

泸州老窖 (000568.SZ)

白酒行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

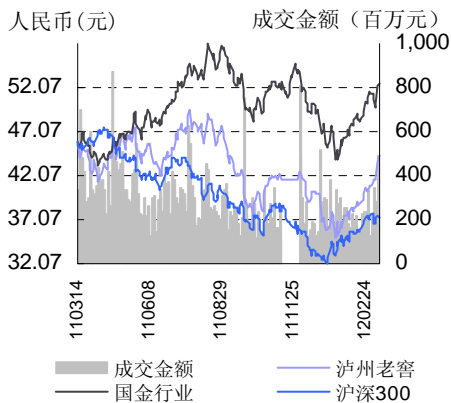
市价(人民币): 44.40元

目标(人民币): 57.56元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,394.23
总市值(百万元)	61,904.23
年内股价最高最低(元)	49.40/35.06
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《泸州老窖调研快报》，2012.3.6
2. 《估值修复,值得期待》，2011.10.30
3. 《群泸战术,老窖突围》，2011.8.19

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

赵晓媛 联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

钟凯锋 联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

走出混沌, 拐点发展, 全线出击

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.200	1.582	2.050	2.878	3.646
每股净资产(元)	3.05	3.96	4.75	6.33	8.48
每股经营性现金流(元)	0.77	0.97	1.18	2.05	3.06
市盈率(倍)	32.53	25.86	22.80	16.24	12.82
行业优化市盈率(倍)	66.79	76.43	87.71	87.71	87.71
净利润增长率(%)	32.18%	31.79%	29.63%	40.37%	26.68%
净资产收益率(%)	39.39%	39.97%	43.14%	45.46%	43.01%
总股本(百万股)	1,394.24	1,394.24	1,394.24	1,394.24	1,394.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑: 走出混沌, 拐点发展, 全线出击

- **走出混沌。**08-10年是公司三年调整期(混沌期)。销售模式从批发式的坐商, 走向多种发展模式并举。受限于老的发展模式, 老窖的销售体系并不像洋河、古井等清晰, 业务条线不明确, 资源不够聚焦。三年销售模式的转型导致公司错失前期次高端发展的高速期, 期间增速缓慢。
- **拐点发展。**08-10年的营销改革, 是公司主动引入市场化内部竞争的过程。通过品牌运营商的不断组建, 让销售公司更加聚焦中高端产品, 博大公司专注低端产品。从发展的角度看, 这是对原有模式的升级和拆分, 是公司机会主义的一种选择。
- **全线出击。**全国化走向深度开发阶段。公司核心市场和强势市场的精细化运作的空间十足, 五大强势市场发展进入拐点阶段。高端酒持续打造品牌高度。中档酒, 抢拼次高端黄金发展机遇。公司走向多价位多区域的全线出击。

总体预测

- **超高端酒 1573 (包括中国品味), 11 年全年实现 4500 吨以上销量。**未来发展思路: 一是产品结构的持续升级, 二是销售渠道的创新。前者倚重中国品味的放量, 后者倚重贵宾公司的发力。
- **次高端新品有效补足价位带空缺, 多种模式混合经营。**窖龄酒、特曲系列等次高端产品, 将逐渐从“大招商、招大商”的外延式增长走向管理精细化的内涵式提升。
- **老窖估值折价的探讨:**市场给予公司的估值折价是所有白酒企业中最大的。这主要是因为: 1) 市场对国窖 1573 竞争壁垒的担心; 2) 次高端强势产品的缺乏; 3) 公司复杂的组织结构、多元化的产品以及费用的表外化, 都导致估值折价。
- **投资建议:**我们认为市场对公司的负面预期最为充分, 但我们认为老窖已经走出混沌期, 再次进入快速发展的阶段, 估值修复值得期待。
- **盈利预测:**11-13 年收入 85.06、112.72 和 143.73 亿, 同比增 58.4%、32.5%和 27.5%。净利润 28.59、40.13 和 50.83 亿, 同比 29.63%、40.37%和 26.68%。对应 EPS 为 2.05、2.88 和 3.65 元。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 57.5 元目标价位, 相当于 20x12PE。

风险

- 经济放缓冲击超高端白酒消费。

内容目录

投资案件:走出混沌, 全线发展	4
分歧 1: 老窖的营销体系?	5
对泸州老窖销售体系的解剖: 十三支狼性团队组成的群泸战术.....	5
群泸战术并非最先进, 但是有效	5
博大公司(股份公司 75%股权)	6
贵宾公司(泸州老窖 95%股权)	7
分歧 2: 柒泉模式?	8
柒泉之沿革.....	8
柒泉之效果.....	10
分歧 3: 08-10 发展缘何迟滞.....	11
08-10 年, 公司中高档酒销量基本滞涨.....	11
回顾 10 年年初公司的目标	11
11 年再次进入高速发展期	13
初步全国化完成, 进入深度全国化阶段.....	13
高端酒的分析	14
国窖 1573 量价 11 年实现再次提升	14
高端酒还能延续成功吗?	15
中档酒的分析	16
中档酒以前为什么不达预期?	16
中档酒的未来?	18
附录: 三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1: 盈利预测	4
图表 2: 分产品盈利预测	4
图表 3: 十二个品牌运营公司	5
图表 4: 各公司结构情况	6
图表 5: 三大主体公司权责	6
图表 6: 博大公司四大主力产品	6
图表 7: 博大近年来的销售人员数量	7
图表 8: 博大的组织架构体系	7
图表 9: 定制酒产品	8
图表 10: 高校是公司 VIP 客户的一大亮色.....	8
图表 11: 专卖店数量	8
图表 12: 贵宾公司的组织架构	8

图表 13: 2010 年前三大染泉公司情况.....	9
图表 14: 2011 年 H1 前三大染泉公司情况.....	9
图表 15: 组织体系	9
图表 16: 前五名客户占比	10
图表 17: 销售费用率和管理费用率持续下降.....	10
图表 18: 应收票据急剧上升	10
图表 19: 11 年核心市场增速.....	11
图表 20: 08-10 年, 公司中高档酒销量规模	11
图表 21: 4 年跨越式发展目标: 2013 年 130 亿 (含税), 年复合增速 25%	12
图表 22: 2009 年三大价位带结构	13
图表 23: 2011 年三大价位带结构	13
图表 24: 老窖区域市场分布	13
图表 25: 区域对比	14
图表 26: 高端白酒的持续提价	14
图表 27: 国窖 1573 历年销量预测	15
图表 28: 中国品味全程赞助张学友全国演唱会	15
图表 29: 五大集团军的对比	16
图表 30: 销售公司主要产品结构	17
图表 31: 特曲品牌系列的销量增长情况.....	18

投资案件:走出混沌, 全线发展

- 盈利预测: 11-13 年收入 85.06、112.72 和 143.73 亿, 同比增 58.4%、32.5%和 27.5%。净利润 28.59、40.13 和 50.83 亿, 同比 29.63%、40.37%和 26.68%。对应 EPS 为 2.05、2.88 和 3.65 元。

图表1: 盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
中高档酒						
销售收入(百万元)	2,141.00	2,489.00	3,518.60	6,182.60	8,344.26	10,683.62
增长率(YOY)	54.78%	16.25%	41.37%	75.71%	34.96%	28.04%
毛利率	79.25%	81.27%	84.23%	80.00%	81.50%	81.50%
销售成本(百万元)	444.17	466.19	554.88	1,236.52	1,543.69	1,976.47
增长率(YOY)	45.18%	4.96%	19.03%	122.84%	24.84%	28.04%
毛利(百万元)	1,696.83	2,022.81	2,963.72	4,946.08	6,800.57	8,707.15
增长率(YOY)	57.50%	19.21%	46.51%	66.89%	37.49%	28.04%
占总销售额比重	71.46%	52.89%	67.81%	72.68%	74.02%	74.33%
占主营业务利润比重	78.11%	67.52%	83.16%	86.75%	87.72%	87.90%
中低档酒						
销售收入(百万元)	524.80	1,201.00	1,670.00	2,323.87	2,928.07	3,689.37
增长率(YOY)	8.02%	128.85%	39.05%	39.15%	26.00%	26.00%
毛利率	20.10%	33.41%	35.93%	32.50%	32.50%	32.50%
销售成本(百万元)	419.31	799.75	1,069.97	1,568.61	1,976.45	2,490.33
增长率(YOY)	25.97%	90.73%	33.79%	46.60%	26.00%	26.00%
毛利(百万元)	105.49	401.25	600.03	755.26	951.62	1,199.05
增长率(YOY)	-31.04%	280.37%	49.54%	25.87%	26.00%	26.00%
占总销售额比重	17.52%	25.52%	32.19%	27.32%	25.98%	25.67%
占主营业务利润比重	4.86%	13.39%	16.84%	13.25%	12.28%	12.10%

