

# 泸州老窖 (000568)

公司研究/深度报告

## 浓香国酒，老窖飘香

——泸州老窖 (000568) 深度研究报告

深度研究报告/食品饮料

2021年01月04日

### 报告摘要:

#### ● 浓香鼻祖尽享天时、地利、人和

**天时:** 泸州老窖源自明代万历年间的酿酒糟坊，历史渊源，也是中国唯一蝉联五届评酒会的浓香型白酒，满载美誉。**地利:** 地处中国白酒金三角，拥有业内数量最多、历史最悠久的国宝窖池，是产品的品质保障。**人和:** 2015年“锋淼组合”上任，在营销、产品战略、渠道模式和销售团队方面多管齐下，纠正公司发展方向，誓要带公司重返前三。

#### ● 国窖、老窖双品牌运作，大单品战略明晰可期

公司自2015年起大举清理产品条码，提出大单品战略指引发展，2018年明确“国窖1573”和“泸州老窖”双品牌运作。**国窖方面**，行业已无高端白酒入场券，得益于茅台批价打开高端白酒的价格空间，国窖1573未来有望持续受益于高端白酒扩容，具备看点；**泸州老窖方面**，公司把握中档及以上价格带良性发展的机会，近年来将特曲运作至300元价格带，摆脱地产酒缠斗进入次高端，窖龄酒填补空白价格带，完善公司产品体系。

#### ● 积极构建厂商利益共同体，渠道模式灵活高效加速公司发展

公司在业内率先试水通过经销商入股绑定多方利益，后发展为染泉模式助力公司发展，行业调整期内染泉模式弊端显现，公司随后“取精华、其糟粕”搭建品牌专营模式，在保障公司战略意图能够得以顺利实施的同时，渠道能动性充分释放，助力未来增长。

#### ● 短期承压无所惧，看好未来发展路径

**短期来看**，由于公司产品结构较茅、五更丰富均衡，中低价位产品受疫情影响动销受阻，但公司积极作为、反应迅速，预计疫情对公司仅为一次性影响，恢复正在路上；**中期来看**，公司“十四五”战略明确，国窖剑指新百亿，局部突破加速深度全国化布局；**长期来看**，公司近年来在微观上维护核心终端与消费者，宏观上加大品牌宣传力度，拔高品牌形象，未来增长将由渠道驱动转为品牌拉动增长。

#### ● 投资建议

预计2020-2022年公司营业收入为166.25亿元/203.98亿元/243.80亿元，同比分别+5.1%/+22.7%/+19.5%。实现归属上市公司净利润为58.08亿元/73.15亿元/90.44亿元，同比分别+25.1%/+26.0%/+23.6%，折合EPS分别为3.97元/4.99元/6.17元，对应PE分别为57X/45X/37X。公司估值水平略高于白酒板块2020年56倍PE（wind一致预期，算数平均法），考虑到公司未来成长性与较强品牌力，维持“推荐”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济下行压力，国窖增长不及预期，中档酒恢复不及预期，费用管控效果不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,817	16,625	20,398	24,380
增长率(%)	21.2%	5.1%	22.7%	19.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	4,642	5,808	7,315	9,044
增长率(%)	33.2%	25.1%	26.0%	23.6%
每股收益(元)	3.17	3.97	4.99	6.17
PE(现价)	71.3	57.0	45.3	36.6
PB	17.1	14.3	11.9	9.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

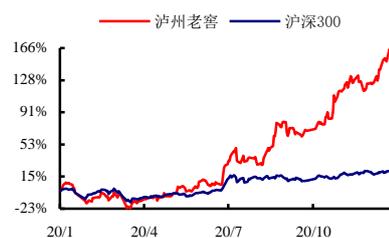
维持评级

当前价格：226.16元

### 交易数据 2020-12-31

近12个月最高/最低(元)	226.16/66.51
总股本(百万股)	1,465
流通股本(百万股)	1,460
流通股比例(%)	99.69
总市值(亿元)	3,313
流通市值(亿元)	3,302

### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

### 研究助理：郝宇新

执业证号：S0100120070030

电话：021-60876735

邮箱：haoyuxin@mszq.com

### 相关研究

1. 泸州老窖 (000568) 2020 年三季报点评：20Q3 业绩大幅增长，价值回归正当时

2. 泸州老窖 (000568)：高端恢复明显，经营效率改善打开盈利空间

## 目录

<b>1 天时地利人和，浓香鼻祖，历久弥香</b>	<b>3</b>
1.1 天时：源远流长，造就老窖百年辉煌	3
1.2 地利：千余百年窖池，窖藏资源禀赋	4
1.3 人和：“锋森组合”开启老窖新篇章	5
<b>2 产品：大单品战略明确，国窖特曲双管齐下</b>	<b>8</b>
2.1 产品战略明晰，发展前景可期	8
2.2 高端酒扩容，利好国窖 1573	9
2.3 老窖特曲壮腰，全方位布局主流价格带	14
<b>3 渠道：构建厂商利益共同体，模式灵活高效、业内领先</b>	<b>20</b>
3.1 创新渠道运作，柒泉模式率先发力	20
3.2 新时期、新模式，品牌专营助力新发展	22
<b>4 稳扎稳打，老窖未来看点十足</b>	<b>26</b>
4.1 短期：短期承压不改长期向好趋势	26
4.2 中期：“十四五”开启新征程，局部突破带动新发展	27
4.3 长期视角：拔高品牌形象，从渠道驱动转为品牌拉动	29
<b>5 财务分析：费用节约叠加毛利上行，净利仍有提升空间</b>	<b>31</b>
<b>6 盈利预测及投资建议</b>	<b>33</b>
<b>7 风险提示</b>	<b>34</b>
插图目录	36
表格目录	37

