

泸州老窖 (000568)

竞争优势得天独厚，优秀治理结构重塑品牌往日辉煌

以史为鉴可知兴替，我们以产品结构为主线，梳理了老窖“两沉两浮”的发展历程，从产品结构变化中探究“历史、现在、未来”三个阶段老窖的特征及驱动其发展的核心因素。

当前的泸州老窖处于从复苏到再次崛起的关键时点，渠道的深耕、营销方式的持续投入、高端产能的释放，均是在正确道路上的稳扎稳打。从更远的角度看，老窖的核心竞争力在于其历经岁月沉淀的品牌厚度、以及作为“浓香鼻祖”的优质酿酒工艺，只要其走在正确的方向上，公司价值的体现只是时间的问题，而当前拥有丰富白酒运营经验的优秀管理层是公司的掌舵者，也是他们保障了公司价值实现道路上的步步为营。

以史为鉴老窖占据天时地利，品牌高度稳居前三

泸州老窖品牌历史悠久，曾稳坐高端酒老大位置，作为建国后的酒中贵族，品牌张力由此奠定。不过由于1990-2000年“名酒变民酒”的提量不提价政策导致泸州老窖跌出高端阵营，2001年不得不以国窖1573重振高端酒地位。至2010年前后，受益行业景气度、销售上采取柒泉模式，公司高端酒占比再次回归高位。但在2012-2014年行业深度调整期，老窖再次为自己的错误提价决策买单，进入深度调整期，复兴之路不可急于求成。

管理团队补全“人和”优势，厘清的不只有产品还有发展思路

漫长的沉浮历程沉淀下了老窖的品牌力与优质的产品生产工艺，2015年的新管理层即是补全了“人和”的优势，在新管理层上任后，老窖开展了一系列的精彩改革行动。在产品上，新管理层壮士断腕，整治产品乱象聚焦五大单品；在渠道上，柒泉模式缺陷充分暴露，导致公司进入深度调整期，公司将柒泉模式变革为品牌专营模式，三大品牌差异化运营；在管理上，深度绑定管理层，治理结构不断升级，发展思路逐步清晰。

产品结构迎合自身竞争优势，向上向下游游刃有余

泸州老窖高档酒的发展呈现“W”型趋势，如今双品牌逻辑不断兑现。国窖1573在高端酒市场依然采取跟随茅台策略，稳健提价放量，“向上”节奏稳定；与此同时，利用中档酒核心产品特曲放量打开中档酒市场，充分激活泸州老窖老品牌势能实行“品牌复兴”计划，“向下”实力不容小觑，未来公司高档酒与中档酒或呈现比翼齐飞局面。

盈利预测：预计2020-2022年实现营收190.04、231.19、281.19亿元，同比增长20%/22%/22%，实现归母净利润56.52、77.48、96.12亿元，同比增长22%/37%/24%。预计2020-2022年EPS为3.86、5.29、6.56元。给予2020年30XPE，对应目标价116元，较2020年5月21日收盘价上涨空间为32%，维持“买入”评级。

风险提示：国窖在高端酒市场运营不及预期，渠道扩展不顺利，产能扩张节奏延迟，提价控量决策失误。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,055.47	15,816.93	19,004.22	23,119.47	28,118.59
增长率(%)	25.60	21.15	20.15	21.65	21.62
EBITDA(百万元)	4,664.54	6,082.68	7,636.03	9,307.69	11,542.00
净利润(百万元)	3,485.64	4,641.99	5,652.47	7,747.67	9,611.63
增长率(%)	36.27	33.17	21.77	37.07	24.06
EPS(元/股)	2.38	3.17	3.86	5.29	6.56
市盈率(P/E)	36.91	27.71	22.76	16.60	13.38
市净率(P/B)	7.58	6.63	5.72	4.71	3.75
市销率(P/S)	9.85	8.13	6.77	5.56	4.58
EV/EBITDA	10.63	19.50	16.03	12.12	9.26

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（维持评级）
当前价格	84.78元
目标价格	116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)	128,356.26
流通A股市值(百万元)	127,949.03
每股净资产(元)	14.39
资产负债率(%)	28.61
一年内最高/最低(元)	98.48/64.88

作者

刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《泸州老窖-季报点评:高档酒放量助推业绩高增，提价效应逐渐显现》2020-04-29
- 《泸州老窖-首次覆盖报告:乘风破浪会有时，高端优异赛道叠加管理边际加速》2019-11-10

内容目录

1.以史为鉴老窖占据天时地利，品牌高度稳居前三	5
1.1 建国后的酒中贵族，品牌张力由此奠定	5
1.2 国窖 1573 在品牌化浪潮中诞生，柒泉模式名噪一时	6
1.2.1 国窖 1573 重新成功跻身高端行列，行业景气度上行助力	7
1.2.2 渠道采用柒泉模式，实现高端酒量价齐增	8
1.2.3 加大营销投入，扩大规模、塑造高端品牌形象	9
1.3 逆势提价带来沉重教训，复兴之路不可急于求成	10
2. 管理团队补全“人和”优势，厘清的不只有产品还有发展思路	12
2.1 新任管理层壮士断腕，整治产品乱象聚焦五大单品	13
2.2 破除旧有渠道模式，迎合消费升级新趋势	14
2.2.1 柒泉模式缺陷充分暴露，导致公司进入深度调整期	14
2.2.2 将柒泉模式变革为品牌专营模式，三大品牌差异化运营	15
2.3 治理结构不断升级，发展思路逐步清晰	16
3. 产品结构迎合自身竞争优势，向上向下游刃有余	18
3.1 看产品结构变迁可知老窖未来上下红利通吃	18
3.2 高端白酒量价齐升，1573 紧跟静待时机	19
3.3 向下看布局完善，品牌势能助力腰部发力	20
4.渠道扩张与品牌建设比翼齐飞，稳健发展空间不可限量	21
4.1 全国化扩张脚步从未停息，弱势区域重点发力	21
4.2 营销投放精准有效，品牌定位有格局	23
4.3 产能扩张稳健经营，基础扎实腾飞交给时间	25
盈利预测	26
风险提示	27

图表目录

图 1：1990-2000：高中档各半，提量不提价，公司高档酒受挫	6
图 2：1998 年公司营业收入负增长	6
图 3：1998 年公司归母净利润负增长	6
图 4：2000-2012 年利用 1573 重振高档酒，高档酒营收占比提升	7
图 5：2002-2012 年高档酒销售额占比高于中低档，且 2008-2012 年占比较之前明显提升	7
图 6：白酒行业营收在 2005-2012 年高速增长	8
图 7：国窖 1573 销售额在 2005 年提速增长	8
图 8：2009-2012 年国窖 1573 销售量稳步提升	9
图 9：2009-2012 年国窖 1573 吨酒价稳步提升	9
图 10：2011-2012 年公司全部产品销售量实现大幅增长	9

图 11: 2009 年后公司营收恢复高速增长	9
图 12: 2011-2012 年低档酒销售量高速上涨	9
图 13: 公司销售费用投入持续增长	10
图 14: 2002-2012 年公司销售费用率处于较高水平	10
图 15: 2014 年后白酒政务消费明显下降	10
图 16: 2013-2015 年白酒行业营业收入增速低迷	11
图 17: 2013-2015 年白酒行业归母净利润增速低迷	11
图 18: 2012-2015 年公司逆势提价叠加行业景气度下行, 使得公司高端酒进入深度调整期	11
图 19: 2013-2014 年国窖 1573 销售量逐年下滑	11
图 20: 2013 年国窖 1573 吨酒价下滑严重	11
图 21: 2012 年后公司毛利率、净利率持续下滑	12
图 22: 2014-2019: 1573 重新采取谨慎提价策略, 高档占比提升, 中档酒特曲品牌复苏进行中	12
图 23: 2018 年公司高档酒营收占比重新回到 50%水平	13
图 24: 2015 年后国窖 1573 销量稳步上行	13
图 25: 2015 年后国窖 1573 稳步提价	13
图 26: 2011-2012 年低档酒销售量高速上涨	14
图 27: 2014 年泸州老窖存货周转率出现大幅度调整 (次)	15
图 28: 泸州老窖营收增速下降幅度高于茅台五粮液	15
图 29: 2015 年后泸州老窖采用品牌专营模式	15
图 30: 2015 年后公司销售人员数量激增	15
图 31: 公司销售人员工资薪酬 2015 年后高速上涨	15
图 32: 公司股权结构稳定, 泸州国资委为实控人	17
图 33: 泸州老窖产品结构变迁	18
图 34: 泸州老窖产品结构完善, 腰部力量强劲, 未来空间大	19
图 35: 未来泸州老窖高端酒占比将进一步提升, 低档酒占比将逐渐下降	19
图 36: 2019 年以来国窖 1573 一批价上涨幅度较茅台、五粮液小 (单位: 元)	20
图 37: 照产品质量将曲酒分为特曲、头曲、二曲、三曲	21
图 38: 老窖特曲积淀了深厚的品牌力	21
图 39: 西南地区和华北地区为传统强势区域市场	22
图 40: 各地区毛利率显著上升 (%)	22
图 41: 西南地区增长空间有限, 增速逐渐下滑	22
图 42: 华中地区超越华北成为公司第二大市场	22
图 43: 华北地区处于恢复性增长中	22
图 44: 华东、华南等其他地区有望实现快速发展	22
图 45: 公司销售费用率持续上涨, 处于行业较高水平 (%)	23
图 46: 泸州老窖广告宣传费用投入快速上涨 (亿元)	23
表 1: 泸州老窖以特曲品牌入选名酒评选会	5
表 2: 柒泉模式优缺点	8
表 3: 泸州老窖与茅台产品类别清晰, 泸州老窖聚焦五大单品	13

表 4: 品牌专营模式优势明显, 增加公司对渠道的控制能力	16
表 5: 公司管理团队经验丰富, 具备行业积淀	17
表 6: 近几年五粮液和泸州老窖渠道改革和提价情况	20
表 7: 国窖 1573 营销方式	23
表 8: 泸州老窖特曲营销方式	24
表 9: 公司盈利预测关键假设	26
表 10: 可比公司盈利预测	26

1.以史为鉴老窖占据天时地利，品牌高度稳居前三

泸州老窖酿酒工艺历史悠久，发源于秦汉之江阳，发展于隋唐五代，兴于唐宋，并在元、明、清时期得以发展大成。历经两千年的历史传承，形成了源远流长，举世无双的酒文化。新中国成立以后，国家大力发展泸州酒业，在此背景下，酿酒实业家李华伯先生以其“春和荣”作坊为首，联合共 36 家明清老作坊，以公私合营的方式成立“泸州市公私合营曲酒厂”，此为泸州老窖前身。自成立以来，泸州老窖几经浮沉，历久弥新。

1.1 建国后的酒中贵族，品牌张力由此奠定

新中国成立至 90 年代以前，国家大力扶持泸州酒业，1980 年，泸州曲酒厂被中商部确定为率先进行扩张试点的企业；1983 年，泸州市将酿酒作为全市三大支柱产业之一，大力发展；1985 年至 1988 年，国务院批专款 2800 万元对罗汉三车间进行扩建改造，率先在全国酒类行业中建起布局合理，配套设施先进，年产万吨的大型酿酒基地。1988 年，泸州老窖年产量是四川其他四个名酒厂（郎酒、剑南春、五粮液、全兴）的产量之和。截至 1989 年，泸州老窖特曲是唯一蝉联五届中国名酒的浓香型白酒品牌，并屡次获得国际大奖。彼时，泸州老窖盛极一时。

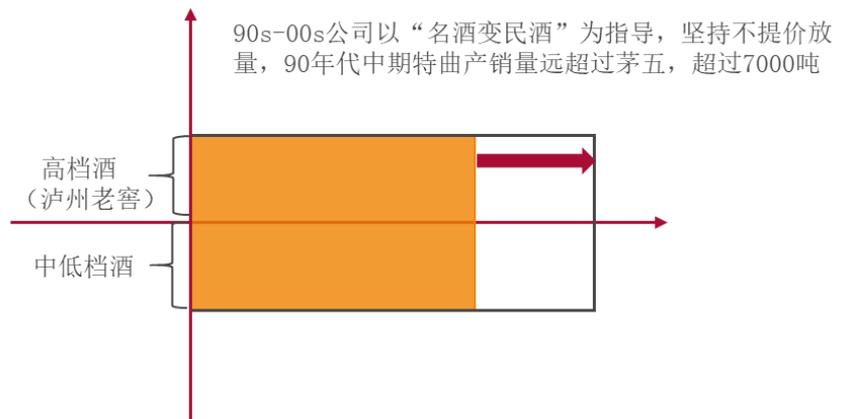
表 1：泸州老窖以特曲品牌入选名酒评选会

时间	数量	入围品牌
1952 年（第一届）	老四大名酒	泸州大曲酒（泸州老窖特曲前身）、茅台酒、汾酒、西凤酒
1963 年（第二届）	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（第三届）	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（第四届）	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、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年（第五届）	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、古井贡酒厂、董酒、西凤酒、全兴大曲、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：搜狐网，天风证券研究所

