



## ❖ 新管理层上任，组织架构、产品、营销全面改革

2015年6月，泸州老窖管理层正式完成新老交替。新任董事长和总经理均为公司多年市场和管理一线人员出身，新管理层从公司组织架构、产品和营销三方面进行全面改革，在行业复苏以及公司改革下，公司经营效益初见成效。

## ❖ 品牌专营模式更利于公司大单品战略和深度营销

- 1、分品牌运营有效梳理渠道体系；
- 2、经销层级减少，终端控制力加强。

## ❖ 梳理产品结构实行大单品战略

- 1、行业、公司双驱动，国窖1573延续高增长；
- 2、聚焦窖龄酒与特曲，发力次高端；
- 3、低端酒头曲、二曲已开始恢复。

## ❖ 深耕现有市场，持续发力省外

公司不断加强对薄弱市场的开拓，随着公司渠道逐渐下沉扩张，通过8000多名销售人员以覆盖全国的品牌专营子公司的营销网络将使渠道深耕至全国。

## ❖ 首次覆盖给予泸州老窖「增持」的投资评级

我们预估公司2018年、2019年以及2020年营业收入分别为126.9、150.6以及176.0亿元，同比增速分别为25.2%、22.1%以及18.7%，净利润分别为33.8、42.7以及52.5亿元，EPS分别为2.3、2.9以及3.6元/股，对应PE分别为24.3、19.3以及15.7倍。

首次覆盖给予泸州老窖「增持」的投资评级，基于

- 1、新管理层上任，组织架构、产品、营销全面改革；
- 2、品牌专营模式更利于公司大单品战略和深度营销；
- 3、梳理产品结构实行大单品战略；
- 4、深耕现有市场，持续发力省外。

## ❖ 风险提示：白酒行业景气度下降；食品安全风险；公司渠道拓展风险。

### 盈利预测与估值

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	10394.87	12689.70	15057.70	17596.56
+/-%	25.18%	22.08%	18.66%	16.86%
净利润(百万)	2546.17	3384.77	4271.21	5250.08
+/-%	32.08%	32.94%	26.19%	22.92%
EPS(元)	1.738	2.311	2.916	3.584
PE	32.33	24.32	19.27	15.68

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	零售与消费/食品饮料
报告时间	2018/7/30
前收盘价	56.20元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号  
中海国际中心15楼，  
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

泸州老窖：新管理层积极改革，全面调整重塑品牌价值.....	4
新管理层上任，组织架构、产品、营销全面改革.....	4
品牌专营模式更利于公司大单品战略和深度营销.....	7
梳理产品结构实行大单品战略.....	9
行业、公司双驱动，国窖 1573 延续高增长.....	9
酒企主动管理、大众消费承接行业趋势，高景气将持久.....	10
聚焦窖龄酒与特曲，发力次高端.....	12
次高端市场扩容,向全国化酒企进军.....	13
次高端酒企有望依靠渠道优势快速放量.....	14
借助公司品牌以及渠道，发挥特色品牌优势.....	14
低端酒头曲、二曲已开始恢复.....	15
深耕现有市场，持续发力省外.....	16
持续发力省外.....	17
公司盈利能力持续提升.....	17
投资建议.....	18
风险提示.....	19

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	2017 年公司营业收入同比增长 25.2%.....	4
图 3:	2017 年公司净利润同比增长 32.7%.....	4
图 4:	泸州老窖曾未能适应新环境（营业收入，亿元）.....	5
图 5:	泸州老窖开始恢复增长（营业收入，亿元）.....	5
图 6:	公司调整后的战略.....	6
图 7:	品牌专营模式和柒泉模式对比.....	7
图 8:	柒泉模式组织架构.....	8
图 9:	品牌专营模式组织架构.....	8
图 10:	公司当前主要产品.....	9
图 11:	国窖 1573 产品价格情况.....	9
图 12:	贵州茅台预收账款逐渐下行.....	10
图 13:	五粮液预收账款略有下行.....	10
图 14:	2017 年以来茅台与五粮液终端价上涨.....	11
图 15:	2017 年以来茅台与五粮液一批价上涨.....	11
图 16:	2017 年以来银基集团并未囤积存货.....	11
图 17:	2017 年以来银基集团并未囤积存货.....	11
图 18:	居民人均可支配收入持续增长.....	11
图 19:	中产及以上阶层增加使得消费持续升级.....	11
图 20:	富裕人群、上层中产阶级财富快速增长.....	12
图 21:	国窖 1573 持续高增长.....	12
图 22:	特曲、窖龄酒产品结构.....	13
图 23:	次高端品牌格局分散.....	13
图 24:	部分次高端酒企市场战略.....	13
图 25:	特曲、窖龄酒整改措施.....	14
图 26:	特曲、窖龄酒近年增长较为迅速（营业收入，亿元）.....	15
图 27:	公司低端酒整改措施.....	15
图 28:	公司低端酒开始恢复增长（营业收入，亿元）.....	16
图 29:	公司销售费用快速上升.....	16
图 30:	公司前五大客户比重提升.....	16
图 31:	存货周转率逐步提升.....	17
图 32:	预收帐款增长不多.....	17
图 33:	公司持续发力省外.....	17
图 34:	公司持续发力省外.....	17
图 35:	公司盈利能力持续提升.....	18
图 36:	公司盈利能力持续提升.....	18
图 37:	白酒行业公司估值比较.....	18

## 泸州老窖：新管理层积极改革，全面调整重塑品牌价值

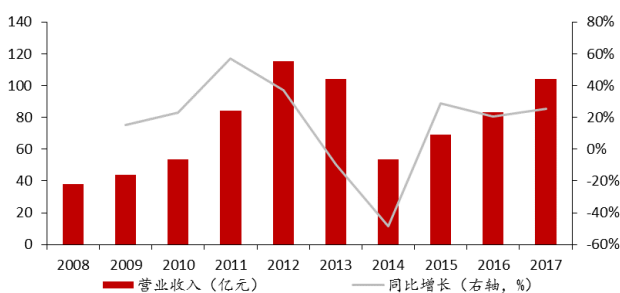
泸州老窖股份有限公司前身为泸州老窖酒厂，于1994年在深交所挂牌上市，是川内首家白酒上市公司。泸州老窖作为中国最古老的四大名酒之一，是中国浓香型白酒的代表，公司拥有1619口老窖池，其中四口明代窖池于1996年成为行业首家全国重点文物保护单位，传承23代的传统酿制技艺于2006年入选首批国家级非物质文化遗产名录。

图 1：公司发展历程

年份	事件
1950	36家明清老作坊组建“四川省专卖公司国营第一曲酒厂”
1952	泸州老窖特曲荣列中国“四大名酒”，此后一直蝉联
1993	设立泸州老窖股份有限公司
1994	深交所上市，川内首家白酒上市公司
1996	1573国宝窖池群成为行业首家全国重点文物保护单位
1999	推出超高端白酒“国窖1573”
2006	传统酿制技艺入选首批国家级非物质文化遗产名录，泸州老窖为“双国宝”单位
2008	博大酒业营销有限公司成立，负责低端产品运作
2015	领导层换届，确立“大单品”战略和“品牌专营公司”营销模式