# 1 天时地利人和，浓香鼻祖，历久弥香

## 1.1 天时：源远流长，造就老窖百年辉煌

早在秦汉初期，酿酒技艺便酝酿诞生于川南大地，唐、宋时泸州好酒已闻名天下，元、明时期泸州大曲酒工艺渐入佳境，有史实记载最早的泸州老窖大曲酒酿造于公元 1324 年（元代泰定元年），公元 1573 年（明代万历年间）泸州的第一个酿酒糟坊——舒聚源糟坊创立，后更名“豫记永盛烧坊”。新中国成立后，国家对工商业实施公私合营，以“温永盛烧坊”为首的 36 家明清老酒坊同四川省专卖公司第一酿酒厂合并成立“公私合营泸州市曲酒厂”，即今天泸州老窖的前身，1994 年泸州老窖成为全国第一家在深交所上市的白酒公司。

图1: 泸州老窖股权结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

泸州老窖是唯一蝉联五届评酒会的浓香型白酒，在其发展过程中满载美誉。浓香型白酒一度被称为“泸香型”，在新中国历史上的五届评酒会上，浓香型白酒的席位日益扩大，而泸州老窖是仅有的蝉联五届的浓香型白酒，早年更因物稀酒贵被称为“县长酒”，是货真价实的“名酒”。1957 年四川省政府组织对泸州老窖酿造工艺进行查定总结，15 个单位、59 名技术人员历时半年总结研究，于 1959 年出版了中国第一本白酒酿造专业教科书《泸州老窖大曲酒》，成为业界技术指导标杆，引领浓香型白酒的发展，泸州老窖浓香鼻祖地位突显，“窖香浓郁，绵甜甘冽，香味协调，尾净余长”得到业界和消费者认可。

表1: 泸州老窖是唯一名列五次评酒会的浓香型白酒

	酱香型	浓香型	清香型	凤香型	董香型	绵柔型
1952 年第一届评酒会	茅台酒	泸州老窖大曲	汾酒	西凤酒		
1963 年第二届评酒会	茅台酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲	汾酒	西凤酒	董酒	
1979 年第三届评酒会	茅台酒	五粮液、剑南春、古井贡酒、泸州老窖特曲	汾酒		董酒	洋河大曲
1984 年第四届评酒会	茅台酒、郎酒	五粮液、剑南春、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲	汾酒、特制黄鹤楼酒	西凤酒	董酒	洋河大曲
1989 年第五届评酒会	茅台酒、郎酒、武陵酒	五粮液、剑南春、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、宋河粮液、沱牌曲酒	汾酒、特制黄鹤楼酒、宝丰酒	西凤酒	董酒	洋河大曲

资料来源：民生证券研究院整理

表2: 泸州老窖品牌荣誉

年份	事件
1915	美国旧金山世博会, 泸州老窖特曲荣获“巴拿马万国博览会金奖”
1952-1989	第一次全国评酒会, 被评为中国四大名酒, 此后蝉联历届“中国名酒”
1988	获得香港食品博览会金鼎奖
1990	获得巴黎国际食品博览会金奖
1991	“泸州”牌商标被评为中国首届十大驰名商标
1992	俄罗斯食品博览会金奖、洛杉矶太平洋博览会金奖、匈牙利布达佩斯特别金奖、香港食品博览会金奖
1994	巴拿马万国名酒特别金奖
1996	泸州老窖明代窖池群入选国家级重点文物保护单位
2001	泸州老窖品牌评价证书
2004	省级科技进步一等奖
2006	“泸州老窖酒传统酿造技艺”入选首批国家非物质文化遗产代表名录、泸州老窖入选中华老字号、“国窖”商标入选驰名商标
2008	“泸州老酒坊”商标成为中国驰名商标
2011、2012、2013	连续第三次摘得“金圆桌奖”最佳董事会桂冠, 也是唯一一家获此殊荣的白酒企业。

资料来源: 公司公告, 微酒, 民生证券研究院

## 1.2 地利: 千余百年窖池, 窖藏资源禀赋

泸州老窖的发展不仅是时间的堆积, 更是优渥地理条件的恩赐。泸州地区水源充足, 坐落长江、沱江交汇处, 全年降雨量 748 毫米至 1184 毫米, 地处北纬 28 度“酿酒龙脉”, 全年 1200 至 1400 小时的日照时间、300 至 358 天的无霜期, 使得泸州附近川南独有的糯红高粱品质远胜他地, 尤其以泸州老窖定向选育的酿酒专用糯红高粱最为出名, 这也是泸州老窖坚持单粮酿酒、好粮酿好酒的原因。

