

浓香鼻祖，双轮驱动，国窖增长稳健，特曲、窖龄趋势向上

首次覆盖报告

马浩博 (分析师) 袁雨曦 (联系人)

证书编号: S0280518060002

010-69004650

证书编号: S0280118010037

● 浓香鼻祖，聚焦打造“浓香国酒”：

泸州老窖 1952 年荣获中国第一届评酒会中国“四大名酒”称号；1963 年-1989 年蝉联第二届至第五届“中国名酒”称号；1996 年“1573 国宝窖池群”被国务院授予“国家重点文物保护单位”，并入选世界文化遗产保护，泸州老窖酿造技艺被列入国家非物质文化遗产名录。2017 年营收 104 亿元，同比增长 20.5%，回归百亿阵营；归母净利润 25.6 亿元，同比增长 30.7%。2018 年公司预计营收 129.94 亿元/+25%。

● 双品牌运营，战略聚焦五大单品，产品结构持续优化：

“泸州老窖”、“国窖”双品牌运营，“国窖”紧盯茅台、五粮液提价占位高端，“泸州老窖”补位中高端及以下市场。“产品线瘦身”，战略聚焦五大单品，从 2015 年的 8700 个条码减少到目前 400 个左右，着力打造国窖 1573、特曲、窖龄酒、头曲、二曲等单品，2017 年，泸州老窖“四总三线一中心”营销组织架构不断完善，全国“7 大营销服务中心”（成都、北京、上海、广州、沈阳、西安、郑州）建成运行，国窖、窖龄、特曲和博大 4 大品牌直控团队人数增至 6000 余人，2018 年营销团队人数将突破 8000 人。

● 提价叠加产品结构优化，2017 年毛利率达到峰值：

2017 年消费升级明显，公司主动调控产品结构，高端占比 46%，同比提高 10pct。毛利率 72%，同比提高 10pct，达到历史峰值；2017 年消费税调整结束。两费方面，2017 年公司加大市场费用投放，广告宣传费 18.8 亿元，同比增加 66%，销售费用率提高 4pct。我们认为 2018 年公司提价尚可持续，销售费用率将会走低，期待净利率恢复到 2012 年 39% 左右的水平。

● 未来三年复合增速 24%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

我们预计 2018-2019 年收入分别为 132 亿/164 亿，同比增长 27%/24%，EPS 分别为 2.44 元/3.18 元，对应 PE 23/17 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：** 高端白酒需求下降风险，特曲 200 元价位带市场开拓失败风险，宏观经济下滑风险，食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

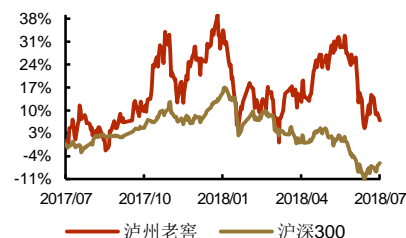
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8304	10,395	13,216	16,368	19,866
增长率(%)	20.3	25.2	27.1	23.8	21.4
净利润(百万元)	1927.7	2,558	3,580	4,652	5,913
增长率(%)	30.9	32.7	39.9	29.9	27.1
毛利率(%)	62.4	71.9	73.9	76.8	78.7
净利率(%)	23.2	24.6	27.1	28.4	29.8
ROE(%)	17.5	17.0	21.7	23.3	24.0
EPS(摊薄/元)	1.32	1.75	2.44	3.18	4.04
P/E(倍)	41.97	31.6	22.6	17.4	13.7
P/B(倍)	7.33	5.3	4.8	4.0	3.3

强烈推荐 (首次评级)

市场数据 时间 2018.07.23

收盘价(元):	55.23
一年最低/最高(元):	50.05/75.26
总股本(亿股):	14.65
总市值(亿元):	808.98
流通股本(亿股):	14.02
流通市值(亿元):	774.2
近 3 月换手率:	39.62%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.92	1.98	22.11
绝对	-11.84	-5.14	15.3

相关报告

目 录

1、 公司介绍：浓香鼻祖，占位“浓香国酒”	4
1.1、 浓香鼻祖，屡获殊荣	4
1.2、 国有背景，持股经销商，掌控终端市场	4
1.3、 历经磨难，终回百亿阵营	4
1.4、 革新营销模式，设立专营品牌公司	5
2、 双品牌运营，战略聚焦 5 大单品	6
2.1、 “泸州老窖”“国窖”双品牌运营，头部引领，腰部发力	6
2.1.1、“国窖”紧盯茅台、五粮液，占位高端，打造“浓香国酒”	6
2.1.1、“泸州老窖”聚焦“浓香正宗”，走大单品模式	7
2.2、 战略聚焦三大品系、五大单品，产品结构持续优化	7
3、“国窖”、“泸州老窖”双轮驱动，动能强劲	9
3.1、 中产消费崛起，支撑白酒市场结构性扩容	9
3.2、 寡头市场品牌集中度高且加速集中趋势明显	10
3.3、 品牌驱动运营共振，锁定核心消费意见领袖	12
4、 费用管控增强，盈利能力提高	13
4.1、 加大市场推广，2017 年站稳百亿	13
4.2、 提价进程开启，产品结构优化明显	14
4.3、 提价+结构优化，毛利率走高吸收费用投入	15
5、 盈利预测	16
附： 财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 公司股权结构	4
图 2： 2002 年以来飞天茅台、普五、国窖 1573 出厂价（元）	5
图 3： 公司上市以来营业收入（亿元）及其增速	5
图 4： 泸州老窖由染泉模式向分品牌专营转变	6
图 5： 公司酒类销售公司股权结构	6
图 6： 2030 年中产阶级占比将大幅度提升	9
图 7： 2017 年全国人均消费支出（元）	10
图 8： 2017 年全国人均消费支出占比	10
图 9： 高档白酒消费群体变化	10
图 10： 中国高净值人群数量（万人）	10
图 11： 2012-2017 年公司高端酒企收入及其同比	10
图 12： 2017 年高端白酒竞争格局	10
图 13： 茅台、五粮液一批价（元）	11
图 14： 茅台酒基酒产量（吨）	11
图 15： 茅台即将进入供应短缺期	11
图 16： “国窖荟”在全国遍地开花	13
图 17： 2010 年以来公司收入及其归母净利润	13
图 18： 2012 年以来公司计划收入和实际收入	13
图 19： 2010-2017 年公司分地区收入及其增速	14
图 20： 2013-2017 年公司高端白酒占比	15
图 21： 2011-2017 年公司白酒的平均吨价	15

图 22: 2012-2017 年泸州老窖销售人员及其占比.....	15
图 23: 2012-2017 年泸州老窖广告宣传费及同比.....	15
图 24: 2010 年以来泸州老窖的毛利率.....	15
图 25: 2010 年以来泸州老窖的税金及附加/营业收入.....	15
图 26: 2010 年以来泸州老窖的销售费用率.....	16
图 27: 2010 年以来泸州老窖的净利率.....	16
表 1: 历届中国评酒会评选的中国名酒.....	4
表 2: 2016 年 10 月以来泸州老窖国窖系列提价幅度.....	7
表 3: 2017 年来泸州老窖特曲提价幅度.....	8
表 4: 100-300 元价位段将成为区域品牌与全国化品牌竞争的主战场.....	8
表 5: 泸州老窖主要的产品结构.....	9
表 6: 2017 年来公司系列品牌营销活动.....	12
表 7: 公司主要市场竞争格局.....	14
表 8: 可比公司估值.....	16

1、公司介绍：浓香鼻祖，占位“浓香国酒”

1.1、浓香鼻祖，屡获殊荣

传承名酒基因，打造浓香国酒。泸州老窖起源“酒城”泸州，历史传承千年，浓香鼻祖。泸州老窖 1952 年荣获中国第一届评酒会中国“四大名酒”称号，1963 年-1989 年蝉联第二届至第五届“中国名酒”称号，其“1573 国宝窖池群”。1996 年被国务院授予“国家重点文物保护单位”，并入选世界文化遗产保护，泸州老窖酿造技艺被列入国家非物质文化遗产名录。2017 年聚焦“让世界品味中国”，打造“浓香国酒”。

