和华中地区。公司起源于四川省泸州市，在西南地区拥有悠久的发展历史，在此地区也享有较高的品牌认可度。因此西南市场是公司坚实稳固的大本营，也是全国化发展的基本盘。2017 年西南地区为老窖贡献了超 40% 的营收，同时，西南地区的盈利能力也优于其他市场，近几年毛利率较高，2017 年达到了 79.38%。而华中市场近年来增长势头十分迅猛，2017 年贡献了约 27% 的收入，收入增长率达到 186.5%，是仅次于西南地区的第二大市场。

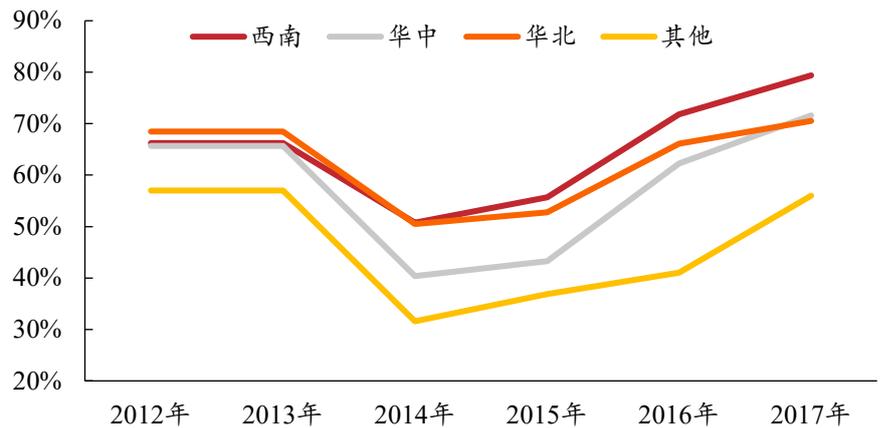
华东华南市场处于弱势，未来增长空间广阔。2017 年包括华东华南在内的其他地区收入为 16 亿元，占总收入的 15.63%，同比下跌约 20%。2017 年其他地区的毛利率也处于公司低位，仅为 56%，同期西南/华中/华北地区的毛利率水平为 79.38%/71.60%/70.53%，优势市场对泸州老窖品牌和产品的接受度较高，而公司在华东和华南地区的渠道铺设和市占率水平有所欠缺。

图表21. 不同地区的收入占比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表22. 不同地区的毛利率水平



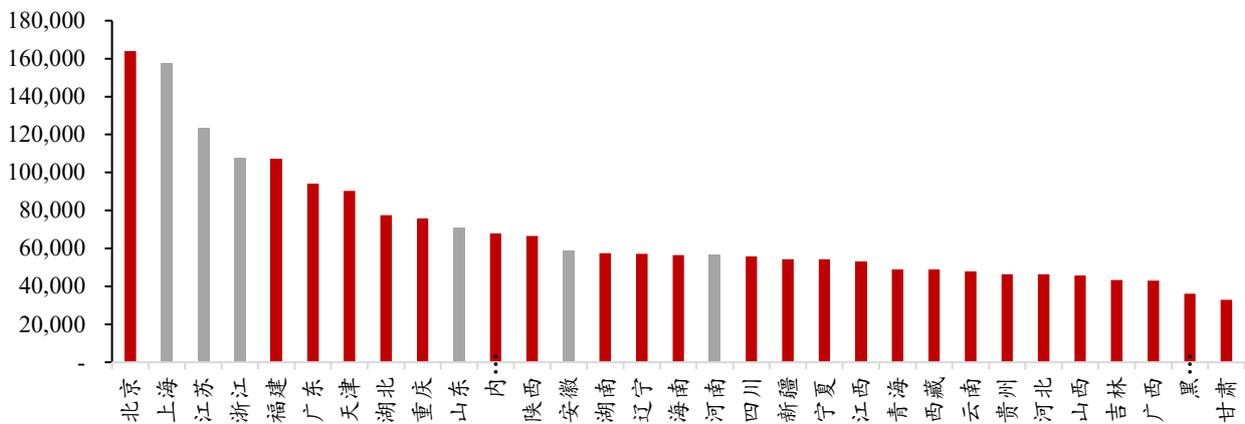
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