图2: 中国白酒金三角



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

泸州老窖拥有业内数量最多、历史最悠久的国宝窖池群, 距今已有 400 多年的历史。不同于酱香型白酒的石窖和清香型白酒的地缸, 浓香型白酒酿造需要泥窖, 窖底和四壁上满是窖泥, 其中蕴含丰富的微生物, 随着使用年份的增长, 微生物种类愈发富集, 窖中酒体“净爽、甘甜、醇厚、丰满”的口感日益突显, 老窖池是优质浓香白酒的先决条件。泸州老窖百年以上窖池高达 1619 口, 占业内百年老窖池 90% 以上, 其中国宝窖池分别于 2006 年和 2012

年两度入选“中国世界文化遗产预备名单”，2013年3月被认定为第七批全国重点文物保护单位，在日夜酝酿美酒的同时，国宝窖池也是人类共有的物质文化遗产。

表3: 泸州老窖窖池情况统计

窖池年限	442年	300-438年	200-299年	100-199年	合计(百年以上)	50年以上
窖池数量(口)	4	305	301	1009	1619	10086

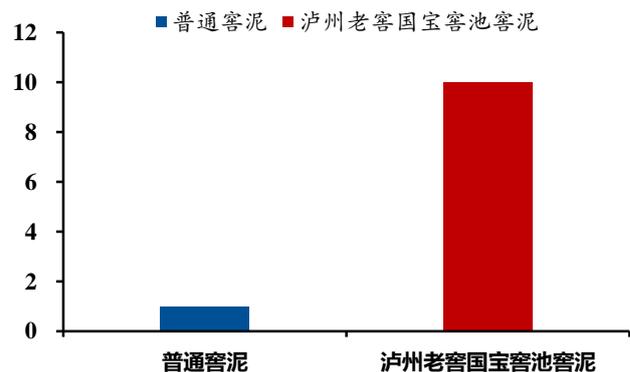
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图3: 泸州老窖国宝窖池



资料来源: 泸州老窖官网, 民生证券研究院

图4: 泸州老窖国宝窖池微生物数量(单位: 亿个/g干窖泥)



资料来源: 泸州老窖官网, 民生证券研究院

## 1.3 人和: “锋森组合”开启老窖新篇章

### 1.3.1 泸州老窖的过往发展

上世纪90年代前风光无限: 作为四大名白酒之一, 1988年泸州老窖已然成为白酒行业老大, 其销售量和利税总额远超彼时川酒“五朵金花”中的其他四朵之和。1988年国家放开13种名酒的价格管制, 五粮液和茅台纷纷开始了涨价周期, 从1989年到2003年五粮液进行了四次提价, 期间由于政策和经济因素对行业产生不利影响, 泸州老窖和山西汾酒则决定与茅、五背道而驰, 实施“名酒变民酒”, 继续依靠其产能优势不进行提价, 错失发展先机。

表4: 泸州老窖错失涨价先机(单位: 元/瓶)

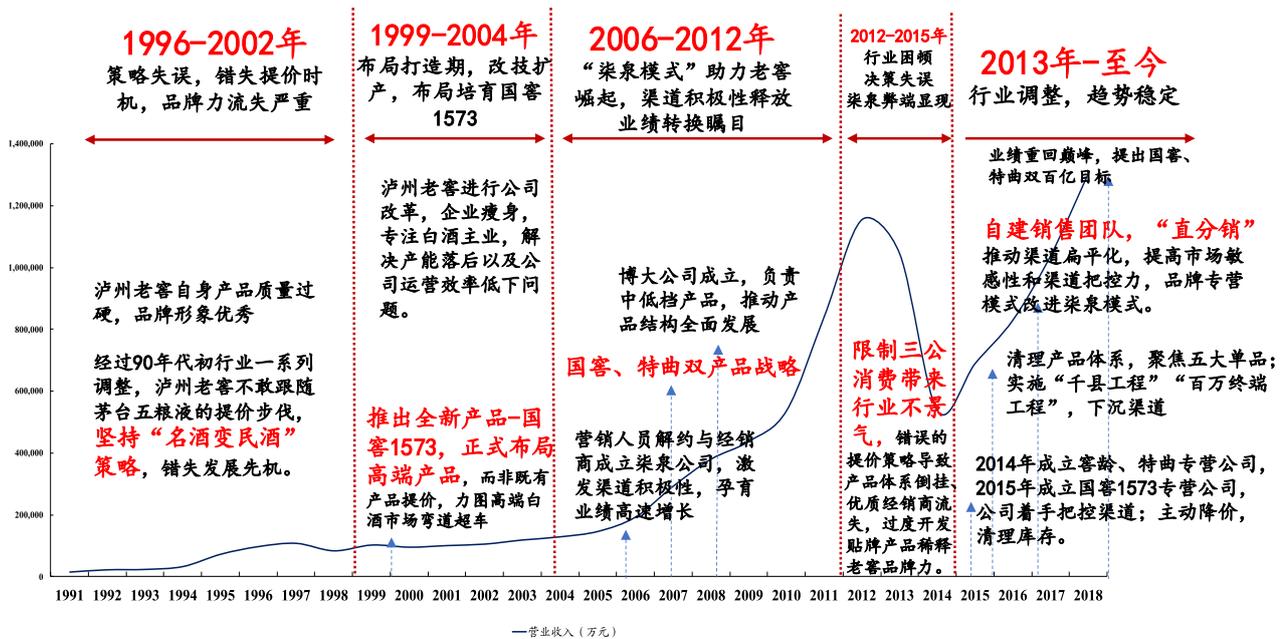
	1986年	1988年	1990年	1998年
茅台	120	140	95	312
五粮液	80	80	45	300
剑南春	40	35	35	138
泸州老窖特曲	60	75	35	54
古井贡酒	40	40	30	42
汾酒	20	35	-	-

资料来源: 酒业家, 糖酒快讯, 民生证券研究院

**新世纪初以国窖1573为切入点进入高端市场, 重拾品牌力。**国窖1573一上市定价便高于茅台20%-30%, 2001年作为“国窖推广年”, 次年打出“聚焦国窖”的战略口号, 经过数年培育开始放量增长, 高峰期销量达到4500-5000吨, 成为公司营收主力。**“双刃剑”柒泉模式加速老窖发展:**06年公司率先试水定增引入经销商持股, 与经销商利益深度绑定, 2009年“柒泉模式”开始逐步推广, 2010-2012年公司营收增速分别高达22.89%、56.92%、44.6%,

但由于利益绑定的松散以及厂家过于依赖经销商的能动性，当行业调整期到临时，泸州老窖判断失误，营收迅速萎缩、国窖 1573 系列销量腰斩。15 年公司逐步推广品牌专营模式，针对柒泉模式的弱点进行补强，市场一线由厂家直接掌握、辅以经销商入股的“组合拳”使得泸州老窖重拾品牌力。

图5：泸州老窖发展历程



资料来源：公司年报，民生证券研究院

### 1.3.2 “锋淼组合”临危受命，矫正发展道路

2015年7月泸州老窖换帅，刘淼担任董事长，林锋出任总经理。在上市白酒企业中，二人属于少壮派，又极富销售一线工作经验，二人同时于1998年被公司选中作为开拓销售空白市场的一线销售人员，响应公司“一流人才搞生产管理，超一流人才搞市场销售”的号召，基层销售的工作经历使得二人深谙白酒行业运作与发展规律，带领泸州老窖从低谷中复苏。

“锋淼组合”危难关头“扶狂澜于既倒，挽大厦于将倾”。在营销体系上，2015年起推动竞争型营销战略，形成了“四总三线一中心”的新战略体系：四总是销售公司将所有团队汇总，分为四大职能；三线则将产品分高、中、低三线管理；一中心是创新发展中心；除组织结构调整外，泸州老窖在产品和价格上，践行大单品战略，配合品牌专营公司进行推进，两年间5轮条码清理，共计冻结和删除条码2841个、物料号8638个，实现资源聚焦；在渠道方面，继续改善柒泉模式后遗症，构建更加稳定的核心客户联盟，推进客户联盟基础上的分销模式，控盘分利；在销售团队建设上，推进简政放权，优化费用投放审批流程，提高使用效率，公司亲自组建销售团队参与一线市场运作。

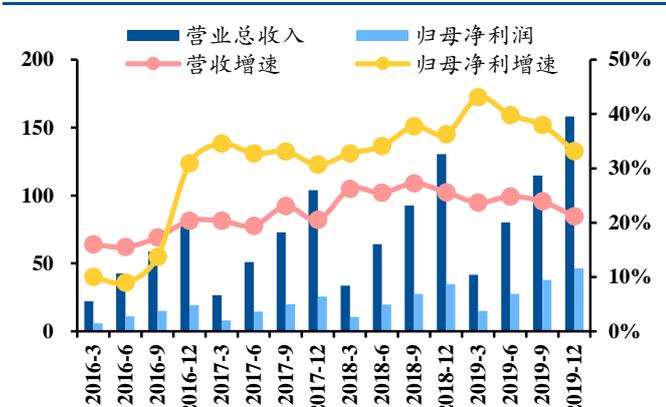
图6: “锋森组合”上任后着手改革,对症下药



资料来源: 民生证券研究院整理

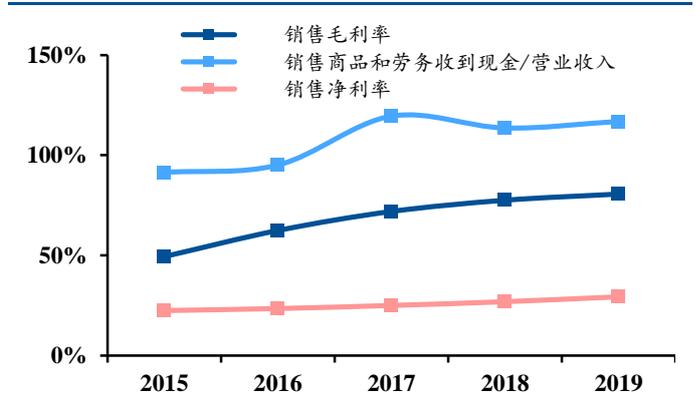
二人接手后, 提出“重返前三”的宏伟目标, 彼时泸州老窖在上市白酒市值排行中排第七位, 目前已增长至第四, 收入排名从第五晋升第四, 报表营收于 14 年重回百亿。就结果而言, 泸州老窖迅速进入恢复式增长, 在销量上已重回巅峰时期。

图7: 16年后公司增长势头强劲(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 16年后公司各项指标企稳



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 2 产品：大单品战略明确，国窖特曲双管齐下

### 2.1 产品战略明晰，发展前景可期

“锋森组合”铁腕清理产品线，整顿产品形象。为解决品牌力稀释问题，新管理层上任后立刻对产品线进行梳理，要求销售额在 50 万以下的产品条码统一删除，截止 18 年年底公司条码仅有 400 余，删减幅度高达 90%，比 15 年初的 8700 个有了较大改善。

