

泸州老窖 (000568)

证券研究报告

2019年11月10日

乘风破浪会有时，高端优异赛道叠加管理边际加速

消费升级需求周期对冲宏观经济增速趋缓：近五年我国居民收入增速稳定在8%；中产以上阶层占比预计2020年达到81%；消费升级趋势明显，消费者信心指数达124.87，消费水平指数升至109.01，均为近五年最大

近几年我国城镇居民人均可支配收入增速稳定在8%左右，2019年我国城镇居民人均可支配收入有望突破40000元。根据麦肯锡的数据，酒类、牛奶是食品饮料中消费升级最快的。消费者越来越注重产品的品质、健康、体验等因素。较为宽松的货币政策和积极的财政政策有利于未来消费升级加快步伐。

我国高端白酒市场分析：受益板块消费升级，未来行业增长空间大，市场需求远大于供给，稀缺性和品牌价值构建坚实护城河

白酒行业消费升级趋势明显，未来白酒行业销售收入CAGR有望保持10%以上；尼尔森数据分析显示：酒业呈现线上驱动增长、商超渠道中高端白酒销售额增长率达27.8%、年轻群体和新中产为主要潜力人群。

高端白酒市场总结：市场扩容空间大，高端白酒企业盈利能力强，高端白酒兼具消费属性和投资属性，是投资价值极佳的白酒子板块。高端白酒壁垒较高，2017年数据显示茅五泸市占率达95%。中研网分析高端酒实际需求CAGR约10%，到2023年高端白酒市场份额有望提升4PCT至19%。

高端白酒的市场龙头，强有力的管理层助推公司产品、品牌和渠道力齐发力。精细化管理，梳理产品线、加强品牌塑造、调整营销模式

国资控股，15年后管理层换届后对企业进行了大幅的梳理。**产品力**：浓香鼻祖，追求白酒的卓越品质，产品矩阵完备，实施“三品系、五大超级单品”的产品战略。**品牌力**：自古以来就是中国白酒的典范，作为中国白酒走出国门大使荣获诸多荣誉，近年来积极开展事件营销提升公司品牌知名度。**渠道力**：公司渠道扁平化，直控终端、直分销模式相结合。

增长看点：随着高端白酒体量扩容以及公司管理层对于公司持续赋能，预计公司收入费用情况将持续优化，公司力争在2020年将国窖1573系列成品酒的销量提高到1.5万吨，2025年达到2-2.5万吨；预计1573未来三年将保持25%以上的收入增速，预测2020年1573收入有望达到110亿元。

盈利预测与估值分析

预计19/20/21年收入162/205/242亿元，净利润47/66/80亿元，对应19/20/21年EPS为3.2/4.5/5.5元/股。考虑到公司将持续受益高端白酒市场扩容，管理层持续赋能加速公司收入提升费用率降低，给予公司2020年29倍估值，对应目标价130.5元，“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定风险 行业竞争加剧风险 高端白酒需求下降风险 公司高端白酒市场拓展不力风险 公司整体销售费用增加的风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,394.87	13,055.47	16,152.22	20,513.32	24,205.72
增长率(%)	25.18	25.60	23.72	27.00	18.00
EBITDA(百万元)	3,467.88	4,664.54	6,328.47	8,901.73	10,895.42
净利润(百万元)	2,557.94	3,485.64	4,664.65	6,555.44	8,046.50
增长率(%)	32.69	36.27	33.82	40.53	22.75
EPS(元/股)	1.75	2.38	3.18	4.48	5.49
市盈率(P/E)	48.62	35.68	26.66	18.97	15.46
市净率(P/B)	8.20	7.33	6.80	6.11	5.42
市销率(P/S)	11.96	9.53	7.70	6.06	5.14
EV/EBITDA	25.27	10.63	18.32	12.46	10.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	85.62元
目标价格	130.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,464.75
流通A股股本(百万股)	1,460.11
A股总市值(百万元)	125,412.11
流通A股市值(百万元)	125,014.22
每股净资产(元)	12.67
资产负债率(%)	29.83
一年内最高/最低(元)	98.48/37.60

作者

刘鹏 分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 消费升级周期对冲宏观经济增速趋缓：近五年我国居民收入增速稳定在 8%；中产以上阶层占比大幅度提升，预计 2020 年达到 81%；消费升级趋势明显，消费者信心指数达 124.87，消费水平指数升至 109.01，均为近五年最大	5
1.1. 从 GDP 增速以及国内信贷规模增速看我国经济增速存在放缓迹象	5
1.2. 我国居民收入的稳定增长、基尼系数的下行以及全国中产以上阶层的占比提升共同助推消费升级：近五年我国城镇人均可支配收入增速稳定在 8%；中产以上阶层占比大幅度提升，预计 2020 年达到 81%	6
1.3. 我国消费升级趋势明显：消费者信心指数达 124.87，消费水平指数在 18 年升至 109.01，均为近五年最大值	8
1.4. 从宏观政策来看：较为宽松的货币政策和积极的财政政策有利于未来消费升级加快步伐	9
2. 我国高端白酒市场分析：受益板块消费升级，未来行业增长空间大，市场需求远大于供给，稀缺性和品牌价值构成坚实护城河	10
2.1. 中国白酒行业发展现状分析：白酒行业消费升级趋势明显，未来白酒行业销售收入 CAGR 有望保持 10%以上；商超渠道中高端白酒销售额增长率达 27.8%，年轻群体和新中产为酒类消费主要潜力人群	10
2.1.1. 白酒产销量下降，白酒收入增长，行业高端化趋势明显	10
2.1.2. 尼尔森数据分析显示：酒业呈现线上驱动增长、商超渠道中高端白酒销售额增长率达 27.8%、年轻群体和新中产为主要潜力人群	11
2.1.3. 从送礼选择角度看白酒板块投资价值：根据《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》的调查和研究，白酒愈发成为中国人赠礼的重要选择，55%高净值人群选择国产酒送礼	13
2.2. 中国高端白酒市场分析：近三年高档白酒价格涨幅超过 36%，未来高端酒实际需求 CAGR 可达 10%	15
2.2.1. 高端白酒壁垒较高，2017 年数据显示茅五泸市占率达 95%。中研网分析高端酒实际需求 CAGR 约 10%，到 2023 年高端白酒市场份额有望提升 4PCT 至 19%	15
2.2.2. 高端白酒市场总结：市场扩容空间大，高端白酒企业盈利能力强，高端白酒兼具消费属性和投资属性，是投资价值极佳的白酒子板块	16
3. 公司分析：高端白酒的市场龙头，强有力的管理层助推公司产品、品牌和渠道齐发力	17
3.1. 强有力的管理层，完善的企业管理体系	17
3.1.1. 15 年后新管理层上台后，内部进行精细化、规范化管理，梳理产品线、加强品牌塑造、调整营销模式	17
3.1.2. 经营计划中强调加强管理，完善的公司经营理念是公司体系管理、精细管理的体现，出色的人才培养理念是公司未来加快发展的基础	19
3.1.3. 公司股权结构稳定，国资控股	20
3.2. 产品力：浓香鼻祖，追求白酒的卓越品质，产品矩阵完备，实施“三品系、五大超级单品”的产品战略	21
3.3. 品牌力：自古以来就是中国白酒的典范，作为中国白酒走出国门大使荣获诸多荣誉，近年来积极开展事件营销提升公司品牌知名度	23
3.4. 渠道力：实施竞争型营销战略；渠道扁平化，直控终端；内外协同，提升厂商合作效率	24
4. 中报更新：公司中报显示公司业绩优良，高端白酒板块加速扩容，公司归母净利增速达 40%，为近五年最高值。公司现金流量管理得当，酒类业务毛利率为 79.85%，管理费用率 5%为茅五泸中最低，销售毛利率 80%和净利率 35%均为高端酒板块前列	25
4.1. 泸州老窖中报显示公司业绩优良，19H1 收入增速 25%，归母净利增速 40%。经营	

活动产生现金流量净额激增 316%，体现公司议价能力的增强	25
4.2. 公司收入分析：酒类业务毛利率为 79.85%，同比增长 5.07%；高档酒增速达 30.47%	27
4.3. 公司期间费用分析：近五年中报显示管理费用基本保持稳定在 5%左右，为茅五泸中最低；销售费用率为 19%左右，有较大下降空间	29
4.4. 公司利润分析：毛利率达 80%仅次于茅台，销售净利率为 35%与五粮液接近	31
5. 增长看点：随着行业高端白酒体量扩容以及公司管理层对于公司持续赋能，预测 2020 年国窖收入/公司整体收入有望达到 110/190 亿元，公司净利率达到 31%，实现净利润 59 亿元.....	32
5.1. 公司力争在 2020 年将国窖 1573 系列成品酒的销量提高到 1.5 万吨，2025 年达到 2-2.5 万吨。以 2018 年为基准，我们预计 1573 大单品收入在未来三年有望翻番	32
5.2. 公司收入预测：预计公司收入加速向好，同时公司白酒整体销量将持续好转，毛利率有望达到 80%以上	33
5.3. 公司费用率预测：未来三年销售费用率有望下降 5PCT 左右，管理费用率处在持续下行通道，研发费用率保持稳定	33
5.4. 公司利润预测：收入增加 21 年看到 242 亿，费用率降低，同时预计 21 年利润有望达到 80 亿	34
6. 盈利预测与估值分析	35
7. 风险提示	36

图表目录

图 1：GDP 不变价:同比(%).....	5
图 2：国内信贷规模及增速	6
图 3：我国城镇居民人均可支配收入	6
图 4：全国居民收入基尼系数	8
图 5：2012、2022E 我国中产阶层占比	8
图 6：消费者信心指数(季)	8
图 7：我国全体居民消费水平指数（上年=100）	8
图 8：居民食品饮料消费向高端品升级	8
图 9：人民币存款准备金率：大型存款类金融机构（%）	9
图 10：非税收收入及税收收入增速	9
图 11：2012-2018 年中国白酒产量及增长	10
图 12：2012-2025 年中国白酒销售收入情况及预测	10
图 13：中国白酒行业销售收入结构占比	11
图 14：2016-2017 中国白酒行业产品结构对比	11
图 15：36 大中城市白酒（500ml 左右 52 度）平均价格（元）	11
图 16：白酒（折 65 度）销量（万千升）	11
图 17：酒业线上驱动增长	12
图 18：酒业整体呈现消费升级趋势，线上尤为明显	12
图 19：消费者：新一代潜力消费者引领消费升级	12
图 20：过去一年送过哪些	13

图 21: 未来给他人赠礼时的倾向性.....	13
图 22: 选择礼品时考虑因素.....	14
图 23: 胡润百富送礼决策模型.....	14
图 24: 被动阶段重要影响因素.....	15
图 25: 主动阶段重要影响因素.....	15
图 26: 2017 年中国高端白酒市场份额占比.....	16
图 27: 2019 年中报披露茅五泸白酒销售收入占比.....	16
图 28: 茅五泸销售毛利率 (%).....	17
图 29: 茅五泸销售净利率 (%).....	17
图 30: 2015 年以来新高管团队重要举措.....	18
图 31: 完善的企业经营理念.....	19
图 32: 泸型酒酿酒生产工艺.....	21
图 33: 1573 国宝窖池剖面图.....	23
图 34: 2019H1 营业总收入.....	25
图 35: 2019H1 归母净利润.....	25
图 36: 应收账款周转率横向对比.....	26
图 37: 近五年中报公司各档次白酒销售情况 (亿元).....	28
图 38: 公司费用率 (%).....	29
图 39: 销售费用率横向对比 (%).....	30
图 40: 管理费用率横向对比 (%).....	30
图 41: 销售毛利率横向对比 (%).....	31
图 42: 销售净利率横向对比 (%).....	31
图 43: 近五年中报高中档酒收入 (亿元).....	32
图 44: 收入净利预测.....	35
图 45: 泸州老窖历史估值.....	35
表 1: 食品饮料板块销售毛利率和营业利润率比较.....	16
表 2: 公司产品矩阵图.....	22
表 3: 公司近三年重要事件营销.....	24
表 4: 合并报表经营活动产生的现金流量 (亿元).....	26
表 5: 合并报表投资活动产生的现金流量 (亿元).....	27
表 6: 公司 2019H1 主营业务构成情况 (亿元).....	28
表 7: 19H1 销售费用情况 (亿元).....	29
表 8: 19H1 管理费用情况 (亿元).....	30
表 9: 国窖 1573 收入及价格预测.....	33
表 10: 公司白酒销量、收入、毛利率预测.....	33
表 11: 费用率预测.....	34
表 12: 公司整体经营情况预测.....	34
表 13: 泸州老窖横向可比公司.....	35

1. 消费升级周期对冲宏观经济增速趋缓：近五年我国居民收入增速稳定在 8%；中产以上阶层占比大幅度提升，预计 2020 年达到 81%；消费升级趋势明显，消费者信心指数达 124.87，消费水平指数升至 109.01，均为近五年最大

经过我们研究发现，目前国内宏观经济增长确有放缓迹象，但是由于消费升级周期的对冲效应，目前我国消费水平仍在不断提高，消费升级趋势明显。我们总结了消费升级的几大现象：

- 1、我国居民收入的稳定增长，分配制度的优化使得基尼系数的下行、中产以上阶层的比例提升，共同助推消费升级。
- 2、从实际消费数据来看，我国消费升级趋势明显：消费者信心指数达 124.87，消费水平指数在 18 年升至 109.01，均为近五年最大。
- 3、从宏观政策来看，较为宽松的货币政策和积极的财政政策有利于未来消费升级加快步伐：2019 年 9 月人民币存款准备金率为 13%，近五年新低；减费降税政策使得税收增速放缓、非税收入下滑。

1.1. 从 GDP 增速以及国内信贷规模增速看我国经济增速存在放缓迹象

国民生产总值 GDP 增速是衡量一国经济发展状况的重要指标，总体来看从 08 年金融危机以来，我国经济增速下滑趋势显现，一方面是我国经济体量的不断加大，经济增速保持 21 世纪头几年的高增长较为困难，但是经济增量依然可观；另一方面国际国内政治经济环境的不明朗，供给侧结构性改革政策的推进，也让我国上层制定的经济发展目标由高增长转向稳增长。

图 1：GDP 不变价:同比(%)

