

投资评级：买入(维持)

泸州老窖(000568)

目标价:112.8元

国窖香飘二十载，老窖传承数百年

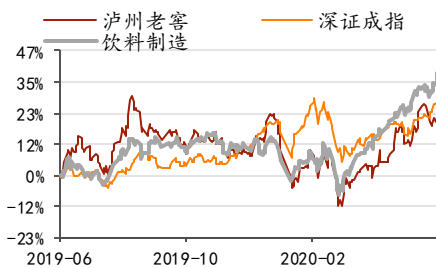
市场数据 2020-06-23

收盘价(元)	93.28
一年内最低/最高(元)	64.88/98.48
市盈率	29.6
市净率	7.20

基础数据

净资产收益率(%)	25.50
资产负债率(%)	32.4
总股本(亿股)	14.65

最近12月股价走势



联系信息

刘骜飞 分析师
SAC 证书编号: S0160519120003
liuaf@ctsec.com

相关报告

1 《泸州老窖(000568):国窖系列领航,老窖系列继续发力》 2019-11-02

● **渠道复盘:** 从柴象模式到品牌专营模式,是泸州老窖从顺风思维到逆风思维的一种转变。顺风思维下,从厂家到渠道对价格上涨均有所期许。国窖 1573 的问世,结合柴象模式的助推,在中国酒业的黄金十年里面实现了“提价——囤货——保价——提价”的正向循环。而逆风思维下,渠道基于利润诉求而低价出货使得原本正向循环的闭环被打破。这个时候厂家对于量盘和价盘的考量更加需要着眼于长期,并结合终端进行深耕。

● **品牌复盘:** 我们认为国窖系列的高速成长,是公司从品牌到渠道、从量盘到价盘政策改革后的红利兑现。虽然白酒行业经历了几年的调整,但主要名酒品牌的格局并未发生改变。价格方面采取量价交替上行政策,恢复跟随策略。同时,通过价格熔断和区域熔断的方式管控红线价,实现量价交替上行。另外,推广上采取营销和销高度分离的方式,将渠道资源转移为运营资源。

● **从供给的角度探究泸州老窖的护城河:** 国窖系列经历了二十余年的市场检验已经站稳中国三大高端白酒之一的位置,而白酒品牌的高端性是最强的护城河。依托品牌孵化冲击高端仍需较长时间。要悠久的物质或非物质基础沉淀,而目前高端白酒“分级定档”的格局更加稳固,新品牌难以直接定位为高端。通过品牌裂变进行的升级并非一日之寒,且走量产品的升级必然是通过逐步上探的方式提升价格带,并非一蹴而就。

● 盈利预测及投资建议

近五年公司估值平均水位为 30 倍,目前 PE (TTM) 仍处于近五年均值之下,为现阶段最受低估的高端白酒。我们认为公司短期逻辑在于基本面解除压制之后的业绩回升,中长期逻辑在于高端白酒供给端格局的愈加稳固。公司作为中国三大高端白酒之一,应当享受高端白酒确定性溢价。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.76 元、4.45 元、5.45 元,对应 2020-2022 年 PE 分别为 24.8 倍、20.9 倍、17.1 倍。给予 2020 年 30 倍 PE,目标价 112.8 元。维持公司“买入”评级。

风险提示: 白酒行业政策性风险; 市场需求变化风险; 食品安全风险。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	13,055	15,817	18,070	21,225	25,030
增长率	25.6%	21.2%	14.2%	17.5%	17.9%
归属母公司股东净利润(百万)	3,486	4,642	5,503	6,525	7,978
增长率	36.3%	33.2%	18.5%	18.6%	22.3%
每股收益(元)	2.38	3.17	3.76	4.45	5.45
市盈率(倍)	39.2	29.4	24.8	20.9	17.1

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

内容目录

1、 渠道复盘：有得有失，继往开来.....	4
1.1 中国传统浓香型名酒，坐落酒城泸州.....	4
1.2 渠道端的得与失：大商制、柒泉与品牌专营模式.....	5
1.2.1 经销商入股下的大商制.....	6
1.2.2 柒泉模式探讨：与时代紧密结合并相辅相成.....	7
1.3 品牌专营模式：顺风思维向逆风思维的转变.....	9
2、 品牌复盘：逆风思维带来的大单品战略布局.....	11
2.1 从保守到激进：产品布局上的两大失误.....	11
2.2 国窖 1573：千禧年后最为成功的超级大单品.....	12
2.2.1 高端白酒格局：超级单品带来品牌及收入的并驾齐驱.....	12
2.2.2 深度复盘：国窖 1573 的“非有效提价”及“价值回归”.....	13
2.2.3 五年破百亿，品牌及渠道改革进入红利兑现期.....	15
2.3 窖龄及特曲：“双百亿”目标中不可或缺的中坚力量.....	16
2.4 博大酒业：低档酒从无序到有序增长的转变.....	19
3、 观未来：从供给的角度探究泸州老窖的护城河.....	20
3.1 行业存量博弈之下，供给端格局较为稳定.....	20
3.2 产能瓶颈逐步解决，老窖池置换释放高端酒产能.....	23
3.3 批价展望：价格基石稳固，以时间换空间.....	24
3.4 全国化拓展：东进南下，加速开发.....	25
4、 高端白酒估值中枢有望继续上移.....	26
4.1 估值中枢上移三大基础：周期弱化、品牌聚焦、格局稳固.....	26
4.1.1 高端白酒周期属性弱化.....	26
4.1.2 品牌聚焦，大单品战略意义显著.....	27
4.1.3 高端白酒格局仍然稳固.....	27
4.2 高端白酒估值有望站上新台阶.....	27
5、 盈利预测与投资建议.....	29
6、 风险提示.....	30

图表目录

图 1：公司股权结构.....	4
图 2：2006 年经销商入股后逐步向大商制靠拢.....	7
图 3：泸州老窖柒泉模式.....	7
图 4：柒泉模式下销售费用率低于同行.....	9
图 5：行业调整阶段毛利率受到制约.....	9
图 6：品牌专营模式精简渠道层级.....	10
图 7：上市 90 年代名酒价格演绎.....	11
图 8：国窖 1573 经典装及中国品味.....	13
图 9：窖龄酒及头曲.....	13
图 10：茅五泸出厂价变动情况.....	14
图 11：国窖 1573 一批价与出厂价走势.....	14
图 12：行业调整期中高档酒结构份额不断被挤压.....	15
图 13：公司 2015 年开始销售费用大幅提升.....	16
图 14：公司销售费用率高于茅五洋.....	16
图 15：泸州老窖品牌系列布局.....	17
图 16：低档酒系列历年销售收入.....	19

图 17: 2016 年开始低档酒毛利率触底回升	20
图 18: 三大需求中消费对 GDP 贡献最大	21
图 19: 居民可支配收入不断提高	21
图 20: 白酒行业产量情况	22
图 21: 白酒行业百亿军团十强阵容	23
图 22: 国窖 1573 仍有较大提价空间	24
图 23: 泸州老窖市场结构	25
图 24: 高端白酒估值中枢不断抬升	28
表 1: 公司财务及预测数据摘要	1
表 2: 历次名酒评选获奖品牌	5
表 3: 2006 年非公开发行对象	6
表 4: 柒泉模式优劣势分析	8
表 5: 品牌专营模式致力解决柒泉模式下的痛点	10
表 6: 品牌延伸与独立品牌的优劣势	12
表 7: 2010-2013 年提价并未提升盈利能力	14
表 8: 2015 年价格回升的同时毛利率提高	15
表 9: 近几年窖龄系列价格及渠道政策部分汇总	18
表 10: 近几年特曲系列价格及渠道政策部分汇总	18
表 11: 头曲、二曲系列营销基调及目标	20
表 12: 白酒行业的四次拐点	26
表 13: 部分名酒企业 2020 年增长目标	26
表 14: 收入模型关键指标	29

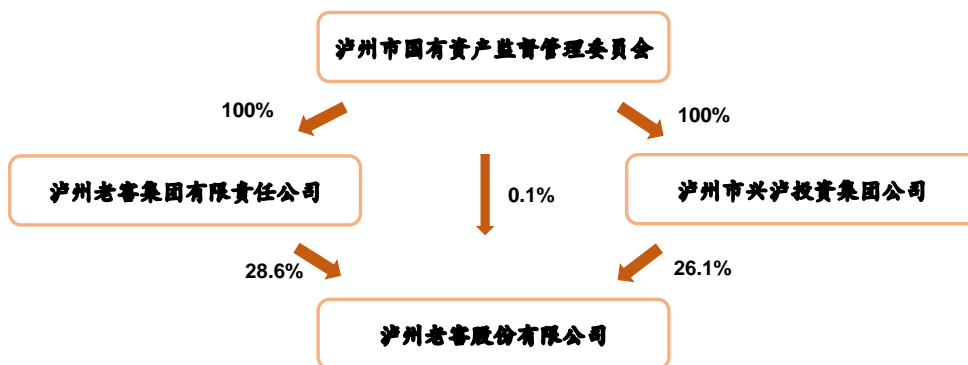
1、渠道复盘：有得有失，继往开来

1.1 中国传统浓香型名酒，坐落酒城泸州

城以酒兴，酒以城名。公司坐落于川滇黔渝结合部的传统酒城——四川泸州，当地四季分明且气候温润，属于中国白酒金三角核心腹地。泸州老窖具有悠久的酿酒历史，始建于公元 1573 年的明代古窖池群于 1996 年被国务院颁布批准为全国重点文物保护单位。与古窖池群齐名的，便是泸州老窖传统的酿制技艺，至今已传承 23 代，并与“1573 国宝窖池群”并成为泸州老窖的文化遗产“双国宝。”

泸州老窖股份有限公司（以下简称“公司”）前身为泸州老窖酒厂，始建于 1950 年 3 月，1993 年 9 月 20 日，由泸州老窖酒厂以其经营性资产独家发起以募集方式设立股份有限公司。经过多次股权变动，目前老窖集团、兴泸集团、泸州市国资委分别持有 28.1%、26.1%及 0.1%股份，而老窖集团、兴泸集团均为泸州市国资委全资控股。公司实际控制人为泸州市国资委，持股比例 54.3%。

图1：公司股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司作为浓香型白酒的代表企业，拥有“国窖 1573”以及“泸州老窖”等系列品牌。泸州老窖作为曾经的“老八大名酒”之一，历史上曾获得过多次殊荣。国窖 1573 为公司倾力打造的高端产品：1999 年 9 月 9 日特别酿制 1999 瓶纪念酒，并在 2001 年正式上市量产销售。国窖 1573 由明代窖池酿造，定位中国超高档白酒，被国家白酒专家组评价为“无色透明，窖香优雅，绵甜爽净、柔和协调、尾净香长、风格典型”。