**2015 年提出“三线、五大超级单品”战略：**围绕国窖 1573、窖龄酒和泸州老窖（特曲、头曲和二曲）打造五个超级大单品，坚定推进“双 124 工程”，打造 100 家三类终端，200 家二类终端，400 家 A 类终端。即维护核心终端、服务核心消费者；2017 年则进一步明确了“三线”使命：**国窖 1573 上升到“浓香国酒”的高度，实现价值回归；中档产品则尽快调整到位，产品占据、提前部署各价格带；大众产品则突出“大众消费第一品牌”，企稳恢复。**

**2018 年明确“国窖 1573”和“泸州老窖”双品牌运作。**公司手握高端白酒入场券，国窖名列“茅五泸”三大高端白酒之一，老窖同时具备大众消费基础及口碑，是业内鲜有的双品牌运作典范。着眼长远发展、维护产品形象的产品战略是泸州老窖重返前三的立足之本。

**公司目前产品体系实现了全价格带布局。**对于高端白酒市场，以独立运作的国窖 1573 系列产品作为着力点，站稳继茅台、五粮液之后的第三大高端白酒，战术上选择跟进五粮液、推动全国化；中档及次高端价格带则由特曲和窖龄酒作为主力产品，定价分布均匀，以产品品质及性价比赢得消费者青睐，全价位产品覆盖亦有利于享受消费升级红利，互为支撑与承接；低档酒则由头曲和二曲两大传统产品接手，凭借过往发展中泸州老窖积累的品牌力，唤醒消费者品牌记忆，力图成为大众消费的第一品牌。

表5: 泸州老窖产品体系及定位

品牌	产品	产品形象	价格	定位	
高端	国窖 1573	1573		1299	浓香国酒、价值回归
		品味系列		3288	
		90 年		608	
次高端/中档	窖龄	60 年		408	抢占部署各价格带，享受消费升级、大单品和全国化红利
		30 年		308	
		特曲 60 版		498	
	泸州老窖	特曲		308	
低档	头曲	老头曲		98	大众消费第一品牌
	二曲	二曲		19	
	小酒	泸小二		6	

资料来源：泸州老窖官网，京东，民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告

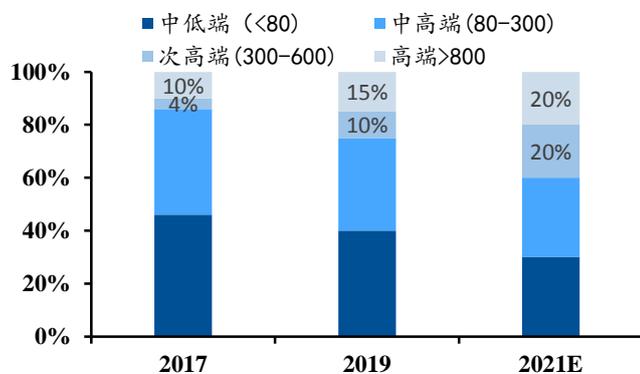
8

## 2.2 高端酒扩容，利好国窖 1573

### 2.2.1 高端酒扩容趋势确定，量价齐升

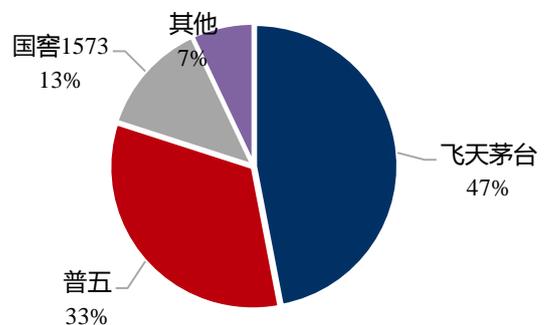
高端酒的独特定位使得扩容趋势确定、入场门槛极高。从需求端来看，高端酒作为人情往来及宴请场景中极具社交属性的商品，在经济持续向好的前提下具备需求刚性，经济及社会发展和人民生活水平的日益提高，为高端酒扩容提供确定性。从供给端来看，相比中低档酒，高端白酒的产量占比极低，呈现资源稀缺性，高端白酒市场上的品牌都是获得消费者认可的兼具品牌力与产品力的知名产品，高端白酒入场券只来自于酒厂长时间持续不断的努力，而非朝夕之争，茅五泸三家市占率高达 93%。

图9: 高端白酒扩容趋势确定



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10: 高端白酒格局清晰，三分天下



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

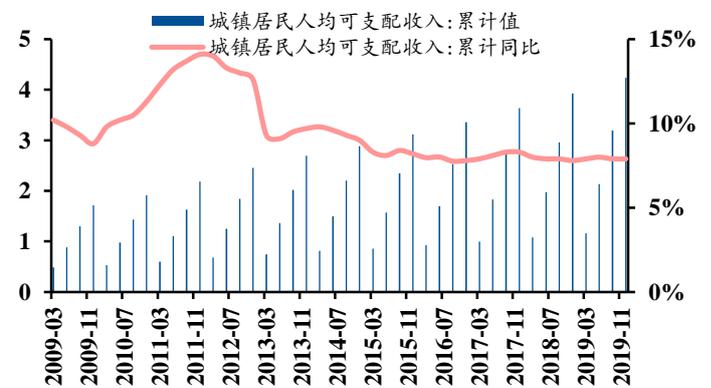
中国高净值人群增加与收入提高助力高端酒扩容。据麦肯锡预测，中国 2022 年中产及以上阶级将主导个人消费的 95% 以上，同时中产及中产以上阶级占比将提高至近 80%，个人财富的积累以及新兴中产阶级的诞生将会极大程度上刺激消费，进而出现消费升级现象。2006 年至 2018 年间，中国高净值人士数量从 18 万人上升至 197 万，CAGR 高达 23%，未来白酒行业有望持续受益于消费者消费能力的结构性改善。