表1：历届中国评酒会评选的中国名酒

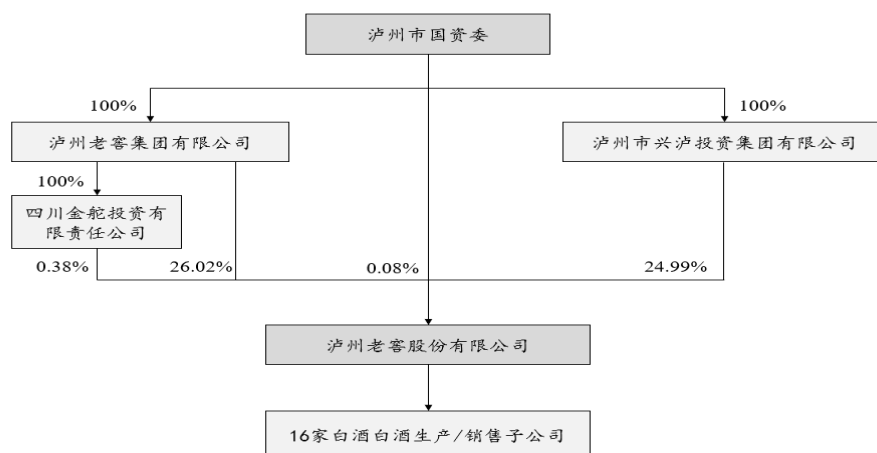
	举办单位	名酒数量	名酒种类
第一届	中国专卖实业公司	四种名酒	茅台酒、汾酒、西凤酒、 泸州老窖特曲
第二届	国家轻工业部	八种名酒	茅台酒、五粮液、古井贡酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	国家轻工业部	八种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、 泸州老窖特曲
第四届	中国食品协会	十三种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	中国食品工业协会	十七种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、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：酒业家，新时代证券研究所

1.2、国有背景，持股经销商，掌控终端市场

国有体制。泸州老窖是中国白酒上市最早的一批企业，1994 年 5 月 9 日在深交所挂牌交易，成为继山西汾酒后第二家白酒上市企业，泸州市国资委间接持股 51.47%，是典型国企。泸州老窖下属 16 家白酒销售公司，主要负责白酒销售，持股经销商股权，掌控终端市场。

图1：公司股权结构



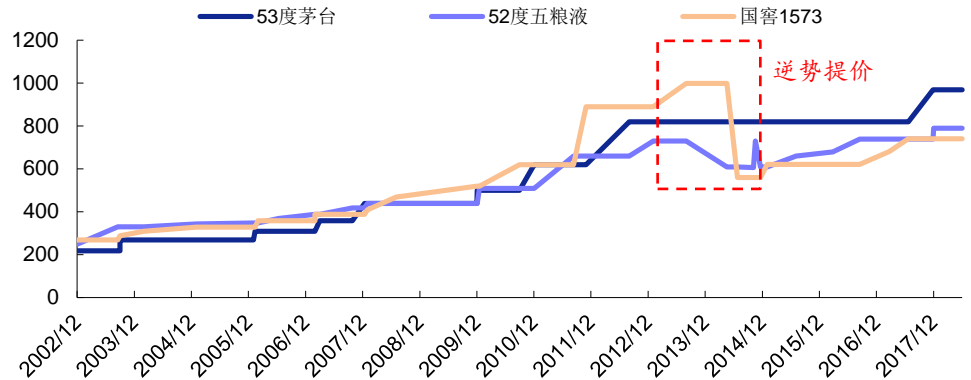
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.3、历经磨难，终回百亿阵营

20 世纪 90 年代，公司主打中高端产品，1995 年泸州老窖营收 7 亿元，反超山

西汾酒，成为新的白酒大王。1999 年公司推出国窖 1573，进军高端；“黄金十年”期间，公司营收年复合增长超过 25%，进入一线白酒阵营。2013 年“限三公”，行业进入深度调整期，公司渠道库存积压，泸州老窖逆势操作，国窖 1573 出厂价提价 110 元至 999 元。2014 年公司销量大减，营收 53.5 亿元，同比减少 49%，进入深度调整期。

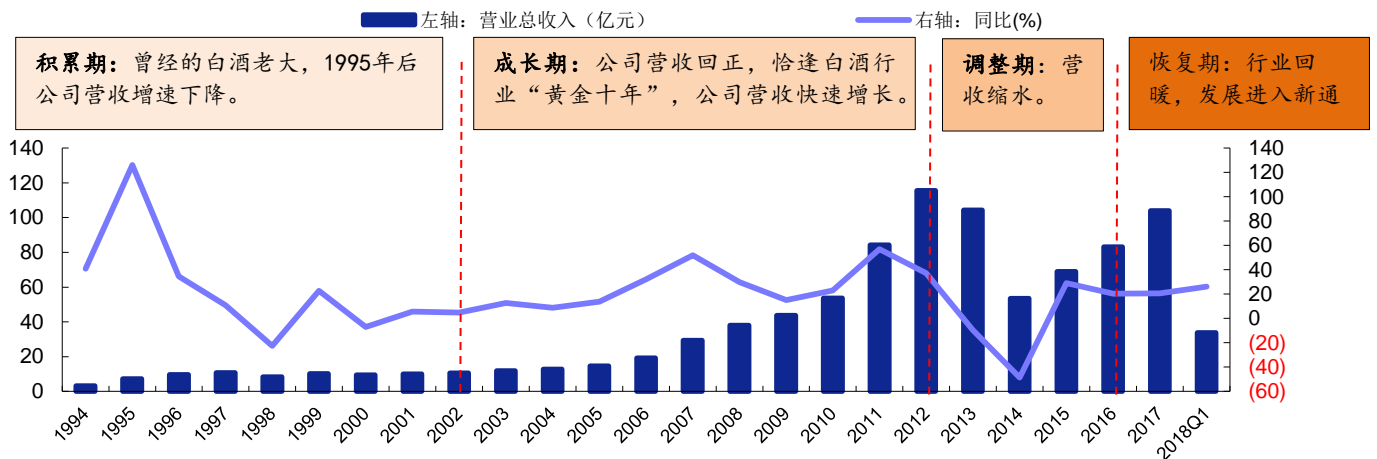
图2： 2002 年以来飞天茅台、普五、国窖 1573 出厂价（元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2015 年以来泸州老窖革新弊端，对品牌、产品、组织及渠道库存重新梳理，加之行业回暖，公司营收企稳，2017 年实现营收 104 亿元，同比增长 20.5%，接近 2012 年历史高点（115.6 亿元），重回百亿阵营。

图3： 公司上市以来营业收入（亿元）及其增速



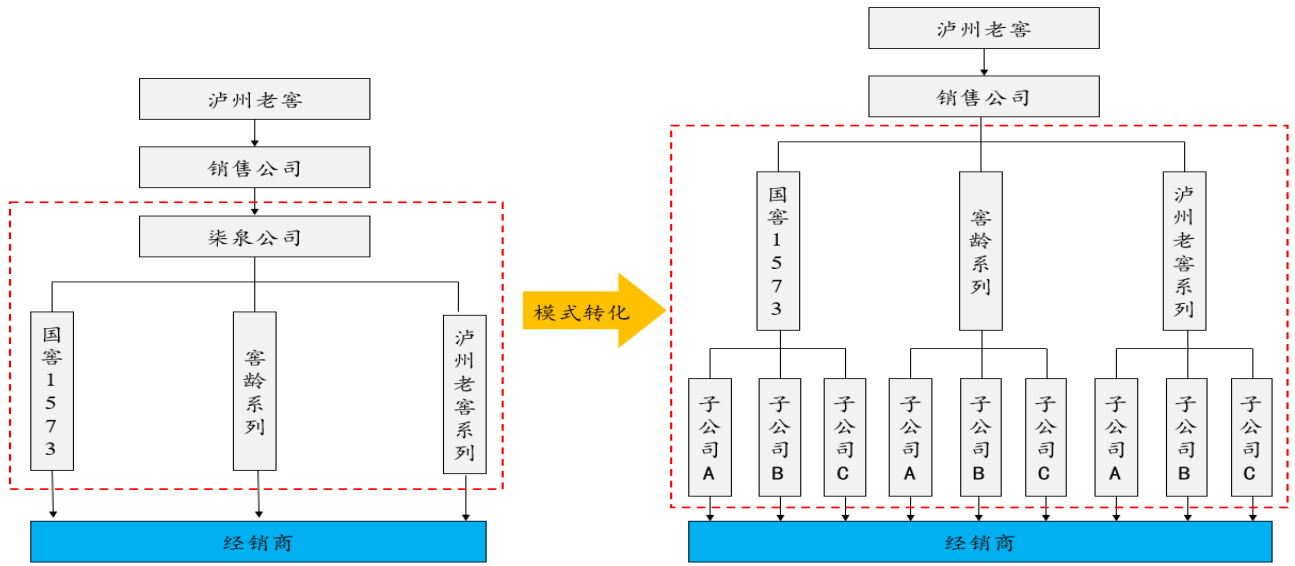
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.4、革新营销模式，设立专营品牌公司

