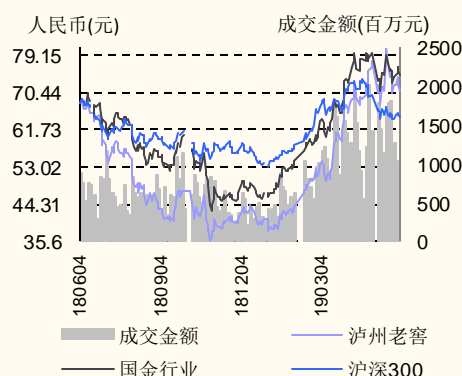


市场价格 (人民币): 70.63 元

目标价格 (人民币): 82.50 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,460.11
总市值 (百万元)	105,183.88
年内股价最高最低 (元)	77.88/35.60
沪深 300 指数	3730.45
深证成指	9235.39



内部调整多方发力, 品牌复兴未来可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.746	2.380	3.097	3.941	4.978
每股净资产(元)	10.36	11.58	13.03	15.27	18.50
每股经营性现金流(元)	2.52	2.93	3.11	3.91	4.37
市盈率(倍)	37.79	17.09	22.81	17.92	14.19
净利润增长率(%)	32.69%	36.27%	30.12%	27.27%	26.32%
净资产收益率(%)	16.86%	20.55%	23.77%	25.81%	26.91%
总股本(百万股)	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75	1,464.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **产品渠道多方发力, 品牌复兴指日可待。**泸州老窖上市至今 25 年, 历经坎坷, 踏过兴衰, 2017 年公司营收重回百亿阵营, 目前正走在一条前景向好的品牌复兴之路。18 年公司实现营业收入 130.55 亿元 (+25.60%), 归母净利润 34.86 亿元 (+36.27%), 我们认为, 未来公司在产品、渠道多方发力的背景下有望继续实现稳健增长, 品牌复兴指日可待。
- **战略选择的正确性是公司业绩快速恢复增长的核心驱动力, 同样也是未来业绩稳健增长的最好保证。**15 年公司明确五大单品战略, 近年来坚定双品牌战略不动摇。我们认为, 在 14 年公司业绩急剧下滑的背景下, 关键战略的明确有助于为企业指明未来发展方向, 同时合理安排企业资源, 加速业绩的恢复增长。而在业绩稳定的当下, 坚守正确的战略方向则是未来业绩稳健增长的最好保证, 18 年业绩的稳健增长则为我们验证了这一结论;
- **高端、次高端双发力, 推动公司业绩稳步增长。**国窖 1573 在高端战线兼具品牌力与性价比, 随着茅台产量略受限为国窖 1573 留下空间以及产品结构优化带来的吨价提升, 1573 业绩有待释放; 特曲、窖龄共同构建公司的次高端产品矩阵, 在高端酒批价上行趋势下整体价格带上移, 19 年春糖会期间, 公司定下国窖、泸州老窖 (特曲+窖龄) 双品牌双百亿的目标, 随着次高端体量扩容, 特曲、窖龄有望实现价值回归, 推动公司业绩稳步增长;
- **经销商管控加强, 加快推进全国化市场开发。**原有染泉模式 (按区域划分染泉公司, 经销商持股, 由染泉公司负责销售和市场开拓) 对经销商管控较差, 潜在风险较高。2015 年转变为品牌专营模式后, 公司不断加强经销商管控, 制定较为完备的考核体系, 终端价格体系理顺为业绩增长奠定基础。目前公司立足川渝基地市场, 加快开拓其他薄弱市场, 未来有望借鉴西南成熟市场的培育经验加快推进全国化征程, 为公司业绩增长添加助力。

投资建议

- 在双品牌战略下, 我们认为公司高端、次高端将持续发力, 产品结构不断优化, 结合近年来公司渠道端逐步理顺为业绩增长奠下基础, 我们给出盈利预测: 预计 2019-2021 年收入分别为 162.4 亿元/200.2 亿元/242.3 亿元, 同比 +24.4%/23.2%/21.0%, 归母净利分别 45.4 亿元/57.7 亿元/72.9 亿元, 同比 +30.1%/27.3%/26.3%, 对应 EPS 分别为 3.10 元/3.94 元/4.98 元, 目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 23X/18X/14X, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行/批价上涨不达预期/行业竞争加剧/经销商管控不达预期。

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、深度复盘老窖历史，探索品牌兴衰之路.....	5
1.1 浮沉二十年，公司内部多次调整	5
1.2 管理层变革成效凸显，老窖重回百亿阵营	11
二、白酒迎来新一波发展机遇，行业有望继续扩容	14
2.1 白酒经历新一轮复苏期，一线白酒批价持续上扬.....	14
2.2 高端白酒格局稳固，次高端有望迎来分化	16
2.3 民间消费逐渐崛起，市场渠道多元化拓展	17
三、改革调整多方发力，助推老窖重回百亿.....	18
3.1 立足五大单品坚定双品牌战略，产品结构持续优化	18
3.2 立足西南基地市场，加快推进全国化布局	25
四、同行对比经营稳健，品牌复兴指日可待.....	26
4.1 经营发展较为稳健，盈利能力逐年提升.....	26
4.2 高端、次高端双发力，双品牌双百亿可期	29
五、投资建议	30
六、风险提示	30

图表目录

图表 1：泸州老窖历年来重要事件一览图（亿元）	5
图表 2：1994-2002 年公司营收及归母净利润（亿元）	6
图表 3：1996-2002 年茅五泸营收增速对比.....	6
图表 4：1994-2002 年公司毛利率与净利率.....	6
图表 5：1994-2002 年公司期间费用率.....	6
图表 6：2002-2005 年间白酒占比持续提升.....	7
图表 7：公司发展早期各项业务毛利率水平.....	7
图表 8：泸州老窖自 2002 年起逐步剥离其他非白酒业务.....	7
图表 9：2003-2012 国窖 1573 出厂价多次上涨（元/瓶）	8
图表 10：公司高端产品收入占比不断提升.....	8
图表 11：泸州老窖染泉模式.....	9
图表 12：2003-2012 年公司营收与净利润（亿元）	10
图表 13：2003-2012 年公司毛利率、净利率与费用率.....	10
图表 14：2013-2014 年间泸州老窖逆势提价.....	11
图表 15：2013-2014 年公司高档酒占比急速下滑.....	11
图表 16：2013-2014 年公司业绩大幅下降（亿元）	11
图表 17：2013-2014 年毛利率、净利率不断下降.....	11
图表 18：2015 年公司新任管理层简介.....	12
图表 19：截至 2019Q1 泸州老窖股权结构.....	12
图表 20：泸州老窖五大单品战略.....	12

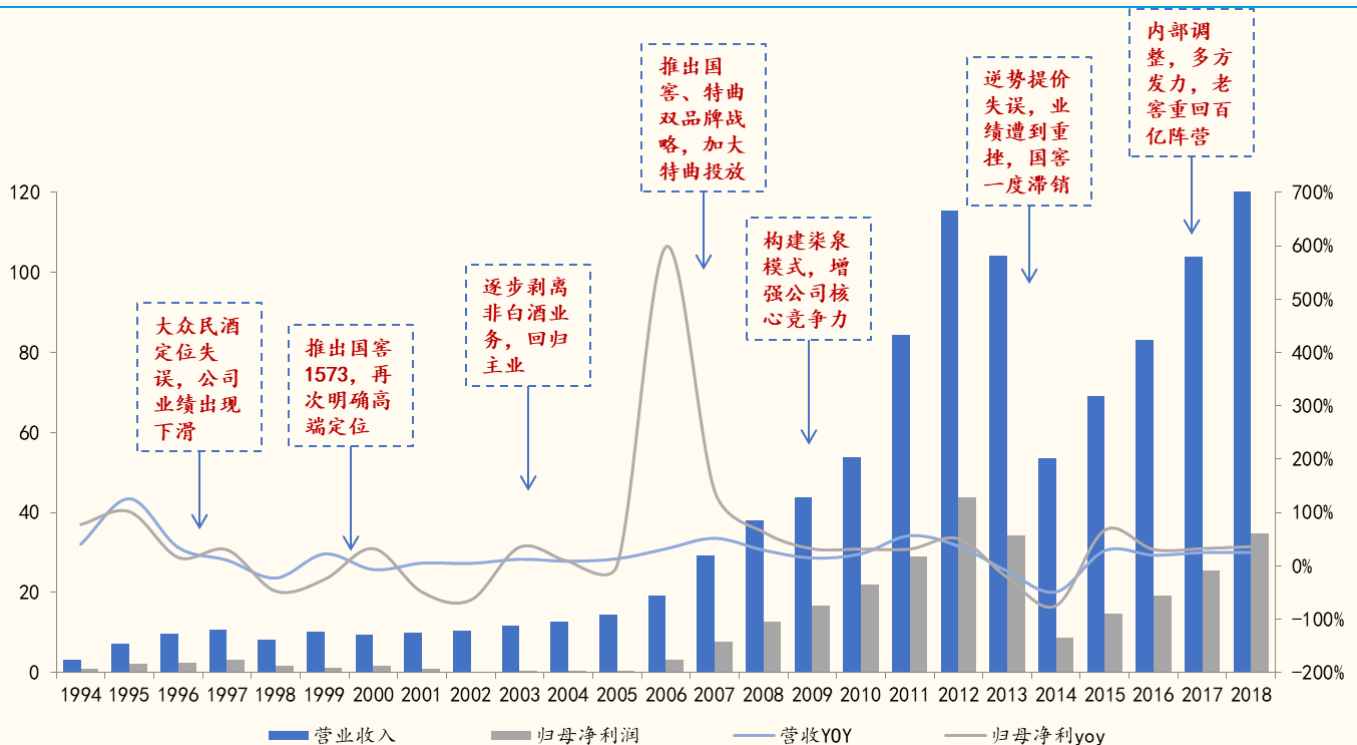
图表 21: 品牌专营模式逐渐替代柴象模式.....	13
图表 22: 专营模式 VS 柴象模式.....	13
图表 23: 2015 年以来公司业绩逐渐上升 (亿元)	14
图表 24: 2015 年以来高档酒占比持续提升.....	14
图表 25: 公司产品吨价不断提升 (万元/吨)	14
图表 26: 2015 年以来毛利率、净利率不断提升.....	14
图表 27: 历年来白酒产量及其增速 (万千升)	15
图表 28: 典型白酒企业历年来营收增速变化.....	15
图表 29: 我国白酒行业自改革开放以来共经历三轮调整期.....	15
图表 30: 茅台、五粮液、国窖 1573 批价走势 (元/瓶)	16
图表 31: 茅五泸高端产品总量总体仍在扩容 (吨)	16
图表 32: 2018 年白酒行业集中度仍较为分散.....	17
图表 33: 白酒行业逐渐聚焦高端与次高端.....	17
图表 34: 茅五泸高端白酒市场份额变化 (收入口径)	17
图表 35: 次高端白酒行业竞争格局.....	17
图表 36: 2012 年以前白酒消费以政务需求为主.....	18
图表 37: 商务消费和民间消费逐渐占据主导地位.....	18
图表 38: 国窖 1573 历年收入以及增速 (亿元)	19
图表 39: 2015 年以来国窖 1573 毛利率不断提升	19
图表 40: 国窖系列产品详情一览.....	19
图表 41: 国窖 1573 消费行为占比.....	20
图表 42: 三大品牌核心高端产品送礼品占比对比.....	20
图表 43: 2016 年 10 月以来泸州老窖国窖 1573 经典装多次提价.....	20
图表 44: 2016 年以来茅五泸一批价不断上扬 (元/瓶)	21
图表 45: 国窖 1573 渠道利润 (元/瓶)	21
图表 46: 特曲系列酒核心产品一览.....	22
图表 47: 2017 年之后特曲价格经历多次调整.....	22
图表 48: 窖龄系列核心产品一览.....	23
图表 49: 2017 年以来窖龄系列不同产品价格调整.....	23
图表 50: 特曲+窖龄收入以及增速 (亿元)	24
图表 51: 2015 年以来公司中档酒毛利率不断提升.....	24
图表 52: 2012-2017 年不同销售区域营收增速对比.....	25
图表 53: 2012-2017 年不同区域收入结构占比.....	25
图表 54: 2012-2017 年不同区域毛利结构.....	26
图表 55: 2012-2017 年不同区域毛利率对比.....	26
图表 56: 2013-2018 年同行业收入前五公司营收增速.....	27
图表 57: 2016-2019Q1 茅五泸各季度营收增速对比.....	27
图表 58: 2013-2018 年同行业收入前五公司毛利率对比.....	27
图表 59: 2013-2018 年同行业收入前五公司净利率对比.....	27

图表 60: 2013-2018 年同行业收入前五公司销售费用率.....	28
图表 61: 2013-2018 年同行业收入前五公司管理费用率.....	28
图表 62: 2013-2018 年同行业收入前五应收账款周转天数.....	29
图表 63: 2013-2018 年同行业收入前五公司资产负债率.....	29

一、深度复盘老窖历史，探索品牌兴衰之路

泸州酒业，始于秦汉，兴于唐宋，盛于明清，发展在新中国，历史悠久，源远流长。公司前身为泸州曲酒厂，50年代初由春和荣、温永盛等36家明清老作坊以公私合营方式组建，上市至今25年，走过盛极一时的高增长阶段，也经历过一落千丈的下跌时期，2017年公司营收重回百亿阵营，目前正走在一条前景向好的品牌复兴之路。深度复盘公司兴衰历史，一方面可以通过寻找历史拐点总结往期扰动因素，另一方面，以史为鉴可以对未来公司发展前景进行前瞻性预判，因此对老窖历史进行深度复盘与解析是非常重要且有必要的。

图表 1：泸州老窖历年来重要事件一览表（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所绘制

1.1 浮沉二十年，公司内部多次调整

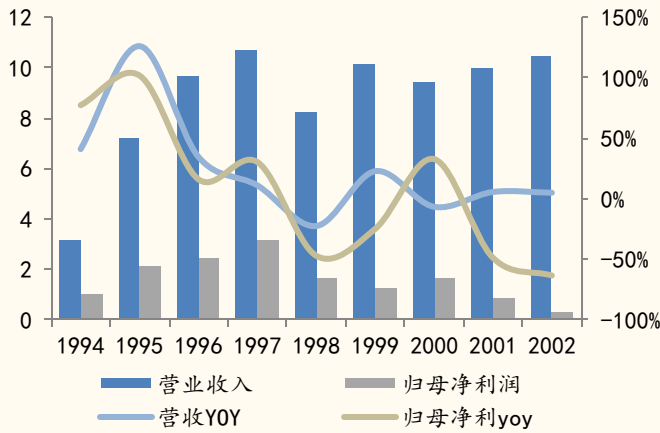
➤ 1994-2002：大众“民”酒战略失误，推出国窖再次明确高端定位

- 1954年5月，四川省专卖公司泸州国营酿造厂与四川省国营第一酿酒厂合并，泸州老窖的前身地方国营泸州曲酒厂正式成立。1990年8月28日，泸州市人民政府批准将泸州曲酒厂更名为“泸州老窖酒厂”，从而使厂名、品牌名和驰名中外的老窖池群合而为一。1993年6月，由原泸州老窖酒厂独家发起并改组，建立了四川省酿酒行业中第一家公众上市的股份制企业，并于1994年正式更名为“泸州老窖股份有限公司”，同年泸州老窖于深交所上市，成为川酒第一股。
- “名酒”变身“民酒”，战略失误导致收入下滑。90年代以前，公司作为浓香型白酒企业代表，定位高端白酒市场，打造“名酒”形象。90年代初，我国名酒计划价格放开，为了迎合当时的大众购买力以提升白酒销量，泸州老窖选择了“大众品牌”策略，降低出厂价，名酒变身大众“民酒”，毛利率逐渐下滑（94年毛利率降至27.2%），而茅台与五粮液则多次涨价。大众品牌战略实施初期，产销量确实得到快速提升，然而大众酒准入门槛比较低，终端销售较为散乱无序，管理难度较大，再加上中低端定位有损企业形象，公司在高端市场逐渐失去原有优势。90年代后期，公司业绩逐