图11: 06-18 年资产过千万人群持续增长 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图12: 城镇居民人均可支配收入呈稳定增长 (单位: 万元)

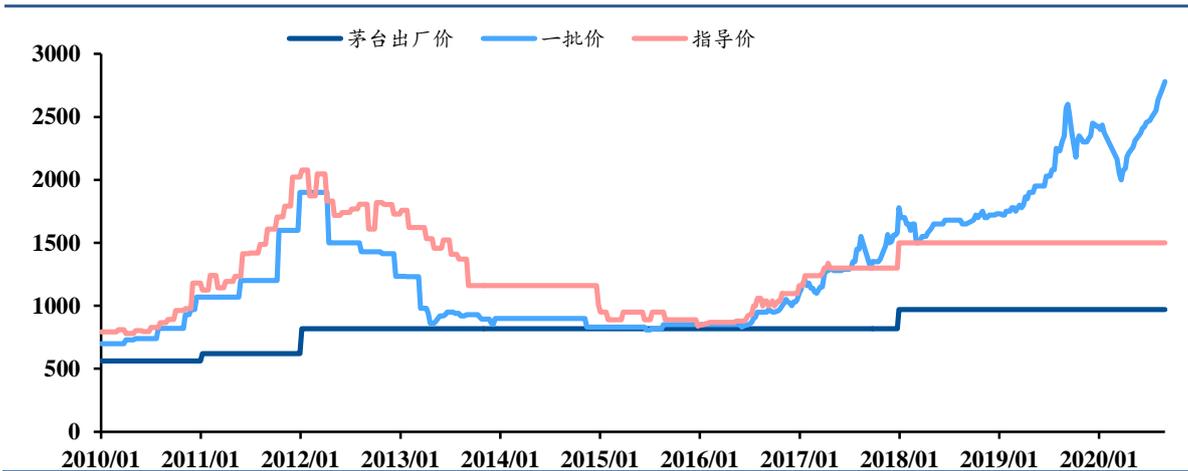


资料来源: Wind, 民生证券研究院

以茅台为例，高端白酒多属性助力扩容。茅台一批价高企是高端白酒需求旺盛的风向标，

作为行业荣枯标志的茅台一批价，调整期后迅速回升，一批价已超 2800 元/瓶。从供需角度来看，茅台一批价上涨反应出消费能力的复苏以及厂家相对不足的供给，消费属性催化批价上涨；从金融属性的角度看，受白酒“历久弥新”的认知影响，消费者具有囤积高端白酒的需求，进一步催生价格上涨趋势。多属性共振带动高端白酒价格上涨，为酒企提供涨价空间，这些因素将共同作用于高端白酒扩容。

图13: 飞天茅台一批价远超厂家指导价 (单位: 元)



资料来源: 民生证券研究院整理

## 2.2.2 泸州老窖的发力点——国窖 1573

### (1) 及时弥补，国窖1573抓住高端白酒最后一张入场

泸州老窖作为唯一名列五次评酒会的浓香型白酒，品牌具备名酒底蕴。90 年代泸州老窖错失涨价先机，为了追赶同期五粮液及贵州茅台的发展，公司选择推出全新单品进攻高端酒，由于公元 1573 年泸州老窖开始形成规模酿酒窖池群并一直沿用至今，新单品便以此为名。柒泉时期曾出现经销商开发产品过于冗杂的问题，但国窖 1573 系列一直保持着高定价，没有出现过度稀释“国窖”品牌力的情况。在产品品质上，泸州老窖所使用基酒需经过 5 年存储后使用，长于茅台和五粮液的基酒储存期。在包装上，玻璃玉玺瓶上以传统红、金二色搭配，外包装上点缀 960 颗五星，寓意中国 960 万平方公里之领土概念，文化内涵饱满。

图14: 国窖 1573 系列产品发展历程



资料来源: 民生证券研究院整理

表6: 三大高端白酒对比

产品名称	香型	白酒度数	2020年9月10日 淘宝到手价	所使用基酒储存期
飞天茅台	酱香型	53°	2778 元	4 年
第8代五粮液	浓香型	52°	1069 元	1 年
国窖 1573	浓香型	52°	969 元	5 年

资料来源: 微酒, 淘宝, 民生证券研究院

### (2) 技改提升产能, 为国窖未来发展保驾护航

优质基酒的生产能力是酒企的核心资源, 决定着公司未来发展前景。国窖 1573 以其基酒仅由百年以上窖池生产而闻名于世, 基酒年产能仅 3000 多吨, 对应国窖 1573 成品酒为 4000-5000 吨, 为稳定国窖 1573 的产品品质, 每年新增合格窖池仅有个位数。

