

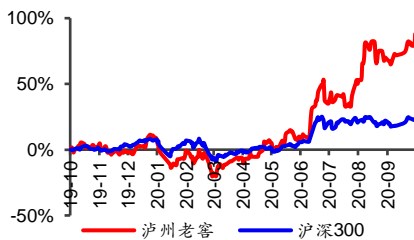


国窖持续向上，特曲正待复兴

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-10-22
收盘价（元）	162.00
近 12 个月最高/最低（元）	163.90/64.07
总股本（百万股）	1,465
流通股本（百万股）	1,464
流通股比例（%）	99.97
总市值（亿元）	2,373
流通市值（亿元）	2,372

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

摘要：国窖作为高端白酒第三品牌，有望受益于茅台红利、及深度控盘分利的渠道打法，呈现量价齐升之势并维持双位数增长，预计未来三年复合增速 13%；对老特曲在次高端入门价格带复兴持乐观态度，若流行性顺利恢复有望带动渠道补库。国窖呈现全国化品牌、区域化强势特点，薄弱市场提升空间仍大。

百亿国窖何以建成，三大要素共振促成

2015 年以来泸州老窖业绩增长核心驱动力来自于高端酒国窖 1573，我们认为，国窖的成长主要来自于三方面：

- 1) **【茅台红利】**茅台价增打开高端酒天花板、茅台实际开瓶量减将部分需求下移至五粮液和国窖；
- 2) **【公司渠道打法领先行业】**久泰模式帮助公司与渠道及终端深度绑定，打法、操盘能力领先行业；
- 3) **【竞争对手相对迟缓】**本轮高端酒成长周期中，五粮液渠道改革相对缓慢，给国窖带来了机会。

聚焦国窖增长动力，河南会战蓄势待发

行业：茅台红利将延续，高端酒双位数增长。我们认为，以 3 年为周期的中期发展过程中，中国经济发展带动白酒消费持续升级，可观察到次高端以上产品结构升级明显；茅台量价红利在可见的未来仍将持续，带动高端酒确定性扩容。综合未来三年量、价复合增速测算，我们预计高端白酒未来 3 年累计市场规模增长约 44%~50%，复合增速约 13%~15%。

产品：国窖提供核心增量，特曲仍待复兴。1) 国窖作为高端白酒第三大品牌，聚焦品牌力建设是核心，可以观察到，2020 年以来，国窖控量挺价动作不断。我们认为，未来三年国窖量价皆可展望，预计量增复合约 6.5%，价增复合约 6%，可推动国窖未来三年销售规模符合增长约 13%；2) 老特曲换代后，经过渠道充分调整后站稳次高端入门价格带，虽受疫情影响放量节奏放缓，但老特曲名酒基础充分，若消费氛围逐步成形，后续或出现渠道主动加库存，有望对公司业绩进行拉动。

渠道：绑定经销商终端，渠道拉力优势延续。公司通过返利模式结合入股模式绑定终端，渠道更具主动权。根据我们的测算，2020 年以来五粮液渠道利润明显增厚，利润率较国窖更高，但国窖终端利润率在返利模式支持下更有优势。我们认为，控盘分利是方法，激发终端积极性是本质。公司选择把更多的利润投放在终端（名烟名酒店），通过提高终端利润率，形成终端带动经销商、经销商带动厂家的良性循环。

格局：西南大本营稳固，河南会战全面开启。公司以西南地区为根据地，以四川为大本营市场，呈现区域性强势特点。2020 年 5 月，公司开启河南会战，2020~2022 年规划国窖销售分别为 5、8、12 亿元，同时公司引入已在成都成功的久泰模式，渠道出资直营公司负担费用、酒厂直控负责运营，若能成为第二大样板市场，或为国窖东进南下提供打法模板。

投资建议

国窖作为高端白酒第三品牌，将持续受益于茅台红利，叠加国窖本身品牌力建设、及深度控盘分利的渠道打法，未来三年可展望量价齐升之势；十代特曲完成换代，卡位次高端入门价格带，品牌复兴基础已成，只待消费氛围恢复。预计公司 2020~2022 年收入分别为 167、189、211 亿元，同比分别+6%、+13%、+12%，归母净利润分别为 53.7、61.2、68.4 亿元，同比分别+16%、+14%、+12%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 44.2x、38.8x、34.7x，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

国窖批价、渠道利润、终端利润不及预期；十代特曲复苏不及预期；河南会战进度不及预期；管理层变动风险等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15817	16717	18944	21125
收入同比(%)	21%	6%	13%	12%
归属母公司净利润	4642	5366	6122	6843
净利润同比(%)	33%	16%	14%	12%
毛利率(%)	80.6%	81.5%	82.2%	82.8%
ROE(%)	23.7%	24.6%	24.6%	24.1%
每股收益(元)	3.17	3.66	4.18	4.67
P/E	51.12	44.22	38.76	34.68
P/B	12.23	10.87	9.56	8.41
EV/EBITDA	20	33	29	26

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

一、发展历程有起有落，依托国窖站稳高端.....	6
1.1 品牌：三系列覆盖全价位段.....	6
1.2 历史：大落大起复兴正当时.....	7
1.3 产品：国窖已站稳高端白酒.....	8
1.4 股权：国资控股下结构稳定.....	11
1.5 高管：看淼锋携手再创辉煌.....	12
二、百亿国窖何以建成，三大要素共振促成.....	13
2.1 行业：茅台量价红利为五粮液国窖打开空间.....	14
2.2 打法：领先的久泰模式助国窖紧跟五粮液.....	16
2.2.1 久泰模式是如何运作的.....	16
2.2.2 久泰模式已在成都取得成功.....	18
2.2.3 围绕核心消费者培育，国窖荟应运而生.....	19
2.3 竞争：五粮液改革相对迟缓带给老窖机会.....	20
三、聚焦国窖增长动力，河南会战蓄势待发.....	21
3.1 行业：高端酒量价空间毋庸置疑.....	21
3.1.1 中国经济发展助力白酒消费结构上移.....	21
3.1.2 茅台量价红利在可见的未来仍将持续.....	22
3.1.3 次高端以上白酒仍将领跑行业.....	24
3.2 产品：国窖提供核心增量，特曲仍待复兴.....	25
3.2.1 国窖提升品牌力是核心.....	25
3.2.2 老特曲冲次高端，仍待复兴.....	27
3.2.3 特曲 60 版聚焦团购，稳步放量.....	29
3.2.4 营销投放精准高效，聚焦提升品牌推力.....	30
3.2.5 现有产能支撑国窖发展，扩产为长期供给做准备.....	31
3.3 渠道：绑定经销商终端，渠道拉力优势延续.....	32
3.4 格局：西南大本营稳固，河南会战全面开启.....	33
3.4.1 西南大本营稳固，华中华北核心市场地位.....	33
3.4.2 中原会战全面打响，集中力量拿下河南.....	34
3.4.3 东进南下成效不显著，进攻需要调整打法.....	36
四、盈利预测及投资建议.....	37
4.1 国窖量价可展望，双位数以上复合增长.....	37
4.2 投资建议.....	38
风险提示.....	39
财务报表与盈利预测.....	40

图表目录

图表 1 古井贡酒多次获得名酒称号	6
图表 2 泸州老窖屡获大奖	6
图表 3 泸州老窖发展历程梳理	8
图表 4 泸州老窖产品结构梳理	9
图表 5 泸州老窖各产品系列营收占比梳理	9
图表 6 泸州老窖各产品系列营收增速梳理	9
图表 7 泸州老窖销量缓慢下滑，复合增速约为-5.5%	10
图表 8 泸州老窖均价高速增长，复合增速约为 31.4%	10
图表 9 2017 年以来国窖产品提价梳理	10
图表 10 加大销售费用投入，管理费用率稳中有降	11
图表 11 泸州老窖毛利率净利率持续上升	11
图表 12 泸州老窖股权结构（截至 2020 年一季度末）	11
图表 13 2010 年股权激励计划分配情况梳理	12
图表 14 高管持股情况梳理	13
图表 15 管理层对产品、品牌和渠道进行大力改革	13
图表 16 茅台红利带动高端及次高端细分行业扩容	14
图表 17 茅台开瓶下滑，为五粮液国窖提供需求增量	15
图表 18 茅台开瓶量下滑为五粮液国窖提供需求增量	15
图表 19 柒泉模式运作流程	16
图表 20 久泰模式运作流程梳理	17
图表 21 国窖久泰模式与柒泉模式对比	18
图表 22 久泰模式国窖成都市场销售规模快速增长	19
图表 23 五粮液渠道利润被飞天茅台显著拉开	20
图表 24 中国人均可支配收入持续增长	21
图表 25 白酒消费大省主流价位段升级趋势	21
图表 26 白酒消费升级趋势有望延续	22
图表 27 各细分子行业核心公司价增回顾	23
图表 28 茅五泸出厂价复合增速与 CPI 增速对比	23
图表 29 茅台开瓶下滑，为五粮液国窖提供需求增量	23
图表 30 各档次白酒规模扩容复合增速回顾及预估	24
图表 31 2020 年以来泸州老窖“停货+提价”动作梳理	25
图表 32 2020 年国窖 1573 批价小幅上行	26
图表 33 高端白酒行业趋势研判	27
图表 34 次高端特曲中长期复苏仍待观察	28
图表 35 特曲营销战略梳理	29
图表 36 特曲 60 版持续聚焦团购市场	29
图表 37 泸州老窖广告宣传推广费快速上涨	30
图表 38 泸州老窖销售费用率持续增长，位于行业前列	30
图表 39 泸州老窖持续投入事件营销，以进行品牌力建设	30
图表 40 泸州老窖百年以上老窖池各年限窖池数量梳理	31
图表 41 泸州老窖百年以上老窖池各年限窖池数量梳理（单位：吨）	32

图表 42 五粮液与国窖渠道、终端利润变化对比	33
图表 43 泸州老窖历年各区域收入占比	33
图表 44 国窖河南市场规模规划, 目标 2022 年实现 12 亿	34
图表 45 河南主流酒企规模梳理	35
图表 46 泸州老窖将河南划为四个战区, 由全国四大片区分管	35
图表 47 河南久泰模式经销商利润构成	36
图表 48 公司细分业务盈利预测	38
图表 49 泸州老窖 P/E TTM	39

一、发展历程有起有落，依托国窖站稳高端

1.1 品牌：三系列覆盖全价位段

老四大名酒之一，全价格带覆盖。泸州老窖，始于公元 1573 年，是中国最古老的四大名酒之一，泸州老窖公司成立于 1995 年，主打“国窖”、“特曲”两大品牌，“国窖 1573”、“窖龄酒”、“泸州老窖”三大系列。公司运用“双品牌、三品系、五大单品战略”覆盖全价位段，满足各场景消费需求。公司历史积淀深厚，曾屡获博览会金奖，是唯一一家五次入选名酒评选会的浓香型品牌，2020 年，在中国酒业金樽奖品牌价值评比中，居酒品类第 6 位，品牌价值达 395.8 亿元。

图表 1 古井贡酒多次获得名酒称号

时间	称号	品牌
1952 年 第一届	老四大名酒	茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、 泸州老窖特曲
1963 年 第二届	八大名酒	茅台酒、五粮液、古井贡酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、西凤酒、山西汾酒、董酒
1979 年 第三届	八大名酒	茅台酒、山西汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、 泸州老窖特曲
1984 年 第四届	老十三优名酒	茅台酒、山西汾酒、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、双沟大曲酒、黄鹤楼酒、郎酒
1989 年 第五届	十七大名酒	茅台酒、山西汾酒、五粮液、洋河大曲酒、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、双沟大曲酒、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：华安证券研究所整理

图表 2 泸州老窖屡获大奖

获奖年份	奖项
1915	巴拿马万国博览会金奖
1990	巴黎国际食品博览会金奖
1991	“泸州”入选中国首届十大驰名商标
1992	洛杉矶太平洋博览会金奖
1996	“1573 国宝窖池群”成为行业首家全国重点文物保护单位
2006	“国窖”商标入选驰名商标
2008	“泸州老酒坊”商标入选中国驰名商标

资料来源：华安证券研究所整理

1.2 历史：大落大起复兴正当时

泸州老窖是浓香川酒代表，国窖 1573 与飞天茅台、五粮液一起，是公认的高端酒代表，“森锋组合”执掌后，泸州老窖加速力争重回行业前三，2019 年公司实现营收 158.2 亿元。

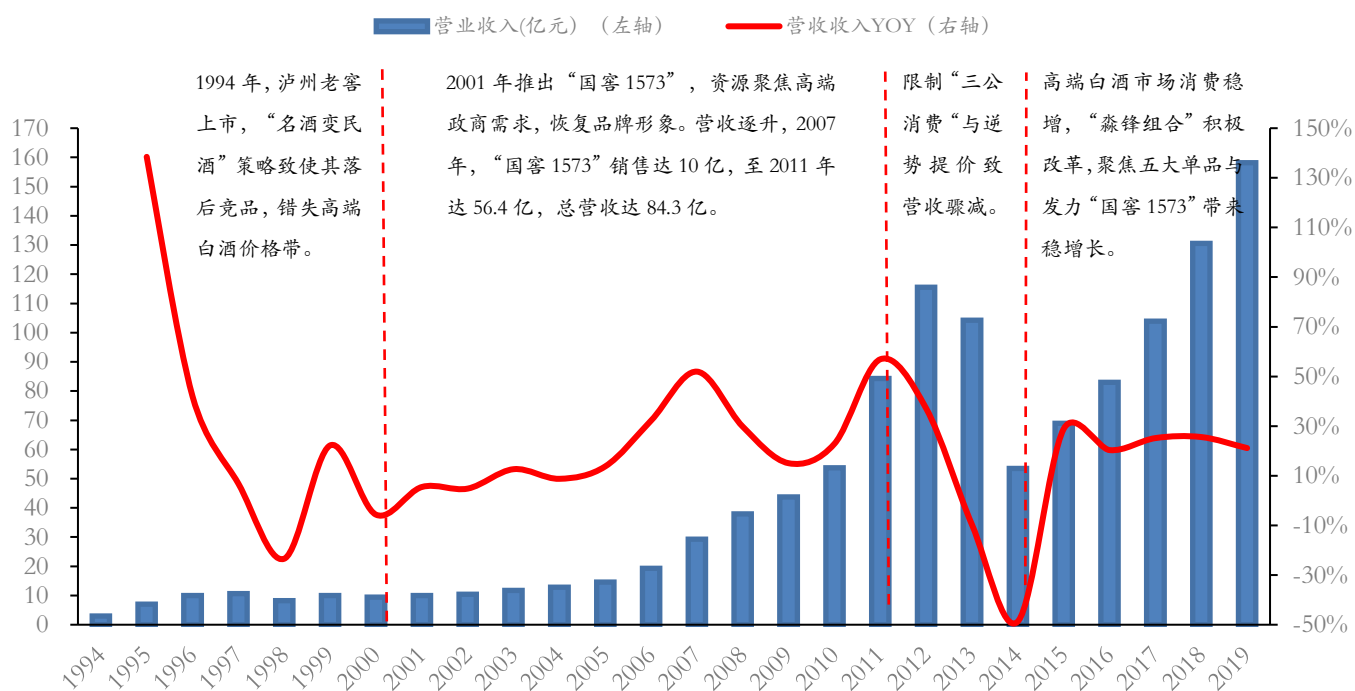
2000 年前：浓香白酒奠基者，民酒战略失先机。“泸州老窖特曲”曾连续五次获得名酒称号，1950 年后成为白酒产品价格引领者与市场领导者，品牌力较强。1989 年“名酒不准上公务宴席”后，名酒纷纷降价，市场回暖后，泸州老窖采取“名酒变民酒”战略，丧失价格带代表能力，价格被“茅五剑”等竞品超越，错失高端白酒市场地位，品牌力减弱，发展势头受限。