表 2：历次名酒评选获奖品牌

届数	年份	得奖系列(白酒)	获奖品牌
第一届	1952 年	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	1963 年	老八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979 年	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1983 年	十三大名酒	茅台酒，董酒，泸州老窖特曲，全兴大曲，五粮液，剑南春，郎酒，西凤酒，汾酒，古井贡酒，洋河大曲，双沟大曲，特制黄鹤楼
第五届	1989 年	十七大名酒	茅台酒，泸州老窖特曲，汾酒，西凤酒，五粮液，古井贡酒，全兴大曲，董酒，洋河大曲，剑南春，双沟大曲，郎酒，特制黄鹤楼，沱牌大曲，宝丰酒，宋河粮液，武陵酒

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

在历次的名酒评选上，泸州老窖和茅台、汾酒是仅有的连续五届名酒评选上榜的品牌。作为中国传统名酒生产企业，公司在数十年的发展有得有失，既有高光时刻同样也有战略失误阶段。也正是如此，成就了现阶段双品牌发展的泸州老窖。

公司发展历史上曾经历战略失误阶段，千禧年后重返第一梯队。上世纪 90 年代，泸州老窖管理层更替较为频繁，公司发展战略屡现波折。泸州老窖品牌历史悠久，且上榜于历届名酒评选。但由于公司在 90 年代实施“名酒变民酒”战略，致使泸州老窖特曲系列出厂价仅在 50 元上下徘徊，错过了跟随茅五等同档次名酒跻身高档酒的机会。2000 年后，随着公司管理层逐步趋于稳定，公司战略理念、经营效率等都得到了显著改善。2001 年公司将基于明代酿酒窖池群所推出的高端产品最终定名为“国窖 1573”，定位为“高端商务第一用酒”。至此，公司走上重返白酒行业第一梯队之路。

1.2 渠道端的得与失：大商制、柒泉与品牌专营模式

上世纪 90 年代之前，由于我国仍处于计划经济阶段，白酒销售采取国营糖酒公司“统购统销”的经营模式，厂家与渠道分立。上世纪 90 年代国家放松白酒价格管制，名酒企业意识到品牌和渠道的重要性。五粮液率先提价打响了冲击高档名酒的第一枪，此后茅台、汾酒等纷纷拉开了提价序幕。

白酒行业由计划经济转向市场经济的过程中，厂家逐步意识到营销和渠道的重要性。这一阶段的名酒企业由坐商思维转向行商思维，开始探索不同的渠道和营销模式。90 年代初期，白酒营销先从媒体广告开始：孔府家、孔府宴及秦池等先后竞标地方及央视广告。但随着“标王”秦池酒业的没落以及行业政策调控，白酒行业广告为王时代落幕。随着餐饮行业迎来高速增长，白酒行业进入渠道竞争

时代。

1.2.1 经销商入股下的大商制

大商制是由经销商主导，厂家指定某个片区一家或几家实力较强的大经销商来担任区域总代，全权负责代理该区域的市场拓展和产品销售工作。五粮液通过设立从全国到省地级市不同层级的总代理体系，将产品快速导入空白市场，尤其是在白酒行业的黄金十年内迅速发展。而类似以经销商为主导的渠道模式还有口子窖的“区域总代+盘中盘”模式与伊力特的买断式经营模式等。

通过定增引进经销商入股，试水渠道利益绑定。相比泸州老窖，五粮液更早的通过“大商+OEM”的模式拓展市场。2005-06年五粮液前五大经销商占收入比超过70%，同期的泸州老窖仅15%。2006年，泸州老窖向国窖酒业、龙华商贸等8名核心经销商定向增发，通过利益绑定稳定主流渠道。其中，增发对象收入端占当年上半年销售收入的14%。在当时泸州老窖向经销商定增是一种创新：一方面与已参股的经销商形成利益绑定，对未参股的经销商也带来标杆效应；另一方面，当时的定增对象主要选择公司重点耕耘的华北、华东和华南大区，资源有的放矢。

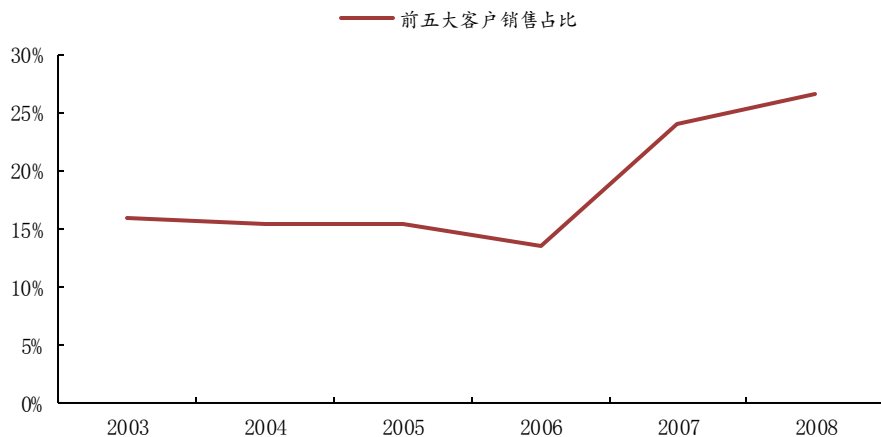
表 3：2006 年非公开发行对象

发行对象	发行股份（万股）	所属大区	2006H1 销售收入（万元）	销售 收入占比（%）
山东国窖酒业销售有限公司	509.4	华东	4457.4	4.4%
保定市隆华商贸有限公司	166.0	华北	4420.0	4.4%
上海荣生实业公司	125.0	华东	381.1	0.4%
汕头市金平区金叶酒类商行	100.0	华南	140.6	0.1%
石家庄桥西糖烟酒食品股份有限公司	123.0	华北	1397.2	1.4%
深圳蓬鹏实业有限公司	82.0	华南	301.4	0.3%
佛山市南海区大沥陆升酒类商行	123.0	华南	1557.0	1.5%
桐乡市糖业烟酒有限公司	82.0	华东	1175.3	1.2%
泸州市兴泸投资集团有限公司	1589.6	-		
博时基金管理有限公司	100.0	-		

数据来源：公司公告，财通证券研究所

增发完成后，泸州老窖逐步向大商模式靠拢。2007 年公司前五大客户占比达到 24%，较 2006 年有明显提升。同年公司销售收入达到 29.3 亿元，同比增长超过 50%。

图 2：2006 年经销商入股后逐步向大商制靠拢

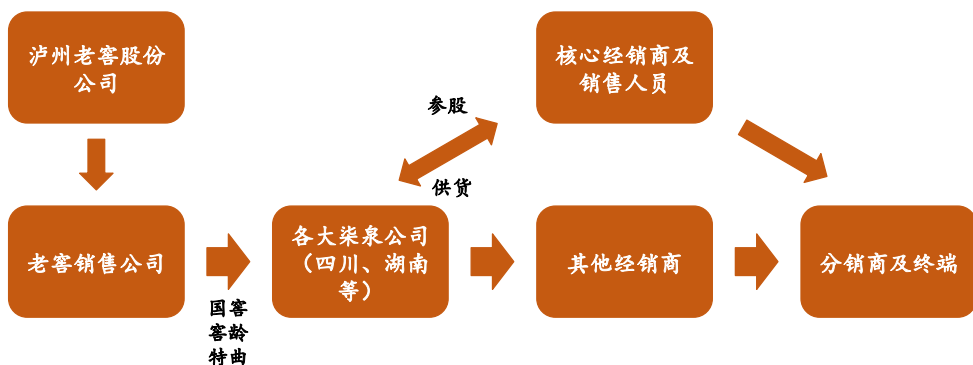


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2.2 柒泉模式探讨：与时代紧密结合并相辅相成

柒泉模式在公司渠道政策历史上扮演着重要的角色。柒泉模式实际上对于经销商入股模式的延伸，由原来的泸州老窖销售团队、经销商共同出资建立柒泉公司，将利益对象进一步拓展到销售人员和更多的经销商。柒泉公司完全由片区的销售人员和经销商入股组建而成，各经销商的持股比例根据其入股前一年度的主打产品销售额进行分配，并预留一定股权给新进经销商。公司原片区销售人员解除合同，并入职柒泉公司，当地柒泉公司总经理则由原片区经理担任。

图3：泸州老窖柒泉模式



数据来源：酒业家，微酒，财通证券研究所

柒泉模式设立背景：在柒泉模式设立之前，白酒行业正处于“黄金十年”的快速发展阶段，当时酒企渠道政策也处于百花齐放的状态：大商制模式的代表五粮液通过十余年的积累培养了众多超级大商；深度分销模式的代表洋河与近万名深度分销客户构建密集的渠道网络；另外，如口子窖的盘中盘模式、伊力特的买断经销模式等也均在当时为区域酒企带来高速增长。

表4：柒泉模式优劣势分析

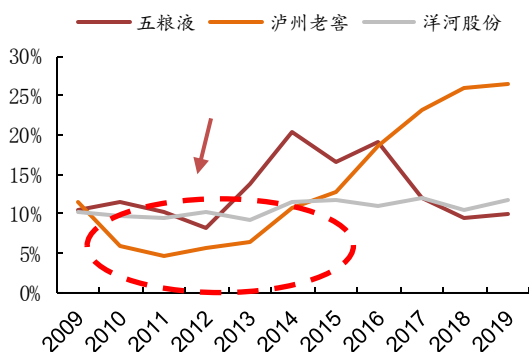
柒泉模式优劣势	优势	劣势
对经销商来说	<p>核心经销商利益绑定：入股柒泉公司的核心经销商，不仅能够赚取产品进销差价，同时作为股东还能赚取柒泉公司分红，销售动力较强。</p>	<p>行业调整期经销商利润受到制约：在行业快速发展阶段，产品批发价高企，经销商利润得到保障。但在行业调整期，批发价下行阶段经销商利润空间受到挤压。</p>
对厂家来说	<p>销售费用下降：公司原销售人员解除合同并签约柒泉公司，相当于销售外包，销售费用有所下降。</p> <p>提升现金流：核心经销商不仅支付货款，同时还需缴纳保证金与股本金，因此提升了股份公司的现金流回款，放大了分销杠杆。</p>	<p>产品推广重心难以控制：由于市场交由柒泉公司运营，在运营推广上难免侧重于周转较快、投资回报率最高的产品，这与厂家的战略重点可能产生偏差，不利于大单品的推广。</p> <p>对终端掌控力度减弱，渠道成本增加：厂家并不直接接触市场，对市场敏感性降低。另外柒泉模式由于多设了一道“关口”，增加了渠道成本，也影响了厂家利润。</p>