表7: 泸州老窖窖池情况统计

窖池年限	442 年	300-438 年	200-299 年	100-199 年	合计 (百年以上)	50 年以上
窖池数量 (口)	4	305	301	1009	1619	10086

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

泸州老窖双管齐下解决产能问题: (1) 灵活使用公司库存 20000 多吨的国窖 1573 老基酒。由于库存年限更长, 理论上基酒与成品酒比例应高于 3:4.5 的每年调配比例; (2) 发债技改, 释放国窖基酒产能。16 年公司已实施 30 亿酿酒工程技改项目, 二期也已经开始实施, 通过置换老窖池用于生产国窖基酒以释放产能, 公司披露新酿酒基地 20 年产能预计达到 1 万吨, 21 年达 6 万吨, 目前黄叙酿酒生态园已投粮生产, 在公司多项科研成果助力下, 出酒品质优异, 产能问题得以解决。

表8: 泸州老窖是唯一名列五次评酒会的烘箱型白酒

项目	内容	投资额	募集资金额
一期	酿酒工程技改项目 (一期工程, 预计 2020 年完工, 将建成优质基酒生产窖池 7000 口, 达到 3.5 万优质酒产能, 10 万吨储酒能力)	33.41 亿元	30 亿元
	酿酒工程技改项目 (二期工程, 预计 2025 年完工)	40.73 亿元	
二期	信息管理系统智能化升级建设	7.17 亿元	40 亿元 (2019 年首期发行)
	黄叙酿酒基地窖池密封装置购置项目	2.83 亿元	25 亿元 (债券)
	黄叙酿酒基地地制曲配套设施购置项目	1 亿元	
合计		85.14 亿元	70 亿元

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### (3) 行业调整后, 国窖已完成恢复性增长

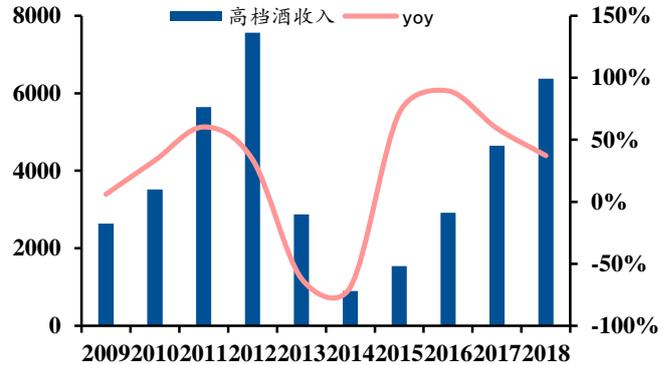
从量的角度看, 国窖 1573 已完成恢复性增长, 未来看点在于增长性放量。由于错误定价导致销量腰斩, 2014 年降价拥抱大众消费, 同时对于国窖 1573 库存在 200 件以上的经销商施行移库监管并给与奖励, 通过“半疏通半直营”的措施引导恢复, 效果逐渐兑现, 2015 年注重终端价格管理, 要求销售人员及客户可以主动收购低于 550 元的国窖 1573, 厂家按 550 元回购, 价格逐渐企稳, 16、17 年内分别两次提价, 2017 年实现量价齐升, 销售量方面完成恢复性增长, 2019 年 10 月国窖 1573 销售口径收入突破百亿, 但报表端仍未恢复到巅峰值, 主要是因为出厂价相差甚远的原因, 借高端酒价格持续上行的机会, 公司于 8 月 24 日宣布提高国窖 1573 出厂价至 890 元/瓶, 未来价格空间可期。

图15: 国窖 1573 销量已重回巅峰 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图16: 城镇居民人均可支配收入呈稳定增长 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

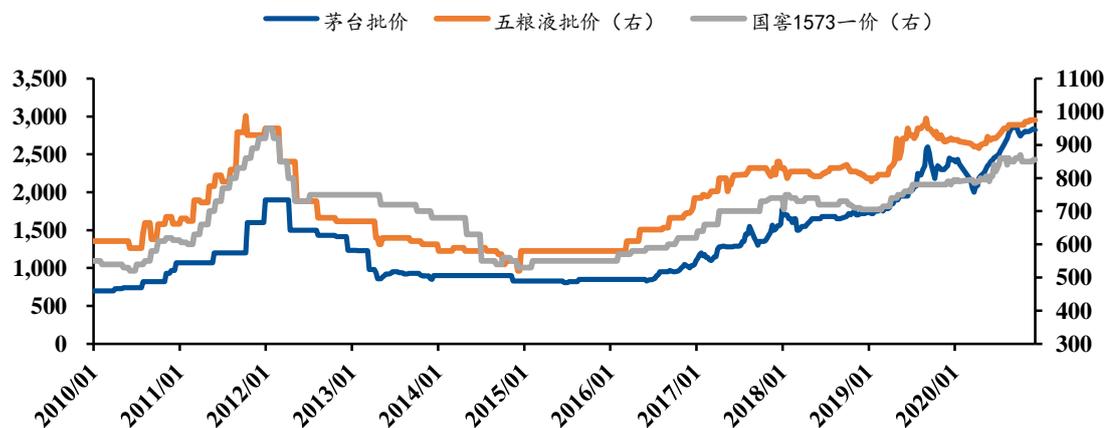
从价的角度看, 国窖 1573 保持行业跟随者姿态, 行业调整结束后价格稳步上涨。作为对标茅台和五粮液的高端产品, 国窖在上市伊始标价甚至高于二者。13 年因错误提价导致国窖价格体系出现波动。14 年公司提出“刚性价格, 柔性促销, 深度服务, 保障利益”, 弥补行业调整期内错误的跟随提价, 在后续发展中公司多次采取停货方式帮助经销商实现顺价销售和良性去库存, 保证渠道利润, 渠道信心恢复, 国窖批价逐渐恢复。