2001~2011 年：国窖成品牌助力，终成高端大单品。2001 年公司推出国窖 1573，定位高端白酒，试图重回高端白酒行列。经过一系列摸索与增长，公司逐步确立“打造国窖 1573 为核心高端大单品”战略，将渠道与推广资源聚焦国窖，紧跟“白酒黄金十年”初期，于 2003 年定价 300~400 价格带，进入高端白酒市场。至 2011 年高端白酒占总营收 68.5%，实现销售规模 56.4 亿元。

2012~2015 年：行业进入调整期，错误定价致下滑。2012 年底，中央的“八项规定”政策出台限制三公消费，白酒价格带天花板受到大幅压缩。2013 年，公司“逆市提价”战略失败，致国窖 1573 销量较前年减半至 3,000 吨，至 2014 年仅销售 800 吨。柒泉模式下各渠道商内部竞争严重不利于终端销售，叠加过多开发新产品线导致资源不集中，品牌力受损，公司营收严重下滑。

2016 年至今：森锋改革正当时，双百亿规模可期。2016 年以来，茅台价格持续上行，带动高端白酒景气度回升。泸州老窖于 2015 年更换管理层，由刘淼与林锋接任公司董事长与总经理职务，全面清理条码，聚焦国窖 1573、特曲、窖龄酒、头曲与二曲 5 大单品。同时在渠道、营销、品牌推广等方面进行改革与资源倾斜，重塑国窖品牌形象。2015 年公司开始恢复性增长，2015~2019 年，公司业绩复合增速超 20%，至 2019 年实现营业收入 158.2 亿。

图表 3 泸州老窖发展历程梳理



资料来源：华安证券研究所整理

1.3 产品：国窖已站稳高端白酒

五大战略单品，高中低档全覆盖。泸州老窖是公认的“浓香鼻祖，酒中泰斗”，主打浓香型白酒，产品包括国窖1573、特曲、窖龄、头曲和二曲五大单品，全面覆盖高中低端价格带。国窖1573是中国三大超高端白酒品牌“茅五泸”之一，定位千元价格带，市场实际成交价约900元，是公司白酒收入的主要来源；代表“浓香正宗、中国味道”的特曲和“商务精英用酒”窖龄定位中端酒；大众品牌头曲和二曲定位百元以下，走“平价亲民”路线、将公司品牌向深层次、大范围市场传播。

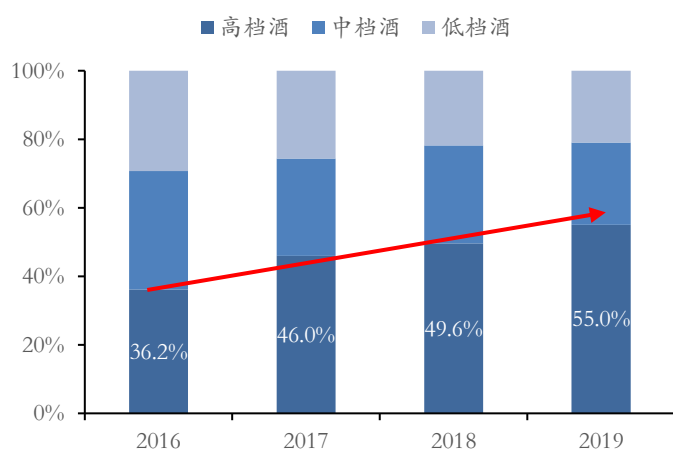
图表 4 泸州老窖产品结构梳理

价格带	品牌	产品	官方零售价 (元)	2019 年收入占比
高档	国窖 1573	52 度	1,309	55%
		38 度	1,019	
中档	特曲	纪念版 52 度	688	24%
		第九代 52 度	488	
		第十代 52 度	438	
	窖龄	90 年 52 度	658	
		60 年 52 度	458	
		60 年 38 度	438	
		30 年 52 度	348	
低档	头曲	30 年 38 度	338	21%
		八年窖 52 度	158	
	六年窖 52 度	128		
	60 年老头曲 55 度	98		
	二曲	52 度	20	

资料来源：华安证券研究所整理

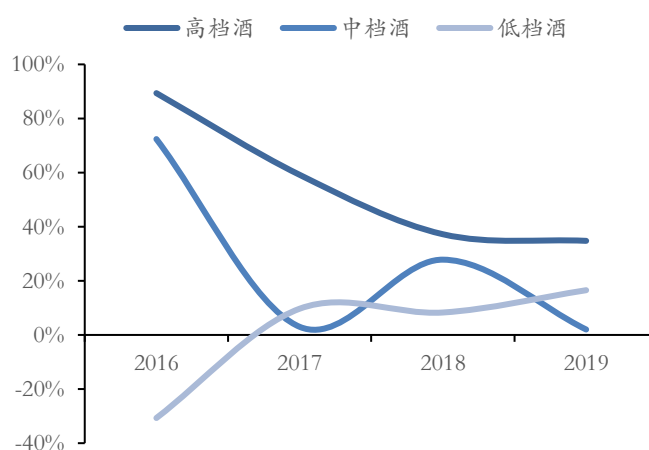
中低档酒增长放缓，国窖占比持续提升。自 2016 年来，以国窖 1573 为代表的高档酒营收持续高速增长，其占白酒收入的比重由 2016 年的 36% 快速增至 2019 年的 55%，是公司白酒收入增长核心动力。以特曲、窖龄为代表的中档酒营收占比由 2016 年的 35% 下滑至 2019 年的 24%，以头曲、二曲为代表的低档酒营收占比由 2016 年的 29% 降至 2019 年的 21%。

图表 5 泸州老窖各产品系列营收占比梳理



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 泸州老窖各产品系列营收增速梳理

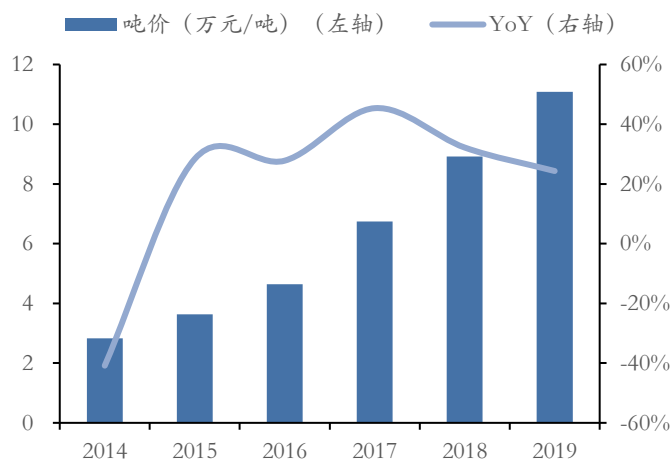
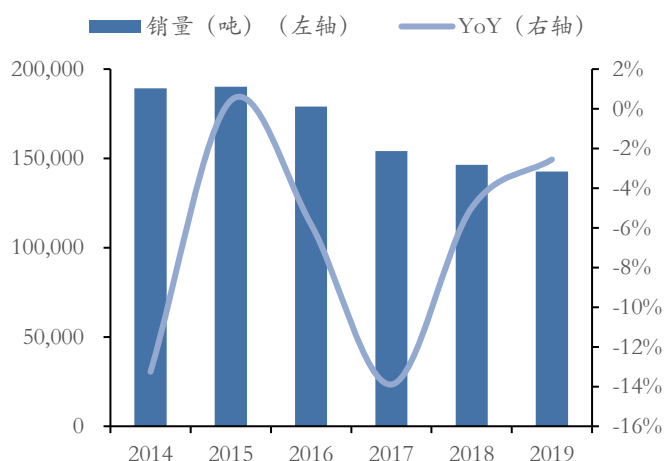


资料来源：wind，华安证券研究所

小幅多次控货提价，营收一路逆势向上。公司自 2014 年发展陷入低谷、随后采取一系列措施大力改革以来，业绩逐步恢复，营收高速增长，2014~2019 年复合增速达 24.2%。公司营收稳步恢复并保持高速增长，得益于公司适时采取控货提价动作：2017 年以来公司对国窖 1573、特曲等核心产品进行小幅多提，使得吨价由 2014 年的 2.83 万元/吨增至 2019 年的 11.1 万元/吨，年复合增速约为 31.4%；公司清理条码背景下，销量由 2014 年的 18.9 万吨下滑至 2019 年的 14.3 万吨，年复合增速约为 -5.5%。

图表 7 泸州老窖销量缓慢下滑，复合增速约为-5.5%

图表 8 泸州老窖均价高速增长，复合增速约为 31.4%



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2017 年以来国窖产品提价梳理

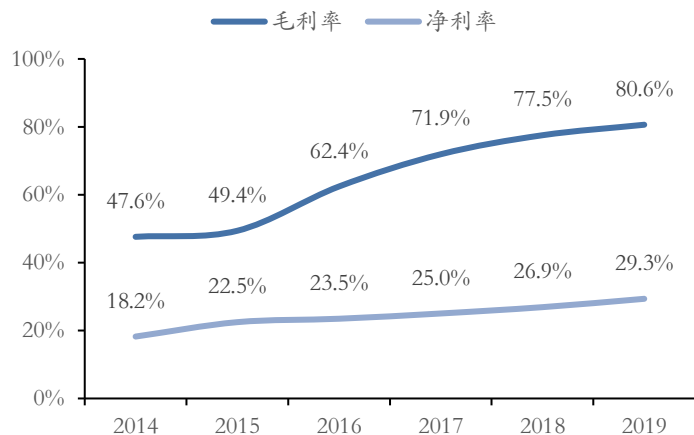
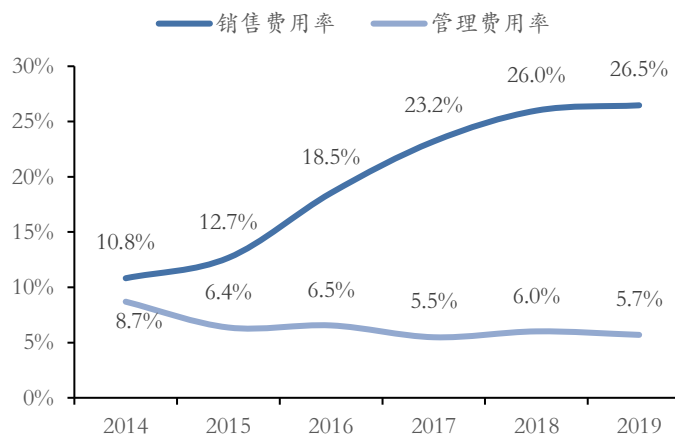
产品	调价日期	出厂价	零售价
52 度国窖 1573 经典装	2017 年 2 月		零售价上调至 899 元/瓶
	2017 年 7 月	出厂价上调至 740 元/瓶	
	2017 年 10 月		零售价上调至 969 元/瓶
	2019 年 1 月	出厂价上调至 780 元/瓶	零售价上调至 1,099 元/瓶
	2019 年 11 月	出厂价上调至 850 元/瓶	
38 度国窖 1573	2020 年 7 月		零售价上调至 1,399 元/瓶
	2020 年 9 月	出厂价上调至 890 元/瓶	
	2017 年 8 月	出厂价上调至 550 元/瓶, 上调 20 元/瓶	

资料来源: 华安证券研究所整理

毛利率净利率持续上升。公司近年持续加大品牌宣传投入,销售费用率持续上行;得益于规模效应和管理效率的提高,管理费用率稳中有降。随着国窖收入占比快速提升、及核心产品提价,毛利率由2014年的47.6%大幅增至2019年的80.6%,净利率由2014年的18.2%增至2019年29.3%。

图表 10 加大销售费用投入,管理费用率稳中有降

图表 11 泸州老窖毛利率净利率持续上升



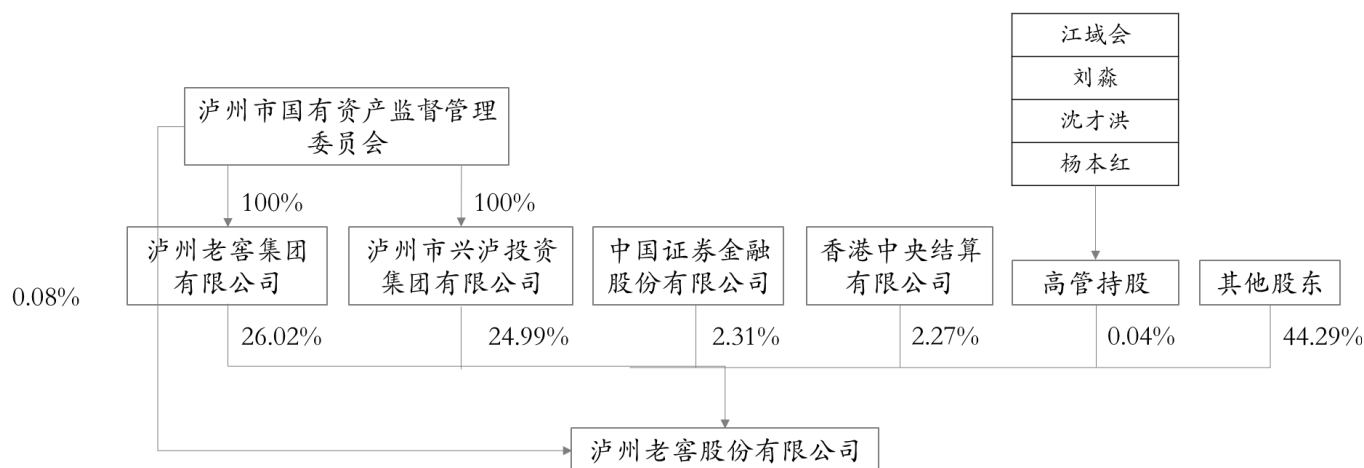
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