改革“染泉模式”，实施分品牌子公司专营。2009 年公司进行营销模式改革，推行染泉模式，即公司管理层、经销商等在各地组建染泉公司，运营公司所有品牌。染泉公司在公司成长期发挥重要作用：1) 公司将销售外包染泉公司，其具有很高自主经营权，积极性高。2) 染泉公司多品牌运营，利润趋势快速招商，迅速提高公司营收。弊端是公司无股权控制染泉公司，对终端控制薄弱，多家染泉公司运营多品牌，产品和市场重叠度高，易窜价。2014 年行业调整，库存严重，泸州老窖收入缩水，传统染泉公司暴露出巨大弊端，同年公司相继成立窖龄、特曲和国窖（2015 年）酒类销售公司，实行分品牌专营。与“染泉模式”相比，分品牌专营

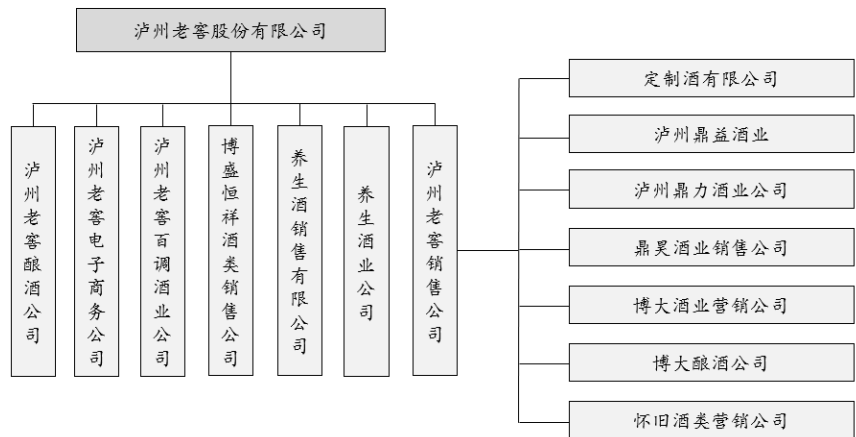
有两大优点：1) 公司持股销售公司，终端中控强；2) 分品牌运作，防止窜价。截至 2017 年底，公司下设 23 家子公司，其中 16 家白酒销售公司。

图4： 泸州老窖由柒泉模式向分品牌专营转变



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图5： 公司酒类销售公司股权结构



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

2、 双品牌运营， 战略聚焦 5 大单品

2.1、“泸州老窖”“国窖”双品牌运营， 头部引领， 腰部发力

2.1.1、“国窖”紧盯茅台、五粮液， 占位高端， 打造“浓香国酒”

国窖 1573 控量挺价， 定位“浓香国酒”。1999 年公司推出国窖 1573， 以满足高端品牌市场需求， 开启“双品牌”运营模式， 2013 年行业深度调整+国窖提价， 国窖 1573 销量锐减， 直至 2016 年需求回暖， 茅台提价， 公司重新开启提价进程。多次提高出厂价（控量挺终端价）后， 目前出厂价计划内/外 740 元/810 元， 2017 年高端量价齐升， 营收 46 亿元， 同比增长 59%。

表2: 2016年10月以来泸州老窖国窖系列提价幅度

日期	提价类型	提价(控价)幅度
2016.10.13	出厂价	52度1573计划外提价至660元
2016.12.21	出厂价	52度1573计划内、外价格上调80元,计划外配额调至740元/瓶
2017.02.22	停货控价	停止接收订单及发货,待恢复后将严格按计划内外1:1执行配额,2月份执行完配额客户不再增配,增配按740元执行
2017.02.23	终端价	52度1573零售价上调至899元/瓶
2017.03.21	出厂价	52度1573计划内全面提价至680元
2017.07.12	停货控价	暂停1573订单接收及发货
2017.07.22	出厂价	52度1573出厂价由680元提升至740元,每瓶增加60元,计划外和团购的建议价格为810元
2017.07.31	全价位(北京)	52度1573计划内供货价760元,计划外配货价810元,零售价899元,团购价建议820元
2017.08.8	出厂价	38度1573计划内每瓶上涨20元至550元
2017.10.11	终端价	52度1573商超、酒行渠道新零售价格为每瓶969元
2017.10.14	终端价	52度1573贮存年份从2001年到2012年12年上涨幅度为每瓶200-1190元不等
2018.05.21	批价/团购价(华东)	酒行渠道38度/52度1573供货价每瓶630元/840元,团购价每瓶680元/880元
2018.06.01	批价/零售价(北方)	酒行渠道38度国窖1573供货价650元/瓶,比原来的550元提高了100元,零售价739元/瓶
2018.06.19	零售价	52度1573经典装2014-2017年产品的零售价分别调整为1499元、1399元、1299元、1199元
2018.07.10	停货控价	停止接收国窖1573订单及暂停国窖1573货物的供应

资料来源:酒业家,微酒传媒,佳酿网,云酒头条,新时代证券研究所,注:以上产品均为国窖1573经典装

2.1.1、“泸州老窖”聚焦“浓香正宗”，走大单品模式

“泸州老窖”系列产品,是泸州老窖历史、文化、品质的集中体现,为实现“泸州老窖”系列产品的价值回归,泸州老窖专门成立了高规格的泸州老窖品牌复兴领导小组,整合资源与力量,支持“泸州老窖”系列产品聚焦“浓香正宗”价值点传播和特曲、窖龄酒、头曲、二曲等大单品运作,实现品牌复兴。

2.2、战略聚焦三大品系、五大单品,产品结构持续优化

国窖1573定位800元以上高端市场,聚焦打造“浓香国酒”。2017年销售规模再创历史高峰,终端配额制的推行确保了国窖1573大单品良性运营,国窖1573中国品味在核心市场的重启,树立了国窖1573超高端白酒品牌形象。同时,国窖1573在业内率先实施瓶贮年份酒按包装日期定价,通过中国白酒产品交易中心证券化交易,如2007年国窖1573经典装成交价已超过3000元/500ml。国窖1573开创了浓香型年份酒标准。

中高端着力培育“特曲”、“窖龄酒”两个子品牌,夯实腰部。品牌下集合多个系列产品,终端价格全覆盖,窖龄60、窖龄90瞄准次高端市场,窖龄30、特曲系列主攻200元中高端价位带,定位商务与宴会用酒,特曲主打“浓香正宗,中国味道”,成立泸州老窖特曲浓香正宗“群英汇”社群,窖龄酒则诉求“商务精英用酒”,2016年以来通过空白市场招商和控货提价等手段,在确保渠道环节利润前提下,逐步拉开了产品价格段,近三年来,两者均保持了较高速增长,其中:2015年同比增长176%至16.2亿,2016年同比增长72%至27.9亿,2017年28.8亿元,同比增长3%。