**华东地区白酒市场可挖掘潜力较大。**华东市场主要包括上海市、江苏省、浙江省所在的长三角地区以及安徽、河南、山东等地，华东市场整体经济水平较高，并且拥有几大白酒消费大省。根据“第一财经商业数据中心”发布的《2018 天猫酒水线上消费数据报告》显示，白酒消费偏好前五省份为河南、山东、安徽、江苏和河北，主要分布在华东地区。从人口数量来看，华东地区的山东、河南、江苏均为我国的人口大省，截至2019年底，这三个省份的人口都已超过8000万人，消费市场广阔，白酒市场容量较大。从收入水平和消费力来看，华东地区经济发达，人均收入水平在全国排名靠前，消费者更愿意消费高价位的白酒，酒类的消费升级在华东地区得到较为明显的体现。而老窖在华东地区的规模及市占率水平并不匹配其高端白酒品牌地位，在华东市场具有较大的提升空间。

**全国市场加速推荐，华东华南仍有增长空间。**公司自2018年开始实施

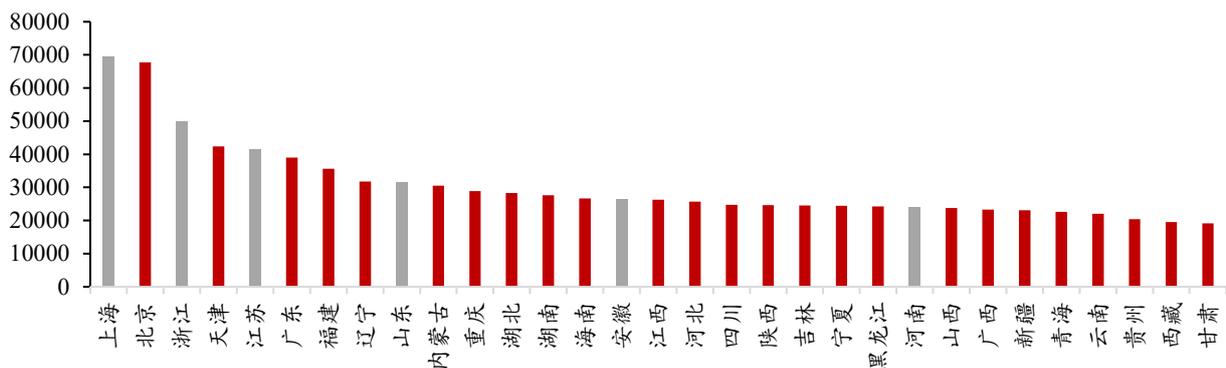
“东进南图中崛起”的战略以来，搭配双“124”工程，充分利用了市场中的销售资源，实现了公司在全国市场的优质均衡发展，目前公司在区域市场间的发展差距已经获得了较大改善。从当前市场布局来看，华东和华南地区仍具有可挖掘潜力及改善空间，未来几年有望持续贡献公司收入增长。公司今年将继续对传统优势市场精耕深挖，对潜力市场加强拓展。随着国内疫情逐步好转，社会经济的复苏，消费环境及人员动线的开放，公司正逐步加大消费者培育的工作，正常化开展整体营销战略，导入品牌活动、节庆促销等手段，进一步助力终端动销面提升，维护存量，发展增量。

图表23. 华东地区经济繁荣，人均 GDP 水平较高（元）



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表24. 华东地区中的江浙沪一带居民人均可支配收入高（元）



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

### 3.2. 华东地区前期开发进展：东进南图工程

公司补齐弱势市场较常用的策略是进攻核心城市以点带面。此前国窖 1573 在全国范围内采取“1+N”的推广布局模式，而安徽市场是国窖 1573 “中部崛起，东进南图”的重要区域，安徽市场根据规划采取“1+2”的三角形城市布局为例，“1”指安徽省会合肥市场，“2”分别代表阜阳和安

庆市场，在此区域内采取重点投入和直分销的模式，集中资源先从样板市场入手打开市场的缺口，进而辅助其他两个机会型市场，进行点状突破，连点成线。

**“中部崛起，东进南图”战略不断执行。**公司华东和华南区域相对较弱，2017年国窖1573提出“基地精耕、内延外扩、中部崛起、东进南图、区域下沉、市场细分”的战略方针，并于6月提出长三角发展战略，将上海、浙北、苏南作为核心，于华东进行板块化突破，上海的运行重点为塑造形象与建设核心圈层，而浙北、苏南则以销量贡献为运作核心，规划到2020年区域销售额达20亿，稳企华东市场白酒销量前三的位置。在核心市场突破层面，公司先主攻核心城市以进行以点带面，例如在苏南市场，公司选取有千万人口、GDP排名全国第七、省内排名第一的苏州作为国窖1573在苏南进行突破的核心市场，规划到2020年国窖1573在苏南市场的销售额规划达6亿元，其中苏州市场占3亿份额。