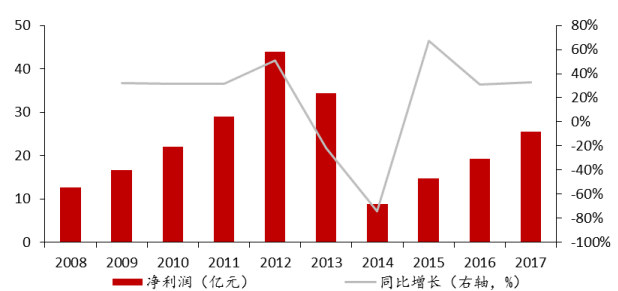
资料来源：公司招股说明书，公司公告，川财证券研究所

图 2：2017 年公司营业收入同比增长 25.2%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：2017 年公司净利润同比增长 32.7%



资料来源：Wind，川财证券研究所

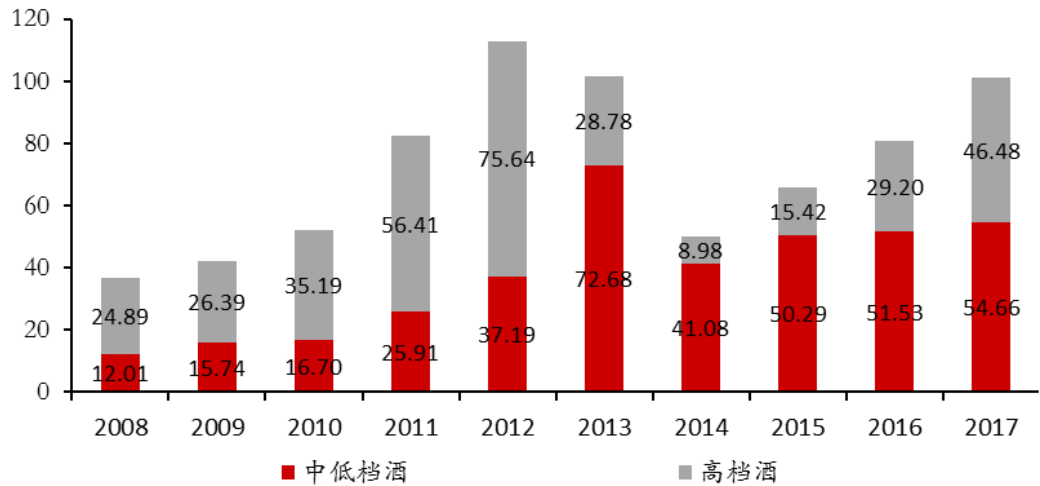
## 新管理层上任，组织架构、产品、营销全面改革

2012 年白酒行业开始深度调整，政务需求快速萎缩，而当时的高端白酒价格定位远超大众消费能力，需求大幅降低，茅台、五粮液开始通过降价抢占大

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

众市场，而泸州老窖对此轮行业调整的严峻性估计不足，在部分应对措施上出现失误，加之管理体系滞后于公司发展，在需要企业快速、合理应对市场和环境变化的时候，未能适应新形势的要求，导致国窖 1573 从 2012 年开始销售连续大幅下滑。

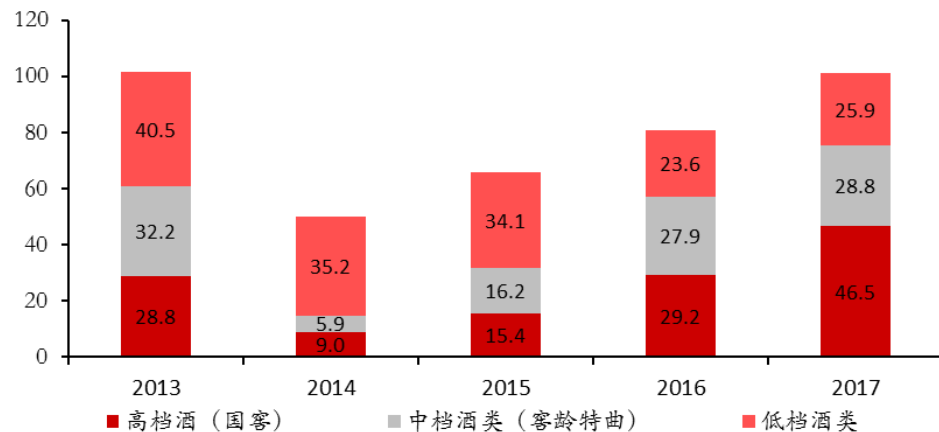
图 4： 泸州老窖曾未能适应新环境（营业收入，亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

2015 年 6 月，泸州老窖管理层正式完成新老交替。新任董事长和总经理均为公司多年市场和管理一线员工出身。新管理层就任后，从公司组织架构、产品和营销三方面进行全面改革，在行业复苏以及公司改革下，公司经营效益初见成效。

图 5： 泸州老窖开始恢复增长（营业收入，亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

随着新管理层的管理改革推进，公司组织架构上的“四总三线一中心”体系构建完成，营销决策、指挥、监督、协调高度统一，销售模式创新成效明显。公司通过加快推动营销组织体系由“垂直型”向“蜂窝状扁平化”方向转变，试点“阿米巴”营销组织管理模式，增强了作战的灵活性和战斗力。

公司产品方面实行产品精减，聚焦五大单品。公司实施聚焦五大单品的产品战略，重点打造国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲 5 大超级单品。为配合实施大单品战略，公司对产品品牌进行重新梳理，目前泸州老窖产品结构层次清晰，国窖 1573 终端价格 700 元以上，定位高端；窖龄酒和特曲为腰部产品，分别定位次高端和中端；头曲和二曲价位在 15-110 元，定位低端。通过这一系列整改措施，公司产品结构清晰、价格体系顺畅、品牌影响力持续提升。

公司营销方面向品牌专营模式演进。2015 年之前公司以区域为划分的“柒泉模式”为主进行营销，即公司、片区核心销售团队与经销商共同出资，成立专营公司核心品牌的营销服务公司。柒泉公司负责各区域内除博大公司之外的所有中高端产品销售，销售公司以较低价格向柒泉公司供货，主要的投放费用由各柒泉公司承担，这样使得在行业快速发展时期，公司能够快速扩张，但相应的缺乏对渠道以及品牌的把控能力。