1.4 股权: 国资控股下结构稳定

国资背景下高管少量持股, 结构稳定。公司实际控制人为泸州市国有资产监督管理委员会,直接持股0.08%。公司控股股东为泸州老窖集团有限公司,持股比例26.02%;第二大股东为泸州市兴泸投资集团有限公司,持股比例24.99%,为国资委全资控股子公司。公司两大股东老窖集团与兴泸集团于2015年12月31日签署了一致行动协议,有效期至2021年6月1日,此举有利于国有股东进一步完善和明晰股权关系。目前刘淼等四名主要高管持有少量公司股份,合计持股比例0.04%。

图表 12 泸州老窖股权结构 (截至 2020 年一季度末)



资料来源: wind, 华安证券研究所

老管理层实行两次激励,当前管理层持股比例较低。2006 年公司实行股权激励、授予核心管理层 2,400 万股股票期权,2010 年公司再次颁布股权激励计划,向公司董事、中高层管理人员和骨干员工授予 1,344 万股股票期权,行权价格为 12.78 元。两次股权激励主要围绕老管理层实行,当前管理层持股比例较低。

图表 13 2010 年股权激励计划分配情况梳理

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万份)	占授予总量的比例	占股本总额的比例
谢明	董事长	58	4.32%	0.04%
张良	董事、总经理	58	4.32%	0.04%
蔡秋全	董事、副总经理	41	3.05%	0.03%
沈才洪	董事、副总经理	41	3.05%	0.03%
江城会	董事	41	3.05%	0.03%
刘森	副总经理	41	3.05%	0.03%
郭智勇	副总经理	41	3.05%	0.03%
张顺泽	副总经理	41	3.05%	0.03%
何诚	酿酒公司总经理	41	3.05%	0.03%
林锋	营销总监	41	3.05%	0.03%
救治平	财务部部长	41	3.05%	0.03%
	骨干员工	859	63.91%	0.64%
	合计	1,344	100%	0.96%

资料来源: wind, 华安证券研究所整理

1.5 高管: 看森锋携手再创辉煌

森锋组合临危受命, 多管齐下助力品牌复兴。在三公消费限制、行业深度调整、公司逆势提价失败导致量价齐跌的背景下, 刘森和林锋临危受命, 于 2015 年分别接任公司董事长和总经理的职务, 全面接管公司。刘森、林锋均出身于销售公司, 营销管理经验丰富、行业积淀深厚、领导能力突出, 上任后在产品体系、品牌规划、营销渠道等各个方面对公司进行了全面深入的改革。

产品体系: 新管理层上任后立即对产品体系进行清理, 一年之内整合、淘汰、冻结了近 2,000 个产品条码, 聚焦国窖 1573、窖龄酒、泸州老窖 (特曲、头曲、二曲) 三大品牌线及旗下五大单品, 产品结构及价位带逐渐清晰;

品牌规划: 2017 年公司成立品牌复兴小组, 由刘森担任组长、林锋担任副组长, 2017 年通过户外广告投放、国际事件营销和文化活动植入等全面提升国窖品牌力, 2018 年提出“国窖、特曲两手抓”、以国窖 1573 品牌助力特曲复兴, 形成协同效应;

营销渠道: 管理层采用品牌专营模式 (久泰模式) 代替之前的柒泉模式, 先后成立特曲、国窖 1573、窖龄品牌专营公司, 有效地减少渠道层级、掌控终端, 实现精细化营销、资源按需统筹规划。

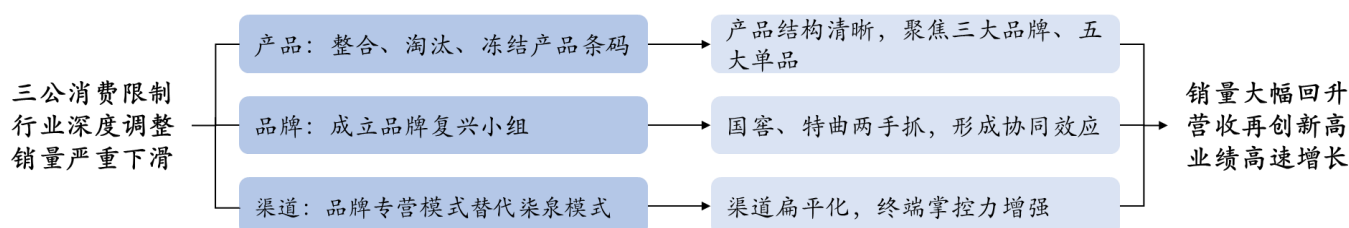
2014~2019 年营收复合增速约为 24%。在 2019 年经销商表彰大会上, 提到泸州老窖未来发展目标时, 董事长刘森提出“全力冲回行业前三”、总经理林锋强调“双品牌实现双百亿”, 表明了领导班子带领泸州老窖加速复兴的决心和信心。

图表 14 高管持股情况梳理

姓名	职务	持股比例
江域会	董事、副总经理	0.017%
刘淼	董事长	0.013%
沈才洪	董事、副总经理	0.009%
杨本红	监事	0.001%
合计		0.04%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 管理层对产品、品牌和渠道进行大力改革



资料来源：华安证券研究所整理

二、百亿国窖何以建成，三大要素共振促成

我们认为，2015 年以来泸州老窖业绩增长核心驱动力来自于高端酒国窖 1573，国窖的成长主要来自于三方面：

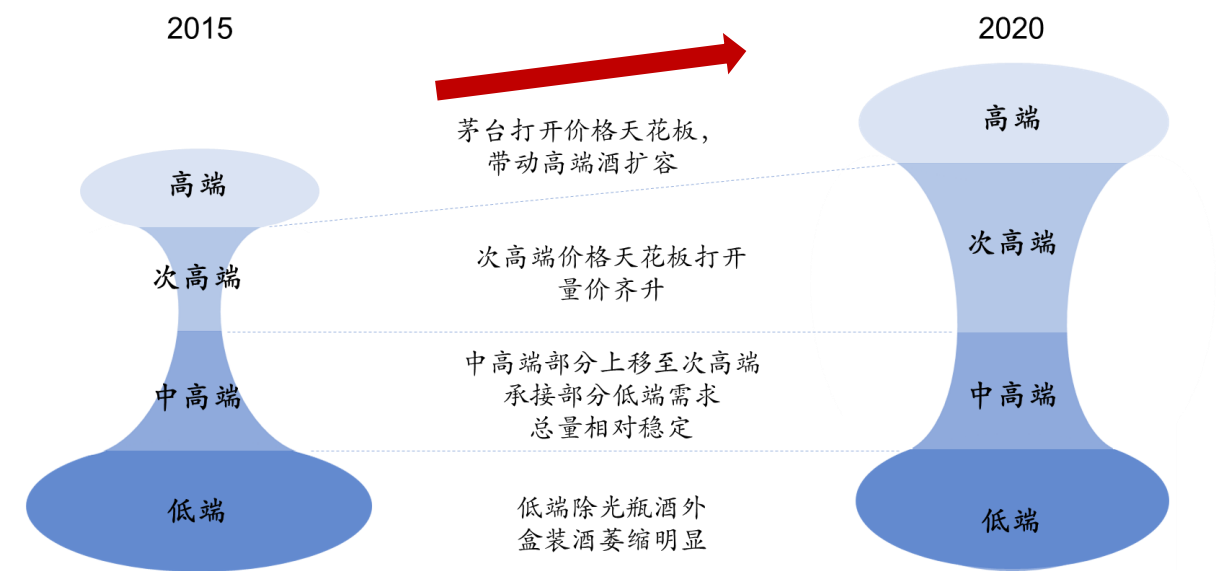
- 1) 【茅台红利】茅台价增打开高端酒天花板、茅台实际开瓶量减将部分需求下移至五粮液和国窖；
- 2) 【公司渠道打法领先行业】久泰模式帮助公司与渠道及终端深度绑定，打法、操盘能力领先行业；
- 3) 【竞争对手相对迟缓】本轮高端酒成长周期中，五粮液渠道改革相对缓慢，给国窖带来了机会。

2.1 行业：茅台量价红利为五粮液国窖打开空间

茅台批价持续上行，为五粮液国窖打开市场空间。

受益于茅台批价自 2016 年约 800 元上行至 2020 年目前约 2,800 元，白酒价格天花板被打开，为下方五粮液、国窖打开价格天花板，进而为次高端白酒打开价格带空间；

图表 16 茅台红利带动高端及次高端细分行业扩容



资料来源：华安证券研究所整理

茅台开瓶下滑，为五粮液国窖提供需求增量。

茅台酒的真正开瓶量始终是个黑匣子，难以获得准确的数据，根据我们对茅台经销商渠道的跟踪，我们认为，2016 年以来茅台酒的真实开瓶率出现较为明显下滑：2016 年茅台酒销量 2.3 万吨中，预计开瓶能达到约 2 万吨量级（开瓶率约 8 成），剩余需求以送礼为主，根据草根调研及渠道访谈，至 2019 年茅台销量 3.5 万吨中，预计开瓶下滑至约 1.5 万吨量级（**开瓶率约 4 成，开瓶量较 2016 年下滑约 30%**），其中约 1 万吨为核心刚需盘。开瓶量下滑有两方面原因：

- 1) 茅台酒供给端增量很大程度上被新增的茅台金融属性需求（包括以黄牛为主的需求、个人囤积收藏需求）瓜分；
- 2) 高企的茅台酒使得部分中产消费人群（非送礼、宴请刚需人群）选用性价比更高的千元价格带产品（包括五粮液、国窖及地产酒超高端产品等）。

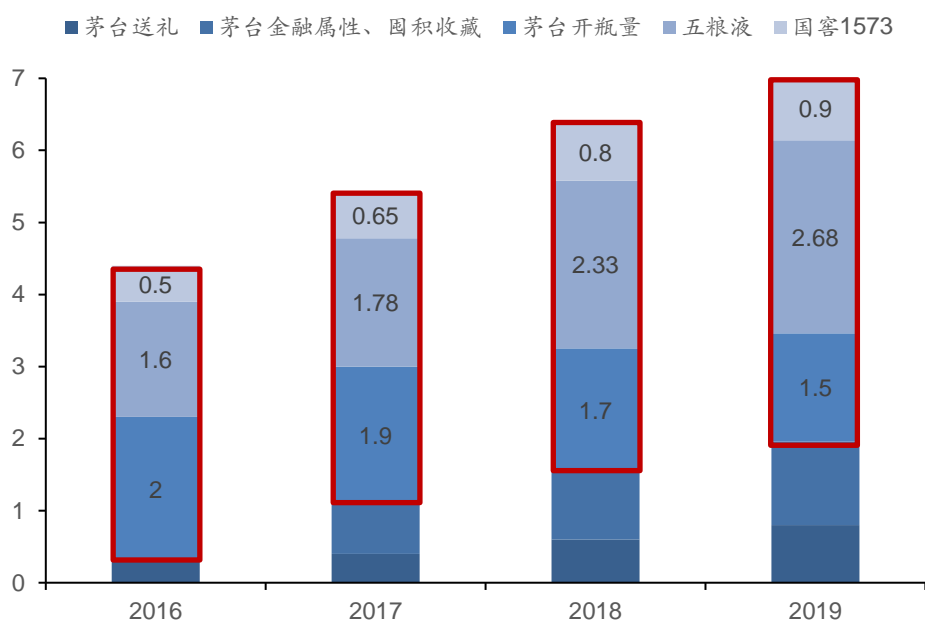
基于消费升级带动高端酒需求自然扩容、及茅台酒向下为五粮液国窖提供需求增量（五粮液、国窖销量基本都被开瓶消费）。我们推算，高端酒茅五国消费量由 2016 年的约 4.1 万吨增长至 2019 年的约 5.1 万吨，其中五粮液由 1.6 万吨增长至 2.7 万吨，增长 68%，国窖由约 0.5 万吨增长至约 0.9 万吨，增长 80%，大幅跑赢高端酒整体销量增速，核心原因是茅台开瓶的下降将部分高端酒需求下移至五粮液国窖。

图表 17 茅台开瓶下滑，为五粮液国窖提供需求增量

	2016	2017	2018	2019
茅台酒				
送礼 (核心刚需)	0.3	0.4	0.6	0.8
金融属性、囤积收藏	-	0.7	0.95	1.16
开瓶量 (核心刚需) -A	2	1.9	1.7	1.5
茅台酒总计	2.3	3.0	3.25	3.46
YoY	16%	32%	7%	6%
五粮液-B	1.60	1.78	2.33	2.68
YoY	5.8%	11.3%	30.9%	15%
国窖 1573-C	0.5	0.65	0.8	0.9
YoY	67%	30%	23.1%	12.5%
高端消费总量=A+B+C	4.1	4.33	4.83	5.08
YoY	15.8%	5.6%	11.5%	5.2%

资料来源：华安证券研究所整理

*茅台酒的需求拆分为估算值，主要根据产业链对茅台酒开瓶率下降的反馈进行整理，并不代表真实数据情况

图表 18 茅台开瓶量下滑为五粮液国窖提供需求增量


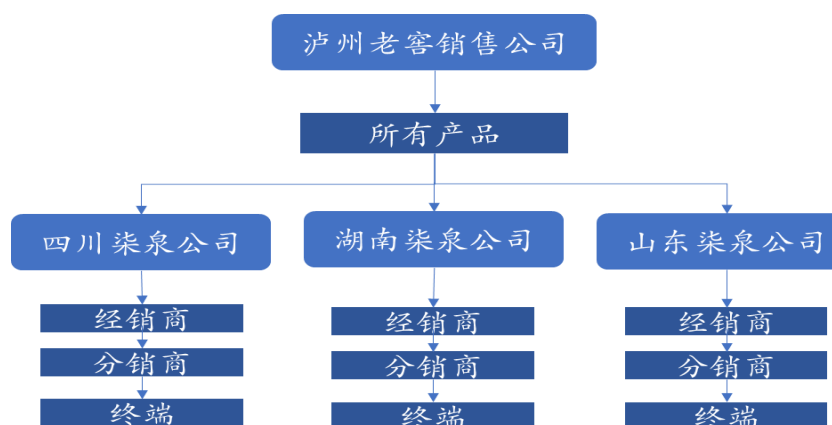
资料来源：华安证券研究所整理

2.2 打法：领先的久泰模式助国窖紧跟五粮液

2.2.1 久泰模式是如何运作的

染泉模式顺应当时白酒行业高速发展。2010年，公司推出染泉模式，由厂商和经销商共同主导。染泉模式本质是总代压货分销模式，染泉公司相当于该区域的一批经销商。染泉模式的渠道层级至少有4层，在当时与白酒黄金十年高速发展相契合，彼时白酒景气度上移，批发价不断提升的背景下，渠道利润充分，因此多层次渠道带动分销压货自上而下处于正向循环过程，厂家销售收入得到大幅提升。但当行业景气度下降、渠道利润无法维系时，总代压货分销模式弊端较为明显，渠道利润率与周转率下滑，渠道积极性下降。

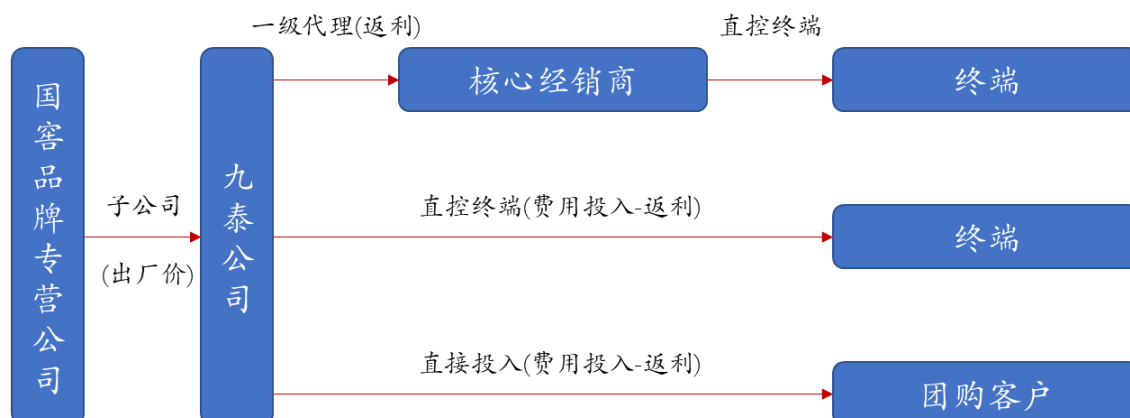
图表 19 染泉模式运作流程



资料来源：华安证券研究所整理

终端入股扁平化改造，成都发展久泰模式。2014年前后，国窖1573品牌专营公司在全国各地设立子公司，2014年10月，公司在成都成立久泰公司，负责国窖1573成都市场运营，久泰公司由原泸州老窖四川片区经理担任董事长，新开发名烟名酒店、商超、连锁、餐饮、会所、团购等渠道，久泰模式的本质是渠道扁平化，经销商和终端出资入股，酒厂负责运营。久泰以直营的方式重新开拓成都市场，摒弃之前染泉模式下的代理模式，对渠道进行扁平化改造、直控终端。久泰对接的下游包括经销商或者终端两类，若是经销商也要求其必须直控终端，摒弃二批商。2016年公司通过久泰公司在成都片区直控超过3,000家终端门店、300家团购客户、100家核心经销商。

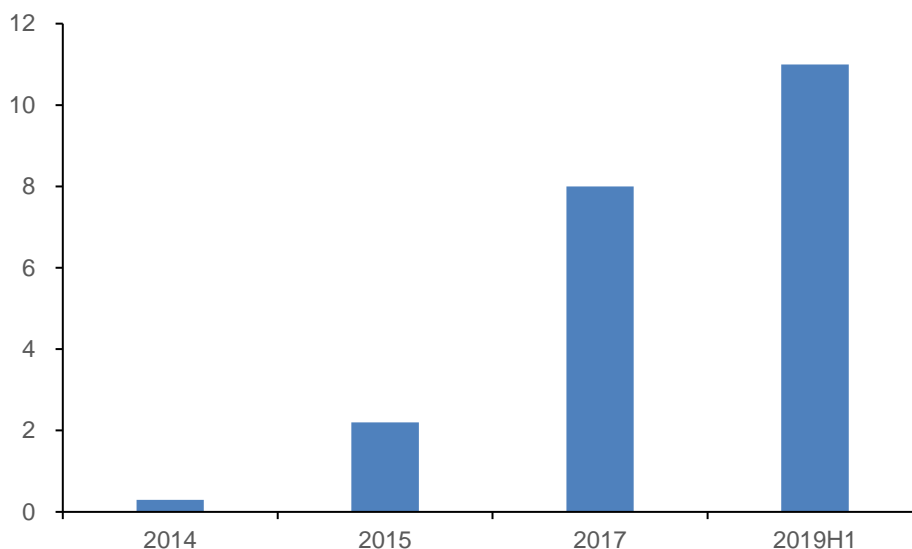
图表 20 久泰模式运作流程梳理



资料来源：华安证券研究所整理

久泰模式是如何运作的？

- ① **渠道模式：国窖进行直营终端的市场投入。**国窖 2016 年开始招大商，公司依托费用投入、派业务员跑市场把大商的终端吸引到旗下；2017 年提出直营终端策略，继续把大商扁平化，开发了很多终端网点直接掌控。2017~2019 年，实现网点数量超过四千个，做到了直营终端和直营消费者，其中，国窖终端设立终端 VIP 俱乐部，国窖消费者设立“国窖荟”俱乐部，通过两个俱乐部与终端深度绑定。相较而言，五粮液仍依托大商管控网点为主，对网点管控较为松散。
- ② **售价模式：国窖通过返利对终端进行绑定。**五粮液重价差，为顺价销售，出厂价、一批价、团购价都层层往上加，比较灵活。国窖为平价或倒挂销售，出货价至少持平于终端价，终端通过返利获取利润。久泰模式下国窖有价格调整的主动权，短期若与五粮液出现渠道推力不足的情况，则用更高的渠道利润吸引终端主推国窖，而五粮液调节能力相对较弱。

图表 22 久泰模式国窖成都市场销售规模快速增长


资料来源：华安证券研究所整理

2.2.3 围绕核心消费者培育，国窖荟应运而生

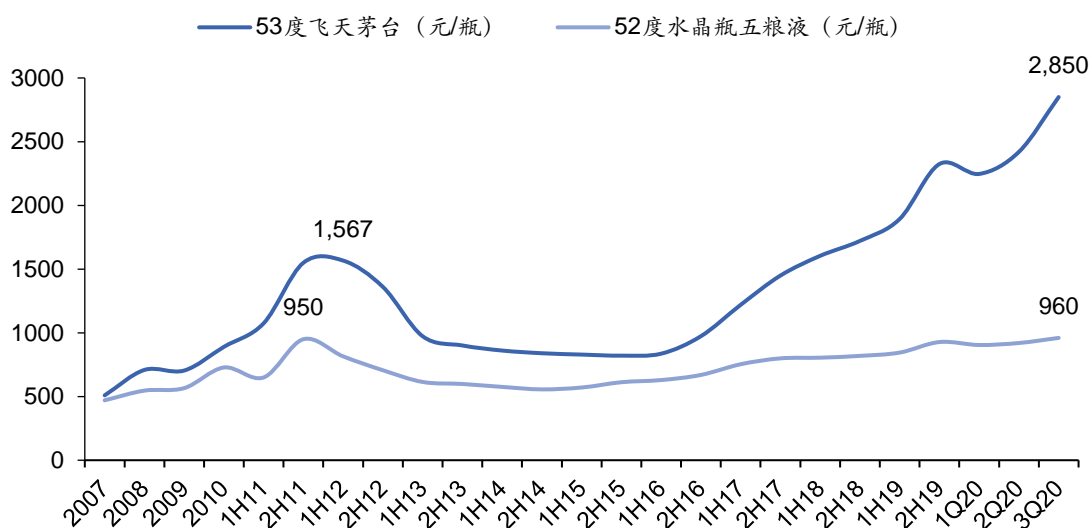
消费者培育重要性凸显，国窖荟应运而生。我们认为，本轮白酒行业发展过程中，酒企越来越重视消费者力量，因此，酒企由传统的聚焦渠道通道建设，逐步向核心消费者培育转变，背后的资源投放方向亦发生转变。2017 年末成都会战结束后，成都久泰宣布正式成立成都“国窖荟”。国窖荟是国窖 1573 的经销客户联盟，就是把国窖 1573 的单体终端升级到全国性战略平台“国窖荟”，把多层批发、多层分销的下线客户正式提升为公司一级合作终端客户，由成都久泰直接对接合作并服务。国窖荟的主要优势体现在两点：其一，厂家的掌控力和价盘的稳定性更强，经销商的利益可以得到保护，不易于陷入互相竞底的博弈困境；其二，厂家具备了和更强的和消费者互动的基础，对产品的品牌张力有直接提升。

本轮国窖的快速成长与消费者培育存在密切关系。我们认为，近 5 年国窖的快速成长与消费者培育密不可分，包括：1) 数十个城市、数万名消费者的教育；2) “国窖荟”社群为纽带下以七星盛宴为承载的更多落地形式与精细化的会员管理；3) 国窖打破渠道通道、与消费者更近一些的品牌交互与文化占领。国窖在细分烟酒店导入的“国窖荟”进一步加强深度市场运作，即在传统渠道中可以导入团购联盟商（发展一定数量的具备团购资源的经销商家、渠道商、私企团购商），有助于国窖与核心消费人群的长期、可持续培育。

2.3 竞争：五粮液改革相对迟缓带给老窖机会

五粮液虽提二次创业，但改革相对迟缓。五粮液于 2017 年末 1218 大会上首次提出“二次创业”，意图通过“百城千县万店”直控终端，但改革相对迟缓，前期以大商为主的模式导致渠道运作灵活度明显弱于国窖，量价关系处理能力不足，致 2016 年以来批价上涨幅度远低于茅台，渠道利润空间相对较小，在国窖持续品牌运作、及渠道操作背景下，国窖在下方稳步跟随。

图表 23 五粮液渠道利润被飞天茅台显著拉开



资料来源：华安证券研究所整理

返利模式助国窖紧跟五粮液。国窖与五粮液在渠道利润模式存在不同，五粮液作为千元价格带第一品牌，渠道顺价模式：出厂价、一批价、终端价，各环节依靠顺价利润实现现款盈利；泸州老窖则通过返利模式结合入股模式绑定终端，渠道实际出厂价与批价之间处于常规性倒挂，通过厂家后端返利进行控盘分利，以实现经销商长期利润率高于竞品五粮液，该模式下国窖有价格调整主动权，且在部分区域与经销商深度绑定背景下，国窖渠道推力更强。

三、聚焦国窖增长动力，河南会战蓄势待发

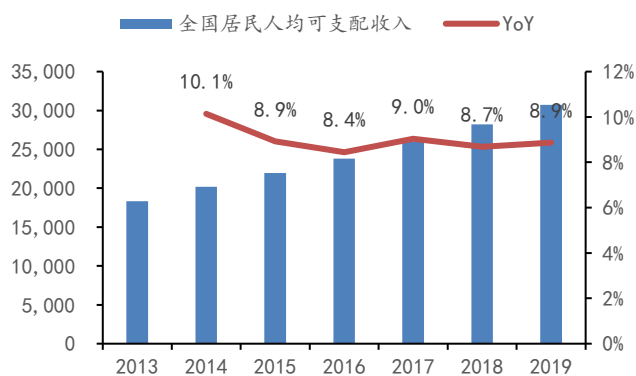
3.1 行业：高端酒量价空间毋庸置疑

我们认为，以3年为周期的中期发展过程中，次高端及以上（高端、次高端）白酒扩容速度将领跑白酒产业，量价向上空间确定性高，主要来自于：中国经济发展带动白酒消费持续升级，可观察到次高端以上产品结构升级明显；茅台量价红利在可见的未来仍将持续，带动高端酒确定性扩容。

3.1.1 中国经济发展助力白酒消费结构上移

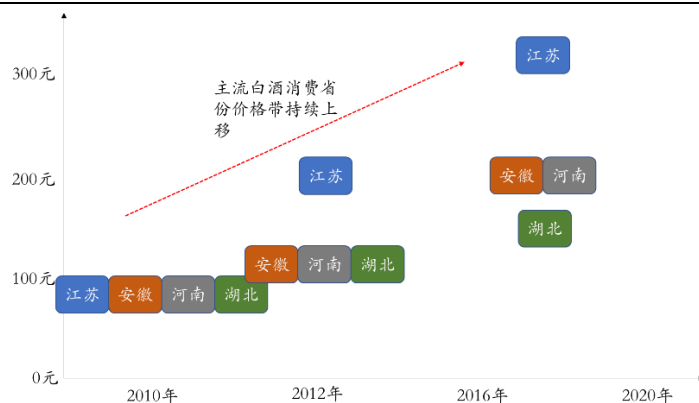
白酒消费升级是中长期趋势。展望中长期，受益于中国人均可支配收入持续增长、及CPI增长带动通胀，消费升级是持续、且必然的趋势，随之带动次高端白酒领跑行业快速扩容。以白酒大省为例：江苏市场主流消费价格带由过去上升至300~600元价格带；安徽市场主流消费价格带由过去上升至目前的200~500元价格带，消费升级明显。

图表 24 中国人均可支配收入持续增长



资料来源：wind，华安证券研究所

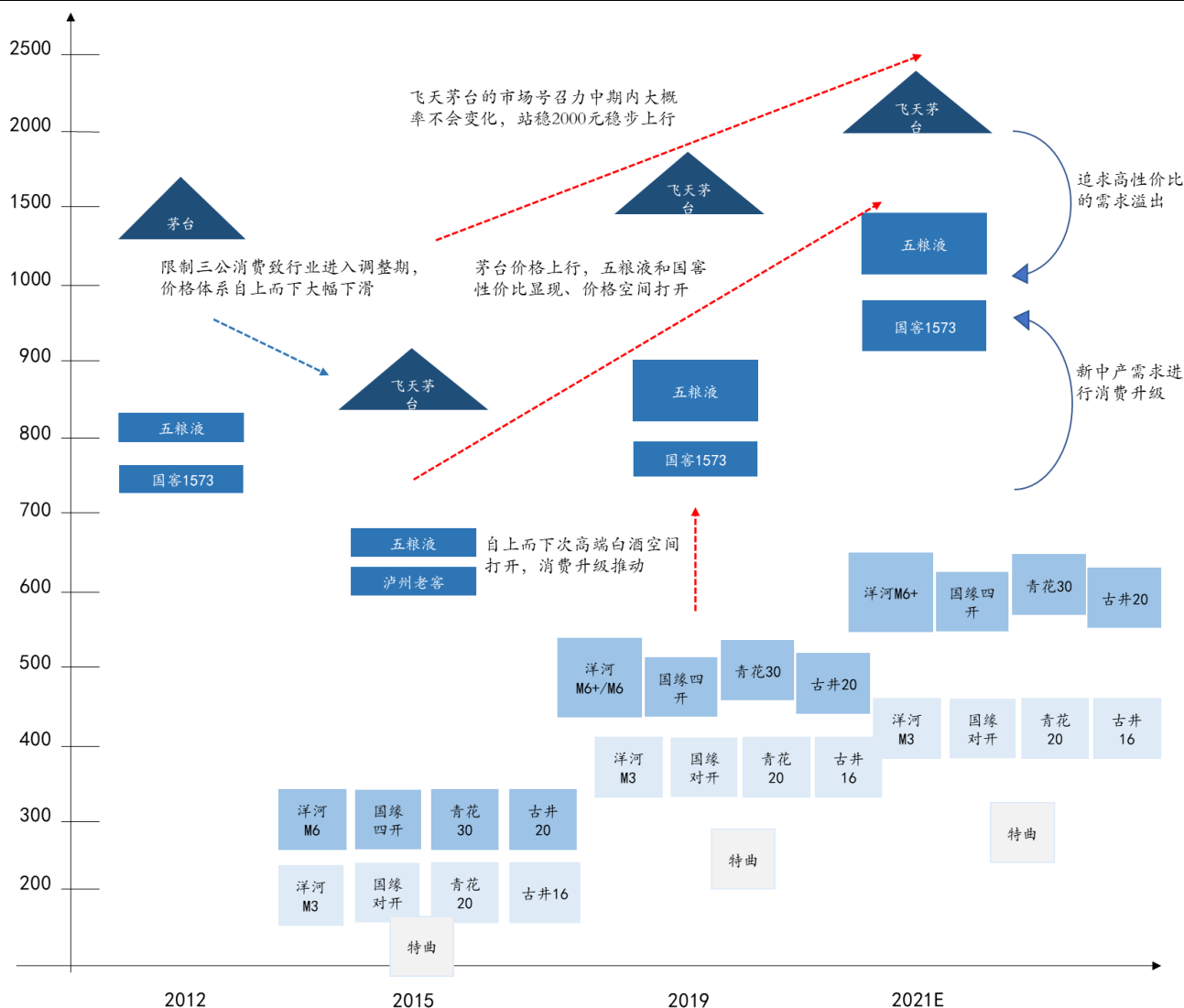
图表 25 白酒消费大省主流价位段升级趋势



资料来源：华安证券研究所整理

次高端及以上产品结构持续升级。2012年限制三公消费政策出台后，白酒行业进入深度调整期，过程中白酒消费结构得到充分调整，为白酒自上而下开启新一轮成长提供了条件。2016年以来，龙头飞天茅台批价开启上行通道，自上而下带动五粮液、国窖批价上行，进而打开下方次高端白酒市场空间，次高端地方龙头酒企随之进入快速发展期。

图表 26 白酒消费升级趋势有望延续



资料来源：华安证券研究所整理

3.1.2 茅台量价红利在可见的未来仍将持续

茅台量价红利在可见的未来仍将持续。我们分别通过量、价来测算 2020~2022 年高端白酒容量空间：

价：茅台批价中期向上，出厂价增速领先 CPI

定性角度来看，基于我们在上文中对茅台供需分析，我们认为茅台金融属性需求在批价上行过程中呈现正向循环，即不断上涨的批价不断加强茅台金融属性，且我们观察到茅台酒厂的动作仍在加剧供需关系的紧张形势（非标产品增加减少标准白瓶茅台酒供应量、直营放货的需求端仍以黄牛为主），因此我们判断飞天茅台批价在中期仍可展望震荡上行，为下方五粮液、国窖提供持续扩容的空间。

回顾历史，消费升级红利助高端酒价格增速显著跑赢 CPI。2001~2019 年，高端名酒 53 度飞天茅台、52 度经典五粮液、52 度国窖 1573 出厂价复合增速分别为 8.6%、7.3%、6.0%，显著跑赢同期中国 CPI 增幅 2.3%，享受消费升级红利明显。

图表 27 各细分子行业核心公司价增回顾

公司	核心产品	起始年份	起始出厂价 (元/瓶)	2015 出厂价 (元/瓶)	2019 出厂价 (元/瓶)	起始-19 年 CAGR	15-19 年 CAGR
贵州茅台	飞天茅台	2000	218	819	969	8%	4%
五粮液	普五	2001	249	609	889	7%	10%
泸州老窖	国窖 1573	2002	268	620	760	6%	5%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 茅五泸出厂价复合增速与 CPI 增速对比

时间段	飞天茅台	经典五粮液	国窖 1573	中国 CPI	备注
2001~2019 年	8.6%	7.3%	6.0%	2.3%	茅五泸出厂价复合
2010~2019 年	7.7%	8.2%	4.3%	2.6%	增速在各阶段均跑
2017~2019 年	8.8%	9.7%	5.7%	2.2%	赢中国 CPI 增速。

资料来源: wind, 华安证券研究所

向后推演, 高端酒价增仍将跑赢 CPI。展望未来 3 年, 飞天茅台有较大概率提升出厂价, 下方五粮液、国窖大概率跟随, 或采取小幅多提、计划外提价等方式实现提价。假设未来 3 年 CPI 年复合增速约为 3%, 我们预计高端酒价增复合增速或为 6%~8%, 对高端白酒市场规模 3 年累计贡献约为 20%~25%。

量: 高端酒开瓶需求增量或仍主要由五粮液、国窖瓜分

高端酒实际开瓶需求增量或主要被五粮液与国窖瓜分。基于消费升级大趋势不变(少喝酒、喝好酒), 在头部集中效应带动下, 我们预计高端白酒销量将保持稳健增长。其中茅台酒销量取决于茅台供给释放节奏, 我们判断茅台酒实际开瓶量相对稳定, 大概率不会出现明显增长, 茅台酒供给端增量对应的需求端以囤积收藏、金融属性为主, 因此高端白酒实际需求增量将大部分被五粮液、及国窖瓜分。因此我们预计高端白酒未来 3 年实际需求增量复合增速或在 5% (即茅台开瓶量+五粮液+国窖 1573 的需求复合增速约为 5%)。

再对茅台未来 3 年供应量进行估算, 2022 年对应基酒为 2018 年的 4.98 万吨, 按照 85% 出酒比例估算, 预计 2022 年茅台酒投放量约为 4.23 万吨。依据此进行测算, 我们判断未来 3 年高端白酒茅五国销售量复合增速约为 6%, 对高端白酒市场规模 3 年累计贡献约为 20%。

图表 29 茅台开瓶下滑, 为五粮液国窖提供需求增量

	2019	2022	CAGR
茅台酒			
送礼 (核心刚需)	0.8	1	8%
金融属性、囤积收藏	1.16	1.53	10%
开瓶量 (核心刚需)	1.5	1.7	4%
茅台酒总计-A	3.46	4.23	6.9%
五粮液-B	2.68	3.13	5.3%
国窖 1573-C	0.85	1	5.3%
高端白酒销售量=A+B+C	7.04	8.41	6.1%

资料来源: 华安证券研究所整理

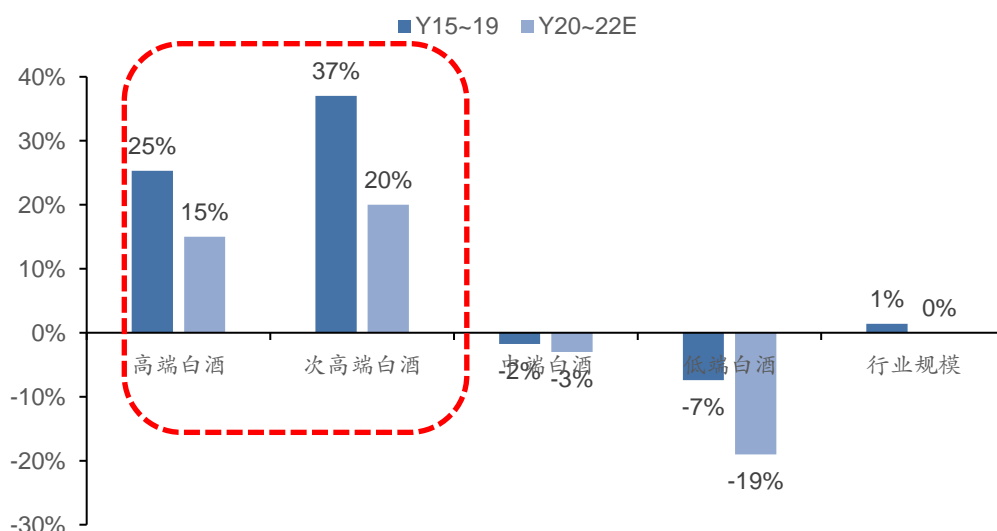
* 该数据测算目的为行业容量展望, 五粮液、国窖 1573 估计值并非对其未来三年容量的准确判断

综合未来三年量、价复合增速测算，我们预计高端白酒未来3年累计市场规模增长约44%~50%，复合增速约13%~15%。

3.1.3 次高端以上白酒仍将领跑行业

看次高端以上双位数增长。根据前瞻产业研究院数据及我们的测算，高端白酒、次高端白酒市场规模分别由2015年的约500亿元、200亿元增长至2019年末的约1,200亿元、600亿元，年化复合增速分别为约25%、37%，而同期中端、低端白酒市场容量年化复合增速约为-2%、-7%，市场集中度头部集中效应明显。我们预计白酒行业头部集中、消费升级趋势将持续，**高端白酒在核心大单品稳步提价放量过程中实现量价齐升，次高端白酒在头部企业产品结构升级、稳健放量过程中亦能在低基数下实现量价齐升。**我们预计至2022年高端白酒、次高端白酒规模将分别达到约1,800亿元、1,000亿元，年化复合增速分别约为15%、20%，是中长期白酒行业优选的细分赛道。

图表 30 各档次白酒规模扩容复合增速回顾及预估



资料来源：华安证券研究所整理

3.2 产品：国窖提供核心增量，特曲仍待复兴

公司已形成“双品牌、三品系、五大单品”的产品体系。2020年公司持续“国窖+泸州老窖”双品牌战略，向上以大单品国窖 1573 为核心，发力高端酒，向下利用特曲放量打开次高端酒市场，壮大“腰部”力量，带动泸州老窖快速稳健地实现“双百亿”目标。

3.2.1 国窖提升品牌力是核心

国窖聚焦品牌力建设是核心。我们认为，品牌力是高端酒中长期可持续发展最重要的因素之一，但品牌力建设时间周期长、短期定量效果难以显现，因此必须辅以酒厂渠道动作助推品牌势能，品牌力的提升体现在终端成交价的上升，最终将转化为“吨价”的提升，对报表作出贡献。以河南会战为例，这几年经销商数量和单店增长都基本没有，整体停滞，经销商没法大幅扩张，会伤害价格打价格战，只能靠费用投入提升品牌力，价的提升比量更重要。

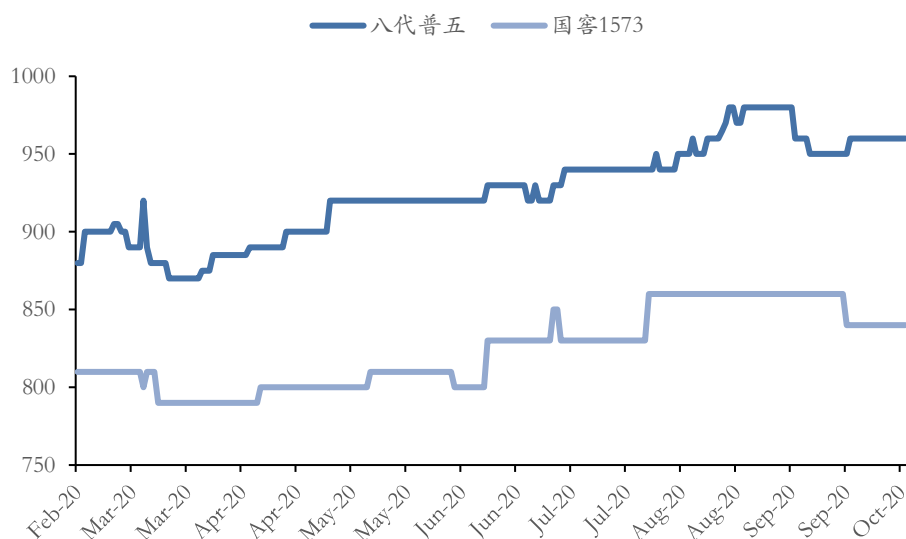
2020 年停货提价、动作不断。近年国窖一直采取跟随五粮液定价策略、滞后于五粮液提价。2020 年疫情以来，公司在股东大会上明确了价格两方面核心思路：一是顺应市场趋势，国窖 1573 紧跟提价；二是调整策略，顺价销售与拔高定位同时推进。观察公司动作，2020 年 7 月以来，打出停货、提价“组合拳”，接连发布六道“通知”，涉及到停货、零售价上调和取消商超扣点多个方面。密集布局之后，公司顺势将国窖 1573 团购价“红线”划定到 980 元，且明确提出今年要将渠道流通价格拉升到 1000 元以上，接连停货提价与拉升渠道价格相辅相成，有利于提升国窖 1573 在整个渠道链的流通价格。同时，茅台、五粮液价格不断攀升也为国窖 1573 打开价格上升的通道、为其提价动作营造良好市场氛围。

图表 31 2020 年以来泸州老窖“停货+提价”动作梳理

调价日期	调整内容
7 月 1 日	暂停西南大区各经销客户，对国窖 1573 鸿运 568 订单接收及货物发运
7 月 2 日	停止接收西南大区国窖 1573 订单及暂停国窖 1573 货物的供应
7 月 3 日	西南大区 52 度国窖 1573 经典装产品零售价提价为 1399 元/瓶
7 月 15 日	华北（东北）大区 52 度国窖 1573 经典装产品零售价提价为 1399 元/瓶
7 月 16 日	调整国窖 1573 产品供应商超终端拟合同扣点费用为 0%（10 月 31 日前完成）
7 月 21 日	即日起，停止接收国窖 1573 订单及暂停国窖 1573 货物的供应，范围涉及国窖 1573 经销客户、各大区、各片区、各子公司
8 月 12 日	针对国窖 1573 经典装，发布“用‘合格价格发票’兑换‘配额’”的激励措施
9 月 10 日	9 月起，四川区域 52 度国窖 1573 经典装产品配额扣减 20% 执行；2020 年 9 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装产品终端开票价格调整至 950 元/瓶。