90 年代初，泸州老窖稳坐白酒第一把交椅，品牌得以沉淀，产品以泸州老窖为主，售价位于行业前列。但是公司未看清消费升级对于消费市场的影响，决策层为迎合大众购买力，不断降价以拥抱消费者，走“名酒变民酒”路线，1990 年至 2000 年期间，泸州老窖采取提量不提价的政策，高档酒和中低档酒各半，与此同时茅五剑坚持涨价策略，迅速占领高端品牌市场，而泸州老窖品牌力被极度削弱，退出高端白酒竞争格局。泸州老窖的低价政策导致销售量和市场占有率下滑严重，1998 年营收跌至 8.27 亿元，较 97 年 10.7 亿同比下降 22.7%。

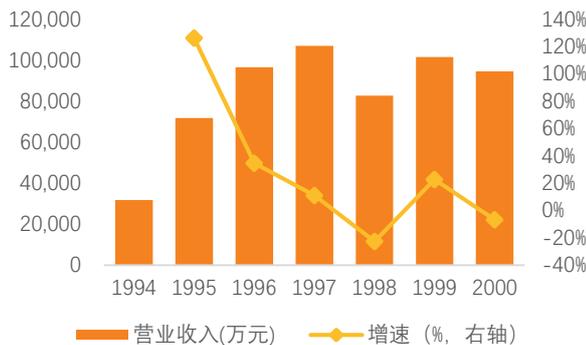
图 1：1990-2000：高中档各半，提量不提价，公司高档酒受挫



资料来源：公司公告，天风证券研究所

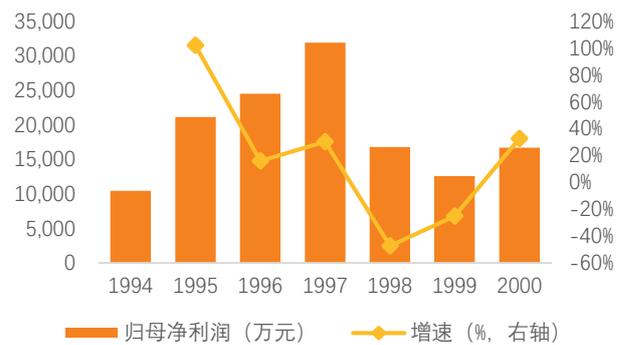
注：横轴为量，纵轴为价，面积代表销售额；横轴以上为高档酒，横轴以下为中低档酒；橘色面积代表上一期销售额情况

图 2：1998 年公司营业收入负增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：1998 年公司归母净利润负增长

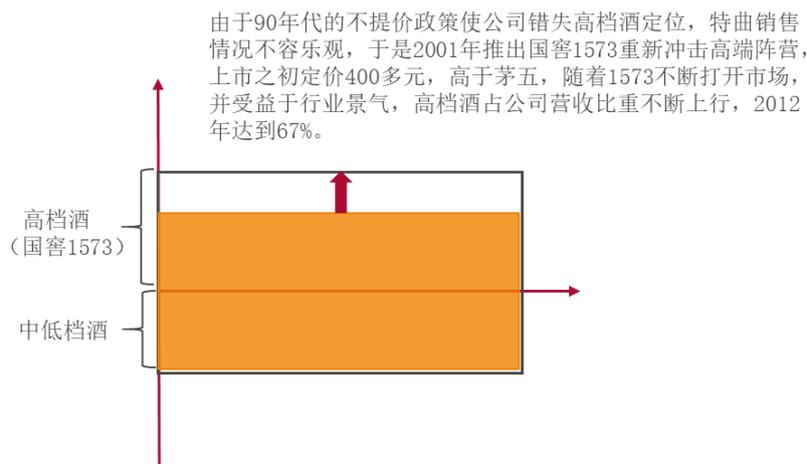


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2 国窖 1573 在品牌化浪潮中诞生，柒泉模式名噪一时

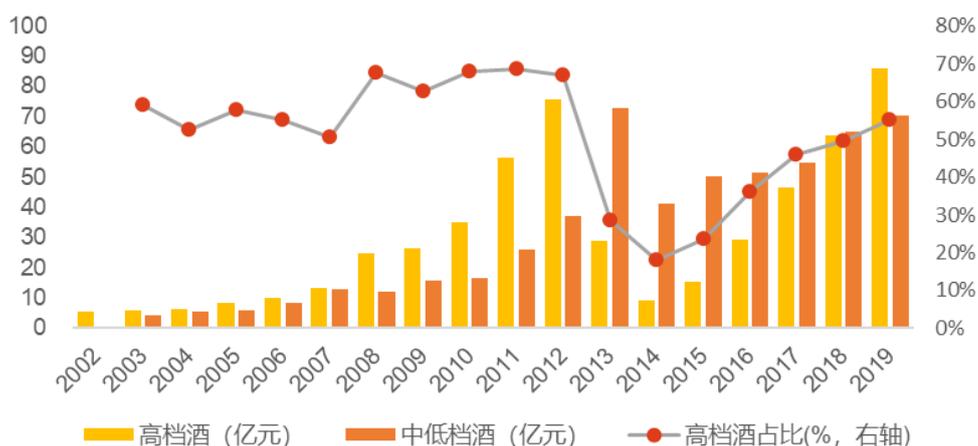
受“名酒变民酒”策略的影响，作为 90 年代前的高端浓香型代表的特曲系列酒，之后被定位为中高端白酒，泸州老窖失去高端白酒市场的竞争力。公司深知重新培育品牌力的难度，于是果断另设新品牌，2001 年推出国窖 1573 重新冲击高端阵营，上市之初定价 400 多元，高于茅五。2007 年确定国窖 1573、特曲双品牌战略，始终实行价格覆盖的战略，国窖 1573 定位高端市场，特曲定位中高端市场。随着 1573 不断打开市场，并受益于行业景气，高档酒占公司营收比重不断上行，2012 年达到 67%，高档酒占比超过中低档酒。

图 4：2000-2012 年利用 1573 重振高档酒，高档酒营收占比提升



资料来源：公司公告，佳酿网，天风证券研究所

图 5：2002-2012 年高档酒销售额占比高于中低档，且 2008-2012 年占比较之前明显提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.1 国窖 1573 重新成功跻身高档行列，行业景气度上行助力

国窖 1573 冲击高档酒成功，受益于行业景气度助力。2001 年国窖 1573 推出后经历了数年的辛苦培育，2002 年国窖实现 5.52 亿元销售额，2002-2004 年期间复合增长率仅 5%，2005 年后国内经济快速发展，固定资产投资增速加快，白酒行业营业收入增速自 2005 年开始上行，消费者对白酒的需求也在消费升级的浪潮中升级，白酒提价、高端白酒需求增长，国窖 1573 借助行业高景气度，稳定提价放量、逐步打开市场，2005-2012 年国窖销售额符合增长率达到 37.5%，2009-2012 年国窖 1573 销售量、吨酒价均稳步提升，至 2012 年国窖 1573 销售额达到最高点，至 75.6 亿元。

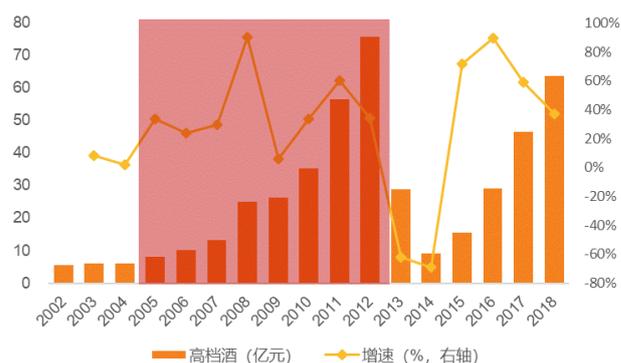
图 6：白酒行业营收在 2005-2012 年高速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：行业营收为 21 家白酒公司营收总和

图 7：国窖 1573 销售额在 2005 年提速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2.2 渠道采用柒泉模式，实现高端酒量价齐增

从 2004-2009 年国窖 1573 销售的量价关系来看，公司采取传统的经销商模式，不可避免“价增量减、量增价减”的大幅波动，在 2007-2009 三年表现较为明显，主要系公司对经销渠道的控制能力较弱。

2009 年为解决上述高端酒扩张的困局，公司以“量价齐增”为目的进行渠道改革，实施经销商持股政策，对经销商进行定向增发，柒泉公司是由原有经销商和公司地方销售人员共同入股组成的，迅速帮助公司在高端白酒市场扩张。柒泉模式亦可理解为公司将终端销售外包给柒泉公司并通过一系列合约制度来约束柒泉公司。

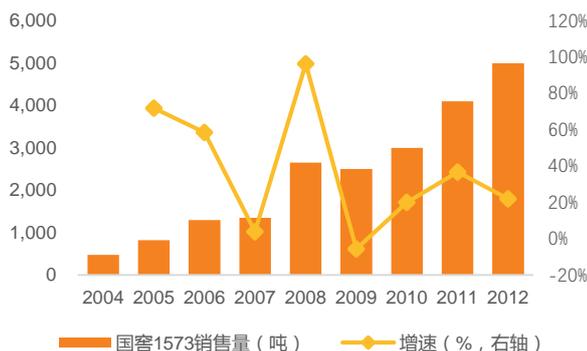
表 2：柒泉模式优缺点

优势	劣势
<ol style="list-style-type: none"> 1、帮助公司快速扩张：经销商与公司利益充分绑定，经销商可以通过销售扩大获得分红，故经销商积极扩张市场，大力推动公司渠道发展。 2、减少公司销售费用：柒泉公司承担了大量的销售任务，公司减少了大量的销售人员，人员开支大幅减少。 3、减少提价阻力：经销商分享提价红利，故可减少经销商对产品提价的阻力，实现对终端价格的管控。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、公司对渠道终端控制力弱：柒泉公司权力较大，公司对渠道管理能力弱，不同地区会出现串货现象，且存在经销商低价销售扰乱价格体系的情况，公司的渠道政策也难以完全实施。 2、渠道内部会发生竞争：参股经销商和未参股经销商存在利益平衡，未处理好会影响经销商的积极性。 3、与公司利益相违背：柒泉公司大多谋求自身利益最大化，运营过程中可能出现与公司利益背离的问题。

资料来源：酒说，天风证券研究所

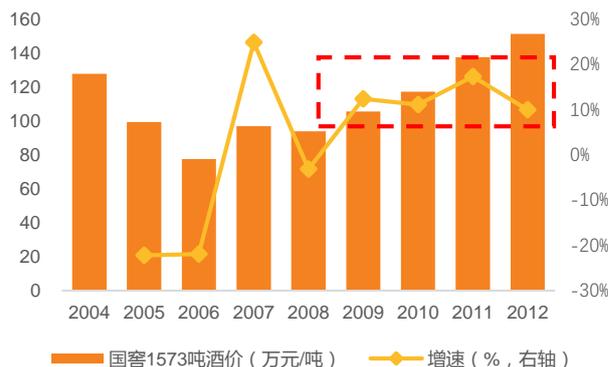
柒泉模式将利益对象扩展到销售人员和经销商，通过深度捆绑经销商利益，构建经销商利益共同体，以使其帮助公司迅速扩大市场，从下图可以看到从 2009 年后国窖 1573 销量增速逐步上行，2011-2012 公司全部产品销售量实现大幅增长。且在提价方面，与传统经销模式不同的是，经销商分享提价红利，故可减少经销商对产品提价的阻力，公司提价政策得以平稳落地，帮助国窖 1573 站稳高端行列，从 2009 年国窖吨酒价实现稳步增长。销售额占比超过 60% 的高端酒量价齐升，带动公司营收高速增长。

图 8：2009-2012 年国窖 1573 销售量稳步提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2009-2012 年国窖 1573 吨酒价稳步提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2011-2012 年公司全部产品销售量实现大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