2013 年管理层开始建立“品牌专营”用来代替“柒泉模式”，公司分别于 2013 年、2015 年、2016 年成立特曲、国窖和窖龄酒品牌专营公司，博大公司负责低端酒销售。每个专营公司主要由“柒泉模式”中优秀经销商参股组成，进行各品牌专门化运作、精细化管理，国窖、特曲、窖龄酒三大品牌专营公司分开运作，每个专营公司各设数十个子公司，管理不同区域的销售情况，同时精简营销层级，只设一级经销商、团购商或者终端。

图 6： 公司调整后的战略

<b>组织架构</b>		“四总三线一中心”体系构建完成，营销决策、指挥、监督、协调高度统一。销售模式创新成效明显。加快推动营销组织体系由“垂直型”向“蜂窝状扁平化”方向转变，试点“阿米巴”营销组织管理模式，增强了作战的灵活性和战斗力。
<b>产品和价格</b>	<b>国窖1573</b>	1、重点推进国窖1573，目标18年量增50%，到2020年实现1.5万吨产能；2、国窖1573经典装维持稳价策略。同时在终端配额上，严格按终端配额制执行，推动终端价格稳中有升。价格双轨制配额内按计划内价格执行，超配额按计划外价格执行。
	<b>特曲酒</b>	打造“一体两翼”布局，一体是作为老八大名酒的老字号特曲回归，推进全国化布局；两翼是纪念版和晶彩版，主要针对泸州老窖的弱势和空白市场
	<b>窖龄酒</b>	定位于“精英商务用酒”，将产品重心从窖龄30年，逐渐调整至窖龄60年和窖龄90年。
<b>渠道和销售</b>		成立国窖、特曲、窖龄酒和博大四大专营公司 通过推进客户联盟为主导的直分销渠道操作模式，持续扩大直营渠道占比，缩减渠道层级，巩固了渠道合理利润，确保了公司市场营销策略的执行力；通过推进以控制核心终端、服务核心消费者为中心的双“124”工程，大幅提升了终端网点控制力和消费者服务力

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7：品牌专营模式和柒泉模式对比

	品牌专营模式	柒泉模式
划分	按品牌划分为三大专营公司	按区域划分为六家柒泉公司
管理	泸州老窖任命专营公司管理层及人员，并管理子公司掌控单品的营销，品牌公司收入管理独立，上市公司税负减少	泸州老窖通过合同、利益等方式对柒泉公司的行为进行规范和监督，再由柒泉公司管理区域内的经销商
入股	柒泉公司的持股经销商重新划分到相应的品牌专营公司；新经销商按照产品销量以现金形式入股	核心经销商的持股比例按照入股前一年度产品的销售额确定，并为新经销商预留一定的股权；原区域的销售人员也可入股
终端	层级扁平，终端直控	将产品推广、营销等外包给经销商，终端掌控能力弱

资料来源：公司公告，川财证券研究所

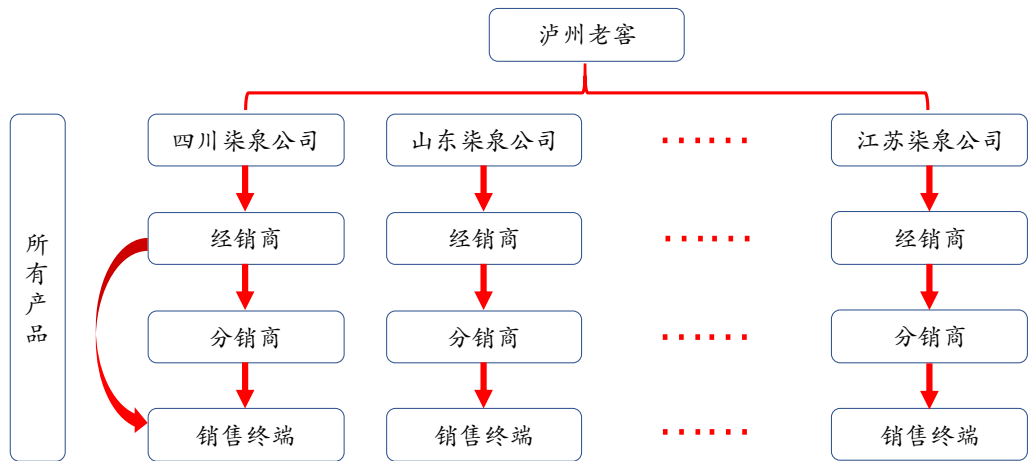
## 品牌专营模式更利于公司大单品战略和深度营销

品牌专营模式将更有利于公司大单品战略，主要是因为：

1) 分品牌运营有效梳理渠道体系。柒泉模式下，所有品牌的市场运作权统一由柒泉公司负责，但不同价格带的品牌运作存在诸多差异，这也导致经销商跨地区窜货套利现象频发，产品价格体系混乱，且柒泉公司存在侧重推广利润率高的品牌而忽视其他品牌的情况。而分品牌独立营销，则能帮助公司及及时掌控各品牌的市场营销与渠道体系。

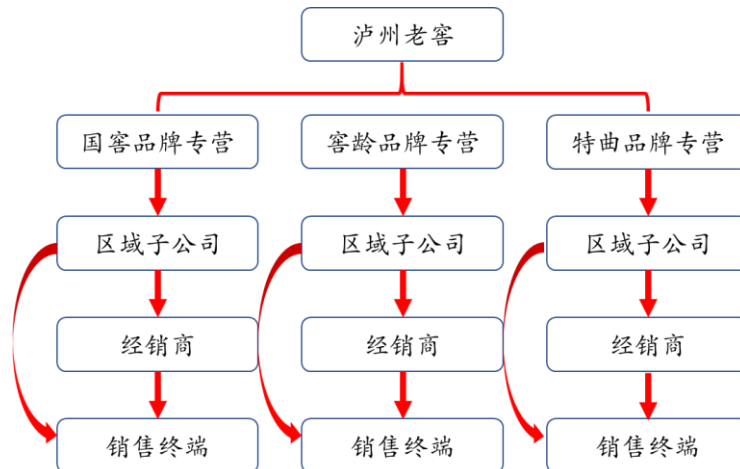
2) 经销层级减少，终端控制力加强。之前柒泉模式的渠道层级大约有 4-5 层，而品牌专营模式的渠道层级通常只有三层，使得公司具备较强的终端管控能力。公司已在全国建立 20 余家品牌区域专营子公司，同时公司加大销售队伍建设，2016 年公司一线销售团队人数增至 7000 多人，较 2014 年同比增长 416%；2017 年公司销售团队人数已经突破 8000 人。

图 8： 柒泉模式组织架构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9： 品牌专营模式组织架构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 梳理产品结构实行大单品战略

2015年之前公司产品线杂乱，营销体系复杂，有非常多的品牌，核心产品不够突出。2015年7月公司从以往多元化品牌战略向大单品战略转型，着重打造国窖1573、窖龄酒、特曲、头曲、二曲5大产品线，实现高中低档全覆盖。目前公司五大产品结构清晰，定价合理。