渐下滑，1998 年营收同比下降 22.7%至 8.27 亿元，而同期五粮液与茅台收入规模仍在持续增长，与老窖逐渐拉开差距。

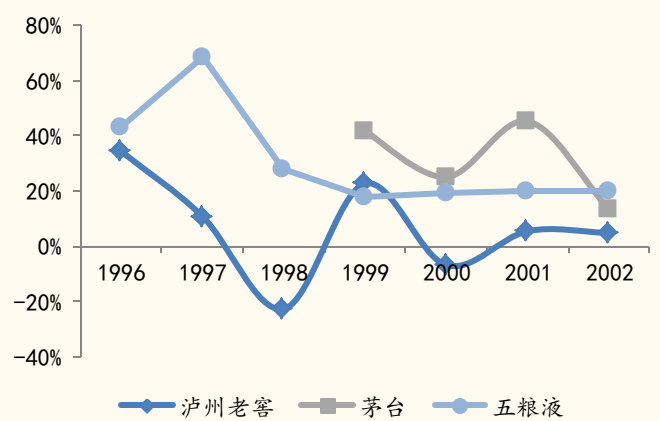
- **推出国窖 1573，重新明确高端定位。**意识到大众品牌战略失误之后，公司管理层提出要重塑企业高端形象、重归一线名酒阵营的战略规划，并于 1999 年推出高端白酒“国窖 1573”，重新切入名酒市场。2001 年，国窖 1573 获钓鱼台国宾馆指定为国宴用酒，品牌力与知名度进一步提升。公司自 2001 年起聚焦资源全力支持国窖 1573 的发展，这一举措成效渐显，公司收入从 2001 年开始转为正增长。1999 年-2002 年，老窖为了快速重塑品牌高端形象，在国窖 1573 的产品推广上持续加大投放，不断开发下游渠道，增加产品销售人员，销售费用率大幅提升（由 1998 年的 11.58%增至 2002 年的 22.52%），导致净利率不断下滑，2002 年降至 3.02%。但前期的大量投入使得国窖 1573 的渠道建设足够夯实，市场地位较为稳固，为后期较快的发展铺下基础。事实证明这一战略是正确的，国窖的重磅推出为接下来的企业腾飞打下坚实的基础，自此开启了泸州老窖的黄金十年。

图表 2：1994-2002 年公司营收及归母净利润（亿元）



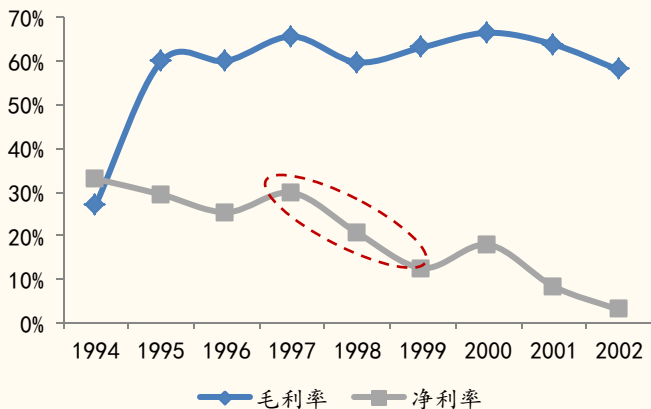
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：1996-2002 年茅五泸营收增速对比



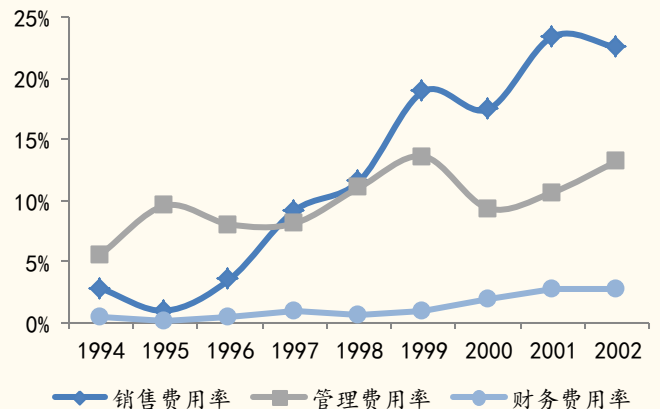
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：1994-2002 年公司毛利率与净利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：1994-2002 年公司期间费用率



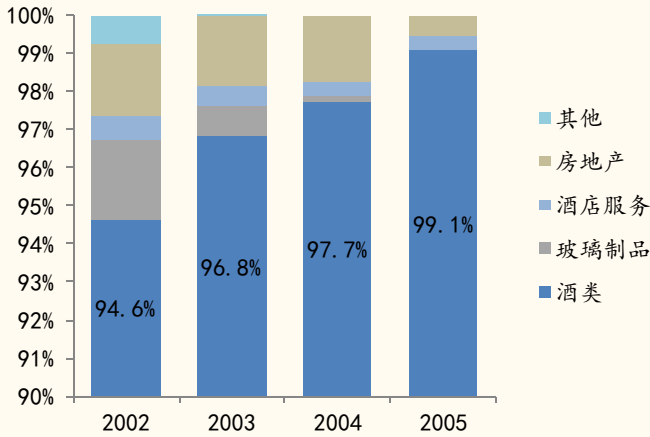
来源：wind，国金证券研究所

➤ **2003-2012 年：双品牌战略+柒泉模式，黄金十年高速发展**

- **陆续剥离非白酒业务，聚焦资源回归主业。**泸州老窖成立之初业务较为多元化，除核心业务白酒（收入占比超过 90%）之外，还拥有玻璃制品、酒店服务、房地产等其他业务。虽然非主营业务占比较低，然而与白酒业务相比，非主营业务毛利率相对更低，尤其是玻璃制品与房地产，毛利率仅

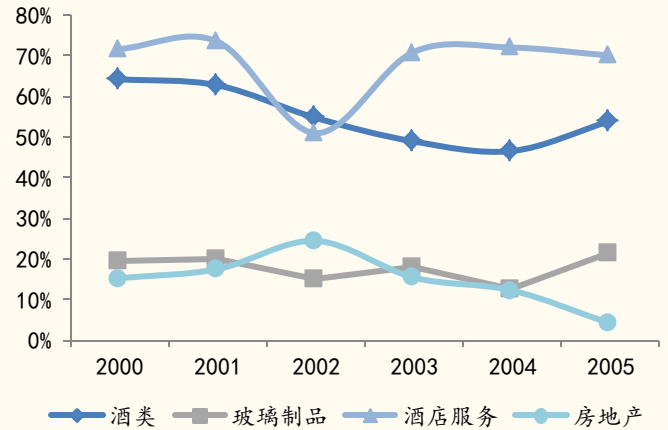
为 10-20%左右，而白酒业务毛利率则高达 50%以上。低毛利率的非主营业务拖累公司业绩，再加上资源无法全面聚焦白酒，公司盈利能力受限。自 2002 年起，公司逐步剥离这些非主营业务，白酒业务占比逐步提升（2005 年占比超 99%），业务的精简使其逐渐摆脱多年来的发展桎梏，助推公司步入高速发展期。

图表 6：2002-2005 年间白酒占比持续提升



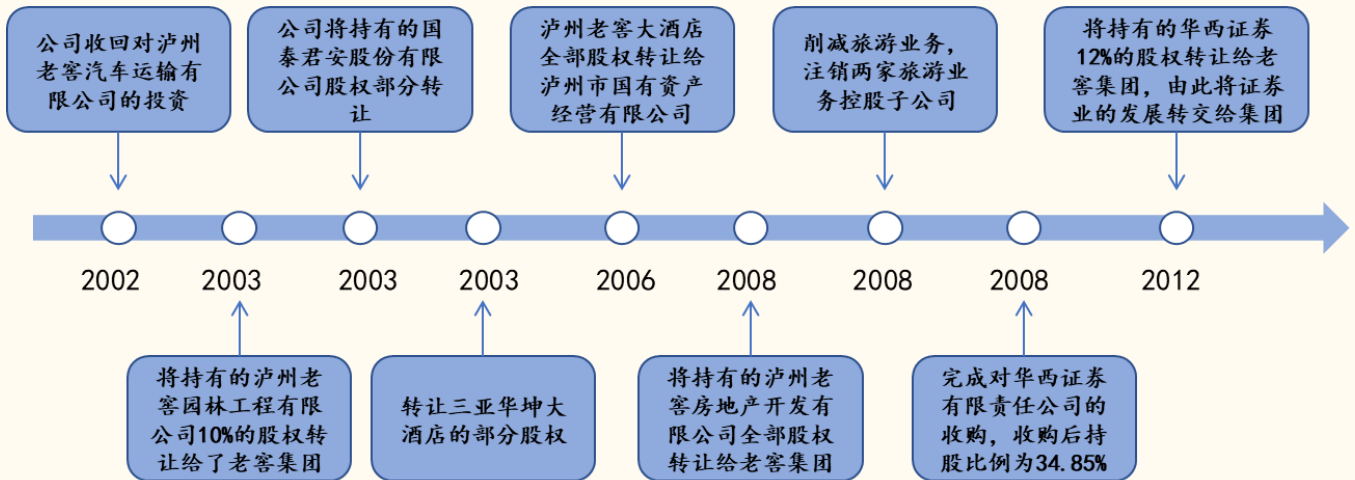
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司发展早期各项业务毛利率水平



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：泸州老窖自 2002 年起逐步剥离其他非白酒业务



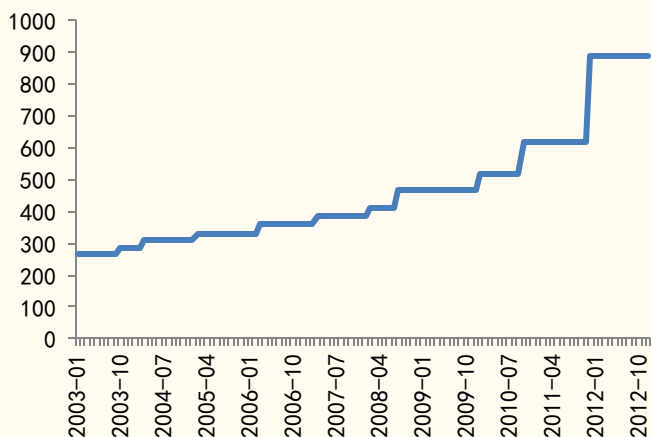
来源：公司公告，国金证券研究所

- **07 年确定国窖 1573、特曲双品牌战略，公司业绩加速腾飞。**2007 年，公司决定调整之前以国窖为主线的发展战略，实施国窖 1573 和泸州老窖特曲齐头并进的双品牌战略，其中国窖 1573 主打高端白酒市场，特曲定位中高端。在此之前，公司的主要战略是以发展国窖为主，因此资源基本聚焦国窖，特曲的品牌建设以及渠道推广受到一定的限制。实施双品牌战略后，公司在特曲品牌的发展上加大投入，然而由于种种原因（内部定位+外部竞争），特曲发展并不及预期，公司的主要收入贡献依然来自于国窖。在国窖 1573 的带动下，公司业绩高速增长。
- **国窖 1573 作为核心大单品效益突出，推动公司业绩持续增长。**国窖 1573 始终是公司的核心大单品，自 2001 年实行“聚焦国窖”战略后，公司便加大投入全力助推国窖的品牌建设与营销推广，销售费用率大幅提升（2001 年销售费用率 23.42%，同比+5.94pct）。2004 年公司在各销售片区设立国窖 1573 推广专员，继续加大市场投入，销售费用

率再创新高，达到 25.02%（2003-2012 年销售费用率的最高点）。虽然短期之内较高的费用投放会拉低利润率（04 年净利率仅为 3.05%），但是市场渠道的精耕细作却为品牌的后续发展打下坚实的基础。2006 年公司在白酒行业首次推出经销商持股政策，形成产商结盟，深度绑定经销商利益，大幅提高经销商的积极性与忠诚度。无论是从公司的战略方向、资源投入、渠道建设，还是从经销商激励的成果来看，核心大单品国窖都最为受益，而公司整体收入的持续高增长也得益于国窖 1573 的大力推动。从 2003 年到 2011 年，国窖 1573 多次提高出厂价，由 2003 年的 268 元/瓶提至 2012 年的 889 元/瓶，销量也逐年提升，效益表现突出，强有力地带动公司整体业绩的飞速发展。

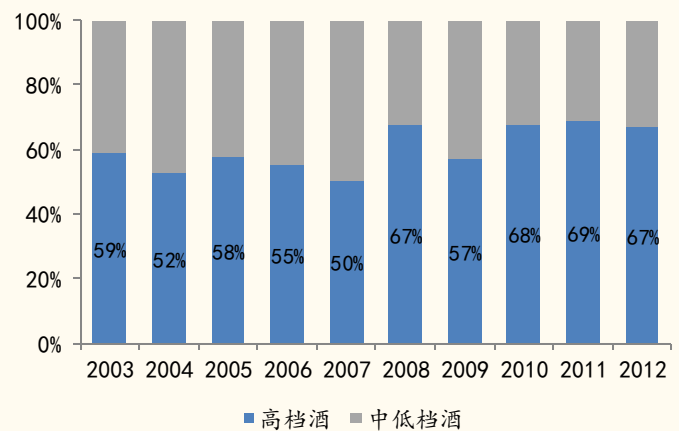
- **特曲主打价值回归，然而受制于前期资源不到位以及后期内外部竞争发展未及预期。**07 年之前，公司资源聚焦投放国窖系列酒，对特曲投入不到位使其前期发展受到一定的限制，品牌力与渠道推广相对不足。公司自 2007 年开始重视特曲品牌，持续推进特曲酒价值回归，2008 年将特曲系列收入纳入报表端高档系列（08 年高端产品占比由 50% 增至 67%）。2010 年推出升级产品“泸州老窖年份特曲”，计划补位超高端白酒提价后的价格带，同时带动经典装特曲的价值回归，但由于前期特曲一直定位大众品，消费者对其高端版认同度并不高。同时中端白酒市场竞争激烈，而特曲前期渠道布局并不完善，在一些竞争者（如洋河）的冲击下市场份额开始下滑。为了夺回流失的市场份额，2010 年底公司陆续推出“百年泸州老窖窖龄酒”系列产品，定位国窖 1573 品牌提升后遗留下的空白市场，体量快速成长。新品窖龄酒的定位以及价格带与特曲系列酒部分重叠，窖龄酒的快速增长对特曲造成一定的冲击。在内部窖龄酒以及外部竞争者的夹击下，特曲市场占有率持续下滑，发展不达预期，错失次高端白酒发展的好时机。

图表 9：2003-2012 国窖 1573 出厂价多次上涨（元/瓶）



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：公司高端产品收入占比不断提升

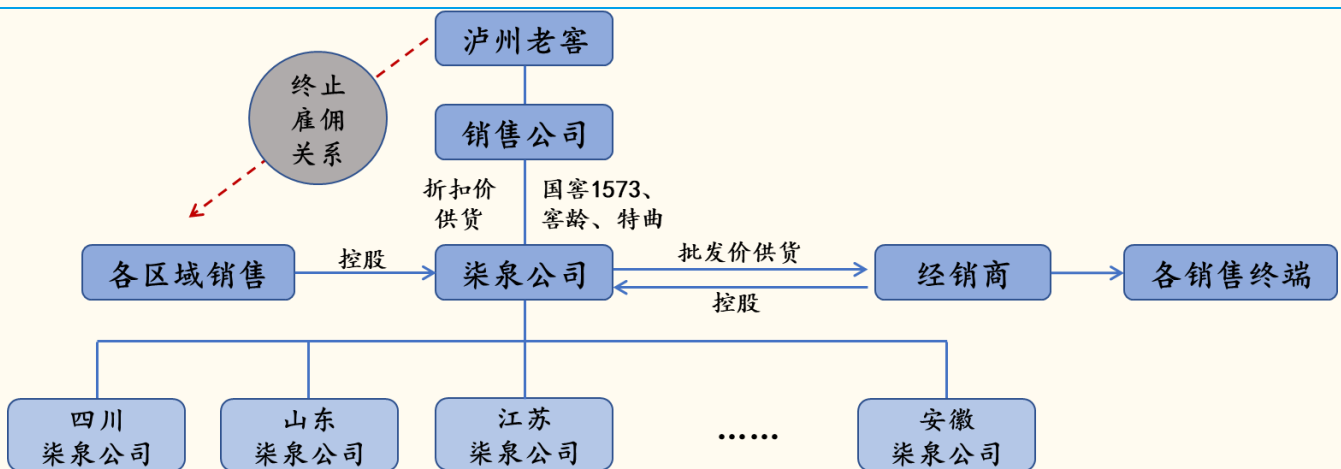


来源：公司公告，国金证券研究所

- **柒泉模式构建经销商利益共同体，新营销模式下经销商热情高涨，助推业绩高速增长。**公司于 2006 年推出经销商持股政策，09 年创建的柒泉模式是原持股政策的一种延续，将利益对象进一步拓展到销售人员和更多的经销商。原有经销商和公司地方销售人员共同入股组成区域股份销售公司（柒泉公司），各经销商的持股比例根据其入股前一年度老窖主打产品的销售额进行分配，并为新进的经销商预留一定股权，同时原片区内的销售人员也入股到柒泉公司，并与老窖解除劳动合同。具体运营方面，博大公司负责低端产品的销售，柒泉模式负责特曲、国窖等中、高端产品。销售公司以折扣价直接供货给柒泉公司，并取消了原有的返点、返酒政策，柒泉公司负责销售和市场开拓，同时也共同分享产品销售的成果。柒泉公司的利润空间一方面来自于公司的折扣，另一方面来自于公司产品提价后给柒泉公司的分成。柒泉模式可以理解为公司将终端销售“外包”给柒泉公司，并通过制度、合约、利益等来进行约束。

