

老窖发力，营收百亿

——泸州老窖（000568）深度报告

2017年08月16日

强烈推荐/维持

泸州老窖 深度报告

报告摘要：

公司调整到位业绩增长确定性强。公司是浓香鼻祖，具有优良基因。随着产品线的理顺和产品价格调整的到位以及全国化品牌专营模式的建立和招商工作的顺利进行，公司未来业绩持续增长确定性较高。

- ◆ 2015年7月公司新管理层接手后，对泸州老窖经营策略进行调整。通过精简冗杂产品，收紧、清理企业开发品牌与条码，明确了聚焦五大单品战略，销售战略从产品经营转战品牌专营。
- ◆ 国窖 1573 作为公司龙头单品在高端酒市场有重要的地位和影响力，上半年全国轮动招商顺利，促进 1573 销量 50%以上高速增长；特曲和窖龄在 200-500 元的次高端价格带有很高的性价比，受益于消费升级对公司未来发展形成强劲的腰部支撑；头曲、二曲定位低档酒，今年调整结束，有望分享低档酒广阔蓝海的巨大市场。

公司产品价格理顺毛利率增加。面对市场供货紧缺的局面，2016 年开始高端和中端三大单品频繁提价，价格体系有望继续上移，提高公司毛利率。

- ◆ 公司 2014 年毛利率仅为 44%，随着公司对产品的改革和价格体系的调整，2016 年和 2017 年 Q1 毛利率水平迅速回升，分别为 58%和 68%。

公司盈利预测及投资评级。公司是浓香酒典范，高端和中端白酒 2015 年走出调整后持续稳定增长，2017 年业绩有望加速成长。

- ◆ 我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 109.66 亿元、135.24 亿元和 161.45 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 27.82 亿元、36.87 亿元和 46.92 亿元；考虑公司 2017 年完成增发约 6000 万股，摊薄后每股收益分别为 1.88 元 2.50 元和 3.19 元，对应 PE 分别为 30.06X、22.63X 和 17.75X。给予公司 6 个月目标价 65 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全风险；白酒行业政策风险；业绩增速不达预期的风险

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,900.16	8,304.00	10,966.0	13,523.8	16,144.6
增长率(%)	28.89%	20.35%	32.06%	23.32%	19.38%
净利润(百万元)	1,550.72	1,949.70	2,782.84	3,686.88	4,691.65
增长率(%)	58.87%	25.73%	42.73%	32.49%	27.25%
净资产收益率(%)	14.33%	17.48%	22.55%	26.08%	28.33%
每股收益(元)	1.05	1.38	1.88	2.50	3.19
PE	53.90	41.16	30.06	22.63	17.75
PB	7.72	7.19	6.78	5.90	5.03

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512090001

范垄基

010-66554025

fanlj@dxzq.net.cn

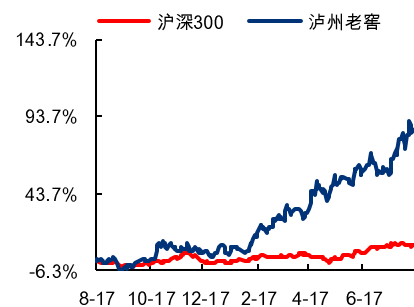
执业证书编号：

S1480517070001

交易数据

52 周股价区间(元)	57.24-32.11
总市值(亿元)	802.65
流通市值(亿元)	802.37
总股本/流通 A 股(万股)	140225/140177
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.65

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《泸州老窖（000568）：业绩开门红，全面开启向上空间》2017-05-03
- 2、《泸州老窖（000568）：梳理价格体系、推动品牌公司改革》2015-08-25
- 3、《泸州老窖（000568）：渠道恢复中，管理层换届顺利》2015-07-02

目 录

1. 白酒行业分化式复苏	4
1.1 白酒行业走出低谷	4
1.2 白酒行业分化呈挤压式增长	4
1.2.1 消费升级促进高端酒量价齐升	5
1.2.2 中低端酒挤压式增长	6
2. 大力改革助力公司走出低谷	6
2.1 公司应对行业危机策略偏差	7
2.1.1 公司逆势提价策略引发业绩滑铁卢	7
2.1.2 产品线过多导致品牌定位模糊	7
2.1.3 柒泉模式渠道掌控力不足	7
2.2 2015-2016 年公司大刀阔斧改革	8
2.2.1 新生代管理层强强联手	8
2.2.2 精简产品线，明确五大单品战略	9
2.2.3 从产品经营转战品牌经营战略	10
2.3 公司盈利能力持续回升	11
3. 浓香鼻祖蓄势待发	12
3.1 主要产品量价齐升，毛利率快速恢复	13
3.1.1 1573 龙头单品崛起，窖龄特曲腰部支撑有力	13
3.1.2 中高端产品频繁提价	13
3.2 全国轮动招商情况良好	15
3.3 募投项目释放产能	15
3.4 国改政策支持	15
4. 盈利预测和估值	15
4.1 公司盈利预测	15
4.2 公司估值	16
5. 投资评级	17
6. 风险提示	17

表格目录

表 1:公司主要高管过往经历一览表	9
表 2:公司所获的海内外重要荣誉	12
表 3:泸州老窖入围每届名酒评比	12
表 4:泸州老窖经营业务预测表	16
表 5:公司可比估值法估值表	17
表 6:公司盈利预测表	18

插图目录

图 1:白酒行业 2016 年营业收入创新高	4
图 2:白酒行业净利润走出低谷	4
图 3:白酒行业结构分化	5
图 4:2012 年以前白酒消费以政商务为主	5
图 5:2016 年以后白酒消费以个人消费为主	5
图 6:茅五窖出厂价变化	6
图 7:国窖 1573 出厂价及零售价变化	7
图 8:柒泉模式示意图	8
图 9:五大单品战略	10
图 10:五大单品定位明确	10
图 11:柒泉模式与品牌专营模式对比图	11
图 12:泸州老窖近年营收及利润增速变化	11
图 13:茅五窖近年扣非归母净利变化比较 (%)	11
图 14:国窖 1573 特曲和窖龄频繁提价	14
图 15:茅五洋窖近年销售毛利率变化 (%)	14