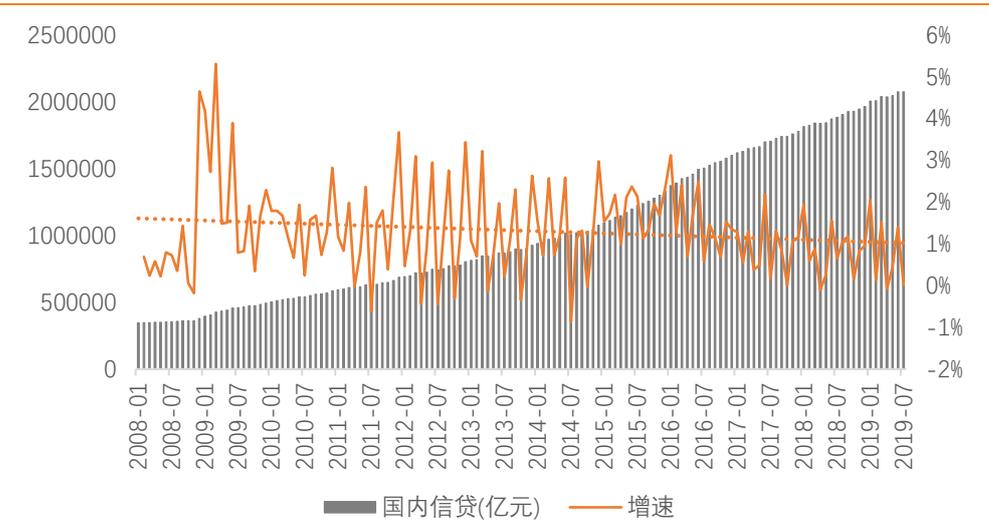


资料来源：wind，天风证券研究所

信贷规模可以反映企业从银行信贷渠道所获得的资金支持的力度。信贷规模曾是中国的货币政策中介目标，又是实施货币政策的重要手段之一，其重要性不言而喻。信贷规模及增速一方面可以反应一国的货币当局对货币政策松紧的态度，另一方面可以反应企业投融资

规模和意愿。可以看到，近 10 年来国内信贷规模保持了相对稳定的增长态势，但是信贷规模增速却略微有下降趋势。

图 2：国内信贷规模及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 我国居民收入的稳定增长、基尼系数的下行以及全国中产以上阶层的占比提升共同助推消费升级：近五年我国城镇人均可支配收入增速稳定在 8%；中产以上阶层占比大幅度提升，预计 2020 年达到 81%

我国城镇居民人均可支配收入稳步上升，人均可支配收入增速保持相对稳定。近几年我国城镇居民人均可支配收入增速稳定在 8% 左右，2019 年我国城镇居民人均可支配收入有望突破 40000 元。人均可支配收入将影响居民消费水平，预计未来一段时间我国城镇居民人均可支配收入增速将保持稳定，这将有利于我国居民消费水平的增长。

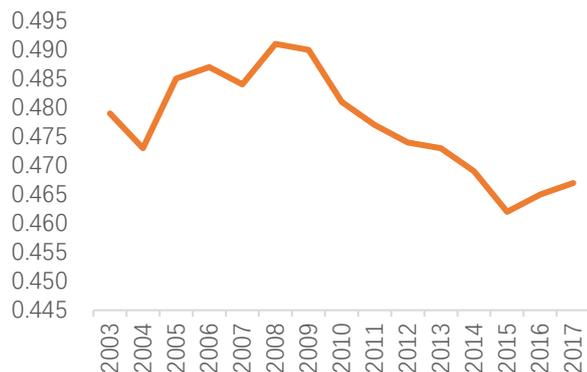
图 3：我国城镇居民人均可支配收入



资料来源：wind，天风证券研究所

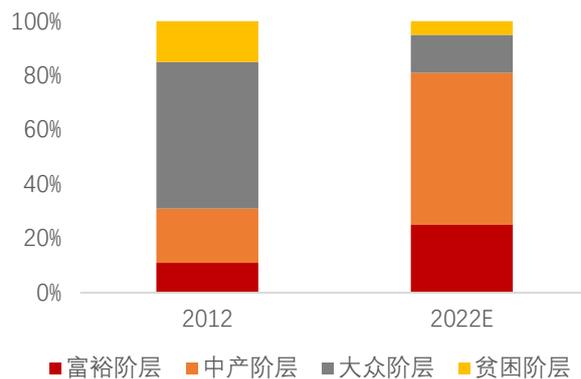
2009-2015 年，全国居民收入基尼系数呈下滑趋势，2015 年基尼系数为 0.462，2016 年上升至 0.465，总体下降趋势不变。根据中国产业信息网数据预测，我国中产以上阶层占比大幅度提升，预计 2020 年达到 81%，成为中国消费升级的最主要力量。

图 4：全国居民收入基尼系数



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2012、2022E 我国中产阶级占比

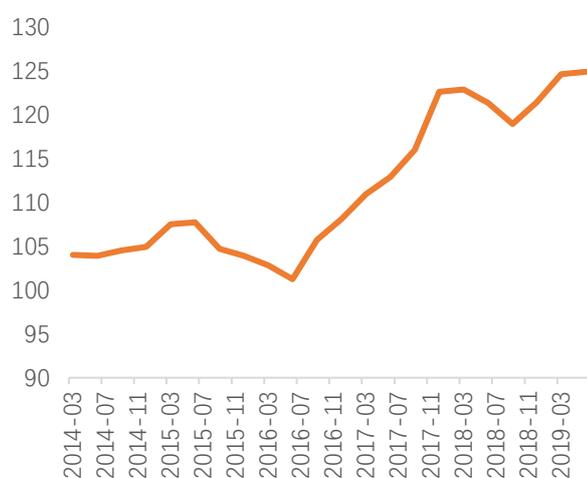


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

1.3. 我国消费升级趋势明显：消费者信心指数达 124.87，消费水平指数在 18 年升至 109.01，均为近五年最大值

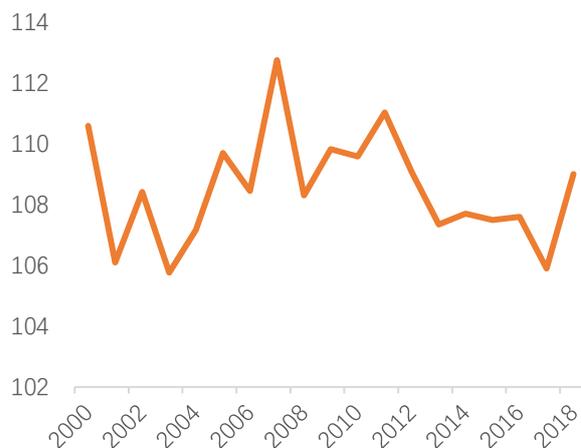
消费水平指数是反映不同时期每户(每人)消费水平变动程度的指标。消费水平指数等于基期消费水平指数乘以 t 期消费水平，再除以基期居民消费水平所得的数值。我国全体居民消费水平指数在 2013 年后保持稳定，2017 年有略微下降后迅速反弹 2018 年以及突破了 2013-2016 的压力位（大约为 107.5），达到了 109.01。

图 6：消费者信心指数(季)



资料来源：wind，天风证券研究所

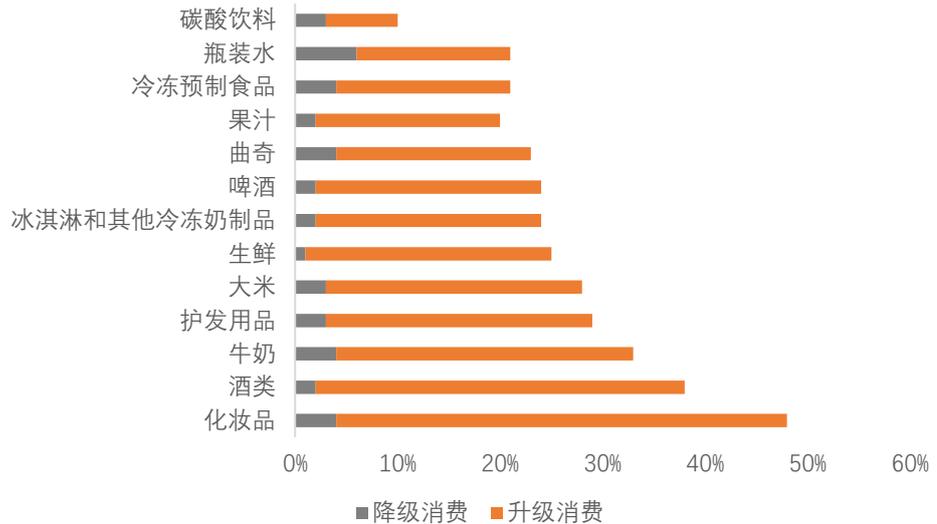
图 7：我国全体居民消费水平指数（上年=100）



资料来源：国家统计局，wind，天风证券研究所

食品饮料消费需求由低层次向高品质升级 持续不减的消费者信心支撑着强烈的消费意愿，消费升级势头强劲。居民对食品饮料快消品的需求也从低层次向高品质升级，高端产品的品类增速大大快于大众产品，根据麦肯锡的数据，酒类、牛奶是食品饮料中消费升级最快的。消费者越来越注重产品的品质、健康、体验等因素，根据尼尔森，功能饮料和果汁的销售增速最快。

图 8：居民食品饮料消费向高端品升级



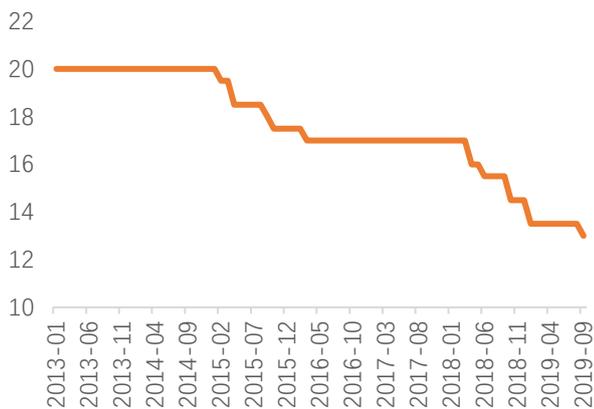
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

1.4. 从宏观政策来看：较为宽松的货币政策和积极的财政政策有利于未来消费升级加快步伐

2019年9月人民币存款准备金率为13%，近五年新低 从近几年的存款准备金率变化来看，13年-14年和16年中-18年中为存款准备近的一个平台期，前者维持在20%，而后者维持在17%。但是总体来看，目前我国的存款准备金率处在一个明显的下行通道之中，2019年9月更是达到了近五年新低的13%。作为重要的货币政策工具，较低的存款准备金率能影响银行信贷政策以及加快社会经济的增速。

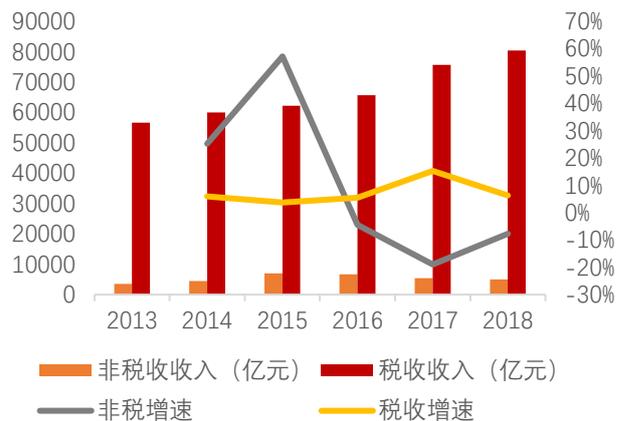
税收增速放缓、非税收入下滑 18年财政政策的总基调是减税降费，表现为税收增速放缓、非税收入下滑。财政部和税务总局均表示19年将深化增值税改革，同时减轻居民税负，降低社保费率等方案也将陆续出台，我们预计19年减税降费规模将进一步扩大。降费降税有利于进一步激发居民消费活力，加快消费升级步伐。

图9：人民币存款准备金率：大型存款类金融机构 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图10：非税收入及税收收入增速



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 我国高端白酒市场分析：受益板块消费升级，未来行业增长空间大，市场需求远大于供给，稀缺性和品牌价值构成坚实护城河

下文我们将按两个层次来看我国高端白酒市场：

1、**我国整体白酒行业发展现状分析**，消费升级趋势明显，未来白酒行业销售收入 CAGR 有望保持 10%以上；商超渠道中高端白酒销售额增长率达 27.8%，年轻群体和新中产为酒类消费主要潜力人群。同时，我们新颖的分析送礼选择角度下的白酒板块投资价值，白酒愈发成为中国人赠礼的重要选择，55%高净值人群选择国产酒送礼。

2、**我国高端白酒市场分析**，近三年高档白酒价格涨幅超过 36%，中研网分析高端酒实际需求 CAGR 约 10%，到 2023 年高端白酒市场份额有望提升 4PCT 至 19%。

2.1. 中国白酒行业发展现状分析：白酒行业消费升级趋势明显，未来白酒行业销售收入 CAGR 有望保持 10%以上；商超渠道中高端白酒销售额增长率达 27.8%，年轻群体和新中产为酒类消费主要潜力人群

2.1.1. 白酒产销量下降，白酒收入增长，行业高端化趋势明显

白酒作为我国特有的酒种，拥有悠久的历史 and 独特的内涵。2016 年之前，中国白酒产量呈稳定增长趋势，由 2012 年的 1153.16 万千升增长到 2016 年 1358.4 万千升。到 2017 年，中国白酒产量开始下滑，为 1198.1 万千升，同比下降 11.8%。截止到 2018 年，中国白酒产量继续下跌，达到近几年最低值，为 871.2 万千升，同比下降 27.28%。

白酒产销量下降，白酒收入增长，行业高端化趋势明显 2018 年中国白酒销售收入与销售量走势保持一致，2017 年中国白酒销售收入为 5654 亿元，同比下降 7.7%。预计随着政策的利好，未来几年白酒行业市场规模将维持低速增长。根据华经产业研究院的预测在 2023 年中国白酒行业销售收入将超 7000 亿元，达到 7071 亿元。在 2025 年中国白酒行业销售收入将达到了 7756 亿元。