来源: 国金证券研究所

■ 核心假设

- 超高端国窖系列, 主推中国品味, 依靠中国品味的聚焦, 带动 1573 的自然上量。
- 导入窖龄酒及特曲老酒, 填补价格空档, 拉升特曲品牌力。
- 博大主推中低档酒, 放量发展。

图表2: 分产品盈利预测

		2010	2011E	2012E	2013E
国窖1573及以上	价格(元/斤)	359	438	526.13	552.44
	价格(万元/吨)	64	88	105.23	110.49
	销量(吨)	3300	4706	4706.13	4941.43
	销售收入(万元)	211,200.00	412,673.56	495,208.27	545,967.12
精特美	价格(元/斤)	82	114	124.85	137.34
	价格(万元/吨)	16	23	24.97	27.47
	销量(吨)	2,613	4,013	6020.03	8428
	销售收入(万元)	42,600.00	91,106.54	150,325.78	231,501.71
特曲美	价格(元/斤)	100	83	91.06	100.17
	价格(万元/吨)	20	17	18.21	20.03
	销量(吨)	3,205	6,914	10371.47	14520
	销售收入(万元)	64,100.00	114,479.72	188,891.53	290,892.96
头曲, 二曲等低档酒	价格(元/斤)	9.88	11.86	12.45	13.07
	价格(万元/吨)	1.98	2.37	2.49	2.61
	销量(吨)	86351	98000	117600	141120
	销售收入(万元)	170,707.29	232,386.72	292,807.26	368,937.15

来源: 国金证券研究所

我们从市场分歧入手做分析，再对老窖未来的区域发展和中高端发展做预测。

分歧 1：老窖的营销体系？

对泸州老窖销售体系的解剖：十三支狼性团队组成的群泸战术

- 公司十三支狼性团队共同组成了老窖的品牌体系，其中十二支团队本质上是品牌运营公司，其中最重要的是销售公司、博大公司和贵宾公司。品牌运营公司间通过产品、价格带、渠道和区域做区隔。除了销售公司、博大公司和贵宾公司外，其他品牌运营公司都采取全国总经销模式（主要职能是招商和招商后的支持）。
- 十二个品牌运营公司组成了老窖销售体系的中后台。实际上这是川酒总经销模式的一种升级，跟以往不同的是品牌总代理不是经销商而是公司旗下的子公司。
- 总代理模式，对经销商的依赖是比较大，这也是公司一直强调“大招商，招大商”的原因。销售公司其前台对应的是各片区销售，柒泉公司是对粗放式片区销售的一种升级。博大公司的营销更加现代化，采取深度营销，实现前中后台一体化。
- 公司这种销售模式跟苏酒和徽酒是完全不同的，更多的是对传统川酒营销模式的升级。川酒擅长的是塑造品牌，苏酒和徽酒的强项则是渠道力的打造。两种模式的差异源自外部竞争环境和企业自身资源禀赋的不同。如老窖有很强的品牌高度支撑，也有较强的前后台支撑，因此让“大招商，招大商”成为可能。实际上这是从企业自身的资源禀赋出发，路径依赖下的选择。
- 我们认为在白酒行业大幅扩容，产业外资本持续进入的趋势下，公司通过 12 支营销团队的组建，迅速对接产业外资本，捕捉行业大扩容的机遇是阶段性正确的。在公司不具备精细化滚动开发市场的条件下，选择撒网式布局能获得阶段性的大发展，并在大发展中解决渠道力问题。

图表3：十二个品牌运营公司

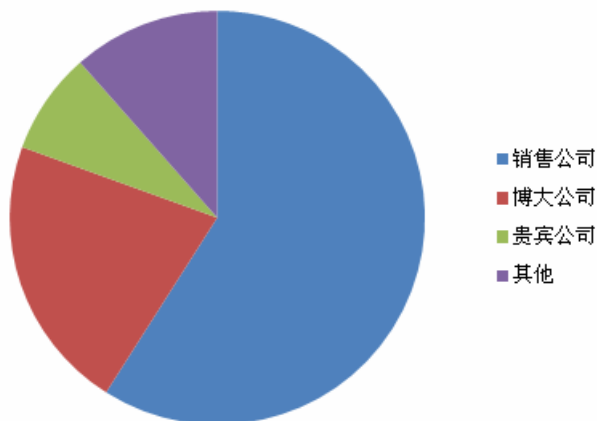
		主打产品	价位带	成立时间
1	销售公司	中国品味 国窖 1573 窖龄酒 特曲系列	超高端 高端 中高端 中高端	
2	博大公司	金奖特曲 头曲系列 二曲系列 拓展系列	中高端 中低端 中低端 中低端	2008 年 4 月
3	贵宾公司	高端定制团购	中高端	2009 年
4	聚成公司	国窖定制系列	低端	2009 年
5	天地飘香	泸州老窖 8 年陈头曲	中端	2008 年
6	老酒坊公司	泸州老酒坊系列	低端	2009 年 4 月
7	论道公司	永盛烧坊、红瓷头曲	低端	2005 年
8	年份特曲公司	泸州老窖高档年份酒产品	中高端	2011 年
9	精品特曲	精品特曲系列	中高端	2011 年 7 月
10	柒泉经典	浓香经典系列	中端	2010 年 5 月
11	柒泉典艺			2011 年
12	柒泉金池	泸州贡	低端	2010 年 2 月

来源：国金证券研究所，公司资料

群泸战术并非最先进，但是有效

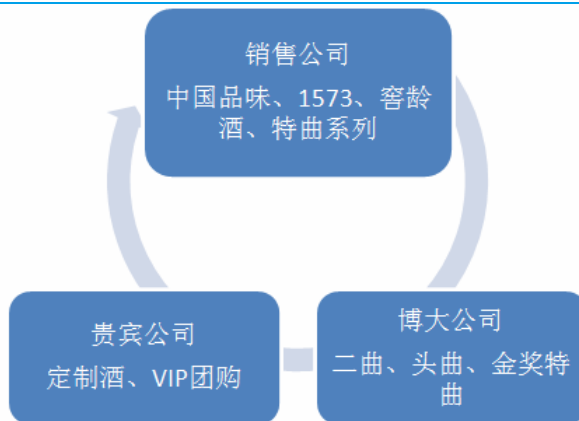
- 08-10 年的营销改革，是公司主动的引入市场化内部竞争的过程。通过品牌运营商的不断组建，让销售公司更加聚焦在中高端产品，博大公司专注低端产品。用发展的角度看，这是对原有模式的升级和拆分，是公司机会主义的一种选择。
- 老窖的营销体系改革并没有选择中央集权的方式，而是通过组建品牌公司和柒泉公司实现市场化的变革。减弱中央集权的同时，充分授权各子公司的市场化运营。

图表4: 各公司结构情况



来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表5: 三大主体公司权责



来源: 国金证券研究所, 公司资料

博大公司 (股份公司 75%股权)