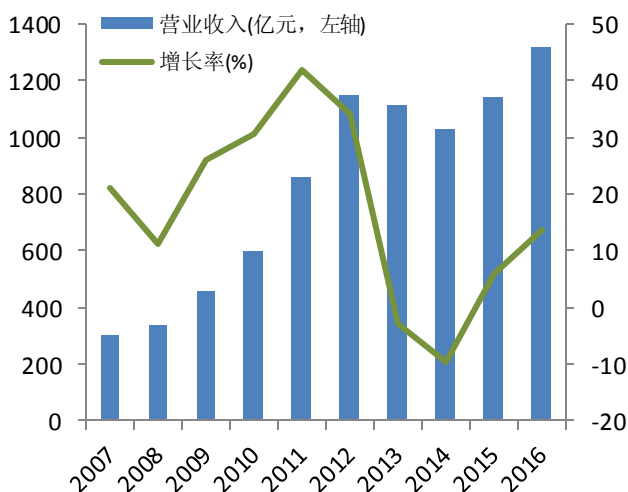
1. 白酒行业分化式复苏

1.1 白酒行业走出低谷

2012年,随着政府整顿党内作风的开展,“禁酒令”和限制“三公消费”成为压垮白酒量价齐跌的最后一根稻草。白酒价格和产量增速都出现了明显下滑,2012-2015年的白酒产量复合增长率仅为5.4%。白酒行业的营业收入增速和净利润增速也同样呈现出大幅下滑,白酒行业的营业收入增长率从2011年的42%快速下滑到2014年的-9.7%,净利润增速从2011年的57.1%下降到2014年的-17.3%。

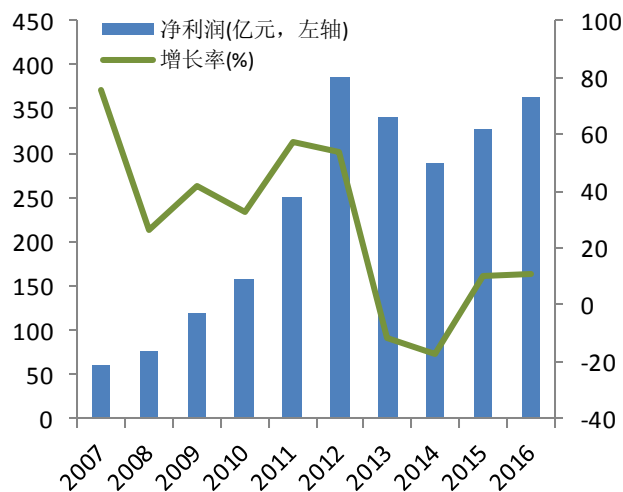
经过3年的调整,随着消费升级带来的个人消费对三公消费的替代,三公消费的影响逐渐消除,白酒的需求又开始复苏。2015年白酒行业营业收入和净利润增速均由负转正,茅台等优质龙头企业逐步走出调整业绩开始向好。2016年茅台和五粮液等高端白酒提价作为开端,带动整个白酒行业开始提价。2016年白酒行业量价齐升,白酒行业逐渐走出低谷,上市公司业绩增速明显,行业进入了新的复苏向上的阶段。

图 1:白酒行业 2016 年营业收入创新高



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 2:白酒行业净利润走出低谷

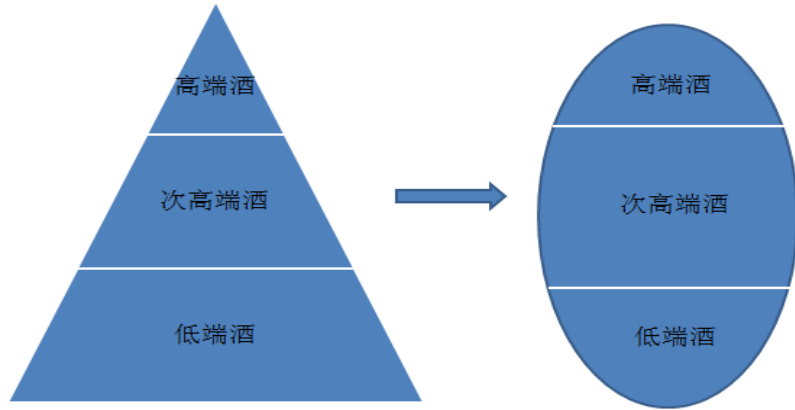


资料来源: wind、东兴证券研究所

1.2 白酒行业分化呈挤压式增长

随着未来消费需求的改善和升级,我国高端及次高端白酒的销量占比有望大幅增加,低端酒消费被次高端和高端白酒挤压,行业呈现出挤压式增长。茅台价格稳定在1299元以上,给900元左右同样作为传统高端白酒的五粮液和泸州老窖留下了400块钱的价格空间,具有更大的弹性。

图 3:白酒行业结构分化



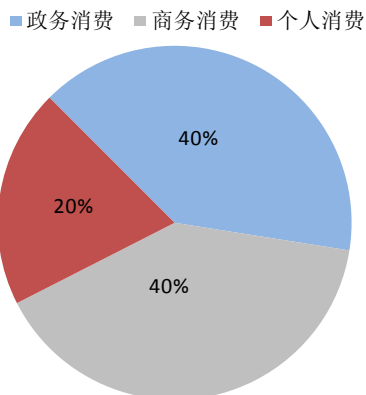
资料来源: 东兴证券研究所

1.2.1 消费升级促进高端酒量价齐升

白酒的需求端主要分为个人需求、商务需求和政务需求三个方面。在经过三公消费的限制后,白酒在节日的个人消费量增长更加明显。凯度消费者指数研究发现,中国白酒的个人消费中,来源于亲友赠送的比例高达 50%。随着收入水平的提高和生活的改善,个人需求方面将会出现消费结构的升级。

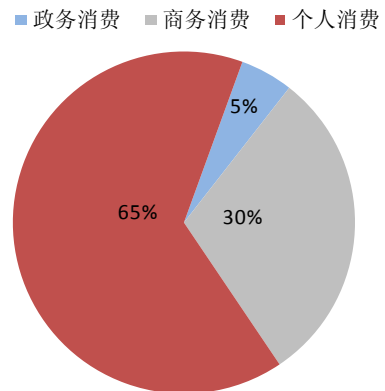
贵州茅台作为中国白酒行业的老大,它的发展策略对行业的发展有着一定的指引作用。现在茅台等高端酒的需求由 2012 年以前的三公消费为主转换为个人消费升级需求和商务宴请为主,个人消费的需求承接了原来三公消费的部分,对于高端酒行业发展的换挡起到了很好的替代承接作用。消费升级使得茅台、五粮液和国窖 1573 等高端白酒今年呈现出了量价齐升的态势。