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

柒泉模式契合于行业的高速发展期，销售费用率得到有效控制。始于2010年的柒泉模式由厂商和经销商共同主导，以区域为单位，在泸州老窖销售公司下设立数家区域柒泉公司。柒泉公司相当于该区域的一批经销商，直接从销售公司拿货，供给核心经销商及其他分销商。柒泉模式在当时与行业高速发展相契合，白酒景气度上移，批发价不断提升的背景下，经销商利益得到保障。由于产品并不愁卖，厂家销售收入也得到了大幅提升。

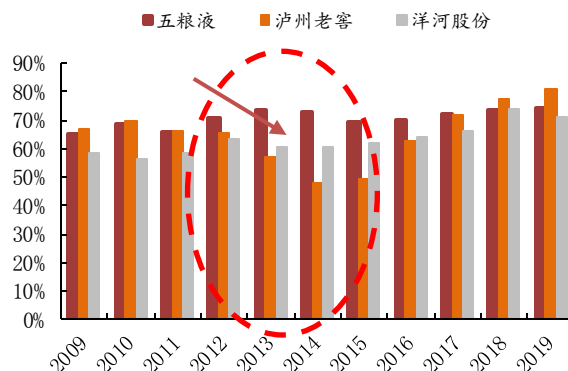
柒泉模式弊端在行业调整期逐渐显露，厂家盈利能力受到制约。柒泉模式相当于在厂家和经销商之间增设了一道“关口”，相对于其他扁平化的销售结构，柒泉模式影响了企业与消费者之间的有效沟通。在行业调整期，柒泉模式一定程度上影响了决策者对于市场的敏感性。而由于柒泉公司需要获取利润，因此厂家的渠道成本有所增加，盈利能力受到制约。另外，由于柒泉公司倾向于销售回报更高的产品，这与厂家的大单品战略目标也会有偏差。

图4：柒泉模式下销售费用率低于同行



数据来源：Wind，财通证券研究所

图5：行业调整阶段毛利率受到制约



数据来源：Wind，财通证券研究所

柒泉模式为公司带来的既有弊端也有利端，并不能全盘否认其积极正面的意义。回溯历史，我们认为柒泉模式是特定时代背景下的产物。在行业高速发展阶段诞生的柒泉模式，随着价格的不断提升，厂家、柒泉和经销商均处于“量价齐升”的正反馈机制，且柒泉公司有更强的动力去做市场开拓和推广。而在行业调整阶段，价格下行的背景下，各个环节利益保障诉求并非完全契合。渠道往往注重短期利益，而厂家战略则更需要考虑中长期。过往白酒粗放式营销时代已经过去，现阶段柒泉模式与精细化营销大趋势相悖，弊端凸显。

1.3 品牌专营模式：顺风思维向逆风思维的转变

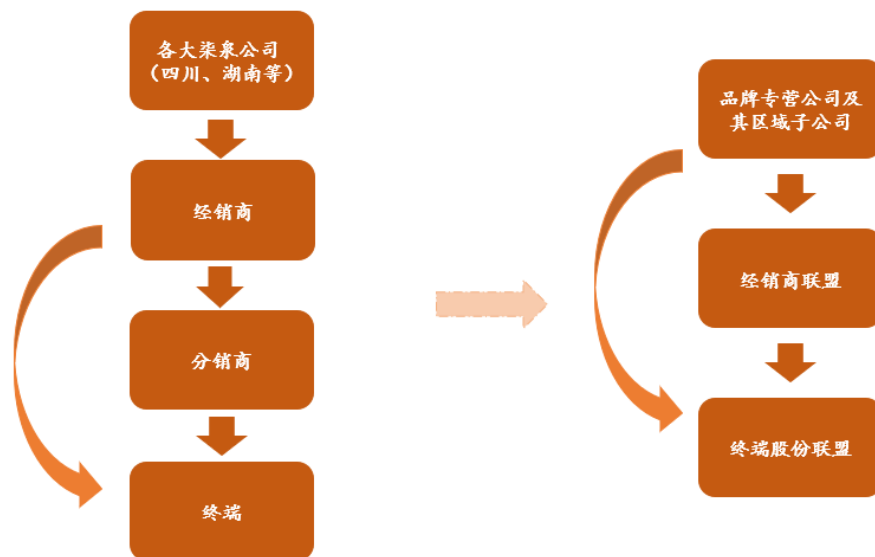
品牌专营模式设立背景：品牌专营模式诞生于白酒行业的景气回调期，期间行业与公司均处于调整阶段。行业方面，由于2012年底限制三公消费政策的出台，白酒行业受到较为明显的冲击，收入端下滑明显；公司方面，2015年新管理层临危受命，新董事长刘淼以及新总经理林锋均出身于营销公司，组成“淼锋”组合对渠道进行改革。

2015年，泸州老窖建国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，对应运作产品分别为国窖1573、窖龄酒以及特曲酒。由于柒泉模式在几年的发展过程中已与核心经销商紧密绑定，因此在渠道调整初期，泸州老窖采取柒泉模式+品牌专营模式并行的方式逐步过渡。

品牌专营与柒泉模式异同点：虽然作为新的渠道改革政策，品牌专营模式与柒泉模式也有相似之处：即品牌专营公司同样由经销商持股，且层级上相当于总代。而品牌专营模式的主要有两个不同点：**(1) 代理模式不同：**柒泉公司相当于区域

总代，品牌专营公司相当于品牌总代；(2) **渠道层级不同**：柒泉模式下，经销商层级总共有 4-5 层结构，而品牌专营模式下则被限定为 3 层结构。第 2、3 层同样通过片区经销商联盟及城市为单元的终端股份联盟方式组建利益共同体，享受年度分红，深度捆绑渠道。

图 6：品牌专营模式精简渠道层级



数据来源：公司公告，财通证券研究所

品牌专营模式解决原柒泉模式痛点，在行业调整期效果逐步改善。品牌专营公司的股东以原柒泉公司的股东为主，将柒泉公司股份转换为品牌专营公司。新进经销商若有入股意愿，则按照销量确定股份现金入股。品牌专营模式的两大改变分别针对了原有柒泉模式存在的两个痛点：**品牌不突出、对终端把控力度弱**。

表 5：品牌专营模式致力解决柒泉模式下的痛点

痛点	柒泉模式存在问题	品牌专营模式解决方式
品牌不突出	柒泉模式以销售人员和经销商为主导，而柒泉公司倾向于销售“更好卖”的产品，而不同柒泉公司执行力度也不尽相同，使公司始终缺乏规模性的大单品。	区域划分变为品牌划分，三个品牌专营公司只负责对应品牌的销售工作，解决了之前“无重点”式的推广，真正将渠道销售上升到战略层级。
难以深耕终端	柒泉模式相当于将销售外包，而销售人员KPI考核仅与收入挂钩。在行业下行阶段高端产品动销受阻，销售人员不愿意做终端。	每个品牌专营公司下设数十个子公司，进一步将区域划分精细化，并且增加销售人员以掌控终端。而对于空白区域则实行直控终端的方式，通过直销直接掌握终端。

数据来源：酒业家，微酒，酒说，财通证券研究所

我们认为从柒泉模式到品牌专营模式，是泸州老窖从顺风思维到逆风思维的一种转变。顺风思维下，从厂家到渠道对价格上涨均有所期许。国窖 1573 的问世，结合柒泉模式的助推，在中国酒业的黄金十年里面实现了“提价——囤货——保

价——提价”的正向循环。而逆风思维下，渠道基于利润诉求而低价出货使得原本正向循环的闭环被打破。这个时候厂家对于量盘和价盘的考量更加需要着眼于长期，并结合终端进行深耕。换句话说，原本销售导向的柒泉模式已经不适合当下存量博弈时代，品牌导向的品牌专营模式更能够提升龙头企业的综合竞争力。

2、品牌复盘：逆风思维带来的大单品战略布局

2.1 从保守到激进：产品布局上的两大失误

公司从不回避历史上的失误之处。纵览泸州老窖的产品发展历程，其曾经经历过两大战略上的波折之处。

波折一：上世纪 90 年代“名酒变民酒”战略。1988 年国家放开名酒价格管制后，当时的“十三大名酒”价格高涨：泸州特曲当时零售价为 75 元/瓶，仅次于茅台，和五粮液、郎酒等处于第二梯队。而 1989 年随着紧缩政策的实施，名酒价格出现了数次回调。1990 年开始，十三大名酒价格开始出现分化，泸州老窖、古井贡、汾酒等实施“名酒变民酒”运动，价格始终维持亲民价。而茅台、五粮液、剑南春等企业均实施涨价策略，高端白酒“茅五剑”格局逐步形成。在此期间老窖特曲零售价始终在 50 元左右徘徊，脱离一线名酒档位。

图 7：上市 90 年代名酒价格演绎

1988 年以前：
计划经济时代，名酒凭侨汇券购买，价格较低

1989年3月：政策收紧，社会购买力下降。名酒价格数次回调。五粮液、泸州特曲分别回落至45/35元。

90年代中后期：酒鬼酒主打“第一高价酒”；五粮液价格超越茅台；水井坊问世。越来越多的白酒企业开始进军高档市场。

1988年7月：国务院发布《关于做好放开名烟名酒价格提高部分烟酒价格工作的通知》。名酒价格放开，单瓶价格从个位数上涨至35-140元不等。

1991年开始：五粮液率先涨价，剑南春跟随。老窖、古井贡、汾酒等开始“名酒变民酒”战略

数据来源：新食品，财通证券研究所

波折二：后黄金十年下的逆势提价。2008 年之前，国窖系列一直采取跟随策略，价格对标茅五。2008 年之后国窖 1573 开始通过提价去冲击最高档酒，与五粮液价格交替上行。2012 年下半年公司将国窖 1573 出厂价提升至 889 元/瓶，而此后《中共中央政治局关于改进工作作风密切联系群众的规定》（以下简称《八项规定》）的出台让白酒行业进入“后黄金十年”时代，但国窖 1573 出厂价却在次年 7 月再次被提升至 999 元/瓶。

高档白酒是少数具有定价权的消费品，但提价的决策需结合渠道及动销情况来看。《八项规定》的出台使高档白酒需求严重萎缩，进而通过价格带下移挤压中档白酒。此次提价致使销量下降的同时成交价亦在不断下行，进而传导至渠道端，库存高企引发经销商抛售，且优质经销商流失严重。价格的考量上，良性的提价能够加强渠道信心以及维持品牌高端形象，但前提是保障渠道利润及处于终端可接受范围内。不同于上世纪 90 年代茅五等的“逆市”提价，本次的提价政策属于逆势而非逆市。