图 10： 公司当前主要产品

品牌	品牌定位	主要场景	终端价格(元)	主要竞争对手	负责部门
国窖1573	高端		729-969	洋河梦之蓝	国窖专营销售公司
窖龄酒	次高端	商务精英	258-458	洋河天之蓝、汾酒青花20年	窖龄酒专营销售公司
特曲	中端	宴席用酒	278-488	洋河天之蓝、古井贡年份原浆5年	特曲专营销售公司
头曲、二曲	低端	大众消费	100以下		博大公司

资料来源：公司公告，京东，川财证券研究所

## 行业、公司双驱动，国窖 1573 延续高增长

国窖 1573 在高档酒中性价比凸显，目前茅台一批价 1700 元左右，且断货严重；五粮液提高出厂价到 739 元之后，目前一批价稳定在 820-840 元；国窖 1573 当前出厂价为 740 元，已经实行顺价销售，目前一批价在 760-780 元，性价比凸显。

图 11： 国窖 1573 产品价格情况

国窖 1573	
2016年6月	52° 500ml二批价不低于640元/瓶，消费者成交价建议不低于680元/瓶。
2016年10月	52° 500ml计划内配额结算价保持不变，计划外价格上调为660元/瓶。
2016年12月	52° 500ml二批指导价上调20元至660元/瓶，消费者成交价不低于700元/瓶。
2016年12月	四川地区自2017年起，52° 500ml计划内打款价上调至700元/瓶（含40元保证金），计划外价格上调至740元/瓶
2017年3月	52° 500ml出厂价上调至680元/瓶，计划外价格为740元/瓶。
2017年7月	52° 500ml出厂价由680元/瓶上调至740元/瓶，计划外价格上调至810元/瓶，
2017年8月	北京、四川地区52° 500ml出厂价上调至760元/瓶，计划外价格为810元/瓶。
2017年8月	38度500ml经典装1573计划内每瓶上涨20元至550元
2017年9月	国窖、窖龄等五大单品全面停止发货
2017年10月	每瓶52° 500ml建议零售价由899元提至969元。
2017年12月	国窖1573停止接受订单
2018年6月	每瓶52° 500ml终端供货裸价在原供价基础上上调10元/500ml

资料来源：公司公告，美酒招商网，川财证券研究所

## 酒企主动管理、大众消费承接行业趋势，高景气将持久

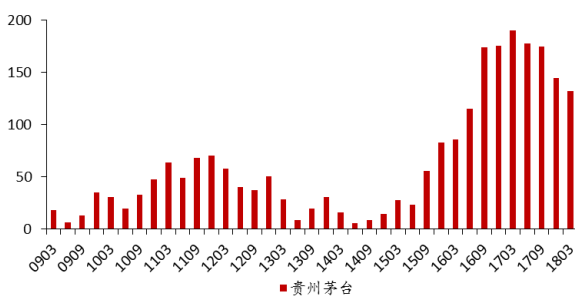
上一轮白酒牛市始于 2009 年，由一线白酒品牌茅台、五粮液、泸州老窖率先启动，带动白酒板块逐步复苏。同时受益于一线白酒提价，拉高价格带，让出中间价格带，使得二线白酒代表洋河、汾酒在 2010 年开始受益。当时体量较小的三线白酒代表酒鬼、沱牌在 2011 年下半年开始业绩快速上涨，但价格快速提升带来的白酒市场受政策影响从 2015 年开始收缩，而当时白酒价格已经处于相对高位，定位基本没有考虑大众消费的承受能力，导致整体白酒行业进入较长时间的内部消化时期。

白酒的需求主要由政务、商务、个人三部分组成。根据糖酒快讯数据显示，2012 年之前工作、政务、商务应酬消费占比达到 60% 以上，2012 年之前行业中政商务占需求主导。随着 2012-2016 年行业的内部消化，大众需求逐步承接三公消费，使得白酒筑底企稳。

我们结合上游酒企管理情况以及下游渠道库存情况，能较好理解此轮白酒行情与以往的不同。

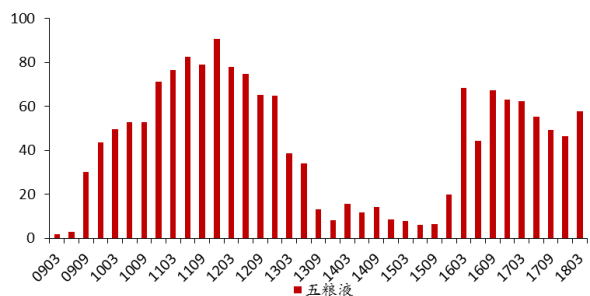
- 1、酒企主动管理。例如，借助发改委指引，茅台严厉打击渠道囤货、价格虚高，要求所有经销商必须将库存茅台酒全部投放市场，近期进货的市场投放率不低于 90%，销售公司要在春节前保证 7000 吨以上茅台酒供应。
- 2、从 2009-2016 年的预收款可以看出，预收款与批发价是正向关系，但进入 2017 年以来预收款已经开始与批发价成为反向关系，即预收款下行，但批发价上行。银基集团为经销多种名酒的渠道商，通过对比银基和高端白酒的存货可以很明显的看到 2017 年之前厂商预收款和渠道库存的反向关系，但 2017 年以后已经两者成为正向关系。

图 12： 贵州茅台预收账款逐渐下行



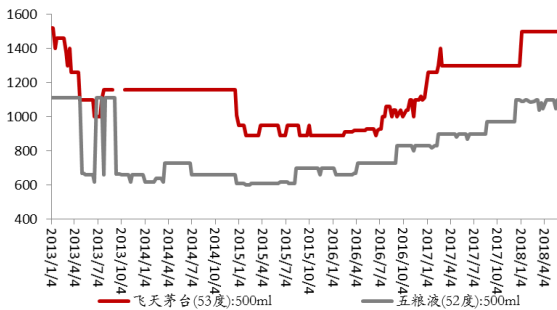
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13： 五粮液预收账款略有下行



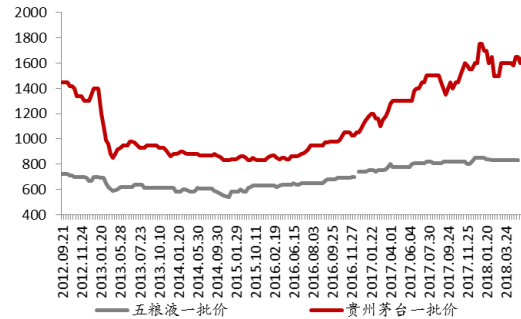
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14： 2017 年以来茅台与五粮液终端价上涨



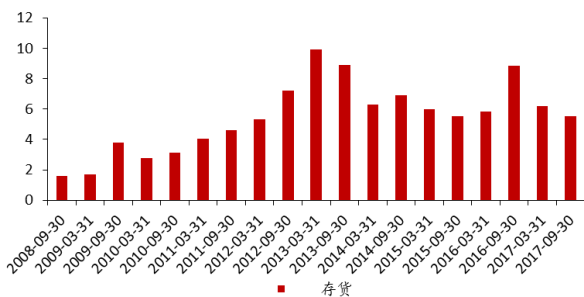
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15： 2017 年以来茅台与五粮液一批价上涨