资料来源：华安证券研究所整理

图表 32 2020 年国窖 1573 批价小幅上行



资料来源：华安证券研究所整理

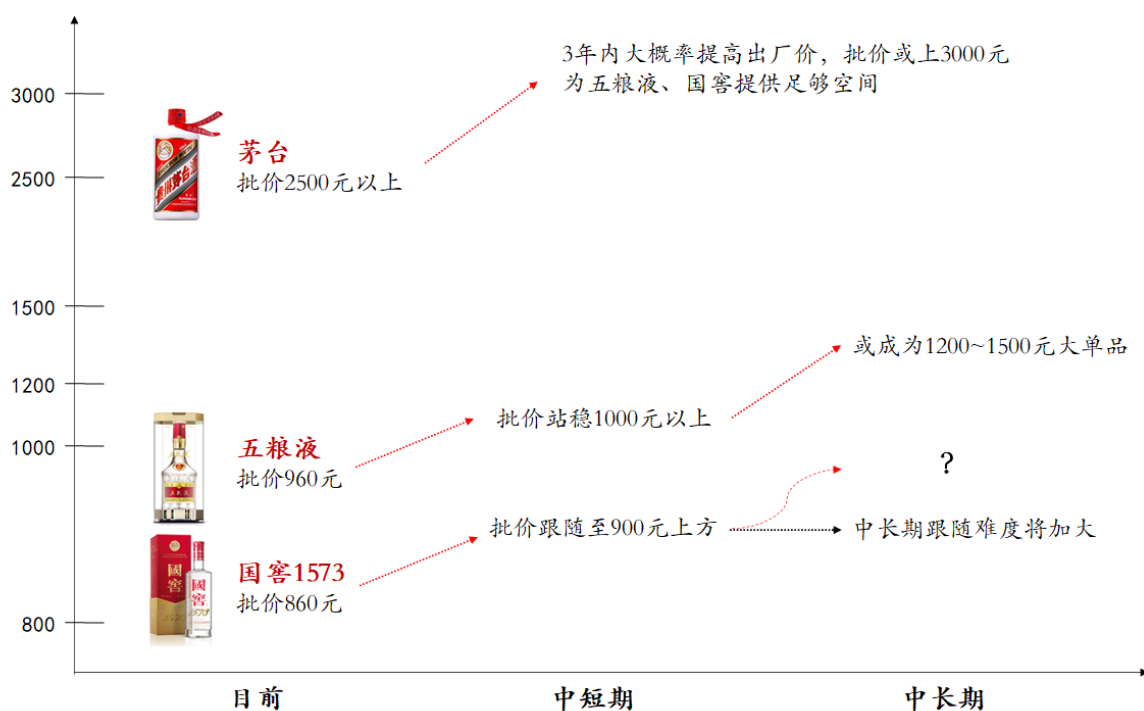
低度国窖以北方为主，正在向高度替换。低度国窖目前占比约 30%，主要针对北方市场，尤其是在高度五粮液强势、国窖弱勢的山东、河北市场，由低度国窖进入市场、针对五粮液进行差异化竞争，待国窖品牌形象消费者接受度逐步提高后再向高度国窖发展。目前山东、河北仍以低度国窖为主，批价约为 550~600 元，实际处于次高端价格带。战略上，未来国窖弱勢区域仍然会以低度国窖差异化竞争为主，部分区域低度国窖被高度替代现象明显，以河北、山东为主，渠道经销商低度国窖占比正在下降，反应国窖品牌建设成效显现。

量：2019 年国窖销量约 8,500 吨，预计 2020 年受疫情影响发货量小幅增长，基于 2020~2022 年销量复合增速约为 5% 假设，我们预估国窖 2021、2022 年销量分别为 9,500 吨、1 万吨，分别同增 9.5%、7%。

价：2019 年国窖回款价为 790 元，2020 年提高至 850 元，同增 7.6%（报表端国窖出厂价与实际回款价存在较大差异，主要为国窖酒类公司运营费用，我们基于回款价变动幅度对出厂价变动幅度进行比照）；2021 年预计提高至 890 元，同增 4.7%（10 月底回款按照 890 执行，计入 2021 财年）。

中短期跟随五粮液，中长期跟随压力加大。观察高端白酒价格带竞争格局，茅台批价在 2,500 元以上，独占 2,000 元以上价格带唯一单品；下方千元价格带中，五粮液普五与国窖 1573 相互竞争，国窖对普五实行紧密跟随策略，批价及终端价格相差约 100 元，预计中短期普五、国窖将延续跟随竞争态势；展望中长期，基于茅台 3 年内大概率提高出厂价预期，批价大概率站上 3,000 元、零售价或站上 3,500~4,000 元，为下方普五、国窖提供足够空间，五粮液作为名酒品牌势能充分，向上提升至 1,200~1,500 元大单品是大概率事件，国窖跟随难度或将逐步加大，核心关注国窖品牌力建设进度。

图表 33 高端白酒行业趋势研判



资料来源：华安证券研究所整理

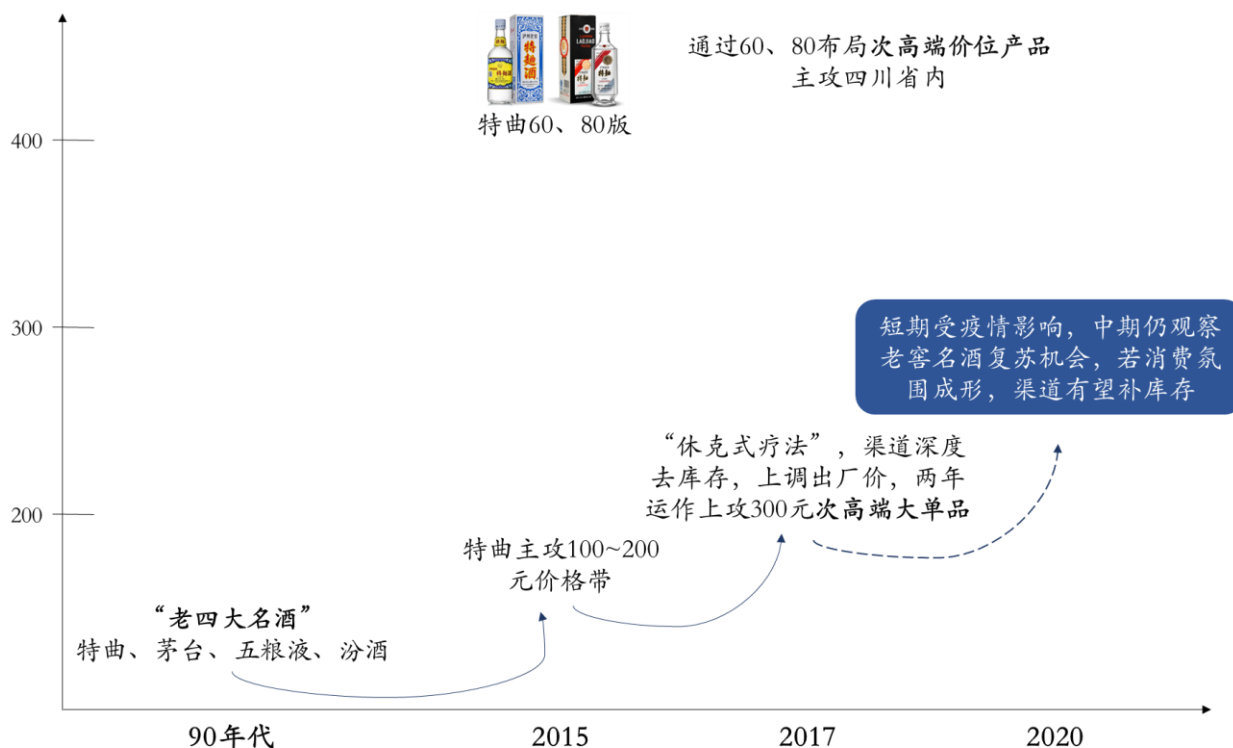
3.2.2 老特曲冲击次高端，仍待复兴

老特曲向上冲击次高端。特曲是中国老四大名酒之一，品牌积淀深厚、认知度高。过去受“名酒变民酒”的影响、品牌力受损，但得益于公司加大战略资源倾斜，叠加双品牌协同效应，特曲老名酒基础，特曲品牌力存在恢复前提。对于非茅台的酒企及产品，单品提价的前提是完成老库存的全面消化，即渠道“进新货才能动老价格”，彻底消化老货库存意味着中短期内公司产品发货业绩将受损，需要公司有充分的决心。老窖紧抓住高端酒复苏、次高端酒扩容这一机会，重启特曲提价进程，2017年公司将特曲老字号出厂价上调至218元，特曲老字号陆续控货近一年，**2019年从5月起持续停货至中秋节，进行渠道库存深度清理，酒厂发货基本停滞，反应老窖对特曲复兴的充分决心。**

渠道充分调整后站稳次高端入门价格带。经过近几年的渠道下沉、稳步提价，以及停货背景下老库存全面消化，老特曲打款价从178提高至225，涨幅约30%，终端价由100多元提升至200元出头，终端期望目标价在280元左右。目前此价格带竞争格局分散、尚未出现全国化大单品，特曲在独特产品工艺、深厚品牌底蕴、背靠老窖的全国化渠道布局的优势下，存在成为200~300元次高端入门价格带全国化大单品的潜力，并进一步向上发力冲击次高端。

特曲老名酒复苏仍待观察，消费氛围成形有助渠道加库存。根据渠道调研了解，2019年公司对特曲实现了渠道老库存的基本消化；2020年，受疫情影响，十代特曲发货节奏略有放缓，但随着公司加大国窖品牌形象建设，带动了部分地区十代特曲的消费氛围。以安徽、江苏为代表的地区特曲消费氛围正在成形，根据渠道调研，十代特曲已于9月完成全年任务，销售端回款超过20亿，基本追平2019年全年销售规模。后续持续关注区域性甚至全国性特曲消费趋势成形的可能性。若十代特曲消费氛围逐步成形，后续或出现渠道主动加库存，有望对公司业绩进行拉动。

图表 34 次高端特曲中长期复苏仍待观察



资料来源：华安证券研究所整理

老特曲联名姜子牙，中秋旺销厚积薄发。2019年以来，随着十代特曲完成换代、渠道深度去库存，老特曲已做好厚积薄发的准备，2020年8月以来，随着全国“60天会战”的打响，以及《姜子牙》IP助力中秋国庆双节线上线下的营销联动，泸州老窖特曲今年的攻势完全展开。根据渠道反馈，特曲中秋前夕的市场业绩较去年同期大幅上升，消费者成交价格站稳300元以上，并且已完成全年销售计划。

图表 35 特曲营销战略梳理

营销战略方向	战略内容
传播	以“我想跟你喝酒好久了”为主题，以央视引领卫视、空中媒介携手地面媒介，通过双微一抖社交媒体，与广大消费者形成心理共振，仅 1 天时间新浪微博话题阅读量就破 1.1 亿
销售	推出“月满同欢聚 举杯庆团圆”泸州老窖特曲中秋 VIP 国标鉴赏会，覆盖六省十六城市；同时，全国片区自行推出 60 天会战模式，打响国庆中秋双节市场争夺战，市场氛围和销量得到了极大的提升
产品	泸州老窖特曲推出了 4 款姜子牙联名款小酒，通过电影《姜子牙》的主要人物形象，将产品以新鲜有趣的形式呈现在消费者面前，以 IP 衍生营销，带来更多增量市场

资料来源：华安证券研究所整理

3.2.3 特曲 60 版聚焦团购，稳步放量

特曲 60 版受益次高端风口，区域性单品快速放量。公司于 2014 年推出的特曲 60 版（特曲怀旧系列），只在团购渠道销售、限量配额，定位 400 元次高端价格带，主要在四川省内销售，对标剑南春。2014~2018 年特曲 60 版销量年复合增速超 50%，2018 年实现约 7.5 亿元销售规模，同比增长约 50%，2019 年销售口径突破 10 亿元，随着消费升级，部分剑南春消费者升级到特曲 60 版，仍以区域性销售为主，目前一批价至少 438 元，终端执行价不低于 468 元，2020 年特曲 60 版仍有逆势增长。

坚持团购渠道，坚守次高端核心价格带。自 2014 年上市以来，特曲 60 版依托独立的怀旧营销公司进行运作，始终坚持团购渠道运作，不在线上销售，严格管控价格；2018 年，特曲 60 版开启全国化运作，仍将川渝“粮仓”市场的深挖作为重点；2019 年，怀旧公司对团购模式进行升级，纳入城市合伙人与城市联盟体，对经销商进行优胜劣汰与优质资源汇集。我们预计公司坚持团购发展模式，叠加一系列控量挺价动作，有望在 2021 年达成目标，将特曲 60 版打造为 500 元价格带的标杆产品、20 亿区域性大单品。中长期看，受制于特曲 60 版区域性单品特点，尚不具备全国化条件，销售规模或存在天花板。

图表 36 特曲 60 版持续聚焦团购市场

时期	营销战略与渠道措施	结果
2014 年	2014 年特曲 60 版恢复生产，仅通过特殊团购渠道进行销售，实行限量配额供应，维持着产品的资源稀缺，将品质作为核心驱动力，聚焦“品质、简约、怀旧”	2014~2018 年特曲 60 版销量年复合增速超 50%
2018 年	2018 年特曲 60 版开启全国化运作，仍将川渝“粮仓”市场的深挖作为重点，始终坚持团购渠道运作，并一直不在线上销售，严格管控价格	2018 年实现约 7.5 亿元
2019 年	怀旧公司再次对团购模式进行升级，纳入城市合伙人与城市联盟体，对经销商进行优胜劣汰与优质资源汇集	2019 年销售口径突破 10 亿元
2020 年	，怀旧公司发出强化团购模式和加强配额制执行的通知，并正式停止接收泸州老窖特曲 60 版产品订单	2020 年特曲 60 版仍有逆势增长

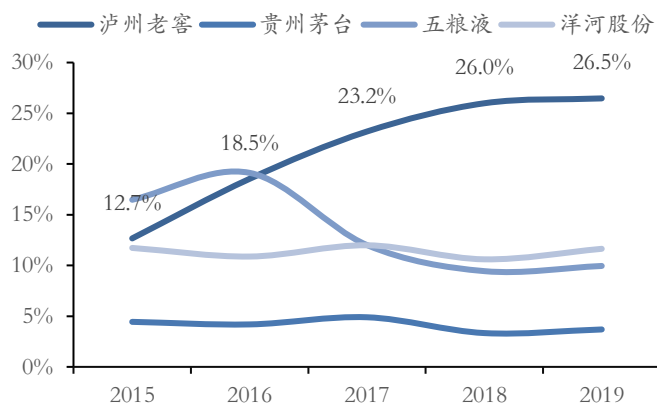
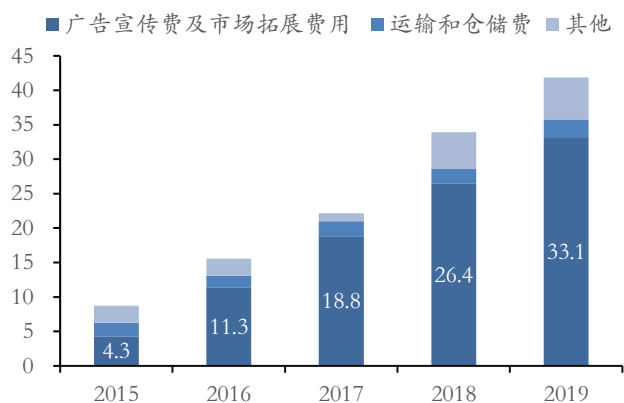
资料来源：华安证券研究所整理