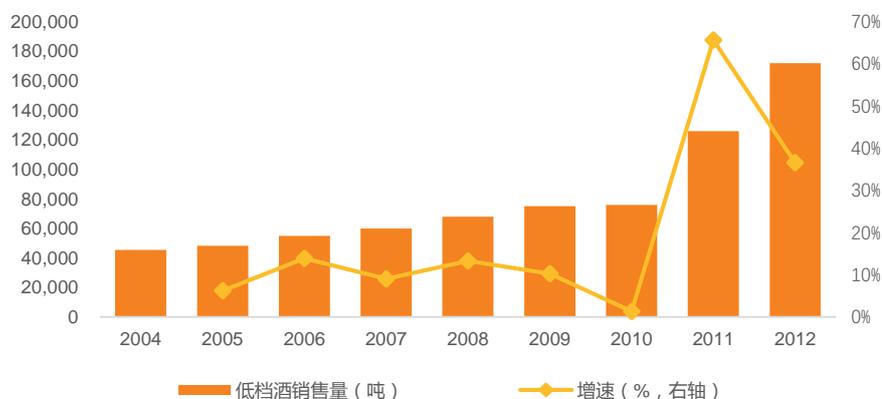
图 11：2009 年后公司营收恢复高速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

柒泉模式最大的缺陷就在于，公司对渠道终端的控制能力弱，不同地区会出现串货现象，且存在经销商低价销售扰乱价格体系的情况，公司的渠道政策也难以完全实施，柒泉公司大多谋求自身利益最大化，运营过程中可能出现与公司利益背离的问题。且在此时期公司将系列产品独家交由运营商销售，运营商可在全国进行招商，从而导致低档酒销量实现高速增长，产品条码过多在一定程度上影响公司品牌形象。

图 12：2011-2012 年低档酒销售量高速上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2.3 加大营销投入，扩大规模、塑造高端品牌形象

公司自 2001 年推出国窖 1573 后，销售费用投入逐渐增长，2002-2009 年销售费用率处于较高水平，一方面是广告营销提高品牌知名度，一方面是公司在全国经销渠道铺设销售

人员，销售人员开支较大。

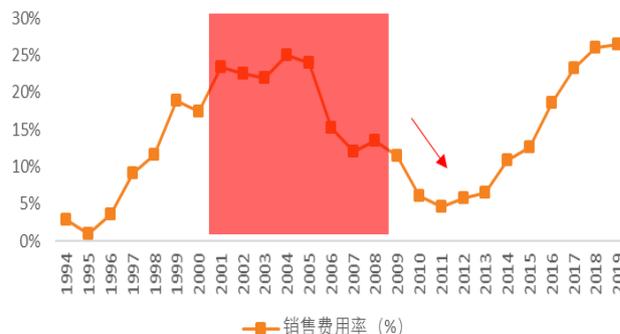
推出国窖 1573 以来，公司销售费用高企，而 2009 年推出的柒泉模式承担了大量的销售任务，公司减少了大量的销售人员，人员开支大幅减少，可看到 2009 年后销售费用率有明显下降趋势。

图 13：公司销售费用投入持续增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2002-2012 年公司销售费用率处于较高水平

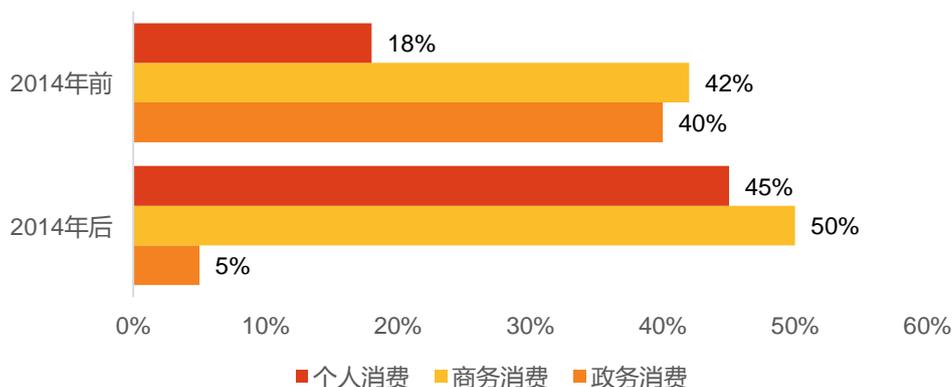


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3 逆势提价带来沉重教训，复兴之路不可急于求成

2012-2015 年，国家经济增速放缓，政府实施限制“三公”政策消费，政务消费受到限制，2014 年后在白酒消费中的占比明显下降，高端白酒行业受打击最为明显，白酒行业进入三年消极期，行业营收、归母净利润呈现负增长状态。

图 15：2014 年后白酒政务消费明显下降



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 16：2013-2015 年白酒行业营业收入增速低迷



资料来源：Wind，天风证券研究所

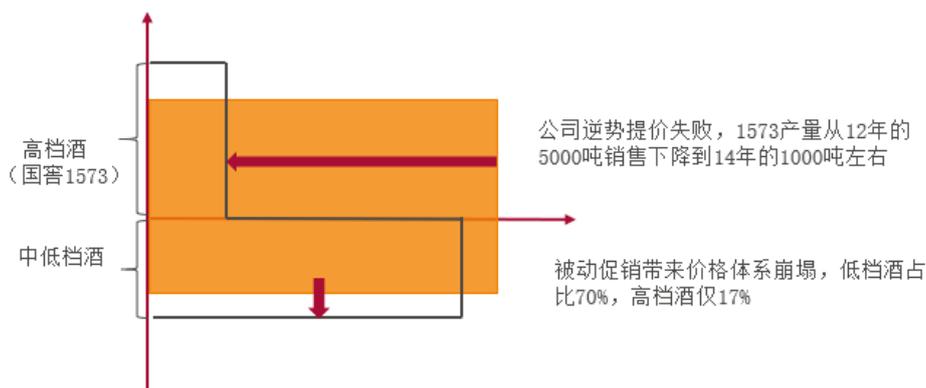
图 17：2013-2015 年白酒行业归母净利润增速低迷



资料来源：Wind，天风证券研究所

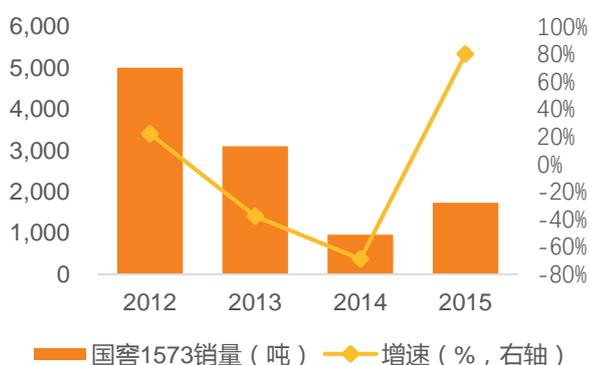
在 2012 年的节点上，国窖 1573 采取价格跟随战略已经上升到高端市场第三的位置，在此行业逆势下，泸州老窖进行提价决定继续向上冲击更高端定位，2013 年 2 月五粮液逆势提价，出厂价由 659 元上升至 729 元，泸州老窖同年 7 月出厂价由 889 元提升至刚性价格 999 元，这使得原本就受到限制三公消费压力的销售量，进一步急剧下降，国窖 1573 销售量下降至 2014 年的不到 1000 吨。高端酒销售萎靡，销售额占比明显下降，2014 年公司高端酒仅占比 18%，低端酒占比近 70%。

图 18：2012-2015 年公司逆势提价叠加行业景气度下行，使得公司高端酒进入深度调整期



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：2013-2014 年国窖 1573 销售量逐年下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2013 年国窖 1573 吨酒价下滑严重

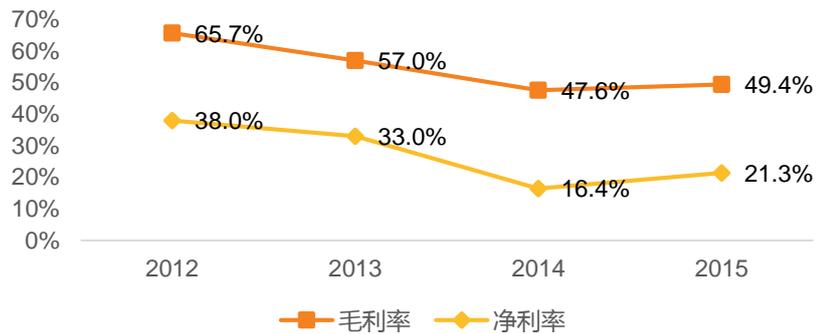


资料来源：Wind，天风证券研究所

销量急剧下滑倒经销商不得不进行低价甩卖，使得国窖 1573 市场价格快速下滑，严重影响品牌形象，且导致中低档整个产品价格体系的崩塌，公司吨酒价呈现下滑趋势，毛利率、

净利率表现不尽如人意，毛利率由 2012 年的 65.7% 下降到 2014 年的 47.6%，净利率由 2012 年的 38.0% 下降到 2014 年的 16.4%。

图 21：2012 年后公司毛利率、净利率持续下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

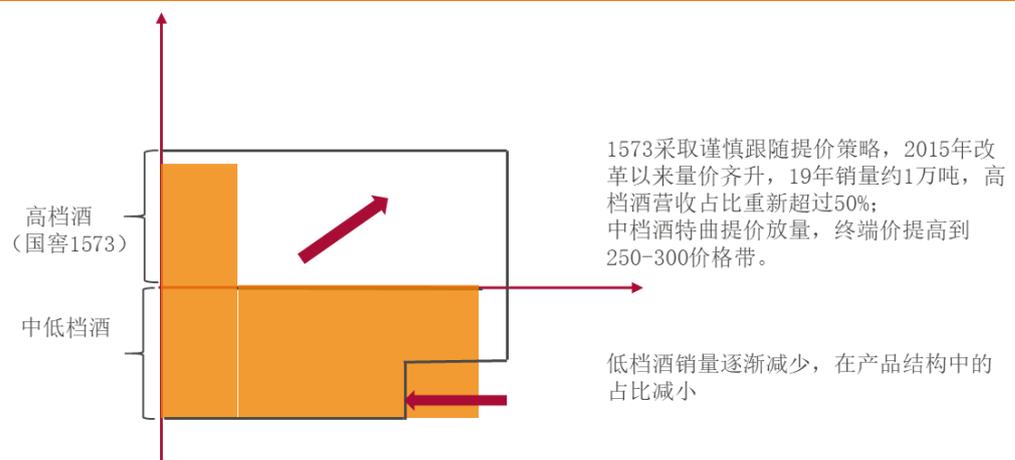
2. 管理团队补全“人和”优势，厘清的不只有产品还有发展思路

漫长的沉浮历程沉淀下了老窖的品牌力与优质的产品生产工艺，2015 年新管理层即是补全了“人和”的优势，在新管理层上任后，老窖开展了一系列的精彩改革行动。

经历了近三年的深度调整，公司展开了自救行动，董事长刘淼和总经理林峰上任后大刀阔斧改革，打破刚性价格并帮助经销商清理渠道库存。2014 年七月，国窖 1573 调整价格，由刚性挺价达到的 999 元/瓶水平调整为 560 元/瓶，之后采取谨慎跟随提价政策。在处理渠道库存方面，公司出手回购巨额市场库存，疏通渠道，并大力帮助经销商进行渠道转型。

自救之后，2015 年公司开始进入大刀阔斧的深度改革期。2015 年 6 月，董事长刘淼和总经理林峰上任，淼锋二人为公司营销系统管理出身，有丰富的市场运作经验，具备了深厚的行业积淀和领导能力，上任以后公司的改革主要分为两个方面：一是在产品方面大幅削减条码，整顿系列酒，产品聚焦在国窖-窖龄-特曲-头曲和二曲五大单品，集中资源和经历打造大单品，公司聚焦中高档酒，谨慎提价，持续放量，低端酒在产品结构中逐渐减少；二是销售模式上由之前的柒泉模式转变为品牌专营模式，公司设立国窖、窖龄、特曲品牌专营公司，不同档次品牌单独运营，各自管理自身品牌的经销商，同时公司意识到加强对经销商控制的重要性，加强经销商管理约束。