图 4: 2012 年以前白酒消费以政务为主



资料来源: 糖酒快讯, 东兴证券研究所

图 5: 2016 年以后白酒消费以个人消费为主



资料来源: 糖酒快讯, 东兴证券研究所

欧睿数据显示,目前我国人均烈酒消费量为 4.34 升,超过世界约 3 升的平均水平。我国白酒消费中,600 元/升以上的高端白酒占 1.6% (限制三公消费之前为 2.1%),200-600 元/升的白酒销量占 2.4% (限制三公消费之前为 3.1%),即 200 元/升以上

白酒消费量占4%的份额。高端伏特加酒在德国和法国的占比分别为12.5%和9.4%，高端酒消费占比远远超过我国，所以我国高端酒消费未来还有很大提升空间。

2004年以来，以茅台五粮液和国窖1573为代表的高端白酒出厂价一路攀升，到2012年行业调整时达到顶峰，随后茅台出厂价没有调整，但是五粮液和泸州老窖都对出厂价格进行了较大幅度的调整。1573从2013年999元的出厂价调整到560元，降低了44%。但是，从2015年行业开始回暖，2016年行业复苏后，茅台虽然819元的出厂价格并没有提高，而且承诺2017年不提高出厂价，但是其一批价格和终端价格在2015和2016年逐渐提升，打开了价格的天花板。同样作为一线白酒的五粮液和国窖1573的出厂价和终端价格也开始上涨，并且在逐渐缩小与茅台的差距。

图 6:茅五窖出厂价变化



资料来源：wind、东兴证券研究所

1.2.2 中低端酒挤压式增长

消费升级使得中低端白酒的消费受到挤压。中低端白酒的消费人群随着消费升级可能会逐渐开始喝更好一些的酒，这就助力产品质量好而且有品牌价值的高端和次高端白酒的消费，不管居民自己消费还是商务宴请都有面子。这对于中低端白酒的需求增长有所挤压。

酒企之间发展不平衡，形成挤压式竞争。不同竞争力水平的酒企之间竞争，只有品牌、渠道均占据较强优势而且能主动转型适应变化的企业，才能在竞争挤压中提升市场份额。因为我国白酒市场大而且集中度低，中低端酒企之间竞争力水平差距也比较大，这就加剧了中低端酒的竞争。

白酒行业的回暖势必会提高行业的集中度。伴随着行业竞争的加剧，大品牌的酒企都面临全国化抢市场份额和打造产品品牌价值的双重任务。大酒企通过构建完善的产品线来抢占市场份额，一方面要广撒网布局全国化，另一方面要在重点区域进行渠道下沉到三四线城市。这样以来一些地区性的小酒厂的产品就会受到挤压，面临生存压力或者被收购兼并。

2. 大力改革助力公司走出低谷

在 2012-2015 年是白酒行业调整期, 在 2013 年和 2014 年除茅台和古井贡酒等少数白酒企业营收处于正增长外, 其他主要白酒企业的营收和净利润都呈现不同程度的下滑。泸州老窖由于经营策略偏差引发业绩滑铁卢, 经过两年调整逐渐走出困境。

2.1 公司应对行业危机策略偏差

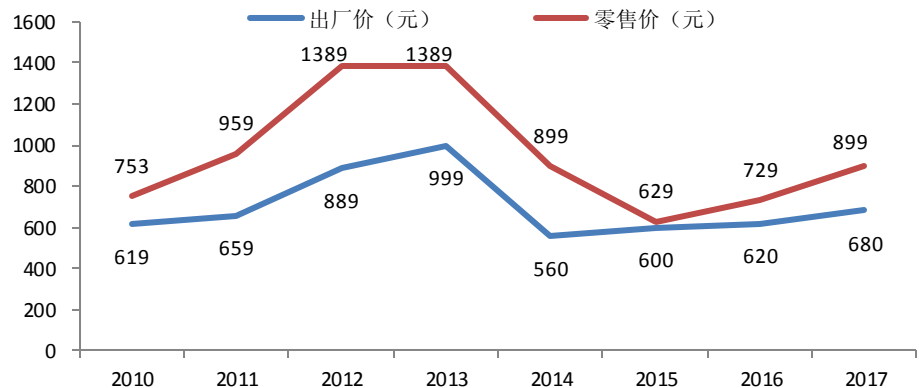
2.1.1 公司逆势提价策略引发业绩滑铁卢

在行业调整期间, 公司不仅没有降低产品价格, 反而将国窖 1573 价格抬高, 试图以高价路线对抗行业调整可能带来的萧条, 为了稳定市场价格, 公司在 2013 年以 850 至 900 元的高价大量回购经销商手中的国窖 1573 库存, 缩减全年计划供应量至 1300 吨, 仅占 2011 年产量的三分之一。此举导致国窖 1573 销售规模大幅下降。

公司为挽救销售大幅缩减的局面, 2014 年 7 月公司草率地将主要大单品国窖 1573 出厂价由 999 元下调至 560 元。**1573 价格大幅下降使得其高端产品品牌定位模糊, 特曲定位的有误导致营销费用大幅增加,**