- **优势：通过柒泉模式创新，增强公司核心竞争力。**(1) 柒泉模式下，公司减少了大量销售人员，人员开支大幅减少；(2) 对柒泉公司的供货取消返点、返酒，而直接进行折让，虽然减少了销售收入的增速，但也降低了消费税税基；(3) 在各片区的营销由柒泉公司负责，对区域市场更为了解，可提高营销费用使用效率；(4) 通过与经销商进行提价分享，可减少经销商对产品提价的阻力，同时提高经销商积极性。
- **风险：掌控力较弱，渠道有可能出现窜货现象。**(1) 由于公司并未直接参股柒泉公司，因此对财务的掌控力不够；(2) 参股经销商和未参股经销商之间存在利益平衡，未处理好很可能影响经销商的积极性；(3) 柒泉公司进货成本低，若经销商出于短期利益考虑不进行市场推广，直接低价销货，会对公司产品市场价格体系形成干扰。柒泉模式大大调动了经销商和销售人员的积极性，但也由此可能带来经销商的盲目扩张，其潜在风险为后期 2013-2014 年公司战略失误后的价格体系混乱埋下伏笔。

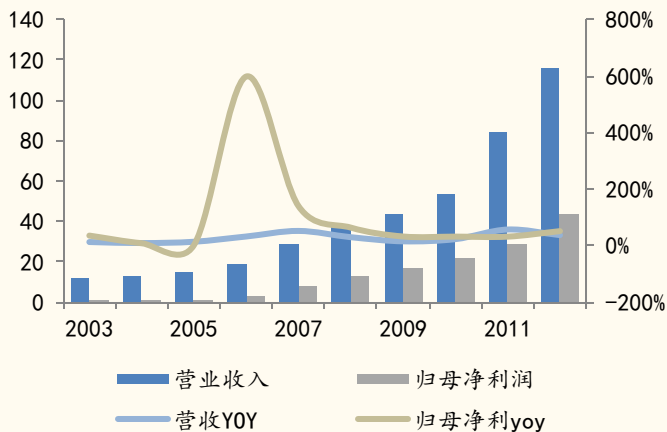
图表 11：泸州老窖柒泉模式



来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

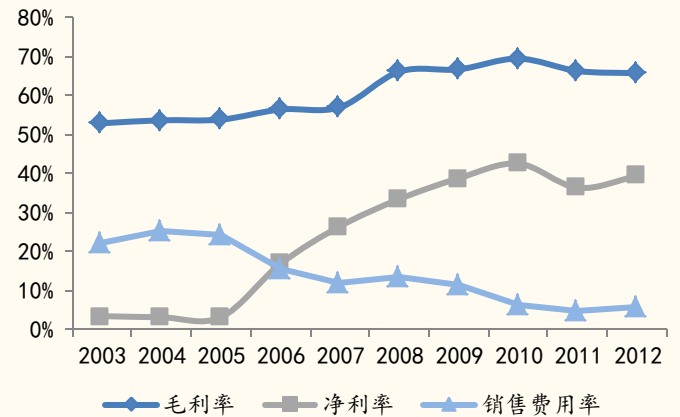
- 从整个行业来看，伴随着我国经济的快速发展，白酒行业通过改善落后的生产水平和管理机制，深化调整结构，行业逐步走出低谷。自 2005 年以来，白酒行业迎来了一轮持续高速的增长期，行业整体经济运行质量好，尤其在消费理念不断升级的背景下，中、高端白酒更是取得了快速发展。05-12 年，公司收入、利润均在持续提升，其中双品牌战略贡献主要力量，09 年推出柒泉模式后，虽然毛利率略有波动下滑（09 年毛利率 66.65%，12 年毛利率 65.65%，主要由于柒泉模式下销售公司发货政策有所调整，发货价格为折让价），但是在量的推动下收入规模得到迅速提升。尽管老窖的柒泉模式有一定的潜在风险，然而在当期阶段经销商积极性提高所带来的收益远大于风险，再加上双品牌战略下国窖 1573 快速发展，公司业绩在此阶段呈现出高增长的态势。整体来看，2003-2012 年，泸州老窖营业收入由 11.77 亿元增至 115.56 亿元，年复合增速达 28.9%。盈利能力也大幅增强，毛利率由 52.8%提高 12.8pct 至 65.7%，净利率由 3.3%提升 36.0pct 至 39.3%。

图表 12：2003-2012 年公司营收与净利润（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：2003-2012 年公司毛利率、净利率与费用率

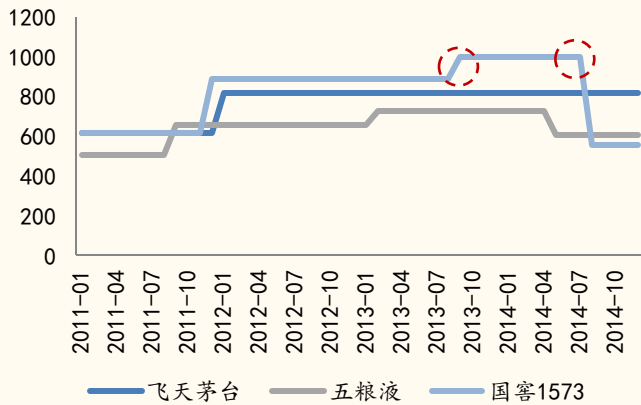


来源：wind，国金证券研究所

➤ 2013-2014：逆势提价战略失误，业绩大幅受挫

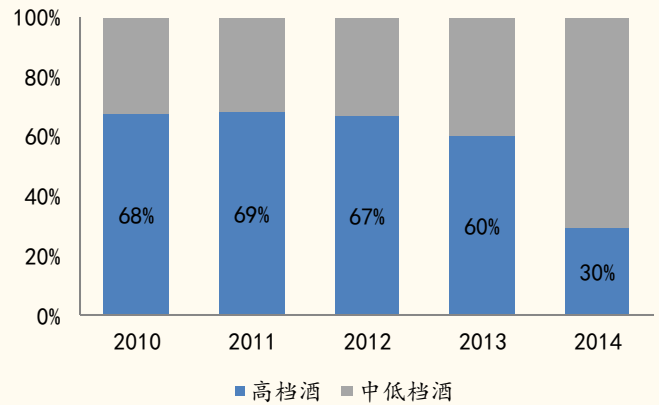
- 定价失误下业绩大幅下滑，各方面问题接连爆发。2012 年 12 月，中共中央政治局在北京召开会议，八项规定的出台导致政务消费需求骤降，重创高端白酒市场。在行业面临深度调整的大背景下，高端白酒如茅台、五粮液均严控出厂价，而泸州老窖却逆势提价。2013 年 9 月，公司将国窖 1573 出厂价由 889 元/瓶提至 999 元/瓶，并向渠道压货，与之相比，茅台、五粮液均按兵不动，分别保持 819 元/瓶、729 元/瓶的出厂价。但高端白酒实际需求已经大幅回落（反腐趋严、三公消费限制），产品销量急剧下滑，终端成交价也随之不断下降。此时，**柴象模式的潜在风险开始逐渐显露**：老窖对柴象公司的掌控力较弱，终端成交价下降导致渠道价格倒挂，渠道利润甚至出现亏损，同时终端监控人员不足，导致渠道跨区窜货现象严重，经销商也大量流失。渠道的混乱使得公司白酒销量大幅下滑，高端白酒销量由 2012 年的近 4000 吨大幅降至 2014 年的 800 吨左右，同时高档酒收入占比也大幅下降，由 2012 年的 67% 降至 2014 年的 30%。在这一阶段，公司业绩大幅受挫，收入、利润均急剧下跌，营业收入由 2012 年的 115.56 亿元下降 53.7% 至 53.53 亿元，归母净利润由 2012 年的 43.90 亿元下降 80.0% 至 8.80 亿元，毛利率、净利率也分别下降 18.0pct、21.1pct 至 47.6% 与 18.2%，盈利能力大幅降低。
- 2014 年下半年起逐步调整，为后续复兴铺路。在如此严峻的形势下，公司管理层开始总结问题，并于 2014 年下半年进行内部调整。首先价格方面，2014 年 7 月，国窖 1573 顺应市场形势进行了较大幅度的价格调整，出厂价由 999 元/瓶下降 44% 至 560 元/瓶。针对中高档产品渠道库存问题，公司通过大力帮助经销客户加快消费渠道转型、为滞销或转型商家退货等手段，集中解决前期国窖 1573 客户遗留问题。另外，为了解决柴象模式的弊端，老窖推动经销商成立了特曲公司、窖龄酒公司等系列产品专营公司，逐步淡化柴象效应。公司及时推进内部改革，虽然未能挽救 2014 年业绩（上半年业绩大幅下滑，调整于下半年推出，尚未有明显效果），但却为后续的复兴之路打下坚实基础。

图表 14: 2013-2014 年间泸州老窖逆势提价



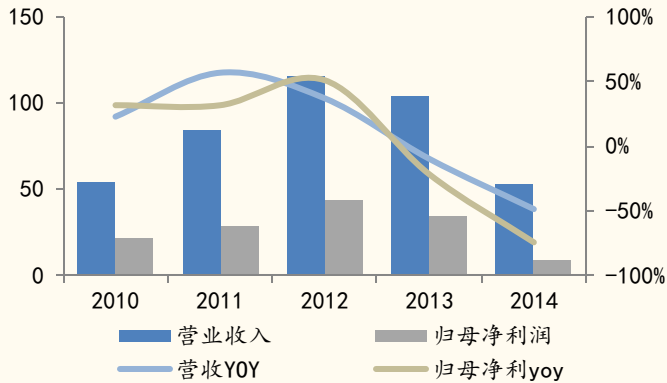
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 2013-2014 年公司高档酒占比急速下滑



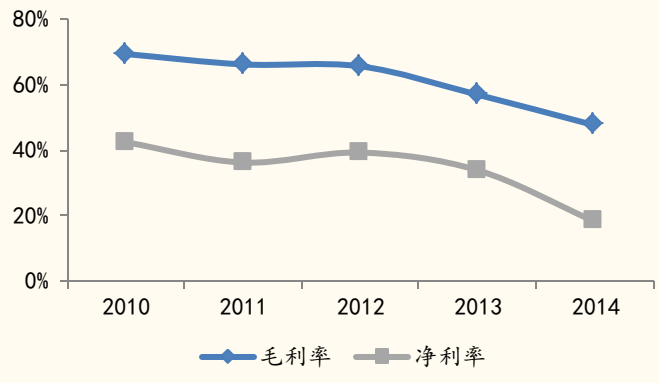
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 公司自 2013 年起主营业务划分出现调整: 2013 年以前, 特曲及以上属于高档酒, 特曲以下属于低档酒; 2013 年之后, 国窖属于高档酒, 特曲、窖龄酒属于中端酒, 其他属于低档酒。

图表 16: 2013-2014 年公司业绩大幅下降 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 2013-2014 年毛利率、净利率不断下降



来源: wind, 国金证券研究所

1.2 管理层变革成效凸显, 老窖重回百亿阵营

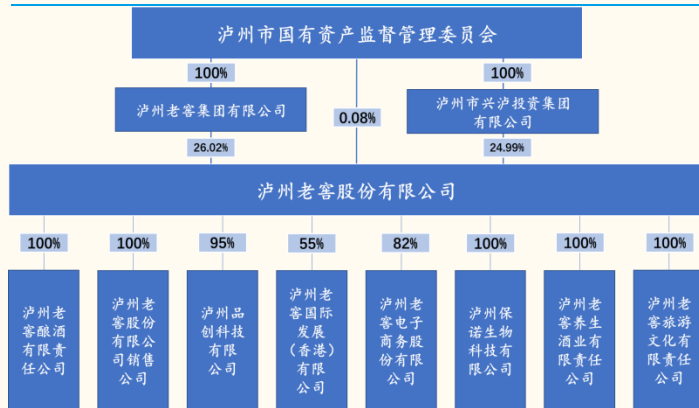
- 新任管理层经验丰富, 组织架构、产品、营销全面改革。**泸州老窖于 2015 年 6 月底进行管理层换届, 刘淼与林锋分别担任新一届的董事长和总经理。二人均是营销系统出身, 在老窖销售战线奋斗超过 20 余年, 经验丰富。新管理层上任后迅速进行改革, 按照“四总三线一中心”的思路(总指挥部、总装备部、总行政部、总督导部, 高端、中端和低端三条品牌产品线, 一个创新发展中心), 对公司整个销售体系组织架构进行了优化调整, 强化了对销售前端的管理与支持, 形成了覆盖高、中、低端全品系, 以国窖、窖龄、特曲和博大等四大品牌公司为主力的销售前端业务体系。因应业务模式变革需要, 增设了销售管理部、考训部、稽核部、会员管理部等销售后勤服务部门, 全面提升了营销决策效率、市场反应速度和业务服务水平。公司重点加大对市场营销工作的领导力度, 健全对销售管理队伍综合评价考核机制, 加快对公司营销团队的重组整合和恢复扩充, 全国销售一线团队人员规模由 2014 年的不足 1400 人增至 2017 年 6000 余人。一系列改革措施效果显著, 公司业绩自 2015 年起进入恢复增长期。公司实际控制人始终为泸州市国资委, 国有背景下不断推进企业改革, 公司管理体系、激励制度不断完善, 助力公司业绩的不断恢复增长。

图表 18: 2015 年公司新任管理层简介

姓名	职务	履历
刘森	董事长、党委书记	历任采供处处长，售后服务部部长，策划部部长，股份公司总经理助理兼销售公司总经理等职
林锋	董事、总经理、党委副书记、销售公司总经理	历任销售公司市场部部长、股份公司总经理助理、副总经理，兼任销售公司总经理、人力资源总监，总调度长、营销总监等职。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19: 截至 2019Q1 泸州老窖股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 精简品牌业务，明确五大单品战略。**新管理层提出“三线、五大超级单品”的产品战略，即：强化由国窖 1573、窖龄酒和泸州老窖（特曲、头曲和二曲）构成的三大品牌线，重点打造由国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲构成的五大超级单品。为配合实施大单品战略，深入推进了品牌“瘦身”，对现有产品进行了清理、整合、淘汰，冻结条码近 2000 个，将优势资源向主力产品和核心市场进行了聚焦。2017 年底公司成立了由刘森董事长率领的泸州老窖品牌复兴小组，将特曲拔高至与国窖同等战略高度，坚定双品牌战略不动摇。公司品牌价值得到快速提升，经营业绩也大幅改善，17 年收入达到 103.95 亿元，重回百亿阵营。泸州老窖在坚持聚焦战略的同时，视野更加拓宽，目前已形成“五大单品”+“养生酒”+“创新型酒品”一体两翼的产品构架，不同品牌之间差异化定位，聚焦资源、精准发力、方向明确，不断提升公司品牌影响力。