图 22：2014-2019：1573 重新采取谨慎提价策略，高档占比提升，中档酒特曲品牌复苏进行中

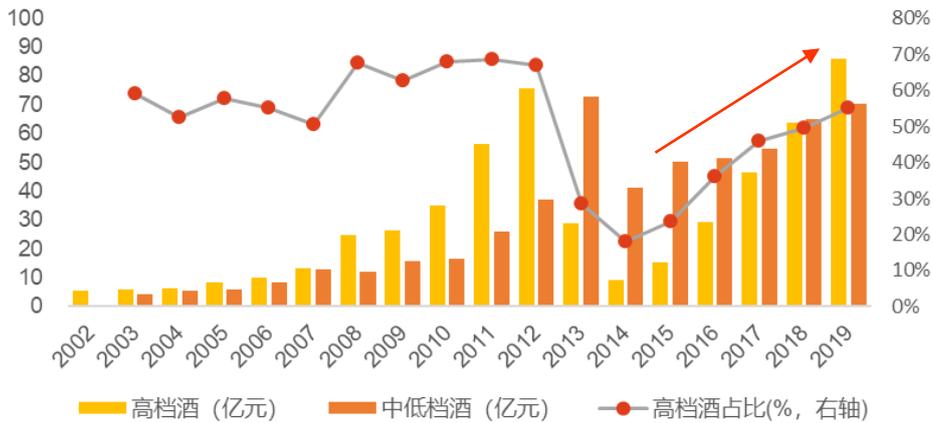


资料来源：公司公告，新浪财经，天风证券研究所

2015 年改革以来，国窖 1573 实现销售量、吨酒价稳步提升，如下图 2018 年高档酒营收占比重新超过 50%，中档酒特曲品牌也提价放量，持续发展，品牌逐渐复苏，“国窖 1573+

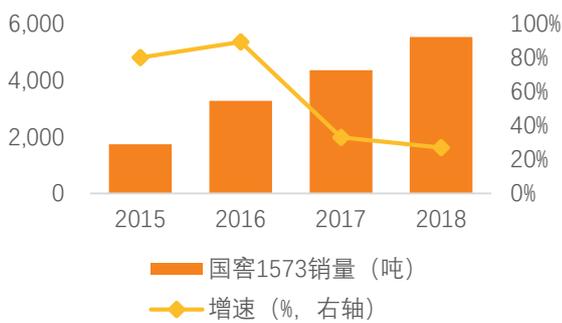
特曲”的策略初见成效，泸州老窖即将走出阴霾步入历史新阶段。

图 23：2018 年公司高档酒营收占比重新回到 50%水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2015 年后国窖 1573 销量稳步上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：2015 年后国窖 1573 稳步提价



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1 新任管理层壮士断腕，整治产品乱象聚焦五大单品

2012-2015 年为应对高端白酒需求快速缩减，公司放宽条码门槛，这使得各大染泉公司和经销商在此期间开发大量非标产品，巅峰之时泸州老窖公司产品条码多达 7000 多个。纷杂的产品互相竞争，市场杂乱无章，极大地削弱了公司主要产品的影响力，也对公司品牌力造成极大影响。

2015 年，董事长刘淼和总经理林峰上任，大幅削减条码，整顿系列酒。公司发文规定，对于销售额在 50 万以下的产品条码进行统一的清理和删除，此外，公司停产所有除 1573、窖龄特曲和头二曲外的其他带有“泸州老窖”字样的产品，以确保核心产品的有利地位和利润。经过一系列的措施，泸州老窖 2015 年一年便清理、整合、淘汰、冻结了近 2000 个条码。

泸州老窖积极地进行调整，砍条码、梳理产品线、停货调价等一系列措施旨在集中优势资源，聚焦传统优势产品，实施五大单品战略。2015 年，公司确立三条主线，分别为国窖 1573、窖龄酒、泸州老窖（特曲、头曲、二曲），并将上述三条主线产品下的 5 个产品定位超级大单品。在一系列改革措施下，公司产品线逐渐清晰，从以下产品类别上来看，泸州老窖与茅台产品线较为清晰，泸州老窖聚焦五大单品，集中资源和精力打造国窖-窖龄-特曲-头曲和二曲五大单品。

表 3：泸州老窖与茅台产品类别清晰，泸州老窖聚焦五大单品

泸州老窖	五粮液	贵州茅台
------	-----	------

高端		国窖 1573 1299 元		普五 1399 元		1618 1269 元		飞天茅台 (53°) 1499 元		天茅 (祥雅) 1390 元					
		窖龄 60 年 338 元		特曲 200-300 元		特曲 60 版 400+元		五粮精酿 578 元		礼鉴精品 499 元		五粮陈 458 元		王子酒 228 元	
次高端		五粮国宾 293 元		头曲 269 元		王子酒 228 元		贵州大曲 360 元/500ml							
		头曲 88 元		二曲 42 元		五星级 77 元		兴隆 55 元		纳福精品级 33 元		迎宾酒 (53°) 98 元			
低端					五星级 77 元		兴隆 55 元		纳福精品级 33 元		迎宾酒 (53°) 98 元				

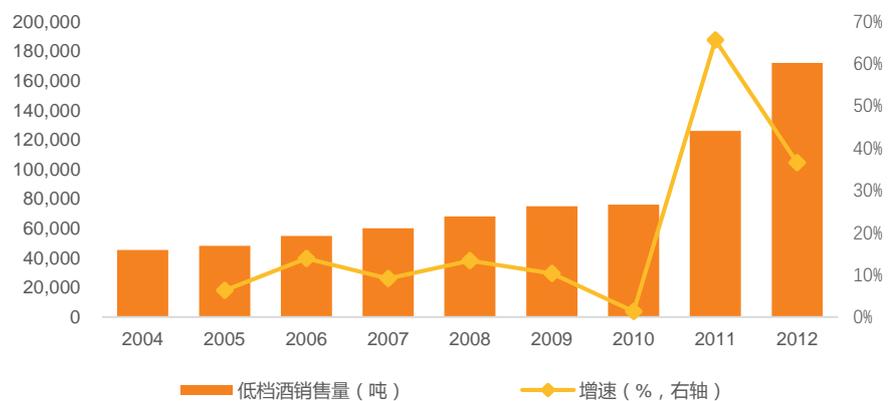
资料来源：京东各大品牌自营官方旗舰店，天风证券研究所

2.2 破除旧有渠道模式，迎合消费升级新趋势

2.2.1 柒泉模式缺陷充分暴露，导致公司进入深度调整期

柒泉模式有效帮助 2009-2012 年国窖 1573 提价放量，而其最大的缺陷就在于，公司对渠道终端的控制能力弱，不同地区会出现串货现象，且存在经销商低价销售扰乱价格体系的情况，公司的渠道政策也难以完全实施，柒泉公司大多谋求自身利益最大化，运营过程中可能出现与公司利益背离的问题。且在此时期公司将系列产品独家交由运营商销售，运营商可在全国进行招商，从而导致低档酒销量实现高速增长，产品条码过多在一定程度上影响公司品牌形象。

图 26：2011-2012 年低档酒销售量高速增长

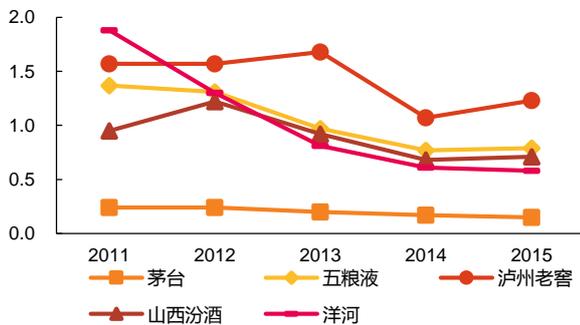


资料来源：Wind，天风证券研究所

柒泉模式导致公司在行业逆势下调整幅度更大。2014 年前后由于政务消费的减少，高端白酒行业有效需求不足，在此之前由于行业景气度高，经销商囤货较多，渠道库存处于较高水平，同时公司逆势提价进一步造成滞销。从存货周转率来看，公司 2013 年存货周转率未见明显下滑，或因将部分库存压力转嫁经销商。在柒泉模式下，经销商自主权较大，

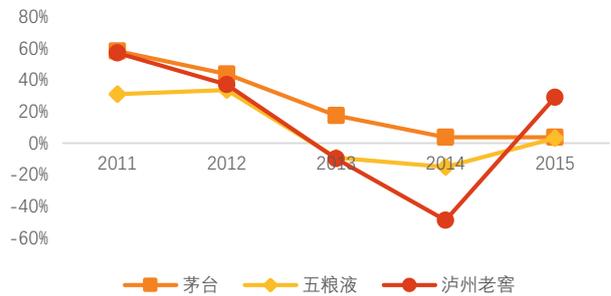
在 2014 年大幅降价销售，对公司高端品牌损伤加大，且部分经销商失去信心，公司损失部分优质经销商，2014 年公司存货周转率出现大幅下滑。在柒泉模式下，同样是在行业压力下，泸州老窖的调整深度大于茅台和五粮液。

图 27：2014 年泸州老窖存货周转率出现大幅度调整（次）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：泸州老窖营收增速下降幅度高于茅台五粮液

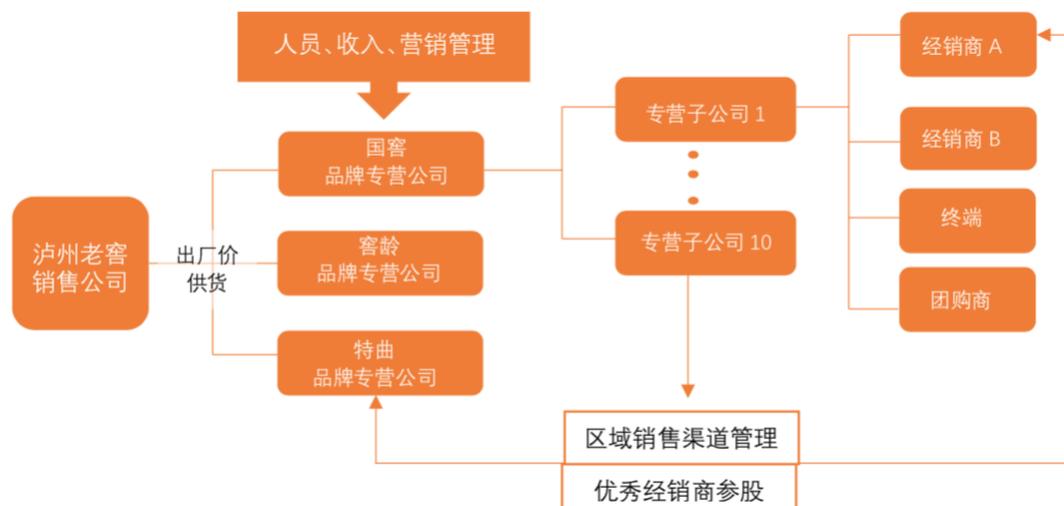


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.2 将柒泉模式变革为品牌专营模式，三大品牌差异化运营

2015 年公司将柒泉模式改革为品牌专营模式，设立国窖、窖龄、特曲三个品牌专营公司，各地由子公司管控当地市场，同时大幅增加销售人员、追求终端直控，增加经销商周转水平、与渠道协作共赢。共分为两个步骤：（1）组建品牌专营公司。选择原柒泉模式中优秀的经销商参股组建国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，每个专营公司只运作自身专有产品，根据不同品牌的动销和库存情况进行管理；（2）基于低端品牌、中高端品牌、高端品牌等的市场定位，进行差异化运营。

图 29：2015 年后泸州老窖采用品牌专营模式

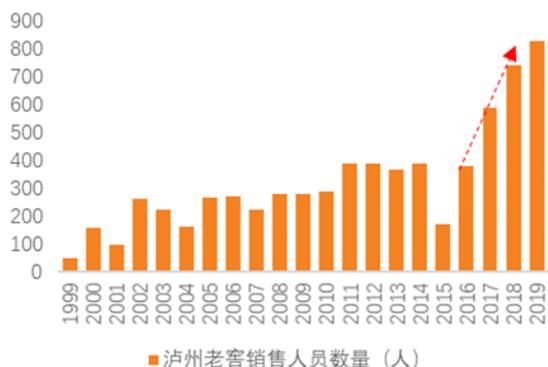


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司意识到对渠道的控制能力不足将对公司向前发展的质量造成潜在风险，而品牌专营模式采用直分销方式，利用大量的销售人员进行深度营销，通过对专营公司的控制、对公司终端的掌控以及深度营销克服了柒泉模式控盘能力差的问题，2015 年后公司销售人员数量激增，且不包含品牌专营公司的大量销售人员，销售人员工资薪酬 2015 年后高速上涨。