表3: 2017年来泸州老窖特曲提价幅度

日期	提价类型	提价(控价)幅度
2017.01.03	出厂价	计划配额结算价调整 52 度/45 度/38 度/50 度/42 度/35 度价格分别为每瓶 188 元/178 元/168 元/186 元/176 元/166 元
2017.03.21	出厂价	老字号特曲同时提价至 218 元
2017.03.30	终端价	52 度老字号特曲/52 度晶彩版特曲每瓶建议上调 10 元//20 元;42 度/38 度/35 度晶彩版特曲每瓶上调 10 元
2017.10.01	团购价/终端价	52 度/38 度老圆瓶特曲酒每瓶团购价 438 元/415 元, 零售价 480 元/460 元; 52 度/38 度 60 版特曲每瓶团购价 438 元/418 元, 零售价 480 元 /460 元; 43 度老圆瓶特曲每瓶团购价 428 元, 零售价 470 元
2017.10.18	团购价	52 度/38 度老字号特曲团购成交价调整为每瓶 218 元/180 元
2018.02.26	终端价	52 度泸州老窖老字号特曲(酒行、餐饮、商超)价格在原供价基础上上调 10 元/瓶
2018.06.07	停货控价	泸州豫兴酒类销售公司暂停接收 52 度老字号特曲订单, 52 度泸州老窖老字号特曲(酒行、餐饮、商超)终端供货裸价, 在原供价基础上每瓶上调 10 元

资料来源: 佳酿网, 云酒头条, 新时代证券研究所

表4: 100-300 元价位段将成为区域品牌与全国化品牌竞争的主战场

企业名称	品牌	京东价位	企业名称	品牌	京东价位
贵州茅台	华茅: 百年印象 53 度	299	古井贡酒	年份原浆 7 年 50 度	268
	王茅: 百年印象 53 度	208		年份原浆古 5 50°	168
	迎宾酒: 迎宾中国红 53 度	169		年份原浆献礼 50°	113
五粮液	五粮春 45 度	188	今世缘	典藏 15 年 41.8 度	250
	五粮头曲 52 度	159		典藏 10 年 42 度	150
泸州老窖	特曲 52 度	218	口子窖	国缘单开 42 度	208
洋河股份	天之蓝 52 度	369		口子窖小池窖 41°	208
	舍得酒业	海之蓝 42 度	143	老白干	口子窖真藏 6 年 41°
沱牌天曲 52 度		268	口子窖真藏 5 年 40.8°		112
沱牌特曲 52 度		168	十八酒坊 10 年 38.8 度		183
山西汾酒	老白汾 20 年 53 度	298	迎驾贡酒	十八酒坊 8 年 38.8 度	148
	老白汾 10 年 45 度	148		迎驾金星 42°	109
水井坊	水井尚品 52 度	199	金六福	洞藏 6 42°	168
	小水井 52 度	169		洞藏 9 42°	285
				一坛好酒 40.8 度	239

资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

头曲和二曲为博大运作主力品牌, 定位大众白酒市场。经过 2017 年调整, 头曲定位 100 元价格带, 二曲定位 20—50 元价格带, 效果显著。2018 年, 泸州老窖计划组建头曲公司和二曲公司, 实现对泸州老窖塔基产品的专业化运营。

其他品系聚焦打造养生酒第一平台。2013 年公司进军养生酒市场, 成立养生酒公司运营养生酒品牌, 致力打造中国健康养生白酒第一平台。目前已成功开发茗酿、滋补大曲等 10 余款健康养生酒品, 在全国开展了 100 余场“泸州老窖健康中国行”品牌宣传活动。创新酒品方面, 成功开发十二星座预调酒、百调现调基酒、橡木桶白酒等。

表5: 泸州老窖主要的产品结构

产品	京东价格	终端形象	产品	京东价格	终端形象
国窖 1573 52度	899		特曲 52度	218	
窖龄 90 52度	498		头曲 52度	98	
窖龄 60 52度	358		二曲 52度	15	
窖龄 30 52度	258		泸州老窖滋补大曲	-	

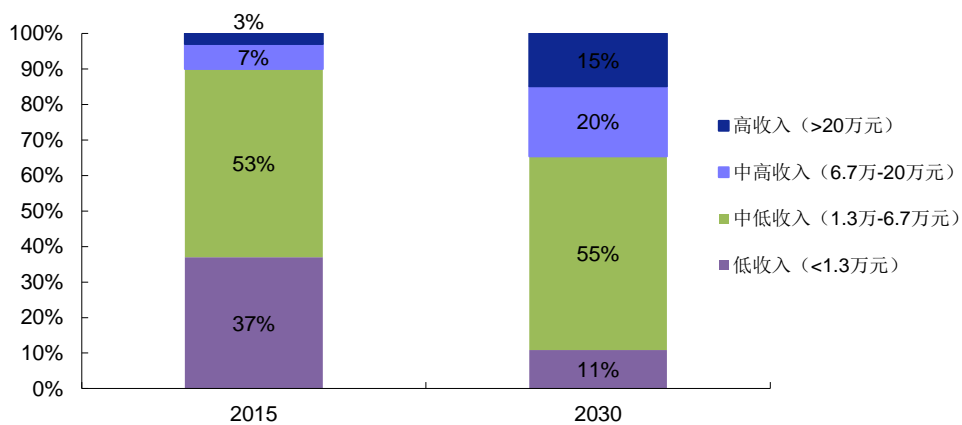
资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

3、“国窖”、“泸州老窖”双轮驱动, 动能强劲

3.1、中产消费崛起, 支撑白酒市场结构性扩容

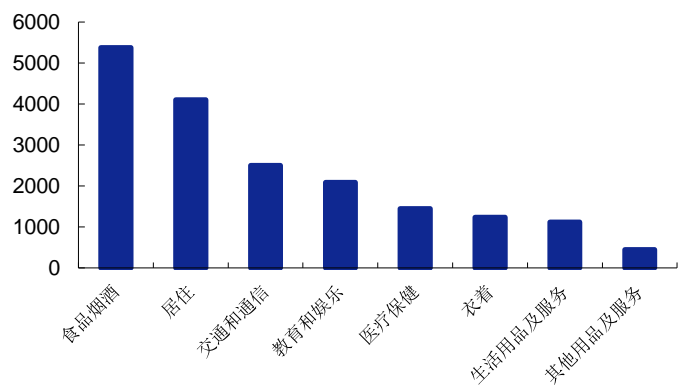
城乡居民收入人均增长 7.4%，世界上人口最多的中等收入群体。2017 年消费对我国经济增长的贡献从 54.9% 上升到 58.8%，服务业比重从 45.3% 上升到 51.6%，成为经济增长的主动力。2017 年人均食品烟酒消费支出 5374 亿元，在支出占比 29%，位居第一。据 CHFS 数据，中国中产阶层成年人口数量应该是 2.04 亿人，跃居世界榜首。经济学人智库（EIU）测算，2030 年中国将呈现中产阶级社会特点，中等收入人群占比达到四分之三，成为消费的主力军。

图6: 2030 年中产阶级占比将大幅度提升



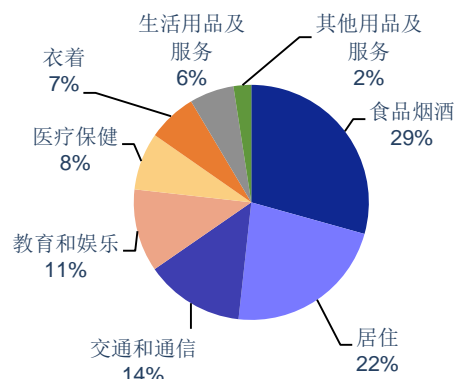
资料来源: 经济学人智库 (EIU) 预测, 新时代证券研究所 (注: 收入标准已扣除通胀影响)

图7: 2017年全国人均消费支出(元)