2.2 国窖 1573：千禧年后最为成功的超级大单品

2.2.1 高端白酒格局：超级单品带来品牌及收入的并驾齐驱

白酒行业已然进入超级单品时代。白酒行业拥有众多运作成功的超级单品，一款成功的大单品不仅可以为厂家和渠道带来丰厚的利润回报，节省资源，同时还能够在消费者心智中占据极强的位置，增加消费者黏性。白酒行业“后黄金十年”，越来越多的酒类企业开始精简 SKU，清理低端酒，重点聚焦大单品战略。

白酒由于带有社交属性，具有极强的品牌效应。消费者更加在意白酒的品牌属性，在某种意义上讲，品牌优先级甚至高于酒质。而我国白酒经过数十年的发展，已经在消费者心智中形成较稳定的定位格局。这方面名酒历史悠久，基因纯正，新推出的品牌则需要经过长时间的市场培育才能形成超级大单品。我们把白酒行业的超级大单品的形成途径分为两类：一类是通过原有品牌经过裂变延伸发展而成的新品类，这类品牌往往延续原有品牌名，例如古井贡酒“年份原浆”系列、五粮液的系列酒等；另外一类则是孵化出全新的独立品牌，例如水井坊和酒鬼酒的“内参”等。

表 6：品牌延伸与独立品牌的优劣势

	品牌延伸	独立品牌
优势	原有品牌力加持下，新品牌市场接受度高；需要的资源投入低；	资源集中投放；可以占据新定位；
缺点	资源难以集中；过度开发容易损伤主品牌；消费者难以区分；	需要长时间的市场培育；资源投入及机会成本高；
代表品牌	古井贡酒年份原浆，郎酒青花郎	国窖 1573，水井坊，酒鬼酒内参

数据来源：财通证券研究所整理

从超级大单品的形成途径来看，国窖系列偏向于后者，即通过采用全新的品牌面向消费者。国窖系列包装采取大面积正红铺陈，色调呈正红色。酒瓶采用水晶玻璃烧制，瓶身正面印有显著的“国窖”二字。从视觉识别方面来看，国窖系列与窖龄酒、特曲等中档系列从包装到内里均有显著区分。

图 8：国窖 1573 经典装及中国品味



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 9：窖龄酒及头曲



数据来源：公司官网，财通证券研究所

由于战略上的失误，原老窖特曲在消费者心智中的定位更加偏向于亲民酒。正值新世纪伊始中国经济加速发展，公司十分需要一款产品来冲击高端市场，在此背景下国窖 1573 应运而生。

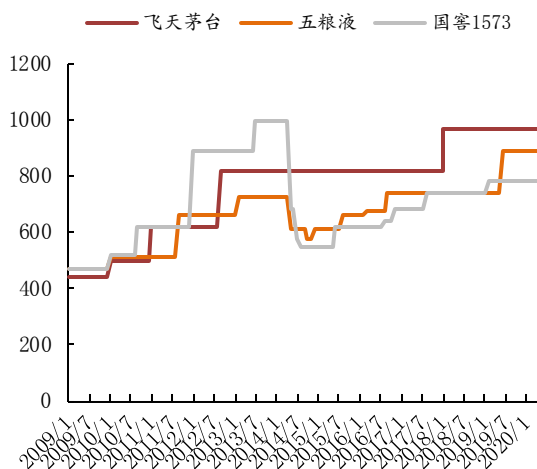
2.2.2 深度复盘：国窖 1573 的“非有效提价”及“价值回归”

国窖 1573 问世迄今已然超过 20 年，目前已成长为百亿规模的超级大单品。纵观国窖 1573 发展历史，我们认为称其为千禧年后最为成功的酒类超级大单品并不为过。国窖系列自 2001 年问世以来保持着高速增长，2012 年测算产销量超过 3,000 吨，销售规模接近 30 亿元。而随之而来的行业调整期，国窖系列下滑严重，2014 年销售收入下降至仅 9 亿元。国窖品牌自诞生以来便被寄予厚望，但其价盘政策则有得有失。

价盘之得：行业快速发展期的量价双击。国窖系列产品在价盘策略上始终保持跟随策略，对标飞天茅台及五粮液。2006-2010 年，国窖 1573 价格基本滞后五粮液 3-4 个月。2011 年开始，国窖提价节点与五粮液保持同步，并逐步开始试水超过普五出厂价。跟随策略一方面能够使国窖系列维持在高端第一梯队，另一方面则能够通过 3-4 个月的窗口期提升动销。

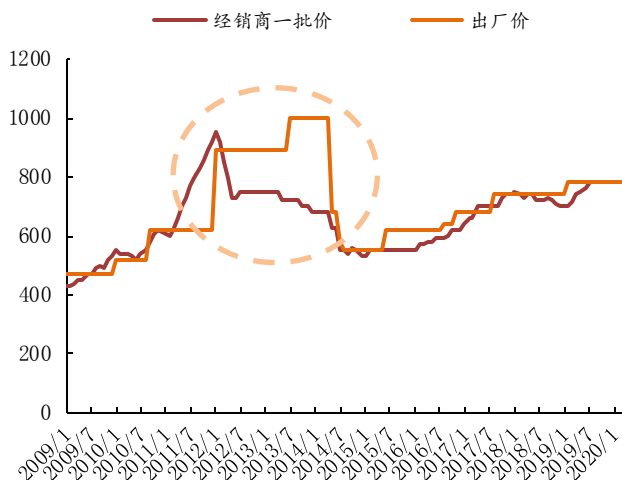
价盘之失：行业调整期的量价双杀。从 2011 年 9 月开始国窖 1573 出厂价开始高于茅五，提升至 619 元/瓶。而 2012 年初，公司将国窖 1573 出厂价提升至 889 元/瓶，提价幅度高达每瓶 270 元。2013 年进一步提升至 999 元/瓶。2012 年初国窖系列批发价曾站上 900 元，但后随着行业景气度下行逐步下行。2013 年提价之前，国窖 1573 出厂价与批发价已出现严重倒挂，而进一步提价造成的后果则是渠道利润大幅削减，窜货甩货情况突出。

图 10：茅五泸出厂价变动情况



数据来源：渠道调研，Wind，财通证券研究所整理

图 11：国窖 1573 一批价与出厂价走势



数据来源：渠道调研，Wind，财通证券研究所整理

2010-2013 年提价或并非“有效提价”。我们经过研究后发现，公司在 2013 年大幅提价之前，价格上行乏力已现端倪：2010-2013 年国窖系列经历了数次提价，但是报表端毛利率不升反降。由于 2013 年公司高端酒披露口径有所变化，将特曲系列从高档酒移到中档酒，因此我们按照原口径把 2013 年高中档酒业务（国窖+特曲等）合并，得到当年毛利率同比下滑 8.9pcts。我们认为一方面原因是公司实际供货价低于出厂价。虽然国窖系列 2013 年继续提价，但一批价显著倒挂。为了弥补渠道损失，公司在渠道方面的补贴力度加大，通过提高费用核销等方式降低经销商综合成本，2012 年公司销售费用增加 2.7 亿元。另一方面，中、高档酒份额受到挤压，导致综合毛利率下滑。由于价格提价带来动销受到一定影响，国窖系列占比有所下降。据渠道调研，行业调整期国窖 1573 库存最高时可达 7-8 个月，动销显著受阻。

表 7：2010-2013 年提价并未提升盈利能力

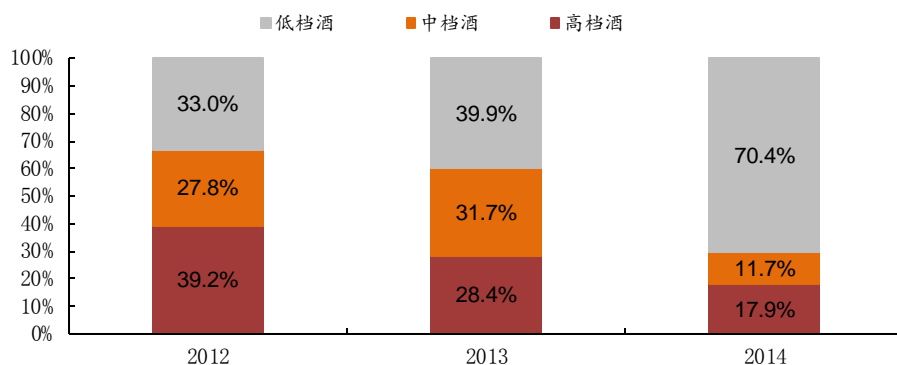
年度	出厂价（元/瓶）	调价幅度	高中档酒毛利率	销售费用（亿元）
2010	519	10.9%	84.2%	3.2
2011	619	19.3%	81.9%	3.9
2012	889	43.6%	81.6%	6.6
2013	999	12.4%	72.7%	6.8

数据来源：Wind，财通证券研究所整理

注：（1）表中出厂价确定标准为，若当年有提价，则按照提价后的出厂价确定

（2）由于 2013 年披露口径有所变化，2013 年毛利率为测算还原数据

图 12：行业调整期中高档酒结构份额不断被挤压



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2015 年国窖系列开始“价值回归”。2014 年国窖系列价格大幅下降，但毛利率并未受到较大影响，这也与我们判断实际供货价低于出厂价的观点相契合。而国窖系列盈利拐点出现在 2015 年，当年国窖系列销售毛利率为 82.3%，此后开始随着出厂价的提高而提升。2015 年正值品牌专营模式设立，实现深度利益绑定后，渠道更有动力推广利润率更高的国窖和窖龄酒，公司也将更多资源投放至终端及消费者运营层面。国窖系列出厂价与实际供货价相契合，公司高端酒系列开始实现价值回归。

表 8：2015 年价格回升的同时毛利率提高

年度	出厂价（元/瓶）	调价幅度	高档酒毛利率	销售费用（亿元）
2013	999	12.4%	88.1%	6.8
2014	680	-31.9%	88.1%	5.8
2015	550	-19.1%	82.3%	8.7
2016	620	12.7%	88.1%	15.4
2017	680	9.7%	90.4%	24.1
2018	740	8.8%	91.9%	33.9
2019	780	5.4%	92.8%	41.9

数据来源：Wind，财通证券研究所整理

注：（1）表中出厂价确定标准为，若当年有提价，则按照提价后的出厂价确定

（2）由于 2013 年披露口径有所变化，2013 年毛利率为原报表数据

2.2.3 五年破百亿，品牌及渠道改革进入红利兑现期

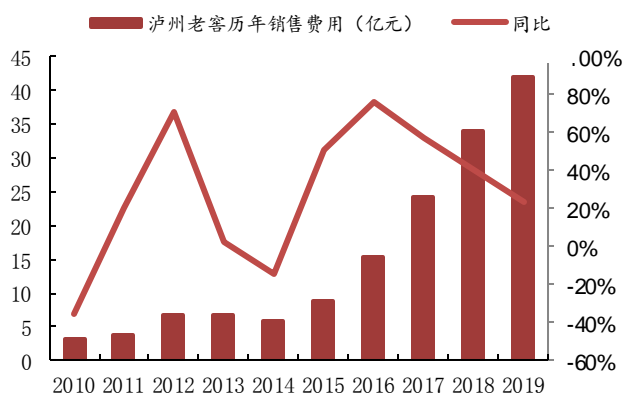
从 2014 年不足十亿收入，到 2019 年百亿规模（专营公司口径），国窖系列仅用了 5 年时间。以报表口径计算，国窖系列 2014-2019 年收入 CAGR 高达 57.1%，不仅收复了上一轮黄金周期的失地，同时收入端创下历史新高。我们认为国窖系列的高速成长，是公司从品牌到渠道、从量盘到价盘政策改革后的红利兑现。

首先，国窖系列品牌复苏。上一轮白酒黄金十年，高端白酒格局从“茅五剑”逐步演变为“茅五泸”，国窖 1573 成功跻身高端白酒行列。虽然白酒行业经历了几年的调整，但主要名酒品牌的格局并未发生改变。国窖系列虽然价格下行，但仍未脱离高端白酒第一梯队。而随着大众消费逐渐承接政商消费需求，居民财富效应的逐步显现，品牌力进一步得到强化，这也是国窖系列高速成长的基础。

其次，不再冒进的量价管控政策。价格方面采取量价交替上行政策，恢复跟随策略。同时，通过商家配额和终端配额管控供给，通过价格熔断和区域熔断的方式管控红线价，实现量价交替上行。

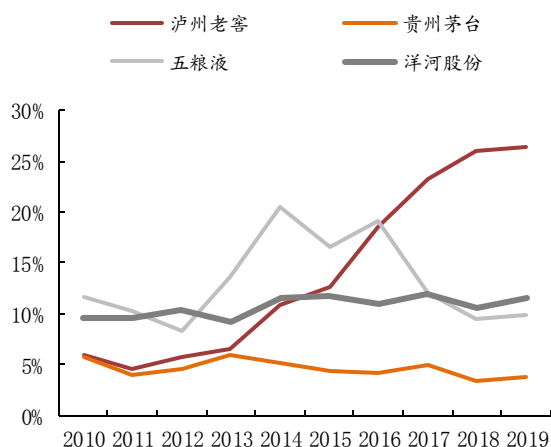
另外，推广上采取营和销高度分离的方式，将渠道资源转移为运营资源。过往公司的主要营销资源投入在渠道，而相对忽视终端和消费者。因此，公司大幅压缩了渠道的费用，增加了消费者运营的费用。在品牌运营方面单列费用，区域上成立了品推部/品牌联络部，确保了消费者运营的高效落地。近几年公司销售费用率大幅提升，换来的回报则是公司对渠道和终端的精细掌控。

图 13：公司 2015 年开始销售费用大幅提升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 14：公司销售费用率高于茅五洋



数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 窖龄及特曲：“双百亿”目标中不可或缺的中坚力量

受制于“名酒变民酒”的影响，原本作为老八大之一的特曲系列难以定位为高端。但对于我国白酒消费现状来说，中端价格带仍然拥有着最为广阔的消费群体。因此，从战略布局上来讲，泸州老窖品牌仍然有着不可或缺的意义。公司严格以“国窖”和“泸州老窖”两大主力品牌为主形成双品牌战略，而“泸州老窖”品牌核心品类主要包括百年窖龄、特曲、头曲及二曲系列。

图 15：泸州老窖品牌系列布局



数据来源：公司官网，财通证券研究所

老窖品牌复兴，借势“壮腰”。作为历代名酒，泸州老窖品牌知名度及历史地位均具有优势。2017 年公司成立了泸州老窖品牌复兴小组，董事长刘淼亲自出任组长，总经理林枫出任副组长。2018 年为泸州老窖“品牌复兴”的起航之年，将泸州老窖品牌定义为“浓香正宗”。2019 年泸州老窖十代特曲全面上市，批发价在 200-300 之间。

清除条码，加强品牌管理。国窖品牌自 2001 年问世以来虽然价格上略有失误，但是品牌并不冗余。而泸州老窖品牌冗余产品较多，公司 2012-2015 年也曾放开条码门槛，在行业调整期试图通过扩充产品线弥补收入。高峰时期，泸州老窖条码高达数千个。而 2015 年新任管理上任后即大幅削减条码，巩固和塑造清晰聚焦的“双品牌、三品系、五大单品”品牌体系。

窖龄及特曲为主要腰部力量。窖龄酒打好重点市场攻坚战，不断增强公司品牌的腰部力量。老字号特曲在战略回归的基础上，坚定实施换装，实现消费者回归、品牌形象回归和名酒地位回归。公司在运营窖龄及特曲系列上，与高端系列一样实行配额制，通过精细化的量价管控政策实现价值恢复。

表 9：近几年窖龄系列价格及渠道政策部分汇总

日期	调整措施
2017 年 1 月	30 年窖龄酒实行结算价格双轨制，计划配额内计算价格保持不变，计划配额外价格调整为：52 度 188 元/瓶、43 度 178 元/瓶、38 度 168 元/瓶。
2017 年 4 月	窖龄酒全品项实施配额制，窖龄 30 年上调 10 元/瓶
2017 年 7 月	38 度、43 度窖龄 30 年价格上调 10 元/瓶，调整后 38 度终端零售价为 238 元/瓶，43 度终端零售价为 248 元/瓶；窖龄 60 年全品项价格上调 10 元/瓶。调整后窖龄 60 年 38 度、43 度、52 度的零售指导价分别为 328 元/瓶、338 元/瓶和 358 元/瓶。
2017 年 12 月	38 度窖龄 30 年开票价 1288 元/箱，零售价 1428 元/箱，渠道政策为 6 箱赠 1 箱 60 年；52 度窖龄 30 年开票价 1408 元/箱，零售价 1608 元/箱，渠道政策为 6 箱赠 1 箱 60 年；38 度窖龄 60 年开票价 1608 元/箱，零售价 1968 元/箱，渠道政策为 5 箱赠 1 箱 60 年；52 度窖龄 60 年开票价 1728 元/箱，零售价 2208 元/箱，渠道政策为 5 箱赠 1 箱 60 年；
2018 年 11 月	52 度窖龄 90 年终端价和团购价调整为 498 元/瓶、428 元/瓶；43 度窖龄 90 年终端价和团购价调整为 488 元/瓶、418 元/瓶；38 度窖龄 90 年终端价和团购价调整为 478 元/瓶、408 元/瓶；
2019 年 11 月	52 度窖龄 30 年终端价 230 元/瓶，43 度 220 元/瓶，38 度 210 元/瓶；52 度窖龄 60 年终端价 300 元/瓶，43 度 290 元/瓶，38 度 280 元/瓶。

数据来源：微酒，酒业家，财通证券研究所整理

表 10：近几年特曲系列价格及渠道政策部分汇总

日期	调整措施
2016 年 1 月	特曲老字号 52 度不低于 860 元/件 (143 元/瓶)，38 度不低于 810 元/件 (135 元/瓶)
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，52 度出厂价上调至 218 元/瓶
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 度酒行、餐饮、商超价格上调 10 元/瓶
2019 年 1 月	河南全省 52 度老字号特曲结算价格上调 20 元/瓶
2019 年 2 月	52 度特曲老字号（酒行、餐饮、商超）供货价上调 20 元/瓶，成交价不低于 238 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

数据来源：微酒，酒业家，财通证券研究所整理

我们认为，泸州老窖品牌在本身品牌方面具有先天性优势，产品力优于同价位的其他竞品。过往公司的桎梏在于营销和管理，而 2015 年之后公司自上而下对费用、库存、终端的管控力度均在加强。

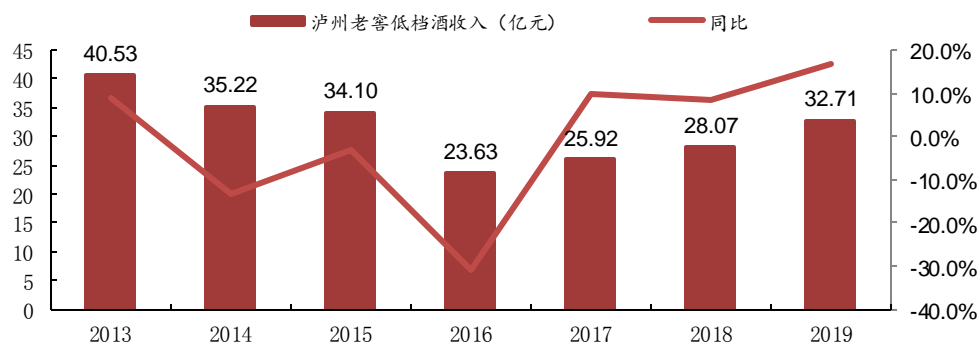
从公司的角度来说：公司通过提升监管人员数量、加强监管力度来掌控库存水位。当监控到库存水位升高时，则通过控货、回购等方式消化库存，并维持一批价的稳定。公司投放的费用通过实际开票核销，并由监管人员监控。对于公司来说虽然销售费用有所增长，但是换来的是价格的稳定，与过往投放的费用致使实际流通价格下降不同。

对于渠道来说：2015年9月开始经销商数量回升明显，品牌专营公司股东也有所增加。窖龄酒、特曲专营公司分别获得20%、25%的费用支持，一部分给予经销商推广，另一部分用来促销。经销商利润来源从渠道费用逐步转变为进销差价，并且厂家并不压货，且售出产品仍有补贴，动力十足。

2.4 博大酒业：低档酒从无序到有序增长的转变

除了三大品牌专营公司产品外，公司低档酒系列由博大酒业营销公司运营。博大酒业成立于2008年，定位为泸州老窖“金字塔”品牌结构的“塔基”位置，2018年销售收入超过35亿元。公司低档酒系列曾经在调整期撑起了营业收入，2013年营收超过40亿元，而低档酒也并没有受到行业调整期的影响，随后两年收入始终保持在30亿元以上。

图 16：低档酒系列历年销售收入



数据来源：公司公告，财通证券研究所

条码清理，增长曲线从无序到有序。2015年开始，公司对产品线进行清理。2016年初，公司发布《关于规范公司品牌使用的相关规定》（以下简称《规定》），指出目前特许品牌条码过多、价格过低的问题。《规定》对产品换样和更换条码、产品换样收费、新产品研发和换样工作需遵守的时间节点、交纳品牌费及保证金的情况、产品使用名称作为副名称的具体规定等方面均作了规定。公司高峰期条码数量高达7,000多个，主要是品牌数量多且品牌更换条码过于频繁所造成的。开始清理条码后，2016年公司低端酒同比下滑超过30%，此后逐步恢复。瘦身