图 30：2015 年后公司销售人员数量激增

图 31：公司销售人员工资薪酬 2015 年后高速上涨



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

除此之外，品牌专营模式有利于公司基于不同的品牌进行差异化营销，不同档次的产品制定不同的销售策略和侧重点，如在中端品牌的运营上，市场上中端品牌数量较多，竞争较为激烈，公司可通过给经销商更高的渠道利润来拓展市场，而高端品牌的品牌形象十分重要，产品价格大幅波动将会对品牌定位造成影响，控制渠道库存就较为关键，故公司在经销商配额制度的基础上，执行终端计划配额制度。

经销商利益有保障，积极性大增，保障公司渠道的稳定性。品牌专营模式下，总体采取不压货的策略，疫情期间终端动销减少，公司取消配额为经销商减负。

表 4：品牌专营模式优势明显，增加公司对渠道的控制能力

品牌专营模式优势

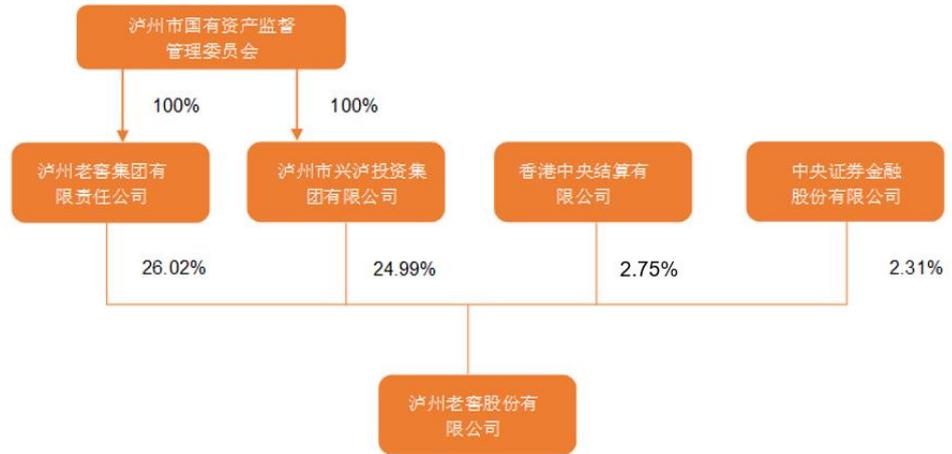
- 1、增强对专营公司、终端的控制能力：**采用直分销模式，大量增加销售人员、深度营销，通过对专营公司的控制以及对终端的掌控克服了柒泉模式控盘能力差的问题。
- 2、具有专业化营销的特点：**针对低端、中高端以及高端品牌各自的特点进行差异化营销。
- 3、优化渠道结构，全面恢复渠道网络：**通过国窖、窖龄和特曲 3 大品牌专营公司的组建，初步构建起以股权关系为纽带的核心客户联盟，稳固核心大客户，实现 3 大核心战略品牌全国核心市场控盘。
- 4、经销商利益有保障，积极性大增：**经销商利益有保障，积极性大增：采取不压货的策略，疫情期间终端动销减少，公司取消配额为经销商减负。

资料来源：酒业家，天风证券研究所

2.3 治理结构不断升级，发展思路逐步清晰

泸州市国有资产监督管理委员会间接持有公司 51% 的股权，是公司的实际控制人，公司拥有国资背景，股权结构稳定。同时，2015 年公司换帅迎来新的管理层，董事长刘淼和总经理林峰上任，二人同为公司营销系统管理出身，有丰富的市场运作经验，对行业渠道、营销等多方面具备深厚的行业积淀，优秀的管理层为公司的长期发展赋能。

图 32：公司股权结构稳定，泸州国资委为实控人



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：公司管理团队经验丰富，具备行业积淀

姓名	职位	出生年份	履历
刘淼	董事长、董事	1969	历任泸州老窖股份有限公司采供处处长，售后服务部部长，策划部部长，总经理助理，泸州老窖销售公司总经理等职。现任泸州市兴泸投资集团有限公司董事，泸州老窖股份有限公司董事长。
林锋	董事、总经理	1973	曾任泸州老窖股份有限公司销售公司总经理，泸州老窖股份有限公司人力资源总监，总调度长，营销总监，任泸州老窖股份有限公司销售公司总经理。
王洪波	董事、副总经理、董事会秘书	1964	2002 年 10 月任集团董事会办公室助理总经理，2004 年 12 月任集团董事会办公室副总经理，2005 年 12 月任集团监察室总经理，2007 年 12 月任集团总经理办公室总经理，2010 年 1 月任集团办公厅主任，集团新闻发言人；2015 年 12 月起担任四川省能源投资集团有限责任公司党委委员，纪委书记。
沈才洪	董事、副总经理	1966	曾任泸州老窖股份有限公司制曲分公司经理，基酒分公司经理，生产部部长，总经理助理生产部部长。现任泸州老窖股份有限公司董事，副总经理，总工程师，自 2010 年 5 月起兼任泸州品创科技有限公司董事长。
江域会	职工董事、副总经理	1962	曾任泸州老窖酒厂技工校教师，教育处副处长，劳动人事部人事教育科科长泸州老窖股份有限公司机关党总支副书记，城区党总支副书记，党办副主任，党办主任，纪委副书记，监事会主席、纪委书记。任泸州老窖股份有限公司纪委书记。

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据公司 2019 年年报，公司董事长刘淼，董事江域会、沈才洪，监事杨本红分别持有公司股份约 19.2 万，25.4 万，13.8 万和 1 万股，高管持股有助于深度绑定公司管理层，有助于治理层面的稳定。

公司管理层准确判断高端白酒市场形势，从而制定正确的发展战略。公司一直坚持“保持五个坚定、加强五项管理”，即坚定酒业发展，专心致志地聚焦“双品牌”，打造“三品系”和“五大单品”，另外管理上，在先前公司部门调整的基础上进一步加强人本化管理与数字化管理，达到培养公司人才、实现精细化管理的目的。

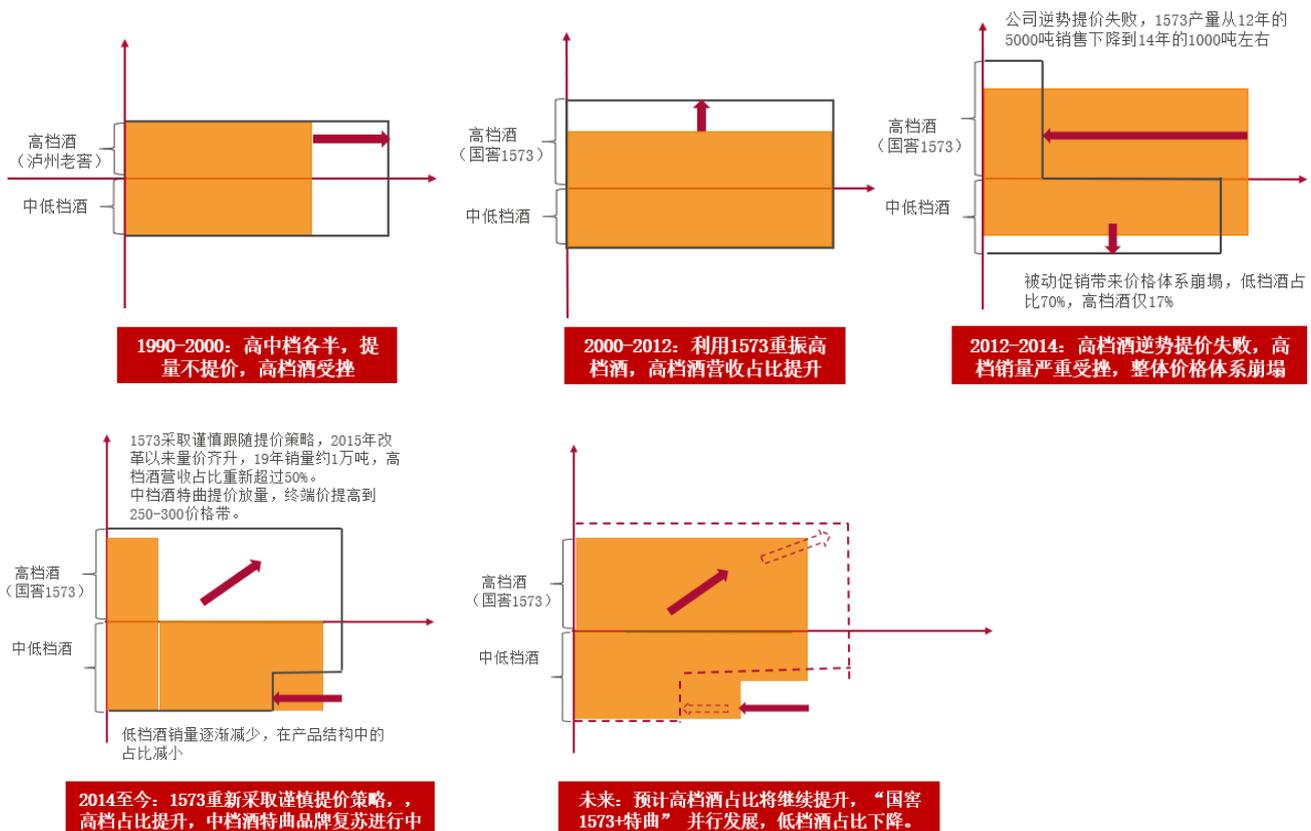
在经营计划上提出“扩大五个规模”，强调要从市场占有、品牌影响力、生产规模等角度力争扩大公司经营规模。中国白酒行业正由扩张型市场向竞争型市场转变，中国白酒品牌将逐步进入寡头时代。在这一阶段，公司迎来了扩大占比、壮大实力、跨越赶超的发展机遇，适时进行扩张将进一步加强公司竞争力。

3. 产品结构迎合自身竞争优势，向上向下游刃有余

3.1 看产品结构变迁可知老窖未来上下红利通吃

老窖的发展经历了“两沉两浮”，纵观泸州老窖产品结构变迁史，公司高端酒经历了两个时期的两次重挫，分别是 1990-2000 年泸州老窖不提价策略错失高端地位、2012-2014 年国窖 1573 逆势提价失败导致销量骤缩，同时经历了行业高景气度下的两个恢复期，2000-2012 年推出国窖 1573 重振高端酒、2015 年至今深度改革恢复国窖 1573 高端酒地位，泸州老窖高档酒的发展呈现“W”型趋势，如今高端酒受益行业景气度采取价格跟随策略稳步发展，同时腰部力量中档酒泸州老窖特曲借助“泸州老窖”品牌势能快速发展，处于“品牌复兴”进程中，双品牌逻辑不断兑现，“国窖+泸州老窖”的双品牌战略越来越值得期待。

图 33：泸州老窖产品结构变迁

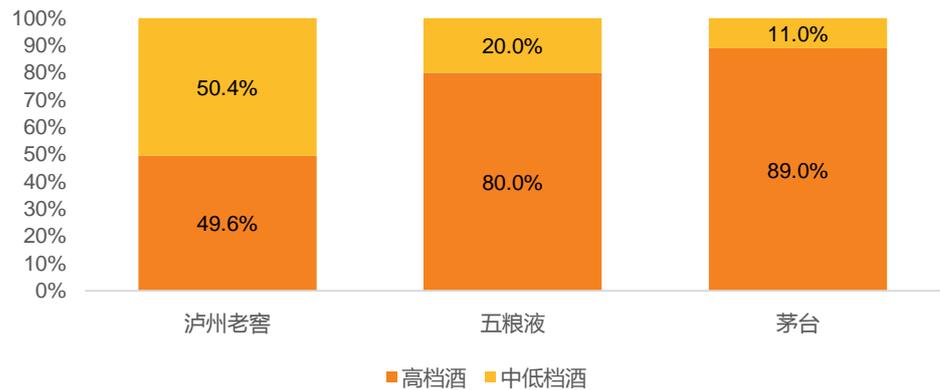


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：横轴为量，纵轴为价，面积代表销售额；横轴以上为高档酒，横轴以下为中低档酒；橘色面积代表上一期销售额情况