公司其他产品业绩也下滑严重, 这一系列问题导致 2014 年公司营业收入及净利润均再次出现断崖式下降, 分别同比降低 48.68% 和 72.41%。

图 7: 国窖 1573 出厂价及零售价变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

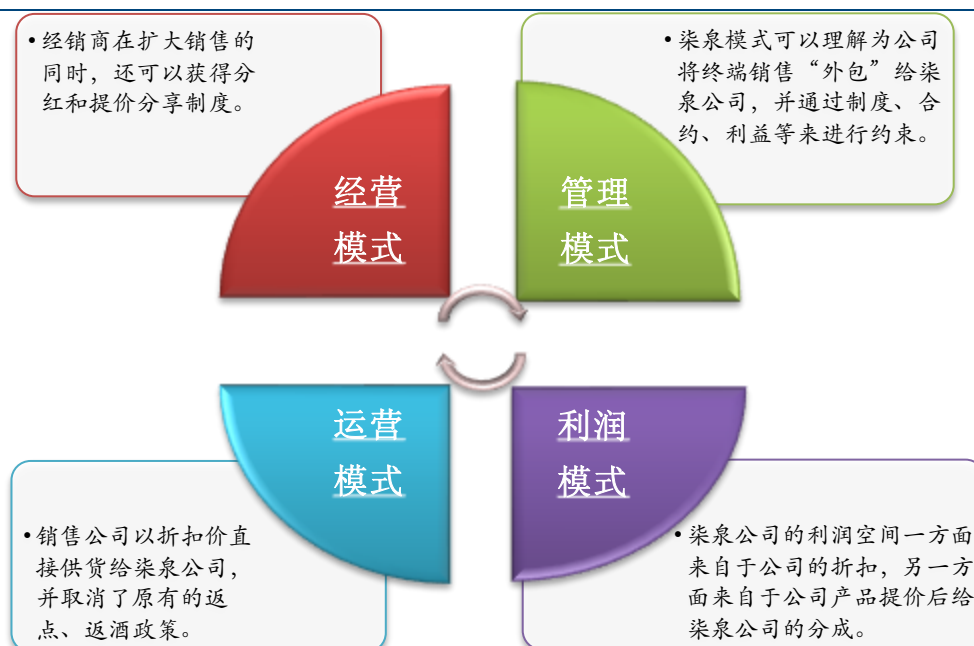
2.1.2 产品线过多导致品牌定位模糊

2012 年之前, “泸州老窖” 相关条码费用从几百万到上千万不等, 而在 2013 年行业调整期到来后, 老窖业绩出现断崖式下滑, 公司试图对市场放宽开发产品门槛, 最低时条码费一度下降到 30 万元/年。泸州老窖负责相关条码产品的生产, 经销商负责产品包装及市场推广, 以期提高市场销售份额。以及大量不足百元的低端酒产品, 产品名称包括泸州福、老泸州酒天藏、泸州贡、东方之珠、原浆仁赐缘、东方之珠、清溪谷等。繁杂的产品线和大量的低端品牌使得泸州老窖品牌遭到重创, 下滑至中低端酒产品行列。

2.1.3 柴象模式渠道掌控力不足

2009年，公司推出柒泉模式，以原来的泸州老窖渠道管理团队、经销客户及其管理团队为基础，通过合同将利益对象进一步拓展到销售人员和更多的经销商。公司推行股权改革，建立渠道、与职业经理人利益联盟等方法试图减少公司股东与执行层面的利益冲突，以实现共同利益最大化。

图 8:柒泉模式示意图



资料来源：糖酒快讯、东兴证券研究所

尽管柒泉模式的出现，引起行业内外极大的好奇心，但创新的表象背后也隐藏着此模式的一些发展弊端。首先，由于泸州老窖并未参股柒泉公司，对财务的掌控力不够。此外，柒泉公司进货成本低，而经销商出于短期利益考虑会选择不进行市场推广，直接低价销货，这对公司产品品牌建立及市场形象会形成干扰。柒泉模式下，参股经销商和未参股经销商之间存在利益不平衡，这在一定程度影响了经销商积极性。

2.2 2015-2016 年公司大刀阔斧改革

2015年新管理层上任，公司面临产品多、产能大、市场散等多重困难。公司开始全方位改革，强力推进品牌、市场、组织结构等各方面的建设，经历大刀阔斧改革后的泸州老窖的产品、价格体系、经销体系、市场竞争逻辑在2016年得到了空前提升。

2.2.1 新生代管理层强强联手

2015年7月，46岁的刘淼和42岁的林峰组合分别接任公司董事长和总经理的职务，全面开始接管公司。刘淼董事长历任泸州老窖股份有限公司策划部部长，销售公司总经理，泸州老窖股份有限公司总经理助理、副总经理。林峰总经理历任泸州老窖股份

有限公司销售公司副总经理、总经理, 泸州老窖股份有限公司营销总监、人力资源总监、总调度长、副总经理。两位主要领导都经过多个领导岗位历练, 具备卓越的销售经验和战略眼光, 整个新管理层团队呈现年轻化, 学历高, 综合实力强的特点。

表 1: 公司主要高管过往经历一览表

姓名	职务	过往经历
刘焱	董事长、 党委书记	男, 生于 1969 年, 美国莱特州立大学工商管理硕士, 酿酒工程师, 高级营销师。历任泸州老窖股份有限公司策划部部长, 销售公司总经理, 泸州老窖股份有限公司总经理助理、副总经理。
林锋	总经理、 党委副书记	男, 生于 1973 年, 研究生学历, 高级营销师。历任泸州老窖股份有限公司销售公司副总经理、总经理, 泸州老窖股份有限公司营销总监、人力资源总监、总调度长、副总经理。
王洪波	常务副总经理、 党委副书记、 董事会秘书	男, 生于 1964 年, 研究生。历任泸州市商务局局长、党组书记, 泸州市酒类产业发展局局长、中国国际贸易促进委员会泸州市支会会长, 泸州市委常务副秘书长、市委办公室主任, 泸州市政府办、泸州市委办新闻发言人。
沈才洪	副总经理、 总工程师	男, 生于 1966 年, 硕士, 教授级高级工程师, 首批国家级非物质文化遗产代表性传承人。曾任泸州老窖股份有限公司生产部部长, 技术中心主任, 总经理助理, 董事, 副总经理; 泸州老窖集团有限责任公司副总裁(已于 2015 年 9 月 15 日起不再担任泸州老窖集团有限责任公司副总裁职务), 现任泸州老窖股份有限公司董事。
谢红	财务总监	女, 生于 1967 年, 硕士。历任泸州市财政局国库科科长, 泸州市财政局支付中心主任, 泸州市财政局党委成员、总会计师。
何诚	副总经理、 首席质量官	男, 生于 1966 年, 大学, 政工师, 中共党员。最近五年曾任泸州老窖酿酒有限责任公司总经理, 泸州老窖股份有限公司总调度长, 泸州老窖股份有限公司质量部部长。现任泸州老窖股份有限公司首席质量官, 安全环境保护总监。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2.2 精简产品线, 明确五大单品战略

2015 年 7 月泸州老窖开始精简冗杂产品, 收紧、清理企业开发品牌与条码。“瘦身”具体针对于两类开发品牌进行, 其一是带有“泸州老窖”字样, 且出厂价低于 20 元的开发产品; 其二是单品年销量低于 50 万元的开发产品。经过冻结大量条码, 条码数从 8700 多个逐步降到了 2017 年上半年的 430 多个; 淘汰了一批低端酒产品, 对现有库存产品进行了清理, 整合。目前公司主要单品精简为五个, 分别是国窖 1573、窖龄、特曲、头曲、二曲。

公司对五大单品定位明确。国窖 1573 定位高档酒, 在高端酒市场有重要的地位和影响力; 特曲和窖龄定位中高档酒在 200-500 元的次高端价格带有很高的性价比; 头曲、二曲定位低档酒, 分享低档酒广阔蓝海的巨大市场。老窖主打产品的定位契合了中高

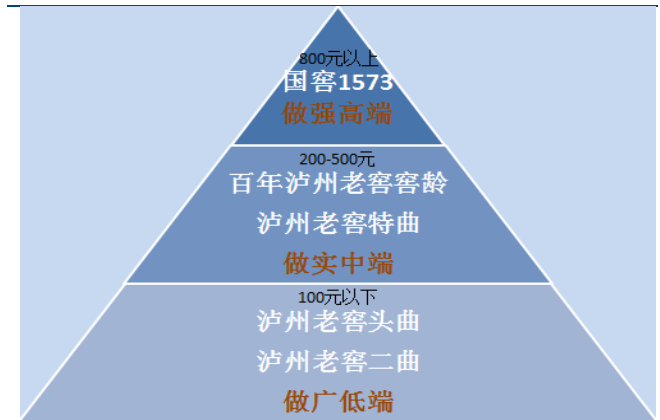
端酒消费者数量的增多的市场局面。未来要做强高端 1573，做实中端窖龄和特曲，做广低端头曲和二曲。

图 9:五大单品战略



资料来源：东兴证券研究所

图 10:五大单品定位明确



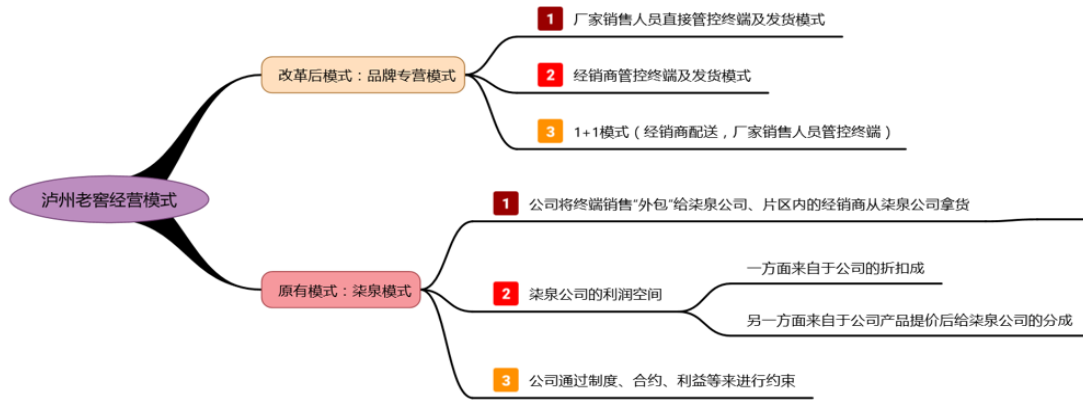
资料来源：东兴证券研究所

2.2.3 从产品经营转战品牌经营战略

由于行业市场变化，公司采取市场竞争策略，对组织体系，产品策略，规模策略进行调整，以竞争为导向，以顺应市场规律。运营体系发生了调整，停止以往的柒泉模式，设立国窖、窖龄及特曲三大品牌专营公司，将销售战略从产品经营转战品牌专营。品牌专营模式相对于柒泉模式而言，公司对于渠道终端的控制权更大，更加利用公司贴近市场，及时满足不同消费者的需求，提供差异化的产品及服务。区域制改成品牌公司制，更加彰显公司运营品牌，不同价格带产品的销售人员对消费者服务的核心各异，具有差异化和专业化，提高了团队运行效率。

五大单品的每一个品系都有专门团队运营，资源平等。构建起了“四总三线一中心”的营销组织架构，设立了全国“7大营销服务中心”，确保营销决策、指挥、监督、协调工作的有序统一执行。销售团队人员从2015年初的1000多人拓展到2016年底的6700多人，现在销售人员约8000多人。但是团队人员的扩张是逐渐开始的，而且每年人员增长率会低于销售和利润增长率，所以对公司的利润水平不会有太大影响。

图 11: 柒泉模式与品牌专营模式对比图



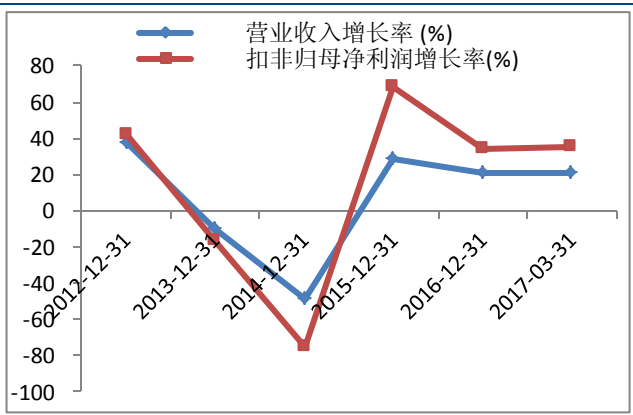
资料来源：东兴证券研究所

2.3 公司盈利能力持续回升

在 2013 和 2014 年公司营业收入分别下滑 9.7%和 48.7%，扣非后归母净利润分别下滑 16.8%和 74.9%。随着公司治理产品、价格、渠道及营销策略等方面逐渐理顺后，业绩也开始恢复。2015 年营收增速和扣非归母净利润增速均由负转正，分别为 28.9%和 68.1%，2016 年和 2017Q1 营业收入也均保持 20%以上的增速，扣非归母净利润增速保持在 30%以上。公司盈利能力开始回升，盈利能力逐渐增强。

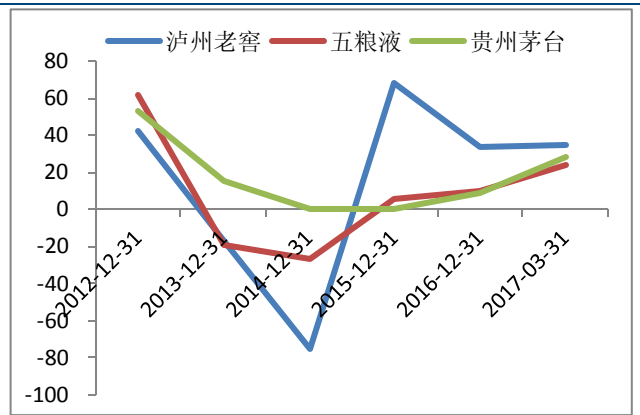
公司与茅台和五粮液相比，扣非后归母净利润增速在 2013 年和 2014 年大幅下降，远低于五粮液和茅台，但是经过调整，公司在 2015 年扣非归母净利润增速超过茅台和五粮液，且一直处于领先地位。所以，不论从公司自己和历史情况比较盈利能力显著增强，与同行业一线白酒相比同样增速增长较快。

图 12: 泸州老窖近年营收及利润增速变化



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 13: 茅五窖近年扣非归母净利润变化比较 (%)