的低档酒系列完成从无序增长到有序增长的蜕变。

营销精耕细作，因地制宜，2020年剑指50亿目标。在大众酒系列产品中，头曲、二曲同属五大战略单品，公司曾表态头曲、二曲销售比例要占整体销售比例的30%左右。在营销方面围绕“精耕终端，培育消费，深挖基地，效能优先”的16字方针展开。根据经销商和市场的特点，因地制宜，视情况采取总经销、分区域和渠道代理等多种模式并存的方式开拓市场。2020年，博大酒业目标剑指50亿。

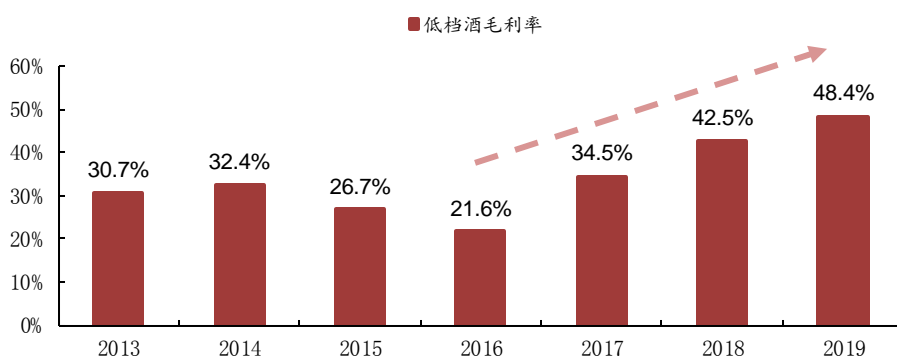
表 11：头曲、二曲系列营销基调及目标

产品	营销重点
头曲	大力度扩张布局，加速突破规模， 年增长10个亿。
二曲	以“提升定位，确定模式，精研战术，做强客户，形成样板”总基调，确立“浓香光瓶标杆品牌”定位，打造“品质光瓶+大众光瓶”产品矩阵，着力抢抓品质和品牌光瓶机遇，同时强化优质客户，打造样本市场

数据来源：微酒，财通证券研究所

从2015年底削减条码至今，公司低档酒已经跨过削减产品带来的短痛，低档酒营收增长的同时毛利率同样在提升，结构不断优化。

图 17：2016年开始低档酒毛利率触底回升



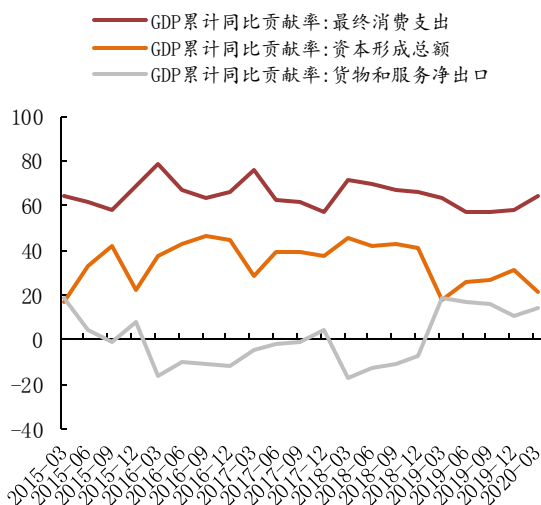
数据来源：公司公告，财通证券研究所

3、观未来：从供给的角度探究泸州老窖的护城河

3.1 行业存量博弈之下，供给端格局较为稳定

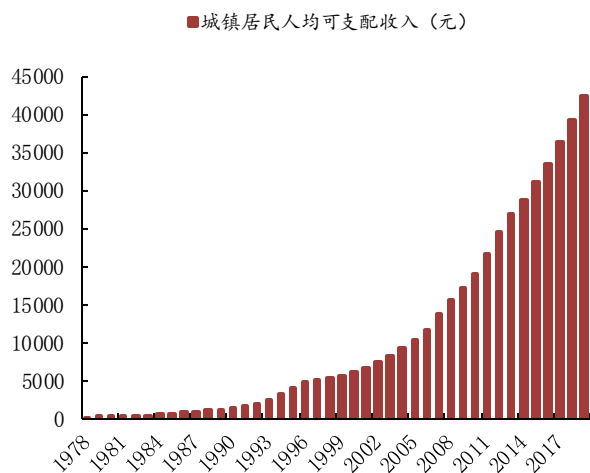
消费品行业处在一个优质的赛道中：从宏观的角度，消费对于GDP贡献的比重始终占据较大份额；从微观的角度，人们可支配收入的提升所带来的生活质量的提高必然会落实到衣食住行方面。消费者对品质提高要求的趋势始终不会倒退。

图 18：三大需求中消费对 GDP 贡献最大



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图 19：居民可支配收入不断提高

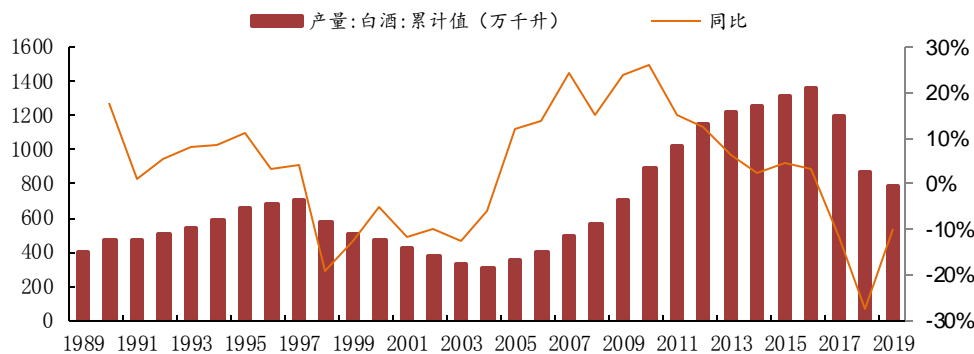


数据来源：国家统计局，财通证券研究所

存量博弈时代下注重供给端。中国白酒行业已经进入到存量博弈阶段，行业总产销量保持稳定。在降速增长甚至不增长的背景下，白酒行业内部结构升级、品牌集中的特征不断凸显。虽然因为限制三公消费规定导致白酒行业消费下滑严重，但是从格局的角度来看，行业调整期间上市白酒企业格局并未出现变化。我们认为，本轮白酒周期的开始是基于白酒品牌更加精细化营销、量价关系把控更加稳健的基础之上，短期内格局不会被轻易打破。

目前供给方面，高端白酒仍然呈现出“1+2+X”格局：飞天茅台以 969 元/瓶的出厂价以及 2,000 元/瓶以上的流通价稳稳占据高端白酒顶端；800-1000 价位方面，五粮液普五及国窖 1573 为两大核心品牌；另外其他品牌诸如酒鬼内参、水井坊典藏、智慧舍得等系列，当下更多是为了提升品牌形象，暂时无法成为核心的走量产品。

图 20：白酒行业产量情况



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

供给格局稳定，享受高端白酒确定性溢价。国窖系列经历了二十余年的市场检验已经站稳中国三大高端白酒之一的位置，而白酒品牌的高端性是最强的护城河。若要探讨公司作为高端白酒的稳定性，核心逻辑则是要论述公司是否能够继续维持高端形象，我们从以下方面进行分析：

- (1) 高端品牌新进入者是否会形成威胁？
- (2) 国窖系列是否会降为次高端？

第一个问题的核心逻辑在于高端品牌是如何形成的。2000 年前后正值中国经济飞速发展，白酒黄金十年的开始阶段。当时行业扩容趋势加快，且高端价位格局并不稳固。由于当时的名酒变民酒运动，诸多名酒品牌定位下折成为平民酒，难以晋升当时的主流中高档价格带（100-200 元之间）。因此，诸多白酒企业纷纷推出新品牌抢占高端市场。

1) 依托品牌孵化冲击高端仍需较长时间。但对于白酒企业来说，新品牌推出后的战略实施路径并不相同。国窖（2001 年上市）、水井坊（2000 年上市）、舍得（2001 年上市）均是品牌孵化的代表。水井坊上市之初便定位为中国超高端白酒，依托“中国白酒第一坊”，主打产品井台装售价在 500-700 价格带，随后的典藏系列继续上探 800-1000 价格带。而社交属性浓厚的白酒品牌，在品牌孵化之时一是需要以深厚的文化底蕴为基础（例如国窖、水井坊主打老窖池），讲好文化故事；二是需要数十年的时间进行消费者培育。二者都需要悠久的物质或非物质基础沉淀，而目前高端白酒“分级定档”的格局更加稳固，新品牌难以直接定位为高端。

2) 品牌裂变更能切入高端市场，但短期内仍难成为走量产品。目前区域性龙头

酒企具有通过产品裂变进行价格带和品牌提升的基础，例如洋河于 2003 年推出的蓝色经典系列，从上市之初定位在当时 100-200 的中高端主流价格带的海之蓝，到通过 M3/M6/M9 的裂变不断上探高端价格带。又如古井贡酒的古 5 以及年份原浆系列均在原有品牌基础上进行升级。但通过品牌裂变进行的升级并非一日之寒，且走量产品的升级必然是通过**逐步上探**的方式提升价格带，并非一蹴而就。目前白酒主流价格带为 300 元以下的中低档市场，区域酒企整体仍然处于从中档及大众酒向次高端价格带升级的过程。

第二个问题则是对第一个的问题的反向思考。与白酒行业“分级定档”格局稳固相对应的，是龙头酒企与跟进者差距的拉大。目前白酒行业百亿军团的 10 强阵容已经形成且正在定局，除了顺鑫农业和劲酒之外，其他八家均为十七大名酒。而处于冲击百亿阵营的第一梯队的今世缘等仍有一定差距。在格局固化的情况下，高端酒固然不会自降身价。且上一轮“名酒变民酒”运动，酒企产品线远不如现阶段丰富。本轮名酒企业在缩减条码的同时，仍然保留核心中档及低档酒战略单品，**高端系列无需再次降维打击**。

图 21：白酒行业百亿军团十强阵容



数据来源：各公司官网，微酒，酒业家，财通证券研究所整理
注：排名不分先后

3.2 产能瓶颈逐步解决，老窖池置换释放高端酒产能

高端酒产能始终是行业面临的问题，主要原因在于窖池。业内有句古话叫做“酒好全凭窖池老”，老窖池经过多轮酿造，微生物种类数量繁多。而新窖池由于微生物生态构成不如老窖池稳定，因此酿造过程中不符合高档酒标准。

