

# 泸州老窖 (000568)

证券研究报告

2024年04月03日

## 产品矩阵具备高弹性，数字化势能亟待释放

**浓香技艺开创者，复兴之路显辉煌。**1989-1999年公司经历了名酒转民酒的失误，错失高端化机会，2000-2012年开启重返高端之路，渠道创新业绩显辉煌，2013-2014年国窖1573逆势提价受挫，行业步入调整，2015年至今公司新管理团队上任，进行全方位全面改革：①产品结构方面，实现全价位段覆盖，国窖特曲双品牌运作显弹性；②渠道模式方面，由柒泉模式转为市场掌控力更强的品牌专营模式，同时在各区域市场展开多元布局；③股权架构方面，公司背靠国资结构稳定，多次股权激励激发活力；④管理团队方面，管理层经验丰富，团队年轻化推动革新业绩指标。公司改革势能逐渐释放，在经济弱复苏背景下保持业绩稳健和盈利水平提升。

**高净值人群扩容，高端白酒驱动力强。**我们认为，高端白酒的主要消费群体为高净值人群，高端白酒具备天然的社交属性等附加价值加成，我国中高收入群体的扩容是高端白酒增长的主要驱动力。据欧睿国际和酒业家，预计2026年高端白酒市场规模将达到2846亿元，2021-2026年期间收入CAGR为15.38%。同时，泸州老窖作为高端酒企，弱周期属性突出，具备稳固的抗风险能力。

**高低度国窖双轮驱动，特曲窖龄提价放量。**我们认为目前公司通过国窖特曲双品牌运作，已形成攻守兼备、富有弹性的多层次产品矩阵，公司凭借国窖1573大单品拔高品牌势能，推动泸州老窖系列实现价值回归。

在经济景气度高时，公司深度运作高度国窖增厚盈利，通过“小步快跑”式控量提价/推出超高端“中国品味”/构建三级联盟体/培育高端圈层等措施，实现高端比重提升+毛利水平高增+品牌势能释放，同时启动特曲品牌复兴，培育次高端价格带潜力；

在经济放缓周期，公司释放特曲窖龄增量实现业绩稳增，通过高度国窖控量保价/体现品牌高度+低度国窖快速起量/拓展区域市场/实现品牌效应最大化+特曲窖龄放量形成增长第二曲线，实现业绩增长动能充足+产品矩阵腰部力量壮大+华东华南区域市场突破等成果。

**四大技改推动生产数智化，“五码合一”实现渠道精准管控。**我们认为泸州老窖目前已形成业内位居前列的智能化产业链条，在生产端形成对高端次高端产能的支撑+生产效率的提升+酒体品质的保障，在渠道端实现对渠道物流信息流的精准追踪+价格体系的严密管控，公司先进的数字化布局将为具备弹性的产品结构注入强大的管控动力。

我们预计23-25年公司分别实现营收313/379/456亿元（同比增长25%/21%/20%），分别实现归母净利润133/163/198亿元（同比增长28%/23%/21%），对应PE为21X/17X/14X。考虑到公司高端大单品国窖1573品牌地位稳固，中端大单品特曲窖龄有望后续放量，我们看好公司未来发展，给予2024年22倍PE，目标价244.2元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业政策变动；行业竞争加剧；食品安全风险；中档产品放量不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,642.26	25,123.56	31,301.26	37,942.52	45,555.75
增长率(%)	23.96	21.71	24.59	21.22	20.07
EBITDA(百万元)	10,929.19	14,339.81	18,147.19	21,986.67	26,441.81
归属母公司净利润(百万元)	7,955.55	10,365.38	13,272.45	16,333.34	19,843.56
增长率(%)	32.47	30.29	28.05	23.06	21.49
EPS(元/股)	5.40	7.04	9.02	11.10	13.48
市盈率(P/E)	35.63	27.35	21.36	17.35	14.28
市净率(P/B)	10.11	8.29	7.04	6.04	5.14
市销率(P/S)	13.73	11.28	9.06	7.47	6.22
EV/EBITDA	32.92	21.98	14.33	11.56	9.27

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	192.57元
目标价格	244.2元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,471.99
流通A股股本(百万股)	1,467.27
A股总市值(百万元)	283,460.68
流通A股市值(百万元)	282,551.25
每股净资产(元)	26.26
资产负债率(%)	36.78
一年内最高/最低(元)	259.66/140.01

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**何宇航** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523090002  
heyuhang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《泸州老窖-季报点评:蓄水池充足，业绩超预期》2023-11-05
- 《泸州老窖-季报点评:国窖+老窖多点开花，业绩韧性尽展》2022-10-28
- 《泸州老窖-公司点评:预计前三季度归母净利润同增超28%，优于预期体现强劲韧性》2022-10-16

## 内容目录

1. 浓香鼻祖，迈向复兴改革之路.....	4
1.1. 历史复盘：浓香技艺开创者，复兴之路显辉煌.....	4
1.2. 产品力：实现全价位段覆盖，品牌复兴逐渐深入.....	6
1.3. 渠道力：渠道转型顺势而为，审时度势多元布局.....	7
1.4. 股权架构：背靠国资结构稳定，股权激励激发活力.....	8
1.5. 管理团队：管理层经验丰富，团队年轻化推动革新.....	8
1.6. 业绩指标：业绩持续稳定向好，盈利能力行业领先.....	9
2. 高端白酒刚需尽显，纵享弱周期优势.....	10
3. 国窖特曲双轮驱动，低度国窖势能释放.....	12
3.1. 机会一：高度国窖树立价值标杆，低度国窖拓宽增长边界.....	12
3.1.1. 高度国窖：提价策略成熟稳定，市场管控效果显著.....	13
3.1.2. 低度国窖：迎合低度化趋势，华东华北实现高增.....	14
3.2. 机会二：特曲窖龄提价显成效，未来有望放量迎新增.....	16
3.3. 机会三：生产渠道高度数智化，实现市场秩序强管控.....	20
3.3.1. 四大技改推动生产数智化，黄舣生态园树立智能化标杆.....	20
3.3.2. “五码合一”数字化革新，精准实现渠道管控.....	21
4. 盈利预测与投资建议.....	22
5. 风险提示.....	23

## 图表目录

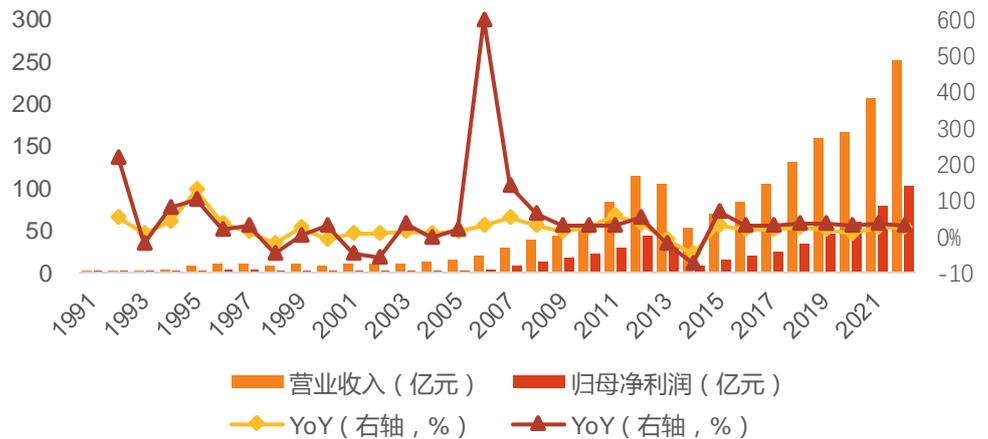
图 1：1991-2022 年泸州老窖营业收入（亿元）及归母净利润（亿元）.....	4
图 2：1995-2000 年各白酒品牌营业收入（亿元）.....	5
图 3：2000-2012 年泸州老窖营业收入（亿元）及其同比增速.....	5
图 4：2000-2012 年泸州老窖销售净利率.....	5
图 5：2010-2015 年国窖 1573 出厂价（元/瓶）.....	6
图 6：2012-2015 年公司营业收入（亿元）和归母净利润（亿元）.....	6
图 7：2015-2022 年公司营业收入（亿元）和归母净利润（亿元）.....	6
图 8：泸州老窖股权架构图（截止 2023 年 9 月 30 日）.....	8
图 9：2020-2023Q3 公司分季度营收（亿元）及同比.....	9
图 10：2020-2023Q3 公司分季度归母净利润（亿元）及同比.....	9
图 11：泸州老窖和五粮液高档酒营收（亿元）及其同比增速.....	9
图 12：泸州老窖和五粮液高档酒营收占比.....	9
图 13：2015-2023Q3 茅五泸销售费用率对比.....	10
图 14：2018-2023Q3 茅五泸研发费用率对比.....	10
图 15：国内人均 GDP（万元）及其同比.....	10
图 16：全国居民人均消费支出（元）及其同比.....	10
图 17：中国高净值人群数量（万人）及其同比.....	11

图 18: 中国高净值人群人均持有可投资资产 (万元) .....	11
图 19: 2015-2026E 高端白酒市场规模 (亿元) 及同比增长 .....	11
图 20: 2017-2022 年高端白酒占行业比重 .....	11
图 21: 2019-2023Q3 高端/次高端/中低端酒企营收同比增速 .....	12
图 22: 2019-2023Q3 高端/次高端/中低端酒企归母净利同比增速 .....	12
图 23: 泸州老窖高端酒营业收入 (亿元) 及其同比增速 .....	12
图 24: 泸州老窖高端酒毛利 (亿元) 及毛利率 .....	12
图 25: 国窖 1573 和八代普五批价 (元) 走势 .....	13
图 26: 国窖 1573 价格调整幅度 .....	13
图 27: 国窖 1573 和 52 度五粮液出厂价 (元) 对比 .....	13
图 28: 公司中档酒营收 (亿元) 及其同比增速 .....	16
图 29: 公司中档酒毛利润 (亿元) 及毛利率 .....	16
图 30: 2021 年 9 月-2023 年 7 月窖龄酒批发参考价 (元) .....	19
图 31: 泸州老窖技改项目 .....	20
图 32: 2020-2022 年中高端白酒企业实际产能 .....	20
图 33: 五码合一落地流程及效果 .....	21
表 1: 1952-1989 年五届国家名酒名单 .....	4
表 2: 泸州老窖品牌矩阵 .....	7
表 3: 2021 年股权激励绩效考核目标 .....	8
表 4: 泸州老窖现任管理层履历 .....	9
表 5: 52 度国窖 1573 提价节奏 .....	14
表 6: “2358” 区域发展战略 .....	14
表 7: 国窖 1573 安徽市场运作布局 .....	15
表 8: 国窖 1573 营销事件一览 .....	15
表 9: 泸州老窖特曲系列的价格渠道政策 .....	17
表 10: 特曲 60 版提价节奏表 (单位: 元) .....	18
表 11: 特曲营销事件汇总 .....	18
表 12: 泸州老窖品系次高端大单品对比 .....	19
表 13: 泸州老窖盈利预测表 .....	22
表 14: 可比公司估值 .....	23