- 主营 4 大系列，主要定位中低档酒。博大公司成立于 2008 年 4 月，主要负责泸州老窖中低档酒的运作，主要代理品牌包括头曲、二曲系列，价位带基本在 200 元以下，2011 年，股份公司作为奖励增加了金奖特曲到博大公司进行运作，金奖特曲系列价位带在 200-600 元的中档酒价位带。除此之外，博大公司还开发了一系列自有品牌，如合家欢、芝麻官等等。

图表6: 博大公司四大主力产品

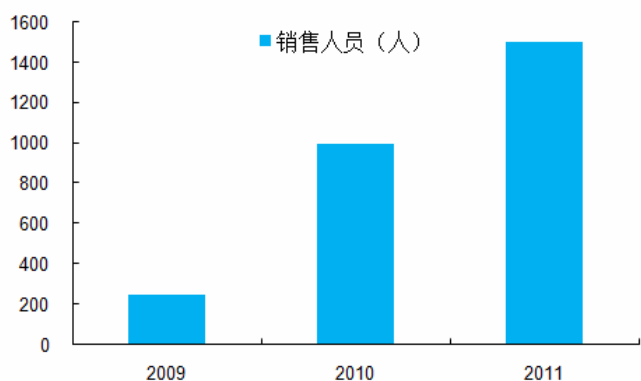
金奖特曲系列	头曲系列	二曲系列	拓展系列
金奖特曲名酒经典 金奖特曲名酒珍藏 金奖特曲名酒纪念	精品头曲 09版六年头 09版老头曲 红瓷头曲 鸿运精制头曲	精制二曲 水晶磨砂二曲 开心小酒 盒装二曲 新韵二曲 光瓶二曲 福酒 财酒 运酒	老乡酒系列 桶装壶装系列 合家欢 芝麻官 美酒泉

来源: 国金证券研究所, 公司网站

- 多品牌、多品类产品策略。博大公司在产品运作思路特点非常明确，对头曲、二曲这两款公司最早打造的产品可以看出，公司通过包装形式、年份概念等形式，对品牌、产品进行延伸、细分，也最终形成了目前博大公司比较庞大的产品矩阵。

- **渠道策略学习深度分销。**在渠道方面，公司近几年一直在进行深度分销的改革，通过经销商逐步向县级延伸，增加销售人员，从而加大对经销商的扶持力度，同时加大对市场的开发深度。公司的成立的年份较短，目前深度分销还在推进，仍然处于大量招募销售人员、推进下沉深度的阶段。
- **业绩亮眼，博大公司模式初显成效。**我们预计博大公司 11 年的销售收入达到 30 亿，11 年的亮眼业绩也得到了公司管理层的肯定。
- **整体来看，博大公司的运作比较现代化，体现出了更强的竞争力与战斗力。**博大公司相对老窖其它销售公司而言，变革显得更加超前。体现在以下几个方面：一是公司的组织机构清晰，较为细致。第二是，公司的高空、地面动作方面显得也较有活力，公司的广告显示出不错的品牌活力，而地面上，也有不少活动如开盖有奖赢跑车活动等。第三，公司的深度分销演进学习的更加迅速，公司业绩快速增长的主要原因可能还是要归功于深度分销策略的坚持贯彻和实施，在前期运作过于依赖大经销商的粗放式运作，到目前积极向更加精耕细作的深度分销转变，转型是比较成功的。

图表7: 博大近年来的销售人员数量



来源: 国金证券研究所, 公司资料

图表8: 博大的组织架构体系



来源: 国金证券研究所, 公司资料

贵宾公司 (泸州老窖 95%股权)

- **定位团购、定制业务、专卖店。**贵宾公司的业务专注中高端，主要运作 1573 系列的运作。与泸州老窖的其它核心销售公司相似，公司由原股份公司的高管挂帅。
- **团购业务，高校是亮点。**公司在团购客户开发方面，高校是一大亮点，目前包括四川师范大学、四川大学、四川理工大学、重庆大学等川渝多所高校，以及上海师范大学、华南理工大学等国内各大高校都为公司的合作伙伴。
- **定制酒业务是公司的一大亮点。**公司推出定制酒服务，可在瓶身、外包装上根据定制客户的需求附加上特定的定制服务内容，并在一定批量的基础上，可进行一些更加多样化的个性需求。公司的定制酒业务在市场上还是处于领先的，目前运作的也较为顺畅。

图表9: 定制酒产品



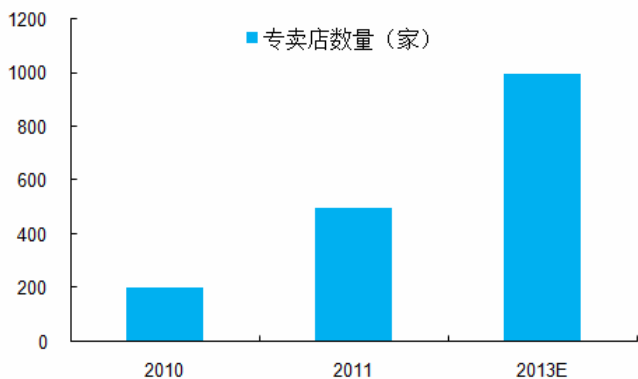
来源: 国金证券研究所

图表10: 高校是公司VIP客户的一大亮色



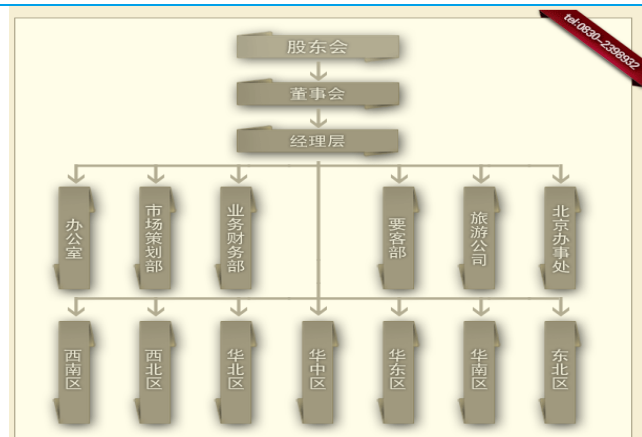
- 专卖店建设速度在快速推进。股份公司计划未来实现在每一个县覆盖一家专卖店，目前公司约有 500 家左右的专卖店，预计 13 年能到 1000 家左右，贵宾公司近期也在招募专卖店业务员与专卖店的推进协调发展起来。

图表11: 专卖店数量



来源: 国金证券研究所

图表12: 贵宾公司的组织架构



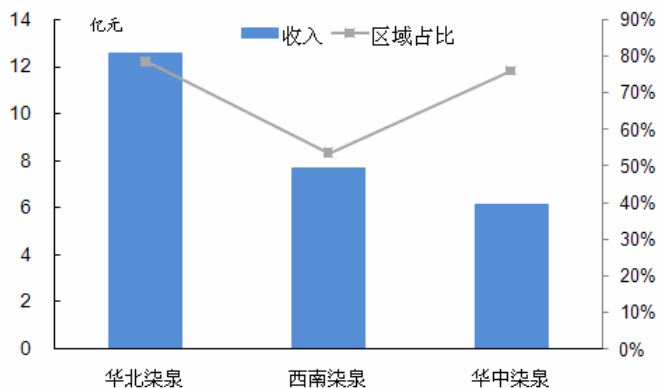
分歧 2: 柒泉模式?

柒泉之沿革

- 柒泉公司本质是厂商合作模式的一种，原有的厂商人员与经销商共同组成联盟体（原厂商人员与经销商共同参股），实行公司独立化运营。这种联盟可以是基于某一区域也可以基于某一产品。
 - 09 年开始推行柒泉模式。试点从泸州老窖销售网络最健全、销售情况最佳的西南、华中、华北区域开始，原老窖销售公司大区经理等营销骨干人员与这些区域的主要经销商共同出资组建了四大一级总经销商，即泸州老窖柒泉营销华北酒业股份有限公司、泸州老窖柒泉营销华中酒业股份有限公司、泸州老窖柒泉营销西南酒业股份有限公司及泸州老窖坊销售股份有限公司。
 - 09 年 8 月，原重庆市、福建省销售公司大区经理等骨干人员与重庆市、福建省的主要经销商共同出资组建了两个一级总经销商，即泸州老窖柒泉营销山城酒业股份有限公司、泸州老窖柒泉营销福建酒业有限责任公司。

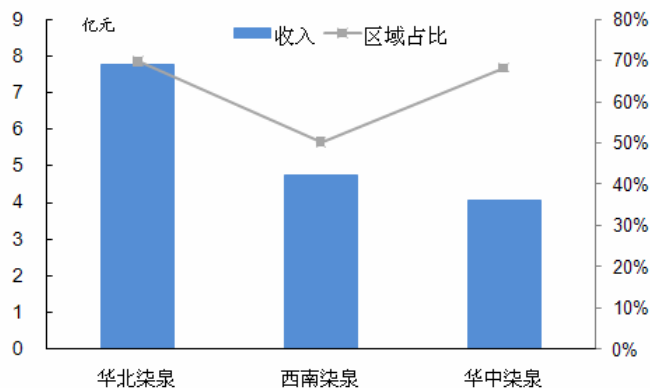
- 2009年10月，公司为推动经典浓香系列的销售，在泸州成立了泸州老窖柒泉营销浓香经典酒业有限公司。七家一级总经销商的成立，形成了老窖的柒泉营销体系。
- 随后柒泉模式在全国各地得到进一步推广，区域不断细分和划小。公司通过经销商股权模式改革，意图绑定大经销商利益，增加公司对渠道的控制力度，同时实现对销售公司员工的激励。
- 10年三家最大的柒泉公司（华北柒泉、西南柒泉、华中柒泉）已经分别实现12.6亿、7.7亿和6.1亿销售，分别占到各自区域销售的79%、50%和68%。

图表13: 2010年前三大柒泉公司情况



来源: 国金证券研究所, 公司年报

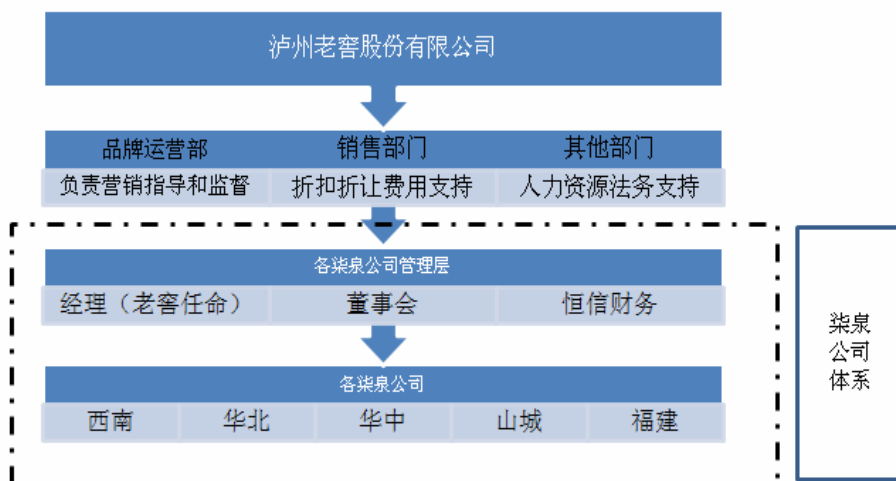
图表14: 2011年H1前三大柒泉公司情况



来源: 国金证券研究所, 公司年报

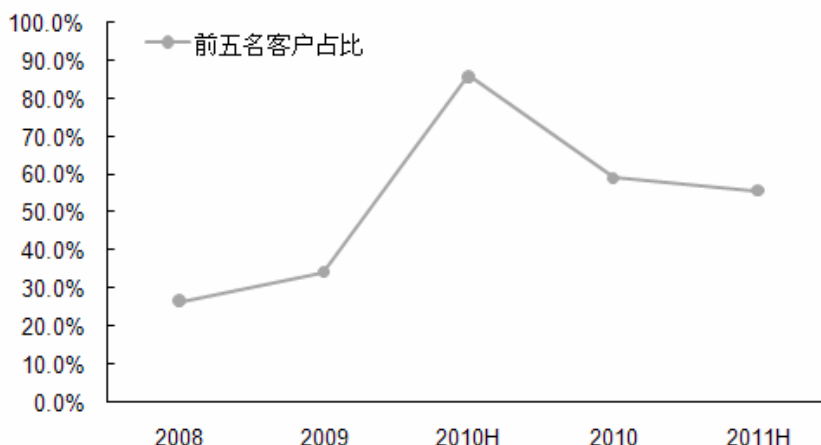
- 柒泉模式早已在家电行业获得实践，效果显著。美的从07年开始改革渠道，三年时间成立了58家区域销售公司，格力则成立了28家。从两家电器巨头的实践情况来看，此模式实现了对优质经销商资源的捆绑，同时有效提高了费用的使用效率。我们认为柒泉模式同样将有助老窖实现渠道的扁平化，通过经销商自治，实现对市场窜货等问题的控制，同时经销商“当家作主”也有利于费用投放用在“刀刃上”，避免了以前费用投入一刀切的情况。

图表15: 组织体系



来源: 国金证券研究所

图表16: 前五名客户占比

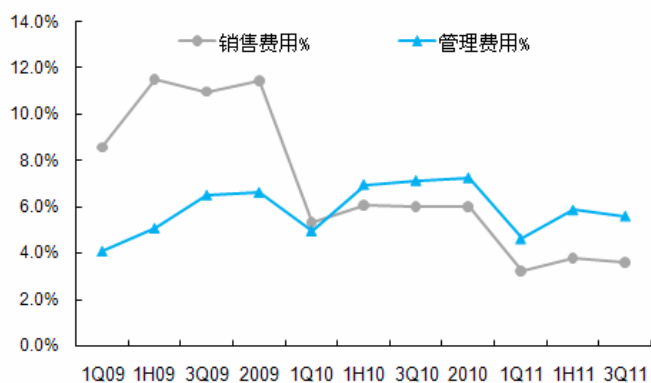


来源: 国金证券研究所, 公司年报

柒泉之效果

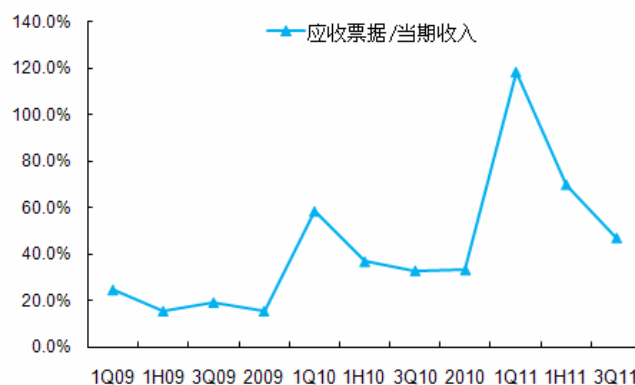
- 柒泉营销体系下, 组成了多个一级总经销商, 使经销商成为股东, 与厂家片区销售人员形成了责任型的战略合作伙伴关系。公司将市场决策前移和下放, 将市场的管理与运作交予柒泉公司职业经理人, 从而形成了厂家、经销商、片区业务管理团队的利益联盟。
- 决策的前移带来公司销售体系的“表外化”, 销售费用和管理费用得到大幅下降, 销售费用率从 09 年的 11.4% 下降到 3.6%, 管理费用从 09 年的 6.6% 下降至 5.6%。
- 由于股份公司与一级总经销商紧密的战略合作关系, 股份公司大幅提升对总经销的资金支持力度, 表现为应收票据的大幅上升, 应收票据 09 年占到公司当期收入 15.8%, 11 年 3 季度已经上升至 47.2%。