2015年后公司在产品线上确定“五大单品”战略集中资源与精力培育大单品，并实行“国窖+泸州老窖”双品牌战略，布局高端和中端市场。从产品结构上来看，泸州老窖是三家高端白酒企业中发展最为均衡的，高档酒与中低档酒各半，腰部力量强劲，对比之下，五粮液与茅台高档酒占比超过80%。国窖1573在高端酒市场依然采取跟随茅台策略，稳健提价放量，“向上”节奏稳定；与此同时，利用中档酒核心产品特曲放量打开中档酒市场，充分激活泸州老窖老品牌势能实行“品牌复兴”计划，“向下”实力不容小觑，未来公司高档酒与中档酒或呈现比翼齐飞局面。

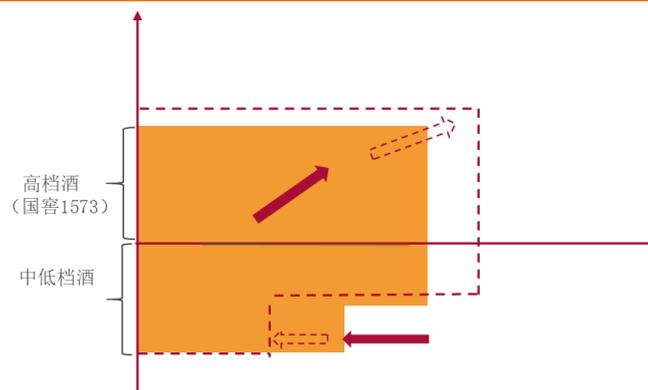
图 34：泸州老窖产品结构完善，腰部力量强劲，未来空间大



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们大胆预测未来泸州老窖的产品结构，预计高端酒占比将逐渐提升，同时次高端价格带不断升级。未来高档酒逐渐放量仍是公司发展主要着力点。在渠道改革初见成效、产品结构清晰的背景下，公司目前痛点在于产能限制与高端品牌力不足两个方面，目前公司逐一进行解决、投入，随着产能瓶颈打开、品牌认可度逐渐上行，高档酒将取得进一步发展。

图 35：未来泸州老窖高端酒占比将进一步提升，低档酒占比将逐渐下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2 高端白酒量价齐升，1573 紧跟静待时机

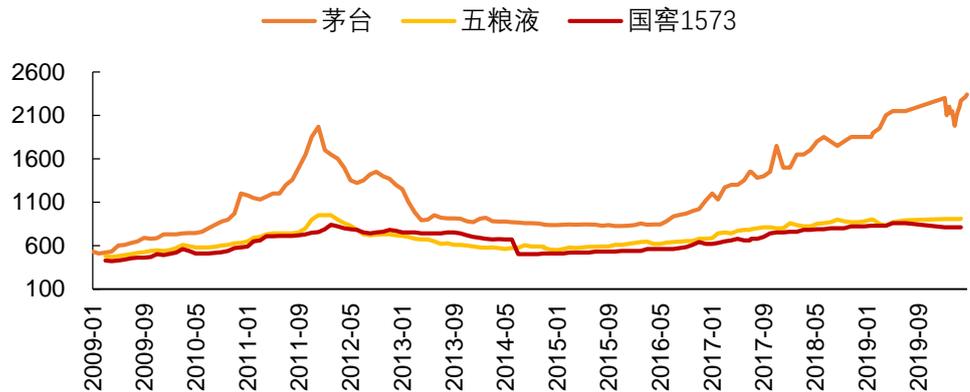
高端白酒行业目前行业集中度高，品牌主要以飞天茅台、五粮液普五和国窖 1573 为代表，外加少量如洋河梦之蓝、汾酒等品牌。根据前瞻产业研究院数据，高端白酒市场占有率中，飞天茅台独占 47%，五粮液普五占有 33%，泸州老窖的国窖 1573 占比 13%，其余品牌占比约 7%，CR3 超过 90%。

高端白酒行业空间仍存，一方面随着经济发展高端消费群体数量仍存增长空间，且高收入人群中存在以送礼为主、家庭或社交聚会为辅的部分刚性需求，保障高端白酒在量上的增长；另一方面，在价格上五粮液与泸州老窖均采用跟随茅台价格策略，未来茅台价格或稳定在 2000 元上下，为千元价格带的五粮液、泸州老窖留下空间，公司高端产品价格仍有上升空间。也就是说，从有效需求消费人数和单价上来看，两者均有增长空间，高端白酒行业仍可继续成长。

普飞批价高企为五泸打开提价空间，主因茅台一批价与五粮液和国窖 1573 差距仍然较大。目前普飞批价仍在 2000 元以上，普五在 900 元以上，国窖 1573 在 800 元左右，三者之间的价差仍然较大，这也为五泸打开了提价空间。2019 年 10 月底，国窖 1573 年销售额超过 100 亿元，“新百亿，酒城再出发”的口号随即响起，高端白酒行业集中度呈现集中趋

势，未来将继续抢占高端市场份额。

图 36：2019 年以来国窖 1573 一批价上涨幅度较茅台、五粮液小（单位：元）



资料来源：草根调研经销商，天风证券研究所

老窖的渠道变革较五粮液率先开启，优秀渠道管控能力是保障国窖 1573 在提价路上稳定经营的关键。国窖 1573 先后进行控量提价，2019Q4 多款国窖 1573 数次提价，同时定价相对更高的特曲十代产品逐渐打开市场。按照最新的销售政策，国窖 1573 于 2020 年 1 月 10 日全面停货，一直到 2 月底，并提价 20 元，渠道力量保障新价格稳步落地，价盘稳定。

从 2020Q1 疫情期间泸州老窖的应对措施来看，受疫情影响终端动销存在压力，公司取消 2、3 月份配额，直到 5 月份才恢复正常打款机制，充分为经销商解压，确保渠道健康发展，持续挺价塑造品牌力，疫情期间批价并未出现大幅波动，公司渠道管理颇有成效。

表 6：近几年五粮液和泸州老窖渠道改革和提价情况

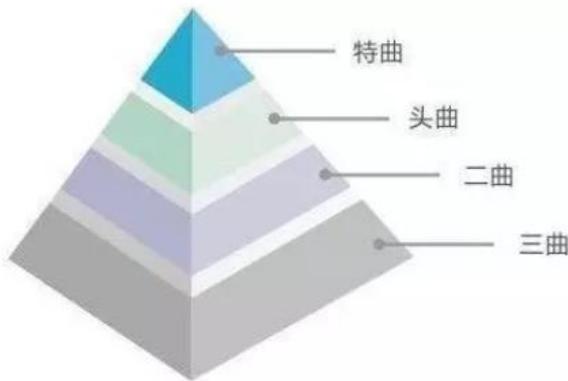
	时间	事件
五粮液	2013 年	建立 7 大区域营销中心
	2017 年	“百城千县万店”工程
	2019 年 2 月	改 7 大战区为 21 个营销中心，同时引入控盘分利模式
	2019 年 6 月	第八代五粮液上市，出厂价调整至 899 元，运用数字化系统加强渠道把控
泸州老窖	2015 年	专营公司取代柒泉模式
	2017 年 10 月	52 度国窖 1573 建议零售价调至 969 元每瓶
	2018 年 7 月	国窖 1573 经典装价格进行调整，52 度 500ml 经典装计划内配额确定为 740 元，计划外 810 元
	2019 年 12 月	国窖 1573 从 12 月再度提价，同时进行控量。
	2020 年 1 月	国窖 1573 从 1 月 10 日起开始停货涨价，涨价幅度为 20 元/瓶。从 2 月 10 日起开始执行二月份的终端配额，而二月份的配额仅有 2019 年全年完成数的 4%。

资料来源：wind，中国经济网，微酒，酒业家，天风证券研究所

3.3 向下看布局完善，品牌势能助力腰部发力

老窖特曲是中国最古老的四大名酒，蝉联历届中国名酒称号，积淀深厚品牌力、具备全国性品牌基础。泸州老窖特曲前身为泸州大曲酒，始于明朝万历年间、距今已有 400 多年历史，清朝时已闻名全国，1915 年参加巴拿马国际博览会更是获国际名酒一等金质奖章和奖状，从而获得了国际的声誉。在建国后泸州老窖最早开始按照产品质量将曲酒分为特曲、头曲、二曲、三曲。1952 年在第一届全国评酒会上，被评为全国四大名酒之一。老窖特曲酒 1953 年即被评为全国八大名酒之一，在全国五届评酒会上蝉联国家名酒的称号，并获得金质奖章。2006 年“泸州老窖酒传统酿制技艺”作为川酒和我国浓香型白酒的唯一代表，入选首批“国家级非物质文化遗产名录”，并被国家文物局列入“世界文化遗产预备名录”。老窖特曲积淀了深厚的品牌力，相比于其他地产酒更具备全国化基础。

图 37：照产品质量将曲酒分为特曲、头曲、二曲、三曲



资料来源：豫粮控股官网，天风证券研究所

图 38：老窖特曲积淀了深厚的品牌力

明朝万历年间	开设酒坊，试制曲酒
清朝乾隆年间	闻名遐迩
清朝光绪时期	闻名全国，泸州大曲酒年产十万吨
1915年	巴拿马国际博览会，泸州大曲酒获国际名酒一等金质奖章
1952年	第一届全国评酒会，泸州大曲酒被评为全国四大名酒之一
1963、1979、1984、1898年	第二、三、四、五届全国评酒会，泸州老窖特曲蝉联中国名酒称号
2006年	“泸州老窖酒传统酿制技艺”作为川酒和我国浓香型白酒的唯一代表，入选首批“国家级非物质文化遗产名录”

资料来源：Wind，天风证券研究所

与国窖 1573 品牌协同、品牌力有望快速恢复。2017 年公司内部成立泸州老窖品牌复兴小组，刘淼董事长任组长，林锋总经理任副组长，核心任务就是围绕“泸州老窖特曲”加码市场竞争力度，品牌复兴力推特曲。2018 年公司提出国窖、特曲两手抓。一手抓国窖面对高端消费人群，一手抓特曲面对更为广阔的大众消费人群。公司为恢复特曲的品牌力而加大了对其的战略资源倾斜，在国窖 1573 的品牌宣传中加入特曲，以国窖 1573 品牌助力特曲，未来特曲的品牌力有望快速恢复。

特曲在 200-300 元价格带内具备全国化优势，有望成为大单品。白酒行业有规模大、价格带宽的特点，主流价格下至 10 元，上到 2000 元。目前除 200-300 价格带外，其余多数价格带内已被全国知名大单品占据，如牛栏山占据低端光瓶酒，海之蓝占据 100-200 元价格带，剑南春、梦之蓝等占据 300-600 元价格带，在往上有国窖 1573、普五、飞天茅台。特曲所在独特的 200-300 价格带中目前并未出现全国化大单品，目前竞争对手有沱牌天曲、茅台王子酒珍品、天之蓝和一些地产酒的次高端产品，虽然竞争对手数量较多，但是产品规模相对而言不大。相比之下，特曲由于积淀深厚历史、具备深厚品牌力、以及拥有泸州老窖全国化渠道布局，未来有望成为 200-300 元价格带的全国性大单品。

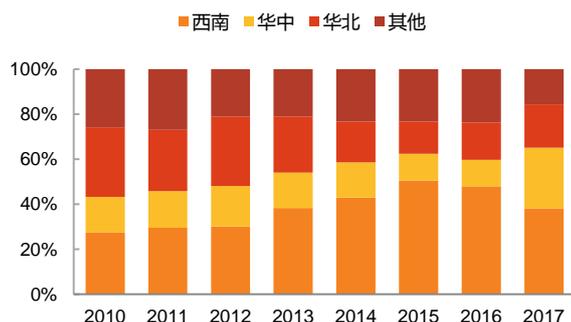
老窖特曲可进一步向上冲击次高端，特曲 60 版可成为 500 元价格段标杆产品。老窖特曲在 200-300 元价格带内性价比高，目前 52 度 500ml 老窖特曲终端价格在 320 元左右，由于在品牌力和渠道能力出色，我们认为泸州老窖特曲未来可继续向上冲击次高端，未来可以与汾酒青花 20、梦之蓝 M1 进行竞争。此外，公司 2014 年推出特曲 60 版，其前身为曾经被消费者亲切称为“老县长”的工农牌特曲，原真保存了 60 年代特曲酒形象，成为一个时代独特的记忆。2019 年泸州老窖特曲 60 版销售额突破 10 亿元，并且自上市以来逐渐进行提价，目前终端价格接近 500 元，限量配额供应、资源稀缺，有望实现价值回归。根据公司规划，特曲 60 版到 2021 年将可以打造成为 20 亿大单品，成为 500 元价格段中国高端白酒的标杆产品。