图 11：2012-2018 年中国白酒产量及增长



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

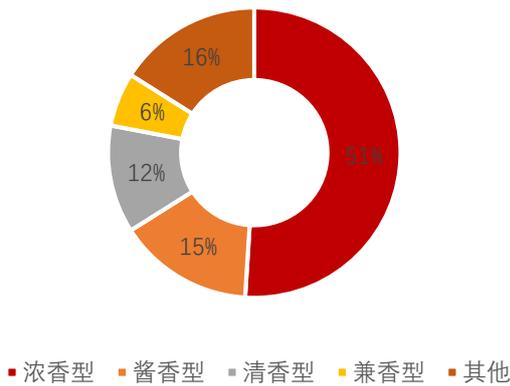
图 12：2012-2025 年中国白酒销售收入情况及预测



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

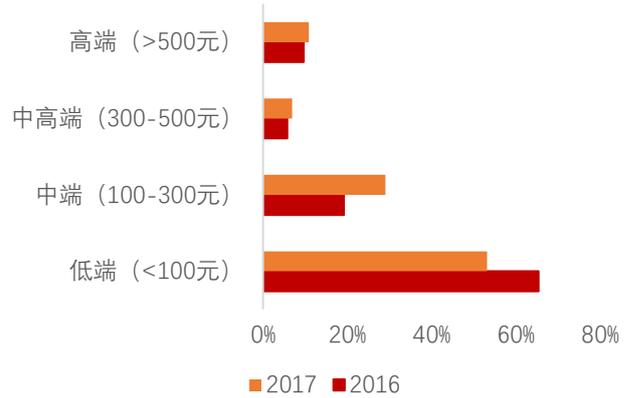
浓香型为销售主力，白酒消费升级早在 2017 年已经开始 浓香型是我国白酒行业销售结构分布中的主力，占比达到了 51%。第二三位分类是占比为 15%的酱香型和 12%的清香型。同时根据前瞻经济学人统计的 16-17 年白酒行业产品销售结构来看，2017 年，我国价格带在 500 元以上的高端白酒销量占比 10.88%，较 2016 年提升了 1.26 个百分点；价格带在 300-500 元中高端白酒占比 6.93%，较去年提升了 1.16 个百分点，而价格带在 100 元以下的低端酒的占比却又下降趋势。可以看到，中国白酒的消费结构在 2017 年已经有所升级，中端以上的白酒需求量大幅提高。

图 13：中国白酒行业销售收入结构占比



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 14：2016-2017 中国白酒行业产品结构对比



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

从 36 大中城市白酒平均价格（500ml 左右 52 度）看，近五年中低档白酒的价格基本保持 150 元左右的水平不变，而高档白酒在 16 年以来上升迹象明显，由 780 元上升至 19 年 7 月的 1064 元，涨幅达 36%。这也印证了我们在本文第一部分中提到的消费升级的明显趋势。

从白酒折 65 度销量上看，2016 年达到了近五年白酒折 65 度销量的峰值 1306 万千升，而后白酒销量出现了明显的下滑趋势，2017 年白酒折 65 度销量为 1162 万千升，2018 年白酒折 65 度销量为 855 万千升，约为峰值 2016 年全年销量的 65%。

白酒消费“越喝越好、越喝越少”，中高档以上白酒受益 再次回顾我国近几年白酒行业销售收入情况，可以看到 2017 年我国白酒行业的收入有明显的下滑，下滑幅度为 7.7%；而 2018 年增速出现强势反弹。我们预测随着消费升级的不断深化，消费者消费理念的不断进化，白酒消费“越喝越好、越喝越少”的理念将深入人心，这有利于中高档及以上的白酒消费的增长，同时有利于白酒行业集中度的不断提高。因此，未来白酒板块多出现结构性机会。

图 15：36 大中城市白酒（500ml 左右 52 度）平均价格（元）



资料来源：国家统计局，wind，天风证券研究所

图 16：白酒（折 65 度）销量（万千升）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.1.2. 尼尔森数据分析显示：酒业呈现线上驱动增长、商超渠道中高端白酒销售额增长率达 27.8%、年轻群体和新中产为主要潜力人群

2019 年春糖期间，尼尔森分享了《中国酒业趋势分享》报告，报告显示，酒业整体呈现消费升级趋势，线上成驱动增长主力，新一代消费者拥抱渠道融合趋势显著，以消费者为中

心成营销重点。

线上驱动增长 尼尔森报告指出，中国酒类仍以线上驱动增长为主，葡萄酒、啤酒、白酒最受大众欢迎，清酒、黄酒等东方酒种销售额和增长趋势渐起。其中，线上渠道和二线城市为增长主力，啤酒、白酒、葡萄酒最受欢迎。

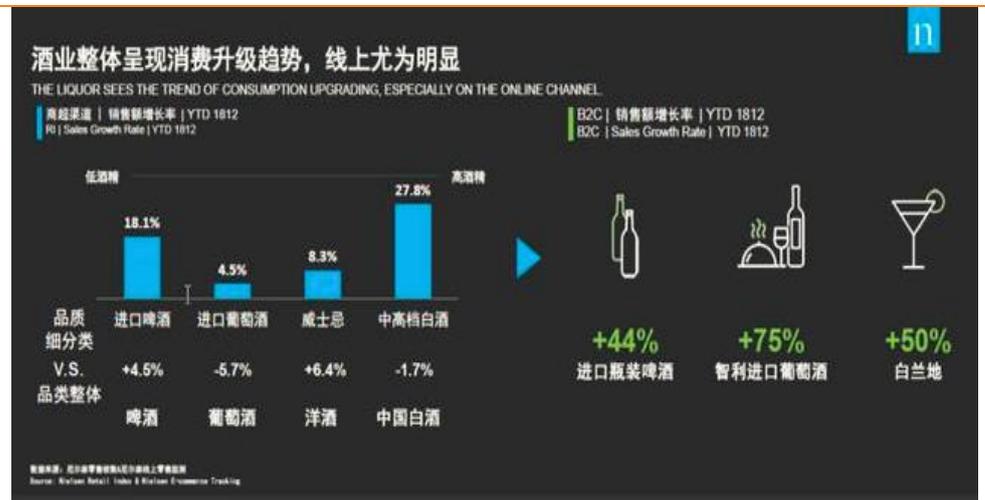
图 17：酒业线上驱动增长



资料来源：尼尔森《中国酒业趋势分享》，上海国际葡萄酒及烈酒展览会，天风证券研究所

商超渠道中高端白酒销售额增长率达 27.8% 尼尔森报告指出，酒业整体呈现消费升级趋势，线上尤为明显。在商超渠道中，中高档白酒和进口啤酒的销售额增长率最高，分别为 27.8% 和 18.1%；B2C 市场份额中智利进口葡萄酒、白兰地、进口瓶装啤酒的销售额增长率分别为 75%、50%、44%。此外，酒类消费正在从一二线城市向三四线城市渗透，虽然一二线城市市场份额占比最高，但二、四线城市已成为推动酒类线下渠道增长主力。

图 18：酒业整体呈现消费升级趋势，线上尤为明显



资料来源：尼尔森《中国酒业趋势分享》，上海国际葡萄酒及烈酒展览会，天风证券研究所

年轻群体和新中产为酒类消费主要潜力人群，健康、个性、便利趋势明显 在消费升级的大背景下，年轻消费客群正在崛起。尼尔森报告显示，在 18-25 岁男性消费者中，2019 年白酒花费比过去一年增加的比例将达到 47%，26-35 岁男性消费者中，这个数据则是 54%，集“高学历”、“高薪酬”等标签于一身的新一代潜力消费者将引领酒业消费升级浪潮。

同时报告指出未来一年，基于兴趣、理智购买的个性化消费将驱动新一代消费升级。线上渠道和酒类售卖场所是精准触达消费者的两大主要渠道，文字、图文内容是年轻群体最喜爱的营销形式。在以消费者为中心的营销战略中，“坚持以用户为本”、“以产品为先”、“全品类触达”是迎合线上线下融合趋势的重要方式。

图 19：消费者：新一代潜力消费者引领消费升级



资料来源：尼尔森《中国酒业趋势分享》，上海国际葡萄酒及烈酒展览会，天风证券研究所

宏观经济疲软对冲消费升级需求周期，高档和中高档白酒后市可期 可以看到，在宏观经济相对疲软的条件下，中国白酒品类整体销量下滑了 1.7%，基本同上一持平，但是由于人们消费意识增强、消费升级等大趋势，居民消费水平增速以及中高档白酒销售情况不降反升，逆境之下的增长往往显得更加珍贵。同时，这说明未来一段时间白酒的成长机会存在于结构性的调整之中，中高端和高端白酒更具成长机会。

进一步看白酒市场不同价格段的销售情况，可以看到过去三年白酒市场增长模式经历的微妙变化。大众酒持续调整，行业集中度加强，低产小厂产品和资质较差的经销产品逐渐被清退出市场。大众酒销售额份额的下降，实际上是细分市场内部调整，去劣存优的表现。

2.1.3. 从送礼选择角度看白酒板块投资价值：根据《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》的调查研究，白酒愈发成为中国人赠礼的重要选择，55%高净值人群选择国产酒送礼

有品牌和品质保障的高档国产酒成为中国高净值人群送礼的最佳选择之一

在中国，礼物所承载的含意的亘古不变的。即使在当下，赠礼仍深度渗透于国人的生活，尤其对于高净值人去而言，赠礼在他们的生活中发挥着愈发重要的作用。中国在赠礼文化和行为上有其独到之处，它受到关系和人情文化的深远影响。关系和人情文化源于中国儒家的社会哲学，既强调人际关系的重要性，又讲究人际间亲疏有别的层级关系，从而维护社会和经济秩序。

国产酒位列中国高净值人群送礼概率 TOP3 根据《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》的调查研究，在“过去一年送过哪些”的调研中，烟酒茶类产品高居榜首，55%的高净值人群表示过去一年送过国产酒。值得注意的是在“未来给他人赠礼时的倾向性”的调研中，高达 89%的被调查人群认为健康的是他们的重要考虑的倾向，同时有 62%和 61%的人认为艺术文化的以及时尚的也很重要。这从另一方面印证了未来健康酒、养生酒的市场之大。

图 20：过去一年送过哪些

图 21：未来给他人赠礼时的倾向性

过去一年送过哪些
Gifting Categories in PIY

1 烟酒茶 Tobacco, alcohol, tea	93%
茶叶 Tea	79%
洋酒 Wine	57%
国产酒 Domestic liquor	55%
国产烟 Domestic tobacco	48%
洋烟 Foreign tobacco	48%

资料来源：《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》，天风证券研究所

未来给他人赠礼时的倾向性 Likelihood of Gifting in The Future

	更加倾向 More inclined	说不上来 Unable to say	不太倾向 Less inclined
健康的 Healthcare gifts	89%	10%	1%
艺术文化的 Artistic and cultural gifts	62%	36%	3%
时尚的 Fashionable gifts	61%	37%	2%

资料来源：《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》，天风证券研究所

产品和品牌的因素几乎是所有高净值人群送礼会考虑的因素 高净值人群送礼的关键词是产品品质工艺好、实用、有档次、知名品牌。

图 22：选择礼品时考虑因素

选购礼品时考虑因素 Consideration Factors when Choosing Gifts

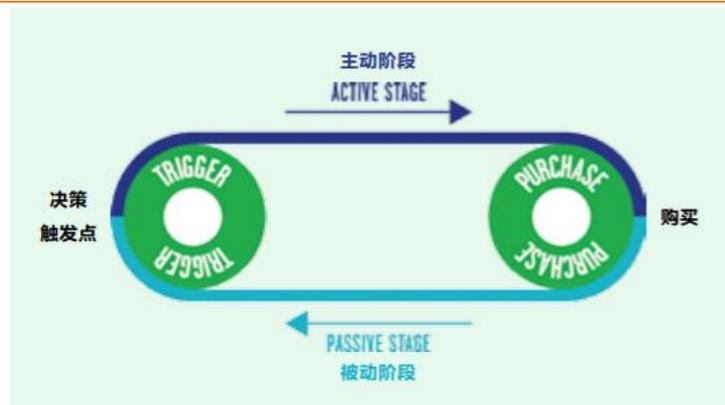
1 产品 Product	100%	2 品牌 Brand	99%
品质和工艺好 Good quality and craftsmanship	87%	有档次、体面 High-end, to gain "Mianzi"	90%
实用性 Practicality	85%	知名品牌 Well-known brand	83%
独特性 Uniqueness	77%	品牌是否符合对方的形象 Whether brand fits with giftee's self-image	80%
包装精美 Attractive packaging	74%	品牌是否符合自己的形象 Whether brand fits with gifter's self-image	59%
有寓意或涵义 Meaningfulness	59%	低调、不张扬 Low-key, not excessive	59%

资料来源：《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》，天风证券研究所

将送礼购买决策分为被动阶段和主动阶段：被动阶段需要打造企业品牌力，主动阶段需要引导消费者需求

根据《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》的观点，人们购买决策过程中会经历被动阶段和主动阶段两个过程。我们通过了解这些过程能帮助白酒企业更好的改善自身的运营情况。

图 23：胡润百富送礼决策模型



资料来源：《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》，天风证券研究所

被动阶段需要打造企业品牌力 在被动阶段，在需求没有被触发的时候，人们虽然还未进入到主动的决策阶段，但是对品牌已经会形成特定的认知。这便让几乎一半的消费者在还未进入决策期就已产生了较强的品牌选择偏好。品牌还可以选择合适的节日或场合进行营销，触发消费者进入主动阶段。此外，品牌还可以考虑利用 CRM 系统来与高净值人群沟通，在日常沟通中给予其礼物选购的灵感，优化其礼物选购的体验，例如热门礼品专区或俱乐部等，从而增加对品牌的青睐。总结来说品牌商需要通过培养意见领袖、“盘中盘”模式以及客情管理等营销和渠道手段树立品牌形象，占领消费者心智。

主动阶段需要引导消费者需求 在主动阶段，当消费者有了特定的购买需求之后，他们就进入了决策的主动阶段。这时，我们需要探索人们的关键决策行为、重要的考虑因素、有效的媒体接触点，以及品牌选择障碍点。总的来说，清晰地告诉消费者“为什么要选择我”，“我比其他礼品好在哪里”，增加其选择的信心。这个阶段需要通过良好的品牌和产品力来去引导消费者、刺激消费者需求。

当然，在我们看来，两个阶段并不是完全割裂的，这是提供一种从消费者角度思考问题的方式。同时也能对市场处处在不同战略布局和发展阶段的白酒企业有一定的借鉴意义。

图 24：被动阶段重要影响因素



资料来源：《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》，天风证券研究所

图 25：主动阶段重要影响因素



资料来源：《胡润百富：2017 中国高净值人群情谊往来白皮书》，天风证券研究所

2.2. 中国高端白酒市场分析：近三年高档白酒价格涨幅超过 36%，未来高端酒实际需求量 CAGR 可达 10%

2.2.1. 高端白酒壁垒较高，2017 年数据显示茅五泸市占率达 95%。中研网分析高端酒实际需求 CAGR 约 10%，到 2023 年高端白酒市场份额有望提升 4PCT 至 19%。

高端白酒具有深厚的历史文化底蕴，品牌价值极高，具有稀缺性。随着人民生活水平持续提高，消费持续升级，以政商务消费和送礼消费为主的高端白酒最为受益。

高端白酒具有较高的品牌壁垒，一般白酒品牌很难打入。目前高端白酒主要以茅台、五粮液和国窖 1573 为代表，外加部分梦之蓝等，竞争格局相对稳定。2017 年，茅台在高端白酒市场占据一半以上份额，达到 63.5%；五粮液紧随其后，市场占比为 25.9%；国窖 1573 仅有 5.6% 份额，其余品牌瓜分剩下的 5% 市场。

根据中研网的分析，高端酒实际饮用需求年均复合增长约 10%，考虑到未来两年茅台供给限制双位数放量同增或有难度，其他高端酒放量则因此得到一定支持。目前 600 元以上高端白酒占整体行业份额为 15%，消费升级将持续带动高端白酒结构带扩容，预计 2023 年市

场份额有望提升至 19%。

图 26：2017 年中国高端白酒市场份额占比

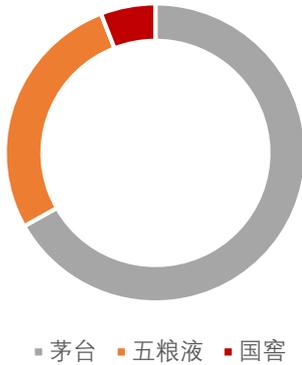
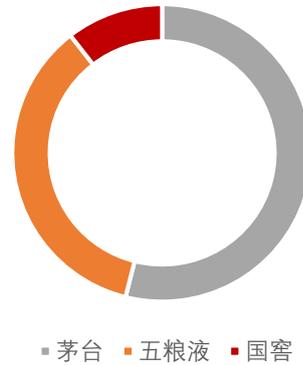


图 27：2019 年中报披露茅五泸白酒销售收入占比



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. 高端白酒市场总结：市场扩容空间大，高端白酒企业盈利能力强，高端白酒兼具消费属性和投资属性，是投资价值极佳的白酒子板块

结合上文，我们总结了高端白酒市场的几大优良投资属性和消费属性：

1、**受益行业升级，高端白酒市场增长空间大** 从整个行业看，2018 年白酒行业，规模以上企业年营收 5364 亿、年利润 1251 亿，分别同比上年增长 3.14%、29.98%，整个行业都在快速增长。同时由于高端白酒茅五泸的制作工艺比较繁琐，受限于产能具有稀缺性，所以高端白酒市场还存在很大的提价空间。

2、**高端白酒企业的盈利能力强** 我们选择主要业务为高中低端三个档次白酒以及调味品、乳制品、卤制品和短保面包产品的企业，选择近几年销售毛利率和营业利润率进行比较。可以看出由于原材料价格的相对低廉以及品牌和产品的稀缺性，在这两项指标上高端白酒企业无论是在白酒板块还是在食品饮料板块都具有一定的优势。

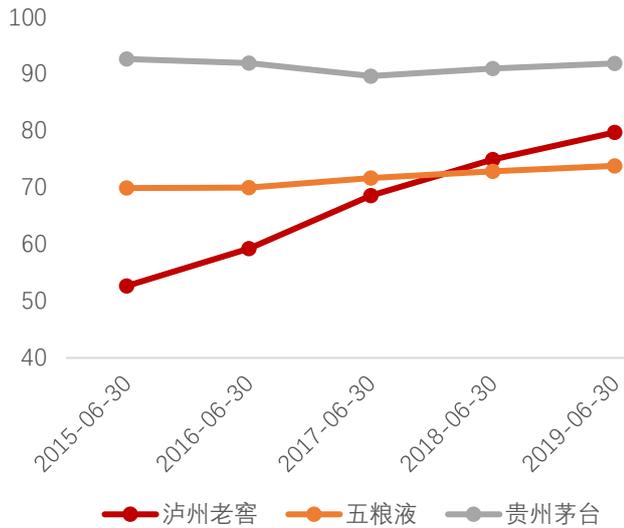
表 1：食品饮料板块销售毛利率和营业利润率比较

主要业务	证券简称	销售毛利率 (%)				营业利润率 (%)			
		2019 中报	2018 年报	2017 年报	2016 年报	2019 中报	2018 年报	2017 年报	2016 年报
高端白酒	泸州老窖	76.72	74.37	67.79	58.18	49.45	37.91	34.88	30.25
中端白酒	古井贡酒	72.76	73.92	71.83	69.90	30.62	28.50	23.89	19.56
低端白酒	顺鑫农业	29.74	30.79	25.74	26.10	13.12	12.07	7.01	6.23
调味品	海天味业	44.24	45.86	45.09	43.37	29.11	28.20	27.32	26.51
乳制品	伊利股份	38.12	37.40	36.81	37.51	8.60	8.46	9.34	8.59
休闲食品	来伊份	44.22	43.42	43.78	45.11	2.34	-0.74	3.57	5.54
短保面包	桃李面包	38.89	38.87	36.86	35.34	14.19	15.74	15.91	16.36

资料来源：wind，天风证券研究所

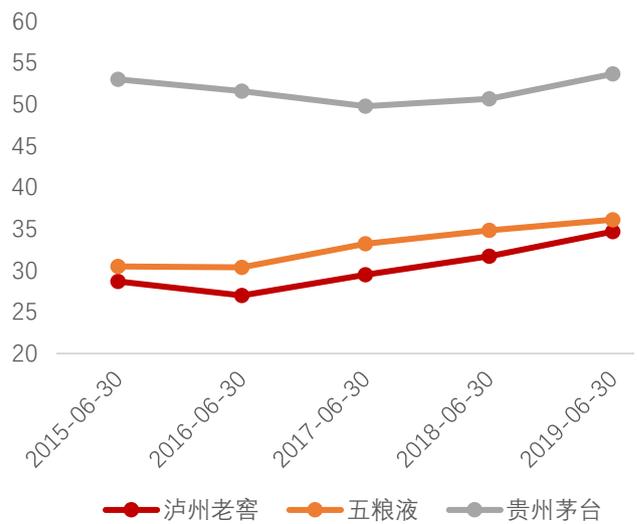
同时，我们横向比较了茅五泸三大名酒企业的近五年销售毛利率和销售净利率，数据显示高端白酒企业在两项指标上都表现十分出色。毛利率普遍在 70%以上，行业龙头茅台甚至达到了 90%。同时，考虑茅五泸在销售产品结构上都有一定的中低端酒，所以如果只考虑三者高端产品线那么下列指标将只高不低。

图 28：茅五泸销售毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：茅五泸销售净利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

3、**高端白酒具有优良的消费属性和投资属性** 中国几千年的文化传承以及饮食习惯造就了中国白酒独特和重要的地位。从上文中我们分析中国 55%高净值人群选择国产酒送礼，可以看出高端酒在社会中具有良好的社交价值。同时，高端白酒的消费属性中不仅具有很强的社交价值，其稀缺性和蕴含的文化属性也使得高端白酒具有很好的收藏价值和投资价值。

3. 公司分析：高端白酒的市场龙头，强有力的管理层助推公司产品、品牌和渠道齐发力

泸州老窖公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市公司。公司以专业化白酒产品设计、生产、销售为主要经营模式，主营“国窖 1573”、“泸州老窖”等系列白酒的研发、生产和销售，主要综合指标位于白酒行业前列。

公司实施“双品牌塑造，多品牌运作”的品牌战略，构建起五大战略单品的金字塔品牌结构：国窖 1573 定位为中国白酒超高端品牌是塔尖，百年泸州老窖窖龄酒、泸州老窖特曲定位为商务与宴会用酒第一品牌组成塔柱，泸州老窖头曲和二曲为大众市场覆盖的第一品牌构筑塔基，并积极拓展养生酒产品和预调酒产品，开展以消费者需求为主导的定制酒业业务。

下面，本文将从管理层分析着手，剖析企业产品、品牌和渠道层面的优势。

3.1. 强有力的管理层，完善的企业管理体系

3.1.1. 15 年后新管理层上台后，内部进行精细化、规范化管理，梳理产品线、加强品牌塑造、调整营销模式

公司在上世纪以及 2012 年政策行业调整时期错失发展良机

证券时报刊载，上世纪末，价格策略上的失误让老窖让位于五粮液。上个世纪 80 年代中期，四川白酒有五粮液、泸州老窖、剑南春、沱牌、全兴、郎酒。1987 年的时候，五粮液加上其他四个品牌销售收入总和不如一个泸州老窖，但到了 1997 年，泸州老窖加其他四个品牌总收入却不及一个五粮液。反思这段历史，在那个年代中国优质高端白酒从几元钱飙升到几十元，一直到两三百。可是原本同档次的泸州老窖特曲还在卖几十元，需要卖 10

瓶就才赶得上五粮液一瓶酒。

2012 年 12 月，党中央正式出台“八项规定”。2013 年~2014 年期间，三大高端酒中，除贵州茅台平稳增长外，五粮液和泸州老窖业绩都下滑非常明显。以 2012 年为标志，中国白酒行业“黄金十年”告一段落。13、14 年行业进入周期性调整时期，泸州老窖分析认为，多种因素叠加造成了当时公司业绩的深度调整。

政策和行业因素：第一，政策环境的约束。第二，2002 到 2012 年期间，整个中国白酒行业经历了量价齐升、飞速发展的黄金十年。白酒的需求完全释放，白酒产量不断放大，行业收入也在快速增加。到了 2012 年，行业也到了周期性调整的时候。

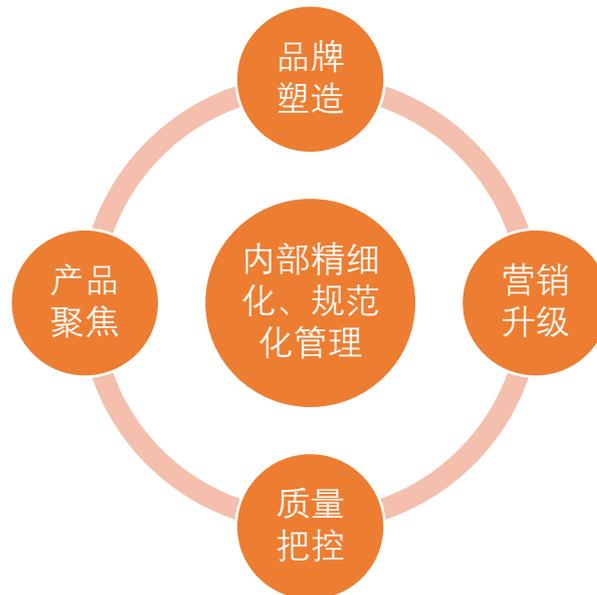
自身的战略和策略失误：行业调整时期，泸州老窖逆势提价，当时 1480 多元一瓶的国窖 1573 提价到 1580 多元，没有顺势而为。这直接导致了泸州老窖营收下滑接近 50%，从 2012 年的 115.5 亿元跌到 2014 年的 53.5 个亿。

2015 年新管理层上台后，内部进行精细化、规范化管理，梳理产品线、加强品牌塑造、调整营销模式

2015 年以后，泸州老窖股份公司核心高管团队换届，并对经营策略做了调整，对品牌进行重新定位和梳理。通过这次换届，泸州老窖幸运的在 2017 年回到了中国白酒行业的“百亿俱乐部”。

2015 年新高管团队成立以后，泸州老窖做了几件大事，首先对企业本身内部进行精细化、规范化管理；其次，对营销模式、产品聚焦、品牌塑造、质量把控等都做了一系列系统的改变。

图 30：2015 年以来新高管团队重要举措



资料来源：公司官网，天风证券研究所

坚持好产品的匠心精神 我们可以从泸州老窖董事王洪波的一段话中看出泸州老窖高层对自身产品坚持的匠心：“实际上，任何一个商家跟厂家，它们的思维、出发点和行为取向都是有差异的。对商家而言，哪个品牌好卖和赚钱，商家就卖什么。但厂家不一样，厂家不能跟风，今天啤酒好卖造啤酒，明天白酒好卖造白酒，酱香酒好卖又去造酱香，要做百年老店，做百年品牌必须一以贯之。”

品牌聚焦，产品线梳理 在品牌上，泸州老窖做了重点聚焦，更加注重挖掘企业的品牌故事、历史和文化，凸显人文的一种关怀和情怀。以前旗下品牌太多，中端、高端、低端不清楚，哪些是特许品牌、主营品牌也分不清楚。现在，泸州老窖确立**双品牌战略**，即“国

窖 1573”、“泸州老窖”，其余产品通通不准带“泸州老窖”四个字。泸州老窖坚决聚焦**五大单品**，以国窖 1573 为代表的高端系列，以百年泸州老窖窖龄酒、泸州老窖特曲为代表的中端产品，低端则以泸州老窖头曲、泸州老窖二曲为代表。

同时，泸州老窖在**销售模式上实行扁平化，直控终端、直分销模式**相结合。但整个渠道投入、终端建设、消费者培育，都是以厂家为主，让厂家与消费者、终端直接对话。

3.1.2. 经营计划中强调加强管理,完善的公司经营理念是公司体系管理、精细管理的体现,出色的人才培养理念是公司未来加快发展的基础

公司 19 年经营计划中强调五项管理 公司在 2018 年年报中详细规划了 2019 年经营计划，其中提到根据董事会审议通过的《2019 年生产经营大纲》，公司将力争实现营业收入同比增长 15%—25%。同时，强调了在企业管理层面要强调五项管理：

一是**加强战略管理**。按“战略与企业文化融合、与组织职能匹配、与考核激励关联、与权责分配对应、与资源配置挂钩”的原则，构建起一以贯之的战略执行体系。

二是**加强系统管理**。加快构建权责分明、层级清晰、闭环管理的管理系统与横向到边、纵向到底的管理链条，增强前后协同。

三是**加强精准管理**。按照标准化、专业化、数字化、精细化的要求实施管理细化工程，树立和增强管理的权威性、指导性和实操性。

四是**加强风险管理**。要防范决策风险、市场风险、管理风险、业务风险和廉洁风险。

五是**加强人本管理**。要增强员工归属感，实施目标激励与成长激励，激发员工主动履职、快乐成长的主观动能。

完善的企业经营理念 公司官网将经营理念分为**理念维度**、**经营维度**和**管理维度**三个部分。其中理念维度包括企业哲学、企业精神、企业使命和企业愿景等方面。经营维度包括“三不动摇”、“三大稳定”、“四项要求”和“五个落地”四个方面。管理维度包括企业管理原则、研发管理观、生产管理观、质量管理观、安全管理观等方面。

图 31：完善的企业经营理念



理念维度 经营维度 管理维度



“三不动摇”

竞争型营销战略不动摇
销售为王指导思想不动摇
创造分享基本原则不动摇



“三大稳定”

价盘稳定
团队稳定
政策稳定



“四项要求”

与行业共荣
与客户互赢
与顾客相依
与市场同步



“五个落地”

组织架构建设落地
渠道网络构建落地
品牌聚焦塑造落地
服务文化营造落地
公司效能革命落地

理念维度 经营维度 管理维度



公司管理原则

人本化管理与数字化管理相结合



人力资源管理观

人才是资本
有为必有位



营销管理观

客户中心论



研发管理观

以市场为导向
构建四个一流
塑造四种力量实现一个转变



生产管理观

传承祖法
酿酒大家



质量管理观

让中国白酒的质量
看得见



环保管理观

幸福生活
源于绿色生产



安全管理观

安全 健康 快乐



社会责任观

文化创造价值
和谐促进发展

资料来源：公司官网，天风证券研究所

出色的人才培养理念 公司的人才理念是“人才是资本，有为必有位”，长期坚持技术人才、营销人才、管理人才培养，建立“泸州老窖博士后工作站”、“泸州老窖商学院”等白酒人才高地，培养中国白酒高端人才，构筑公司“人才乐园”。

公司全面建成员工专业级和行政级“双通道”职业晋升机制，形成了定岗定编、分层分类、定期盘点、晋升通畅、退出有序、收入与价值贡献相匹配的人力资源管理模式，公司发展活力得到释放；启动“指挥者计划”培养项目，壮大后备人才队伍，并在业内率先探索实施企业年金、奖金分成等改革举措，进一步加大对员工的关怀力度。

3.1.3. 公司股权结构稳定，国资控股

根据公司近三年定期报告披露，泸州老窖集团有限责任公司和泸州市兴泸投资集团有限公司长期是公司的第一大和第二大股东，2019 年中报披露两者占总股本比例分别为 26.02% 和 24.99%。根据万得相关信息，泸州市兴泸投资集团有限公司和泸州老窖集团有限公司均为国有独资的有限责任公司，实控人均均为泸州市国资委。

3.2. 产品力：浓香鼻祖，追求白酒的卓越品质，产品矩阵完备，实施“三品系、五大超级单品”的产品战略

浓香鼻祖泸州老窖 泸州老窖的 1573 国宝窖池是建成于 1573 年，一直沿用至今，期间没有中断。在创新方面，泸州老窖作为浓香鼻祖是行业公认的。1953 年到 1958 年期间，轻工业部组织专家小组在泸州老窖做了一次工业查定，就是工业流程的调查确定，出版了一本书——《泸州老窖大曲酒》。实际上，这本书第一次明确了浓香型酒的生产工艺、规范的流程、质量的标准、度数的定度等，这是当时全行业进行技术培训的教科书。在这期间，在传统工艺方面，泸州老窖并不保守，采用尾酒、用头段酒来养护窖池，实际上也是一种工艺创新。为了保持酒的质量，泸州老窖把取出的头段酒和尾段酒洒在窖池上，让后续酿出的酒口感、香味更好。

公司致力于追求白酒的卓越品质 公司致力于酿造有机白酒，提倡健康生活，要“让中国白酒的质量看得见”。地、窖、艺、曲、水、粮、洞是泸州老窖七大酿酒资源。在行业率先打造“有机高粱种植基地”，建立并完善有机、质量、安全、环境、测量、能源六大管理体系，实现从农田到餐桌的可追溯；搭建起国家固态酿造工程技术研究中心、国家酒检中心、国家博士后工作站等八大科研平台，以强大的科技力量支撑推动产品的持续创新升级；以尝评委员会、酿酒技术专家委员会、消费者尝评委员会为关键机构，确保每一瓶酒的品质。

18 年年报披露，公司大力推进白酒生产技术革命，制曲、酿酒和包装等环节智能化项目取得积极进展，充分依托国家固态酿造工程技术研究中心、国家工业设计中心等科技创新平台，持续深化与中科院、江南大学等高校及科研院所的合作，承担国家级、省部级项目数十项，获取授权发明专利和实用新型专利数百件，荣获中国食品科学技术学会科技创新奖，入选四川首批十大科技旅游示范基地，公司行业影响力得到极大提升。

图 32：泸型酒酿酒生产工艺



资料来源：泸州老窖官网，天风证券研究所

公司产品矩阵完备，实施“三品系、五大超级单品”的产品战略

2015 年，公司年报披露了公司产品和价格策略的调整。提出了强化由国窖 1573、窖龄酒和泸州老窖（特曲、头曲和二曲）构成的 3 大品牌线，重点打造由国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲构成的 5 大超级单品。为配合实施大单品战略，深入推进了品牌“瘦身”，对现有产品进行了清理、整合、淘汰，冻结条码近 2000 个，将优势资源向主力产品和核

心市场进行了聚焦。全面推行了高、中、低端产品市场定位恢复工作，品牌体系得到有效巩固，确保了公司主品系全国价盘稳定和品牌影响力的提升。

表 2：公司产品矩阵图

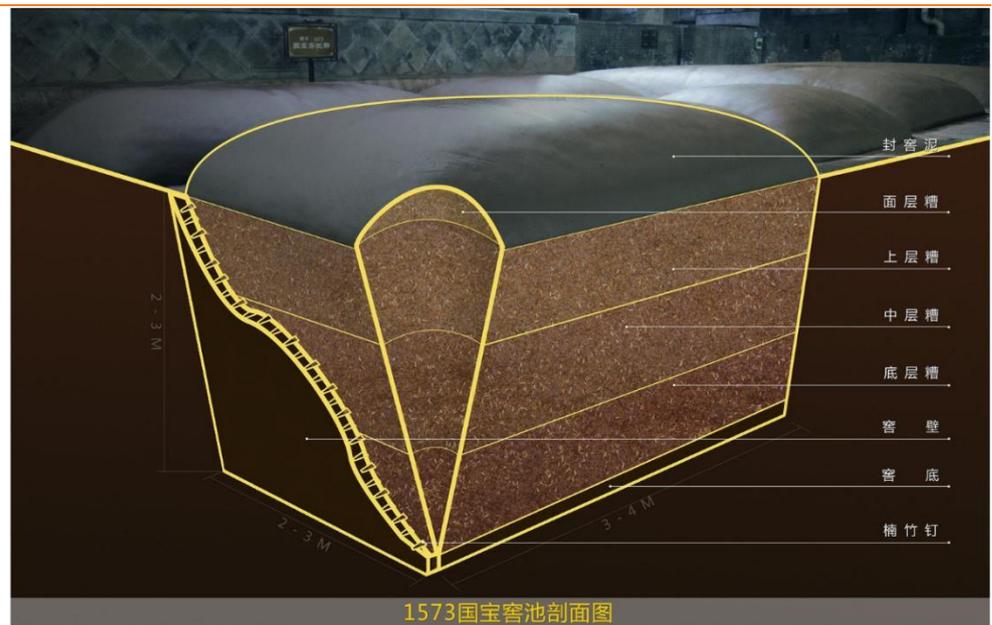
档次	品牌	产品	价格带
高档	国窖 1573		>900 元
中档	特曲		600-200 元
	窖龄		600-200 元
低档	头曲		200-80 元
	二曲		<50 元

资料来源：泸州老窖官网，京东商城，天风证券研究所

近年来，泸州老窖成功构建了“双品牌、三品系、五大单品”为品牌体系。国窖 1573 稳居中国三大超高端白酒品牌之一；泸州老窖特曲“浓香正宗、中国味道”以及窖龄酒“商务精英用酒”的品牌地位深入人心；头曲和二曲按照“大众消费品牌”的定位，正迅速将公司的品牌影响力向深层次、大范围市场传播；养生酒和创新酒类品牌破茧而出，打开了泸州老窖长远发展的新天地。其中，特曲 60 版是老窖中价位的战略产品，主要走团购，这与窖龄酒的定位、销售模式都不相同，不会形成相互竞争，自我消耗。

据泸州老窖王洪波称：“泸州老窖的双品牌战略有其历史原因，国窖 1573 这个品牌是以百年以上老窖池为主酿的酒，这是最优质、最好的酒，并且要储存 5 年以上，是中国浓香型白酒品鉴级的一个代表，所以它是高端。与此同时，泸州老窖还有一款叫得响的品牌——泸州老窖特曲，这款酒也已是家喻户晓，是浓香正宗的代表。但多年来的历史原因，造成我们对这个品牌投入、运作得不太好，上市公司的发展一定是伴随着泸州老窖特曲这个品牌的复兴。”

图 33：1573 国宝窖池剖面图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 品牌力：自古以来就是中国白酒的典范，作为中国白酒走出国门大使荣获诸多荣誉，近年来积极开展事件营销提升公司品牌知名度

自古以来就是中国白酒的典范 作为中国高端白酒，泸州老窖的品牌文化植根于整个泸州酒的文化背景当中，它拥有的历史根基非常雄厚，它坚守一种匠心精神，传承与创新并举。泸州的酒业兴于唐宋，盛于明清，发展于新中国，泸州老窖也是这样，它的酿制技艺经过了 23 代人的传承。“城以酒兴，酒以城名”，自元代郭怀玉酿制泸州老窖大曲酒开始，经明代舒承宗传承定型到新中国发展壮大，泸州老窖酒酿制技艺传承至今已有 23 代，泸州老窖成为中国浓香型白酒的发源地。1959 年，国家出版了酿酒教科书《泸州老窖大曲酒》，成为我国浓香型白酒酿造工艺标准的制定者，酒界泰斗周恒刚先生亲笔题写了“浓香正宗”。

作为中国白酒走出国门的大使，荣获诸多荣誉 中国白酒走出国门，源于 1915 年在美国旧金山举行的世博会，泸州老窖特曲荣获“巴拿马万国博览会金奖”。1952 年，第一次全国评酒会上，泸州老窖被评为首届中国四大名酒，并成为蝉联历届“中国名酒”的浓香型白酒。始建于明代万历年间的 1573 国宝窖池群，1996 年 12 月经国务院批准成为行业首家“全国重点文物保护单位”，2013 年 3 月，泸州老窖 1619 口百年以上酿酒窖池、16 个酿酒古作坊及三大天然藏酒洞，一并入选“全国重点文物保护单位”，成为行业规模大、品种多、保护完整、连续使用至今的“酿酒活态文物”。2006 年、2012 年相继入选《中国世界文化遗产预备名单》；另外，自元代传承至今的“泸州老窖酒传统酿制技艺”于 2006

年 5 月入选首批“国家非物质文化遗产名录”。

积极开展事件营销，提示公司品牌知名度 近年来，公司部分重要事件营销如下：

表 3：公司近三年重要事件营销

年份	重要事件营销
2017	携手音乐家谭盾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	“一带一路”国际合作高峰论坛举行期间，泸州老窖·国窖 1573 携手央视独家特别关注本次论坛
2017	泸州老窖作为唯一的中国白酒企业受邀参加比利时布鲁塞尔中欧论坛
2017	泸州老窖在香港与大型民族舞剧《孔子》合作，庆祝香港回归祖国 20 周年
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”“高粱红了”等一系列宣传活动
2018	金砖国家工商论坛营销
2018	俄罗斯世界杯营销
2019	泸州老窖第八届劳动榜样酿酒技能电视大赛总决赛在 1573 国宝窖池浓情举办
2019	泸州老窖博物馆成为中国博物馆协会会员
2019	泸州老窖·国窖 1573 “世界因你而美丽——2018-2019 影响世界华人盛典”在北京凤凰中心举行
2019	泸州老窖“明江白酒”荣获 2019 年旧金山国际烈酒比赛（SFWSC）金奖

资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

3.4. 渠道力：实施竞争型营销战略；渠道扁平化，直控终端；内外协同，提升厂商合作效率

我们在上文中也提到了公司在 15 年经历管理层换届后，渠道政策也发生了很大的变化。

渠道扁平化，直控终端 过去，泸州老窖的产品营销工作主要由经销商负责，后来调整为泸州老窖投入为主，公司自主掌控为主。目前，泸州老窖主要销售区域是中西部市场和华北市场，未来将加强对**华东和华南市场**的拓展。因为这些地区都是消费能力最强、最发达的地区，也是经济快速发展的引擎。同时在资源匹配上、在渠道把控上、投入成分上，通过一系列接地气的营销活动，唤起人们对这个品牌的记忆。

最新年报披露公司坚定实施竞争型营销战略 2018 年年报披露，公司坚定实施竞争型营销战略和大单品战略，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；坚决推进“双 124 工程”，有效掌控核心网点，全面巩固传统“粮仓市场”，实施“东进南图”工程；在全球 50 多个国家和地区布局经销网络，实现了海外市场的快速扩张，公司销售业绩创历史新高。

配合重回前三和双百亿目标的渠道营销升级：销售层级减少、人员增加 同时，由于泸州老窖继提出“重回前三”后又确立了“双百亿”目标，近年来在渠道上也举措频频。据了解，近 5 年来，泸州老窖销售人员大幅增加，同时逐步降低经销商层级并减少市场支出，结合其核心产品不断提价停货的动作，渠道变革决心可见一斑。

这一变革在 2019 年将继续深化。泸州老窖在最近的经销商大会上提出分品放权模式，将按照五大单品的战略定位与市场格局，以品牌为单位大力提升经销客户在公司现有经营序列中的地位和权限，以不同品种分不同授权模式，释放经销商在市场竞争中的优势与作用。

内外协同，提升厂商合作效率 讲求内外协同、提升厂商合作效率是泸州老窖深耕渠道的标准。为此，泸州老窖在 2018 年不仅以“四总三线一中心”营销组织高效运行，还建成全国“7 大营销服务中心”，形成“百万乡镇、千万区县、亿元地市”发展格局；打响“东进南图”攻坚战，组建了 190 家品牌形象店，与川商总会、深商总会等签订战略合作协议。

4. 中报更新：公司中报显示公司业绩优良，高端白酒板块加速扩容，公司归母净利增速达 40%，为近五年最高值。公司现金流量管理得当，酒类业务毛利率为 79.85%，管理费用率 5%为茅五泸中最低，销售毛利率 80%和净利率 35%均为高端酒板块前列

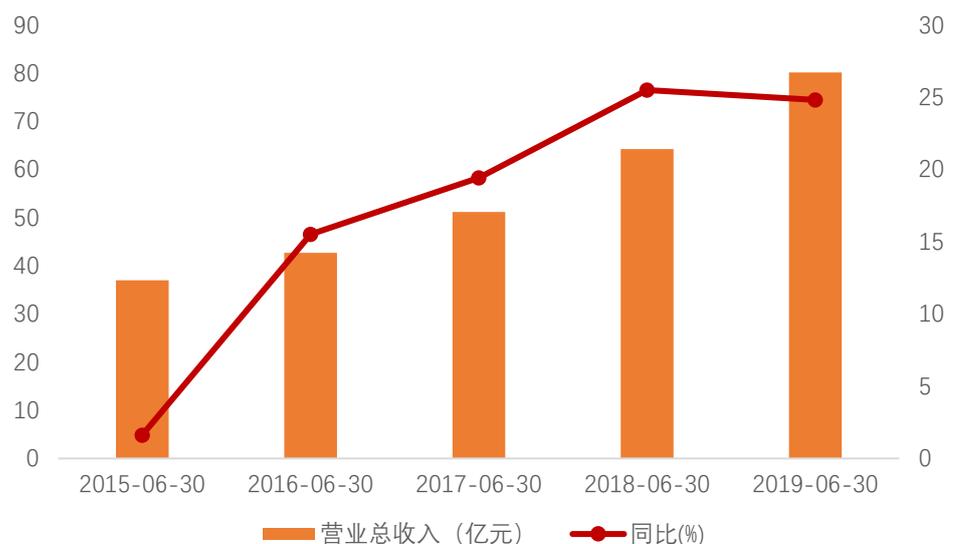
4.1. 泸州老窖中报显示公司业绩优良，19H1 收入增速 25%，归母净利增速 40%。经营活动产生现金流量净额激增 316%，体现公司议价能力的增强

泸州老窖于 2019 年 8 月 28 日公布了 19 年半年报，半年报显示公司 19 年上半年经营情况优良。H1 报告期内，公司实现营业收入 80.13 亿元，同比增长 24.81%；净利润为 27.8 亿元，同比增长 36.5%；实现归属于上市公司股东的净利润 27.50 亿元，同比增长 39.80%。同时，公司酒类业务收入为 79.2 亿元，同比增长 25.21%，酒类业务毛利率为 79.85%，同比增长 5.07%。

比较近五年泸州老窖的收入增速，15 到 18 年的增速提升迅猛，19 年与 18 年的增速保持基本一致，一方面是由于目前的增速和增量已经相对可观，另一方面在外部环境不明朗叠加内部经济增速承压的情况下，2019 年上半年维持了 25%左右的增速，体现了公司产品的良好的市场认可度。

Q2 报告期内，公司实现营业收入 38.44 亿元，同比增长 26.01%；净利润为 12.25 亿元，同比增长 32.52%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.35 亿元，同比增长 35.98%。

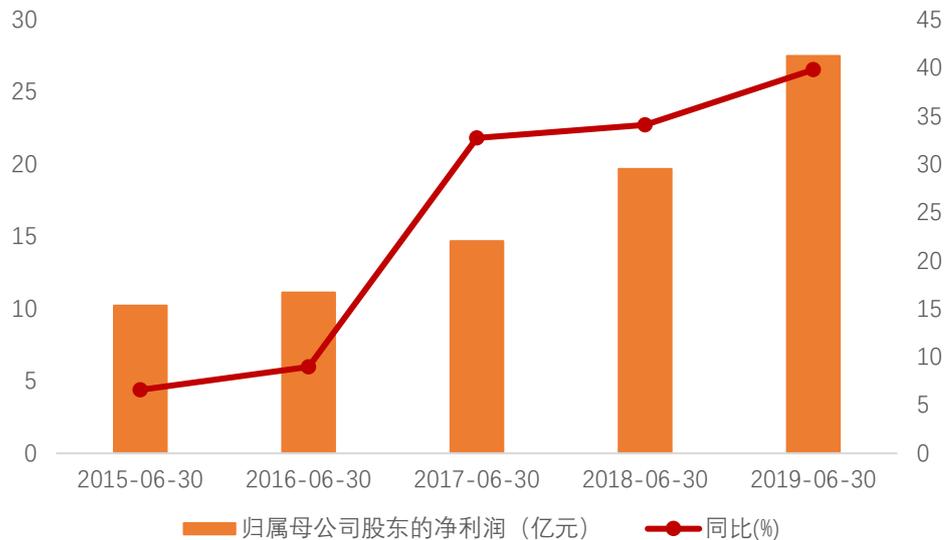
图 34：2019H1 营业总收入



资料来源：wind，天风证券研究所

近五年公司归母净利保持了高速增长态势，在 2019 年收入增速基本不变的情况下，归母净利增速继续提高，达到 40%左右，是非常不容易的，这说明了公司内部经营管理效率的持续提升。

图 35：2019H1 归母净利润



资料来源: wind, 天风证券研究所

19 年上半年经营活动产生的现金流量净额为 17.1 亿元, 而去年同期经营活动产生的现金流量净额为 4.1 亿元, 同比增速达到了 316.4%。主要系本期销售商品收到现金增加影响所致。公司存货为 33.1 亿元, 占总资产比例为 13.24%, 同比于去年同期占总资产比重减少 1.2%。

19H1 公司研发投入为 0.29 亿元, 同比增长 131.83%, 主要系本期研发项目增加所致。

同时, 19 年 H1 公司现金及现金等价物净增加额为 3.31 亿元, 相较而言去年同期为 1.46 亿元, 同比增长 127.65%。

当期合并现金流量表显示, 2019 年度上半年因销售商品、提供劳务收到的现金达 81.5 亿元, 而 18 年同期该项目为 61.7 亿元, 同比增长 32.1%; 2019 年 H1 购买商品、接受劳务支付的现金为 20.49 亿元, 同比下降 10.49%; 经营活动现金流出小计为 66.7 亿元, 而 2018 年同期该项目为 59.8 亿元, 同比增长 11.5%。经营活动产生巨大现金流入增量的同时现金流出增速明显较慢。这能在一定程度上说明公司在上下游之间的谈判能力的增强, 同时说明公司整体的经营协同效率有一定提高。

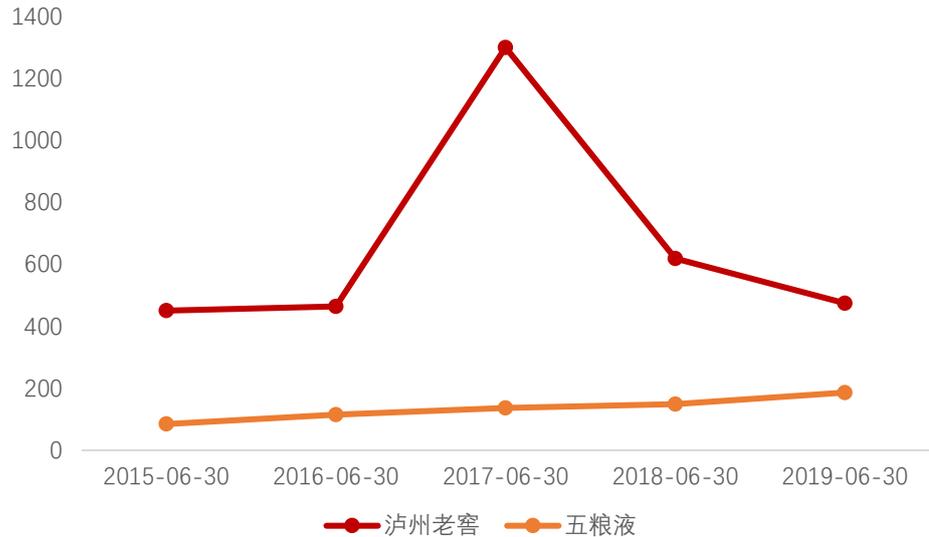
表 4: 合并报表经营活动产生的现金流量 (亿元)

项目	本报告期	上年同期	同比增减
销售商品、提供劳务收到的现金	81.52	61.69	32.14%
经营活动现金流入小计	83.73	63.87	31.09%
购买商品、接受劳务支付的现金	20.49	22.90	-10.49%
经营活动现金流出小计	66.66	59.77	11.53%
经营活动产生的现金流量净额	17.07	4.10	316.36%

资料来源: wind, 天风证券研究所

应收账款周转率是企业一定时期内赊销净收入与平均应收账款余额之比。它是衡量企业应收账款周转速度及管理效率的指标。横向比较泸州老窖和五粮液的近五年中报披露的应收账款周转率, 发现泸州老窖这一营运能力指标显著高于五粮液。结合上文对泸州老窖现金流量的分析, 同为高端白酒企业, 泸州老窖的现金管理和应收账款管理较为严格。

图 36: 应收账款周转率横向对比



资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年 H1 公司投资额达到 16.3 亿元, 去年同期为 1.81 亿元, 同比增长了 801%。公司披露主要系本报告期酿酒工程技改项目投入大幅增加影响所致。反应到在建工程科目上, 公司 2019H1 期末在建工程为 46.1 亿元, 比去年同期增加约 39 亿元。

表 5: 合并报表投资活动产生的现金流量 (亿元)

	本报告期	上年同期	同比增减
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13.70	2.51	446.44%
投资活动产生的现金流量净额	-13.70	-2.61	424.10%
投资额	16.3	1.81	800.55%

资料来源: wind, 天风证券研究所

技改项目推进顺利 公司方面称, 随着泸州老窖酿酒工程技改项目的完成投产, 可以将原来用于生产中端产品的老窖池置换出来专注于生产国窖 1573 基酒, 再加上更多窖池进入 100 年窖龄, 能用于生产国窖 1573 的窖池将逐步增多。

根据 19 年 5 月 wind 载明公司披露的投资者关系记录, 公司投资 74 亿元的酿酒工程技改项目顺利推进, 新酿酒基地窖池目前已开始投粮, 今年下半年将出 4000 多吨基酒, 前面几排主要用于养护窖池, 明年的产能预计达到 1 万吨, 2021 年达到 6 万吨。

公司发行债券是用于公司于“十三五”期间开展的一系列的工程建设项目, 如总投资 74 亿的酿酒工程技改项目等重大投资需要资金。目前公司负债率不高, 信用评级为 AAA, 债券融资成本较低。同时, 保持充足的现金流有利于公司稳健发展。

我们预测酿酒工程投资额的不断加大, 有利于提高公司主营业务竞争优势, 顺应消费升级趋势, 扩大市场占有率, 提高公司收入。

4.2. 公司收入分析: 酒类业务毛利率为 79.85%, 同比增长 5.07%; 高档酒增速达 30.47%

根据公司 19H1 半年报披露, 公司 2019 年上半年酒类业务收入为 79.2 亿元, 同比增长 25.21%; 营业成本为 16 亿元, 与上期基本持平, 同比增长仅 0.02%; 酒类业务毛利率为 79.85%, 同比增长 5.07%。

分产品看，19 年 H1 公司实现高档白酒产品营业收入 43.1 亿元，同比增长 30.47%；营业成本为 3.6 亿元，同比增长 22.72%；毛利率高达 91.61%。

中档白酒营业收入为 22.2 亿元，同比增长 35.14%；营业成本为 3.9 亿元，同比增长 35.14%；毛利率为 82.57%。

低档白酒营业收入为 13.8 亿元，同比增长 0.68%；营业成本为 8.5 亿元，同比下降 9.09%；毛利率为 38.85%。

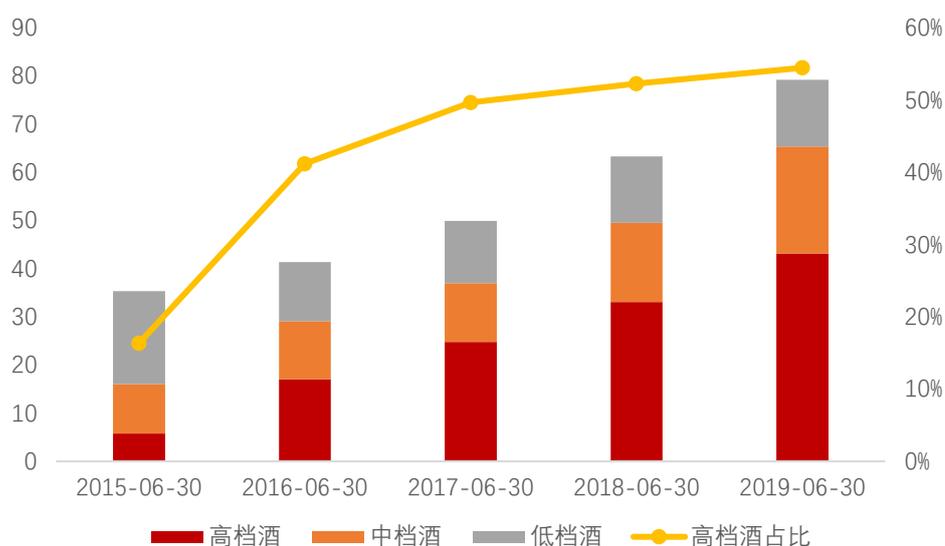
表 6：公司 2019H1 主营业务构成情况（亿元）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
酒类	79.2	16	79.85%	25.21%	0.02%	5.07%
分产品						
高档白酒	43.1	3.6	91.61%	30.47%	22.72%	0.53%
中档白酒	22.2	3.9	82.57%	35.14%	4.88%	5.03%
低档白酒	13.8	8.5	38.85%	0.68%	9.09%	6.58%
分地区						
国内	78.5	15.9	79.80%	25.41%	-0.01%	5.14%
国外	0.7	0.1	86.10%	6.09%	4.48%	0.21%

资料来源：wind，天风证券研究所

分析公司各档次白酒的销售情况，可以看到近五年公司高档白酒占比不断提高，一方面受益于消费升级以及广大消费者品牌、品质意识的觉醒，茅五泸等高端白酒越来越受到消费者的青睐，另一方面由于公司战略布局得当，产品线梳理到位，有了这些作为基础公司才得以借力我国消费升级以及白酒行业景气度高的东风，实现产品销售结构的升级以及收入的大幅提升。

图 37：近五年中报公司各档次白酒销售情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

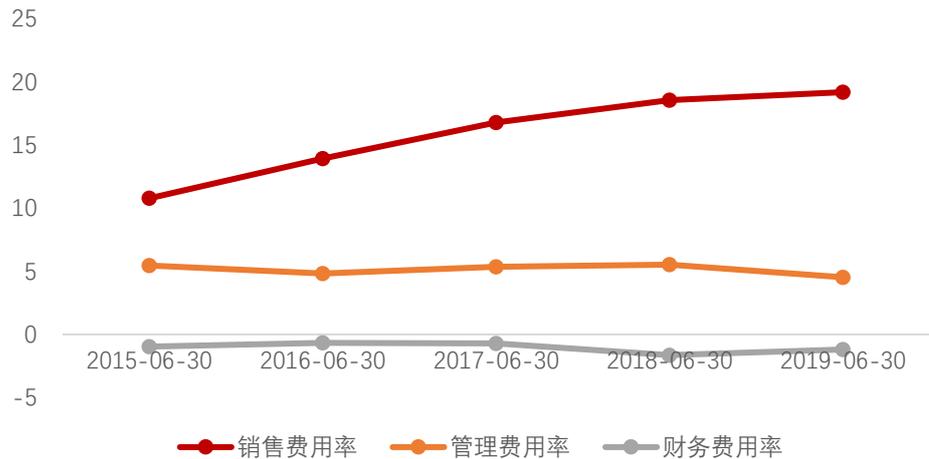
分析公司中高档白酒收入情况，可以看到公司高档酒销售收入在 2016 年首次超过中档酒销售收入后不断增加，2019 年中报显示 H1 高档酒收入达到 43.13 亿元，同时中档酒收入约为高档酒一半，两者近两年增速都保持在 35%左右，这说明公司高端化战略在市场中的反馈良好。