图表17: 销售费用率和管理费用率持续下降



来源: 国金证券研究所

图表18: 应收票据急剧上升

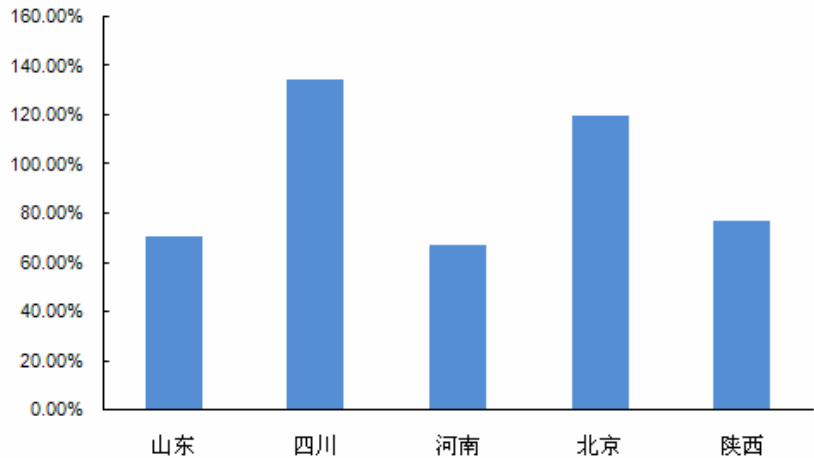


来源: 国金证券研究所

- 销售“前台”市场化, 有利于公司渠道力的培育和形成。
- 将公司并不擅长“渠道力”实行外包, 借助市场化的手段发展, 并通过金融手段实现掌控。这实际是老窖基于自身企业禀赋作出的最优选择。尽管这种模式下存在种种弊端(过度的市场化容易失控、营销动作难以标准化、资源无法真正聚焦等), 但已经比老窖原有的坐商模式是莫大的进步。这种模式, 在执行力和渠道掌控上与苏酒徽酒“厂商 1+1 深度协销”模式有较大差距, 但已经是老窖基于自身发展阶段作出的较优选择。

- 11 年老窖进一步深化柒泉改革，增强组织配备和考核，公司核心市场的发展增速非常可观。

图表19: 11 年核心市场增速



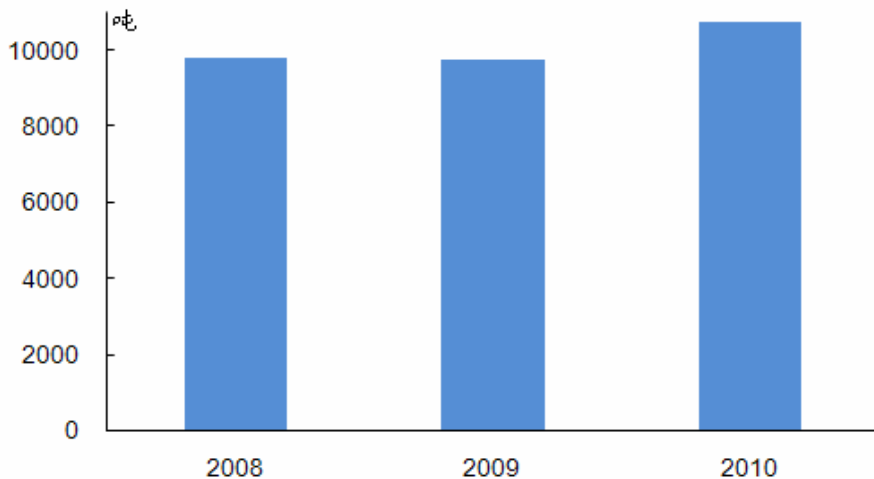
来源：国金证券研究所

分歧 3: 08-10 发展缘何迟滞

08-10 年，公司中高档酒销量基本滞涨

- 08-10 年公司中高档酒销量基本滞涨，国窖 1573 的销量缓慢上升，但特曲为代表的中档酒销量反而持续下降。事实证明，08-10 年白酒行业超高端整体发展受到压制，中档酒集体进入井喷时期。

图表20: 08-10 年，公司中高档酒销量规模

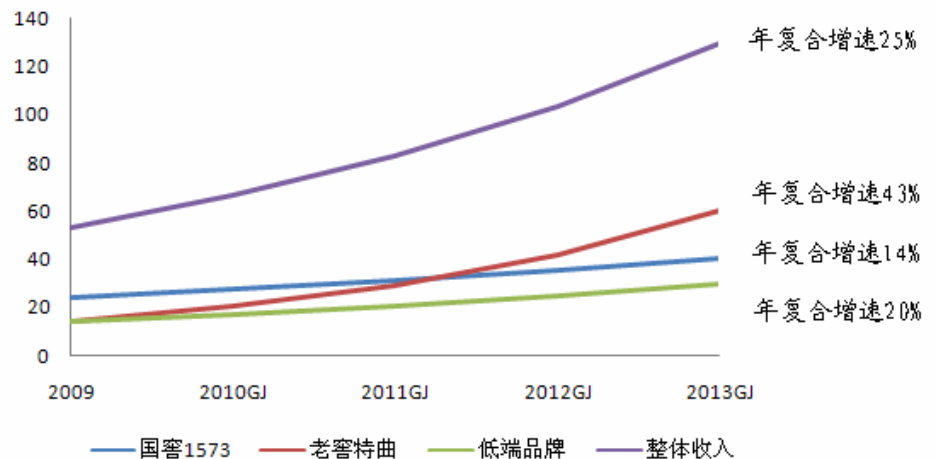


(GL: 国金证券预测) 来源：国金证券研究所

回顾 10 年年初公司的目标

- 公司 10 年年初提出 2013 年实现 130 亿（含税）的销售目标，并制定了详细的战略规划。要实现 130 亿的目标，三大品牌都要获得突破：国窖 1573 要实现 30-40 亿，特曲 50-60 亿，低端品牌 30 亿。要实现此目标，总体年复合增速 25%，国窖 1573 四年复合增速 14%，老窖特曲为 43%，低端品牌为 20%。

图表21: 4年跨越式发展目标: 2013年130亿(含税), 年复合增速25%

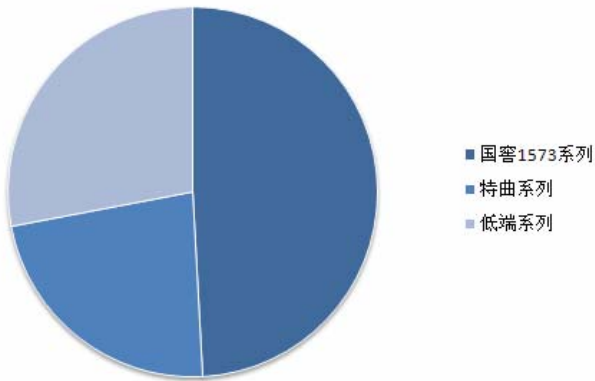


来源: 国金证券研究所

■ 当时提出的三大品牌具体做法:

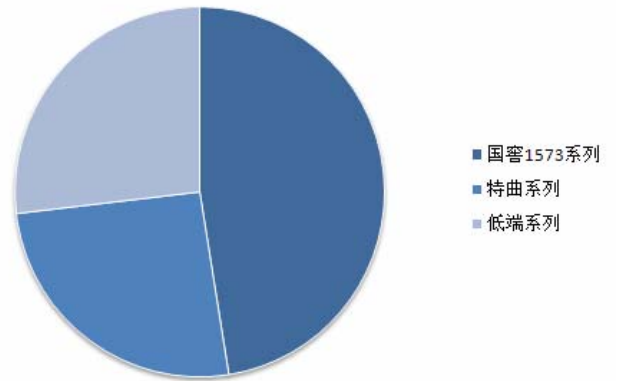
- 国窖 1573 保持刚性价格, 要做奢侈品牌, 全国必须统一价格。强调营销文化, 文化营销。突出高端酒的消费理念: 喝的是过程, 文化的享受和增值的享受, 要给消费者消费高价酒的理由。公司领导认为目前对文化底蕴的打造还不够, 以后还得加强。
- 特曲要实现价值的回归: 目前特曲仍然是性价比最高的, 价格是历史最高水平, 量没有达到历史最高水平。目前特曲量和价的空间已经出来。当这个产品翻两倍, 目标就能实现。特曲 200 元, 2 万吨的目标是持之以恒的目标。从管理团队, 营销队伍, 管理模式, 到成立品牌事业部, 都以全新的思路来运作。现在成立第二品牌事业部(人员、机制、财务都解决了), 专门负责特曲的推广。同时授予特曲品牌很多宽度和高度, 并加大了企业资源向特曲的倾斜(5 年以前从来不做特曲的广告), 但现在逐渐增加特曲广告的投放。
- 大众消费第一品牌的打造: 要实现五统一, 品牌、广告、出厂、宣传、检验统一; 三差异, 口感差异, 区域文化差异, 经济发展程度有差异(例如: 甘肃和上海卖的价格会有差异)。大众消费品要注意控制成本, 保证质量, 统一宣传, 同时促销要跟进。核心在于标准化, 规模化。公司未来将通过当地实现标准化生产, 酒业园区集中生产很容易实现。二曲去年销售就实现了 4 万吨, 今后通过集装箱运输, 全国物流很容易实现。
- 从结果看, 10-11 年公司高端酒大幅超额实现目标, 低端酒完成增长目标, 中档酒大幅低于目标。中档酒转型并不容易。

图表22: 2009年三大价位带结构



来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表23: 2011年三大价位带结构

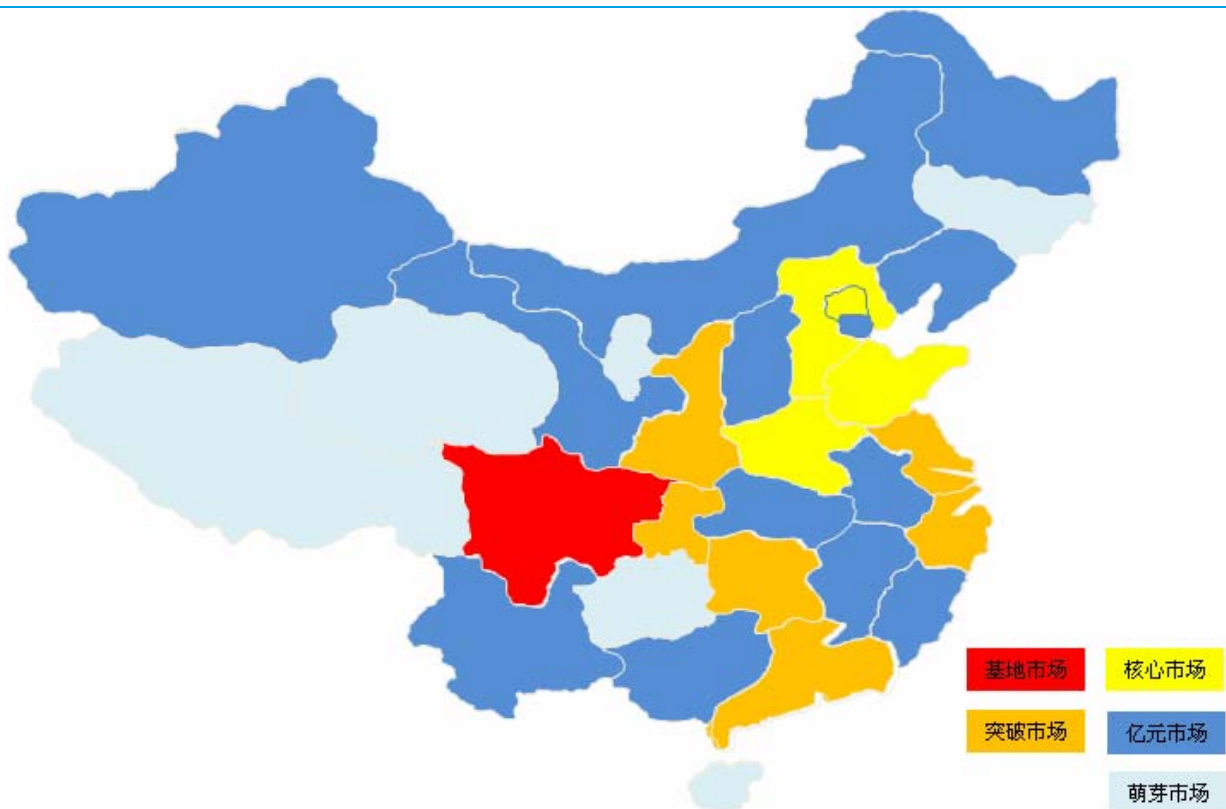


11年再次进入高速发展期

初步全国化完成, 进入深度全国化阶段

- 泸州老窖销售呈现点状分布, 区域增长仍有较大空间。目前公司各地区的增长仍呈现点状分布, 公司核心市场和强势市场的精细化运作的空间十足。

图表24: 老窖区域市场分布



来源: 国金证券研究所, 公司年报

图表25: 区域对比

	完成初步全国化			开始全国化		构筑核心市场	
	泸州老窖	苏酒	郎酒	山西汾酒	古井贡酒	沱牌舍得	酒鬼酒
上海市		重要参与者					
北京市	重要参与者		重要参与者	重要参与者		重点攻关	
江苏省		垄断地位					
浙江省	重要参与者				重点攻关		
山东省	重要参与者	重要参与者		重点攻关	重点攻关	重点攻关	
四川省	领导者		领导者			重要参与者	
重庆市	重要参与者		重要参与者				
河南省	重要参与者	重要参与者	重要参与者	重要参与者	重要参与者		重点攻关
湖南省	重要参与者					重点攻关	重要参与者
河北省	重要参与者		重要参与者	重点攻关	重点攻关		
安徽省		重要参与者			领导者		
陕西省	重要参与者			重要参与者			
甘肃省	重要参与者						
山西省				垄断地位			
广西省			重要参与者			重点攻关	
内蒙古				重点攻关			

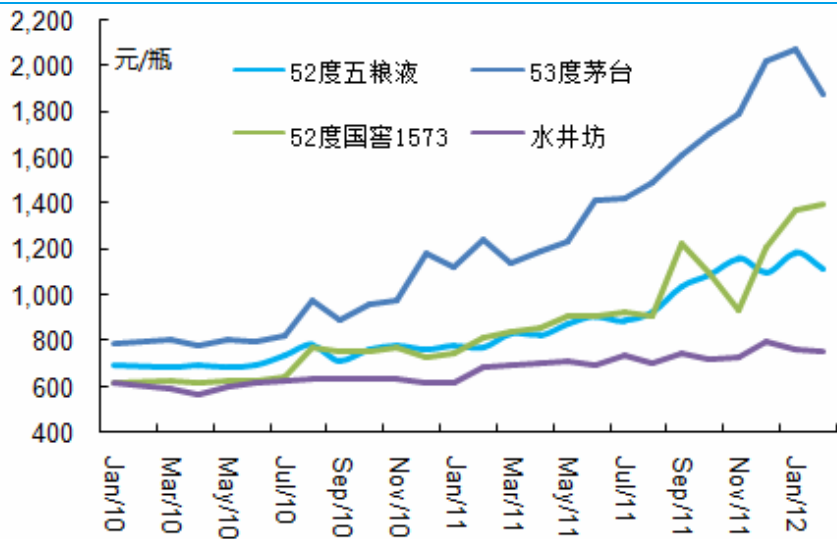
来源: 国金证券研究所

高端酒的分析

国窖 1573 量价 11 年实现再次提升

- 08 年前，国窖 1573 的成功是定位的成功，也是公司品牌聚焦的结果。进入 08 年后，国窖 1573 发展相对平缓，公司也提出了打造稀缺和奢侈化的目标。然而 2011 年，超高端白酒发展再次井喷，这次是量和价的大幅提升。
- 坚持打造价格高度：老窖终端价从 09 年年初的 600 提到了 11 年年中的 1100，中秋后老窖终端价再次上提至 1398。短短两年，1573 价格翻了一番。