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 浓香鼻祖蓄势待发

作为传统的浓香白酒鼻祖，老窖具有优良的品质。在新中国成立后举办的五届全国名酒评比中，**泸州老窖是唯一一个蝉联五届中国名酒称号的浓香型白酒品牌。**

表 2:公司所获的海内外重要荣誉

时间	所获荣誉
1915 年	巴拿马万国博览会金奖
1988 年	香港国际食品博览会金鼎奖
1990 年	巴黎国际食品博览会金奖
1992 年	美国洛杉矶太平洋博览会金奖
1994 年	巴拿马万国名酒特别金奖
1996 年	泸州老窖明代窖池群入选第四批全国重点文物保护单位
2006 年	“国窖”商标入选驰名商标
2006 年	作为浓香型白酒的唯一代表入选国家非物质文化遗产代表作品录
2012 年	中国年度最佳品牌 50 强上榜品牌
2013 年	泸州老窖明代窖池群及酿酒作坊入选第七批全国重点文物保护单位

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

表 3:泸州老窖入围每届名酒评比

时间	入围品牌
1952 年 第一届名酒评比	泸州大曲酒、茅台酒、汾酒、西凤酒
1963 年 第二届名酒评比	泸州老窖特曲、汾酒、古井贡、汾酒、五粮液、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、董酒
1979 年 第三届名酒评比	泸州老窖特曲、茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒
1984 年 第四届名酒评比	泸州老窖特曲、茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、西凤酒、双沟大曲、特质黄鹤楼酒、郎酒
1989 年 第五届名酒评比	泸州老窖特曲、茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、西凤酒、双沟大曲、特质黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

2016 年公司出台约 200 份文件对经营策略进行调整，目前已经初显成效，现阶段需要继续坚持。老窖凭借优良的浓香鼻祖基因和公司管理层对经营思路及时的调整，逐渐走出调整期，蓄势待发。

3.1 主要产品量价齐升，毛利率快速恢复

3.1.1 1573 龙头单品崛起，窖龄特曲腰部支撑有力

1573 崛起，动销旺盛。公司 2017 年目标营收 101 亿，预计公司上半年完成 60%，半年报业绩超过 60 亿，与去年半年报 42 亿营收相比增幅达 50%，1573 作为公司今年主推大单品，动销旺盛，招商进展顺利，所以上半年增速大概率高于 50%。今年 1573 恢复性增长在高端酒站稳，预计全年增速在 40%-50%之间。公司去年对生产工艺和工序进行了评估和重新规划，按照现在的设计，未来产量和产能和生产技术领域产能会有重大突破，所以未来产能无忧。

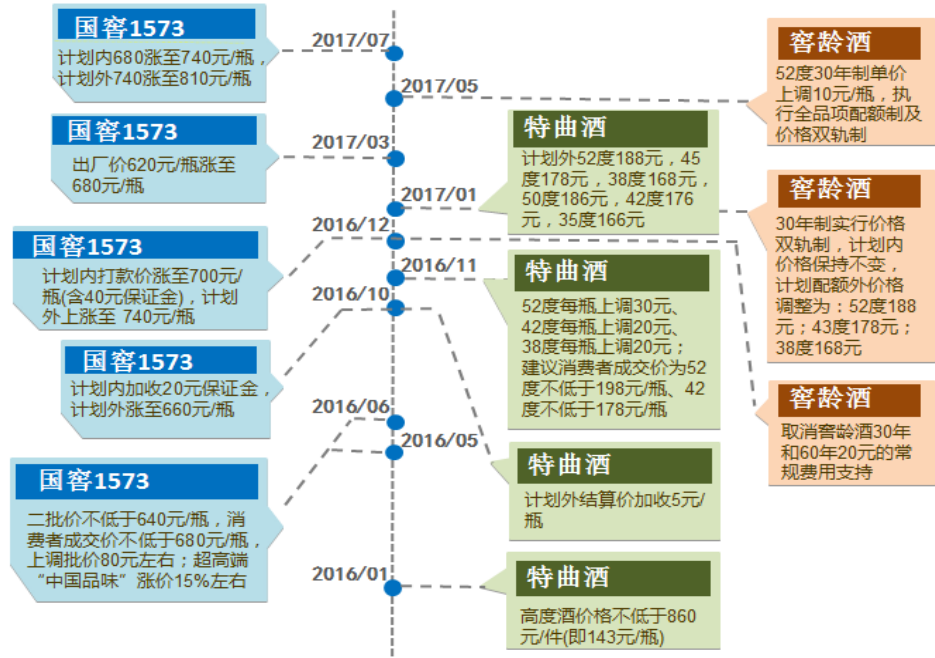
窖龄和特曲次高端酒厚积薄发。茅台价格稳定并且打开了价格天花板，给次高端酒留下了足够的价格空间，今年上半年汾酒、酒鬼、沱牌和水井等次高端业绩非常亮眼，同样是全国化的泸州老窖的窖龄和特曲作为老窖的次高端白酒表现也很不错。特曲酒作为公司全国化的老字号承担了品牌重塑的重任，窖龄酒通过调整价格体系和梳理渠道库存形成了窖龄 30 年、60 年和 90 年稳定的体系。并且两种白酒拉开了价格带，避免了内部竞争。伴随未来消费升级和公司全国化渠道优势，利用专门的营销团队一定会厚积薄发形成公司有效的腰部支撑。

低档酒头曲和二曲调整基本结束。公司的低档酒头曲和二曲近几年毛利率和营业收入都有比较大幅度的下降，预计今年调整基本结束，未来会依赖大众消费市场维持稳定的收入增速。

3.1.2 中高端产品频繁提价

面对市场供货紧缺的局面，三大单品频繁提价。2017 年 3 月春糖期间，国窖 1573 出厂价从 620 元到 680 元再到 7 月份计划内提价到 740 元，计划外 810 元，终端价格从 680 元到 899 元；特曲 52 度每瓶价格也上涨约 50 元；窖龄酒也是频繁减少优惠并且伴随提价。老窖的策略选择是先计划外和低度酒提价，促进计划内打款，然后再计划内提价，然后视各地的销售情况来调节计划内和计划外比例来，从而完成提价。