以泸州老窖为例，新建窖池仅仅能酿造二曲酒及以下档次的酒，而连续使用 30 年的窖池才可用来生产窖龄酒。公司目前的窖池结构中，总共 10086 口老窖池，

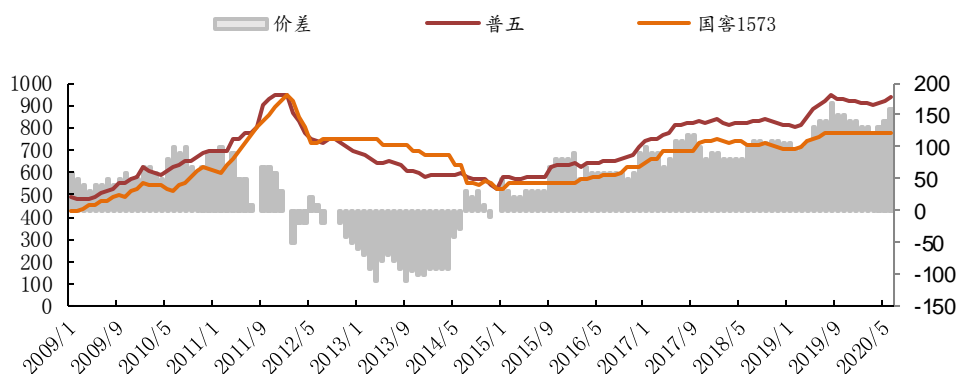
其中 50 年以上窖池约 10,000 口，1619 口百年以上窖池，而明代万历年间所建的国宝窖池仅存四口。以原有的生产技艺及窖池分布情况，高端国窖系列面临产能瓶颈问题。

公司历年有留存高端酒基酒，根据公司所述基酒储备超过 2 万吨。未来 1573 基酒产能方面会逐步提高：一是酿酒工程技改项目，一期工程将于今年投产，可新增 7,000 个窖池，新增基酒 3.5 万吨。新增窖池的产能可以置换原本用来生产中低档酒的老窖池，后者用来增加国窖 1573 产能；另外随着时间推移，更多的老窖池窖泥老熟后可以用于生产国窖 1573。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。

3.3 批价展望：价格基石稳固，以时间换空间

国窖 1573 提价空间仍然具备。公司高端酒系列目前仍采取价格跟随策略，在经营层面更加稳健。五粮液自二次创业以来，实施精细化管理，通过数字化系统的落地，对渠道库存掌握更加精准，2017 年以来经销商一批价回升明显。今年以来，受疫情影响，节后普五批发价经历了先降后升。国窖 1573 由于节后暂停配额，4 月中旬开始才逐步启动市场，5 月全面实施配额，因此节后一批价一直保持稳定。今年五粮液仍然将挺价作为全年目标之一，而普五与国窖 1573 价差的扩大也为国窖系列提价留出了充分空间。

图 22：国窖 1573 仍有较大提价空间



数据来源：渠道调研，财通证券研究所整理

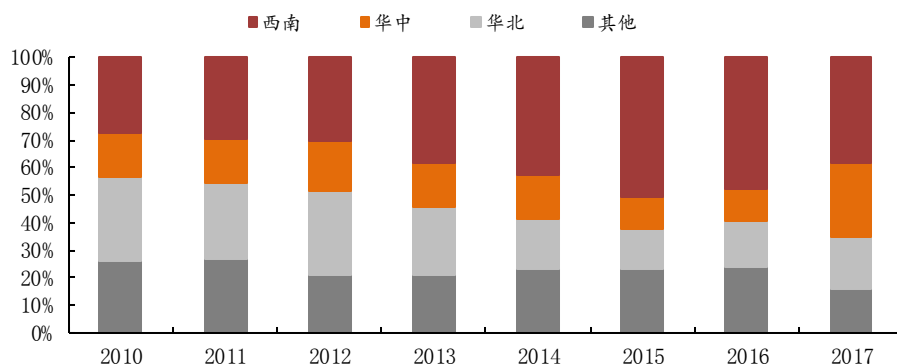
精细化的渠道管理是价格上行的基石。公司通过控配额、考核成交价和安全库存等一系列方式力挺批发价稳定。国窖系列库存始终保持良性水位，即使今年由于疫情原因导致动销受阻，经销商库存仍然维持在 2 个月以内。而上一轮行业调整期，国窖渠道库存最高时则有超过半年库存。良性的库存水位是价格稳定上行的

基本保障。

3.4 全国化拓展：东进南下，加速开发

公司自上市以来始终致力于全国化拓展，公司传统强势市场为以四川地区为代表的西南地区 and 以河北、河南、湖南地区为代表的华中地区。

图 23：泸州老窖市场结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

强势渠道深度布局，坚持团购模式，深化配额管控，深耕终端。公司除了大本营西南地区之外，华中和华北地区也已经深耕多年。西南、华中和华北地区作为三大核心粮仓市场，公司强调要深耕终端，推进“双 124 工程”（100 家三类终端，200 家二类终端，400 家 A 类终端）及百城万店工程，有效掌控核心网点，对核心市场实行全面巩固。

东进南下，弱势市场强势开发。2017 年公司提出“东进南下”战略，重点开发华东与华南市场。2018 年公司重点开拓华东和华南的经销商，渠道扩张采取经销商制、1+1 模式以及成立子公司直控市场的三种形式：在经销商强势地区则由经销商主导市场推广，而在经销商弱势地区则采取 1+1 或者公司直营模式。例如公司新进入一个地级市或县级市，利用 3-6 个月的时间集中资源建立中心渠道，并辅以高频次的宣传推广活动，通过品鉴、联谊等活动寻找及确认核心客户。目前华东市场高端白酒里，国窖系列占比仍然较低。但华东市场已有五粮液等品牌培育的大量浓香消费者，具备广阔的消费基础。公司近几年的耕耘开拓已有成效，以山东地区为例，2018 年特曲系列实现同比超过 30% 增长，“亮剑华东”成果凸显。

4、 高端白酒估值中枢有望继续上移

4.1 估值中枢上移三大基础：周期弱化、品牌聚焦、格局稳固

4.1.1 高端白酒周期属性弱化

由于历史上白酒行业出现过四次拐点：1989/1998/2002/2013 年。曾经业内对于白酒行业提出了周期属性的质疑，而梳理过去导致白酒行业出现拐点的原因，主要在于政策变更及食品安全两个方面。

表 12：白酒行业的四次拐点

时间	轮次	原因	行业状态
1989 年	第一次拐点	政策变更	1988 年我国放开 13 种名酒价格，行业迎来提价潮。但 1989 年国家出台政策限制公款宴请及白酒消费，提价过高的企业遭受冲击。
1998 年	第二次拐点	食品安全	宏观上的亚洲金融危机背景。同时，山西朔州出现假酒案，白酒行业遭遇信任危机。
2002 年	第三次拐点	政策变更	2001 年开始我国对酒类消费税政策进行了调整，由以前的从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的征税方式。部分白酒企业受此影响，业绩出现下滑。
2013 年	第四次拐点	食品安全	“八项规定”的出台导致白酒行业政务需求大幅锐减。同时，行业内爆发塑化剂事件，酒企受损严重。

数据来源：财通证券研究所整理

过去白酒行业的发展伴随着中国经济的复苏，而政策带来的拐点则打击的是酒类价格的泡沫化。现如今，酒企对于库存的把控力度更强，对品牌则更加重视，价格无序上涨问题难再出现。且行业经过多轮发展，酒企对于食品安全的重视已然也被提升到新的高度。

批价上涨基于合理健康的库存水位。我们认为虽然高端白酒从去年开始批发价已经达到或超过上一轮高点，但现在谈名酒价格泡沫化为时尚早。从本轮白酒景气周期来看，酒企对于价格的管控力度和节奏较上一轮均有了极大的改善和提升：茅台通过加大直销的投放力度来遏制价格的大幅上涨，管理层定调 2020 年为“基础设施建设年”，提出了“居安思危、行稳致远”的工作基调；五粮液通过数字化系统维持渠道合理的库存水位，2020 年定调“稳中求进”。2020 年名酒企业均提出了更加稳健的收入增长目标，而非盲从追求高增长。

表 13：部分名酒企业 2020 年增长目标

企业	目标
贵州茅台	集团营业收入同比增长 10%，净利润同比增长 10%。
五粮液	收入实现双位数增长，投放量同比增长 5-8%。
泸州老窖	国窖公司 2020 年目标 130 亿（品牌公司口径）。
山西汾酒	青花 20、青花 30 收入双增 10 亿，总量破 50 亿。

数据来源：茅台时空，徽酒，酒业家，财通证券研究所

4.1.2 品牌聚焦，大单品战略意义显著

浓香型白酒由于工艺特殊性，优酒率较其他香型低。五粮液曾经依靠买断模式和贴牌模式成功地消化了低端酒的大量产能，但也带来了产品数量大而不强、削弱主品牌影响力的问题。而泸州老窖曾经也因为条码数量过多，面临和五粮液一样的历史遗留问题。

本轮白酒行业的复苏中，酒企对于品牌的重视程度空前。为了解决系列酒品牌冗杂的问题，2019年6月五粮液三家系列酒公司整合为五粮浓香系列酒公司，向中高价位、自营品牌以及核心品牌三个原则聚焦，并坚持“三性一度”的要求清理低附加值品牌。泸州老窖新管理层上任后削减子品牌和贴牌产品，重点针对出厂价或销量过低的开发产品，并重点聚焦五大单品。而五大战略单品中，价格带实现从高档到低档的全覆盖。通过聚焦产品进行有效的资源投放，提高资源使用效率，延长品牌成长期，真正改变过去“重量不重质”的发展结构。

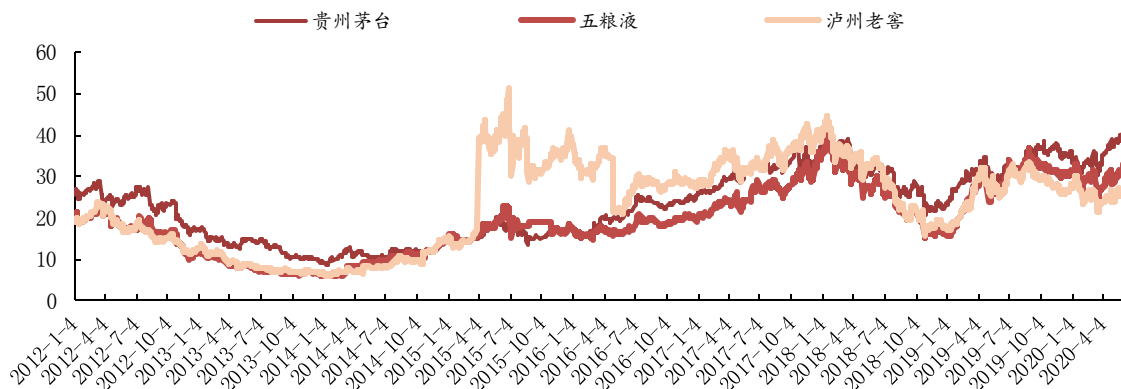
4.1.3 高端白酒格局仍然稳固

目前白酒行业格局呈现出“纺锤型”特征，以茅五泸为代表的高端白酒规模约1200亿，其中飞天茅台年销量超30,000吨，五粮液年销量超20,000吨，国窖1573接近10,000吨。结合出厂价及批发价来看，茅台占据绝对优势，之后五粮液和泸州老窖稳居二、三位。高端白酒一超两强的格局极其稳固，其他酒企的超高端产品如洋河手工班、汾酒中国装、酒鬼酒内参等主要战略意义在于拉升品牌形象，但目前尚未成为主力走量产品。而经过数十年的沉淀，经历过行业的上升和调整期后，各大品牌在消费者心智中已然处于一个较为稳定的状态。