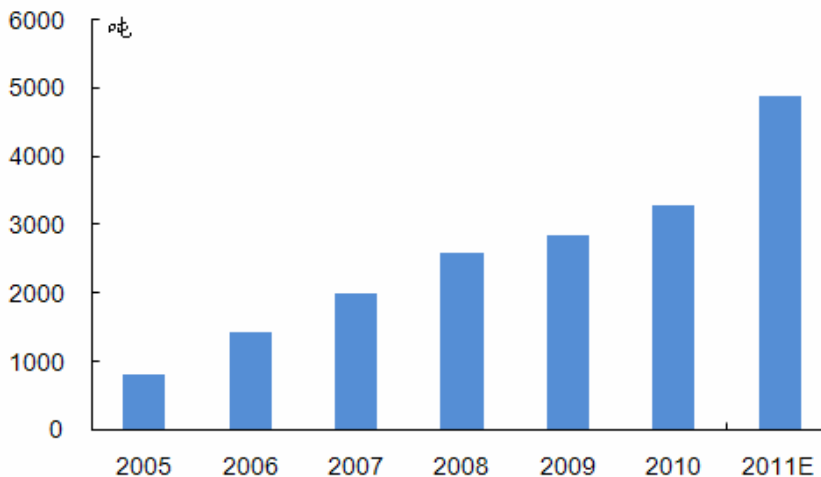
图表26: 高端白酒的持续提价



来源: 国金证券研究所

- 与核心消费群体共同成长的结果。国窖 1573 前十名省份对比可以看到，11 年的前十名省份与 09 年的前十名省份几乎一样。大多数的重点省份都取得了翻番增长，其中真正取得重大突破的是北京市场，从 1 亿级别的市场跃升至 4 亿级别。

图表27: 国窖 1573 历年销量预测



来源: 国金证券研究所

高端酒还能延续成功吗?

- 严格意义上说，国窖 1573 并非一个全国性强势品牌，只在局部区域市场取得较大优势，这些市场集中在地产酒品牌力不足而白酒消费量较大的内陆市场，但在浙江、江苏、广东等沿海发达市场的表现则差强人意。总体而言，老窖 1573 这两年的成功是传统强势市场的一种成功延续。
- 未来 1573 的发展重点依然是树立品牌的高度和稀缺性，中国品味与定制酒将是品牌升空的两个新引擎。
- 中国品味和定制酒业务，占 1573 整体业务比重并不高（预计 10%左右），却是老窖聚焦高端核心消费者的利器。中国品味的品牌升空将有效拉动经典装 1573 的价格和销量的有序上升。12 年，公司聚焦“大事件”宣传，确保品牌升空持续。

图表28: 中国品味全程赞助张学友全国演唱会



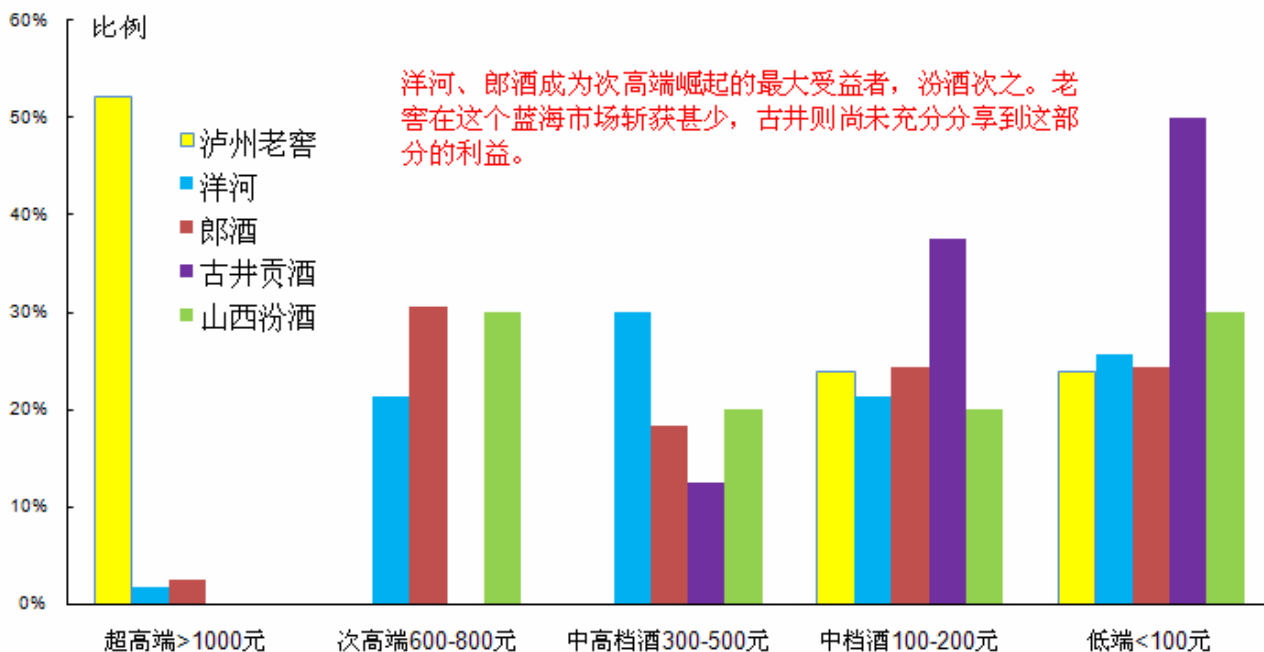
来源: 国金证券研究所

中档酒的分析

中档酒以前为什么不达预期？

- 中档酒这几年不断推出新品，通过招商模式做推进，但成效一直都不好。表象是推出越来越多的品牌和产品，但实质还是老窖对中档酒的运作模式并不熟悉，同时在组织力和执行力上与地产酒有不小差距。
 - 公司在中高端酒的产品梯度一直没有形成。

图表29：五大集团军的对比



来源：国金证券研究所

- 公司中高端酒的产品体系非常庞杂，缺乏核心产品。

图表30: 销售公司主要产品结构

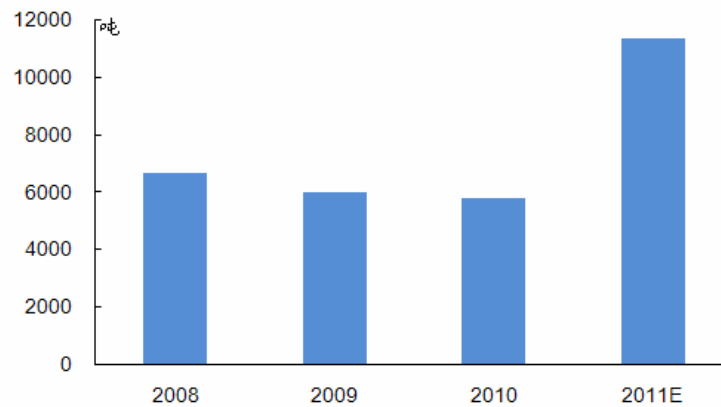
品类	零售价	品类	零售价
	中国品味 2123		1573 1389
	浓香经典 562		90年窖龄酒 826
	百年 376		60年窖龄酒 549
	特曲铁盒装 281		30年窖龄酒 357
	特曲老字号 241		紫砂陶 348
	特曲古法酿造 198		