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

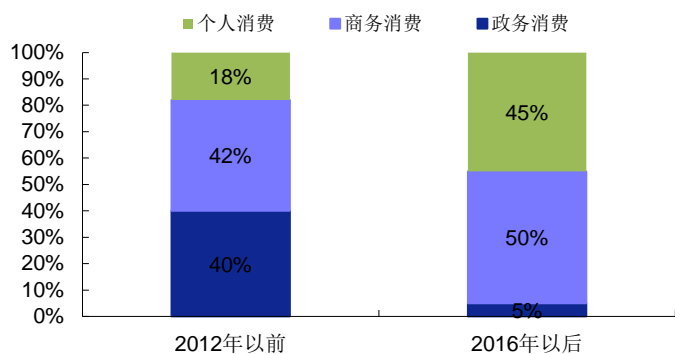
图8: 2017年全国人均消费支出占比



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

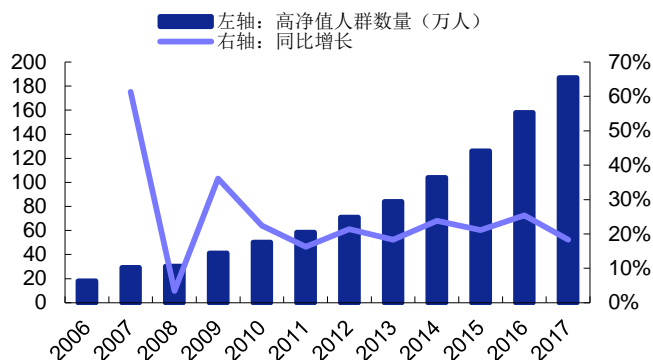
民间消费崛起, 步入平稳发展新周期。2012年以前, 中国高端白酒消费群体主要以商务和政务消费为主, 其中政务消费占比40%以上, 2013年“三公消费”禁令后, 政务消费大幅度缩减, 高端白酒进入调整期。经过3年调整, 政务直接消费比例已被压缩至5%。截至2016年, 中国高净值人士158万人, 同比增长25%, 高端个体成为消费主力军, 高端白酒消费市场进入健康发展期。

图9: 高档白酒消费群体变化



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图10: 中国高净值人群数量(万人)

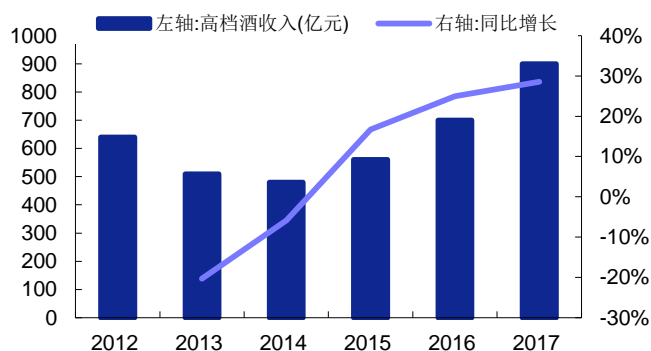


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.2、寡头市场品牌集中度高且加速集中趋势明显

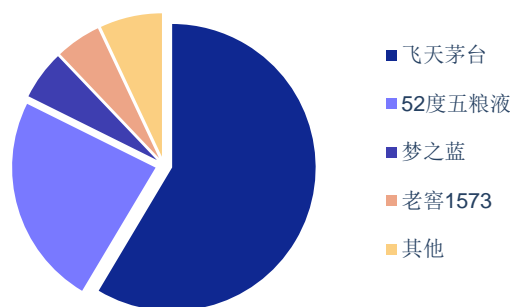
高端白酒市场入场券已基本发放完毕, 市场已近千亿元。高端白酒市场, 品牌门槛高, 市场竞争固化。2017年高端白酒900亿市场容量, 其中龙头茅台市场份额59%, 五粮液24%, 洋河股份6%, 泸州老窖5%, 高端酒CR4市场份额超90%。目前高端白酒动销良好, 我们预测2018年市场规模有望突破千亿。

图11: 2012-2017年公司高端酒企收入及其同比



资料来源: Wind, 白酒网, 新时代证券研究所

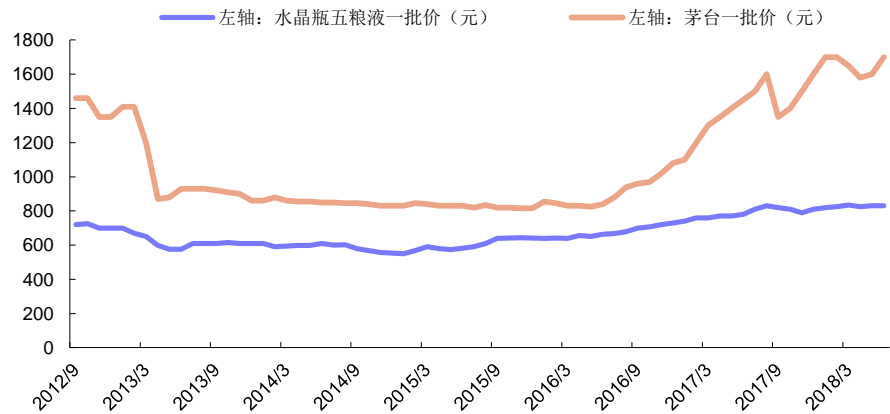
图12: 2017年高端白酒竞争格局



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

茅台短缺，五粮液、国窖有补位优势。2017年12月，茅台出厂价提价至969元，目前一批价已超过1700元。飞天茅台持续缺货，价位上移拉升行业价格天花板，囿于产能限制，供给严重小于市场需求，五粮液、国窖1573补位替代优势明显。根据贵州茅台2013-2017年的基酒产量，按85%的出酒率和五年陈酿期，我们预测2018-2022年可供销售茅台成品酒分别是34353吨、38541吨、31966吨、33416吨和36404吨。2015年的基酒同比减量17%，对应2020年的可供销售成品酒只有31996吨，存在明显的供给缺口。

图13: 茅台、五粮液一批价(元)



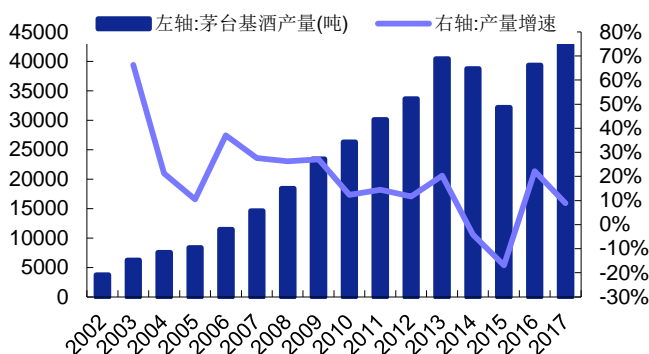
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

(1) 供给端: 根据贵州茅台2013-2017年的基酒产量，按85%的出酒率和五年陈酿期，我们预测2018-2022年可供销售茅台成品酒分别是34353吨、38541吨、31966吨、33416吨和36404吨。2015年的基酒同比减量17%，对应2020年的可供销售成品酒只有31996吨，存在明显的供给缺口。

(2) 需求端: 2017年茅台实际销量3万吨，按照高净值人士数量年复合增长20%左右，我们估计茅台需求量增速10%-15%，2020年茅台酒实际需求将达到45626吨，缺口将近14000吨。

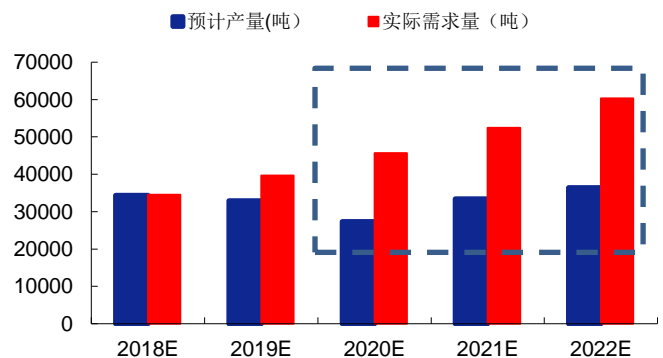
(3) 高端白酒供给缺口估计: 未来五年茅台酒缺口在6万吨，我们认为同为高端白酒，五粮液、国窖1573将顺势补位。

图14: 茅台酒基酒产量(吨)



资料来源: 贵州茅台公司年报, 新时代证券研究所

图15: 茅台即将进入供应短缺期



资料来源: 贵州茅台公司年报, 新时代证券研究所预测

3.3、品牌驱动运营共振，锁定核心消费意见领袖

国窖 1573 助力中国白酒走向世界，让世界品味中国。2017 年来国窖 1573 围绕“让世界品味中国”，借助“一带一路”高峰论坛、金砖国家领导人会晤、世界杯预选赛等全球全国性大事件，提高品牌曝光度，助力中国白酒走向世界。特曲系列打造“浓香正宗，中国味道”白酒品牌，开展“中华美食群英榜”等系列活动，引导品牌价值回归。窖龄酒服务新中产阶级，定位“商务精英第一用酒”，用“精英俱乐部”打通精英圈层，塑造精英品牌形象。三大品系定位清晰，期待时间沉淀品牌效应彰显。