4.2 高端白酒估值有望站上新台阶

我们认为，本轮高端白酒持续近3年的复苏，对白酒行业最大的意义是抬升了估值中枢。高端白酒自2012年开始景气度持续下行，对应估值下降至20倍以下。高端白酒持续高增长的现状虽然维持的难度较大，但未来几年收入增速有望稳定在10-20%之间。同时，由于茅台的稀缺性以及不断上探的价格带，也为其他高端次高端白酒企业及渠道留出了充足的利润空间。同时，业绩的确定性也将带来一定的估值溢价。因此，我们认为本轮白酒复苏有望持续，使高端白酒估值中枢提升至30倍。

图 24：高端白酒估值中枢不断抬升



数据来源：Wind，财通证券研究所

目前公司动态市盈率为高端白酒中最低，相对于茅五仍存在折价。折价的原因一方面是市场对于除茅台以外的白酒公司仍然存在隐忧，飞天茅台的收藏增值属性给予茅台更高的溢价。另一方面，公司在疫情期实行不压货政策，四月中旬之前停配额以缓解经销商资金库存压力，因此市场对于全年任务的完成情况有所担忧。

我们认为公司有望享受高端消费品估值溢价：

长期逻辑： 高端白酒未来将呈现降速但重质的发展，不同于行业整体存量博弈，飞天茅台价格上行已然为普五和国窖打开了空间。同时从供给的格局来看高端参与者仍然有限，短期行业格局不会打破。今年公司目标完成或仍面临一定压力，但是在中长期发展向好的背景下，短期基本面回调带来的是良好布局机会。

短期逻辑： 2020Q1 公司收入端同比下滑 14.8%，销售商品收到现金流同比下滑 34.8%，主要系一季度公司取消配额所致。Q2 开始国窖系列已经全面恢复配额，且由于渠道管控得当，年后国窖批发价始终保持稳定。随着复工复产的有序推进，餐饮、团购、婚宴等消费场景的逐步恢复，下半年动销有望实现蓄势后的稳增长，不必过于担心全年业绩。

5、盈利预测与投资建议

公司收入主要分为三档：以国窖 1573 为代表的高档酒，在公司实现技改后产能得到扩充，另外由于茅五价格的上行也为国窖系列价格上行留出空间；中档酒以“特曲+窖龄”两大单品为主，且有望实现价值恢复，吨价上行空间较大；低档酒则在完成品牌瘦身后，销量增长有限，但毛利率有望稳步提升。

基于此，我们做出如下关键假设：

- (1) 公司高档酒 2020-2022 年收入增长率分别为 17.6%/20.8%/19.5%，其中销量增长率分别为 12%/15%/16%，吨价增长率分别为 5%/5%/3%。
- (2) 公司中档酒 2020-2022 年收入增长率分别为 15.6%/22.1%/24.8%。
- (3) 公司低档酒 2020-2022 年收入增长率分别为 4.0%/3.5%/3.0%。

表 14：收入模型关键指标

科目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,055	15,817	18,070	21,225	25,030
同比增速	25.6%	21.2%	14.2%	17.5%	17.9%
销售毛利率	77.5%	80.6%	82.5%	84.0%	85.5%
高档酒收入	6,378	8,596	10,109	12,206	14,584
同比增速	37.2%	34.8%	17.6%	20.8%	19.5%
毛利率	91.9%	92.8%	93.3%	93.8%	94.3%
中档酒收入	3,675	3,749	4,332	5,289	6,599
同比增速	27.8%	2.0%	15.6%	22.1%	24.8%
毛利率	79.7%	82.2%	83.2%	84.0%	85.0%
低档酒收入	2,807	3,271	3,403	3,522	3,635
同比增速	8.3%	16.5%	4.0%	3.5%	3.2%
毛利率	42.5%	48.4%	49.4%	50.4%	51.4%
其他业务收入	196	201	226	208	212

数据来源：Wind，财通证券研究所

投资建议：

近五年公司估值平均水位为 30 倍，目前 PE (TTM) 仍处于近五年均值之下，为现阶段最受低估的高端白酒。我们认为公司短期逻辑在于基本面解除压制之后的业绩回升，中长期逻辑在于高端白酒供给端格局的愈加稳固。公司作为中国三

大高端白酒之一，应当享受高端白酒确定性溢价。

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.76 元、4.45 元、5.45 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 24.8 倍、20.9 倍、17.1 倍。给予 2020 年 30 倍 PE，目标价 112.8 元。维持公司“买入”评级。

6、风险提示

白酒行业政策性风险；市场需求变化风险；食品安全风险。

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,055	15,817	18,070	21,225	25,030	成长性					
减: 营业成本	2,934	3,065	3,156	3,388	3,634	营业收入增长率	25.6%	21.2%	14.2%	17.5%	17.9%
营业税费	1,606	1,976	2,257	2,673	3,177	营业利润增长率	36.4%	30.8%	19.4%	19.9%	22.2%
销售费用	3,393	4,186	4,608	5,519	6,508	净利润增长率	36.3%	33.2%	18.5%	18.6%	22.3%
管理费用	722	829	1,102	1,295	1,527	EBITDA 增长率	34.5%	30.4%	18.8%	19.8%	21.6%
财务费用	-215	-205	-250	-300	-400	EBIT 增长率	36.4%	31.4%	19.3%	19.8%	21.8%
资产减值损失	-2	-	21	22	26	NOPLAT 增长率	33.6%	33.8%	19.3%	18.2%	21.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	14.2%	57.5%	0.5%	11.2%	-1.8%
投资和汇兑收益	98	155	130	128	138	净资产增长率	11.8%	14.2%	10.9%	12.2%	14.0%
营业利润	4,677	6,119	7,306	8,756	10,696	利润率					
加: 营业外净收支	-18	-15	-12	-12	-12	毛利率	77.5%	80.6%	82.5%	84.0%	85.5%
利润总额	4,659	6,104	7,294	8,744	10,685	营业利润率	35.8%	38.7%	40.4%	41.3%	42.7%
减: 所得税	1,148	1,462	1,747	2,186	2,671	净利润率	26.7%	29.3%	30.5%	30.7%	31.9%
净利润	3,486	4,642	5,503	6,525	7,978	EBITDA/营业收入	35.7%	38.5%	40.0%	40.8%	42.1%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	34.5%	37.4%	39.0%	39.8%	41.1%
货币资金	9,367	9,754	13,629	14,950	17,978	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	30	29	31	26	22
应收帐款	10	132	295	66	348	流动营业资本周转天数	30	6	-6	2	7
应收票据	2,388	2,394	4,255	3,133	5,364	流动资产周转天数	410	362	375	376	363
预付帐款	137	152	172	179	185	应收帐款周转天数	3	2	4	3	3
存货	3,230	3,641	2,794	4,367	3,379	存货周转天数	83	78	64	61	56
其他流动资产	361	241	230	277	249	总资产周转天数	584	586	626	591	549
可供出售金融资产	276	-	199	158	119	投资资本周转天数	181	205	220	199	176
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2,091	2,231	2,305	2,387	2,482	ROE	20.5%	23.9%	25.6%	27.1%	29.0%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROA	15.5%	16.1%	16.4%	18.3%	19.8%
固定资产	1,030	1,519	1,547	1,550	1,524	ROIC	54.9%	64.3%	48.7%	57.2%	62.6%
在建工程	3,000	7,257	7,313	7,380	7,463	费用率					
无形资产	232	332	463	588	706	销售费用率	26.0%	26.5%	25.5%	26.0%	26.0%
其他非流动资产	481	1,267	647	668	686	管理费用率	5.5%	5.2%	6.1%	6.1%	6.1%
资产总额	22,605	28,920	33,878	35,762	40,574	财务费用率	-1.6%	-1.3%	-1.4%	-1.4%	-1.6%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	29.9%	30.4%	30.2%	30.7%	30.5%
应付帐款	1,292	2,537	771	2,814	1,174	偿债能力					
应付票据	-	-	701	125	319	资产负债率	24.2%	32.4%	36.0%	32.0%	31.6%
其他流动负债	4,123	4,250	6,666	4,429	7,772	负债权益比	32.0%	47.9%	56.3%	47.0%	46.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.86	2.40	2.63	3.12	2.97
其他非流动负债	65	2,578	4,061	4,061	3,567	速动比率	2.26	1.87	2.28	2.53	2.60
负债总额	5,481	9,365	12,199	11,429	12,832	利息保障倍数	-20.93	-28.84	-28.22	-28.19	-25.74
少数股东权益	160	148	192	225	261	分红指标					
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	DPS(元)	1.55	1.59	2.34	2.64	3.12
留存收益	15,363	17,747	20,022	22,643	26,017	分红比率	65.1%	50.2%	62.3%	59.2%	57.2%
股东权益	17,124	19,555	21,679	24,333	27,742	股息收益率	1.7%	1.7%	2.5%	2.8%	3.3%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	3,510	4,642	5,503	6,525	7,978	EPS(元)	2.38	3.17	3.76	4.45	5.45
加: 折旧和摊销	164	167	170	200	231	BVPS(元)	11.58	13.25	14.67	16.46	18.76
资产减值准备	-2	1	21	22	26	PE(X)	39.2	29.4	24.8	20.9	17.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.1	7.0	6.4	5.7	5.0
财务费用	64	138	-250	-300	-400	P/FCF	52.2	44.0	19.7	25.9	17.7
投资收益	-98	-155	-130	-128	-138	P/S	10.5	8.6	7.6	6.4	5.5
少数股东损益	25	0	44	33	35	EV/EBITDA	27.2	21.1	17.5	14.4	11.5
营运资金的变动	1,710	-845	700	-1,150	285	CAGR(%)	23.2%	20.0%	28.7%	23.2%	20.0%
经营活动产生现金流量	4,298	4,842	6,059	5,203	8,017	PEG	1.7	1.5	0.9	0.9	0.9
投资活动产生现金流量	-1,465	-4,551	-504	-278	-286	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-1,917	93	-1,679	-3,604	-4,703	REP					

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。