图表 20: 泸州老窖五大单品战略

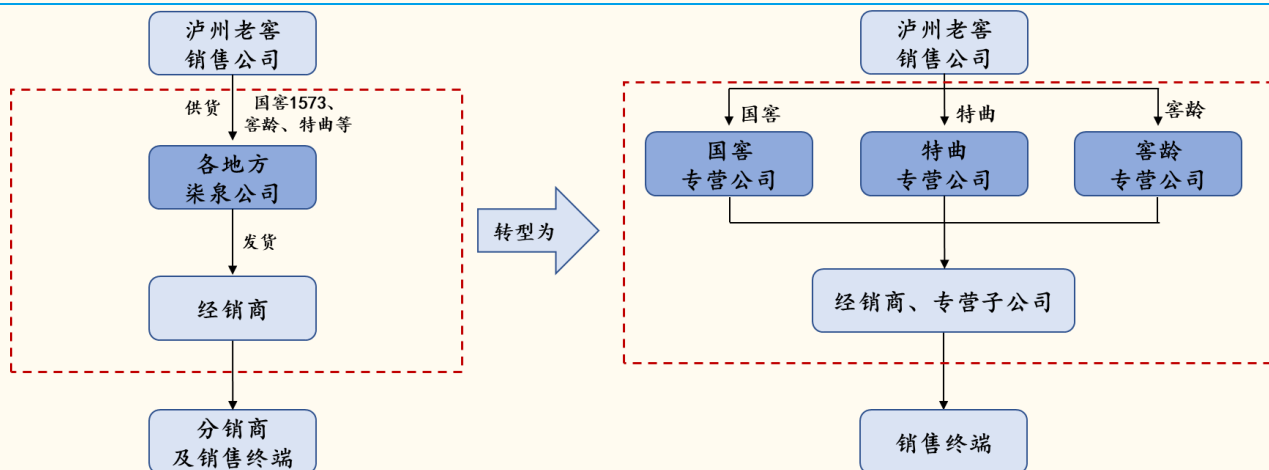
产品系列以及定位	18 年系列规模 (亿元)	规模占比	主要核心产品	产品图片	零售单价	主要竞品
国窖 1573 (高端)	63.78	49.6%	52 度 500ml 国窖 1573 经典装		969 元/瓶	飞天茅台、水晶五粮液
特曲系列+窖龄系列 (次高端)	36.78	28.6%	52 度 500ml 百年泸州老窖窖龄酒 90 年		548 元/瓶	洋河天之蓝/梦之蓝 M1、湘窖、青花汾酒 30 年等
			52 度 500ml 泸州老窖中华老字号特曲		248 元/瓶	
头曲+二曲 (低端)	28.07	21.8%	52 度 500ml 泸州老窖头曲		98 元/瓶	白云边/稻花香等
			52 度 500ml 泸州老窖二曲白酒		15-20 元/瓶	

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

- 推进品牌专营模式替代柒泉模式，提高终端掌控力。**2014 年老窖推动经销商成立了特曲公司、窖龄酒公司等系列产品专营公司，逐步淡化柒泉模式。2015 年 1 月成立国窖品牌专营公司，新管理层上任后开始全面推进品牌专营模式。品牌专营模式保留了柒泉公司的优点，仍由排名靠前的经销商出

资组建，然而每年都会执行末尾淘汰制，根据排名进行调整，股权也进行相应的调整。另外，公司将渠道压缩为两级，固化经销商利润，同时公司自己组建销售队伍，主动投入费用开拓市场、维护终端，强化公司对经销商、终端网点、价格体系的控制。与“柒泉模式”相比，一方面公司对终端掌控力大幅加强，费用投放更有效率，同时避免乱价窜货现象的发生；另一方面，公司分品牌专营化管理，使得各品牌运作更为专门化、精细化，不同定位的产品进行差异化营销，可以充分发挥每个品牌的价值。

图表 21：品牌专营模式逐渐替代柒泉模式



来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

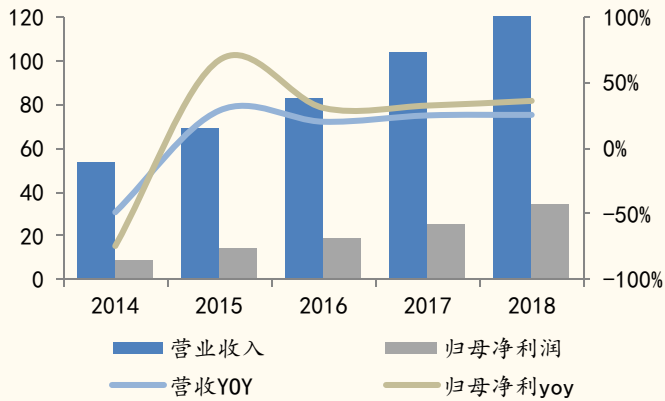
图表 22：专营模式 VS 柒泉模式

	柒泉模式	品牌专营模式
划分依据	按区域划分柒泉公司	按品牌划分为三大专营公司
管理方式	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	泸州老窖指导专营公司管理层及人员，部分地区由专营子公司掌控单品的营销
入股方式	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	全国排名前列的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
发货途径	销售公司（泸州老窖 100% 持股）-柒泉公司（团队和经销商共同持股）-经销商-分销商-销售终端	销售公司（泸州老窖 100% 控股）-品牌专营公司（经销商持股）-经销商、专营子公司、1+1 模式（并列）-销售终端
终端掌控力	将产品推广、营销等外包给经销商，终端掌控能力弱	大幅增强终端掌控能力，减少层级，深度营销，

来源：国金证券研究所

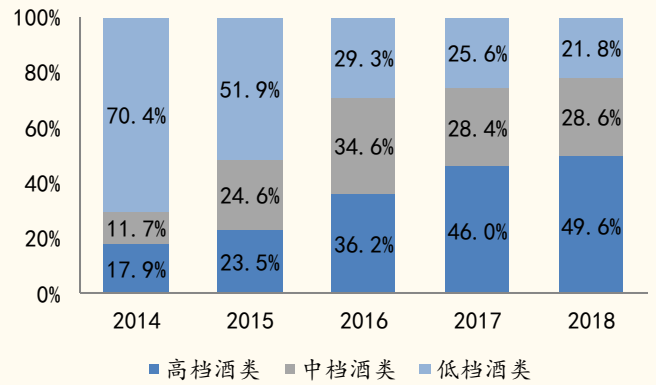
- 收入重回百亿阵营，品牌复兴在即。**公司新任管理层改革成效凸显，在五大单品战略以及品牌专营模式的驱动下，公司业绩自 2015 年来持续实现高速增长，17 年实现收入 103.95 亿元，重回百亿阵营。18 年公司实现销售收入 130.55 亿元，同比增长 25.60%，2014-2018 年收入复合增速达 25.0%，始终保持稳健增长。伴随着公司产品结构的不断优化（高档酒类收入占比由 2014 年的 17.9% 增至 2018 年的 49.6%）以及产品吨价的不断提升（产品吨价由 2014 年的 2.65 万元/吨增至 2018 年的 8.78 万元/吨），公司毛利率与净利率不断提高，毛利率由 2014 年的 47.61% 提升 29.91pct 至 77.53%，净利率由 2014 年的 18.23% 提升 8.66pct 至 26.89%。目前公司坚定双品牌（国窖、泸州老窖）战略不动摇，我们认为，未来公司产品结构将进一步优化，中高端产品占比有望进一步提升，同时价格还有上行空间，公司业绩有望实现持续稳健增长。

图表 23：2015 年以来公司业绩逐渐上升（亿元）



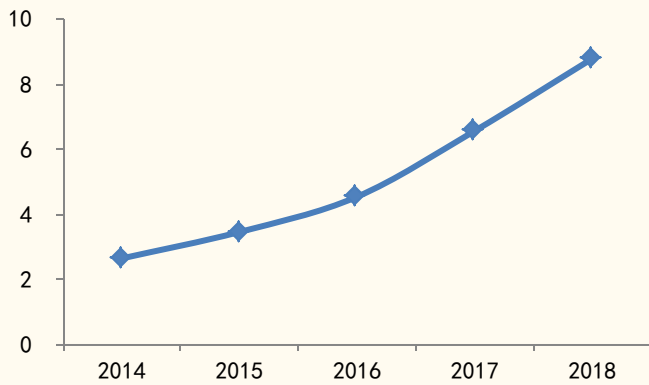
来源：wind，国金证券研究所

图表 24：2015 年以来高档酒占比持续提升



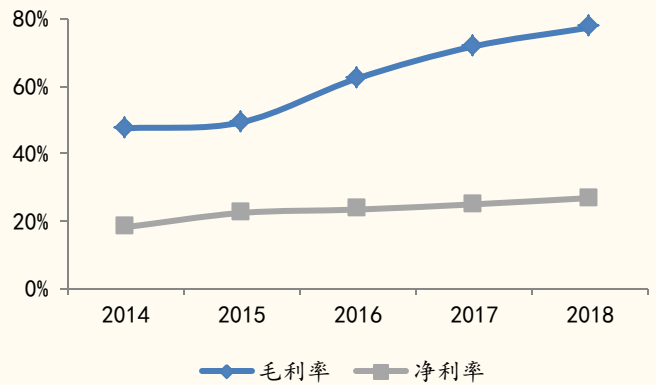
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：公司产品吨价不断提升（万元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：2015 年以来毛利率、净利率不断提升



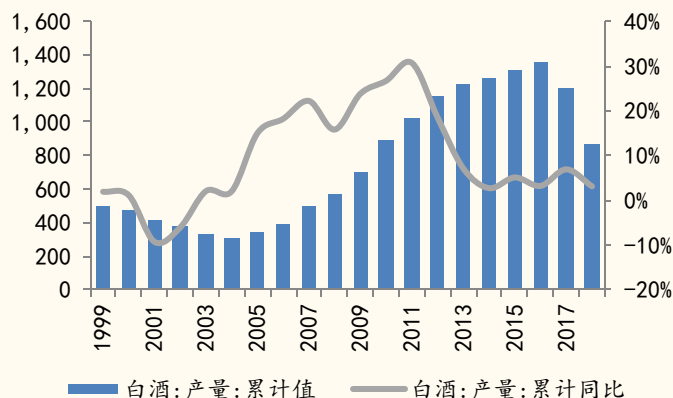
来源：wind，国金证券研究所

二、白酒迎来新一波发展机遇，行业有望继续扩容

2.1 白酒经历新一轮复苏期，一线白酒批价持续上扬

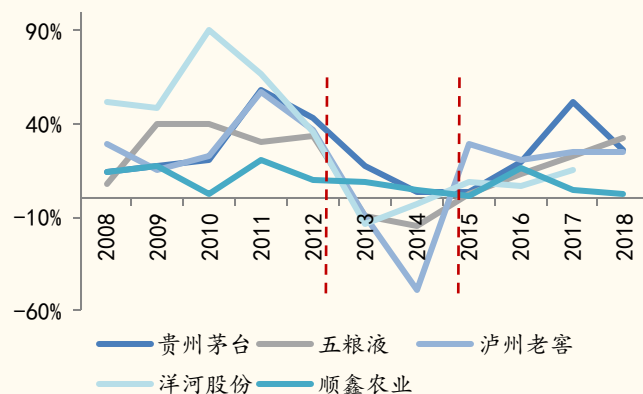
- 我国白酒行业自改革开放以来共经历过三轮调整期：（1）1997-2004 年：随着我国实行改革开放，经济体制逐步向市场经济过渡，在白酒行业取得快速发展的同时，行业也出现了过度竞争和无序发展等不良问题。进入“九五”以后，国家对白酒行业进行了一定程度的宏观调控，同时受到亚洲金融危机和通货紧缩等因素的影响，导致白酒行业产量逐步下降。（2）2008-2009 年：受到 08 年全球金融危机影响，我国经济降速导致白酒行业增速出现短期下降，2009 年 4 万亿刺激计划又推动经济提速进而白酒基本面好转，这一轮调整期主要受外部宏观环境影响，调整时间较短。（3）2013-2014 年：2013 年随着宏观经济形势和政策环境变化，国家政策严格控制“三公”经费、厉行节约，限制了高端白酒消费需求，超高端、高端白酒销售下挫，行业增长放缓，在此阶段很多白酒企业经营出现不同程度下滑，整个行业进入调整期。

图表 27: 历年来白酒产量及其增速 (万千升)



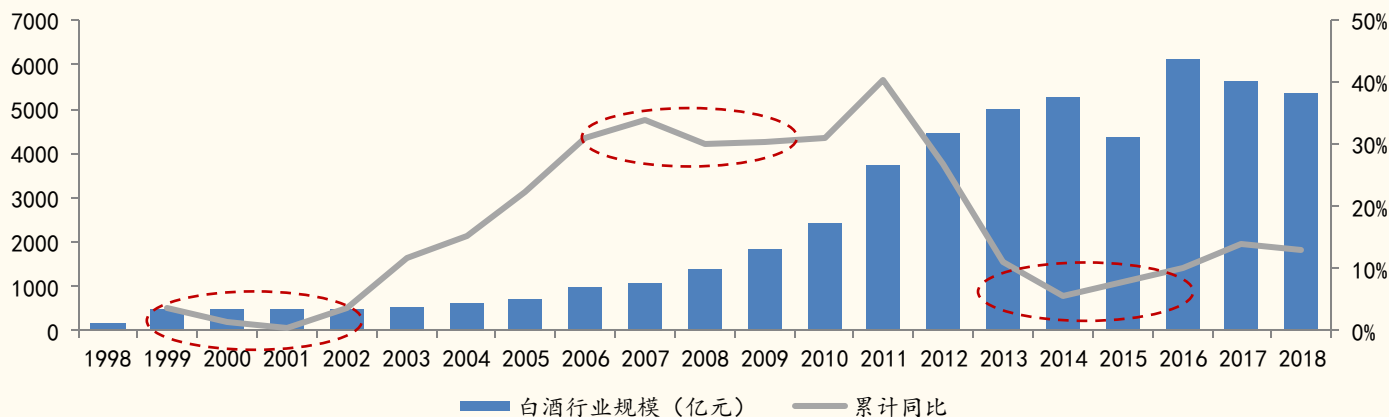
来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所; 注: 由于白酒行业集中度逐年提升, 规模以上白酒企业数量下降 (2018 年 1445 家, 减少 148 家), 因此统计局每年统计口径不同, 累计同比会进行调整, 18 年调整后累计同比增长 3.1%

图表 28: 典型白酒企业历年来营收增速变化



来源: wind, 国金证券研究所

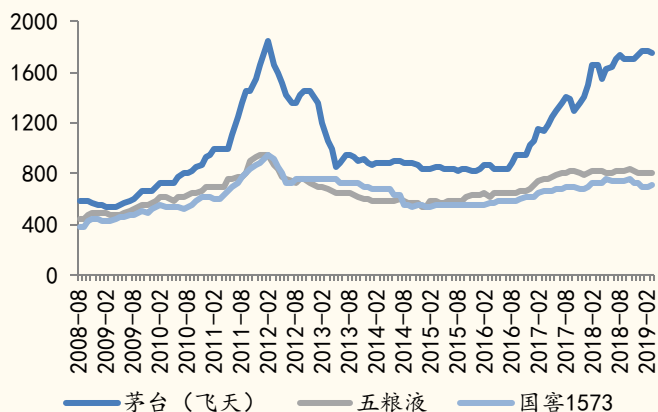
图表 29: 我国白酒行业自改革开放以来共经历三轮调整期



来源: wind, 国家统计局, 国金证券研究所; 注: 由于国家统计局数据披露断层, 07-10 年收入数据采用累计 1-11 月数据, 2015 年采用累计 1-10 月数据, 但增速依然采用国家统计局公布累计同比数据。由于国家统计局每年统计口径不同, 公布的同比增速有经过调整, 自行算出来的同比增速与其公布的同比增速不同, 且相差很大, 在这里用的是 wind/国家统计局公布的同比增速口径

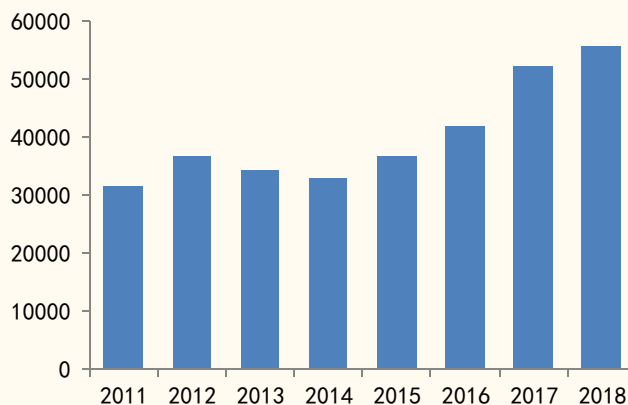
- 一线白酒复苏逻辑在于民间真实消费需求、渠道合理补库存以及投资需求, 多重因素推动白酒批价进入上行通道。一批价上行是市场对于旺盛需求的滞后反映, 高端白酒市场需求或在 2015 年春节期开始就出现显著改善。以高端白酒茅台为例, 自 2016 年 Q2 起推动茅台批价加速上行的核心因素为真实需求、投资需求及其衍生需求的叠加作用: 茅台的投资属性自 2016 年 Q1 末、Q2 初开始被不断强化, 茅台批价与需求形成共振反馈、加速上行; 浓香型高端品种五粮液和国窖 1573 显著受益于茅台批价加速上涨, 同时叠加厂商相关政策配合以及渠道, 一线白酒整体批价上扬态势被夯实, 到目前已持续近三年时间。2018 年茅五泸高端白酒总量约为 5.6 万吨, 仍在不断扩容, 考虑到人均收入稳健提升 (对应真实消费属性) 和长期货币宽松 (对应投资属性), 我们认为高端白酒持续扩容应是大概率事件, 预计高端白酒还会重新进入发展上行通道。

图表 30：茅台、五粮液、国窖 1573 批价走势（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 31：茅五泸高端产品总量总体仍在扩容（吨）