**东进南图战略成效初显，增长态势良好。**2018年公司加大了对华东、华南、华北等地区县、乡镇市场的支持力度，同时在长三角、珠三角等地集结力量、整合资源，成功实现华东、华南销售破局。华东、华南市场的消费者接受度较好，市场动销对其能否进一步突破市场具有影响。公司对华东、华南市场的开发力度不断加强，华东和华南地区已然成为近两年增长最快的区域，并且华东、华南地区有望持续贡献未来的收入增速。

**国窖当前百亿目标已达成，新百亿征程拉开。**2018年时国窖的目标是2020年突破200亿元，销量突破2万吨，其中西南、华北市场50+亿元；华中、华东市场30+亿元；西北市场20+亿元；东北、华南市场10+亿元，形成“东进南图中崛起”的区域规划。国窖品牌专营公司在2019年股东大会上宣布，国窖1573在2019年单品收入突破百亿，同时制定了2020年冲刺130亿元目标，未来3-5年规划实现200亿元收入。

### 3.3. 河南打响首发会战，市场外延扩张的试金石

2020年5月8日，泸州老窖在河南召开了主题为“国窖新百亿，中原奋崛起”的会议，提出了河南会战计划，凸显出了河南在整个中原地区中的重要性地位。河南是人口大省，拥有近400亿的白酒市场容量，是仅次于四川的白酒产销大省，而高端白酒市场容量远超百亿，同时河南本地没有强势的地产酒品牌，高端白酒市场由茅台、五粮液、国窖占据。此次河南会战对于未来新百亿计划的实现以及疫后市场的抢夺亦有重要意义。国窖公司将河南分为豫中、豫西、豫北、豫南四个战区，分别由国窖销售公司在西南、西北、华北、中南的四个大区经理来进行直管，而国窖酒类销售股份有限公司总经理张彪亲自挂帅出任总指挥。国窖聚焦公司核心资源，具有全面拿下中原市场的决心，同时逐个击破河南区域市场。

**河南会战的目标：**2020年6月4日，国窖公司举行了2020-2022中原

大会战三年目标责任书签订仪式，河南四大战区逐一签订了目标责任书，其销售目标分别为豫西 2 亿、豫北 2 亿、豫南 3 亿、豫中 5 亿，总共定下了 3 年要突破 12 亿的销售任务。未来三年，四大战区负责人在主管好自己大区的同时，会把更多的精力都放在河南市场，确保 12 亿的目标的完成。

**国窖 1573 今年在河南启动全国首个会战计划的原因：**库存低消费高。河南市场潜力虽大，但销量在全国区域中排名落后，公司侧重于选取市场潜力较大、市场规模可提升的市场进行突破。今年受疫情影响国窖的库存差异较大，部分区域库存水平较高，而河南整体库存水平处于过去几年的低位。疫情过后大多市场尚未启动，公司启动河南市场首先打响占位，加强烟酒店的陈列、排面和资金。

**河南会战的措施规划：**国窖在河南市场开展新一轮的会战，与此前的华东、西南战略相类似的地方在于将投入资源进行终端梳理、渠道建设、与经销商建立合作关系。但根据河南市场的特点策略有所不同，河南地区内有较为强势的经销商，因此市场开拓将依靠与大型经销商的合作。根据河南地区碎片化的特点，公司将其分为四个展区，有利于因地制宜逐个击破。白酒重要消费节点为春节、端午和中秋，这几个节日可以有效做消费者拉动和促销类活动。公司在淡季推出会战模式，主要目的在于加强网络终端和客户的培育。淡季会战通过让利、促销等模式，压货到渠道，抢占烟酒店的资金和陈列位，有利于在旺季抢占五粮液的市场份额。

### 3.4. 全国化扩张的几步走战略

从五粮液和泸州老窖的发展路线上来看，双方除了品牌差距外，各自优势市场也有所不同。此前泸州老窖更多侧重于将成熟优势市场（如四川、河北、湖南）做深做透，通过渠道改革、自建销售团队、加强网点铺设等措施提升渠道力和品牌力，因此优势市场的毛利率水平及收入占比水平较高。随着成熟市场渠道流通度的提升，品牌势能的提升诉求和渠道推力，使公司加速向外延市场全国化扩张。

在国窖当前百亿目标达成的背景下，公司提出新百亿征程，目标任务的完成需要弱势市场的开拓和贡献，改变全国各地发展不均衡的现状，最终实现全国化目标。过往在老窖优势市场品牌势能强，市场开拓及精细化管理相对较易，此次河南市场公司的品牌力压力较大，竞争优势相对成熟市场较弱，能否打开河南市场成为能否实现全国化的第一站试验田，因此公司集中资源进行河南会战。河南市场打开后，有可能成为公司全国化的样本市场。

从市场扩张战略上来看，品牌力的提升需要较为长期的时间，渠道价格和利润带来的渠道推力能够较为有效的进行渠道开发和铺设，因此公司会坚定前期的量价策略建立价格体系，将区域市场做精细化，必要时进行分片区管理，逐渐打开区域消费市场，实现批价的提升和量价平衡。在品

牌建设层面，公司通过户外广告、国窖荟等一系列高端活动增强品牌影响力，最终高端白酒的品牌力和渠道力相辅相成。

图表25. 2019年国窖1573封藏大典



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测与风险提示

### 4.1. 盈利预测

高端白酒消费持续扩容的向好趋势没有改变，高端白酒行业需求将持续保持增长，以茅台、五粮液、泸州老窖为代表的高端白酒品牌将持续受益。2019年国窖1573单品收入突破百亿，此前公司制定了2020年130亿元的目标，并规划未来3-5年实现200亿元收入。

#### 关键假设：

我们认为公司当前的量价策略给了渠道较好的推力，高端酒有望持续获得量价齐升，未来将保持较好的增速。品牌复兴的过程中，区域市场的逐渐开拓将为中档酒赢得机遇加速放量成长为大单品，而低档酒收入占比将下降。1、高档酒方面主要包括高度国窖1573和低度国窖1573。国窖提价紧跟五粮液，五粮液批价有望在2021年中秋稳定在1000元/瓶以上，我们认为国窖批价也有望继续上涨。我们预计2021-2023年吨价增长幅度分别为5%/5%/4%。总体，预计2021-2023年高档酒收入增速分别为31%/26%/23%。

2、中档酒主要包括窖龄及特曲系列。窖龄系列主打产品目前由窖龄30年调整升级到60年及90年；特曲系列春节前大幅提价，目前市场价约300元。两系列去年均受到疫情冲击影响。受益于消费复苏升级和低基数，预计2021-2023年窖龄系列及特曲系列将快速恢复增长。我们预计2021-2023

年中档酒收入增速分别为 20%/20%/16%。

3、公司低档酒主要为头曲/二曲等。预计公司未来将逐步提升低档酒的价格，并继续清理品类，量价将处于动态平衡，预计 2021-2023 年营收增速分别为 5%/2%/3%。

图表26. 泸州老窖盈利预测

人民币 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15,817</b>	<b>16,653</b>	<b>20,812</b>	<b>25,343</b>	<b>30,223</b>
高档酒(1573及以上)	8,596	10,382	13,627	17,170	21,071
中档酒(特曲及以上产品)	3,749	3,855	4,618	5,547	6,442
低档酒(特曲以下产品)	3,271	2,211	2,322	2,368	2,439
其他业务	201	205	246	258	271
<b>收入增速</b>	<b>21%</b>	<b>5%</b>	<b>25%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>
高档酒(1573及以上)	35%	21%	31%	26%	23%
中档酒(特曲及以上产品)	2%	3%	20%	20%	16%
低档酒(特曲以下产品)	17%	-32%	5%	2%	3%
其他业务	3%	2%	20%	5%	5%
<b>毛利率</b>	<b>81%</b>	<b>83%</b>	<b>85%</b>	<b>87%</b>	<b>88%</b>
高档酒(1573及以上)	93%	90%	93%	94%	94%
中档酒(特曲及以上产品)	82%	90%	86%	86%	86%
低档酒(特曲以下产品)	48%	40%	43%	43%	43%
其他业务	55%	55%	45%	45%	45%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测

我们预计公司 2021~2023 年收入分别为 208、253、302 亿元，同比增长分别 25%、22%、19%，归母净利润分别为 76.6、95.6、116.1 亿元，同比增长分别 27.47%、24.94%、21.42%，当前股价对应 2021~2023 年 P/E 分别为 43.11x、34.51x、28.42x。

## 5. 风险提示

国内疫情超预期带动消费端压力上升；高端酒市场竞争进一步加剧的风险；品牌宣传和渠道建设不及预期。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>16653</b>	<b>20812</b>	<b>25343</b>	<b>30223</b>
%同比增速	5%	25%	22%	19%
营业成本	2823	3077	3406	3730
毛利	13829	17736	21938	26493
%营业收入	83%	85%	87%	88%
税金及附加	2224	2646	3257	3921
%营业收入	13%	13%	13%	13%
销售费用	3091	3996	4942	5893
%营业收入	19%	19%	20%	20%
管理费用	844	1099	1317	1567
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	86	100	123	149
%营业收入	1%	0%	0%	0%
财务费用	-132	0	0	0
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	32	45	58	65
投资收益	201	204	268	327
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	8	15	25	22
<b>营业利润</b>	<b>7959</b>	<b>10158</b>	<b>12649</b>	<b>15376</b>
%营业收入	48%	49%	50%	51%
营业外收支	-20	-20	-20	-20
<b>利润总额</b>	<b>7939</b>	<b>10138</b>	<b>12629</b>	<b>15356</b>
%营业收入	48%	49%	50%	51%
所得税费用	1981	2485	3090	3784
净利润	5959	7653	9539	11572
%营业收入	36%	37%	38%	38%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>6006</b>	<b>7655</b>	<b>9565</b>	<b>11614</b>
%同比增速	29%	27%	25%	21%
少数股东损益	-47	-2	-26	-42
EPS (元/股)	4.10	5.23	6.53	7.93

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	4.10	5.23	6.53	7.93
BVPS	15.75	19.10	23.28	28.35
PE	55.16	43.11	34.51	28.42
PEG	1.88	1.57	1.38	1.33
PB	14.36	11.80	9.68	7.95
EV/EBITDA	41.01	30.56	25.41	20.69
ROE	26%	27%	28%	28%
ROIC	21%	23%	24%	25%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	11625	12155	13595	16399
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	2	2	2	3
存货	4696	4053	4732	5434
预付账款	75	126	133	132
其他流动资产	3493	3577	3602	3639
流动资产合计	19890	19913	22064	25606
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	2478	2478	2478	2478
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	6887	11853	17124	22325
无形资产	2657	2611	2585	2554
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	725	725	725	725
其他非流动资产	2372	2372	2372	2372
<b>资产总计</b>	<b>35009</b>	<b>39952</b>	<b>47348</b>	<b>56061</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2726	2155	2632	3032
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	505	447	552	573
应交税费	2046	2444	2902	3575
其他流动负债	2471	2747	3007	3235
流动负债合计	7748	7793	9093	10415
长期借款	0	0	0	0
应付债券	3988	3988	3988	3988
递延所得税负债	62	62	62	62
其他非流动负债	30	30	30	30
<b>负债合计</b>	<b>11827</b>	<b>11872</b>	<b>13173</b>	<b>14495</b>
归属于母公司的所有者权益	23075	27974	34096	41528
少数股东权益	107	105	79	37
<b>股东权益</b>	<b>23182</b>	<b>28079</b>	<b>34175</b>	<b>41566</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>35009</b>	<b>39952</b>	<b>47348</b>	<b>56061</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4916</b>	<b>8649</b>	<b>10174</b>	<b>12218</b>
投资	-80	0	0	0
资本性支出	-2123	-5567	-5557	-5560
其他	29	204	268	327
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2174</b>	<b>-5363</b>	<b>-5290</b>	<b>-5233</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	10	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1494	0	0	0
筹资成本	-2421	-2756	-3443	-4181
其他	-0	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-917</b>	<b>-2756</b>	<b>-3443</b>	<b>-4181</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1816</b>	<b>530</b>	<b>1441</b>	<b>2803</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券大消费组长兼食品饮料首席。中财会计系，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>