来源: 国金证券研究所

中档酒的未来？

- 特曲架构在 11 年得到进一步清晰化，窖龄酒、百年和特曲全面覆盖次高端及中档价位。
 - 特曲系列在公司强势市场取得良好的井喷势头（河北/湖南/四川/陕西/河南/山东）。在这些老窖产品消费氛围浓郁的市场，窖龄酒和特曲的推广充分受益于国窖品牌力的拉动作用。
- 12 年销售公司更加聚焦，窖龄酒成为销售公司仅次于中国品味的主推品种。我们认为窖龄酒合适的价格定位与清晰的卖点将成为公司抢夺次高端价位的利器。
- 公司中档酒发展潜力依然源自老窖现有的强势市场，老窖在强势市场上有更完备的网络和更好的消费氛围，新品破局容易。
- 中档酒发展的中长期看法：渠道精耕与组织发育是公司首要任务，通过总经销模式发展中低档酒有饮鸩止渴之嫌。尽管前台的柒泉并不具备足够的全面能力全面推进中高端酒的发展，但公司同时采取总经销模式发展中低档酒只是权宜之计。

图表31：特曲品牌系列的销量增长情况



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,798	4,370	5,371	8,506	11,272	14,373	货币资金	704	937	1,079	851	1,856	4,009
增长率		15.1%	22.9%	58.4%	32.5%	27.5%	应收款项	579	745	1,873	3,565	5,287	6,742
主营业务成本	-1,289	-1,458	-1,643	-2,805	-3,520	-4,467	存货	1,189	1,196	1,486	2,306	2,893	3,671
%销售收入	33.9%	33.4%	30.6%	33.0%	31.2%	31.1%	其他流动资产	61	126	152	170	213	270
毛利	2,509	2,913	3,728	5,701	7,752	9,906	流动资产	2,532	3,004	4,589	6,891	10,250	14,692
%销售收入	66.1%	66.6%	69.4%	67.0%	68.8%	68.9%	%总资产	58.9%	58.1%	64.0%	72.6%	79.0%	83.8%
营业税金及附加	-263	-324	-438	-703	-931	-1,187	长期投资	1,343	1,702	1,984	1,985	1,984	1,984
%销售收入	6.9%	7.4%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%	固定资产	57	58	117	266	401	524
营业费用	-513	-499	-323	-468	-620	-791	%总资产	1.3%	1.1%	1.6%	2.8%	3.1%	3.0%
%销售收入	13.5%	11.4%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	299	308	352	347	342	337
管理费用	-227	-290	-390	-578	-767	-977	非流动资产	1,770	2,170	2,583	2,601	2,729	2,847
%销售收入	6.0%	6.6%	7.3%	6.8%	6.8%	6.8%	%总资产	41.1%	41.9%	36.0%	27.4%	21.0%	16.2%
息税前利润 (EBIT)	1,506	1,799	2,576	3,952	5,435	6,951	资产总计	4,302	5,175	7,172	9,492	12,979	17,539
%销售收入	39.6%	41.2%	48.0%	46.5%	48.2%	48.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-2	0	-8	5	4	9	应付款项	1,146	1,106	1,579	2,432	3,179	4,049
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	453	611	876	1,063	1,350	1,694
资产减值损失	1	-2	-3	-1	0	0	流动负债	1,599	1,717	2,455	3,495	4,530	5,742
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1	3
投资收益	172	357	351	10	100	100	其他长期负债	2	1	9	0	0	0
%税前利润	10.4%	16.6%	12.0%	0.3%	1.8%	1.4%	负债	1,600	1,718	2,464	3,495	4,531	5,745
营业利润	1,676	2,155	2,917	3,967	5,539	7,060	普通股股东权益	3,478	4,248	5,517	6,626	8,826	11,818
营业利润率	44.1%	49.3%	54.3%	46.6%	49.1%	49.1%	少数股东权益	15	16	45	225	477	830
营业外收支	-23	-3	2	0	0	0	负债股东权益合计	5,093	5,983	8,026	10,346	13,834	18,394
税前利润	1,654	2,152	2,919	3,967	5,539	7,060							
利润率	43.5%	49.2%	54.3%	46.6%	49.1%	49.1%							
所得税	-387	-460	-638	-928	-1,274	-1,624							
所得税率	23.4%	21.4%	21.9%	23.4%	23.0%	23.0%							
净利润	1,267	1,691	2,281	3,039	4,265	5,436							
少数股东损益	1	18	75	180	252	353							
归属于母公司的净利润	1,266	1,673	2,205	2,859	4,013	5,083							
净利率	33.3%	38.3%	41.1%	33.6%	35.6%	35.4%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,267	1,691	2,281	3,039	4,265	5,436	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.908	1.200	1.582	2.050	2.878	3.646
非现金支出	83	96	94	8	10	13	每股净资产	2.495	3.047	3.957	4.753	6.331	8.477
非经营收益	-191	-388	-371	118	-100	-100	每股经营现金净流	0.584	0.766	0.969	1.182	2.048	3.064
营运资金变动	-345	-332	-653	-1,517	-1,319	-1,077	每股股利	0.560	0.650	0.750	1.100	1.300	1.500
经营活动现金净流	814	1,067	1,351	1,648	2,856	4,272	回报率						
资本开支	-127	-118	-256	-153	-139	-130	净资产收益率	36.40%	39.39%	39.97%	43.14%	45.46%	43.01%
投资	60	3	0	-1	0	0	总资产收益率	24.86%	27.97%	27.48%	27.63%	29.01%	27.64%
其他	0	0	35	10	100	100	投入资本收益率	33.04%	33.17%	36.18%	44.19%	44.97%	42.31%
投资活动现金净流	-67	-115	-222	-144	-39	-30	增长率						
股权募资	9	3	21	-216	0	0	主营业务收入增长率	29.78%	15.06%	22.89%	58.38%	32.51%	27.51%
债权募资	0	0	0	-9	1	2	EBIT增长率	62.03%	19.48%	43.17%	53.43%	37.50%	27.90%
其他	-496	-721	-1,009	-1,508	-1,813	-2,091	净利润增长率	63.70%	32.18%	31.79%	29.63%	40.37%	26.68%
筹资活动现金净流	-487	-719	-988	-1,732	-1,812	-2,089	总资产增长率	13.38%	17.47%	34.16%	32.35%	36.74%	35.13%
现金净流量	259	234	142	-228	1,005	2,153	资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.4	2.5	2.6	4.0	4.0	4.0
							存货周转天数	343.8	298.5	297.8	300.0	300.0	300.0
							应付账款周转天数	42.8	44.2	57.2	45.0	45.0	45.0
							固定资产周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	2.1	2.7	2.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-20.15%	-21.98%	-19.40%	-12.42%	-19.94%	-31.67%
							EBIT利息保障倍数	682.5	-7,474.9	340.6	-732.5	-1,288.3	-760.4
							资产负债率	31.42%	28.72%	30.70%	33.78%	32.75%	31.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	6	36
买入	0	1	1	1	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.40	1.25	1.20

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-03	买入	33.58	41.87 ~ 46.06
2 2010-08-19	买入	33.69	41.87 ~ 46.06
3 2010-10-25	买入	40.48	50.88 ~ 50.88
4 2011-03-28	买入	42.76	56.46 ~ 60.35
5 2011-06-13	买入	43.46	N/A
6 2011-08-19	买入	47.30	56.46 ~ 60.35
7 2011-10-30	买入	41.78	N/A
8 2012-03-06	买入	41.50	N/A

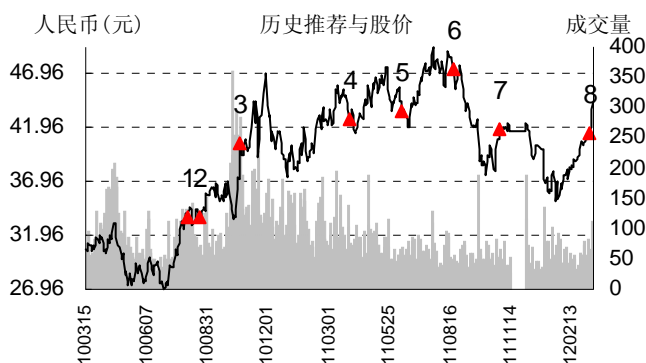
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B