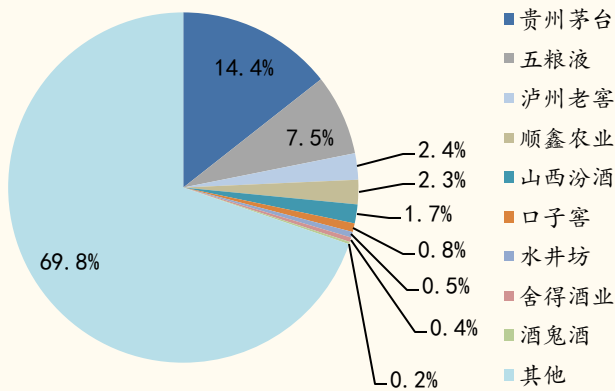


来源：wind，国金证券研究所

2.2 高端白酒格局稳固，次高端有望迎来分化

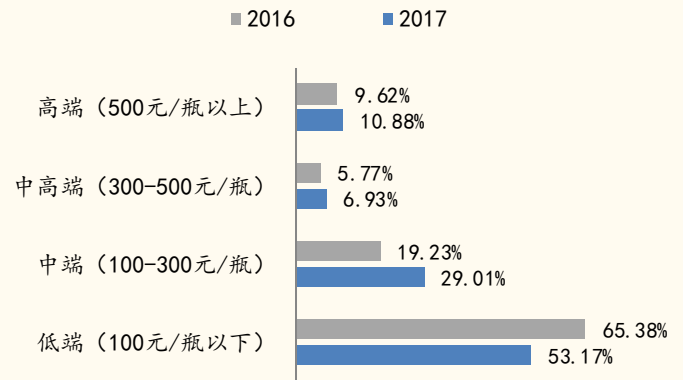
- **白酒行业格局过于分散，集中度有望进一步提升，行业龙头受益。**据国家统计局数据，2018年1-12月我国规模以上白酒企业共计1445家，完成销售收入5363.83亿元，同比增长12.88%。以此为2018年白酒行业市场销售额计算依据可发现，贵州茅台市场份额仅为14.4%，五粮液、泸州老窖分别占比7.5%、2.4%，CR3仅为24.3%，集中度还有望进一步提升。伴随着我国经济的飞速发展，我国城乡居民收入水平不断提升，消费理性不断增强，带来了消费结构的加快升级，对白酒的消费更加看重文化底蕴、品牌知名度以及产品品质，终端消费逐渐向高端酒以及中高端酒聚焦，行业龙头受益。据前瞻产业研究院数据，2017年我国高端白酒、次高端白酒以及中端白酒消费占比较2016年分别提升1.26%、1.16%与9.78%，而低端酒消费占比下降12.21%，消费升级明显。
- **高端白酒：竞争格局较为稳固。**目前我国高端白酒主要为茅台酒、五粮液以及国窖1573，行业格局较为稳固。近年来，茅台在高端白酒市场份额始终在50%以上，自2008年茅台出厂价、批价正式超越五粮液起，茅台强势地位愈加巩固，市场份额逐渐提升，逐渐成为中国高端白酒市场价格的核心主导方。然而受14-15年基酒产量限制（2015年基酒产量同比下降13.59%），我们预计茅台2018-2019年产量增长空间将极为有限，而这将为五粮液与国窖1573提供一定的增长空间。2018年茅台高端市场份额为64.2%，较2017年略降2.6pct，而五粮液、国窖1573占比分别提升2.3pct与0.3pct。我们认为，在茅台酒产量受限的情况下，五粮液与国窖1573将会迎来一定的发展机遇，未来市场格局仍将以茅台为主，而五粮液与国窖占比将会较目前有所提升。
- **次高端：激烈竞争下有望迎来分化。**次高端白酒所处的价格带（300-500元）处于一线高端白酒（500元以上）和大众普通消费价格带之间，因此其未来发展与两个价格带的走势高度相关，尤其是高端白酒。由于高端白酒是白酒行业周期变动的起始价格带（核心是茅台带动），因此高端白酒价格带（批价带动终端价上行）整体上移后，次高端白酒便迎来发展宽松期。目前，次高端白酒行业企业数量相对较多，格局较为分散，竞争也更为激烈，品牌能力更强或渠道梳理更好的企业有望率先抢跑，次高端有望迎来分化。

图表 32：2018 年白酒行业集中度仍较为分散



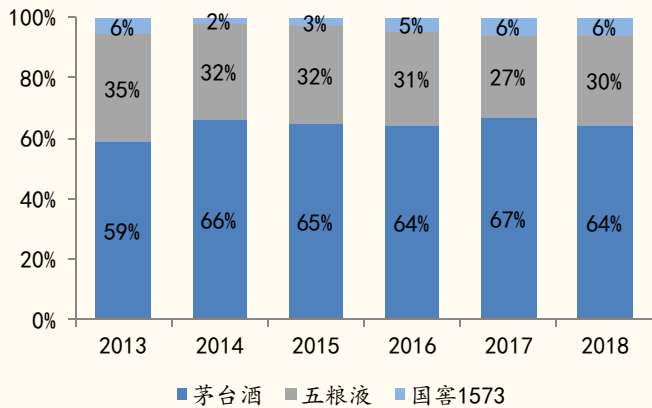
来源：wind，国家统计局，国金证券研究所；注：总基数采用国家统计局统计的 2018 年规模以上白酒行业生产总规模

图表 33：白酒行业逐渐聚焦高端与次高端



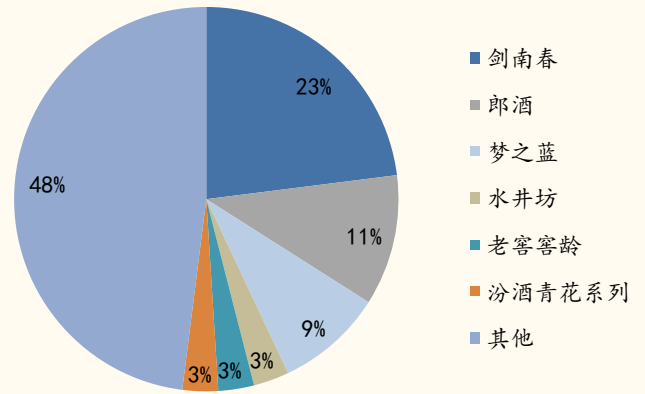
来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 34：茅五泸高端白酒市场份额变化 (收入口径)



来源：公司公告，国金证券研究所；注：五粮液 2013、2014 年并未拆分高端酒收入，在此根据前后高端比例预测拆分

图表 35：次高端白酒行业竞争格局

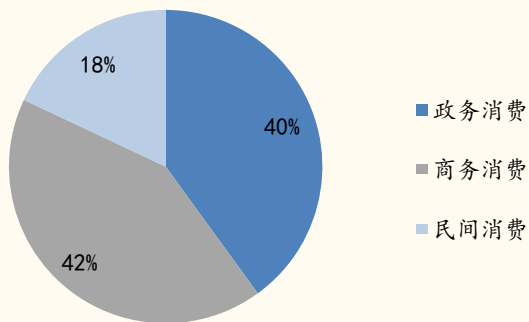


来源：观研天下，国金证券研究所

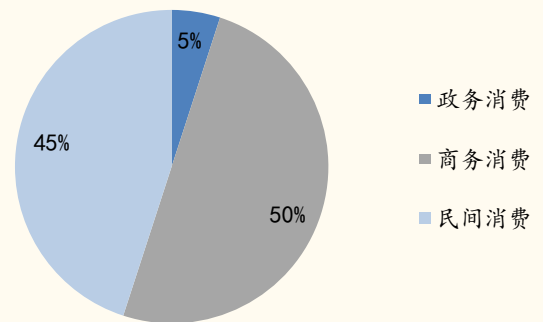
2.3 民间消费逐渐崛起，市场渠道多元化拓展

- 商务消费和民间消费逐渐占据主导地位，市场回归理性。**受我国传统文化影响，过去白酒的主要消费需求来自于政务需求，一半以上的高端白酒用于特供、团购及部分企事业单位、经销商的供应，2012 年之前白酒消费中政务消费占比可高达 40%。2012 年我国加强反腐，三公消费受到极大的限制，白酒的政务需求出现断崖式下滑，商务和民间消费需求逐渐成为酒企的主战场。据智研咨询整理，目前的消费结构中，政务消费仅占比 5%，而商业消费与民间消费分别占比 50%、45%。面对消费结构的快速转变，尽管名酒短期内普遍受到重创，但品牌赋予的价值和强大的资金实力使其可以逐步消化承接消费群体的变化，而中小酒企则在这场变革中逐步淘汰，消费结构转型促使白酒行业进入良性发展通道。
- 发展模式加快变革，销售渠道多元化拓展。**随着消费场景的快速转变，白酒发展模式也加快变革，市场渠道多向拓展。除了传统的餐饮、烟酒店、商超之外，团购渠道、电商渠道等异军突起，合作、联盟、分享等理念深入影响白酒行业。因此，当今的白酒行业对酒企的营销模式提出了更高的要求，只有不断创新、不断优化、不断调整、不断适应，才能够在行业中站稳脚跟，进而寻求更高的市场份额。

图表 36：2012 年以前白酒消费以政务需求为主



图表 37：商务消费和民间消费逐渐占据主导地位



来源：智研咨询，国金证券研究所

来源：智研咨询，国金证券研究所

三、改革调整多方发力，助推老窖重回百亿

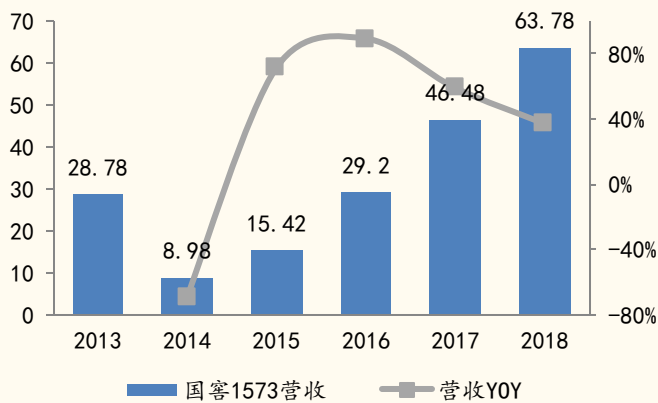
3.1 立足五大单品坚定双品牌战略，产品结构持续优化

2015 年以来，公司坚定实施竞争型营销战略、五大单品战略以及双品牌战略，近年来国窖 1573 实现高动销、高利润的良性增长，泸州老窖特曲和窖龄酒均保持快速发展势头，头曲、二曲成功实现复苏。目前公司已形成较为完备的产品矩阵，覆盖高端、中高端与低端市场，产品结构不断优化，中、高端产品占比持续提升，推动公司销售业绩再创新高。

➤ 国窖：坚定布局高端市场，是公司业绩增长的主要驱动力

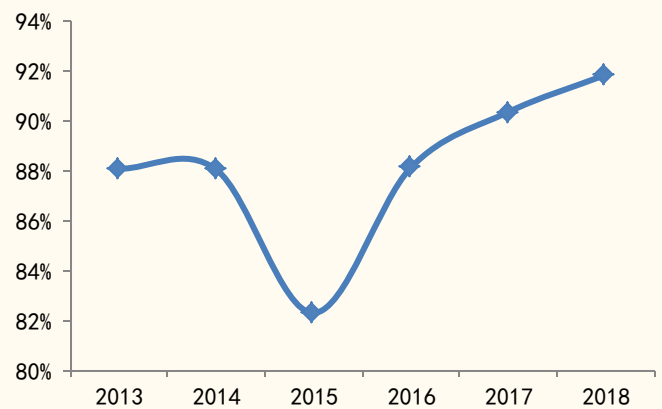
■ 公司发展重要引擎，丰富的产品矩阵助力业绩的不断提升。泸州老窖于 1999 年推出国窖 1573，当时正处于大众酒定位失误之后的品牌调整期，因此国窖系列从一开始便定位高端白酒市场，在公司的大力培育下体量迅速增长。2013 年公司未能正确判断行业形势调高国窖出厂价至 999 元/瓶，导致国窖酒一度滞销，2014 年销售收入同比下降 68.8%。公司于 2014 年下半年及时下调出厂价，同时成立国窖品牌专营公司，国窖业绩自 2015 年开始逐渐恢复，并逐年稳步增长。2014 至 2018 年，国窖酒销售收入由 8.98 亿元增至 63.78 亿元，年复合增速达 63.2%，产品毛利率也由 82.31% 持续提升至 91.85%。发展至今 20 年，国窖 1573 作为公司的核心大单品，目前已成为公司业绩增长的重要引擎。在产品矩阵方面，2015 年以来公司主要聚焦国窖 1573 经典装，同时在超高端市场推出“中国品味”（零售价 2888 元/500ml）。2019 年，公司在国窖阵营中补充了国宝红和鸿运 568 两款产品，加强 1000 元价位的抢占，进一步完善国窖产品矩阵，1573 挺价思路也变得更加清晰明确。在当前茅五泸出厂价均未有调整的情况下，增加高端新品可以在满足消费者升级需求的同时，提升销售吨价，进而拉升公司业绩。

图表 38: 国窖 1573 历年收入以及增速 (亿元)









来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 2015 年以来国窖 1573 毛利率不断提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

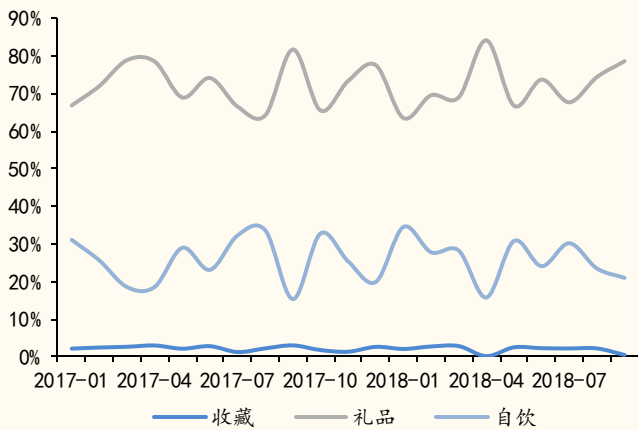
图表 40: 国窖系列产品详情一览

国窖系列	产品规格及参数	简介	零售价	图片
国窖 1573 经典装	52 度/500ml	采用泸州老窖酒传统酿制技艺手工酿造, 酒质无色透明、窖香幽雅、绵甜爽净、柔和协调、尾净香长, 风格典型。	969 元/瓶	
中国品味	52 度/500ml	国窖 1573·中国品味, 是中国文化遗产与中国非物质文化遗产双遗产代表作, 酒体具有“柔、纯、雅”的特点, 口感柔顺、绵甜, 纯净无杂质, 承载了中国传统文化和文人雅士的情感。	2888 元/瓶	
定制壹号	68 度/2.5L	作为中国超高端个性化定制白酒, 国窖 1573 定制酒·定制壹号为中国白酒超高端消费者提供一对一式的、完全私密性、不可复制的定制产品及其个性化服务。	128000 元/瓶	
鸿运 568	52 度/500ml	醇厚浓香的 52 度、清冽甘醇的 38 度, 皆拥有窖香幽雅, 绵甜爽净, 柔和协调, 尾净香长, 风格典型的非凡品质。	1299 元/瓶	
国宝红	52 度/500ml	国窖 1573·国宝红由中国酿酒大师虔心酿制, 集产地、窖、艺、曲、水、粮、洞七大国窖 1573 独有资源酿造, 口感醇厚圆润的同时, 又有一丝回味的甘甜	1199 元/瓶	
红花釉	52 度/500ml	国窖 1573·红花釉由顶级酿酒大师倾尽绝学, 以六百余年稀世技艺精心勾调。观色清而透; 闻香雅而韵; 入口浓而醇、窖香馥郁爽劲。	1688 元/瓶	