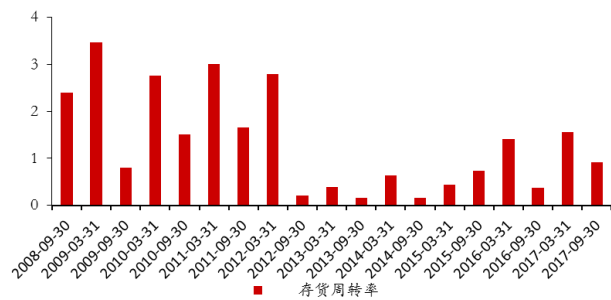
资料来源：川财证券研究所

图 16： 2017 年以来银基集团并未囤积存货



资料来源：Wind，川财证券研究所

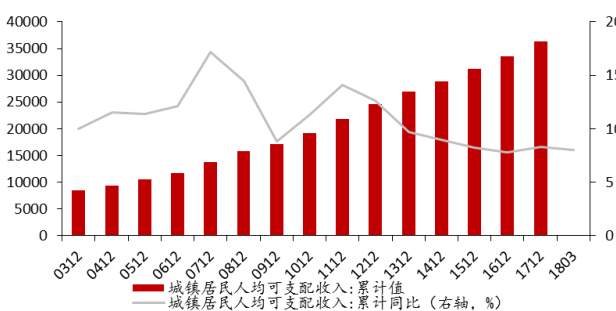
图 17： 2017 年以来银基集团并未囤积存货



资料来源：Wind，川财证券研究所

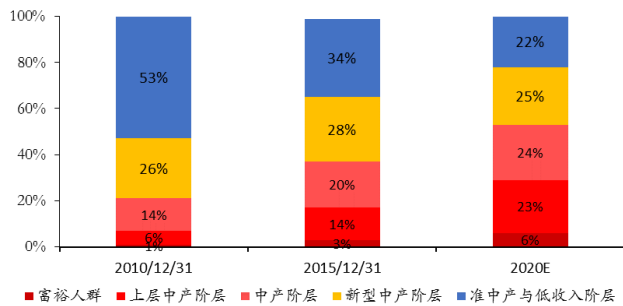
3、大众需求崛起。2017 年我国城镇居民人均可支配收入 3.64 万元，过去 5 年复合增速 8.18%，整体收入增长快于通胀，居民的实际购买力仍处于提升趋势中。根据波士顿咨询数据显示，未来中国富裕阶级和上层中产阶级将逐渐崛起，2015-2020 年的财富复合增速有望达到 16.9% 以及 12.3%，家庭月均可支配收入在 1.25 万元以上的家庭属于消费高端、次高端白酒的重要人群，大众需求能够较好的承接当前白酒的消费趋势。

图 18： 居民人均可支配收入持续增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

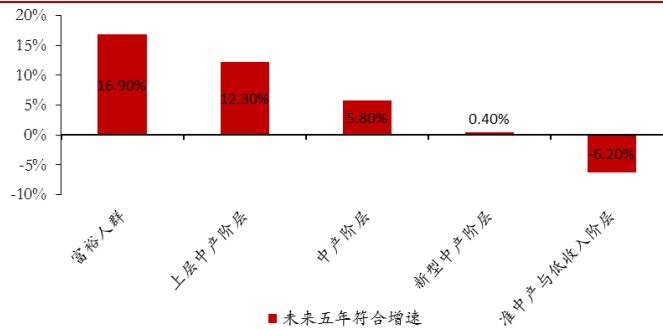
图 19： 中产及以上阶层增加使得消费持续升级



资料来源：BCG，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

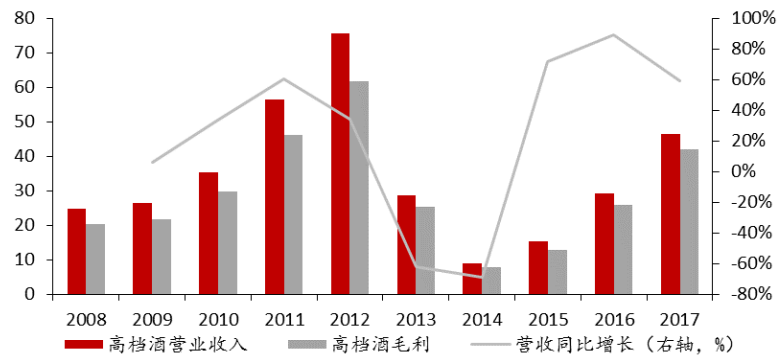
图 20：富裕人群、上层中产阶层财富快速增长



资料来源：BCG，川财证券研究所

国窖 1573 将受益于：1、大众消费承接行业趋势，白酒消费持续升级；2、高端白酒持续提价，国窖 1573 性价比凸显；3、公司整体战略效果优异。预计 2018 年国窖 1573 仍能保持 40% 以上的销量增长，叠加价格因素，预计 2018 年国窖 1573 将保持 50% 以上增速。2017 年国窖公司实现订单量翻番，2020 年产能可达到 1.5 万吨，我们预计 2018 年 1573 出厂价格稳中略升，销量维持高增长。

图 21：国窖 1573 持续高增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 聚焦窖龄酒与特曲，发力次高端

公司五大核心单品中明确腰部产品为窖龄和酒特曲。公司通过多次实施停货、控价等措施梳理价格体系，稳固提升市场价格，确保渠道利润解决腰部产品一直以来定位不清晰，价格重叠的情况。公司特曲和窖龄酒已经调整到位，开始恢复增长，预计 2018 年特曲和窖龄酒将能保持增长。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 22：特曲、窖龄酒产品结构

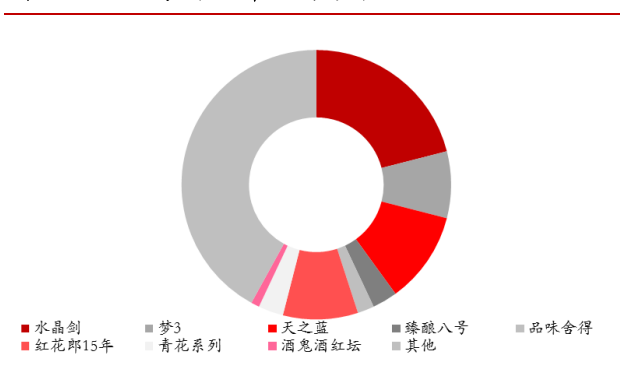
产品名称	产品名称	终端价（元/瓶）
特曲	特曲老酒7年	298
	特曲老酒9年	498
	老字号特曲	228
	纪念版特曲	488
	晶彩版特曲	368
窖龄酒	窖龄30年	198
	窖龄60年	270
	窖龄90年	488