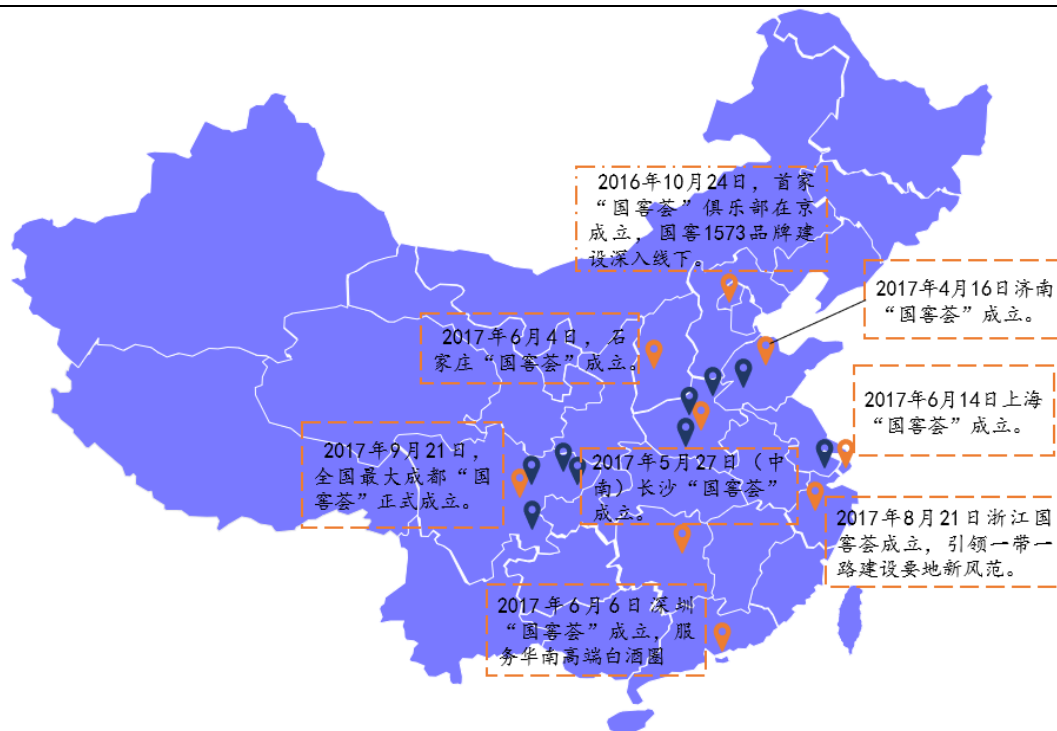
表6: 2017 年以来公司系列品牌营销活动

日期	品牌营销活动
2017 年 5 月	泸州老窖携手央视助力一带一路高峰论坛，让中国酒香飘逸丝路
2017 年 7 月	国窖 1573 “让世界品味中国”全球之旅闪耀欧洲
2017 年 9 月	泸州老窖·国窖 1573 助力金砖国家峰会
2017 年 9 月	泸州老窖“百调杯”中国白酒鸡尾酒世界杯赛拉启大幕
2017 年 10 月	泸州老窖·国窖 1573 “让世界品味中国”全球文化之旅暨多伦多国窖荟成立典礼举行
2018 年 1 月	泸州老窖特曲“浓香正宗中国味道”中华美食群英榜启动
2018 年 3 月	公司以“中国浓香 举世共享”为主题，首登太庙，举办国窖 1573 封藏大典
2018 年 4 月	“一带一路”贸易投资论坛，国窖 1573 亮相会场，助力中国白酒走向世界
2018 年 5 月	国窖 1573 携手民族舞剧《孔子》，让世界品味中国
2018 年 6 月	“让世界品味这一杯”为主题，国窖 1573 成为进入 2018 俄罗斯世界杯官方款待包厢唯一中国白酒品牌

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

创新营销模式，打造高端“国窖荟”营销圈层。为更好实施国窖 1573 “双 124”工程，在渠道与消费者两大板块形成系统联动，团结核心渠道终端客户，紧抓核心消费者，实现了从线上深入线下与消费者近距离亲密互动，有效地提升了粉丝客户的黏性与忠诚度。2016 年 10 月首家“国窖荟”俱乐部在北京成立，在之后一年半时间，“国窖荟”在全国遍地落花，截至 2018 年 7 月俱乐部总数达接近 20 家。俱乐部以“服务、交流、合作、共享”为宗旨，汇集社会各界精英，传播国窖 1573 “卓越品质、高端品味、有机健康”的品牌文化，打造高端白酒圈层私享荟。

图16: “国窖荟”在全国遍地开花



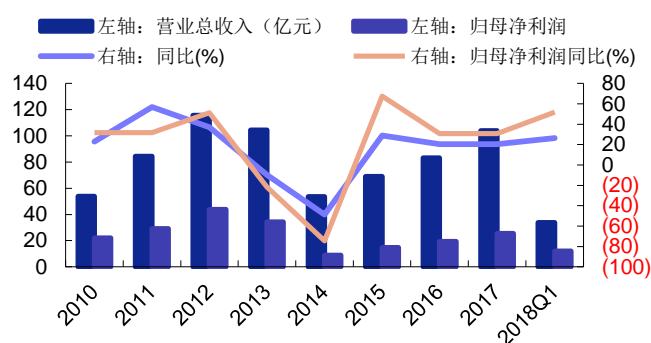
资料来源: 糖酒快讯, 酒业家, 公司官网, 新时代证券研究所整理

4、费用管控增强, 盈利能力提高

4.1、加大市场推广, 2017年站稳百亿

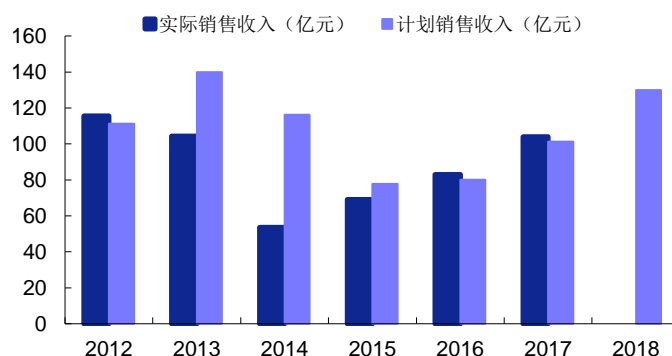
2017年量价齐升, 重回百亿俱乐部。2013年白酒行业调整后, 公司主动聚焦5大战略单品, 革新营销模式, 营收深蹲反弹, 2015-2017年营收复合增长25%, 2017年营收104亿元, 同比增长20.5%, 超预期增长(公司计划101.28亿元), 回归百亿阵营; 归母净利润25.6亿元, 同比增长30.7%。2018年公司预计营收129.94亿元, 同比增长25%, 我们认为实现基础良好: 1) 特曲价格调整到位, 2018年将放量; 2) 茅台批价上移+高端需求稳升, 国窖1573将保持快速增长。