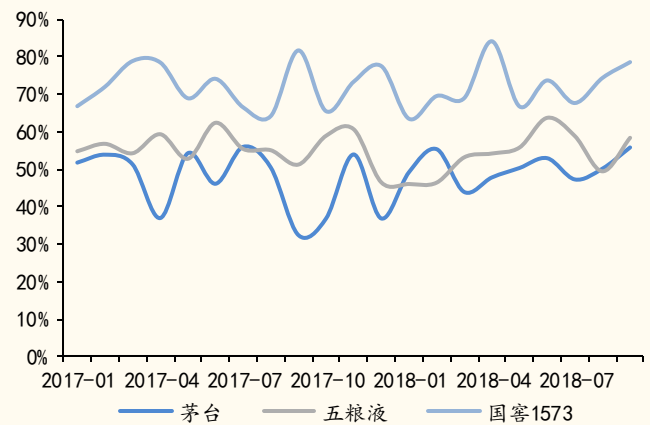
来源: 公司官网, 京东商城, 国金证券研究所

- 性价比优势较强, 消费行为更集中于送礼品多于收藏和自饮。为了进一步分析高端白酒的终端需求, 我们将消费者的终端消费行为分为三类: 收藏、送礼以及自饮。据国金证券研究创新中心数据统计, 国窖 1573 的消费行为中送礼占比明显高于收藏与自饮: 送礼占比超过 60%, 自饮占比约 20-30%, 而收藏占比则不超过 10% (消费者在收藏方面更为青睐价位较高的茅台酒)。茅五泸三大高端白酒对比来看, 国窖 1573 的送礼需求明显高于茅台、五粮液: 国窖 1573 送礼需求超过 60%, 五粮液送礼需求约 40-60%, 茅台送礼需求约 30%-50%。国窖定位高端市场, 与同为高端市场的茅台、五粮液相比, 在拥有较强品牌力的同时兼具性价比优势, 终端需求的差异化也为国窖 1573 提供了增长空间。

图表 41: 国窖 1573 消费行为占比



图表 42: 三大品牌核心高端产品送礼品占比对比



来源: 国金证券研究创新中心; 注: 本次研究使用的全部数据均来源于国金证券研究创新中心以技术手段获得的线上数据 (线上全渠道), 但不包括线下

来源: 国金证券研究创新中心

- **控量挺价策略下推进品牌力不断增强, 培育优秀经销商为后续发展助力。** 价格策略方面, 茅台拥有高端白酒市场的核心定价权, 而五粮液、泸州老窖则采取价格跟随策略, 力求在价格提升的同时不断扩大市场份额。近年来, 茅台终端售价提价明显, 带动茅台一批价稳步上扬, 五粮液与泸州老窖也加快了提价步伐。2016-2018 年, 老窖通过一系列控货及价格调整, 不断提高国窖 1573 经典装的出厂价及终端价格, 品牌价值得到进一步提升。销售方面, 2014 年底公司成立国窖品牌专营公司, 致力于培育业务能力强、对企业认同度高、执行力优秀的经销商。公司自 2016 年起提高经销商的准入门槛, 降低收入规模在准入考核中的占比, 更加注重团队管理、政策执行等能力, 逐步淘汰掉业绩落后、无法落实价格政策的经销团队, 同时提高渠道利润。目前来看, 公司的渠道利润虽呈现一定程度的倒挂现象, 但是公司持续加大经销商费用投放 (这一点在近年来逐步提升的费用率中也有显现), 更为注重经销商的长期稳定发展。高标准下优秀的经销商会稳步成长, 将持续成为国窖发展的坚定助力。近年来公司对经销商监管严格, 坚决执行终端配额制与双轨制, 在公司层面把控供需及动销情况, 价格政策执行度高, 持续推进国窖 1573 进入良性发展通道。

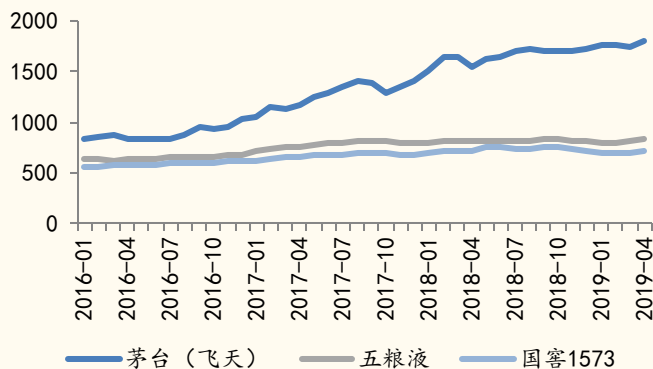
图表 43: 2016 年 10 月以来泸州老窖国窖 1573 经典装多次提价

日期	提价类型	具体提价内容
2016.10	出厂价	52 度 1573 计划外提价至 660 元
2016.12	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	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	终端价	52 度 1573 零售价上调至 899 元/瓶
2017.03	出厂价	52 度 1573 计划内全面提价至 680 元
2017.07	停货控价	暂停 1573 订单接收及发货
2017.07	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	北京全价位	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	出厂价	38 度 1573 计划内每瓶上涨 20 元至 550 元
2017.10	终端价	52 度 1573 商超、酒行渠道新零售价格为每瓶 969 元
2017.10	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	批价/团购价	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	批价/团购价	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	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	停货控价	停止接收国窖1573订单及暂停国窖1573货物的供应
2019.01	酒行/团购价	52度国窖1573经典装酒行供价建议810元/瓶，团购价880元/瓶，零售建议价1099元/瓶；同时2019年1月52度国窖经典装产品配额扣减20%执行
2019.01	停货控价	自2019年1月16日起，暂停国窖1573经典装订单接收
2019.03	停货控价	停止接收终端客户国窖1573经典装订单
2019.05	终端价/停货控价	暂停山东区域国窖1573经典装订单接收及货物发运；调整38度国窖1573酒终端配送价至640元/瓶，调整52度国窖1573酒终端配送价至860元/瓶。

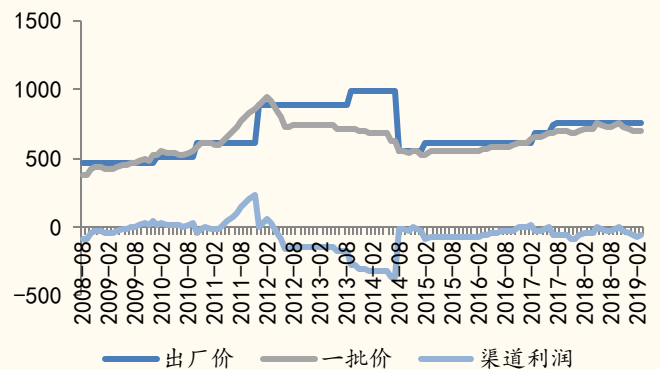
来源：糖酒快讯，酒业家，酒说，云酒头条，微酒，国金证券研究所

图表 44：2016 年以来茅五泸一批价不断上扬（元/瓶）



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 45：国窖 1573 渠道利润（元/瓶）







来源：wind，渠道调研，国金证券研究所

- 受益于行业发展以及内部调整改革，预计国窖未来仍有较大增长空间：（1）白酒消费场景已由政务需求为主转向商务以及民间消费为主，国窖 1573 兼具品牌力与性价比优势，预计随着民间消费的蓬勃发展将会持续扩大增长空间；（2）目前五粮液、国窖批价在茅台批价持续上扬的趋势下也有企稳上升趋势，渠道利润有望改善，业绩弹性有待释放；（3）公司持续推进国窖系列产品创新升级，产品结构不断优化，满足消费者多元化、升级化需求的同时持续提升产品吨价，结合 2015 年推出品牌专营模式之后销售渠道逐步理顺，国窖 1573 有望持续发力。

➤ 特曲：定位价值回归，注重产品升级

- 坚定双品牌战略，拔高特曲定位。受公司前期战略影响，资源投放不到位，特曲在早期并未得到迅速发展。2007 年泸州老窖首次提出双品牌战略，加大特曲品牌投放力度，持续推进品牌价值回归，然而由于外部激烈竞争以及内部窖龄酒定位冲突使其未能如愿发展成与国窖并肩的大单品。2015 年公司内部多方调整，成立特曲品牌专营公司，明确五大单品战略，并于 2017 年 11 月专门成立了特曲品牌复兴领导小组，刘淼董事长任组长，林锋总经理任副组长，推出特曲系列高端怀旧 60 版。2018 年泸州老窖再次强调双品牌战略，将特曲发展地位拔高，预计特曲在后续发展中将会逐渐成为公司业绩增长的另一主要推动力。近年来，高端白酒零售价不断提升，为次高端留下发展空间，在消费升级带动下整体价格带上移。近两年特曲系列不断提价，持续推进品牌价值回归：2017 年春节后将老字号终端价格提至 218 元，突破 200 元大关；2017 年国庆旺季前夕停货，并在 10 月进行了全系列涨价；2018 年，公司分别在 1 月、6 月以及 12 月上调河南省老字号特曲的结算价及终端价格；2019 年继续推进老字号特曲终端提价。公司坚定双品牌战略不动摇，持续推进特曲品牌力提升，预计随着次高端的不断扩容以及整体价格带的上移，特曲有望迎来新的发展机遇。

图表 46：特曲系列酒核心产品一览

特曲系列	产品规格及参数	简介	零售价	图片
老字号	52 度/500ml	传承泸州老窖二十三代酿制技艺，延续了泸州老窖经典浓香口感，以“醇香浓郁、清冽甘爽、饮后尤香、回味悠长”的独特风格著称于世，被誉为“浓香鼻祖，酒中泰斗”	248 元/瓶	
特曲·纪念版	52 度/500ml	旨在纪念 1915 年获巴拿马太平洋万国博览会金奖的历史荣耀，以及泸州老窖酿酒人口传心授、传承至今的非物质文化遗产，更是对泸州老窖特曲浓香正宗风格的荣耀纪念	408 元/瓶	
特曲·晶彩	52 度/500ml	由现代泸州老窖国家级白酒尝评委反复研究与精心设计，在特曲纯正浓香风格基础上，勾调出了“柔和浓香、口感舒适”的风格，迎合 80、90 后年轻消费群体口感需求的白酒产品	358 元/瓶	
特曲 60 版	52 度/500ml	泸州老窖工农牌特曲，建国后一票（酒票）难求的臻品，被消费者亲切地称呼为“老县长”。60 年代经典包装，是一个时代的回忆	398 元/瓶	

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 47：2017 年之后特曲价格经历多次调整

日期	提价类型	具体提价内容
2017.01	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	出厂价	老字号特曲同时提价至 218 元
2017.03	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	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	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
2018.01	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	停货	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
2018.12	终端价	对河南全省老字号特曲价格调整如下：52 度老字号特曲经销结算价上调 20 元/500ml，各渠道价格体系相应调整。
2019.03	终端价	对冀南片区下属的邯郸、沧州、邢台、衡水等市场，自 2019 年 4 月 2 日起，上调 38 度/52 度老字号特曲供货结算价 20 元/500ml，同时上调市场销售指导价 20 元/500ml
2019.04	终端价	从 2019 年 5 月 1 日起，老字号特曲产品各度数结算价均上调 10 元/500ml，其它规格产品价格按比例进行相应调整，各渠道价格体系同时作相应调整

来源：糖酒快讯，酒业家，酒说，微酒，云酒头条，国金证券研究所




- **加强终端渠道管控力度，全面推进品牌复兴。**2015 年之前，公司采用柒泉营销模式，国窖、特曲、窖龄共享渠道，由柒泉公司选择性销售和投放资源。一方面，不同定位的产品共享渠道，难以实施差异化投放，资源难以流向较为弱势却亟需投入的特曲；另一方面，公司对市场管控能力较弱，极易出现窜货现象。15 年公司由品牌专营模式逐渐取代柒泉模式，在新的营销模式下，特曲着重加强了终端监控力度，销售一线业务人员数量大幅提升，终端掌控能力增强，为特曲挺价奠定基础，助力特曲强势复苏。营销方式上，自 2018 年起公司将特曲与“中国味道”相关联，开展了多场中华美食群英榜鉴赏会，拍摄了《舌尖穿粤·正味循宗》、《烹文鉴道·本

味领航》等系列饮食文化纪录片，播放量破百万。活动主题鲜明，参与度较高，有利于品牌力的提升以及客户的培育，全面推进特曲品牌复兴。

➤ 窖龄：定位商务精英，价格带上移推动业绩提升

- 精准卡位次高端，逐渐形成品牌产品化。2010 年底公司陆续推出“百年泸州老窖窖龄酒”系列产品，计划补位国窖 1573 品牌提升后遗留下的空白市场，精准卡位次高端，产品定位在商务精英，体量快速成长。2017 年明确为公司五大单品的一员后，窖龄系列营收呈快速恢复性增长。泸州老窖窖龄酒系列包括 30 年、60 年和 90 年，价格带位于 200-500 元，聚焦中产阶层，定位次高端。在消费持续升级的背景下，公司不断优化窖龄酒的产品结构，提出以窖龄酒 90 年为龙头、窖龄酒 60 年为增量、窖龄酒 30 年为基础的发展战略，形成品牌产品化。2016 年 10 月，为了顺应中高端市场扩容以及消费升级的趋势，公司对百年泸州老窖窖龄酒进行了优化升级，推出新包装、新定位、新模式。窖龄酒自 2017 年初开始上调价格，为了稳定市场价格体系，窖龄酒公司对产品进行配额制以及双轨制管理。公司持续推进窖龄酒优化升级，不断拉升品牌价值高度。

图表 48：窖龄系列核心产品一览

窖龄系列	产品规格及参数	简介	零售价	图片
窖龄 30 年	52 度/500ml	30 年持续酿造的老窖池，流畅自如的将自然力量转化成酒香。恰到好处的酒体，如秋日乍开的红石榴，陈香中带着甘冽清甜，醇和芬芳，饱满纯净	258 元/瓶	
窖龄 60 年	52 度/500ml	越发经典的酒体，醇厚中带着柔润绵软，酒体芬芳如盛夏的纯白栀子，馥郁馨香，醇厚绵长。	358 元/瓶	
窖龄 90 年	52 度/500ml	臻至大成的酒体，醇正中包裹着深邃的甘爽，酒体和谐如春日的和煦暖阳，醇正舒适，回味悠长。	548 元/瓶	

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 49：2017 年以来窖龄系列不同产品价格调整

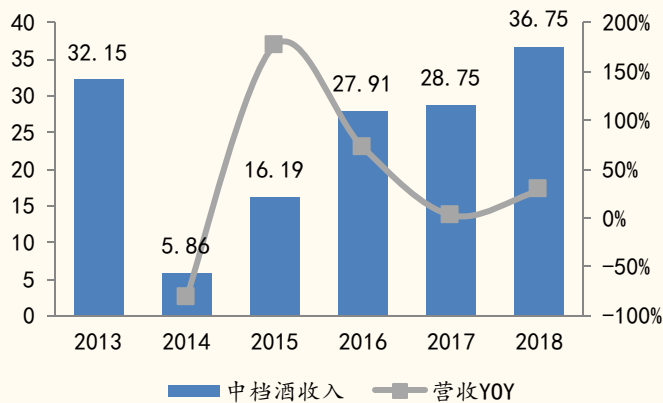
时间	对应产品	具体调整内容
2017.01	窖龄 30 年	实行结算价格双轨制。计划配额内结算价格保持不变，计划外配额的结算价格有所调整。52 度窖龄 30 年计划配额外制单价 188 元/瓶，43 度窖龄 30 年 178 元/瓶，38 度窖龄 30 年 168 元/瓶
2017.05	窖龄 30 年	执行窖龄酒全品项计划配额售卖制度，同时对 500ml 的 30 年窖龄 52 度制单价每瓶上调 10 元
2017.07	窖龄 30 年、60 年	窖龄酒提高 30 年窖龄酒 38 度、43 度制单价格 10 元/瓶，调整后 38 度终端零售价为 238 元，43 度终端零售价为 248 元；提高 60 年窖龄酒全品项制单价格 10 元/瓶。调整后 60 年窖龄酒 38 度、43 度、52 度的零售指导价分别为 328 元、338 元和 358 元
2017.11	川南专销	52 度泸州老窖百年（川南专销），计划内结算价为 298 元/瓶，计划外结算价为 308 元/瓶，零售价为 398 元/瓶，最低成交裸价为 298 元/瓶；38 度泸州老窖百年（川南专销）计划内结算价为 248 元/瓶，计划外结算价为 258 元/瓶，零售价为 368 元/瓶，最低成交裸价为 248 元/瓶
2018.11	窖龄 90 年	52 度产品的终端零售价和团购价分别为 498 元/瓶、428 元/瓶；43 度产品的终端零售价和团购价分别为 488 元/瓶、418 元/瓶；38 度产品的终端零售价和团购价分别为 478 元/瓶、408 元/瓶。
2019.01	窖龄 30 年	自 2019 年 2 月 1 日起，华北战区区域内酒行渠道窖龄酒 30 年 38 度上调建议供货价，建议团购价为 220 元/瓶，建议零售价为 238 元/瓶；52 度上调建议供货价，建