资料来源：京东，川财证券研究所

### 次高端市场扩容，向全国化酒企进军

次高端白酒在高端白酒价格上行后，次高端品牌和二线龙头有较强提价空间和预期，现在高端白酒和次高端的价格差距已经使得次高端白酒性价比极高，大众消费的高性价比优势和消费价格优势将使得次高端市场继续扩容。2015年中国白酒市场规模5558.86亿元，次高端白酒市场占有率约为3.13%，则2015年次高端市场约为174亿元，预计次高端未来每年将获得150亿上下的增量扩容，2016年次高端市场规模约为316亿元，预计2017年次高端市场规模有望突破500亿，到2020年前后有望突破1000亿。随着高端白酒的价值回归和国内个人财富、消费的增长，极具性价比的次高端酒便越来越受到消费者的青睐，并且在“消费升级”的带领下，次高端酒具有全国性扩张的潜能和趋势。次高端白酒市场格局较为分散，各个公司将凭借渠道和品牌营销的全面布局，向全国化酒企进军。

图 23：次高端品牌格局分散



资料来源：公司公告，草根调研，川财证券研究所

图 24：部分次高端酒企市场战略

公司	战略
汾酒	省外重点扩张3大板块市场，分别为华北（京津冀为核心）、鲁豫（河南和山东为核心）、西北（陕西和内蒙为核心）板块
水井坊	依托蘑菇战略，从2016年上半年5个主要核心市场到2016年下半年新增5个次核心市场，2017年下半年增加第三个5个新兴核心市场。
舍得酒业	聚焦核心市场，营销组织架构调整，充分授权，先聚焦大华北等传统市场，根据市场类型给予不同费用政策，未来发展华东、华南潜力市场

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 次高端酒企有望依靠渠道优势快速放量

目前全国渠道布局完成的几乎只有剑南春、郎酒和沱牌舍得，且所占份额均不大，故次高端白酒未来增长空间很大。高端市场酒企更依赖于品牌驱动，消费者对品牌更加信赖。次高端酒类在品牌价值上虽然不如高端酒，品牌对消费者的吸引力相对较弱，但如果拥有强大的渠道布局推动营销，那么对公司的发展是有益的。最为典型的例子如洋河股份，凭借其强大的渠道能力，公司2017年上半年省外市场营业收入已占比近一半。因此兼备品牌和渠道优势的次高端酒企有望在次高端市场分得较大份额蛋糕。未来几年，次高端及高端白酒有望继续放量增长。

### 借助公司品牌以及渠道，发挥特色品牌优势

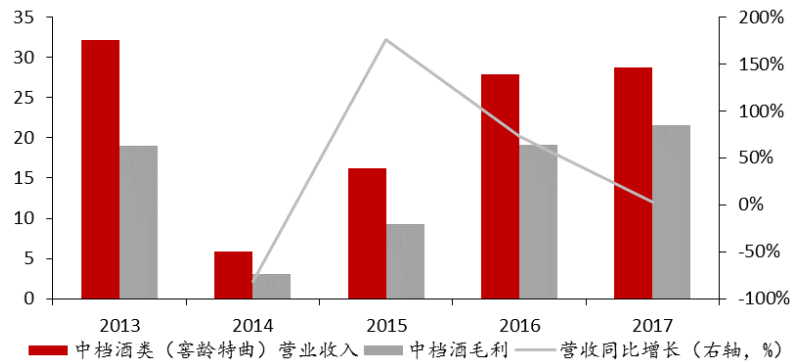
近年来公司中档酒销量快速恢复。确立“大单品”战略后，公司腰部品牌聚焦在窖龄及特曲上，2015年之后开始逐步解决腰部产品定位重叠，价格定位不清晰的问题。2016年至今，公司实施多次整改措施，逐步稳固、逐步提高产品价格，确保渠道利润。

图 25：特曲、窖龄酒整改措施

时间	整改措施
2016年1月	老字号特曲停止供货；高度酒价格不低于860元/件，低度酒价格不低于810元/件
2016年3月	推出两款战略新品，纪念版和晶彩版
2016年7月	窖龄酒停止供货
2016年9月	加强老字号特曲的月度配额管理，10月份起开始超额计划外结算价格加收5元执行；停止窖龄酒30、60年常规装销售订单和发货
2016年11月	停止老字号特曲订单的接受和发货；老字号特曲高度酒上调148元/件，至1008元/件
2016年12月	特曲瓶贮成品酒实施年份定价
2017年1月	窖龄30年实现结算价格双轨制，计划内价格不变，计划外价格52° 188元/瓶
2017年3月	窖龄30出厂价提高至218元/瓶；老字号特曲出厂价提升至218元/瓶
2017年5月	52° 窖龄30年制单价上调10元/瓶。执行窖龄酒全品项计划配额售卖制度
2017年7月	实现价格与制单价格分离，提高30年38°、43°制单价格10元/瓶

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 26：特曲、窖龄酒近年增长较为迅速（营业收入，亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 低端酒头曲、二曲已开始恢复

2012年之前，泸州老窖公司条码费从几百万到几千万不等，在2013年行业深度调整期间，公司希望通过将条码费降至30万元/年来扩张市场份额，这样使得大量低端品牌充斥市场，稀释泸州老窖整体品牌力。2015年公司精简产品线，确立低端定位的头曲、二曲两大单品，公司一方面清理盈利能力低的条形码，另一方面逐步提高产品价格。截止目前，公司条码数已经从2015年的8700多个逐步降到了目前的400多个。

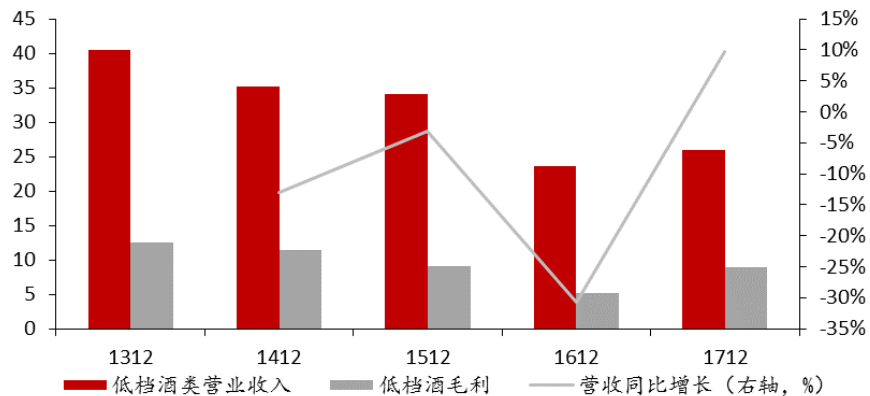
图 27：公司低端酒整改措施

时间	整改措施
2015年8月	对头二曲100元/瓶以下的价格带实施管理，光瓶品鉴酒价格不得低于结算价的70%
2015年9月	老头曲出厂价上调15%
2015年11月	上调头曲价格20%
2015年12月	总经销产品停止对遗留包材的生产和产品发货，博大公司均上调购货价5%-10%
2016年2月	清理总经销产品达1874个
2017年5月	博大条码降至430个，还将继续淘汰至保留5-10个大单品，不继续开发新产品
2017年11月	博大公司再次上调头二曲价格，调价幅度在20%
2018年5月	博大公司均上调购货15%

资料来源：公司公告，糖酒快讯，川财证券研究所

从公司低端酒业绩来看，2016年公司仍处于调整期，全年低端酒营业收入为23.6亿元，同比下降30.7%；2017年公司低端酒的头曲、二曲已经开始逐步恢复。

图 28： 公司低端酒开始恢复增长（营业收入，亿元）

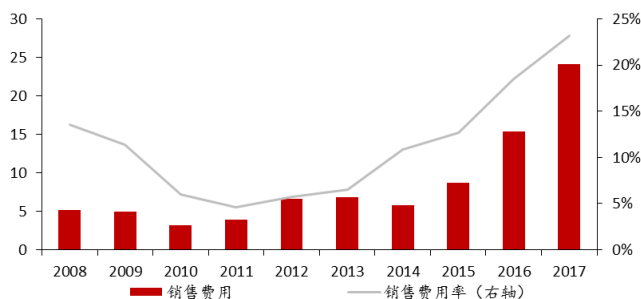


资料来源：Wind，川财证券研究所

## 深耕现有市场，持续发力省外

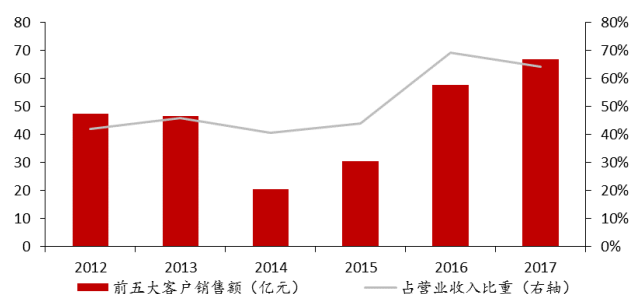
公司实行品牌专营模式以来，经营效果显著。公司销售费用大幅增加以及前五名客户合计销售金额占比大幅提升，由2014年的40.7%提升至2017年的64.2%，能较好的反映品牌专营公司优质资源集中、深耕渠道的优势以及效果。由于公司直接管理经销商，为了减少对其经销商的资金占用，公司对经销商打款要求适当放宽，减少企业预收款项，促使周转率提升。

图 29： 公司销售费用快速上升



资料来源：Wind，川财证券研究所

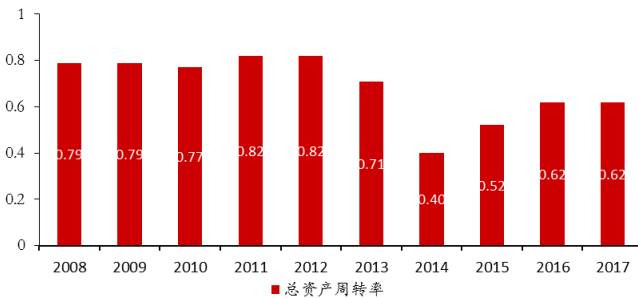
图 30： 公司前五大客户比重提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

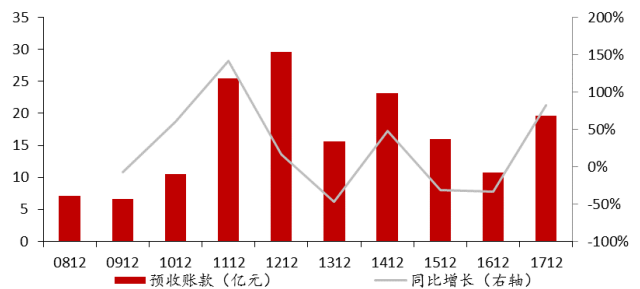
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 31： 存货周转率逐步提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32： 预收帐款增长不多

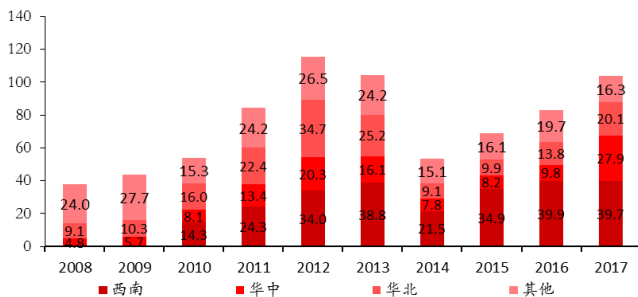


资料来源：Wind，川财证券研究所

### 持续发力省外

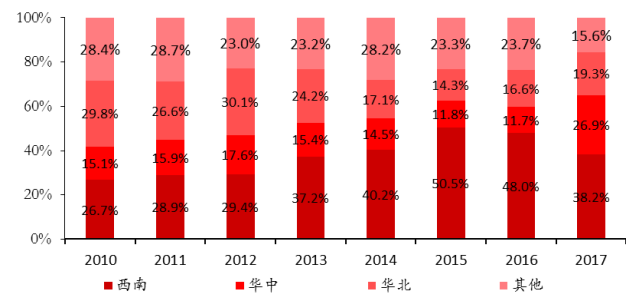
公司不断加强对薄弱市场进行开拓，目前西南地区营收占比仅 40%，远低于同类公司，亦代表着公司全国化能力相对较高。随着公司渠道逐渐下沉扩张、8000 多销售人员以及覆盖全国的品牌专营子公司的营销网络，将使得渠道深耕至全国。

图 33： 公司持续发力省外



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34： 公司持续发力省外



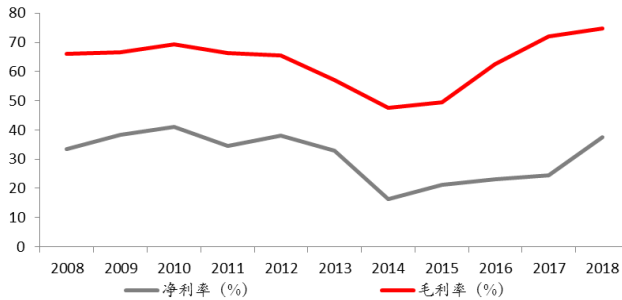
资料来源：Wind，川财证券研究所

### 公司盈利能力持续提升

随着渠道下沉以及公司核心产品的不断提价及放量，带动毛利率快速上行，预计未来毛利率有望逐步提升。2015 年国窖 1573 毛利率从 82.31% 提升至 2017 年 90.36%，特曲和窖龄酒毛利率从 2014 年 51.4% 提升至 2017 年 75.14%。由于国窖 1573 收入占比持续提升，公司整体毛利率从 2014 年 47.6% 提升至 2017 年 74.67%。

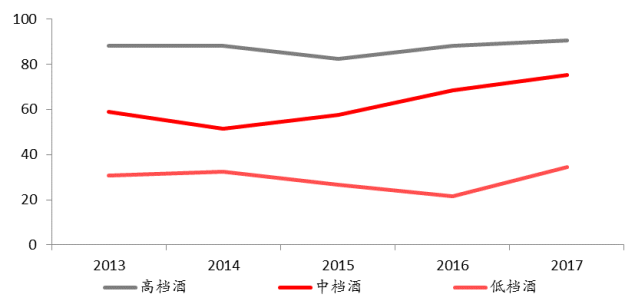
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 35： 公司盈利能力持续提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 36： 公司盈利能力持续提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 投资建议

我们预估公司 2018 年、2019 年以及 2020 年营业收入分别为 126.9、150.6 以及 176.0 亿元，同比增速分别为 25.2%、22.1%以及 18.7%，净利润分别为 33.8、42.7 以及 52.5 亿元，EPS 分别为 2.3、2.9 以及 3.6 元/股，对应 PE 分别为 24.3、19.3 以及 15.7 倍。

首次覆盖给予泸州老窖「增持」的投资评级，基于

- 1、新管理层上任，组织架构、产品、营销全面改革
- 2、品牌专营模式更利于公司大单品战略和深度营销
- 3、梳理产品结构实行大单品战略
- 4、深耕现有市场，持续发力省外。

图 37： 白酒行业公司估值比较

日期	2018/7/30	股价	总市值	EPS			PE		
				18E	19E	20E	18E	19E	20E
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)						
600519.SH	贵州茅台	738.6	9,277.8	29.0	35.4	43.1	25.5	20.8	17.1
000858.SZ	五粮液	74.2	2,879.8	3.3	4.2	5.3	22.4	17.5	14.0
002304.SZ	洋河股份	134.1	2,021.0	5.5	6.8	8.1	24.4	19.8	16.5
600809.SH	山西汾酒	61.6	533.1	1.8	2.5	3.3	33.9	24.7	18.9
603589.SH	口子窖	56.8	341.0	2.5	3.1	3.7	22.6	18.0	15.4
600779.SH	水井坊	55.2	269.6	1.3	2.0	2.6	42.1	28.2	20.9
600559.SH	老白干酒	21.0	139.8	0.6	1.0	1.3	32.3	21.5	15.6
600702.SH	舍得酒业	33.8	114.0	1.2	1.9	2.7	27.9	17.8	12.8
000799.SZ	酒鬼酒	23.9	77.8	0.8	1.2	1.7	28.2	19.2	14.0
平均值				5.1	6.5	8.0	28.8	20.8	16.1

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 风险提示

白酒行业景气度下降；

食品安全风险；

公司渠道拓展风险。

报表预测					
利润表 (人民币, 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8304.00	10394.87	12689.70	15057.70	17596.56
减: 营业成本	3119.54	2917.82	3348.47	3702.74	4069.24
营业税金及附加	844.64	1335.11	1629.85	1934.00	2260.08
营业费用	1539.28	2411.88	2537.94	3011.54	3519.31
管理费用	543.88	569.45	761.38	828.17	879.83
财务费用	-58.79	-106.90	-179.10	-212.29	-253.19
资产减值损失	0.52	0.45	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	225.05	138.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2539.98	3405.37	4591.16	5793.54	7121.29
加: 其他非经营损益	-10.10	5.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	2529.88	3410.89	4591.16	5793.54	7121.29
减: 所得税	580.18	820.63	1147.79	1448.38	1780.32
净利润	1949.70	2590.25	3443.37	4345.15	5340.97
减: 少数股东损益	21.95	44.08	58.60	73.94	90.89
归属母公司股东净利润	1927.74	2546.17	3384.77	4271.21	5250.08
资产负债表 (人民币, 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4591.96	7669.17	8250.82	10619.31	11886.78
应收和预付款项	2267.60	2919.84	4057.29	4202.82	5431.91
存货	2488.29	2811.87	2935.65	3419.96	3564.73
其他流动资产	153.41	72.86	72.86	72.86	72.86
长期股权投资	1712.15	1824.89	1824.89	1824.89	1824.89
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1362.66	2697.16	2289.10	1881.04	1472.97
无形资产和开发支出	235.28	231.04	198.15	165.27	132.38
其他非流动资产	322.36	322.58	322.58	322.58	322.58
资产总计	13133.71	18549.40	19951.33	22508.73	24709.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2008.94	3236.80	3307.70	4185.48	4321.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2008.94	3236.80	3307.70	4185.48	4321.31
股本	1402.25	1464.75	1464.75	1464.75	1464.75
资本公积	651.34	3543.52	3543.52	3543.52	3543.52
留存收益	8976.91	10163.18	11435.61	13041.28	15014.94
归属母公司股东权益	11030.50	15171.45	16443.88	18049.55	20023.21
少数股东权益	94.13	141.15	199.74	273.69	364.58
股东权益合计	11124.63	15312.59	16643.63	18323.24	20387.79
负债和股东权益合计	13133.71	18549.39	19951.33	22508.72	24709.10

现金流量表 (人民币, 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流量	2627.18	3697.84	2514.89	4821.74	4290.69
投资性现金流量	-236.46	-1396.44	0.00	0.00	0.00
筹资性现金流量	-1169.42	1326.35	-1933.24	-2453.25	-3023.23
现金流量净额	1221.38	3627.60	581.65	2368.49	1267.46

财务分析和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	62.43%	71.93%	73.61%	75.41%	76.87%
销售净利率	23.48%	24.92%	27.14%	28.86%	30.35%
ROE	17.48%	16.78%	20.58%	23.66%	26.22%
ROA	18.80%	17.79%	22.11%	24.80%	27.80%
ROIC	28.76%	39.77%	44.57%	51.07%	68.39%
<b>成长能力</b>					
销售收入增长率	20.35%	25.18%	22.08%	18.66%	16.86%
净利润增长率	25.73%	32.85%	32.94%	26.19%	22.92%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	15.30%	17.45%	16.58%	18.59%	17.49%
流动比率	4.73	4.16	4.63	4.38	4.85
速动比率	3.41	3.27	3.72	3.54	4.01
<b>经营效率</b>					
总资产周转率	0.63	0.56	0.64	0.67	0.71
存货周转率	1.25	1.04	1.14	1.08	1.14
<b>业绩和估值</b>					
EPS	1.316	1.738	2.311	2.916	3.584
BPS	7.531	10.358	11.226	12.323	13.670
PE	42.70	32.33	24.32	19.27	15.68
PB	7.46	5.43	5.01	4.56	4.11

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0001