3.2.4 营销投放精准高效，聚焦提升品牌推力

加大营销投入，注重投放效率。为提高品牌认知度，近年来公司在营销上倾入大量资源，尤其在广告宣传、品牌造势方面投入较多费用，广告投入由2015年的4.3亿元增至2019年的33.1亿元，销售费用率明显高于同业。展望中长期，未来随着泸州老窖品牌价值持续提升，期望实现“费用拉力”向“品牌推力”的根本性转变。

图表 37 泸州老窖广告宣传推广费快速上涨

图表 38 泸州老窖销售费用率持续增长，位于行业前列



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

积极开展事件营销，为双品牌赋能。近年来公司积极推动双品牌运作，营销上紧跟消费潮流，抓住消费趋势，开展事件营销，为品牌增值和可持续发展提供基础。

图表 39 泸州老窖持续投入事件营销，以进行品牌力建设

时间	事件
2018年7月	 <p>泸州老窖特曲联合中国烹饪协会在全国范围内开展“浓香正宗·中国味道”中华美食群英榜，弘扬中国白酒的饮文化与中国美食的食文化</p>
2019年3月	 <p>泸州老窖·国窖1573携手凤凰卫视,举行“世界因你而美丽——2018-2019影响世界华人盛典”，为杰出华人代表授予五大领域“影响世界华人大奖”</p>
2019年8月	 <p>泸州老窖·国窖1573与《时尚先生 Esquire》联手打造“冰·JOYS/先生狂想”白酒冰饮潮趴，开创白酒冰饮风潮</p>
2019年10月	 <p>泸州老窖·国窖1573独家冠名大型文化节目《故事里的中国》，与央视携手，共同讲述中国故事、传播中国文化、弘扬中国精神</p>
2019年12月	 <p>泸州老窖·国窖1573发布艺术家联名酒品——2020年国窖1573x方力钧大浪淘金艺术新春酒，倾情演绎中国白酒文化与当代艺术的完美结合</p>

2020年1月



作为澳网的全球合作伙伴，泸州老窖·国窖 1573 继续来到墨尔本，为本次澳网特别推出 1573 预调鸡尾酒、Panda 1573 和澳网蓝鸡尾酒，让“有酒有球”成为生活标配

2020年2月



2020 年泸州老窖·国窖 1573 封藏祭祖仪式在泸州凤凰山如期举行，同时创新地在线上启动了“万人云封藏”活动，让广大酒友和消费者在线感受“春酿”和“封藏”，体验中华传统酒文化的独特魅力

2020年7月



泸州老窖特曲以“冰鉴正宗”为主题，线上联合抖音发起“全民正宗冰鉴挑战”任务，线下开展鉴赏会，以专业流程为消费者带来极致体验

资料来源：华安证券研究所整理

3.2.5 现有产能支撑国窖发展，扩产为长期供给做准备

国窖产能约 1.6 万吨，可支撑中期发展。根据公司年报中披露，公司有明清年间百年以上窖池超 1,619 口，对应约 3,000 吨国窖产能。根据公开信息整理，老窖共拥有 30 年以上窖池 10086 个，通常窖池年份越久，优质酒出酒率越高，我们对公司国窖产能进行梳理，公司现有国窖产能约 1.6 万吨。

图表 40 泸州老窖百年以上老窖池各年限窖池数量梳理

年限 (年)	442	300~438	200~299	100~199	合计
窖池数量 (个)	4	305	301	1,009	1,619

资料来源：华安证券研究所整理

窖池总产能=窖池大小 (立方米) * 1 立方米投入粮食量 (吨) * 优质酒出酒率 * 4 (一年生产 4 轮) * 窖池数量 (个数)

- 窖池大小：根据公开资料，泸州老窖每口酒窖分成 12 个阵列，每个阵列存放 180 公斤粮食，根据浓香型白酒一般 1 立方米投入粮食大约有 0.08 吨倒推，窖池的大小约 30 立方米 (根据公开信息，四口 442 年国窖池容量约 22 立方米)；
- 1 立方米投入粮食量：约 0.08 吨；
- 优质酒出酒率：根据公开资料对泸州老窖 8 个 30 年窖池进行连续 6 年生产统计，老窖的出酒率 36%~42%，优质酒占比 37%—56% 之间，30 年以上窖池综合优质酒出酒率约 16%；
- 窖池数量：30 年以上百年以下窖池 8,467 个；
- 按照公司年报中披露“1573 基酒只在百年以上窖池生产且 1573 的基酒产能只有 3000 吨”，假设每个老窖池大小为 30 立方米，1 立方米投入粮食为 0.08 吨，可推算出公司百年以上窖池优质酒出酒率约为 20%。

图表 41 泸州老窖百年以上老窖池各年限窖池数量梳理 (单位: 吨)

	窖池数量	产能*	优质酒出酒率(假设值)	优质产能*
百年以上窖池	1619	15,542	20%	3,108
30 年以上窖池	8,467	81,283	16%	13,005
30 年以上窖池总计	10,086	96,825	17%	16,113

资料来源: 华安证券研究所整理

*产能测算为推断值

提前部署产能, 一期已全面落地。2016 年, 公司规划酿酒技改工程项目建设, 总投资约 74 亿元, 在泸州市黄舣镇规划 3,200 余亩土地。项目分两期实施。一期工程于 2016 年 7 月正式开工, 预计完成时间为 2020 年 12 月, 将形成优质基酒 3.5 万吨生产能力, 以及储酒 10 万吨的储藏能力, 建成初期新窖池优质酒率较低, 仍需一定时间对窖池进行老熟; 二期工程预计完成时间为 2025 年 12 月, 全部建成后将形成年产优质白酒 10 万吨、曲药 10 万吨和储酒 30 万吨的能力。

3.3 渠道: 绑定经销商终端, 渠道拉力优势延续

返利模式下渠道更有主动权。售价模式方面, 泸州老窖与同为高端品牌的五粮液品牌在渠道模式和经销商利润模式存在不同五粮液为纯顺价模式重价差, 出厂价、一批价、团购价层层往上加, 经销售利润为终端供价与出场价之间的差额为顺差利润, 现款盈利。泸州老窖则通过返利模式结合入股模式绑定终端, 经销售利润除了顺差利润之外, 还存在返利模式, 经销商需要获得返利才能获得额外的盈利, 在该模式下国窖有价格调整主动权, 可以引领终端主推国窖 1573, 获得渠道竞争优势, 维护品牌形象。

国窖渠道拉力相对充分。2020 年五粮液进行流通渠道发货节奏精细化管理、传统渠道减量发力团购、新增酒交所与数字酒证平台, 即时供需关系得到优化, 带动普五批价由年初约 900 元上行至目前 960 元上方, 渠道利润率由微利 1% 提升至约 8%, 终端利润率约为 4~6% (终端价 1000~1020 元); 相对比, 渠道利润率为固定 5%+ 年底模糊返利, 虽然 2020 年中以来低于普五, 但经销商入股模式下国窖渠道利润体系更稳定、厂家主导的分销模式减轻了经销商的销售压力, 久泰模式下国窖 1573 终端利润率约为 10%+ 模糊返利 (终端成交价 900 元, 批价 850 元, 终端利润率约为 5%, 以及入股久泰国窖 5% 固定分红, 以及年底部分模糊返利), 终端利润率始终高于普五, 终端拉力更充分。

图表 42 五粮液与国窖渠道、终端利润变化对比



资料来源: wind, 华安证券研究所整理

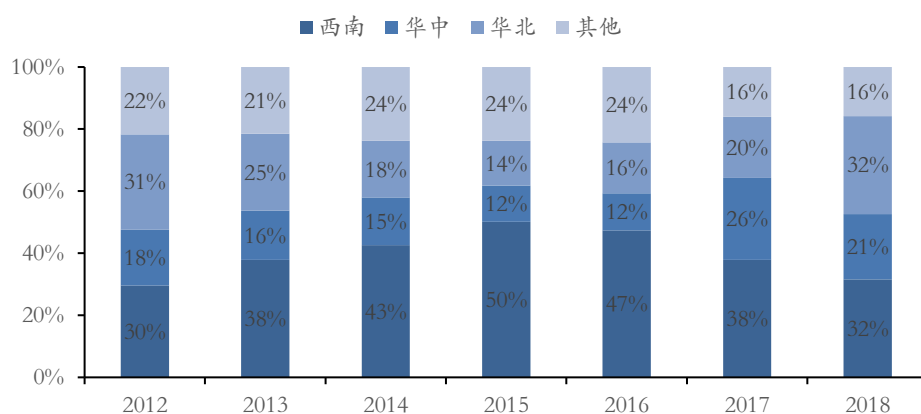
控盘分利是方法，激发终端积极性是本质。久泰模式的本质是控盘分利，国窖渠道利润不及五粮液，公司选择对终端实行控盘分利，把更多的利润投放在终端（名烟名酒店），核心原因在于终端是触达消费者的第一战场，通过提高终端利润率，带动终端积极性，形成终端带动经销商、经销商带动厂家的良性循环。

3.4 格局：西南大本营稳固，河南会战全面开启

3.4.1 西南大本营稳固，华中华北核心市场地位

扎根西南市场，华北、华东市场已成核心市场。泸州老窖以四川为大本营市场，以西南地区为根据地，华中、华北为核心市场，其他如华东、华南等地区竞争力较弱，呈现区域性强势特点，相较五粮液约 400 亿的全国化高端酒规模仍存在较明显差距。公司西南市场 2017 年收入占比 37.9%，2018 年收入占比约为 31.6%，2019 年西南市场收入占比约 30%-40%，其中作为四川省会城市成都贡献收入超 20 亿。2017、2018 年，华中、华北市场增长迅速，合计占收入超五成，华中、华北市场已成为公司的核心市场。

图表 43 泸州老窖历年各区域收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所整理

河北强势市场，继续加强优势。2019年河北销售口径回款约25亿，预计2020年有双位数的增长，或主要由低度国窖高度化贡献价增。2019年起河北市场复制成都模式、推行控盘分利，成效显著，以邯郸为例，2020年或实现倍增。

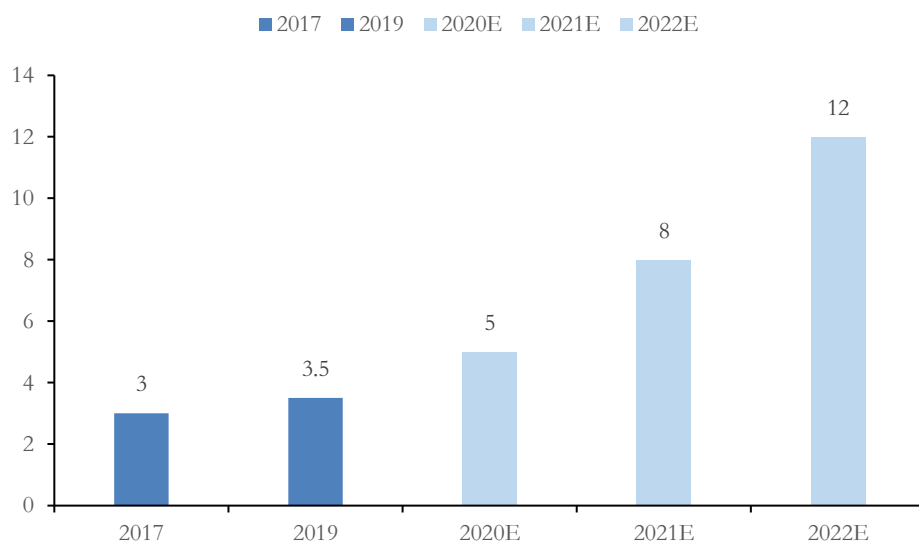
3.4.2 中原会战全面打响，集中力量拿下河南

河南市场容量充分，国窖具备品牌基础

河南白酒包容性强，为国窖再成长提供基础。河南作为人口大省，拥有近400亿白酒市场容量，其中高端酒市场容量超百亿，但市场整体还未饱和、呈现出碎片化的特点，河南没有代表性地产酒品牌，消费者对未来品牌接受包容度高，为国窖河南会战提供了基础。

国窖河南巅峰5亿，具备一定历史基础。历史上国窖在河南市场高峰期销售规模超过5亿，具备历史基础。2017~2019年河南市场国窖销售规模由3亿小幅增长，较河南市场五粮液约40亿市场规模（普五+1618，其中1618约占25%）有明显差距。

图表 44 国窖河南市场规模规划，目标 2022 年实现 12 亿

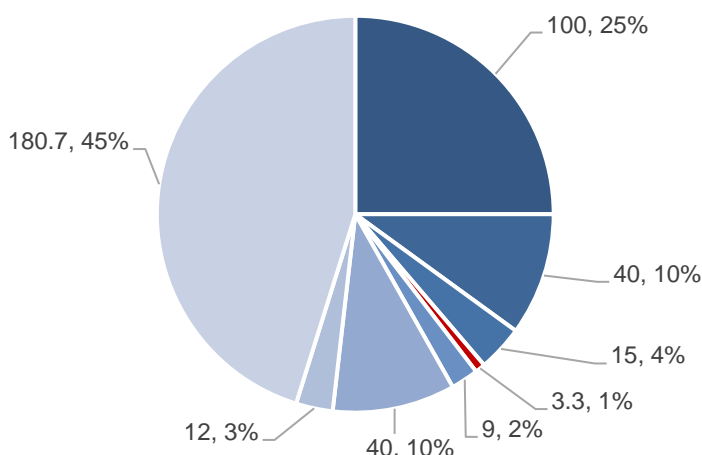


资料来源：华安证券研究所整理

河南五粮液 40 亿规模，国窖与之尚有 10 倍差距。根据我们对河南市场情况梳理，河南白酒市场规模约 400 亿元，2019 年茅台约 100 亿元，五粮液约 40 亿元（其中 1618 约占 25%），国窖仅有约 3.3 亿元，不足五粮液十分之一。国窖通过吸收消费升级，及对五粮液渗透性替代，低基数下存在成长空间。