		议团购价为 240 元/瓶，建议零售价为 258 元/瓶
2019.04	窖龄 90 年	52 度产品的终端零售价和团购价分别为 548 元/瓶、478 元/瓶；43 度产品的终端零售价和团购价分别为 538 元/瓶、468 元/瓶；38 度产品的终端零售价和团购价分别为 528 元/瓶、458 元/瓶。
2019.04	窖龄系列	自 4 月 9 日起，暂停接收百年泸州老窖窖龄酒系列产品的订单

来源：糖酒快讯，酒业家，酒说，微酒，云酒头条，国金证券研究所

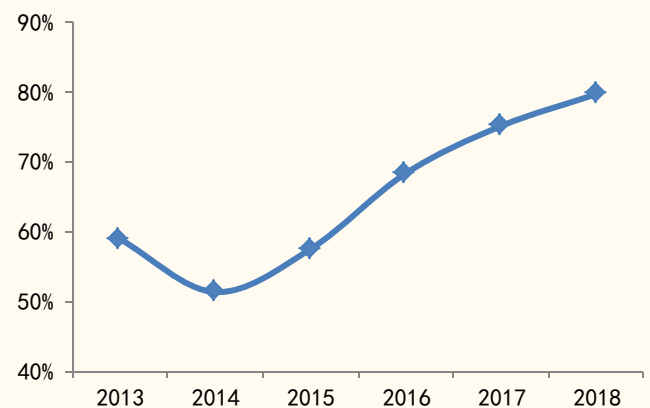
- **严控经销商体系，持续推进渠道下沉以及市场精耕。**窖龄酒共有三款产品，分别为窖龄 30 年、60 年、90 年。窖龄酒推出前期，公司以窖龄 30 为发展重点，然而其定位以及价格带与特曲老字号略有重叠，无法形成内部产品良性竞争体系。意识到这一问题之后，公司将重点转为“窖龄 60 年与窖龄 90 年”，全渠道铺货（餐饮、商超、名烟名酒店和团购等），争取站稳 300-400 元价格带。2013 年公司定价失误后，经销商损失惨重，许多优秀一级经销商及终端退出窖龄品牌，近年来随着窖龄酒市场热度持续攀升，经销商得以顺利扩充，业绩也逐渐步入恢复增长期。经销商管理方面，窖龄酒建立完备的经销商业绩考核体系，并采取经销商淘汰制，严格掌控下游经销商体系。2018 年起，公司持续推进渠道下沉以及深耕工作，面向县级市场招募优质经销商，重点布局省级、地级市场，不断扩大市场覆盖面。严格的经销商管控以及渠道体系的不断布局，助力窖龄酒业绩良性提升。
- **与特曲酒互相补充，共同构建泸州老窖次高端产品矩阵。**2018 年 11 月，公司全面提升窖龄 90 年各个度数的终端零售价与团购价，52 度零售价提升 10%，调整幅度较大。2018 年 11 月与 2019 年 4 月，公司接连针对价位最高的窖龄 90 年提价，冲击 500-600 元空白价格带意图明显。随着窖龄 90 年价格的提升，窖龄酒与特曲的头部产品价格将再次错开，两者价格带互为补充，共同构成泸州老窖次高端产品阵营。2014 年以来，公司次高端收入持续提升，由 5.86 亿元增至 2018 年的 36.75 亿元，年复合增速达 58.2%，毛利率也逐年提升。19 年春糖会期间，公司定下国窖、泸州老窖（特曲+窖龄）双品牌双百亿的发展目标，我们预计公司次高端将持续发力，推动公司业绩稳步增长。

图表 50：特曲+窖龄收入以及增速（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 51：2015 年以来公司中档酒毛利率不断提升



来源：公司公告，国金证券研究所

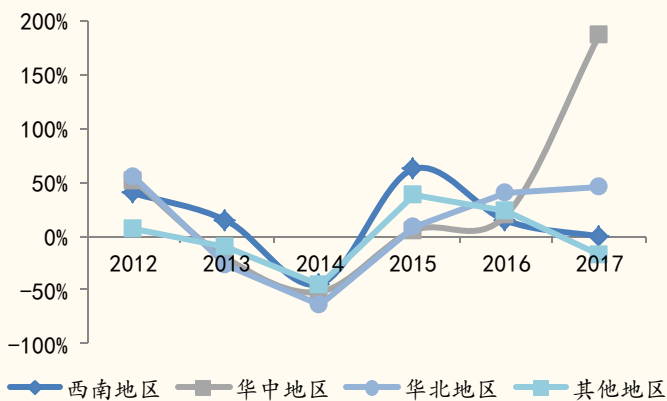
除此之外，泸州老窖还拥有低端品牌头曲、二曲，近年来低档酒收入占比不断下降，由 2014 年的 70.4% 降至 2018 年的 21.8%。2018 年，公司继续推进品牌“瘦身”，产品条码删减幅度超过 90%，产品结构持续优化升级。我们预计随着公司产品结构的不断优化，高端、次高端双重发力，共同助力公司品牌复兴与业绩增长。

3.2 立足西南基地市场，加快推进全国化布局

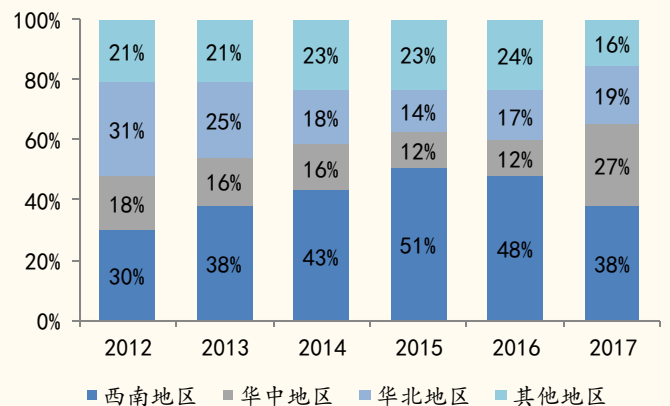
近年来泸州老窖不断加快推进全国化市场布局，深入推进区域化市场精耕，攻抢空白市场，巩固成熟市场。整体来看，公司销售区域主要集中在西南、华中与华北地区，西南区域发展较为成熟，近年来增速有所放缓，华东、华南等地区占比较小，在公司“东进南下”战略推动下未来有望实现快速增长。

- **西南市场是公司的主要根据地，市场地位最为稳固。**作为我国著名的川酒企业，泸州老窖在西南区域（川渝地区）地位稳固，经过数十年的深耕，西南市场已成为公司培育最为成熟、最为核心的一个市场。2017年，西南市场实现营业收入39.69亿元，收入占比为38%，远超其他区域市场；从盈利角度来看，2017年西南市场毛利贡献占比达到42%，实现毛利率79.38%，超过公司综合毛利率（71.93%），盈利水平较为突出。我们认为，西南市场培育如此成功的原因在于以下两点：（1）受我国传统文化影响，白酒消费具有一定程度的地域性特点，泸州老窖作为当地名酒，品牌力较强，历史悠久，更容易被当地消费者接纳和认可；（2）公司较早布局西南市场，前期费用的大量投放为后期区域发展奠定基础，数十年来持续精耕西南片区，销售渠道不断进行优化，规模效应下盈利水平进一步提升。
- **华中市场增长迅速，华北市场收入稳步提升。**华中地区与华北地区是全国白酒竞争中较为激烈的区域，苏酒、川酒、徽酒等各种酒系均在不断争抢市场份额。公司华中市场2017年实现营业收入27.94亿元，同比大增186.6%，于当年超过华北地区成为仅次于西南市场的第二大市场，收入占比达到27%。与华中市场的快速增长不同，华北市场的收入增长较为稳定，17年实现营业收入20.07亿元，同比增长46.0%，收入占比为19%。公司产品力较强，盈利能力不断提升，17年华中、华北地区毛利率分别达到71.6%与70.6%。未来随着销售渠道的不断完善以及盈利能力的不断提升，市场空间有望进一步打开。
- **坚持推进“东进南下”，加快全国市场开发。**与其他三个较为集中的区域市场相比，华东、华南等市场体量、占比较小（2017年营业收入仅为16.25亿元，占比16%），盈利能力也相对较差，毛利率水平远远低于其他三个市场。然而从长远发展的角度来看，华东、华南地区作为我国消费较为发达的两个区域，高端白酒有着极大的发展机遇与发展空间。2017年，泸州老窖提出“东进南下”策略，加大力度发展华东和华南市场，积极优化产品定价和渠道策略。我们认为，随着公司的加大投入以及渠道建设的不断优化，华东、华南市场也有望迎来较快增长。

图表 52：2012-2017 年不同销售区域营收增速对比



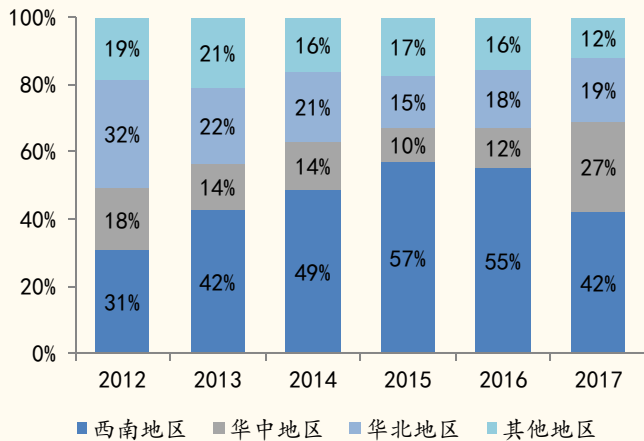
图表 53：2012-2017 年不同区域收入结构占比



来源：公司公告，国金证券研究所；注：2018 年公司年报中地区拆分口径变为了国内/国外，因此地区拆分只到 2017 年

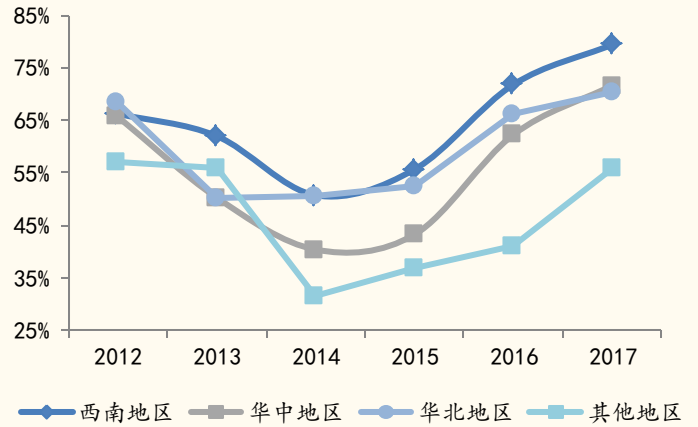
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：2012-2017 年不同区域毛利结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：2012-2017 年不同区域毛利率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

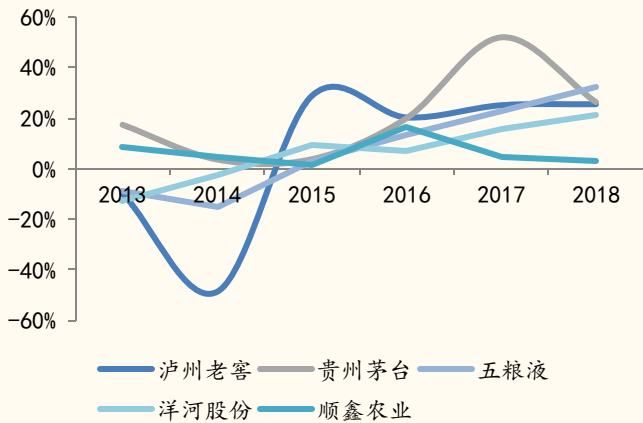
四、同行对比经营稳健，品牌复兴指日可待

4.1 经营发展较为稳健，盈利能力逐年提升

2013 年定价战略失误后，公司业绩遭到重挫，收入规模也逐渐跌出白酒行业前三名。2017 年，公司营收重回百亿，以销售收入规模来看，低于贵州茅台、五粮液、洋河股份以及顺鑫农业，排名第五。18 年公司内部持续发力，实现营业收入 130.55 亿元，超过顺鑫农业（120.74 亿元）排名第四。为了进一步明确公司的发展能力，我们将对同行业收入排名前五名的优质公司进行对比分析。

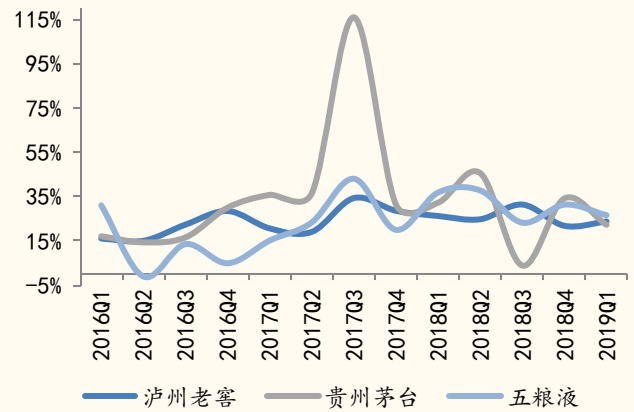
- 近年来公司收入保持稳健增长，营收增速与茅台、五粮液处于同一水平线。2015 年公司更换新一届管理层，内部多方调整之后业绩进入稳步增长阶段。18 年实现营业收入 130.55 亿元，同比增长 25.6%，与贵州茅台（+26.4%）、五粮液（+32.6%）基本处于同一水平线，高于洋河股份（+21.3%）以及顺鑫农业（+2.9%）。我们认为，泸州老窖近年来收入稳健增长的原因在于：（1）2015 年公司内部多方调整，明确五大单品战略，同时调整染泉模式至品牌专营模式，改革成效明显，推动公司业绩较快恢复；（2）高端、次高端双发力，推动业绩稳步提升。国窖 1573 在高端战线兼具性价比，随着茅台产量略受限以及产品结构优化带来的吨价提升，国窖空间逐步打开，业绩随之释放；特曲、窖龄在高端酒提价之后整体价格带上移，随着次高端体量扩容，特曲、窖龄有望实现品牌价值回归；（3）经销商管控加强，加快推进全国化市场开发。2014 年之后，公司加强经销商管控，制定较为完备的考核体系，终端价格体系理顺为业绩增长奠定基础；立足川渝基地市场，加快开拓其他薄弱市场，未来有望借鉴西南成熟市场的培育经验加快推进全国化征程。

图表 56：2013-2018 年同行业收入前五公司营收增速



来源：wind，国金证券研究所

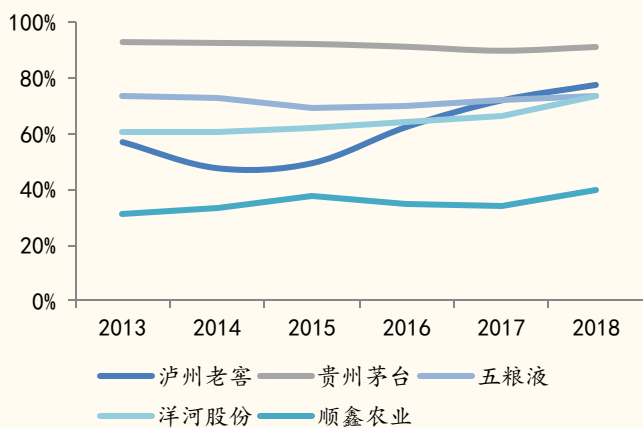
图表 57：2016-2019Q1 茅五泸各季度营收增速对比



来源：wind，国金证券研究所

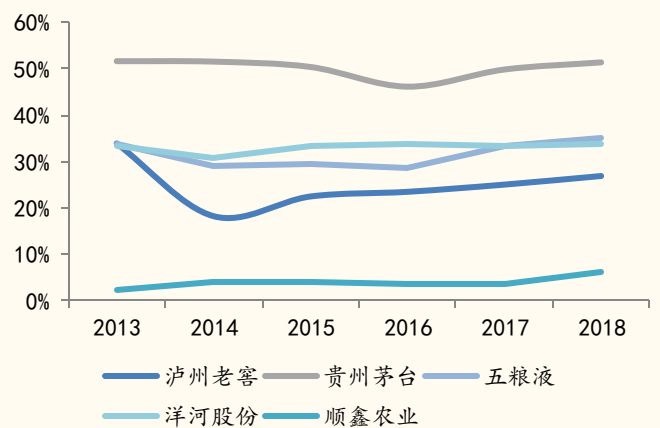
- 毛利率逐年提升，于 2018 年超过五粮液。**2015 年以来，公司业绩步入稳健增长通道，盈利水平也在不断提升。2015 年，公司毛利率为 49.4%，远低于贵州茅台、五粮液以及洋河股份，2018 年毛利率达到 77.5%，仅次于贵州茅台（91.1%），已超过五粮液（73.8%）与洋河股份（73.7%）。近年来，公司毛利率不断提升，主要来自于产品结构的不断优化（高档酒类收入占比由 2014 年的 17.9% 增至 2018 年的 49.6%）以及产品吨价的不断提升（产品吨价由 2014 年的 2.65 万元/吨增至 2018 年的 8.78 万元/吨）。横向来看，贵州茅台远高于其他公司，毛利率超过 90%，主要原因在于高价位的茅台酒毛利率较高，同时茅台酒收入占比高达 90%。我们认为，公司产品结构不断优化，高端、次高端双发力，低档产品不断瘦身，未来毛利率有望得到进一步提升。