图17: 2010年以来公司收入及其归母净利润



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图18: 2012年以来公司计划收入和实际收入

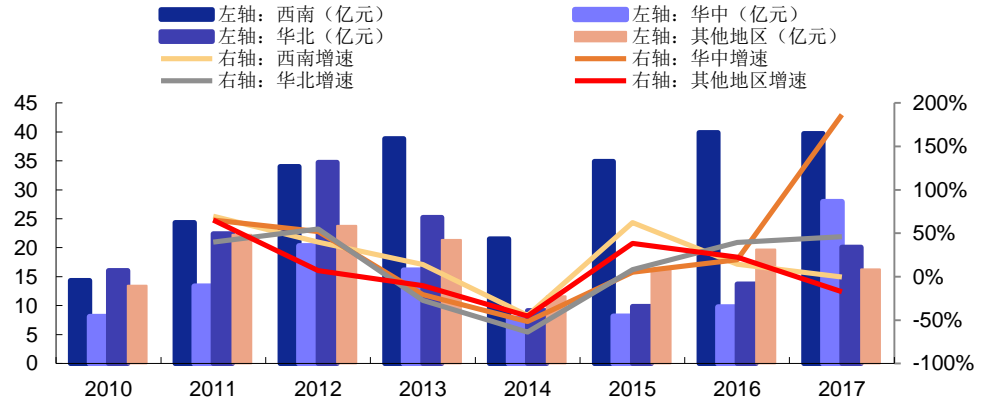


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

华东市场加大开拓力度, 期待收入增长。2017年华东市场产品结构调整, 削减条码, 加大国窖费用投入, 其他地区(主要是华东)实现销售收入16.25亿元, 同比减少17.5%。华东地区白酒消费大区, 苏皖市容量超过600亿, 地产酒相对强势。**安徽市场:** 古井贡酒/口子窖双寡头竞争, 市场容量约230亿元, 主流价位80-150元, 偏爱浓香型; 消费升级显著, 古井5年/8年、口子窖5年/6年持续放量, 200元价位带产品增速最快。**江苏市场:** 洋河股份/今世缘把持当地白酒市场, 市场

容量 400 亿元，主流价位 150-200 元，洋河天之蓝/今世缘淡雅系列快速放量，38 度国窖 1573（550 元左右）迅速抢占江苏 500 元价位带，在江苏销量打开。2017 年泸州老窖特曲挺价，目前站稳 200 元价位带，公司加大华东地区开拓投入，有望打开华东 200 元真空带，形成销售突破口，期待 2018 年华东放量。

图19： 2010-2017 年公司分地区收入及其增速



资料来源：公司年报，新时代证券研究所，注：其他地区主要是华东地区

表7： 公司主要市场竞争格局

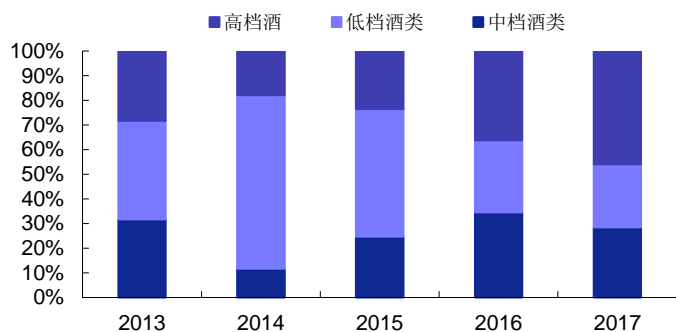
区域市场	本土高端、次高端品牌	竞争格局	公司营收 (亿元)
西南地区	五粮液、剑南春、水井坊、郎酒、沱牌舍得、贵州茅台、泸州老窖	名优白酒主要产地，名酒集聚，贵州茅台、川酒“六朵金花”占据主要高端、次高端市场，竞争激烈。	39.7
华中地区	酒鬼酒、四特、稻花香、白云边	酒鬼酒在湖南次高端有一定优势，湖北稻花香、白云边和江西四特占位中高端白酒市场，高端品牌相对空缺。	27.9
华北地区	老白干、山西汾酒、牛栏山	华北地区地产酒相对强势，但主要盘踞在中高端、中低端白酒市场，高端和次高端白市场相对较弱，泸州老窖在河北市场具有较好的市场基础。	20.1
华东地区	洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖	苏皖市场超过 700 亿元，地产酒强势，古井贡酒、口子窖、洋河股份和今世缘占据中高端市场。口子 5 年、6 年，古井 5 年、8 年，海之蓝，天之蓝和今世缘、国缘牢牢把控市场。	16.2

资料来源：微酒传媒，酒业家，新时代证券研究所

4.2、提价进程开启，产品结构优化明显

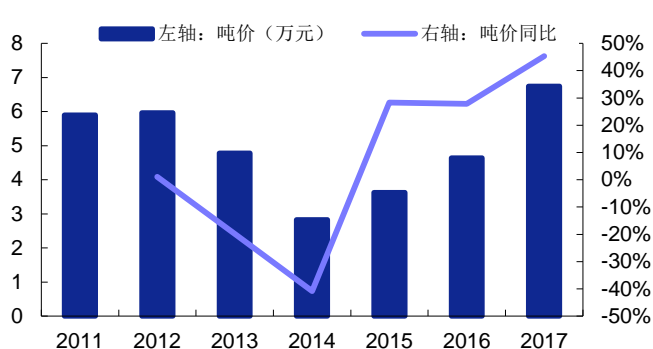
产品结构优化，吨价上移。消费升级+茅台价位上沿突破，2017 年国窖 1573 出厂价至 774 元。价位上移+国窖放量，2017 年高端占比 46%，较 2016 年提高 10pct；平均吨价 6.75 万元，同比增长 45%，超过 2012 年峰值 5.97 万元。

图20: 2013-2017年公司高端白酒占比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图21: 2011-2017年公司白酒的平均吨价

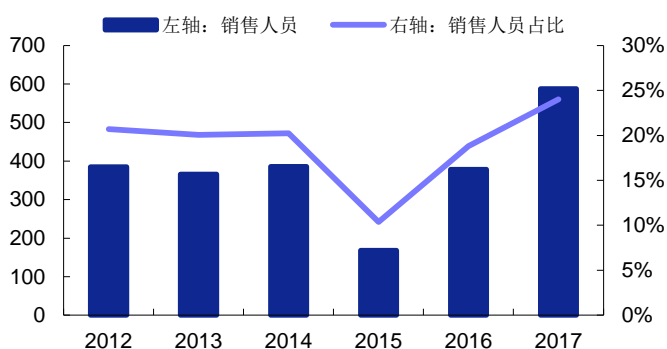


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

4.3、提价+结构优化, 毛利率走高吸收费用投入

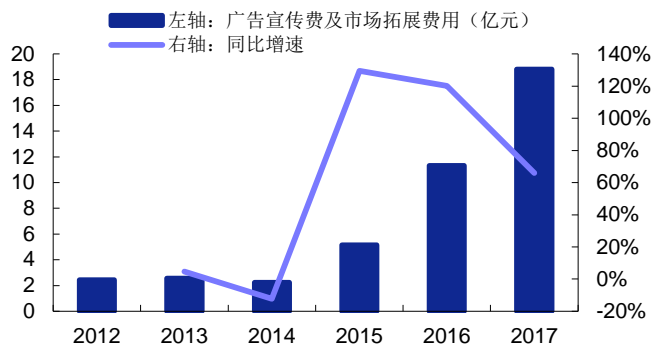
加大市场费用投放, 提高高端品牌。2017年公司加大市场拓展和费用投入, 塑造高端品牌, 引导老酒价值回归, 广告宣传费 18.8 亿元, 同比增长 66%, 销售人员 588 人, 占比 24%, 较 2016 年提高 5.2pct。费用投放滞后效应, 期待 2018 年费用投放效果释放。

图22: 2012-2017年泸州老窖销售人员及其占比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

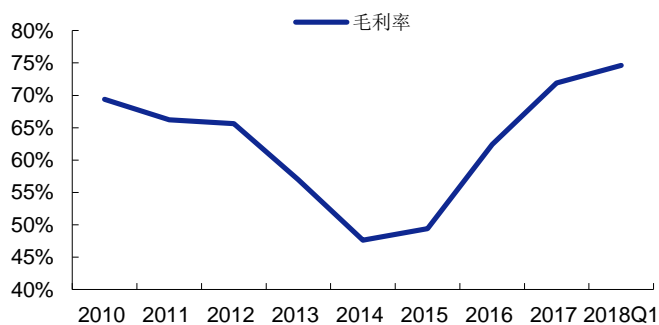
图23: 2012-2017年泸州老窖广告宣传费及同比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