图 14: 国窖 1573 特曲和窖龄频繁提价

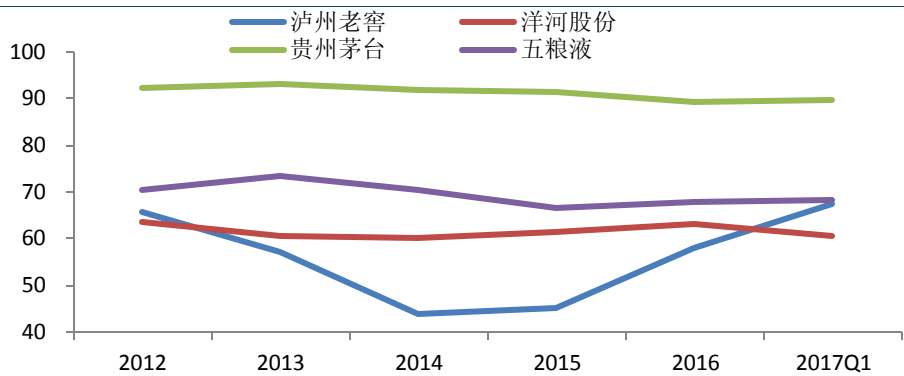


资料来源: 糖酒快讯、微酒、东兴证券研究所

国窖 1573、特曲和窖龄三大单品是公司的主要中高端大单品, 毛利率较低档酒高很多而且营业收入占公司总收入的七成左右, 所以这三大单品提价, 公司的毛利率也逐渐走出调整期, 开始逐步回升。

2012 年公司毛利率 57%, 低于五粮液 73%的毛利率但是高于洋河 60%的毛利率。随着 2013-2015 年行业的调整, 茅台、五粮液和洋河毛利率变化不大, 但是老窖 2014 年毛利率仅为 44%, 随着公司的改革和价格体系的调整, 公司 2016 年和 2017 年 Q1 毛利率水平迅速回升, 分别为 58%和 68%, 超过了洋河, 也基本与五粮液毛利率水平持平。

图 15: 茅五洋窖近年销售毛利率变化 (%)



资料来源: wind、东兴证券研究所

3.2 全国轮动招商情况良好

公司自 2015 年 8 月份开始，下大力气清理整顿产品结构体系，从营销战略方面确立了大单品的产品结构战略，采取了诸如清理条码、实施产品归类管理、产品品牌垂直线条化管理等措施来保证大单品战略的有效落地。通过两年的实际验证，效果良好，提升了全国不同层级经销商对泸州老窖发展的信心，为全国销售渠道的招商打下了坚实的基础。

2017 年以前，公司在恢复 2012 年前老的主销区和消费者，2017 年后主要培养新客户，发展新地区。销售渠道招商是 2017 年度泸州老窖销售体系的重要工作之一，截止到 2017 年 6 月份，全国轮动招商很好，半年客户数增长了约 35%，尤其是在空白市场、弱势市场的经销商引进方面成效更为显著。在未来，泸州老窖将继续深入贯彻大单品产品战略，实施产品聚焦的营销发展策略，根据产品特性和区域市场情况，在总体营销模式不变的情况下，为各类产品、区域市场量身定制销售模式，实现泸州老窖、经销商、消费者三者互赢的局面。

3.3 募投项目释放产能

公司非公开已经获得证监会批文，拟融资 30 亿元，将全部投入酿酒工程技改项目（一期工程）。技改完成后，公司将建成优质基酒生产窖池 7000 口，形成年产优质基酒 10 万吨，曲药 10 万吨，储酒能力 30 万吨的现代化产业基地。逐步实现对落后产能的替代，进一步优化公司现有产品结构，提升公司在中高端白酒领域的市场占有率，从而提高公司整体效益。

酿酒工程技改项目是公司“十三五”规划重点项目，也是公司实现“十三五”战略目标的基础保障。非公开发行在满足酿酒工程技改项目（一期工程）所需资金的同时，也能够大幅提高公司的净资产规模和资金实力，为公司后续在二期工程、营销网络建设、电子商务建设、人才引进等方面的投入奠定基础。募集资金投资项目实施完成后，公司盈利能力将得到进一步增强，进而实现股东利益最大化。

3.4 国改政策支持

国家及有关部门推出混合所有制改革、股权激励、员工持股以及兼并收购等多种方式的一系列政策鼓励国有企业改革。大股东对公司两年的改革成绩也给予了高度肯定，公司也会考虑在以上几方面改革开展研究工作，不排除公司未来会推出混改、股权激励和员工持股计划等改革工作。通过改革引入各类投资主体，使公司股权结构多元化，内部约束更有效，并以市场化因素来实现对企业管理层及员工的相应激励，提高公司国有资本利用效率。

4. 盈利预测和估值

4.1 公司盈利预测

公司经营业绩预测假设

1. 假设公司高端白酒 2017 年收入同比增长 49.55%，2018 年同比增长 29.57%；中端白酒 2017 年收入同比增长 37.80%，2018 年同比增长 29.17%；低端白酒 2017 年同比增长 5%。
2. 假设公司高端白酒毛利率 2017 年-2019 年分别为 88.29%、88.82%和 89.35%；假设公司中端白酒毛利率 2017 年-2019 年分别为 69.43%、71.79%和 73.75%；假设公司低端白酒毛利率 2017 年-2019 年分别为 22.18%、19.24%和 19.24%。
3. 假设公司 2017 年-2019 年销售费用占比 32.99%、30.74%和 28.76%；假设公司 2017 年-2019 年管理费用占比 6.5%、6.3%和 6.2%。

表 4: 泸州老窖经营业务预测表

项目名称	2016A	2017E	2018E	2019E
高端酒收入	2920.29	4367.16	5658.73	6863.65
高端收入增速	87.10%	49.55%	29.57%	21.29%
高端酒毛利率	87.71%	88.29%	88.82%	89.35%
中端酒收入	2789.49	3843.91	4964.99	6166.52
中端收入增速	72.00%	37.80%	29.17%	24.20%
中端酒毛利率	67.63%	69.43%	71.79%	73.75%
低端酒收入	2362.69	2480.83	2629.67	2840.05
低端收入增速	-30.72%	5.00%	6.00%	8.00%
低端酒毛利率	21.62%	22.18%	19.24%	19.24%
其他收入	230.44	267.30	265.07	265.07
其他收入增速	-29.93%	15.99%	-0.83%	0.00%
其他毛利率	83.29%	80%	80%	80%
报表营业收入	8303.99	10966.05	13523.87	16144.67
收入增速	20.35%	32.06%	23.32%	19.38%
营业成本	3118.17	3617.21	4156.99	4643.56
毛利率	62.45%	67.01%	69.26%	71.24%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 109.66 亿元、135.24 亿元和 161.45 亿元, 增速分别为 32.06%、23.32%和 19.38%。公司 2017 年-2019 年综合毛利率分别为 62.45%、67.01%、69.26%和 71.24%。