图表 58：2013-2018 年同行业收入前五公司毛利率对比



来源：wind，国金证券研究所

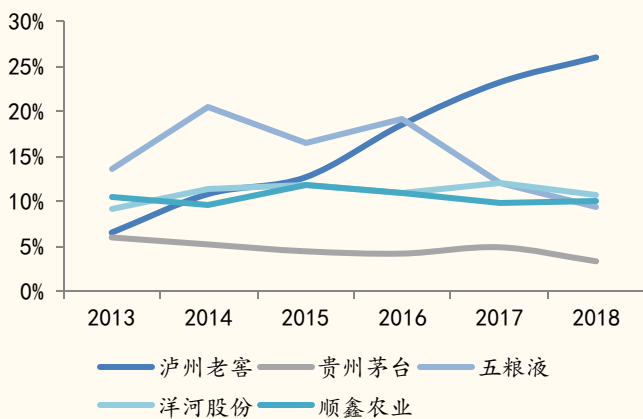
图表 59：2013-2018 年同行业收入前五公司净利率对比



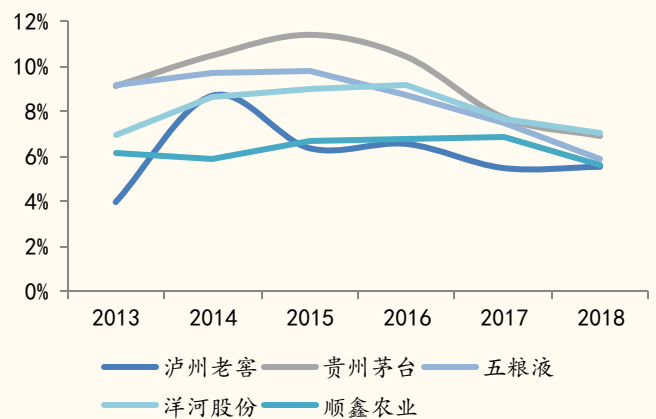
来源：wind，国金证券研究所

- **销售费用率由于市场加大投放而高于同行，管理费用率处于行业较低水平。**从费用端来看，管理费用率处于行业内较低水平，18年管理费用率为5.5%，低于同行业其他公司。而公司销售费用率却持续提升（自2015年战略调整之后市场加大投入），2018年销售费用率达到26.0%，较2015年提升13.3pct，远超同行业其他公司（其他公司基本处于10%左右的水平）。我们认为，公司销售费用率近年来持续提升且显著高于同行业的主要原因在于：（1）渠泉模式下经销商管控较弱，公司引以为戒，自2015年以来泸州老窖加大终端渠道掌控，一线销售人员规模迅速提升，市场投入远超同行业其他公司；（2）公司致力于培育优质、稳定的经销商，近年来经销商费用投放远超同行；（3）公司持续推进消费者终端、渠道终端双“124工程”（按照1:2:4的比例做分级终端与分级消费者），不断推进渠道下沉与市场精耕，“东进南下”战略下市场推广费用不断提升。我们认为，目前老窖仍处于市场开拓期（尤其是华东、华南），费用投放将会持续加大，但随着未来销售规模的不断提升以及不断细化费用导致的费用投放效率的提升，销售费用率增幅有望趋缓。

图表 60：2013-2018 年同行业收入前五公司销售费用率



图表 61：2013-2018 年同行业收入前五公司管理费用率

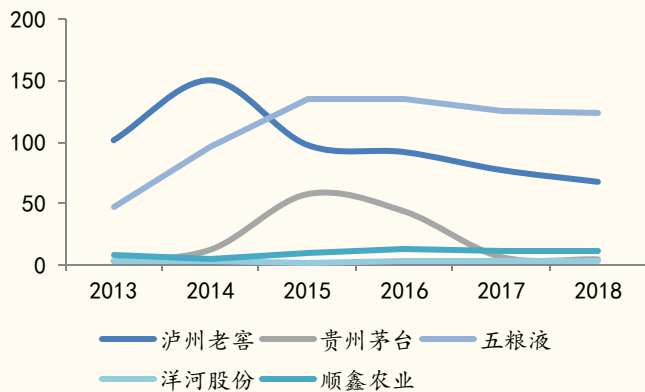


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

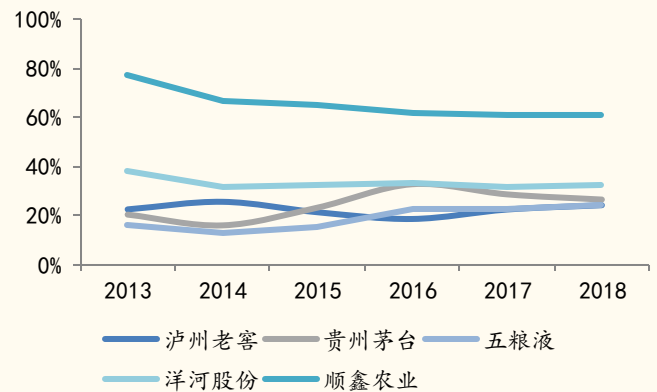
- **应收账款周转天数相对较高，然而近年来呈逐年下降趋势。**与同行业其他公司相比，公司应收账款周转天数相对较高，18年为68天，虽远远低于五粮液的124天，但是仍然远超同行业其他公司（贵州茅台4天、洋河股份3天、顺鑫农业10天），这与不同公司收款政策不同有关。然而纵向来看，近两年公司应收账款周转天数逐年下降（18年下降10天，17年下降15天），主要是因为对经销商收款政策发生变化，下游回款速度加快，公司现金流状况有望随之改善。
- **资产负债率处于同行业较低水平，财务风险相对较低。**与同行业其他公司相比，公司资产负债率处于较低水平，2018年为24.2%，低于贵州茅台26.5%、五粮液24.4%以及洋河股份32.2%，远低于顺鑫农业的61.1%。一方面，泸州老窖为国有背景，融资优势较大且融资成本较低；另一方面，在近年来市场投放加大的情况下，公司资产负债率仍然保持较低水平，也侧面说明了公司现金流较为充裕，财务风险相对较低。

图表 62：2013-2018 同行业收入前五应收账款周转天数



来源：wind，国金证券研究所

图表 63：2013-2018 年同行业收入前五公司资产负债率



来源：wind，国金证券研究所

4.2 高端、次高端双发力，双品牌双百亿可期

泸州老窖上市至今 25 年，经历过盛极一时的高增长阶段，也经历过一落千丈的下跌时期，经过多次调整，2017 年公司营收重回百亿阵营，目前正走在一条前景向好的品牌复兴之路。18 年公司实现营业收入 130.55 亿元，同比增长 25.60%；归母净利润 34.86 亿元，同比增长 36.27%，19Q1 依然保持了较高的增速（营收+23.72%、净利+43.08%）。我们认为，未来公司在产品、渠道多方发力的背景下有望继续实现稳健增长，品牌复兴指日可待。核心逻辑如下：

- **（1）战略选择的正确性是公司业绩快速恢复增长的核心驱动力，同样也是未来业绩稳健增长的最好保证。**15 年公司将染泉模式转型为品牌专营模式，同时明确五大单品战略，近年来坚定“国窖”、“泸州老窖”双品牌战略不动摇。我们认为，在 14 年公司业绩急剧下滑的背景下，关键战略的明确有助于为企业指明未来发展方向，同时合理安排企业资源，加速业绩的恢复增长。而在业绩稳定的当下，坚守正确的战略方向则是未来业绩稳健增长的最好保证，18 年业绩的稳健增长为我们验证了这一结论。
- **（2）受益于行业发展以及内部调整改革，国窖 1573 有望持续发力。**白酒消费场景已由政务需求为主转向民间以及商务为主，国窖 1573 兼具品牌力与性价比优势，预计随着民间消费的蓬勃发展将会持续扩大增长空间。另外，我们预计茅台 2018-2019 年产量增长空间将极为有限（2015 年基酒产量同比下降 13.59%），而这将为五粮液与国窖 1573 提供一定的增长空间。公司持续推进国窖系列产品创新升级，产品结构不断优化，满足消费者多元化、升级化需求的同时产品吨价持续提升，结合 2015 年推出品牌专营模式之后销售渠道逐步理顺，未来有望加速前进。
- **（3）特曲与窖龄共同构建泸州老窖次高端产品矩阵，推动业绩稳步提升。**随着窖龄 90 年价格的提升，窖龄酒与特曲的头部产品价格将再次错开，两者价格带互为补充，共同构成泸州老窖次高端产品阵营。2014 年以来，公司次高端收入持续提升，由 5.86 亿元增至 2018 年的 36.75 亿元，年复合增速达 58.2%，毛利率也逐年提升。19 年春糖会期间，公司定下国窖、泸州老窖（特曲+窖龄）双品牌双百亿的发展目标，我们预计随着次高端行业扩容以及高端提价之后整体价格带上移，特曲与窖龄将持续发力，推动公司业绩稳步增长。
- **（4）经销商管控加强，加快推进全国化市场开发。**原有染泉模式对经销商管控较差，潜在风险较高。2014 年之后，公司营销模式由染泉模式转变为品牌专营模式，加强经销商管控，制定较为完备的考核体系，终端价格体系理顺为业绩增长奠定基础。目前公司立足川渝基地市场，加快开拓其他薄弱市场（华东、华南等），未来有望借鉴西南成熟市场的培育经验加快推进全国化征程，为公司业绩增长添加助力。

五、投资建议

- 在双品牌战略下，我们认为公司高端、次高端将会持续发力，产品结构不断优化，结合近年来公司渠道端逐步理顺为业绩增长奠下基础，我们给出盈利预测：预计 2019-2021 年收入分别为 162.4 亿元/200.2 亿元/242.3 亿元，同比+24.4%/23.2%/21.0%，归母净利分别 45.4 亿元/57.7 亿元/72.9 亿元，同比+30.1%/27.3%/26.3%，对应 EPS 分别为 3.10 元/3.94 元/4.98 元，目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 23X/18X/14X，首次覆盖，给予“买入”评级。

六、风险提示

- **宏观经济下行的风险：**高端白酒消费受宏观经济影响较大，若整体经济下行，消费疲软，预计会对公司业绩造成一定的冲击。
- **一批价上涨不达预期：**目前受茅台批价上扬影响，五粮液、国窖 1573 批价均呈现出上升迹象，若批价未能如期上涨，将会影响渠道利润，进而影响经销商拿货积极性，公司业绩会受到一定冲击。
- **行业竞争加剧：**若未来行业竞争更加激烈，会对泸州老窖产品价格带来一定压力，同时动销也会受到影响，公司将加大营销费用投入，公司业绩将受到一定的影响。
- **经销商管控不达预期：**公司由柒泉模式向品牌专营模式转变后，加强了对经销商的管理，防止渠道窜货行为。若经销商管控不达预期，将会造成终端价格体系混乱，进而影响公司业绩与品牌形象。

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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,304	10,395	13,055	16,241	20,017	24,229	货币资金	4,765	8,450	9,367	10,816	13,447	16,714
增长率		25.2%	25.6%	24.4%	23.2%	21.0%	应收账款	2,176	2,722	2,565	3,484	4,294	5,197
主营业务成本	-3,120	-2,918	-2,934	-3,200	-3,474	-3,724	存货	2,488	2,812	3,230	3,330	3,660	3,973
%销售收入	37.6%	28.1%	22.5%	19.7%	17.4%	15.4%	其他流动资产	255	285	331	308	319	329
毛利	5,184	7,477	10,121	13,041	16,543	20,505	流动资产	9,685	14,269	15,494	17,938	21,720	26,214
%销售收入	62.4%	71.9%	77.5%	80.3%	82.6%	84.6%	%总资产	70.8%	72.2%	68.5%	69.8%	72.4%	75.0%
营业税金及附加	-845	-1,335	-1,606	-2,030	-2,502	-3,029	长期投资	2,035	2,147	2,367	2,367	2,367	2,367
%销售收入	10.2%	12.8%	12.3%	12.5%	12.5%	12.5%	固定资产	1,363	2,697	4,030	4,572	5,086	5,525
营业费用	-1,539	-2,412	-3,393	-4,304	-5,505	-6,736	%总资产	10.0%	13.7%	17.8%	17.8%	17.0%	15.8%
%销售收入	18.5%	23.2%	26.0%	26.5%	27.5%	27.8%	无形资产	235	231	232	237	243	258
管理费用	-544	-569	-785	-974	-1,201	-1,454	非流动资产	3,989	5,487	7,110	7,746	8,276	8,740
%销售收入	6.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	29.2%	27.8%	31.5%	30.2%	27.6%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	2,257	3,161	4,338	5,733	7,335	9,287	资产总计	13,674	19,756	22,605	25,684	29,996	34,954
%销售收入	27.2%	30.4%	33.2%	35.3%	36.6%	38.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	59	107	215	207	249	310	应付款项	2,009	3,237	3,499	4,316	5,722	6,475
%销售收入	-0.7%	-1.0%	-1.6%	-1.3%	-1.2%	-1.3%	其他流动负债	454	1,130	1,916	2,030	1,623	1,070
资产减值损失	-1	0	2	-2	-2	-2	流动负债	2,463	4,367	5,415	6,346	7,345	7,545
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	225	138	98	100	100	100	其他长期负债	86	76	65	70	70	70
%税前利润	8.9%	4.0%	2.1%	1.7%	1.3%	1.0%	负债	2,549	4,443	5,481	6,416	7,415	7,615
营业利润	2,540	3,428	4,677	6,038	7,682	9,695	普通股股东权益	11,031	15,171	16,965	19,084	22,366	27,094
营业利润率	30.6%	33.0%	35.8%	37.2%	38.4%	40.0%	少数股东权益	94	141	160	185	215	245
营业外收支	-10	6	-18	3	3	3	负债股东权益合计	13,674	19,756	22,605	25,684	29,996	34,954
税前利润	2,530	3,434	4,659	6,041	7,685	9,698	比率分析						
利润率	30.5%	33.0%	35.7%	37.2%	38.4%	40.0%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-580	-832	-1,148	-1,480	-1,883	-2,376	每股指标						
所得税率	22.9%	24.2%	24.6%	24.5%	24.5%	24.5%	每股收益	1.375	1.746	2.380	3.097	3.941	4.978
净利润	1,950	2,602	3,510	4,561	5,803	7,322	每股净资产	7.866	10.358	11.582	13.028	15.269	18.498
少数股东损益	22	44	25	25	30	30	每股经营现金净流	1.872	2.522	2.934	3.105	3.910	4.368
归属于母公司的净利润	1,928	2,558	3,486	4,536	5,773	7,292	每股股利	0.960	1.250	1.550	1.650	1.700	1.750
净利率	23.2%	24.6%	26.7%	27.9%	28.8%	30.1%	回报率						
							净资产收益率	17.48%	16.86%	20.55%	23.77%	25.81%	26.91%
							总资产收益率	14.10%	12.95%	15.42%	17.66%	19.24%	20.86%
							投入资本收益率	15.55%	15.58%	19.04%	22.38%	24.45%	25.58%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.35%	25.18%	25.60%	24.40%	23.25%	21.04%
							EBIT增长率	43.04%	40.06%	37.26%	32.14%	27.96%	26.60%
							净利润增长率	30.87%	32.69%	36.27%	30.12%	27.27%	26.32%
							总资产增长率	3.74%	44.48%	14.42%	13.62%	16.79%	16.53%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
							存货周转天数	312.9	331.5	375.8	380.0	385.0	390.0
							应付账款周转天数	47.2	76.7	126.4	100.0	95.0	90.0
							固定资产周转天数	51.8	39.7	28.8	24.1	19.8	15.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-42.84%	-55.18%	-54.70%	-56.14%	-59.55%	-61.14%
							EBIT利息保障倍数	-38.4	-29.6	-20.2	-27.7	-29.4	-29.9
							资产负债率	18.64%	22.49%	24.25%	24.98%	24.72%	21.79%

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
买入	0	8	27	32	50
增持	1	4	12	14	18
中性	0	1	3	3	4
减持	0	0	0	0	1
评分	2.00	1.46	1.43	1.41	1.40

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH