

**评级：强烈推荐（维持）**
**食品饮料**
**公司调研报告**

证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

## 泸州老窖(000568)：坚持控制力型发展，品牌力是关键

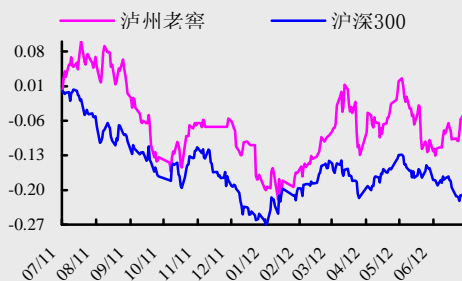
**预测价格区间(元)** 54 ~ 56

**交易数据**

上一日交易日股价(元)	42.8
总市值(百万元)	59,846
流通股本(百万股)	1,397
流通股比率(%)	99.90

**资产负债表摘要(03/12)**

股东权益(百万元)	8,480
每股净资产(元)	6.06
市净率(倍)	7.06
资产负债率(%)	34.99

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**

泸州老窖(000568)：营销体系见效，规模加速扩张，维持“强烈推荐”-20120428

**事件：**参加公司2011年股东大会

**点评：**

- **国窖1573控量保价，12年有提价贡献。**春节过后，茅台为代表的高档白酒零售价、批发价均出现回落，公司果断采取措施，在今年计划量的基础上缩减发货量，缓解经销商的资金压力，确保公司的价格体系稳定，维护公司品牌形象。6月份一批价已经开始企稳，预计旺季会出现回升。1573即使量不增长，提价的贡献大，12年柒泉公司的实际提价幅度应该是超过30%，对今年业绩的贡献仍然明显。
- **腰部产品发力过程中，加强技术营销，塑造核心竞争优势。**公司有行业内不可复制的“国宝窖池群”和“泸州老窖传统酿制技艺”，被誉为“双国宝”，是泸州老窖的核心竞争优势。公司过去在技术营销上不够，新推出特曲老酒，突出使用的基酒老，酿制的技艺老，去年推出的窖龄酒突出老窖池的资源，下半年，公司还将推出“泸州老窖百年技艺：红、顺、和”三款产品，诉求公司的酿制技艺，国家非物质文化遗产的“泸州老窖传统酿制技艺”。公司在新产品开发的诉求上在向泸州老窖的核心竞争优势靠拢，产品的市场竞争力加强。
- **目前老窖特曲系列产品多，适应现阶段的需要。**目前泸州老窖系列产品多，主要是中国消费群体大，消费者结构不断变宽，收入差距拉开，消费需求带宽必然要求产品价格带宽要对应，二是经销商能力有限，难以全部覆盖，新的产品解决了渠道冲突问题。这一策略主要适应的是公司当前抢占市场，提高特曲消费氛围，品牌力在提升的过程，不利影响是长期看会稀释品牌，模糊消费者的产品认知。公司认识到这一问题，长期看会相应进行动态调整。
- **先是由少变多，再由复杂变简单。**整个泸州老窖的未来，回到品牌角度是一个最关键的因素，未来会是由复杂变简单，做量产的文章。这需要管理的准备、客户的准备过程，未来在产品



规格上会是由少变多、由复杂变简单的回归过程，但现阶段公司产品的营销需要推广，消费者不是在等待，需要主动去推，这个回归清理过程先是由少变多，再由复杂变简单。这一回归过程的关键在于企业控制力的提升，泸州老窖品牌力的提升，这正符合公司的经营战略思维。

- **战略思维先进，坚持控制力型发展，经营上坚持轻资产、重品牌、多杠杆。**公司管理层战略思想很清楚，就是坚持控制力型发展，在经营上坚持轻资产、重品牌、多杠杆。接下来就是执行的问题，怎么建立规划的问题。而控制力的关键在于品牌、在于人才，构建金字塔形的品牌体系，打造 1573 的品牌高度和通向奢侈品方向的发展。重品牌下来实现轻资产、多杠杆的经营，经营微笑曲线的高端，把微笑曲线的低端外包出去，控制产业链，实现对渠道的强掌控和产品体系的化繁为简
- **招商变容易，渠道变丰富。**泸州老窖影响力在提升，对经销商的吸引力增强，有资本、愿意经营泸州老窖的客户增多，招商难度变小。在高端、超高端，公司吸纳资源型经销商，产品单价高，有利于品牌的提升；贵宾公司管理下的专卖店现有 400 多家，年内扩张到 1000 家，明年还会继续增加；公司持续的拜访军队，团购渠道在见成效；大招商下，博大公司渠道下沉到乡镇。
- **坚持控制力型发展，品牌力在提升，维持“强烈推荐”。**公司品牌影响力在提升，国窖 1573 的控量保价有利于维护和提升品牌形象，次高端、中高端的精品特曲系列、普通特曲系列增长加快，成为新的增长点。预计 12、13 年 EPS 为 3.08、3.88，维持“强烈推荐”，给予 12 年 18 倍、13 年 15 倍，目标价 54—56 元。

**风险提示:** 1、固定资产投资下滑；2、次高端、中高端产品线过长，受竞品压力。



表 1 泸州老窖盈利预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万)	5370.87	8427.91	11695.84	15068.44	19413.56
同比 (+/-%)	22.9%	56.9%	38.8%	28.8%	28.8%
销售毛利率 (%)	69.4%	66.2%	66.4%	65.3%	65.3%
营业税金率 (%)	8.2%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
营业费用率 (%)	6.0%	4.6%	4.7%	4.0%	4.0%
管理费用率 (%)	7.3%	5.9%	5.5%	4.5%	4.0%
财务费用率 (%)	0.1%	0.0%	-1.0%	-1.1%	-1.0%
三项费用合计	721.40	887.04	1079.08	1117.34	1352.71
三项费用率 (%)	13.4%	10.5%	9.2%	7.4%	7.0%
利润总额	2918.94	4044.73	5964.97	7591.19	9845.57
所得税	638.24	989.13	1436.24	1877.80	2441.39
净利润	2280.70	3055.60	4528.73	5713.39	7404.17
同比 (+/-%)	34.8%	34.0%	48.2%	26.2%	29.6%
少数股东损益	75.46	150.57	238.60	303.65	393.82
归属母公司净利润	2205.24	2905.03	4290.13	5409.74	7010.35
同比 (+/-%)	31.8%	31.7%	47.7%	26.1%	29.6%
每股收益 (元)	1.58	2.08	3.08	3.88	5.03

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在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咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135