4.渠道扩张与品牌建设比翼齐飞，稳健发展空间不可限量

4.1 全国化扩张脚步从未停息，弱势区域重点发力

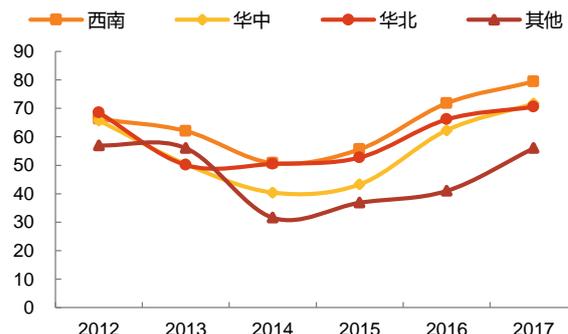
区域发展较不平衡，全国化尚未成熟。作为川酒代表公司，西南地区是泸州老窖的大本营市场，发展较为成熟，2017 年营收 39.69 亿元，占全部收入的 38%，且保持了较高的毛利率，西南地区 79.38%的毛利率超过公司平均毛利，毛利占比达到 42%，为公司提供了较为稳定的收入和利润。华北地区同属公司传统强势区域市场，2017 年营收 20.07 亿元，占比约 19%，较前三年有恢复性增长。华中地区 2017 年表现最为亮眼，实现营收 27.94 亿元，毛利率也快速增长至 71.60%，收入和盈利能力仅次于西南地区。而泸州老窖在华东和华南地区相对弱势，营收仅 16.25 亿元，在两地区市占率约 10%，目前收入占比较小且盈利能力相对较弱。

图 39：西南地区和华北地区为传统强势区域市场



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：各地区毛利率显著上升（%）

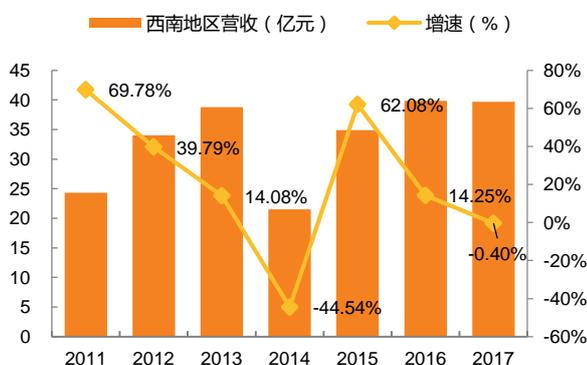


资料来源：Wind，天风证券研究所

精耕西南、华中和华北地区，深化强势区域渠道。泸州老窖作为西南地区当地品牌，已布局西南市场数十年，华中和华北地区也是公司较早进入的市场，消费者认可度较高。公司在上述强势地区已拥有较为广泛的渠道布局，近年来强调精耕终端，提高渠道掌控力。由于西南地区基数较大，增长空间相对有限。而在华中和华北地区，地区营收增长显著，且增速有所提升，特别是华中地区营业收入同比大增 186.56%，超越华北地区成为公司第二大市场。未来华中和华北地区有望成为收入增长点，带动公司在整体强势区域的表现。

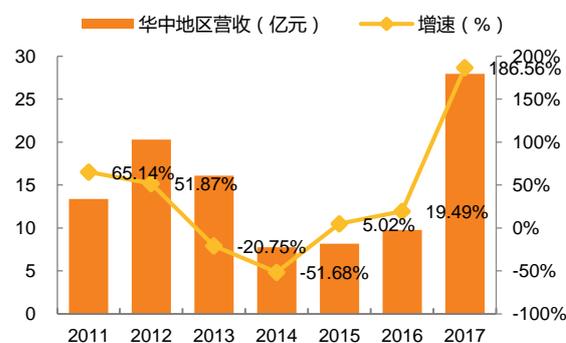
坚持“东进南下”战略，推进华东、华南弱势区域开发。2017 年，泸州老窖提出“东进南下”战略，即加强对华东等弱势区域市场的投入，推进弱势区域的渠道建设。公司在弱势区域主要采取“1+N”布局模式，即在 1 个中心城市优先布局的基础上，辅助其他机会型城市，达到连点成线的快速区域突破。另一方面，泸州老窖在华东市场的认可度高于国窖 1573，公司通过二者关联带动国窖与消费者接触。近两年来，“东进南下”战略在华东、华南地区取得了较好成效，使得上述地区成为公司发展最快的区域市场，其中华东市场 2019 年销售收入近 20 亿可期。

图 41：西南地区增长空间有限，增速逐渐下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：华中地区超越华北成为公司第二大市场



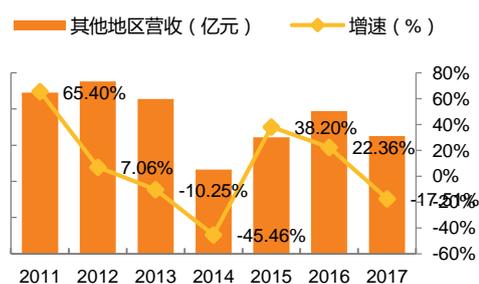
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：华北地区处于恢复性增长中



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：华东、华南等其他地区有望实现快速发展

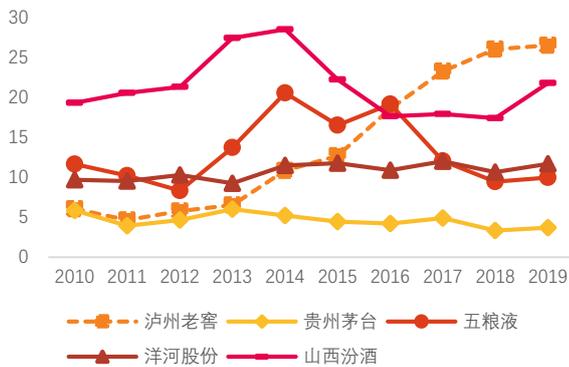


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2 营销投放精准有效，品牌定位有格局

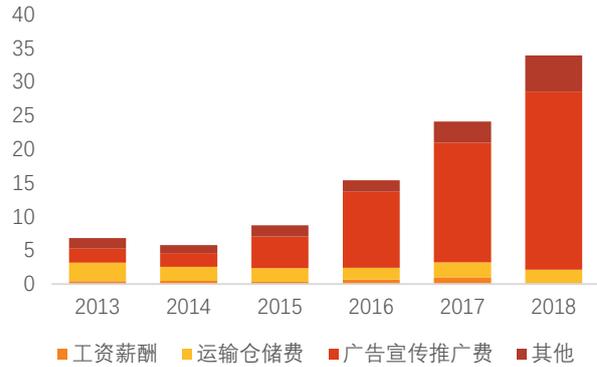
公司目前的痛点在于消费者对品牌的认可度，近年来公司对在营销上投入较高，销售费用率自 2015 年开始大幅上涨，目前在白酒公司行列中属于较高水平，2018 年更是达到了 26% 的水平，未来公司方面对外公布未来消费费用率将维持平稳，公司在品牌营销上会持续投入，并且会更注重营销效率，从 2015 年公司在广告宣传方面的费用投入快速提升，旨在提高高端品牌认可度。

图 45：公司销售费用率持续上涨，处于行业较高水平（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：泸州老窖广告宣传费用投入快速上涨（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来泸州老窖推动“国窖 1573”和“泸州老窖”双品牌运作，并且公司在营销形式上推陈出新，积极拥抱年轻人，是白酒行业中进军年轻市场的领先者。国窖 1573 与特曲品牌定位不同，营销方式也存在细微的差异。

国窖 1573 占位“浓香国酒”，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，同时在金砖国家工商论坛、俄罗斯世界杯、澳大利亚网球公开赛等活动植入宣传，极大赋能高端品牌形象的提升。

同时，国窖 1573 积极进行创新性品牌探索，创新推出喝白酒的新方式——“白酒纯冰饮”，其开创的新场景使得国窖 1573 的冰饮场景已然从白酒传统的社群群饮中衍生出来，进入了家庭独饮、酒吧欢聚等过去只属于洋酒的场景。场景破界不仅是在适应新的消费需求，也同时在为白酒市场挖掘新的蓝海。“冰·JOYS”中所蕴含的愉悦文化与情感价值都将成为国窖 1573 独有的品牌及产品符号。

表 7：国窖 1573 营销方式

时间	活动情况	事件
----	------	----

2020 年 1 月 22 日



作为澳网的全球合作伙伴，泸州老窖继续来到 2020 澳网挥拍地墨尔本，并为本次澳网特别推出 1573 预调鸡尾酒、Panda 1573 和澳网蓝鸡尾酒，让“有酒有球”成为生活标配。

2020 年 1 月 6 日



推出泸州老窖非物质文化遗产专题片《酿艺》，介绍 1573 国窖池群和泸州老窖酒传统酿造技艺，使 690 余年来泸州老窖窖窖人对酿酒孜孜以求的精神得以传承。

2019 年 12 月 9 日



“2020 年国窖 1573X 方力钧大浪淘金艺术新春酒”在北京宋庄美术馆举行，国窖 1573 发布了艺术家联名酒品——2020 年国窖 1573X 方力钧大浪淘金艺术新春酒，倾情演绎中国白酒文化与当代艺术的完美结合。

2019 年 10 月 13 日



作为《故事里的中国》独家冠名企业，泸州老窖·国窖 1573 一直以来致力于传承优秀的中国文化，与央视携手，共同讲述中国故事、传播中国文化、弘扬中国精神。

2019 年 8 月 6 日



泸州老窖·国窖 1573 与《时尚先生 Esquire》联手打造的“冰·JOYS/先生狂想”白酒冰饮潮趴在 UG 高宅酒吧“开趴”，推出 12°白酒冰饮。

2019 年 3 月 31 日



泸州老窖·国窖 1573 携手华语传媒先锋凤凰卫视，以共同的时代使命，为杰出华人代表授予五大领域“影响世界华人大奖”，传承创新、华人精神、中国精神。

2019 年 3 月 8 日



“承中国浓香，敬七十年章”泸州老窖 2019 国窖 1573 封藏大典，秉持“传承中华文明，弘扬中国白酒文化，保护中国文化遗产”的宗旨，践行新时代的中国精神。

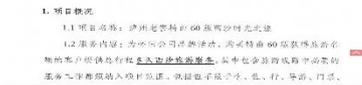
资料来源：泸州老窖官网，天风证券研究所

2015 年秋季糖酒会上，泸州老窖对五大单品定位进行阐述时提出 150 元左右的泸州老窖特曲，定位于“市”酒。此后，特曲确立了一体两翼的产品策略，即以老字号特曲为主体，晶彩版特曲和纪念版特曲为两翼，以及将 60 版特曲定位于高端产品，作为特曲的辅线产品，主打细分市场。营销模式方面，泸州老窖特曲坚持“团购 N 客户”模式，以团购销售定客户资格、以团购客户资源数量定配额数量。

2017 年 9 月，泸州老窖特曲在新发布的海报中书写了“浓香正宗·中国味道”八个字，将其作为新的品牌主张。随后 2018、2019 年，以“浓香正宗·中国味道”为主题的中华美食群英榜在全国各地火热上演，泸州老窖特曲携手中国烹饪协会溯源正宗中华美食、复兴华夏饮食文化，打造国内顶级美食文化 IP，获得广泛好评，品牌形象不断提升。

2019 年以来，围绕提升价格、聚焦会战、精耕终端、培育消费、品牌赋能、熔炼团队六个方向加码推进，为泸州老窖特曲第十代的登场做足了铺垫。2020 年初泸州老窖特曲选择与国漫超级 IP《姜子牙》进行跨界合作，不仅是 IP 流量的导入，更是希望国民品牌能与国产动漫 IP 双剑合璧，推动双方 IP 品牌的打造及商业价值的相互赋能，积极打入年轻人的消费视野，此类创新营销在泸州老窖比比皆是。

表 8：泸州老窖特曲营销方式

时间	活动情况	事件
2020年1月13日		泸州老窖特曲与国漫电影《姜子牙》合作，携手打造新春贺岁视频，并在2020年1月13日全网首发。并推出了4款姜子牙联名款小酒。此外泸州老窖官方微博与《姜子牙》官方微博、《哪吒之魔童降世》官方微博亲密互动。
2020年1月10日	泸州老窖怀旧酒类营销有限公司 2020年特曲60版西沙时光之旅 比赛公告 	为怀旧公司品牌活动，购买特曲60版获得旅游名额的客户，提供总行程5天的西沙旅游服务。
2018年7月20日		泸州老窖特曲联合中国烹饪协会主办的“浓香正宗·中国味道”中华美食群英榜鉴赏会，弘扬了中国白酒的饮文化与中国美食的食文化。