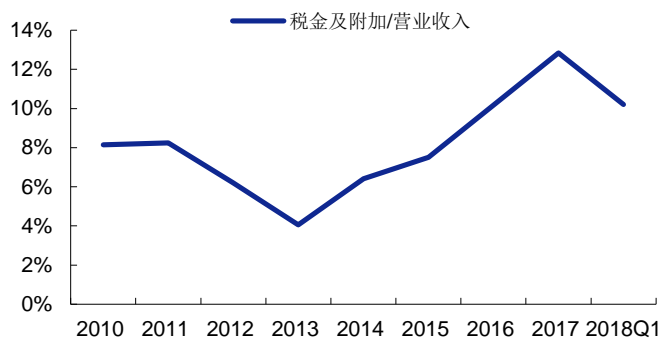
提价+产品优化, 毛利率走高吸收成本提高。产品提价叠加结构优化, 2017年公司毛利率 72%, 较 2016 年上涨 10pct; 受制于消费税基提高和市场费用投入增加, 营业税金占比提高 3pct, 销售费用率提高 4pct, 2017 年净利率 25%, 较 2016 年上涨 2pct。2018Q1 净利率 38%, 较 2017Q1 增长 6.7pct。我们认为 2018 年公司提价尚可持续, 销售费用率将会走低, 期待净利率恢复到 2012 年 39% 左右的水平。

图24: 2010年以来泸州老窖的毛利率



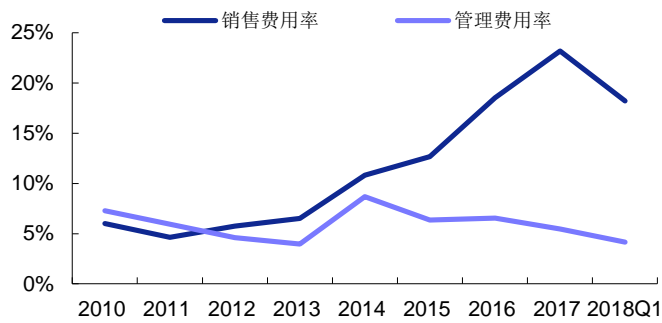
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图25: 2010年以来泸州老窖的税金及附加/营业收入



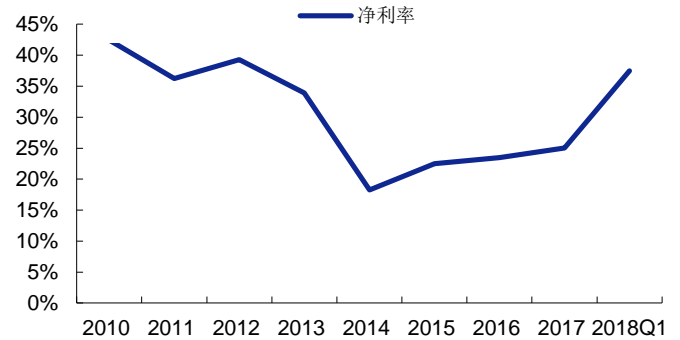
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图26: 2010年以来泸州老窖的销售费用率



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图27: 2010年以来泸州老窖的净利率



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

5、盈利预测

我们预计 2018-2019 年收入分别为 132 亿/164 亿, 同比增长 27%/24%, EPS 分别为 2.44 元/3.18 元, 对应 PE 23/17 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表8: 可比公司估值

档次	简称	市值 (亿元)	收入增速 (%)		利润增速 (%)		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
高端	贵州茅台	9196	33.9	36.6	17.8	25	21	
	五粮液	2799	32.2	36.9	30.1	21	16	
	泸州老窖	809	27.1	39.9	29.9	23	17	
次高端	洋河股份	1958	23.8	28.4	23.4	23	19	
	山西汾酒	524	46.9	65.6	38.9	33	24	
	水井坊	268	56.8	81.7	49.9	44	29	
	舍得酒业	110	47.0	186.6	63.7	27	16	
中高端	古井贡酒	407	24.1	49.8	32.3	27	20	
	口子窖	342	23.3	31.3	23.9	23	19	
	今世缘	250	25.1	29.4	24.6	22	17	
	顺鑫农业	225	6.0	112.9	38.1	24	17	
	*迎驾贡酒	143	10.2	11.1	13.0	19	17	
	*老白干酒	134	56.9	164.7	50.0	31	21	
	*金种子酒	34	-	-	-	-	-	

资料来源: Wind, 新时代证券研究所, 注: 加*为 Wind 一致预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9685	14269	15218	18804	22620	营业收入	8304	10395	13216	16368	19866
现金	4765	8450	8113	8462	8852	营业成本	3120	2918	3446	3796	4224
应收账款	4	8	7	12	11	营业税金及附加	845	1335	1697	2102	2552
其他应收款	220	221	339	355	487	营业费用	1539	2412	2775	3601	4371
预付账款	92	198	170	286	268	管理费用	544	569	727	868	993
存货	2488	2812	3341	3261	3959	财务费用	-59	-107	-140	-89	-65
其他流动资产	2116	2580	3246	6428	9042	资产减值损失	1	0	0	0	0
非流动资产	3989	5487	6174	6901	7562	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	1712	1825	2134	2457	2759	投资净收益	225	138	202	216	195
固定资产	1179	1130	1714	2254	2703	营业利润	2540	3428	4940	6333	8014
无形资产	235	231	213	197	182	营业外收入	42	26	26	26	26
其他非流动资产	863	2301	2112	1992	1917	营业外支出	52	20	23	26	30
资产总计	13674	19756	21392	25704	30182	利润总额	2530	3434	4943	6333	8009
流动负债	2463	4367	4089	4998	4857	所得税	580	832	1197	1534	1940
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1950	2602	3745	4799	6069
应付账款	485	741	707	888	887	少数股东损益	22	44	166	147	156
其他流动负债	1978	3627	3382	4110	3970	归属母公司净利润	1928	2558	3580	4652	5913
非流动负债	86	76	76	76	76	EBITDA	2545	3350	4869	6345	8099
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.32	1.75	2.44	3.18	4.04
其他非流动负债	86	76	76	76	76						
负债合计	2549	4443	4165	5073	4933	主要财务比率					
少数股东权益	94	141	307	454	610	成长能力					
股本	1402	1465	1465	1465	1465	营业收入(%)	20.3	25.2	27.1	23.8	21.4
资本公积	651	3544	3544	3544	3544	营业利润(%)	31.4	35.0	44.1	28.2	26.5
留存收益	8800	9992	10506	11660	13122	归属于母公司净利润(%)	30.9	32.7	39.9	29.9	27.1
归属母公司股东权益	11031	15171	16920	20177	24639	获利能力					
负债和股东权益	13674	19756	21392	25704	30182	毛利率(%)	62.4	71.9	73.9	76.8	78.7
						净利率(%)	23.2	24.6	27.1	28.4	29.8
						ROE(%)	17.5	17.0	21.7	23.3	24.0
						ROIC(%)	16.6	15.9	21.0	22.8	23.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	18.6	22.5	19.5	19.7	16.3
						净负债比率(%)	-42.8	(55.2)	(47.1)	(41.0)	-35.1
						流动比率	3.9	3.3	3.7	3.8	4.7
						速动比率	2.9	2.6	2.9	3.1	3.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	1030.0	1745.9	1745.9	1745.9	1745.9
						应付账款周转率	7.7	4.8	4.8	4.8	4.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.32	1.75	2.44	3.18	4.04
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	2.37	1.38	1.66	1.77
						每股净资产(最新摊薄)	7.53	10.36	11.55	13.77	16.82
						估值比率					
						P/E	41.97	31.63	22.60	17.39	13.68
						P/B	7.33	5.33	4.78	4.01	3.28
						EV/EBITDA	29.97	21.7	15.0	11.5	9.0

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2625	3693	2015	2427	2592
净利润	1950	2602	3745	4799	6069
折旧摊销	158	169	175	261	349
财务费用	-59	-107	-140	-89	-65
投资损失	-225	-138	-202	-216	-195
营运资金变动	711	1075	-1564	-2328	-3567
其他经营现金流	90	92	0	0	0
投资活动现金流	-236	-1396	-661	-772	-815
资本支出	237	1416	378	404	359
长期投资	-10	0	-310	-295	-302
其他投资现金流	-9	20	-593	-663	-757
筹资活动现金流	-1169	1326	-1691	-1306	-1386
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	63	0	0	0
资本公积增加	-1	2892	0	0	0
其他筹资现金流	-1169	-1628	-1691	-1306	-1386
现金净增加额	1219	3623	-336	349	390

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7年从业经验，14-17年获新财富最佳分析师，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>