4.2 公司估值

我们选择相对估值法对公司估值, 选择可比公司来自白酒行业。可比公司 2016 年平均 PE 为 30.42X、2017 年平均 PE 为 27.61X、2017 年平均 PE 为 22.47X。考虑泸州老窖 2017 年 1573、窖龄和特曲销量大幅增加将带来业绩大幅增长, 产品价格提升将提高公司毛利率, 募投项目建成后逐步实现对落后产能的替代, 进一步优化公司

现有产品结构, 提高公司整体效益, 我们认为公司 2017 年合理 PE 估值区间为 33-38 倍, 对应股价合理区间为 62.12 元-71.54 元。

表 5: 公司可比估值法估值表

公司名称	EPS			PE			PS
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
贵州茅台	13.31	16.94	21.31	31.73	28.57	22.72	12.96
五粮液	1.79	2.19	2.57	28.44	25.59	21.76	8.21
洋河股份	3.87	4.42	5.07	22.25	20.44	17.80	7.59
山西汾酒	0.70	0.97	1.32	52.08	48.21	35.43	7.92
口子窖	1.31	1.64	1.97	31.69	27.08	22.49	8.95
古井贡酒	1.65	2.00	2.40	30.55	27.04	22.56	4.3
今世缘	0.60	0.70	0.82	22.43	22.15	18.99	6.94
迎驾贡酒	0.85	0.99	1.20	24.17	21.80	17.97	5.62
平均值	3.01	3.73	4.58	30.42	27.61	22.47	7.38

资料来源: wind, 东兴证券研究所

5. 投资评级

公司从 2015 年开始逐步走出调整期, 目前公司管理和产品营销情况良好, 蓄势待发。公司产品线完整, 五大单品覆盖高中低端产品。主力产品 1573 上半年动销旺盛放量增长, 带动公司营收快速增加; 中端白酒窖龄和特曲两款腰部产品动力十足, 为公司未来发展提供有力支撑点, 频繁提价提高了公司毛利率水平; 低端产品调整基本完成, 覆盖大众市场。公司定增落地, 支持公司技改助力长远发展。

我们预计归属于上市公司股东净利润分别为 27.82 亿元、36.87 亿元和 46.92 亿元; 考虑到公司 2017 年大概率能完成增发, 假设在 50 元左右, 约 6000 万股, 摊薄后每股收益分别为 1.88 元 2.50 元和 3.19 元, 对应 PE 分别为 30.06X、22.63X 和 17.75X。给予公司 6 个月目标价 65 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

食品安全的风险、白酒行业政策的风险、业绩增速不达预期的风险

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	9373	9685	11302	13670	16701	营业收入	6900	8304	10966	13524	16145
货币资金	3540	4765	5164	6439	8305	营业成本	3492	3120	3617	4157	4644
应收账款	12	4	9	11	13	营业税金及附加	518	845	1097	1339	1582
其他应收款	215	220	290	358	427	营业费用	874	1539	2236	2702	3162
预付款项	95	92	128	170	216	管理费用	439	544	713	861	1008
存货	2860	2488	2923	3360	3753	财务费用	-58	-59	-50	-58	-74
其他流动资产	372	153	74	22	75	资产减值损失	0.63	0.52	0.00	0.00	1.00
非流动资产合计	3808	3989	3481	3296	3110	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1523	1712	1712	1712	1712	投资净收益	298.25	225.05	250.00	250.00	250.00
固定资产	1111	1179	1201	1039	877	营业利润	1934	2540	3603	4772	6072
无形资产	244	235	212	188	165	营业外收入	43.39	41.76	41.00	41.00	41.00
其他非流动资产	2	0	0	0	0	营业外支出	9.93	51.86	30.00	25.00	20.00
资产总计	13182	13674	14783	16966	19811	利润总额	1967	2530	3614	4788	6093
流动负债合计	2713	2463	2205	2542	2925	所得税	416	580	831	1101	1401
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1551	1950	2783	3687	4692
应付账款	321	485	446	513	572	少数股东损益	78	22	30	30	30
预收款项	1598	1071	851	1122	1445	归属母公司净利润	1473	1928	2753	3657	4662
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	2272	2866	3739	4900	6184
非流动负债合计	106	86	40	40	40	EPS (元)	1.05	1.38	1.88	2.50	3.19
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	2819	2549	2245	2582	2965	成长能力					
少数股东权益	86	94	124	154	184	营业收入增长	28.89%	20.35%	32.06%	23.32%	19.38%
实收资本(或股	1402	1402	1462	1462	1462	营业利润增长	62.17%	31.36%	41.85%	32.45%	27.24%
资本公积	652	651	651	651	651	归属于母公司净利润	42.80%	30.87%	42.80%	32.84%	27.48%
未分配利润	6593	7398	6627	5700	4636	获利能力					
归属母公司股东	10276	11031	12208	14023	16455	毛利率(%)	49.40%	62.43%	67.01%	69.26%	71.24%
负债和所有者权	13182	13674	14783	16966	19811	净利率(%)	22.47%	23.48%	25.38%	27.26%	29.06%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	153	2625	1176	2808	3773	偿债能力					
净利润	1551	1950	2783	3687	4692	资产负债率(%)	21%	19%	15%	15%	15%
折旧摊销	397.14	384.91	0.00	185.57	185.57	流动比率	3.45	3.93	5.13	5.38	5.71
财务费用	-58	-59	-50	-58	-74	速动比率	2.40	2.92	3.80	4.06	4.43
应收账款减少	0	0	-5	-2	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-219	270	323	总资产周转率	0.52	0.62	0.77	0.85	0.88
投资活动现金流	-110	-236	573	250	249	应收账款周转率	815	1030	1699	1344	1324
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.73	20.59	23.55	28.22	29.76
长期股权投资减	0	0	322	0	0	每股指标(元)					
投资收益	298	225	250	250	250	每股收益(最新摊薄)	1.05	1.38	1.88	2.50	3.19
筹资活动现金流	-1191	-1169	-1349	-1783	-2156	每股净现金流(最新	-0.82	0.87	0.27	0.87	1.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.33	7.87	8.35	9.59	11.25
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	60	0	0	P/E	53.90	41.16	30.06	22.63	17.75
资本公积增加	0	-1	0	0	0	P/B	7.72	7.19	6.78	5.90	5.03
现金净增加额	-1148	1219	399	1274	1866	EV/EBITDA	33.36	26.02	20.75	15.57	12.04

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 9 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 5 年食品饮料行业研究经验。

范奎基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015 年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017 年转入东兴证券研究所, 负责食品饮料行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。