4.3. 公司期间费用分析：近五年中报显示管理费用基本保持稳定在 5%左右，为茅五泸中最低；销售费用率为 19%左右，有较大下降空间

公司期间费用率保持总体稳定 公司销售费用率呈现总体稳中向上趋势，但是费用率增速有一定放缓的趋势。市场费用分为渠道推广和消费者推广方面，随着公司品牌力逐渐凸显，渠道推广费用会略有减少，但会继续加强消费者推广投入。

公司近五年中报显示管理费用基本保持稳定在 5%左右。值得注意的是，19 年中报显示管理费用率为 4.53%，同比去年下降了 1PCT。财务费用率方面保持基本不变。

图 38：公司费用率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

广告与市场拓展费用保持良性增长态势 具体来看销售费用情况，广告宣传费及市场拓展费用的增速为 24.7%，与公司收入增速基本一致。根据公司 19 年半年报披露，公司坚定实施泸州老窖五大单品战略，打响泸州老窖“品牌复兴”战役。通过与“澳大利亚网球公开赛”深度合作，连续举办“让世界品味中国”全球文化之旅、“国际诗酒文化大会”、《孔子》《李白》文艺演出、“封藏大典”“高粱红了”等品牌文化活动，品牌美誉度持续提高；推出欧美市场专属产品明江白酒，成功布局海外市场。

表 7：19H1 销售费用情况（亿元）

项目	本期发生额	上期发生额
广告宣传费及市场拓展费用	11.1	8.9
运输和仓储费	1.5	0.9
其他	2.8	2.1
合计	15.4	11.9

资料来源：wind，天风证券研究所

收入提升，管理费用率下降 公司当期管理费用率同比下降了 1PCT，具体看到各项管理费用基本不变。

根据公司 19 年半年报披露，公司充分依托国家级科技创新平台，上半年共承担国家级重点研发计划项目 3 项，省、市级科研项目管理 40 余项，获得 8 项专利授权；供应链创新与应用试点工作全面推进，首次发布供应链年度发展规划，实现了需求计划、包材采购、酒源、生产、仓储、运输一体化的供应链全链条管理。公司称激励机制方面，一直在研究和推动之中，一定会去争取。

先进的技改项目工程 泸州老窖酿酒工程技改项目部分酿酒车间已实现投粮试运行，自动化酿酒组团、半开式酒库等各类配套建设加速推进；供应链智能化包装技改项目全自动化高速生产线正在进行优化调试，智能化建设初步具备应用水平；仓储管理系统完成试点上

线，信息化建设稳步实施。

表 8: 19H1 管理费用情况 (亿元)

项目	本期发生额	上期发生额
职工薪酬	2	2
折旧摊销费	0.6	0.6
管理费和服务费	0.1	0.1
其他	0.6	0.7
合计	3.4	3.4

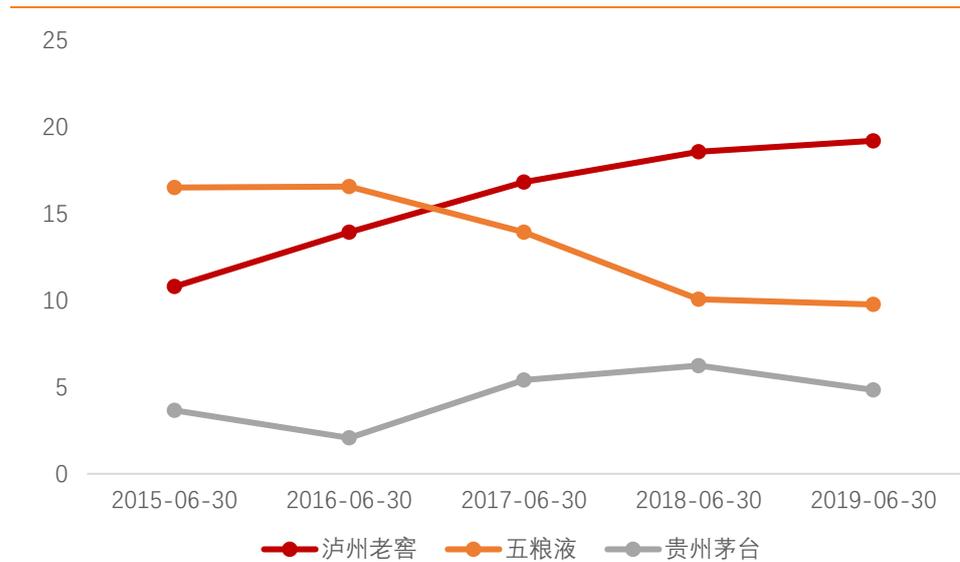
资料来源: wind, 天风证券研究所

横向比较三大高端白酒企业茅台、五粮液和泸州老窖的销售费用率和管理费用率。

茅台的销售费用率保持最优,基本维持在 5%左右。五粮液近几年的费用率有呈现下降趋势,而泸州老窖的费用率则有所上升,今年中报两者销售费用率差值接近 10PCT。但是,由于老窖费用率增速持续变小,可以看到两者销售费用率的差值增长有变缓的趋势。

我们认为,目前国窖 1573 和普五相比在销售收入和知名度等方面还有一些差距,但是我们判断随着消费升级的进一步深化,高端白酒的稀缺性将进一步显现,随着公司业绩的持续增长,公司品牌力的提升,国窖 1573 销售收入的不断提高,公司有望稳步降低销售费用率,这或许是公司未来保持业绩增长的重要空间之一。

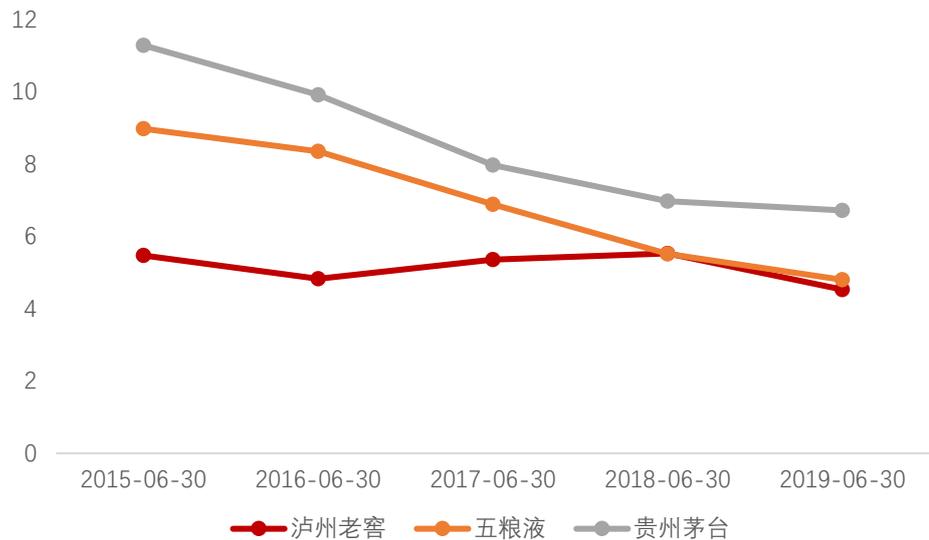
图 39: 销售费用率横向对比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

横向比较公司管理费用率情况,近五年泸州老窖基本保持在了三者的最低水平。随着未来公司技改项目的完成以及数字化赋能,公司内部的管理效率有望继续提高。

图 40: 管理费用率横向对比 (%)

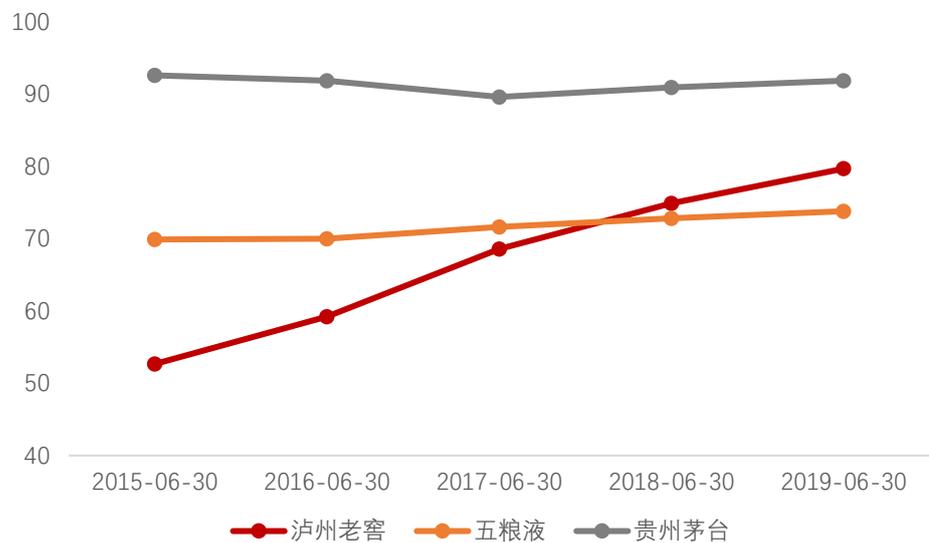


资料来源: wind, 天风证券研究所

4.4. 公司利润分析: 毛利率达 80%仅次于茅台, 销售净利率为 35%与五粮液接近

我们同样比较茅台、五粮液和泸州老窖的销售毛利率和销售净利率情况。茅台近五年毛利率基本稳定在 90%以上。中报显示, 随着公司产品结构的升级以及销售体系的优化, 泸州老窖的毛利率在 18 年超过了五粮液, 且保持了良好的上升势头。

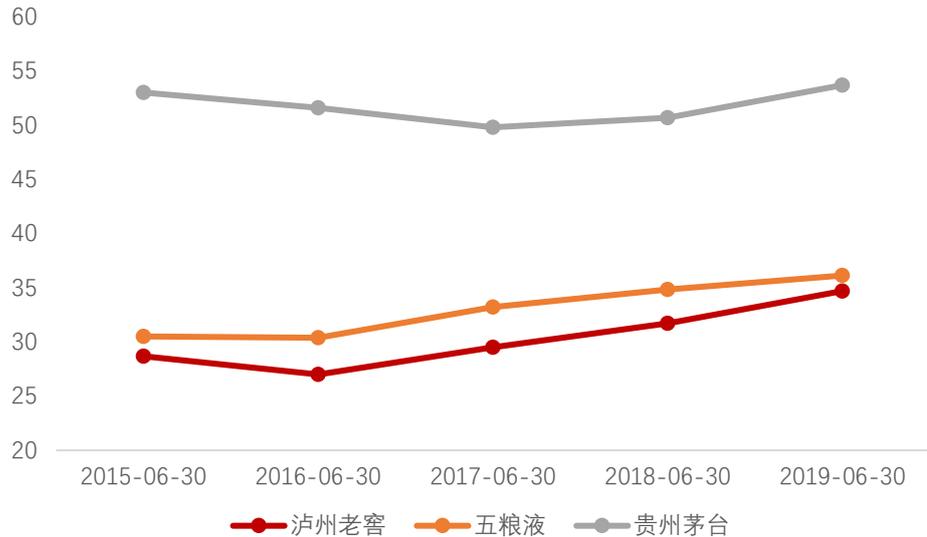
图 41: 销售毛利率横向对比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

延续销售毛利率的分析, 销售净利率方面, 茅台依旧保持了领先。根据我们上文对老窖和五粮液销售期间费用率的分析, 19H1 当期老窖的销售费用率高出五粮液将近 10PCT, 而目前老窖净利率仅比五粮液低 1.4PCT, 主要是由于当期老窖的销售毛利率比五粮液高 5.9PCT。随着老窖未来优化成本和费用体系, 公司净利率有良好的提升空间。

图 42: 销售净利率横向对比 (%)



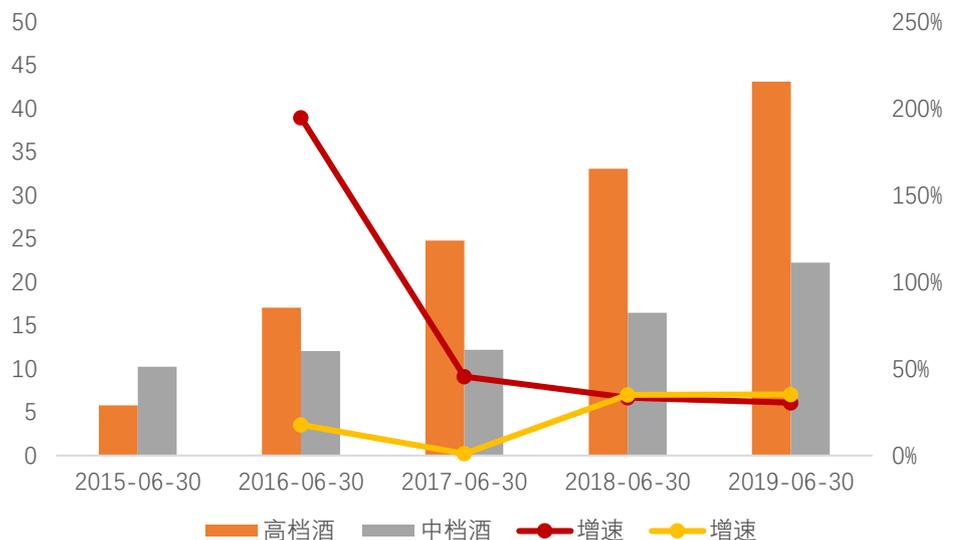
资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 增长看点: 随着行业高端白酒体量扩容以及公司管理层对于公司持续赋能, 预测 2020 年国窖收入/公司整体收入有望达到 110/190 亿元, 公司净利率达到 31%, 实现净利润 59 亿元

5.1. 公司力争在 2020 年将国窖 1573 系列成品酒的销量提高到 1.5 万吨, 2025 年达到 2-2.5 万吨。以 2018 年为基准, 我们预计 1573 大单品收入在未来三年有望翻番

国窖 1573 的产销量规划。自 2000 年左右国窖 1573 推出以来, 由于历年有基酒留存, 目前国窖 1573 基酒储备超过 2 万吨。未来 1573 基酒产能方面会逐步提高: 一是酿酒工程技术项目建成投产后, 原来生产各种等级基酒的老窖池可以置换出来专门用于生产国窖 1573 基酒; 二是随着时间推移, 更多的老窖池窖泥进一步老熟, 可以用于生产国窖 1573, 近年来, 一批老窖池陆续达到了生产国窖 1573 基酒的标准。公司力争在 2020 年将国窖 1573 系列成品酒的销量提高到 1.5 万吨, 2025 年达到 2-2.5 万吨。公司高度重视国窖 1573 品质, 产品放量一定是建立在确保品质的基础上。

图 43: 近五年中报高中档酒收入 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

我们通过收集万得、天猫的泸州老窖 1573 的数据，估算出 16 年至今的产品价格数据。同时分析了近三年年报中国窖 1573 的收入数据，对应公司年报中高端白酒的销售收入。由于总体行业消费升级趋势明显，同时高端白酒行业产品稀缺供不应求的现状，泸州老窖国窖 1573 作为我国三大高端白酒品牌的代表，有望实现量价齐增。

表 9：国窖 1573 收入及价格预测

国窖 1573	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(亿元)	29.2	46.5	63.8	85	110	141
增速		59%	37%	33%	29%	28%
平均价格(元)	650	720	845	969	1100	1200
增速		11%	17%	15%	14%	9%

资料来源：wind，天猫，天风证券研究所

5.2. 公司收入预测：预计公司收入加速向好，同时公司白酒整体销量将持续好转，毛利率有望达到 80%以上

我们结合本文第一部分对我国经济周期以及白酒行业消费趋势以及行业收入的分析进行研判。判断公司受益白酒行业的景气度高、消费升级等利好因素，销售收入将继续保持高速增长。预计 2019 年收入可达 162 亿，增速 24%。21 年看到 242 亿收入。

我们判断白酒行业的销量底部构建已经接近完成，预计公司 2020 年销量将有所提高，同时 2021 年销量增速将继续加速。未来公司毛利率有望继续提升至 80%以上。

表 10：公司白酒销量、收入、毛利率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量(万吨)	18	15.4	14.6	14	15	16
增速		-14%	-5%	-4%	7%	7%
收入(亿元)	83	104	131	162	205	242
增速		25%	26%	24%	27%	18%
毛利率	62%	72%	78%	78%	81%	82%

资料来源：wind，天风证券研究所

5.3. 公司费用率预测：未来三年销售费用率有望下降 5PCT 左右，管理费用率处在持续下行通道，研发费用率保持稳定

我们一直强调，公司强有力的管理层有助于公司经营效率的不断提高。15 年后管理层换届后对企业进行了大幅的梳理。产品力：浓香鼻祖，追求白酒的卓越品质，产品矩阵完备，实施“三品系、五大超级单品”的产品战略。品牌力：自古以来就是中国白酒的典范，作为中国白酒走向国门大使荣获诸多荣誉，近年来积极开展事件营销提升公司品牌知名度。渠道力：公司渠道扁平化，直控终端、直分销模式相结合。

同时，预计未来公司收入和研发费用将同步提高，公司研发费用率有望保持基本稳定。看好泸州老窖公司作为高端白酒名企的研发实力和技术储备。

表 11：费用率预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	12.66%	18.54%	23.20%	25.99%	22.60%	21.70%	20.50%
管理费用率	6.36%	6.55%	5.48%	5.53%	4.50%	4.10%	4.10%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.48%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

5.4. 公司利润预测：收入增加 21 年看到 242 亿，费用率降低，同时预计 21 年利润有望达到 80 亿

我们分析公司近几年的财务指标，总结公司的发展态势，并对公司未来看点作出以下预测：

- 1、在自己的强势领域作战：逐渐削弱中低端的增长包袱，强有力的管理赋能，不断通过品牌力的优势形成发展势能。
- 2、性价比极高：和茅五相比凸显性价比，极高的产品力。
- 3、国窖 1573 未来会持续受益于高端扩容和茅台价涨量缺，短期跟随五粮液提价，长期量价均还有较大提升空间。
- 4、公司目前在库存周期地位，价格周期远未结束，保证了未来三年的增长空间。

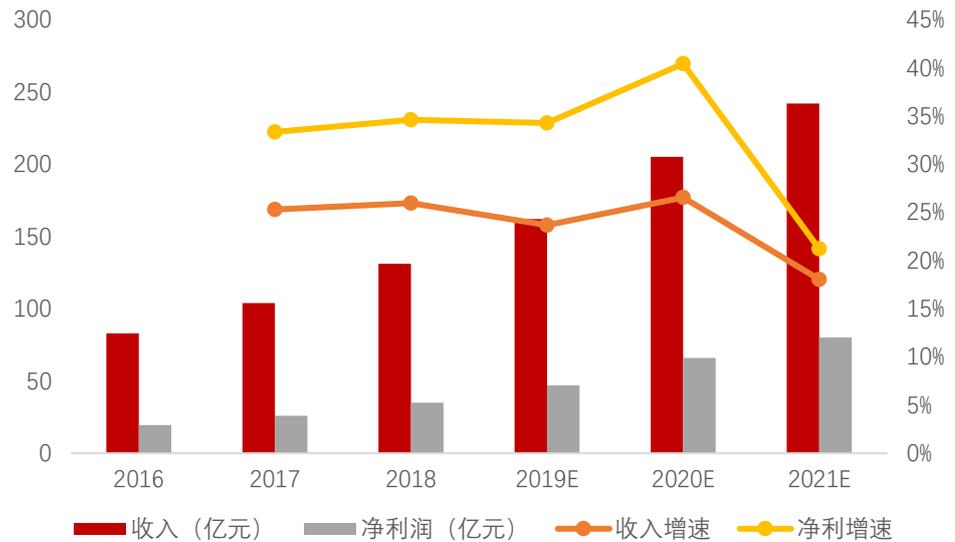
基于这种分析，我们考虑到公司未来销量和收入的增长空间，费用率的进一步下降空间，对公司整体经营情况作出如下预测：

表 12：公司整体经营情况预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量（万吨）	18	15.4	14.6	14	15	16
增速		-14%	-5%	-4%	7%	7%
收入（亿元）	83	104	131	162	205	242
增速		25%	26%	24%	27%	18%
销售费用率	18.54%	23.20%	25.99%	22.60%	21.70%	20.50%
管理费用率	6.55%	5.48%	5.53%	4.50%	4.10%	4.10%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.48%	1.00%	1.00%	1.00%
净利率	23%	25%	27%	29%	32%	33%
净利润（亿元）	20	26	35	47	66	80
增速		33%	35%	34%	40%	21%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：收入净利预测



资料来源：wind，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值分析

我们延续上文逻辑以及预测基础，采用历史估值法和横向估值法对泸州老窖进行合理估值分析。

首先采用历史估值法分析，近五年泸州老窖的 PE (TTM) 的均值在 30 倍左右，随着今年食品饮料板块的复苏，泸州老窖的估值也得到了一定的预期修复，目前在 28 倍左右。

图 45：泸州老窖历史估值



资料来源：wind，天风证券研究所

选取同为中国高端白酒阵营的贵州茅台和五粮液作为横向可比公司进行估值分析。可以看到老窖与贵州茅台和五粮液相比总市值明显较低。同时泸州老窖在估值上也与两者有一定的差距，无论是贵州茅台还是五粮液的估值都在 30 倍以上。

表 13：泸州老窖横向可比公司

代码	证券简称	总市值 (万元)	PE(TTM)
000568.SZ	泸州老窖	12437213.27	27.46
600519.SH	贵州茅台	150915835.10	36.88
000858.SZ	五粮液	51691373.80	31.46

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑泸州老窖 30 倍左右的历史估值均值以及可比公司估值，结合上文中对泸州老窖所处的高端市场白酒赛道的深度分析和长期看好，同时基于泸州老窖强有力的管理层、良好的产品品牌渠道能力和业绩表现，综合给予公司 2020 年 29 倍估值。

预计 19/20/21 年收入 162/205/242 亿元，净利润 47/66/80 亿元，对应 19/20/21 年 EPS 为 3.2/4.5/5.5 元/股。考虑到公司将持续受益高端白酒市场扩容，管理层持续赋能加速公司收入提升费用率降低，给予公司 2020 年 29 倍估值，对应目标价 130.5 元，“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济不确定风险。目前宏观经济内外部环境错综复杂，白酒行业的未来发展存在一定的不确定性。公司需要持续加强宏观经济形势研判，及时调整公司经营策略，提升公司综合竞争力，主动适应经济形势变化，为公司持续健康发展夯实基础。

行业竞争加剧风险。随着白酒行业的集中度不断提升，行业竞争加剧。公司需要持续补短板、拉长板，升级新动能，持续提升生产效能、持续强化品牌营销、持续优化产品结构体系、持续深化营销体系改革、持续精耕渠道建设，不断提升核心竞争力。

高端白酒需求下降风险。内外部宏观环境的不确定有可能影响消费者的消费习惯，泸州老窖作为中国高端白酒的代表，可能会因为消费者消费习惯的改变而产生终端需求下降的风险。这将直接导致公司业绩收入受到影响。

公司高端白酒市场拓展不力风险。公司以国窖 1573 作为高端白酒市场的拳头产品，需要不断维护品牌形象，拓展渠道以及应对竞争对手的冲击，故可能存在因策略失误、市场反馈不良等风险导致公司错失高端白酒市场拓展良机。

公司整体销售费用增加的风险。2019 年是公司“管理年”，公司在加强品牌塑造和消费者建设工作的同时，加强费用管控，保障费用的有效性，提高费效比。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,449.62	9,367.39	7,426.58	12,540.73	12,260.00	营业收入	10,394.87	13,055.47	16,152.22	20,513.32	24,205.72
应收票据及应收账款	2,500.82	2,398.66	4,677.37	2,676.51	6,001.07	营业成本	2,917.82	2,934.00	3,553.49	3,897.53	4,478.06
预付账款	197.84	137.24	186.52	209.17	248.84	营业税金及附加	1,335.11	1,605.84	1,938.27	2,461.60	2,904.69
存货	2,811.87	3,230.42	3,391.30	4,065.09	4,323.99	营业费用	2,411.88	3,392.72	3,650.40	4,451.39	4,962.17
其他	308.58	360.76	676.67	413.79	798.85	管理费用	1,506.35	722.45	726.85	841.05	992.43
流动资产合计	14,268.73	15,494.47	16,358.45	19,905.31	23,632.75	研发费用	25.75	62.17	161.52	205.13	242.06
长期股权投资	1,824.89	2,091.10	2,091.10	2,091.10	2,091.10	财务费用	(106.90)	(215.07)	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,129.89	1,029.67	2,136.16	2,746.65	3,046.53	资产减值损失	0.45	(2.04)	10.00	10.00	10.00
在建工程	1,567.26	3,000.49	1,836.29	1,149.78	719.87	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	231.04	231.97	222.89	213.81	204.73	投资净收益	138.32	97.99	90.00	90.00	90.00
其他	733.94	757.23	1,192.31	1,212.24	1,220.60	其他	(1,262.11)	(219.59)	(180.00)	(180.00)	(180.00)
非流动资产合计	5,487.03	7,110.46	7,478.76	7,413.58	7,282.83	营业利润	3,428.21	4,676.98	6,201.69	8,736.62	10,706.31
资产总计	19,755.76	22,604.93	23,837.20	27,318.89	30,915.58	营业外收入	25.89	31.23	20.00	20.00	20.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	20.38	49.53	10.98	26.96	29.16
应付票据及应付账款	740.70	1,292.05	332.54	1,707.40	790.46	利润总额	3,433.72	4,658.69	6,210.71	8,729.66	10,697.15
其他	3,626.53	4,123.43	4,935.47	4,904.31	6,722.66	所得税	831.69	1,148.22	1,490.57	2,095.12	2,567.32
流动负债合计	4,367.23	5,415.48	5,268.01	6,611.71	7,513.12	净利润	2,602.02	3,510.47	4,720.14	6,634.54	8,129.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	44.08	24.82	55.50	79.10	83.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,557.94	3,485.64	4,664.65	6,555.44	8,046.50
其他	75.94	65.23	75.73	72.30	71.09	每股收益(元)	1.75	2.38	3.18	4.48	5.49
非流动负债合计	75.94	65.23	75.73	72.30	71.09						
负债合计	4,443.17	5,480.72	5,343.74	6,684.02	7,584.21	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	141.15	159.54	212.26	290.05	371.53	成长能力					
股本	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75	营业收入	25.18%	25.60%	23.72%	27.00%	18.00%
资本公积	3,543.52	3,716.68	3,716.68	3,716.68	3,716.68	营业利润	34.97%	36.43%	32.60%	40.87%	22.55%
留存收益	13,535.47	15,363.33	16,816.45	18,880.07	21,495.09	归属于母公司净利润	32.69%	36.27%	33.82%	40.53%	22.75%
其他	(3,372.29)	(3,580.08)	(3,716.68)	(3,716.68)	(3,716.68)	获利能力					
股东权益合计	15,312.59	17,124.21	18,493.47	20,634.87	23,331.37	毛利率	71.93%	77.53%	78.00%	81.00%	81.50%
负债和股东权益总	19,755.76	22,604.93	23,837.20	27,318.89	30,915.58	净利率	24.61%	26.70%	28.88%	31.96%	33.24%
						ROE	16.86%	20.55%	25.52%	32.22%	35.05%
						ROIC	44.31%	54.86%	67.34%	67.24%	118.23%
						偿债能力					
						资产负债率	22.49%	24.25%	22.42%	24.47%	24.53%
						净负债率	-55.18%	-54.70%	-40.16%	-60.77%	-52.55%
						流动比率	3.27	2.86	3.11	3.01	3.15
						速动比率	2.62	2.26	2.46	2.40	2.57
						营运能力					
						应收账款周转率	4.66	5.33	4.57	5.58	5.58
						存货周转率	3.92	4.32	4.88	5.50	5.77
						总资产周转率	0.62	0.62	0.70	0.80	0.83
						每股指标(元)					
						每股收益	1.75	2.38	3.18	4.48	5.49
						每股经营现金流	2.52	2.93	1.28	6.55	3.49
						每股净资产	10.36	11.58	12.48	13.89	15.67
						估值比率					
						市盈率	48.62	35.68	26.66	18.97	15.46
						市净率	8.20	7.33	6.80	6.11	5.42
						EV/EBITDA	25.27	10.63	18.32	12.46	10.21
						EV/EBIT	26.57	11.02	18.70	12.69	10.39

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,602.02	3,510.47	4,664.65	6,555.44	8,046.50
折旧摊销	169.40	164.05	126.78	165.11	189.10
财务费用	35.32	63.97	0.00	0.00	0.00
投资损失	(138.32)	(97.99)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	1,784.66	1,258.70	(2,876.84)	2,887.64	(3,116.34)
其它	(759.68)	(601.28)	55.50	79.10	83.33
经营活动现金流	3,693.41	4,297.92	1,880.09	9,597.29	5,112.60
资本支出	1,622.48	1,774.89	49.50	83.43	51.21
长期投资	112.74	266.21	0.00	0.00	0.00
其他	(3,131.66)	(3,506.52)	(519.50)	(73.43)	(11.21)
投资活动现金流	(1,396.44)	(1,465.42)	(470.00)	10.00	40.00
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3,092.22	389.79	(100.39)	36.20	36.20
其他	(1,765.87)	(2,306.46)	(3,250.50)	(4,529.34)	(5,469.54)
筹资活动现金流	1,326.35	(1,916.67)	(3,350.89)	(4,493.14)	(5,433.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,623.32	915.83	(1,940.80)	5,114.15	(280.73)

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com