资料来源：泸州老窖官网，泸州城市指南，天风证券研究所

营销的核心就是抓住消费者，抓住消费趋势与动向，泸州老窖已成为了一个接地气、懂消费、合潮流的现代化企业，深谙现代企业营销之道，在与消费者沟通、互动、深入交流方面做得很到位，契合消费趋势、满足消费需求、符合消费潮流的品牌、产品、文化才能获得长足的发展、永葆品牌活力、实现可持续发展，随着公司在营销端的投入与创新意识、潮流意识的崛起，公司品牌价值增长未来可期。

4.3 产能扩张稳健经营，基础扎实腾飞交给时间

浓香型白酒制作工艺复杂，对窖池的要求非常高，目前公司拥有1600余口百年老窖池，但是老窖池并非完全供应1573，还有特曲、窖龄、调味酒，老窖池本可以用来酿造高端产品。

泸州老窖酿酒工程技改项目（一期工程）将于2020年12月建成投产，投产后泸州老窖将新增7000个窖池，新产基酒3.5万吨，二期工程将于2025年12月达产，建设完成后产能将达到基酒10万吨。新建窖池无法生产国窖1573，但是可以供应中低端酒生产，置换出老窖池专门用于生产国窖1573基酒，同时老熟的老窖池全部作为生产国窖酒生产的储备。公司预计国窖1573在2025年销量达到2-2.5万吨，提前进行窖池准备，解决高端酒产能瓶颈问题。

当前的泸州老窖处于从复苏到再次崛起的关键时点，渠道的深耕、营销方式的持续投入、高端产能的释放，均是在正确道路上的稳扎稳打。从更长远的角度看，老窖的核心竞争力在于其历经岁月沉淀的品牌厚度、以及作为“浓香鼻祖”的优质酿酒工艺，只要其走在正确的方向上，公司价值的体现只是时间的问题，而当前拥有丰富白酒运营经验的优秀管理层是公司的掌舵者，也是他们保障了公司价值实现道路上的步步为营。

盈利预测

关键假设：①高档酒国窖 1573 在 2019 年占比近 55%，按照报告结论未来高档酒占比将持续提高，预计 2020-2022 年高档酒占比为 59.4%/63.4%/67.7%，对应销售额增速为 30%/30%/30%；②中档酒特曲将逐步放量，且在“品牌复兴”过程中稳步提价，预计 2020-2022 年增速为 3%/5%/5%；③低档酒未来占比将逐渐下降，预计 2020-2022 年增速均分别为 15%/15%/10%，占比分别为 20.0%/18.9%/17.1%。

表 9：公司盈利预测关键假设

	2019	2020E	2021E	2022E
酒类行业营业收入（元）	15,615,719,102.4300	18,797,587,790.0469	22,907,281,493.8305	27,900,687,201.5159
yoy	21.43%	20.38%	21.86%	21.80%
高档酒（国窖 1573）	8,595,855,288.20	11,174,611,874.66	14,526,995,437.06	18,885,094,068.18
yoy	34.78%	30.00%	30.00%	30.00%
占比	55.0%	59.4%	63.4%	67.7%
中档酒（窖龄+特曲）	3,748,895,591.48	3,861,362,459.22	4,054,430,582.19	4,257,152,111.29
yoy	2.01%	3.00%	5.00%	5.00%
占比	24.0%	20.5%	17.7%	15.3%
低档酒（头曲+二曲）	3,270,968,222.75	3,761,613,456.16	4,325,855,474.59	4,758,441,022.05
yoy	16.54%	15.00%	15.00%	10.00%
占比	20.9%	20.0%	18.9%	17.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

可比公司选择：选取贵州茅台、五粮液作为可比公司，选取依据为：（1）茅五泸作为高端白酒行业三家龙头企业，都深耕高端白酒领域；（2）三家公司销售范围均为全国各区域，非区域性白酒企业；（3）在销售模式上，均以经销商销售为主；（4）从销售规模上来看，三家公司年销售收入均超百亿，规模较大。综上，我们认为贵州茅台、五粮液具备可比性。

投资建议：预计 2020-2022 年实现营收 190.04、231.19、281.19 亿元，同比增长 20%/22%/22%，实现归母净利润 56.52、77.48、96.12 亿元，同比增长 22%/37%/24%。预计 2020-2022 年 EPS 为 3.86、5.29、6.56 元。根据 2020 年可比公司平均估值 32XPE，考虑公司目前销售收入规模稍低，给予 2020 年 30XPE，对应目标价 116 元，较 2020 年 5 月 20 日收盘价上涨空间为 32%，维持“买入”评级。

表 10：可比公司盈利预测

代码	公司名称	股价（元）		EPS（元）			PE				总市值（亿元）
		2020/5/18	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
600519.SH	贵州茅台	1,351.00	32.8	37.76	45.17	52.3	36.06	35.66	29.81	25.74	16911.06
000858.SZ	五粮液	150.85	4.48	5.3	6.39	7.52	29.67	28.53	23.66	20.11	5868.6
	平均值	-	18.64	21.53	25.78	29.91	32.87	32.10	26.74	22.93	-

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示

国窖在高端酒市场运营不及预期：高端酒的品牌认知度塑造十分关键，如果公司的运营没有顺应市场需求，不能将品牌知名度打造出来，将影响高端酒销售情况。

渠道扩展不顺利：公司国窖 1573 系全国化销售产品，而特曲中档酒系列销售区域特征较强，如果弱势区域的渠道扩展不顺利，将影响公司业绩增速。

产能扩张节奏延迟：公司酿酒工程技改项目（一期工程）将于 2020 年 12 月建成投产，从老窖池中置换出一部分产能生产高档酒国窖 1573，如果产能扩张不及预期，将影响高档酒的放量速度。

提价控量决策失误：高档酒市场竞争相对激烈，如果管理层在提价控量决策上出现失误，将导致公司错失部分市场份额。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,367.39	9,753.67	6,345.27	16,176.50	22,404.30	营业收入	13,055.47	15,816.93	19,004.22	23,119.47	28,118.59
应收票据及应收账款	2,398.66	18.29	6,043.22	2,621.67	3,755.44	营业成本	2,934.00	3,065.42	3,326.40	3,817.17	4,278.26
预付账款	137.24	151.82	189.43	206.40	222.25	营业税金及附加	1,605.84	1,975.86	2,384.15	2,877.41	3,513.25
存货	3,230.42	3,641.24	3,141.90	4,925.36	3,862.31	营业费用	3,392.72	4,186.10	4,897.74	6,269.11	7,836.38
其他	360.76	2,748.72	1,401.84	1,438.87	2,156.48	管理费用	722.45	828.95	911.84	1,048.62	1,153.48
流动资产合计	15,494.47	16,313.74	17,121.66	25,368.80	32,400.78	研发费用	62.17	71.64	190.04	231.19	281.19
长期股权投资	2,091.10	2,230.72	2,230.72	2,230.72	2,230.72	财务费用	(215.07)	(205.08)	(146.46)	(168.38)	(183.75)
固定资产	1,029.67	1,518.87	4,247.99	5,748.93	6,499.95	资产减值损失	(2.04)	0.00	(0.53)	(0.85)	(0.46)
在建工程	3,000.49	7,257.39	4,390.44	2,682.26	1,639.36	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	231.97	332.23	318.96	305.68	292.40	投资净收益	97.99	154.71	130.34	130.34	130.34
其他	757.23	1,267.02	919.96	981.63	1,056.10	其他	(219.59)	(379.96)	(260.68)	(260.68)	(260.68)
非流动资产合计	7,110.46	12,606.23	12,108.07	11,949.21	11,718.52	营业利润	4,676.98	6,119.29	7,571.38	9,175.55	11,370.58
资产总计	22,604.93	28,919.97	29,229.72	37,318.01	44,119.30	营业外收入	31.23	44.31	33.81	36.45	38.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	49.53	59.79	43.23	50.85	51.29
应付票据及应付账款	1,292.05	1,868.62	508.72	2,594.11	1,054.72	利润总额	4,658.69	6,103.82	7,561.96	9,161.15	11,357.48
其他	4,123.43	4,918.45	5,135.18	5,975.00	6,971.54	所得税	1,148.22	1,461.58	1,863.79	1,374.17	1,703.62
流动负债合计	5,415.48	6,787.08	5,643.90	8,569.11	8,026.26	净利润	3,510.47	4,642.24	5,698.17	7,786.98	9,653.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	24.82	0.25	45.71	39.31	42.23
应付债券	0.00	2,490.88	830.29	1,107.06	1,476.08	归属于母公司净利润	3,485.64	4,641.99	5,652.47	7,747.67	9,611.63
其他	65.23	87.28	76.15	76.22	79.88	每股收益(元)	2.38	3.17	3.86	5.29	6.56
非流动负债合计	65.23	2,578.16	906.44	1,183.28	1,555.96						
负债合计	5,480.72	9,365.24	6,550.35	9,752.39	9,582.22	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	159.54	147.89	191.31	229.97	271.26	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	25.60%	21.15%	20.15%	21.65%	21.62%
资本公积	3,716.68	3,722.78	3,922.24	3,881.21	3,842.07	营业利润	36.43%	30.84%	23.73%	21.19%	23.92%
留存收益	15,363.33	17,747.28	21,023.31	25,870.90	32,801.06	归属于母公司净利润	36.27%	33.17%	21.77%	37.07%	24.06%
其他	(3,580.08)	(3,527.96)	(3,922.24)	(3,881.21)	(3,842.07)	获利能力					
股东权益合计	17,124.21	19,554.73	22,679.38	27,565.62	34,537.08	毛利率	77.53%	80.62%	82.50%	83.49%	84.78%
负债和股东权益总计	22,604.93	28,919.97	29,229.72	37,318.01	44,119.30	净利率	26.70%	29.35%	29.74%	33.51%	34.18%
						ROE	20.55%	23.92%	25.14%	28.34%	28.05%
						ROIC	54.86%	64.26%	50.75%	47.13%	82.58%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	24.25%	32.38%	22.41%	26.13%	21.72%
净利润	3,510.47	4,642.24	5,652.47	7,747.67	9,611.63	净负债率	-54.70%	-37.14%	-24.32%	-54.67%	-60.60%
折旧摊销	164.05	167.39	211.11	300.52	355.16	流动比率	2.86	2.40	3.03	2.96	4.04
财务费用	63.97	137.68	(146.46)	(168.38)	(183.75)	速动比率	2.26	1.87	2.48	2.39	3.56
投资损失	(97.99)	(154.71)	(130.34)	(130.34)	(130.34)	营运能力					
营运资金变动	1,258.70	(2,787.08)	(4,824.10)	4,406.67	(1,456.97)	应收账款周转率	5.33	13.09	6.27	5.34	8.82
其它	(601.28)	2,836.10	45.71	39.31	42.23	存货周转率	4.32	4.60	5.60	5.73	6.40
经营活动现金流	4,297.92	4,841.62	808.38	12,195.45	8,237.96	总资产周转率	0.62	0.61	0.65	0.69	0.69
资本支出	1,774.89	5,131.31	71.13	79.93	46.34	每股指标(元)					
长期投资	266.21	139.62	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.38	3.17	3.86	5.29	6.56
其他	(3,506.52)	(9,821.62)	(200.25)	11.45	73.13	每股经营现金流	2.93	3.31	0.55	8.33	5.62
投资活动现金流	(1,465.42)	(4,550.70)	(129.12)	91.38	119.47	每股净资产	11.58	13.25	15.35	18.66	23.39
债权融资	0.00	2,490.88	830.29	1,107.06	1,476.08	估值比率					
股权融资	375.99	291.81	173.51	149.74	167.02	市盈率	36.91	27.71	22.76	16.60	13.38
其他	(2,292.65)	(2,689.26)	(5,091.46)	(3,712.39)	(3,772.73)	市净率	7.58	6.63	5.72	4.71	3.75
筹资活动现金流	(1,916.67)	93.44	(4,087.66)	(2,455.59)	(2,129.64)	EV/EBITDA	10.63	19.50	16.03	12.12	9.26
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.02	20.05	16.49	12.53	9.56
现金净增加额	915.83	384.36	(3,408.40)	9,831.23	6,227.80						

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