图表 45 河南主流酒企规模梳理

■ 茅台 ■ 五粮液 (1618占25%) ■ 五粮液系列酒 ■ 国窖 ■ 其他老窖 ■ 洋河 ■ 汾酒 ■ 其他

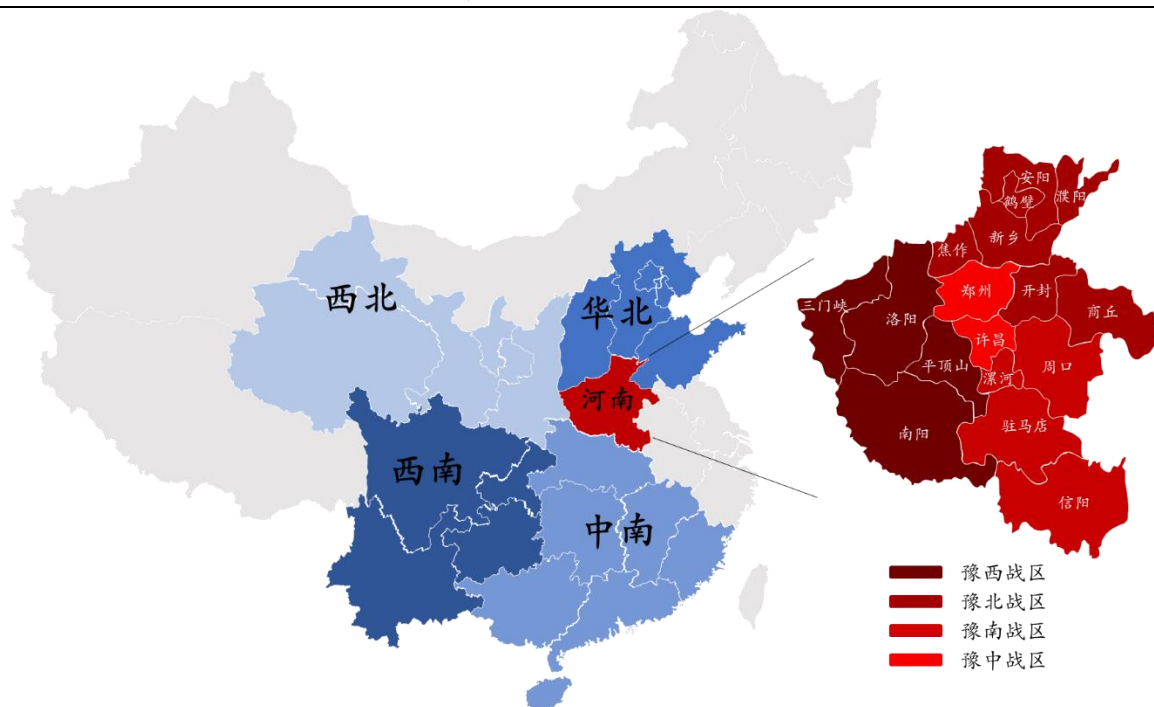


资料来源：华安证券研究所整理

河南会战正式开启，2022 年目标 12 亿销售

2020 年 5 月初，国窖公司在河南市场正式启动“战区制”，宣布将河南分为豫中、豫西、豫北、豫南四个战区，分别由国窖销售公司在西南、西北、华北、中南的四个大区经理来进行直管，并与四大战区签订 2020~2022 三年目标责任书，分别为豫西 2 亿、豫北 2 亿、豫南 3 亿、豫中 5 亿的销售目标。河南市场 2020~2022 年规划国窖销售分别为 5 亿、8 亿、12 亿元。

图表 46 泸州老窖将河南划为四个战区，由全国四大片区分管



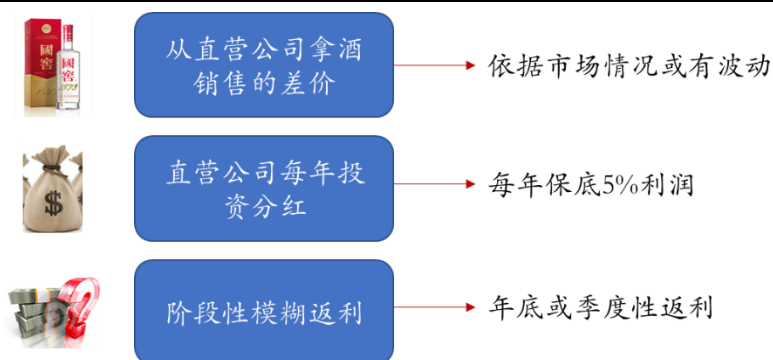
资料来源：华安证券研究所整理

河南渠道复制久泰模式，聚焦终端利润建设

引入久泰模式，成立直营公司明确利润分配。国窖河南市场此前运作模式为总代分销模式，由经销商操盘，随着近年白酒市场竞争加剧、酱香热出现，经销商操盘效率正在下降。因此公司将国窖河南市场操作模式调整为久泰模式（在四川成都地区推广成功，今年首次在河南进行试点），经销商出资成立直营公司，**直营公司负担费用、酒厂直控负责运营**（经销商不再承担业务员工资、及团队运作），经销商利润主要来自于三方面：1) 从直营公司拿酒销售的差价；2) 直营公司每年保底 5% 的利润（投资分红）；3) 年底模糊奖励。

渠道模式根本性变革，聚焦终端利润建设。相较于往年会战（例如华东会战），通常是短期内将公司人员和资金进行集中聚焦，资金使用效率或投放力度难以而 2020 年河南会战引进久泰模式，把原有经销商变成股东制的公司，解决了原本单个经销商资金不足、分销难的问题，**并核心聚焦提高终端利润（名烟名酒店），核心原因在于终端是触达消费者的第一战场，通过提高终端利润率，带动终端积极性，形成终端带动经销商、经销商带动厂家的良性循环。**市场方面，2020 年河南会战目标多开发终端，投入销售人员拜访客户，出资举办陈列、品鉴会、旅游等大型活动，服务较五粮液更细致（五粮液在河南市场以自然流通为主）。根据渠道反馈，河南会战以来河南市场国窖终端增加超过 1,000 家，同增 30%~50%（以核心终端为主）；公司河南地区业务人员由 2019 年的约 200 人增长至当前超过 1,000 人，集中投放品鉴会带动动销。

图表 47 河南久泰模式经销商利润构成



资料来源：华安证券研究所整理

3.4.3 东进南下成效不显著，进攻需要调整打法

华东国窖根基略薄，品牌力不及五粮液。华东市场消费规模及消费水平全国领先，是五粮液传统强势市场（得益于五粮液进入华东市场早，消费者品牌认知基础强，五粮液紧抓优质客户资源），国窖在华东市场品牌力相对弱势，根基略薄。2014~2015 年，国窖因价格政策逐步退出华东市场（此前国窖在行业景气下行过程中逆势提价，致厂批价大幅倒挂，渠道推动力受压制，品牌力受损）。

东进南下战略拓展效果不及预期。2017 年三季度起，公司开始实施“东进南下”战略，并于 6 月提出长三角发展战略，将上海、浙北、苏南作为核心，于华东进行板块化突破，并规划到 2020 年区域销售额达 20 亿。但 **2019 年，华东市场回款仍处于 10 亿元规模，拓展效果不及预期**，一方面，国窖进攻华东市场打法延续短期公司人员和资金进行集中聚焦，打法没有创新效率不显著；另一方面，公司投入不坚决，资源投放有限。根据渠道反馈，2020 年受疫情影响，华东市场费用投放及品牌建设力度有所放缓，华东市场销售较 2019 年略有下滑。我们认为，华东高端酒市场虽是五粮液传统强势市场，但江苏地产酒高端系列梦之蓝 M9、手工班及国缘 V9 于 2019 年分别实现约 15 亿、4 亿销售规模，顺应了高端酒发展趋势、及对五粮液产生渗透性替代，因此可见国窖华东市场仍有成长机会，**核心在于后续国窖进行市场品牌建设提升拉力、以及绑定核心终端进行渠道建设提升推力进度。**

四、盈利预测及投资建议

4.1 国窖量价可展望，双位数以上复合增长

基于茅台红利在可见的未来可以持续，我们认为，未来三年国窖量价皆可展望：

量：2019 年国窖销量约 8,500 吨，预计 2020 年受疫情影响发货量小幅增长，基于 2020~2022 年销量复合增速约为 5% 假设，我们预估国窖 2021、2022 年销量分别为 9,500 吨、1 万吨，分别同增 9.5%、7%。

价：2019 年国窖回款价为 790 元，2020 年提高至 850 元，同增 7.6%（报表端国窖出厂价与实际回款价存在较大差异，主要为国窖酒类公司运营费用，我们基于回款价变动幅度对出厂价变动幅度进行比照）；2021 年预计提高至 890 元，同增 4.7%（10 月底回款按照 890 执行，计入 2021 财年）。

综合国窖量价预期，可推动国窖未来三年销售规模复合增长约 13%。

基于特曲 60 版消费氛围良好，我们预计特曲 60 版将延续快速增长，预计特曲 60 版未来三年销售规模复合增长约 20%；基于十代特曲全面完成换代、渠道老货基本清理完毕、及消费者氛围持续培育，我们看好十代特曲在次高端入门价格带逐步复苏，预计十代特曲未来三年销售规模复合增长约 25%。

图表 48 公司细分业务盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2020E
白酒业务						
营业收入 (百万元)	12,860	15,616	16,516	18,743	20,924	12,860
YoY (%)	27%	21%	6%	13%	12%	27%
毛利率 (%)	77.6%	81.0%	81.8%	82.7%	83.5%	77.6%
高档酒 (国窖 1573)						
营业收入 (百万元)	6,378	8,596	9,527	10,922	12,271	6,378
YoY (%)	37%	35%	11%	15%	12%	37%
占比 (%)	50%	55%	58%	58%	59%	50%
中档酒 (特曲、窖龄酒)						
营业收入 (百万元)	3,675	3,749	4,045	4,818	5,591	3,675
YoY (%)	28%	2%	8%	19%	16%	28%
占比 (%)	29%	24%	24%	26%	27%	29%
低档 (头曲、二曲)						
营业收入 (百万元)	2807	3271	2944	3003	3063	2807
YoY (%)	8%	17%	-10%	2%	2%	8%
占比 (%)	22%	21%	18%	16%	15%	22%

资料来源: wind, 华安证券研究所

4.2 投资建议

国窖作为高端白酒第三品牌,将持续受益于茅台红利,叠加国窖本身品牌力建设、及深度控盘分利的渠道打法,未来三年可展望量价齐升之势;十代特曲完成换代,卡位次高端入门价格带,品牌复兴基础已成,只待消费氛围恢复。预计公司 2020~2022 年收入分别为 167、189、211 亿元,同比分别+6%、+13%、+12%,归母净利润分别为 53.7、61.2、68.4 亿元,同比分别+16%、+14%、+12%,当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 44.2x、38.8x、34.7x,首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 49 泸州老窖 P/E TTM



资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

- 1) 国窖批价、渠道利润、终端利润不及预期；
- 2) 十代特曲复苏不及预期；
- 3) 河南会战进度不及预期；
- 4) 管理层变动风险的。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	16,314	17,121	21,111	25,590	
现金	9,754	8,108	11,100	14,357	
应收账款	132	232	212	235	
其他应收款	114	217	194	214	
预付账款	152	173	163	173	
存货	3,641	3,351	3,785	4,120	
其他流动资产	2,520	5,040	5,658	6,491	
非流动资产	12,606	12,268	12,471	12,665	
长期投资	2,231	2,049	2,124	2,134	
固定资产	1,517	1,421	1,325	1,229	
无形资产	332	310	289	270	
其他非流动资产	8,526	8,489	8,733	9,032	
资产总计	28,920	29,389	33,581	38,255	
流动负债	6,787	6,468	7,348	8,226	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	1,869	1,343	1,666	1,867	
其他流动负债	4,918	5,124	5,682	6,359	
非流动负债	2,578	908	1,184	1,556	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	2,578	908	1,184	1,556	
负债合计	9,365	7,375	8,532	9,782	
少数股东权益	148	191	222	252	
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	
资本公积	3,723	3,723	3,723	3,723	
留存收益	14,024	16,635	19,639	23,033	
归属母公司股东	19,407	21,822	24,827	28,221	
负债和股东权	28,920	29,389	33,581	38,255	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	4,842	2,636	5,674	6,087	
净利润	4,642	5,366	6,122	6,843	
折旧摊销	167	118	117	115	
财务费用	138	(214)	(234)	(261)	
投资损失	(155)	0	0	0	
营运资金变动	(2,850)	(2,678)	(362)	(641)	
其他经营现金	2,899	43	31	30	
投资活动现金	(4,551)	182	(75)	(11)	
资本支出	0	0	0	0	
长期投资	(140)	182	(75)	(11)	
其他投资现金	(4,411)	0	0	0	
筹资活动现金	93	(4,202)	(2,607)	(2,819)	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	6	0	0	0	
其他筹资现金	87	(4,202)	(2,607)	(2,819)	
现金净增加额	384	(1,384)	2,992	3,257	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	15,817	16,717	18,944	21,125	
营业成本	3,065	3,091	3,366	3,639	
营业税金及附加	1,976	2,088	2,367	2,639	
销售费用	4,186	3,925	4,547	5,176	
管理费用	829	853	947	1,035	
财务费用	(205)	(214)	(234)	(261)	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收	0	0	0	0	
投资净收益	155	155	155	155	
营业利润	6,119	7,128	8,106	9,052	
营业外收入	44	44	44	44	
营业外支出	60	60	60	60	
利润总额	6,104	7,113	8,091	9,037	
所得税	1,462	1,703	1,937	2,164	
净利润	4,642	5,410	6,153	6,873	
少数股东损益	0	43	31	30	
归属母公司净利润	4,642	5,366	6,122	6,843	
EBITDA	6,083	7,033	7,989	8,907	
EPS (元)	3.17	3.66	4.18	4.67	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.15%	5.69%	13.32%	11.51%
营业利润	30.84%	16.49%	13.72%	11.67%
归属于母公司净利	33.17%	15.60%	14.09%	11.77%
获利能力				
毛利率(%)	80.62%	81.51%	82.23%	82.77%
净利率(%)	29.35%	32.10%	32.32%	32.39%
ROE(%)	23.74%	24.57%	24.57%	24.14%
ROIC(%)	59.67%	44.84%	34.29%	37.12%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.38%	25.10%	25.41%	25.57%
净负债比率(%)	-21.85%	-5.60%	-18.18%	-24.34%
流动比率	2.40	2.65	2.87	3.11
速动比率	1.87	2.13	2.36	2.61
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.57	0.60	0.59
应收账款周转率	1105.01	999.74	1142.14	1076.45
应付账款周转率	10.01	10.41	12.59	11.96
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	3.17	3.66	4.18	4.67
每股经营现金流(最	3.31	1.80	3.87	4.16
每股净资产(最新摊	13.25	14.90	16.95	19.27
估值比率				
P/E	51.1	44.2	38.8	34.7
P/B	12.2	10.9	9.6	8.4
EV/EBITDA	19.61	33.12	28.84	25.57

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。