## 1. 浓香鼻祖，迈向复兴改革之路

浓香技艺开创者，双国宝加持重回行业“前三”。泸州老窖是白酒浓香技艺的开创者、浓香标准的制定者和浓香品牌的塑造者，被誉为“浓香鼻祖”。公司前身“四川省泸州市曲酒厂”成立在明清 36 家酿酒作坊基础上，传承“泸州老窖酒传统酿制技艺”700 余年，泸州老窖 1573 国宝窖池群至今已连续使用 451 年，是唯一蝉联 5 届国家名酒称号的浓香型白酒。21 世纪以来，公司经历“名酒变民酒”后推出大单品“国窖 1573”重回高端白酒之列，借力行业“黄金十年”改革渠道、升级品牌进一步巩固行业地位，2015 年“森峰组合”上任，大刀阔斧推行品牌聚焦、渠道优化、产能扩张，目前泸州老窖正向重回中国白酒行业“前三”目标阔步迈进。

图 1：1991-2022 年泸州老窖营业收入（亿元）及归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.1. 历史复盘：浓香技艺开创者，复兴之路显辉煌

#### 1989 年之前：蝉联五届“中国名酒”，浓香型龙头地位坚实

公元 1324 年，中国白酒大曲始祖郭怀玉创制“甘醇曲”，引领中国白酒进入“大曲酒”时代，并开创“泸州老窖酒传统酿制技艺”。明万历年间，国窖始祖舒承宗系统总结浓香型大曲酿酒工艺，成为“浓香技艺集大成者”。公元 1573 年，舒承宗建造泸州老窖 1573 国宝窖池群，至今已连续使用 451 年，1996 年被国务院评为行业首家“全国重点文物保护单位”。

1915 年，泸州老窖在巴拿马万国博览会荣获金奖，实现国际首次亮相。1952 年，在国家首届评酒会上，泸州老窖与茅台、汾酒、西凤被评为“中国四大名酒”，此后又蝉联 1963 年、1979 年、1984 年、1989 年“国家名酒”称号，是唯一蝉联 5 届国家名酒称号的浓香型白酒。1957 年，泸州老窖被国家轻工部定为“浓香型（泸香型）”白酒典型代表，构建起了中国白酒质量和工艺标准。1985-1988 年，国务院批专款 2800 万元对罗汉三车间进行扩建改造，泸州老窖率先在全国酒类行业中建起配套设施先进、年产万吨的大型酿酒基地。1988 年公司综合税利突破亿元大关，产量是郎酒、剑南春、五粮液、全兴大曲四大名酒之和。在该时期，公司被称为“泸老大”，享有较高的行业地位和声誉。

表 1：1952-1989 年五届国家名酒名单

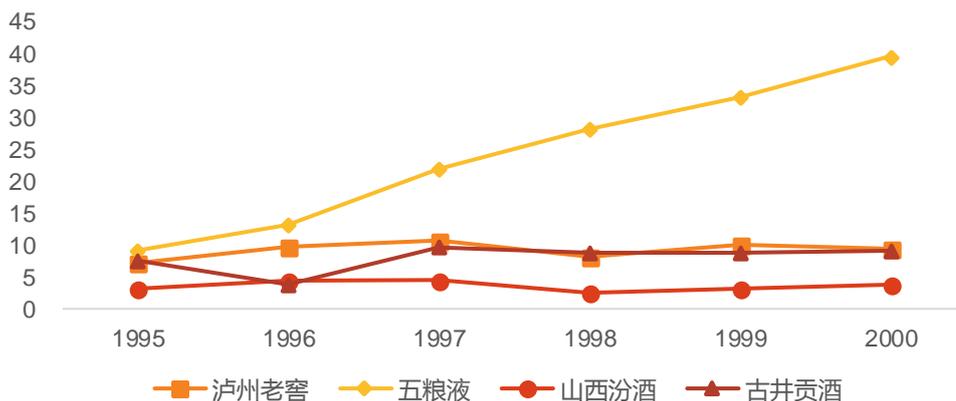
时间	数量	入围品牌
1952 年	老四大名酒	泸州老窖特曲、茅台酒、汾酒、西凤酒
1963 年	八大名酒	泸州老窖特曲、五粮液、古井贡酒、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	新八大名酒	泸州老窖特曲、茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲酒、董酒
1984 年	十三种名酒	泸州老窖特曲、茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	十七种名酒	泸州老窖特曲、茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：杨军. 历届全国评酒会对白酒工业发展的指导作用[J]. 酿酒科技, 2006(06):109-112., 天风证券研究所

### 1989-1999 年：名酒转民酒策略失误，错失高端化机会

1990 年，泸州曲酒厂正式更名为“泸州老窖酒厂”，使厂名、品牌名和驰名中外的老窖池群合而为一。1994 年，泸州老窖酒厂改组成立股份制企业，同年泸州老窖股份有限公司股票在深圳正式挂牌上市。1988 年 7 月，经国务院批准，各地全面放开 13 种名酒价格，实行市场调节，白酒企业开始拥有自主定价权，1990-2000 年，茅台、五粮液、剑南春采取涨价策略，迅速占领高端品牌市场，而泸州老窖、古井贡酒、汾酒采取提量不提价的策略，受“名酒变民酒”影响，泸州老窖品牌力遭到削弱，在此期间逐渐被定位为中高档白酒，失去高端白酒市场竞争力。

图 2：1995-2000 年各白酒品牌营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2000-2012 年：开启重返高端之路，渠道创新业绩显辉煌

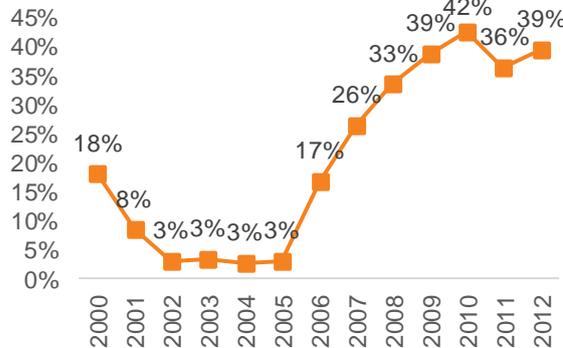
宏观环境方面，2001-2012 年我国宏观环境持续向好，2008 年全球金融危机后国家财政政策进一步宽松，固定资产投资加速，2001 年白酒行业加征从量税&居民消费水平提升背景下，泸州老窖推出国窖 1573，意在重返高端阵营。品牌策略方面，2007 年公司提出“双品牌塑造，多品牌运作”的金字塔型品牌策略，其中国窖 1573 被定位为塔尖品牌，该阶段泸州老窖品牌定位恢复至中高端，与高端定位的国窖 1573 形成互补态势；渠道创新方面，公司在业内率先引入经销商持股，进一步与经销商利益绑定，调动大经销商的积极性，在采取“柒泉模式”的 2006-2012 年，泸州老窖的净利润率实现了质的飞跃，从 2005 年的 3% 提升至 2010 年的 42%。

图 3：2000-2012 年泸州老窖营业收入（亿元）及其同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2000-2012 年泸州老窖销售净利润率



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2013-2014 年：逆势提价受挫，行业步入调整期

2012 年受到八项规定、六项禁令的影响，白酒行业商务及公务销售额大幅度下滑，白酒行业步入深度调整期。在价格方面，2012 年公司将国窖 1573 的出厂价从 619 元上调到 889 元，2013 年再次上调到 999 元，高于飞天茅台和普通五粮液的价格，但实际需求低

于预期，2014 年公司三次下调出厂价，分别调至 680 元、580 元、550 元，品牌价值直线下降；在渠道方面，柒泉模式弊端暴露，渠道库存积压致使价格倒挂，公司业绩表现承压，营业收入同比减少 48.68%，归母净利润同比减少 74.41%。

图 5：2010-2015 年国窖 1573 出厂价（元/瓶）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：2012-2015 年公司营业收入（亿元）和归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2015 年至今：新管理团队上任，老窖改革迎复兴

**新管理层上任，多方位全面改革。**据酒说公众号，2015 年“淼峰组合”上任，针对公司品牌策略和渠道模式等多方面进行大刀阔斧的改革，1) 加大产品线梳理力度，公司对现有产品进行清理、整合、淘汰，冻结条码近 2000 个，将优势资源向主力产品和核心市场进行聚焦；2) 品牌聚焦，公司推出“双品牌、三品系、五大单品”产品策略，重点打造由国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲构成的五大超级单品；3) 渠道模式转型，公司从“柒泉模式”转型为品牌自营模式，组建国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，分别运营国窖 1573、窖龄酒、特曲酒；4) 发起技改项目，从 2015 年到 2022 年末，泸州老窖先后发起四起大型技改项目，2020 年底黄舣酿酒生态园投产后公司新增优质纯粮固态白酒 10 万吨/年、酒曲 10 万吨/年和 38 万吨储酒能力，产能优势得以巩固。

图 7：2015-2022 年公司营业收入（亿元）和归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 1.2. 产品力：实现全价位段覆盖，品牌复兴逐渐深入

**品牌矩阵定位清晰，多元大单品齐发力。**泸州老窖成功构建了清晰聚焦的“双品牌、三品系、大单品”品牌体系，在各价位段都培育了核心产品：高端系列方面，国窖 1573 与飞天茅台、普五并称为中国高端白酒的三驾马车。次高端系列方面，泸州老窖特曲战略回归，与特曲 60 版分属不同价位段，精准锁定消费人群，同时细分出“红 60”专攻宴席赛道，百年泸州老窖窖龄酒从精英圈层迈向新中产，实现窖龄酒品类突围，此外还有泸州老窖 1952 补位千元左右价格缺位。大众端系列方面，泸州老窖头曲定位大众消费品牌，量价齐升抢占市场份额，2020 年泸州老窖推出新轻奢主义白酒“高光”，意在打入年轻群

体市场，2021 年泸州老窖推出定价 98 元/瓶的黑盖，作为定位大光瓶战略的核心产品，未来有望实现铺货放量。据酒说公众号，在 2015-2022 年期间，泸州老窖构建了全新的品牌架构与产品矩阵，“浓香鼻祖”泸州老窖的全面复兴战役更加深入。

表 2：泸州老窖品牌矩阵

品牌	定位	品系	核心产品	度数 (%vol)	电商终端价 (元 /500ML)	产品形象
国窖	高端	国窖 1573	经典装	52	1279	
			中国品味	52	3388	
			鸿运 568	52	1258	
			鸿运 568	38	888	
			国宝红	52	1438	
			泸州老窖 1952	52	859	
泸州老窖	次高端	窖龄酒	窖龄 90 年	52	579	
			窖龄 60 年	52	369	
			窖龄 30 年	52	269	
		特曲	特曲·老字号	52	299	
			特曲·纪念版	52	488	
			特曲·晶彩	52	268	
泸州老窖	大众端	高光	G1	40.9	218	
			G2	40.9	398	
			G3	40.9	698	
	头曲	精品头曲 D12	52	166		
		六年窖头曲	52	96		
	二曲	黑盖	42	98		
创新酒	养生酒	泸州红·红酝	52	368		
		茗酿	50.8	573		

资料来源：公司官网，京东，天风证券研究所  
注：价格仅供参考，截至 2024 年 3 月 22 日

### 1.3. 渠道力：渠道转型顺势而为，审时度势多元布局

**首创柒泉模式，深度绑定经销商。**2009 年公司开启“柒泉模式”，泸州老窖直接对接柒泉公司，柒泉公司负责各品牌的销售，片区经销商则从柒泉公司提货。“柒泉模式”最大的特点在于经销商持股，经销商除赚取价差利润外，还能享受柒泉公司分红，积极性大为提高。

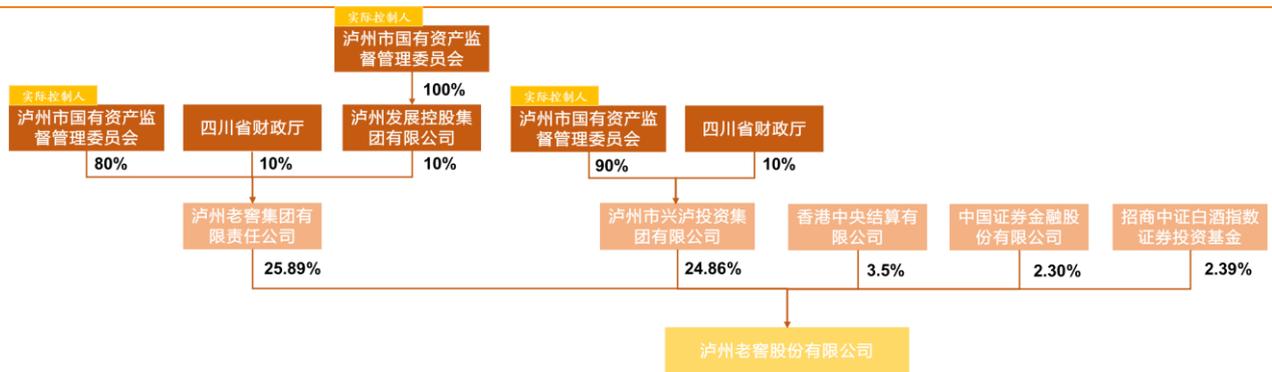
**柒泉模式弊病凸显，品牌专营模式推动渠道扁平化。**2006-2012 年期间柒泉模式帮助泸州老窖迅速开拓了白酒市场。2013-2015 年行业进入调整期后，柒泉模式渠道层级长、终端控制弱、区域间产品推广不协调等弊病开始凸显，区域经销商追求短期利润，主推周期短利润空间大的酒类，与公司发展高端酒大单品的长期策略相悖。2015 年新管理层优选原柒泉模式中的经销商参股，针对国窖 1573、窖龄酒和特曲分别成立了品牌专营公司，一方面专营公司直接对接经销商、团购商或终端，减少了渠道层级减少，加强了终端掌控力，另一方面品牌专营模式和大单品策略相辅相成，有助于国窖特曲等大单品实

现全国范围内的资源统筹和策略布局。2017 年成都国窖正式成立，旨在为国窖 1573 客户群提供会员权益，泸州老窖从多层批发、多层分销模式改为直接与一级合作终端客户对接，全力保障国窖荟荟员的终端利润。

### 1.4. 股权架构：背靠国资结构稳定，股权激励激发活力

**地方国资控股，股权结构稳定。**泸州老窖目前两大主要股东为泸州老窖集团和兴泸投资集团，分别持股 25.89%和 24.86%，二者均为泸州市国资委下辖国有独资公司，泸州老窖的实际控制人为泸州市国资委，属于地方国资管理机构。2015 年 12 月，老窖集团和兴泸集团签署一致行动人协议，泸州老窖股权关系进一步明晰，2020 年 10 月泸州市国资委将持有的公司 10%的股权无偿划转给四川省财政厅，由四川省财政厅代社保基金持有，划转完成后泸州市国资委仍为公司实际控制人。

图 8：泸州老窖股权架构图（截止 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind、天风证券研究所

**两度股权激励，员工积极性提升。**2006 年公司首次启动股权激励计划，2010 年公司启动第二轮股权激励计划，并于 2011 年和 2012 年超额完成考核任务。2021 年 9 月公司启动第三轮股权激励计划，计划拟授予限制性股票数量不超过 883.46 万股，约占公司当时股本总额的 0.60%，授予价格为每股 92.71 元，首次授予的激励对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员。2021 年和 2022 年公司净利润增长率分别为 32%和 31%，加权 ROE 分别为 31%和 33%，2023 年随着消费场景复苏，公司有望如期达成考核目标。

表 3：2021 年股权激励绩效考核目标

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	2021 年净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；相较 2019 年，2021 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值；2021 年成本费用占营业收入比例不高于 65%。
第二个解除限售期	2022 年净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；相较 2019 年，2022 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值；2022 年成本费用占营业收入比例不高于 65%。
第三个解除限售期	2023 年净资产收益率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；相较 2019 年，2023 年净利润增长率不低于对标企业 75 分位值；2023 年成本费用占营业收入比例不高于 65%。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.5. 管理团队：管理层经验丰富，团队年轻化推动革新

**管理层任职稳定，高管一线经验丰富。**公司近两届管理层在任年限均在 8 年以上，公司管理层稳定性高，人才战略连续性较强，此外公司管理层年轻化趋势明显，2015 年，47 岁的刘淼任泸州老窖股份有限公司董事长，43 岁的林锋任泸州老窖股份有限公司总经理，

二人成为名酒企业管理层中最年轻的组合，其中刘淼曾任公司策划部部长、老窖销售公司总经理，林锋曾任老窖销售公司总经理、公司营销总监，二人深谙一线营销渠道运营，上任后迅速推动开展一系列有关产品、市场、品牌、渠道和营销的创新改革活动，引领泸州老窖迎来复苏增长。

**团队年轻化趋势显著，少壮派成为一线销售中流砥柱。**公司不断充实一线人才梯队，优化一线人才结构，体现出敢用新人、敢用能人、敢用强人的魄力。2021年，36岁的张彪就任泸州老窖销售公司总经理，34岁的董虎杰就任泸州老窖销售公司常务副总经理，其中张彪曾在“十三五”期间带领国窖1573实现销售额13倍增长，达成泸州老窖“百亿超级大单品”宏伟目标。泸州老窖人才战略成效显著，少壮实干派陆续成为公司重要力量，公司人才策略实现重要革新。

表 4：泸州老窖现任管理层履历

姓名	职务	任职日期	人物履历
刘淼	董事长	2015/06 至今	美国莱特州立大学工商管理硕士，中国酿酒大师，高级营销师。曾任泸州老窖股份有限公司策划部部长，泸州老窖销售公司总经理，泸州老窖股份有限公司总经理助理、副总经理等职务。
林锋	总经理	2015/06 至今	高级营销师，曾任泸州老窖销售公司副总经理、营销总监、总经理，泸州老窖股份有限公司人力资源总监、营销总监，泸州老窖集团香港投资有限责任公司董事长(兼)，泸州老窖股份有限公司副总经理等职务。

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

## 1.6. 业绩指标：业绩持续稳定向好，盈利能力行业领先

**疫情期间逆势增长，业绩表现具备充足韧性。**2015年“淼锋组合”上任，通过开展“双品牌、三品系、大单品”战略，实现产品价格带全面布局，同时公司发起技改项目，加强产能保障，2015-2022年公司营业收入和归母净利润保持稳定增长，CAGR分别为20.27%和32.15%。2020年开始宏观经济受疫情影响出现波动，而公司凭借前期坚实渠道布局和高强度品牌投入，实现逆势增长，2023Q3泸州老窖实现营收73.50亿元，同比增长25.41%，实现归母净利润34.76亿元，同比增长29.43%，充分展现泸州老窖品牌韧性和风险抵御水平。

图 9：2020-2023Q3 公司分季度营收（亿元）及同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：2020-2023Q3 公司分季度归母净利润（亿元）及同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

**高档收入上升空间充足，比重有望进一步提升。**“淼锋组合”上任后多次提出“杀出重围、回归前三”的目标，五粮液与泸州老窖同为浓香高端酒企，具有标杆意义。从高端酒营收绝对值来看，虽然泸州老窖的高端酒销售收入低于五粮液，但是整体增速较高，在新一届管理层上任后表现出较强的成长性，2015-2019年泸州老窖/五粮液高端酒收入CAGR分别为53.66%/26.47%。从高端酒营收占比来看，作为高端酒企，泸州老窖的高端收入比重还具有较大的提升空间，2019年泸州老窖/五粮液高端酒收入占比分别为55.05%/85.68%，较2015年分别+31.58pcts/+9.46pcts。

图 11：泸州老窖和五粮液高档酒营收（亿元）及其同比增速

图 12：泸州老窖和五粮液高档酒营收占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

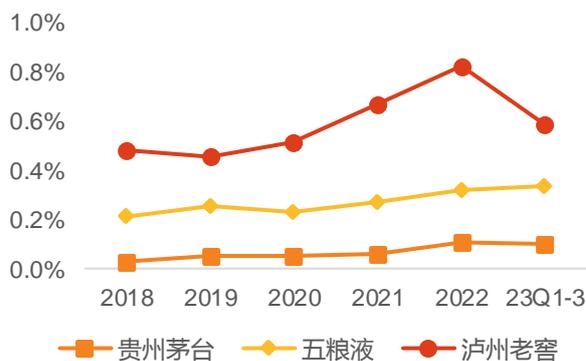
**推广费用良性削减，重点布局数字化升级。**销售费用率：2015 年以来，公司由“柒泉模式”转为品牌专营模式，开展多场重大活动营销事件+积极合作大型 IP+精耕直营渠道促使销售费用率提升，2019 年国窖 1573 成为百亿大单品并形成高端认知效应后，公司产品推广费用良性缩减，2023Q1-Q3 公司销售费用率较茅五仍有缩减空间；**研发费用率：**2018 年至今公司研发费用率持续高于茅五，主要系公司在酒曲特征微生物研究+智能化关键设备升级+数字化体系改革（五码合一）上加大投入，为未来发展注入增长动力。

图 13: 2015-2023Q3 茅五泸销售费用率对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 2018-2023Q3 茅五泸研发费用率对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 高端白酒刚需尽显，纵享弱周期优势

**高净值人群扩容，高端白酒驱动力强。**我们认为，高端白酒的主要消费群体为高净值人群，具备天然的社会属性等附加价值加成，我国中高收入群体的扩容是高端白酒增长的主要驱动力。从宏观经济数据上看，国内人均 GDP 保持稳定增长态势，2013-2022 年 CAGR 达到 7.83%，2013-2019 年全国居民人均消费支出保持 7%以上的高增速；从收入结构上看，宏观经济持续向好促使国内中高收入群体规模增速较快，2022 年国内高净值人群数量达到 316 万人，2008-2022 年 CAGR 达到 18%。在高收入高消费人群扩容态势下，高端白酒市场份额已从 2019 年的 26.9%提升至 2021 年的 35.5%。

图 15: 国内人均 GDP (万元) 及其同比

图 16: 全国居民人均消费支出 (元) 及其同比



资料来源: Wind、天风证券研究所



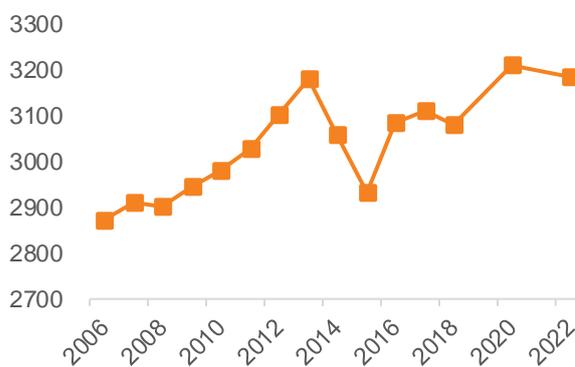
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 17: 中国高净值人群数量 (万人) 及其同比



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 18: 中国高净值人群人均持有可投资资产 (万元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

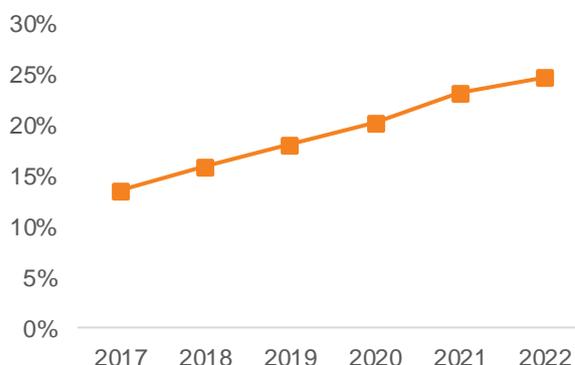
**高端白酒增速高于平均，三大单品瓜分高端市场。**在高净值人群扩容态势下，高端白酒市场规模呈现出高于行业平均水平的增长速度。从规模上来看，据欧睿国际和酒业家的测算，2020 年高端白酒市场规模达到 1179 亿元，预计 2026 年将达到 2846 亿元，2015-2020 年/2021-2026 年期间收入 CAGR 分别为 18.72%/15.38%。同时 2022 年高端白酒占规模以上酒企收入比重约达 25%，较 2017 年提升 11pcts，整体规模绝对值及比重呈稳步增长趋势。从竞争格局来看，高端白酒市场 TOP3（飞天、普五、国窖）凭借强大品牌力具有绝对优势，2021 年 6 月飞天、普五、国窖三大单品在高端白酒市场的占有率已达 95% 左右。

图 19: 2015-2026E 高端白酒市场规模 (亿元) 及同比增长



资料来源: 欧睿国际, 酒业家, 酒教主公众号, 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

图 20: 2017-2022 年高端白酒占行业比重



资料来源: 中国酒业协会, 中商产业研究院, 酒业家公众号等, 天风证券研究所

**高端酒企弱周期属性突出，具备稳固的抗风险能力。**从终端需求角度来看，高端酒企的主体消费人群（中高收入人群）受经济周期波动影响较小，而应用场景一般为商务宴请、礼品赠送和投资收藏等，随着经济基本面好转，需求恢复速度也较快；从渠道动销角度

来看，高端酒企往往拥有强大的经销商渠道体系，能够为酒厂业绩提供有效缓冲，在行业调整时期，经销商往往承载更多库存并承担消化库存的压力，从而保证高端白酒的品牌力坚挺，实现互利共赢。2020Q1-2023Q1 疫情期间高端酒企营收同比增速稳定在 8%-17% 区间内，归母净利润同比增速稳定在 10%-22% 区间内。

图 21：2019-2023Q3 高端/次高端/中低端酒企营收同比增速

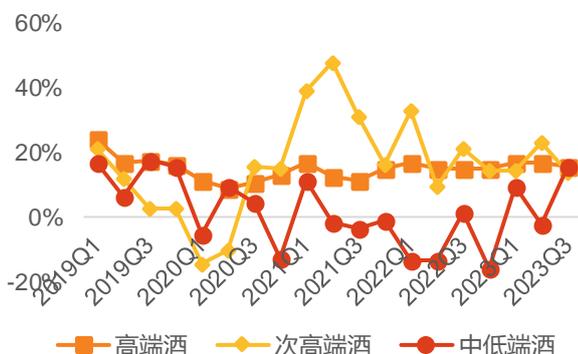
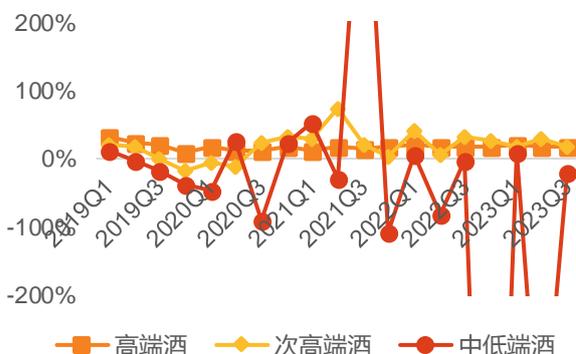


图 22：2019-2023Q3 高端/次高端/中低端酒企归母净利润同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：高端酒企为贵州茅台、五粮液、泸州老窖；次高端酒企为山西汾酒、舍得酒业、古井贡酒、酒鬼酒、洋河股份、水井坊、今世缘、口子窖、迎驾贡酒；中低端酒企为金徽酒、顺鑫农业（牛栏山）、老白干酒、伊力特、金种子酒和天佑德酒。

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：高端酒企为贵州茅台、五粮液、泸州老窖；次高端酒企为山西汾酒、舍得酒业、古井贡酒、酒鬼酒、洋河股份、水井坊、今世缘、口子窖、迎驾贡酒；中低端酒企为金徽酒、顺鑫农业（牛栏山）、老白干酒、伊力特、金种子酒和天佑德酒。

### 3. 国窖特曲双轮驱动，低度国窖势能释放

我们认为目前公司通过国窖特曲双品牌运作，已形成攻守兼备、富有弹性的多层次产品矩阵，公司凭借国窖 1573 大单品拔高品牌势能，推动泸州老窖系列实现价值回归。

在经济景气度高时，公司深度运作高度国窖增厚盈利，通过“小步快跑”式控量提价/推出超高端“中国品味”/构建三级联盟体/培育高端圈层等措施，实现高端比重提升+毛利水平高增+品牌势能释放，同时启动特曲品牌复兴，培育次高端价格带潜力；

在经济放缓周期，公司释放特曲窖龄增量实现业绩稳增，通过高度国窖控量保价/体现品牌高度+低度国窖快速起量/拓展区域市场/实现品牌效应最大化+特曲窖龄放量形成增长第二曲线，实现业绩增长动能充足+产品矩阵腰部力量壮大+华东华南区域市场突破等成果。

#### 3.1. 机会一：高度国窖树立价值标杆，低度国窖拓宽增长边界

高低度国窖双轮驱动增长，中国品味拓展超高端边界。据酒说，国窖 1573 内部高度国窖和低度国窖进一步区别定位，高度国窖：在提升品牌价值、强化消费者认知方面有着至关重要的作用，是引领品牌高度的核心单品；低度国窖与小规格国窖：抓住次高端的高线龙头市场，迎合当下白酒低度化新趋势消费的部分需求，目前低度国窖已在华北、华东地区实现快速发展，是扩展品牌势能的重要单品；中国品味：对标茅台，上探超高端价格带，强化战略价值，在核心城市加快市场拓展。

品牌体系核心支柱，国窖业绩屡创新高。十三五期间国窖 1573 大单品从十亿量级突破至百亿量级，成为除飞天茅台和普五之后唯一销售额超百亿的高端白酒大单品，在此期间以国窖 1573 为代表的高端酒营收占比不断提升，2019 年公司高端酒营收占比 55%，较 2015 年+32pcts。根据泸州老窖的十四五计划，国窖 1573 未来将明确目标继续发力，在规模上确立了“新百亿”目标，即 2022 年要实现销售收入 200 亿元，2025 年要突破 400 亿元。

图 23：泸州老窖高端酒营业收入（亿元）及其同比增速

图 24：泸州老窖高端酒毛利（亿元）及毛利率



资料来源: Wind、天风证券研究所



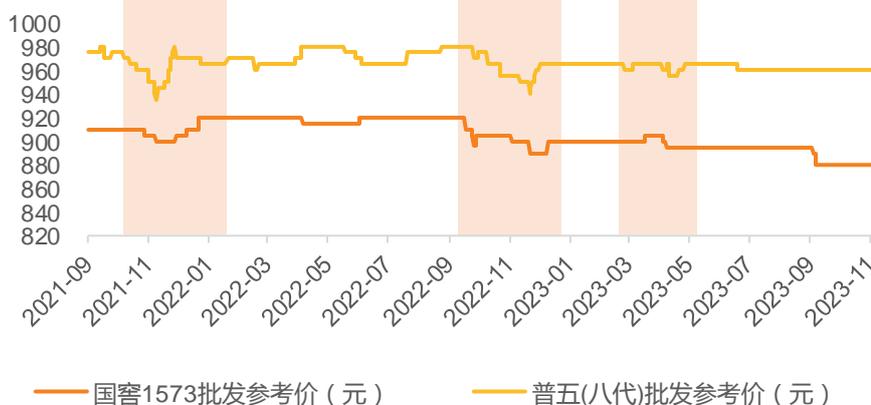
资料来源: Wind、天风证券研究所

### 3.1.1. 高度国窖：提价策略成熟稳定，市场管控效果显著

**高端核心大单品，尊享高品牌价值。**据酒说，2000 年泸州老窖开始实施名酒大品牌营销战略，打造高端品牌国窖 1573，意在重回高端阵营，国窖出厂价即定为 268 元，超越了茅台的 218 元和五粮液的 249 元。2008 年公司开创国窖 1573 封藏大典，为持续高端化找到文化切入点。2012 年国窖 1573 销量已达 6000 吨，成功跻身高端大单品之列。

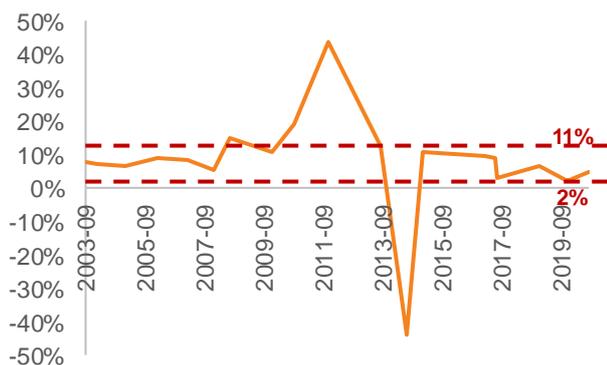
**灵活跟随型价格策略，价格逐渐尝试反超。**价格是高端白酒的核心生命线，2014 年国窖 1573 通过降价政策、存货动销奖励、停货去库存、市场整治、回购低价货等措施走出严重倒挂困境。2015 年之后国窖 1573 采取跟随普五的价格策略，实现谨慎多频小幅提价，防范价格大幅倒挂风险。2017 年国窖 1573 紧跟茅台、五粮液提价进入千元价格带，随着 2020 年茅台价格带冲向 2000 元，跳出千元价格带，高端白酒的价格天花板被进一步打开，茅台的超高端价格带为诸多名优酒企提供了价格提升及产品创新的空间。

图 25：国窖 1573 和八代普五批价（元）走势



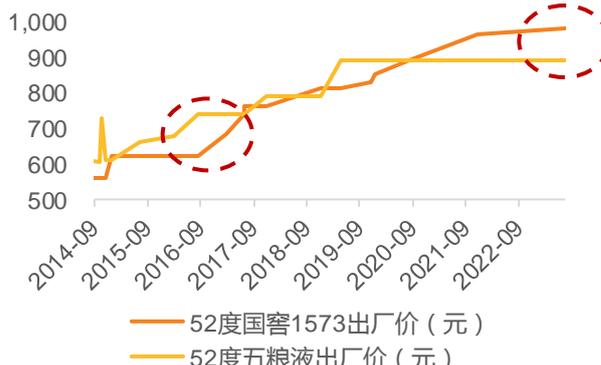
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 26：国窖 1573 价格调整幅度



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 27：国窖 1573 和 52 度五粮液出厂价（元）对比



资料来源: Wind、天风证券研究所

**配额制管理，稳握投放节奏。**2016 年公司开始实施配额制管理，突出“国窖 1573 配额即是财富”这一核心，配额内执行计划内价格，超出配额执行计划外价格，通过配额制公司开始有效掌握投放节奏，价格体系得到优化管理。国窖 1573 的提价方式主要为提高计划外价格及团购价——提高计划内价格。①**从出厂价来看**，2019-2023 年国窖 1573 计划内出厂价从 810 元提升至 980 元；②**从终端售价来看**，2020 年疫情期间国窖 1573 终端售价一度跌至 899 元，公司采取多次停货措施，通过不断控量在 2020 年下半年使国窖 1573 终端售价突破千元大关。

**确保渠道利润，创新市场管控措施。**①**模糊返利**：不同于竞对五粮液，国窖 1573 采取了模糊返利的方式，截至 2023 年 12 月，国窖 1573 按照 980 元打款有 50 元红包奖励，出库扫码再奖励 10 元，每瓶有 60 元的政策优惠，达到强化公司对价格和市场的控制权+稳固利益分配机制+梳理渠道利润的效果；②**发票兑配额**：2020 年国窖 1573 提出用“合格价格发票”兑换“配额”，直接促进了渠道按合规价格出货+防止窜货+提升顺价利润。

表 5：52 度国窖 1573 提价节奏

时间	产品	计划内出厂价（元/瓶）	团购指导价（元/瓶）	零售指导价（元/瓶）
2019 年 1 月	52 度国窖 1573 经典装	810	880	969→1099
	52 度国窖经典装产品配额扣减 20%执行			
2019 年 10 月			980	
2019 年 12 月	52 度国窖 1573 经典装	810→830		
2020 年 1 月	52 度国窖 1573 经典装	830→850		
2020 年 7 月	停止接收订单并暂停货物供应			
	52 度国窖 1573 经典装			1399
2020 年 9 月	52 度国窖 1573 经典装	850→890		
2021 年 1 月	52 度国窖 1573 经典装		1050	
2021 年 9 月	结束 2021 年国窖系列产品配额，停止接受订单			
2021 年 12 月	52 度国窖 1573 经典装	890→960	1100	
2023 年 8 月	52 度国窖 1573 经典装	960→980		
	实施产品配额制度，2023 年上半年各经销客户配额投放量限定为签订配额总量的 50%以内			

资料来源：新浪财经，酒业家等，天风证券研究所

### 3.1.2. 低度国窖：迎合低度化趋势，华东华北实现高增

我们认为高度国窖和低度国窖形成了产品结构互补，前者通过站稳千元价位带筑牢品牌护城河，后者一方面受益于饮酒健康化和年轻化趋势，另一方面具备口感品质突出+同价位带强品牌力+渠道推力强等优势，从而实现新兴区域市场的突围（据酒说，十三五期间以低度国窖为核心产品的华东市场荣获三年增长冠军），成为国窖系列重要的增量新增长极。

**推进板块化市场，加快低度全国布局。**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”战略方针，加快高地市场、核心省会城市建设和低度化全国布局，做大做强基地市场。2021 年公司在十四五规划中提出“2358”区域发展战略，具体措施有三类：1）开展双 124 工程，注重核心消费者，创新渠道运作模式，深化落实“直营+分销”渠道运营模式，缩短渠道环节、提升渠道覆盖率及终端生动化，不断深化 124 工程终端客户合作关系；2）开展百城万店工程，注重重点区域市场形象店的打造；3）开展全国大型落地活动的渠道建设品牌化，以全国大型主题活动为主干，配以区域性时间行销为枝叶，设立专项人员进行区域落地执行。

表 6：“2358”区域发展战略

市场定位	具体省份区域
基地市场	川渝、华北
战略市场	中原、华东、华南
高地市场	北京、上海、深圳、成都、武汉
机会市场	福建、安徽、江西、湖北、湖南、山西、陕西、甘肃

资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

**华北市场：低度消费氛围浓厚，成立联盟体平台。**2021 年华北市场国窖 1573 体量超过 60 亿元，同比增长 40%以上，其中河北市场约 30 亿元，省内地级市销售均过亿，已形成较好的消费者自点率。我们预计未来低度国窖有望持续受益于次高端扩容、价格带向上裂变、饮酒低度化的行业趋势，实现弹性增长。

- ① 河北市场：河北市场是国窖第二大区域市场，不同于聚焦高度国窖的西南市场，河北区域更加偏好低度国窖，低度国窖 1573 精准卡位 700-800 元价格带，着力于消费者培育（国窖荟会员奢侈品鉴赏之旅、VIP 俱乐部品味之夜）+渠道掌控能力（成立北方联盟会）+商家利润保障等方面工作。
- ② 山东市场：山东区域大部分市场（聊城、菏泽、临沂、德州等）以低度白酒消费为主，浓香白酒中低度酒占比达 70%左右，老窖通过联盟体平台深度运作+新开发终端网点+深耕团购渠道等措施持续拓宽市场和强化市场治理，2022 年在山东浓香市场的规模达到 20-30 亿元，仅次于五粮液（30+亿元）。

**华东市场：启动华东会战，打造样板市场。**2017 年泸州老窖提出华东市场将以长三角（上海、浙北、苏南）为核心进行板块化突破，2018 年泸州老窖全面打响“东进南图”攻坚战，在华东等地组建 190 余家品牌形象店，成功实现销售破局。2019 年国窖 1573 启动华东会战，通过成立国窖荟和举办品鉴会等方式在终端营造浓厚的消费氛围。2020 年国窖 1573 “长三角 38 度联盟”成立，进一步深入授权赋能和华东市场开拓。

- ① 江苏市场：目前江苏白酒市场规模为 500-600 亿元区间，高端白酒市场中飞天茅台、普五与低度国窖等全国性高端名酒占据主流地位，国窖主要在苏州、无锡、常州等苏南城市具有较高市占率，但对比茅五，国窖仍具备较大提升空间。
- ② 安徽市场：2017 年，国窖 1573 在安徽市场采取“1+2”的三角型城市布局，集中资源突破合肥样板市场，辅助阜阳、安庆 2 个机会型市场，进行点状突破，连点成线。1) 对县级市场进行深耕；2) 围绕消费者和渠道，开展双“124”工程和百城万店工程；3) 坚持统一价格设置原则，坚持终端配额制和价格双轨制，坚持物流码登记推广、价格维护奖励考核和稽核工作的加强；4) 深化圈层经济，聚焦专业团队。2019 年老窖在合肥市场进行“百人团队，百日会战”，以现金进货的方式拿下合肥 2000 多家终端网点，并将直营专卖店扩大到了 20 家，为 2019 年国窖 1573 合肥市场破亿进一步奠定基础。

表 7：国窖 1573 安徽市场运作布局

市场布局	具体措施
县级市场深耕	在安徽市场运作过程中，以县级市场为单位进行区域布局。 发展经销商、团购商实现安徽区域全面覆盖，全面承接国窖 1573 发展势能。
双“124”工程+ 百城万店工程	围绕消费者和渠道，开展双“124”工程。 深化控盘分利模式，深化落实“直营+分销”渠道运营模式，压缩渠道层级，加快全国各城市、县级市场的不断下沉深化。 开展百城万店工程，聚焦重点区域和核心位置的形象店及精品柜打造。
市场秩序管控	坚持统一价格设置原则，坚持终端配额制和价格双轨制，坚持物流码登记推广、价格维护奖励考核和稽核工作的加强，对不达标市场进行处罚。 成立专业渠道管理部门与品牌建设及推广部门，统筹公司渠道规划及动作，实现组织前移，动作精准落地。
核心消费人群培育	做好高端会议赞助。 做深做透两大系统，提升高端圈层影响力，分别抓好商会系统和抓牢高尔夫俱乐部（类似高端人群的俱乐部）系统。 聚焦专业团购商突破商务团购工作。

资料来源：酒食汇公众号，天风证券研究所

表 8：国窖 1573 营销事件一览

时间	营销方式	营销活动
2008	文化营销	2008年起每年举办泸州老窖·国窖1573封藏大典
2017	事件营销 事件营销 广告营销 体验营销	作为巴菲特股东大会中美投资人酒会、中欧论坛指定用酒，赞助金砖国家领导人厦门会晤 泸州老窖·国窖1573携手央视独家特别关注“一带一路高峰论坛”，让世界品味中国 在里约奥运会女排夺冠之战、杭州G20国际首脑峰会、博鳌亚洲论坛等重大活动中投放广告 举办国窖1573·酒香堂品鉴会
2018	事件营销 体验营销 事件营销	国窖1573成为澳网全球官方合作伙伴，让中国白酒与全球顶级赛事在交融碰撞中，实现两种文化的交流、互鉴、融合，进而助推中国文化的全球传播 创新推出国窖1573·冰JOYS白酒冰饮体验活动 俄罗斯世界杯，泸州老窖国窖1573成为进入官方款待唯一的中国白酒品牌
2019	综艺营销	泸州老窖·国窖1573独家冠名《故事里的中国》
2020	事件营销 节日营销	举办“泸州老窖·国窖1573X谭盾《敦煌·慈悲颂》2020巡演” 举办“国窖1573·为爱而来告白之夜鸡尾酒狂欢派对”
2021	事件营销	泸州老窖·国窖1573携手国际艺术家张晓刚共同发布联名限量版酒品——2021国窖1573X张晓刚“东风面”艺术新春酒
2022	事件营销 事件营销 事件营销 事件营销	国窖1573X方力钧水墨展开幕 举办国窖1573【一盅山水·渔歌】榆林国窖荟会员自驾之旅 国窖1573助力湖南职工羽毛球嘉年华岳阳站圆满举办 举办“世界因你而美丽——2021-2022影响世界华人盛典”
2023	事件营销 事件营销 事件营销 事件营销	举办泸州老窖·国窖1573“荣耀盛典”巨星演唱会 举办“世界因你而美丽——2022-2023影响世界华人盛典” 发行国窖1573盲盒 举办泸州老窖·国窖1573WCGC中国赛

资料来源：酒业家公众号，微酒公众号，研酒行智库公众号等，天风证券研究所

### 3.2. 机会二：特曲窖龄提价显成效，未来有望放量迎新增

特曲窖龄持续升级，次高端价格带动能充足。2015年公司全面清理产品线，明确推出“五大超级单品”策略，其中两大超级单品“百年泸州老窖窖龄酒”和“泸州老窖老字号特曲”覆盖了300-600元次高端价格带，并且以独立事业部方式进行全面系统性市场布局与深度运营。公司坚定不移推动特曲品牌复兴，实现消费者回归、品牌形象回归和名酒地位回归，中档酒品牌价值持续提升，业绩增长显著，2015-2019年公司中档酒营业收入CAGR达到23.36%，毛利CAGR达到34.89%，2019年中档酒毛利率为82.21%，较2015年+24.70pcts。2022年，泸州老窖获得中国名酒70年之际，公司推出了泸州老窖1952，有望进一步向上拓展次高端价格带，成为增长新动力。

图 28：公司中档酒营收（亿元）及其同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：公司中档酒毛利润（亿元）及毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

老字号特曲：价值回归显成效，渠道管控保驾护航。2017年国窖系列起势后，公司重新运作特曲品牌，通过成立品牌复兴小组、提价等措施促使特曲品牌价值回归。2019年特曲第十代上市，前期通过铺垫提高第九代结算价+聚焦会战（百个会战单元齐发力）+精耕终端（双124工程建设成果突出）+培育消费（上万次品牌体验全国开花）+品牌赋能

(事件营销效果明显)+熔炼团队(千人团队效能提升),促使其零售价格一举提升为328元,提价策略效果显著。

具体来看,特曲主要在市场执行、渠道管控、团队建设、招商布局等方面发力,保障对市场价格的控制权,从而实现有效的小步快跑式停货提价。

**市场执行:** 配备对价格物流专项检查处理的督导部,对市场费用和市场执行动作的落地真实性进行检查;强化公司对费用的控盘主导,确保对暗流价和成交价的掌控力。

**渠道管控:** 实施控盘分利,将客户的价格执行与利润充分挂钩;实现动销管理原则,宏观调控市场总流通量;实行物流登记扫码,强化出库流向管理,严格市场违规处罚。

**团队建设:** 实行新品老品团队分离,分别建立客户维护队伍;构建阿米巴作战团队,实现小团队责权利清晰化;逐步实现阿米巴-办事处-大区分层管理,逐级授权的管理模式。

**招商布局:** 特曲公司主体结构是经销商,同一区域内本着“唯一客户”的原则招商布局,培育大商超商,原则上不会在同一地区另外发展团购经销商、特殊渠道经销商。

表 9: 泸州老窖特曲系列的价格渠道政策

日期	调整措施
2016年10月	特曲老字号计划外结算价格加收5元/瓶
2016年11月	特曲老字号停货,稳固价格体系;成交价不低于198元/瓶;出厂价上涨至148元/瓶
2017年1月	特曲执行双轨制,计划外:52度188元/瓶、38度168元/瓶
2017年3月	特曲老字号停货
2017年10月	特曲老字号52度团购成交价调整至218元/瓶,38度调整为180元/瓶
2018年1月	特曲老字号52度供价上调10元/瓶
2018年6月	52度泸州老窖老字号特曲(酒行、餐饮、商超)在原供价基础上上调10元/100ml;暂停52度泸州老窖老字号特曲订单
2018年12月	对河南全省老字号河南全省52度老字号特曲结算价格上调20元/瓶,各渠道价格体系相应调整
2019年3月	52度特曲老字号将于5月初全国范围内更换包装,且换装后供货价上调20元/瓶
2019年5月	特曲老字号产品各度数结算价均上调10元/瓶
2019年6月	九代泸州老窖老字号特曲(2014版)库存作为纪念绝版产品,结算价格上调30元/瓶
2019年10月	特曲老字号经销商结算价:52度调整至308元/瓶,38度调整至298元/瓶
2019年11月	十代泸州老窖特曲老字号零售价:328元/瓶
2020年11月	即日起,52度泸州老窖特曲酒老字号第十代建议零售价调整至388元/瓶;38度泸州老窖特曲酒(老字号)第十代建议零售价调整至358元/瓶。
2020年12月	老字号特曲实行结算价格双轨制,计划内配额结算价格保持不变,计划外配额结算价格按照每500ml上调20元
2021年3月	建议52度泸州老窖十代特曲团购价328元/瓶
2023年2月	强化泸州老窖老字号特曲与晶彩版特曲两款产品的配额制管理,同时对计划外配额结算价作出调整,52度每500ml上调30元、38度上调20元。

资料来源:Wind,糖酒快讯公众号、酒说公众号,天风证券研究所

**特曲 60 版:经典复刻引领升级,团购渠道+限量配额凸显稀缺性。**定位次高端市场的特曲 60 版是特曲系列升级的代表性单品,公司着重突出 60 版的经典复刻背景(1967 年“工农牌”特曲酒),通过仅团购渠道运营彰显稀缺性。特曲 60 版为公司次高端价格带的运作注入强大动力,2018 年销售额同比增长 46%,2019 年突破 10 亿大关,2022 年撞线 20 亿体量。

**渠道运作:** 特曲 60 版仅通过团购渠道进行销售,维持产品稀缺性。①在品质驱动下打入高端圈层;②通过“时光珍藏”、“时光乐享”高端品鉴晚宴、房车精英赛、川商峰会、慈善晚宴等活动精准对标高端消费者,提升产品在当地高端圈层的影响力;③2019 年对团购模式进行升级,纳入城市合伙人与城市联盟体,实现经销商优胜劣汰与优质资源汇集。

**限量配额：**特曲 60 版在全国采取“限量配额”的政策，根据历史动销率来决定第二年的配额，即按需供应，稀缺性在一定程度上加剧了团购商“存新酒、卖老酒”的惜售行为。

**提价策略：**2020 年特曲 60 版通过大量圈层营销提升市场需求度+稳定团购价+停货刺激库存消化，在库存正常偏紧缺的状态下推进包装升级，既让提价底气十足，又降低了团购商囤货的欲望，最后再度提升团购价，不但稳固既有价盘，又为下一轮价盘升级奠定基础。

**价格执行：**骨干客户负责联盟体价格、物流管理，按公司要求的联盟体内供货价、团购价、零售价执行价格体系，禁止线上流通，同时统一执行公司标准的联盟体利润分配方案，联盟体成员信息报备怀旧公司，统一协同管理，该模式真正将厂商与渠道客户关系打通，促使产品良性增长。

**区域市场：**2017 年特曲 60 版落实“三核多极”基地市场群建设战略，实施西南“三核”（成都、重庆、泸州）加“多极”（绵阳、南充、乐山、内江）的核心基地市场群的构建，聚焦大四川市场营造品牌氛围。2018 年特曲 60 版开始从专攻川渝市场转换到全国化运作，建立全国性的经销商联盟体“时光荟”，依托消费者和核心意见领袖进行高效、精准的宣传，助推特曲 60 版的全国化进程。

表 10：特曲 60 版提价节奏表（单位：元）

日期	产品类型	价格类型	调整前价格	调整后价格	提价幅度	价格类型	调整前价格	调整后价格	提价幅度
2018 年 4 月	52 度 500ml 特曲 60 版	零售价	480	498	18	团购价	438	-	-
	43 度 500ml 特曲 60 版	零售价	470	488	18	团购价	428	-	-
	38 度 500ml 特曲 60 版	零售价	460	478	18	团购价	418	-	-
2019 年 9 月	52 度 500ml 特曲 60 版	零售价	498	598	100	团购价	438	498	60
	43 度 500ml 特曲 60 版	零售价	488	588	100	团购价	428	488	60
	38 度 500ml 特曲 60 版	零售价	478	578	100	团购价	418	478	60
2020 年 11 月	52 度 500ml 特曲 60 版	-	-	-	-	团购价	498	528	30
2021 年 4 月	52 度 500ml 特曲 60 版	结算价	-	-	30	-	-	-	-
2022 年 6 月	52 度 500ml 特曲 60 版	结算价	-	-	20	-	-	-	-
2023 年 11 月	52 度泸州老窖 60 版特曲五码装(500ml*6)	结算价	-	478	-	-	-	-	-
	43 度泸州老窖 60 版特曲五码装(500ml*6)	结算价	-	438	-	-	-	-	-
	38 度泸州老窖 60 版特曲五码装(500ml*6)	结算价	-	428	-	-	-	-	-

资料来源：微酒公众号、山东酒业研究公众号等，天风证券研究所

表 11：特曲营销事件汇总

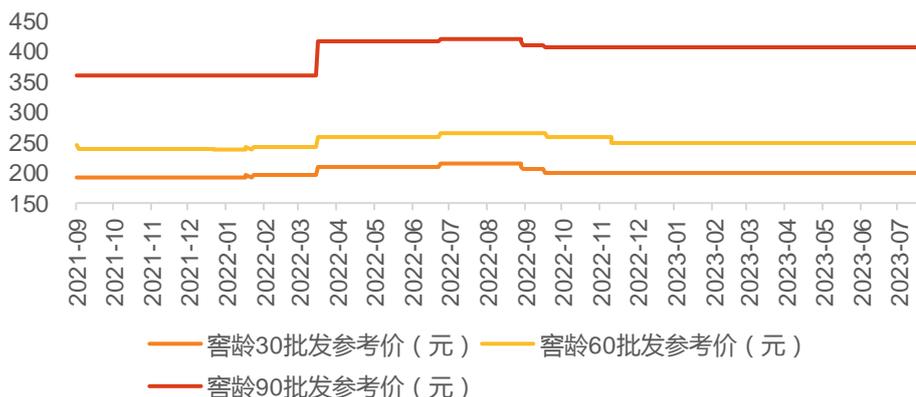
时间	营销方式	营销活动
2019	事件营销	举办“新质量 新品味 新征程”泸州老窖特曲第十代荣耀上市发布会
	广告营销	在热播剧《共产党人刘少奇》中投放广告、场景化植入
2020	电影营销	泸州老窖特曲与国漫电影《姜子牙》联手打造的春节贺岁视频发布
	体验营销	举办白酒文化沉浸式互动体验活动“礼宴”
2021	体验营销	举办泸州老窖·冰鉴正宗国标鉴赏会
	事件营销	举办泸州老窖特曲中国名酒 60 周年庆典
	综艺营销	泸州老窖特曲独家冠名河南卫视《重阳奇妙游》、《味道·厨王争霸赛》
2022	体验营销	举办泸州老窖特曲 VIP 群英汇中秋国标鉴赏会
	事件营销	开展泸州老窖特曲 60 版·一座城市的老 Gào 城市记忆影展
	体验营销	举办泸州老窖特曲中华美食群英榜
	广告营销	发布由陆川导演、段奕宏演绎的泸州老窖特曲品牌大片《求真》
	体验营销	举办“时光珍藏”泸州老窖特曲 60 版高端鉴赏会
	体验营销	举办“酒”别重逢——泸州老窖特曲 60 版怀旧时光宴

2023 事件营销 “时光珍藏的味道” 泸州老窖特曲 60 版 2023 年沉浸式怀旧音乐剧宴《时光乐宴·一曲成名》  
 体验营销 举办 2023 致敬父亲节——泸州老窖特曲（枣庄）品评会

资料来源：凤凰网，新华网，中国青年报公众号等，天风证券研究所

**窖龄酒：窖龄分级，实现区域错位发展策略。**窖龄酒是泸州老窖次高端核心超级单品，意在实现国窖 1573 提价后对中档白酒市场空白的补充，其窖龄 30 年系列产品填补了中档价格带。公司以窖龄等级为标准打造了百年泸州老窖窖龄酒 30 年、60 年、90 年系列产品，涵盖 300-600 元的价格带，窖龄酒系列内部以窖龄 60 年为中心，以窖龄 90 年实施产品升级，以窖龄 30 年作为 60 年跟随产品。

图 30：2021 年 9 月-2023 年 7 月窖龄酒批发参考价（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**泸州老窖 1952：泸州老窖系列价位峰值，拓展次高端价格带。**价格策略：为纪念 1952 年第一届全国评酒会泸州老窖荣获“中国名酒”称号，2021 年公司推出泸州老窖 1952，统一零售价 899 元，定位千元价格带，2023 年 2 月泸州老窖 1952 开始实行产品配额制管控市场价格，保证渠道利润，为未来量价齐升打下基础。产品定位：作为泸州老窖高端市场战略核心大单品，泸州老窖 1952 一方面担负起引领泸州老窖品牌复兴的使命，另一方面起到拓宽品牌价格带，助力抢占高端名酒发展高地的作用，未来有望成为泸州老窖品系中高端赛道扩容的有力抓手。

表 12：泸州老窖品系次高端大单品对比

主要品系	泸州老窖 1952	特曲		窖龄酒
代表产品	泸州老窖 1952	特曲 60 版	老字号特曲	窖龄 30 年 窖龄 60 年 窖龄 90 年
产品图片				
价格带	800-1000 元	400-600 元	300-400 元	300-600 元
产品定位	泸州老窖品系战略引领品牌 泸州老窖品系高端大单品	宴席市场	次高端超级单品	商务精英用酒
区域布局	-	川渝市场	中西部市场	与特曲区域错位发展

资料来源：格隆汇 APP 公众号，消费评论网公众号，酒业家公众号，首席酒评公众号等，天风证券研究所

**颠覆传统光瓶酒市场，开启第三成长曲线。**为维持市场份额的稳定和增长的需要，名优企业下沉抢夺地方酒市场份额逐渐成为白酒行业发展主旋律，其中光瓶酒是市场下沉的拳头产品，近 6 年来高线光瓶酒市场的平均增速达到 20%，大趋势明朗。

**高光：白酒轻奢消费引领者。**在白酒市场消费理性化、品质刚需化的趋势下，高线光瓶

蓝海市场迎来新机遇，2020年10月，泸州老窖推出全新战略品牌高光，定价为300-700元，目标人群为80后、90后新奢族，高光推出了三款产品G1、G2、G3，其中最高端的G3定价698元/瓶进入价格空白带，颠覆传统光瓶酒低端的形象。在营销推广层面，根据酒说公众号，高光的打法更多强调非饱和式销售，采用三三制全域营销模式，通过场景引领实现C端引爆，通过社区互动实现深度体验。

**泸州老窖黑盖：塔基产品，大光瓶战略核心大单品。**2022年6月，泸州老窖正式发布大光瓶战略核心单品“泸州老窖黑盖”，计划2023-2025年内累计销售额突破100亿元。从品质来看，泸州老窖黑盖达到窖龄30年以上窖池酿造的质量水平，口感粮香馥郁，醇厚绵甜；从运营来看，泸州老窖黑盖从数智营销、体系作战、规模培育三大领域发力，对运营定下了“快、准、猛、狠”四字方针；从价位来看，大众光瓶酒市场以10元-60元为主流价位带，在高品质的强势支撑下，泸州老窖黑盖定价接近百元，提升了大众光瓶酒的天花板。

### 3.3. 机会三：生产渠道高度数智化，实现市场秩序强管控

我们认为泸州老窖目前已形成业内位居前列的智能化产业链条，在生产端建成固态酿造数智化水平第一的黄舣智能化酿酒生态园+启动四大技改工程，形成对高端次高端产能的支撑+生产效率的提升+酒体品质的保障，在渠道端布局“五码合一”，实现对渠道物流信息流的精准追踪+价格体系的严密管控，我们认为公司先进的数字化布局奠定了未来在生产管理、产能释放、渠道管控、价格梳理上的强大优势，将为具备弹性的产品结构注入强大的管控动力。

#### 3.3.1. 四大技改推动生产数智化，黄舣生态园树立智能化标杆

**黄舣酿酒生态园首屈一指，进入工业4.0时代。**2020年底黄舣酿酒生态园全面投产，实现传统酿艺与智能科技的深度融合。①通过整合基酒酿造、基酒储存、灌装、智能化包装等全产业链功能板块，实现了酿造过程信息化、自动化、智能化；②通过新的技术手段和对人工的模拟，使诸多传统工艺（配料精准、拌料均匀、轻撒匀铺、探汽上甑、量质摘酒）得到了高效、低耗、优质、稳定的满足。泸州老窖工业4.0时代是“灯塔工厂”，黄舣智能化酿酒生态园是行业内固态酿造数智化水平行业第一、纯粮固态酿造规模行业第一、酒曲产能行业第一、生态环保节能水平行业第一的工业园。

**数智化成果斐然，生产效率全面提升。**2016年公司发起自动化、智能化、信息化酿酒技改，2019年启动生产配套提升技改项目和智能化包装中心技改项目，2022年7月公司投资实施泸州老窖智能酿造技改项目（一期）。依托泸州老窖酿酒工程技改项目，公司应用大数据分析、人工智能等技术创新，全面提升产能规模、绿色生态水平，实现了白酒生产机械化、智能化和信息化，进一步推动技术升级、产能升级。公司在制曲、酿酒、储存的信息化、自动化方面进行了大量的试验和应用，形成了制曲自动化、拌糟自动化等工艺方案和技改措施。

**高端产能翻倍提升，产能限制风险减弱。**公司2020年6月发布增加酿酒工程技改项目投资公告，通过酿酒技改项目将新增的7000个窖池用于生产中低端产品，原来生产各种等级基酒的老窖池置换出来专门生产国窖1573基酒，从而形成对未来高端和次高端产品放量的强大支撑。2022年泸州老窖整体实际产能为17万吨，在中高端酒企中位居前列。

图 31：泸州老窖技改项目

图 32：2020-2022年中高端白酒企业实际产能

项目开始时间	项目名称	目标	投资金额
2016年	酿酒工程技改项目	年产优质基酒10万吨，曲药10万吨，储酒能力30万吨	74.14亿元
2019年	智能化包装中心技改项目	为酿酒工程技改项目配套自动化灌装和物流功能	18.86亿元
2019年	生产配套提升技改项目	配套和完善黄坛酿酒生态园现有生产设备设施	6.35亿元
2022年	智能酿造技改项目(一期)	年产基酒8万吨、基酒储存能力10.4万吨	47.83亿元

资料来源：公司公告，白酒啤酒头条公众号，天风证券研究所

公司名称	2020年	2021年	2022年
洋河股份	160493	202107.32	193418
山西汾酒	145000	180000	176103.86
泸州老窖	170000	170000	170000
古井贡酒	83668	109948	133386
贵州茅台	75160.54	84721.17	91885.83
迎驾贡酒	41024.19	51093.74	54066.07
舍得酒业	18041	42719.35	40858.01
今世缘	40000	40000	40000
口子窖	29866.42	34935.77	33869.37
水井坊	8161.03	12875.53	10039.36

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

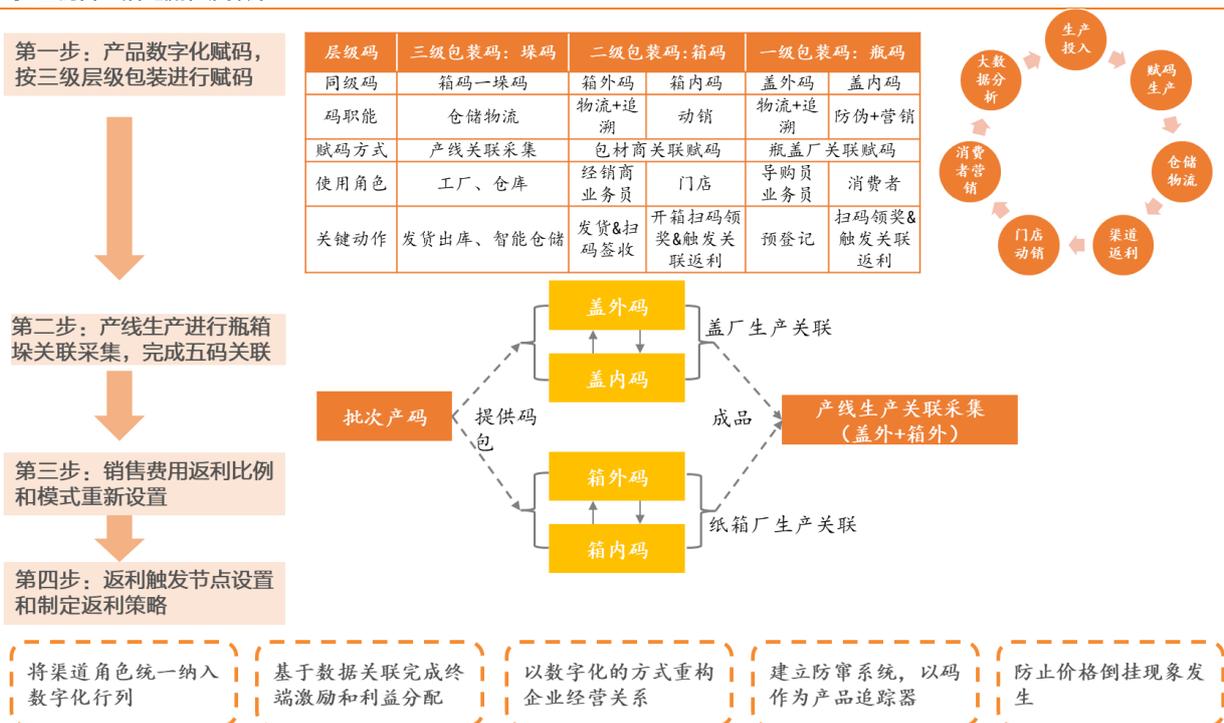
注：山西汾酒、迎驾贡酒、舍得酒业、今世缘、口子窖、水井坊单位为千升，其他为吨

### 3.3.2. “五码合一”数字化革新，精准实现渠道管控

2022 年泸州老窖开始对产品进行数字化体系改革，从“三码合一”向“五码合一”转变，实现货物流向和渠道关系的数字化，加速重构终端体系。

- ① 五码关联系统也是目前行业中领先的数字化管理系统，通过盖顶码、瓶身码、盒码、箱码、托盘码五级码准确关联关系，保障产品查询及跟踪管理，加强公司对渠道和销售信息的管理。
- ② 通过五码关联，泸州老窖可以做到以下几点：1) 构建三端账户体系，将渠道角色统一纳入数字化行列；2) 基于数据关联完成终端激励和利益分配，提升后端对前端的的服务；3) 改变生产与营销的协同关系，以数字化的方式重构企业经营关系。
- ③ 泸州老窖利用“五码合一”数字化手段进行库存消化检测+加大对渠道的管控力度+跟踪真实动销情况+有效解决窜货和价格秩序问题+改变白酒传统顺价销售模式中的服务费用前置问题（转向促进终端开瓶，从而有望解决行业长久以来的价格“倒挂”问题）。截至 2023 年 6 月泸州老窖已经实现了全国 90%以上重点市场的布局，实现五码合一后，泸州老窖相关产品的开盖扫码率每月平均增速超过 50%。

图 33：五码合一落地流程及效果



资料来源：数字化星球，米多数据大引擎等公众号，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

**收入假设：**我们认为，未来随着高度国窖站稳价值高地，低度国窖全国化放量持续推进，特曲窖龄释放复兴势能，2023-2025 年中高档酒类同比增长 24%/20%/18% 达到 274.44/329.33/388.61 亿元；随着光瓶酒市场扩容&年轻群体涌入，以黑盖为代表的高线光瓶酒有望在大众价位带快速放量，2023-2025 年其他酒类同比增长 31%/32%/35% 达到 34.5/45.54/61.48 亿元。

**在产品端，**公司构建了清晰的“双品牌、三品系、大单品”体系，在高端价位带和次高端价位带分别拥有国窖 1573 和特曲两大核心系列，前者拔高品牌势能，锚定高端站位，后者复兴提价，灵活放量确保业绩稳定性。**在渠道端，**公司通过品牌专营模式实现扁平化管理，因地制宜细分久泰模式、厂商 1+1 模式、大经销商模式三种模式，通过参股绑定经销商利益的同时确保公司对渠道的掌控力。**综上所述，**我们预计 23-25 年公司分别实现营收 313/379/456 亿元（同比增长 25%/21%/20%），分别实现归母净利润 133/163/198 亿元（同比增长 28%/23%/21%），对应 PE 为 21X/17X/14X，维持“买入”评级。

表 13：泸州老窖盈利预测表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	166.53	206.42	251.24	313.01	379.43	455.56
yoy	5.28%	23.96%	21.71%	24.59%	21.22%	20.07%
营业成本（亿元）	28.23	29.52	33.70	39.66	46.64	54.68
毛利（亿元）	138.29	176.90	217.54	273.36	332.79	400.87
毛利率（%）	83.05%	85.70%	86.59%	87.33%	87.71%	88.00%
<b>酒类总计</b>						
收入（亿元）	164.48	204.15	247.66	308.94	374.87	450.09
yoy	5.33%	24.12%	21.31%	24.74%	21.34%	20.07%
占总营收比重	98.77%	98.90%	98.58%	98.70%	98.80%	98.80%
营业成本（亿元）	27.11	28.86	32.14	38.03	45.05	53.04
毛利（亿元）	137.37	175.29	215.52	270.91	329.83	397.05
毛利率（%）	83.52%	85.86%	87.02%	87.69%	87.98%	88.21%
<b>中高档酒类</b>						
收入（亿元）	142.37	183.97	221.33	274.44	329.33	388.61
yoy	15.33%	29.22%	20.30%	24%	20%	18%
占酒类收入比重（%）	86.56%	90.12%	89.37%	88.83%	87.85%	86.34%
营业成本（亿元）	13.88	17.78	19.81	22.50	25.92	29.07
毛利（亿元）	128.49	166.20	201.52	251.94	303.41	359.54
毛利率（%）	90.25%	90.34%	91.05%	91.80%	92.13%	92.52%
<b>其他酒类</b>						
收入（亿元）	22.11	20.18	26.34	34.50	45.54	61.48
yoy	-32.41%	-8.74%	30.52%	31%	32%	35%
占酒类收入占比（%）	13.44%	9.88%	10.63%	11.17%	12.15%	13.66%
营业成本（亿元）	13.23	11.08	12.33	15.52	19.13	23.98
毛利（亿元）	8.88	9.10	14.00	18.97	26.41	37.50
毛利率（%）	40.16%	45.09%	53.17%	55%	58%	61%
<b>其他业务</b>						
收入（亿元）	2.05	2.27	3.57	4.07	4.55	5.47
yoy	1.83%	10.83%	57.40%	13.84%	11.89%	20.07%
占总营收比重	1.23%	1.10%	1.42%	1.30%	1.20%	1.20%
营业成本（亿元）	1.12	0.67	1.55	1.63	1.59	1.64
毛利（亿元）	0.93	1.60	2.02	2.44	2.96	3.83
毛利率（%）	45.31%	70.61%	56.56%	60%	65%	70%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用可比公司估值法对公司进行估值，泸州老窖主营产品为高端白酒，根据公司所处行业及自身性质的角度选择可比公司，包括贵州茅台、五粮液、山西汾酒。对公司采

用 PE 法进行估值，可比公司 2023/2024 年 PE 估值均值分别为 26X/22X。考虑到公司高端大单品国窖 1573 品牌地位稳固，中端大单品特曲窖龄有望后续放量，我们看好公司未来发展，给予 2024 年 22 倍 PE，目标价 244.2 元/股，维持“买入”评级。

表 14：可比公司估值

证券代码	公司简称	PE ( 2023E )	PE ( 2024E )	PE ( 2025E )
600519.SH	贵州茅台	29	24	21
000858.SZ	五粮液	20	18	15
600809.SH	山西汾酒	29	24	19
	可比公司平均	26	22	18

资料来源：wind，天风证券研究所；截至 2024 年 4 月 3 日收盘，注：PE 选取 wind 一致预期

## 5. 风险提示

**行业政策变动：**白酒行业需求及税收受政策影响较大，如有政策变动，短期可能会对公司营收及盈利能力造成负面影响。

**行业竞争加剧：**白酒行业开始进入品牌影响力、产品质量、营销水平、创新能力的全面竞争时代，白酒行业逐步进入加速竞争阶段，谨防竞争恶化带来的价格战。

**食品安全风险：**白酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。如果国家相关法律、法规以及行业规定的要求发生变化，酒企在原材料采购、酿造、勾兑及包装等环节的质量控制措施须相应地进行改变，否则将对企业生产经营带来影响，进而影响酒企未来发展。

**中档产品放量不及预期：**中档产品放量是未来公司重要的增长点，如遇市场竞争激烈或推广策略效果不及预期情况，可能会影响公司未来发展。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,513.49	17,757.53	26,954.66	32,826.15	41,597.56	营业收入	20,642.26	25,123.56	31,301.26	37,942.52	45,555.75
应收票据及应收账款	1.63	5.94	11.20	1.46	16.49	营业成本	2,952.43	3,369.53	3,965.87	4,663.14	5,466.69
预付账款	178.09	114.26	219.67	179.15	288.23	营业税金及附加	2,864.90	3,523.95	4,350.87	5,236.07	6,286.69
存货	7,277.57	9,840.74	10,307.18	13,383.08	14,389.50	销售费用	3,599.21	3,448.77	4,131.77	5,008.41	6,013.36
其他	5,604.57	5,833.25	5,654.01	5,834.12	5,785.20	管理费用	1,056.12	1,162.42	1,345.95	1,631.53	1,913.34
<b>流动资产合计</b>	<b>26,575.36</b>	<b>33,551.72</b>	<b>43,146.71</b>	<b>52,223.97</b>	<b>62,076.98</b>	研发费用	137.71	206.25	209.06	265.60	273.33
长期股权投资	2,626.74	2,667.50	2,667.50	2,667.50	2,667.50	财务费用	(216.89)	(286.38)	(263.78)	(507.49)	(744.31)
固定资产	8,089.49	8,856.26	8,668.10	8,267.60	7,760.92	资产/信用减值损失	81.13	(1.17)	26.78	35.58	20.40
在建工程	1,259.85	808.92	404.46	202.23	101.11	公允价值变动收益	6.35	(12.02)	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,606.36	3,083.27	2,995.91	2,908.55	2,821.19	投资净收益	202.21	104.72	169.47	158.80	144.33
其他	2,053.99	2,417.81	2,417.24	2,417.10	2,417.10	其他	(631.34)	(239.38)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,636.42</b>	<b>17,833.76</b>	<b>17,153.21</b>	<b>16,462.98</b>	<b>15,767.83</b>	<b>营业利润</b>	<b>10,590.43</b>	<b>13,846.88</b>	<b>17,757.77</b>	<b>21,839.64</b>	<b>26,511.37</b>
<b>资产总计</b>	<b>43,211.78</b>	<b>51,385.48</b>	<b>60,299.92</b>	<b>68,686.95</b>	<b>77,844.82</b>	营业外收入	27.25	27.83	29.24	28.11	28.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	66.72	19.96	46.54	44.40	36.97
应付票据及应付账款	2,420.35	2,311.67	3,999.94	3,365.93	4,971.56	<b>利润总额</b>	<b>10,550.96</b>	<b>13,854.75</b>	<b>17,740.48</b>	<b>21,823.35</b>	<b>26,502.80</b>
其他	5,016.49	5,774.10	8,805.84	11,250.52	10,753.66	所得税	2,613.70	3,444.16	4,410.15	5,418.77	6,572.69
<b>流动负债合计</b>	<b>7,436.85</b>	<b>8,085.77</b>	<b>12,805.77</b>	<b>14,616.44</b>	<b>15,725.23</b>	<b>净利润</b>	<b>7,937.26</b>	<b>10,410.59</b>	<b>13,330.33</b>	<b>16,404.58</b>	<b>19,930.10</b>
长期借款	0.00	3,179.60	3,179.60	3,179.60	3,179.60	少数股东损益	(18.29)	45.21	57.88	71.23	86.54
应付债券	3,990.79	2,996.10	3,658.25	3,548.38	3,400.91	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,955.55</b>	<b>10,365.38</b>	<b>13,272.45</b>	<b>16,333.34</b>	<b>19,843.56</b>
其他	136.78	228.84	228.84	228.84	228.84	每股收益(元)	5.40	7.04	9.02	11.10	13.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,127.56</b>	<b>6,404.54</b>	<b>7,066.70</b>	<b>6,956.82</b>	<b>6,809.36</b>						
<b>负债合计</b>	<b>15,074.52</b>	<b>17,056.69</b>	<b>19,872.47</b>	<b>21,573.27</b>	<b>22,534.58</b>						
少数股东权益	97.01	120.92	146.00	175.28	211.18	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	1,464.75	1,471.90	1,471.99	1,471.99	1,471.99	<b>成长能力</b>					
资本公积	3,755.35	4,800.15	4,800.15	4,800.15	4,800.15	营业收入	23.96%	21.71%	24.59%	21.22%	20.07%
留存收益	22,652.61	28,244.09	33,994.20	40,708.14	48,938.59	营业利润	33.06%	30.75%	28.24%	22.99%	21.39%
其他	167.53	(308.27)	15.11	(41.88)	(111.68)	归属于母公司净利润	32.47%	30.29%	28.05%	23.06%	21.49%
<b>股东权益合计</b>	<b>28,137.26</b>	<b>34,328.79</b>	<b>40,427.45</b>	<b>47,113.68</b>	<b>55,310.23</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43,211.78</b>	<b>51,385.48</b>	<b>60,299.92</b>	<b>68,686.95</b>	<b>77,844.82</b>	毛利率	85.70%	86.59%	87.33%	87.71%	88.00%
						净利率	38.54%	41.26%	42.40%	43.05%	43.56%
						ROE	28.37%	30.30%	32.95%	34.80%	36.01%
						ROIC	53.70%	63.92%	67.98%	94.88%	110.05%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	34.89%	33.19%	32.96%	31.41%	28.95%
						净负债率	-33.54%	-33.50%	-49.56%	-55.22%	-63.16%
						流动比率	2.43	3.15	3.37	3.57	3.95
						速动比率	1.76	2.23	2.56	2.66	3.03
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	13,164.28	6,639.71	3,653.56	5,996.67	5,075.50
						存货周转率	3.45	2.94	3.11	3.20	3.28
						总资产周转率	0.53	0.53	0.56	0.59	0.62
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	5.40	7.04	9.02	11.10	13.48
						每股经营现金流	5.23	5.61	10.42	10.21	13.43
						每股净资产	19.05	23.24	27.37	31.89	37.43
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	35.63	27.35	21.36	17.35	14.28
						市净率	10.11	8.29	7.04	6.04	5.14
						EV/EBITDA	32.92	21.98	14.33	11.56	9.27
						EV/EBIT	34.66	22.99	14.89	11.93	9.53

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com