图17: 14 年 7 月后国窖 1573 价格走势 (单位: 元)



资料来源: 民生证券研究院整理

图18: 国窖 1573 在价格策略上选择跟随茅台和五粮液 (单位: 元)



资料来源: 民生证券研究院整理

表9: 国窖 1573 多次控货挺价

年份	渠道举措	提价类型	提价幅度
2014 年 9 月	停货配合渠道去库存		
2015 年 1 月	陆续恢复供货		
2016 年 1 月	春节前停货稳价		
2016 年 6 月	停货以配合提价		
2016 年 8 月	五粮液率先涨价, 国窖暂停动作		
2016 年 9 月	四川启动终端配额制试点		
2017 年 1 月	开门红完成后停货稳价		
2017 年 3 月		出厂价	提至 680 元
2017 年 7 月	停货以配合提价		
2017 年 7 月		出厂价	配额内/外价格为 740/810 元
2017 年 7 月		出厂价、终端价	配额内/外价格为 760/810 元, 团购/零售价位 820/899 元
2017 年 8 月		出厂价、终端价	配额内/外价格为 760/810 元, 团购/零售价位 820/899 元
2017 年 9 月	国窖产能近饱和, 停货		
2017 年 10 月		建议零售价	上调至 969 元/瓶
2017 年 12 月	国窖产能近饱和, 停货		
2018 年 4 月	严格执行配额制, 湖南地区停货		
2018 年 5 月		供货价/团购价	上调至 840/880 元
2018 年 6 月		零售价/华中渠道供货价	规范 2014-2017 年瓶贮产品/上调至 810 元
2018 年 7 月	停货		
2019 年 1 月	停货	酒行供货/团购/零售价	上调至 810/880/1099 元
2019 年 5 月	湖南地区停货	湖南终端配送价	上调至 860/919 元
2019 年 8 月		计划外价格/团购价/零售价	上调 30 元/上调至 919/1099 元
2019 年 11 月	停货		
2019 年 12 月		配额内价格	低端产品及差异化产品价格上调
2020 年 1 月		配额内价格	低端产品及差异化产品价格再次上调 30 元, 经典装上调 20 元
2020 年 5 月	停止配额制, 5 月恢复		
2020 年 7 月	西南大区停货	华北、西南零售价	上调至 1399 元
2020 年 9 月		出厂价	上调 40 元

资料来源: 酒说, 酒业家, 民生证券研究院

开启瓶贮白酒, 拔高品牌高度。泸州老窖积极布局以中国品味为代表的超高端白酒, 主打国窖生产和年份贮藏的特点, 对于经典装国窖 1573 则采取瓶贮年份酒策略, 对出厂的产品以生产日期作为年份酒计算依据, 酒厂统一规定指导价, 实现产品保值增值, 与当年新品、超高端产品和定制产品共同搭建高端产品方阵。

表10: 国窖 1573 瓶贮年份酒逐年升值

生产批次对应年份	零售价格 (元/瓶子)	年化增值率
2001	6990	-
2002	5780	-
2003	4580	-
2004	3920	-
2005	3270	-
2006	2600	15.1%
2007	2300	13.7%
2008	1970	12.4%
2009	1670	10.9%

2010	1500	8.9%
2011	1370	4.7%
2012	1180	0%
2013	-	-
2014	1499	9.6%
2015	1399	20.2%
2016	1299	23.8%
2017	1199	24.0%

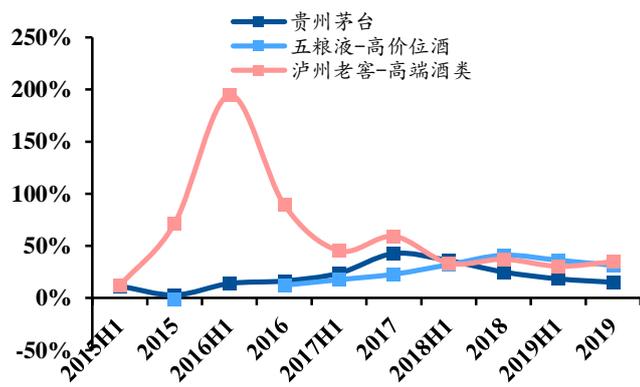
资料来源：民生证券研究院整理

注：1.增值率指当年以零售价购入保存，按零售指导价售出的年化回报率；2.只 2001-2012 年瓶贮年份酒零售指导价发布于 2017 年 10 月 14 日，2014-2017 年的零售指导价发布于 2018 年 6 月 19 日

#### (4) 国窖势能喜人，增长势头强劲

相较于已实现全国化的茅台和五粮液，国窖仍有成长空间。国窖作为三大高端白酒之一，国窖自 2015 年以来整体保持高增速，与五粮液高端酒销量比从 1:7.6 缩至 1:3，在部分国窖强势市场如西南市场等，国窖与五粮液的动销比更是缩小至 1:1.5。未来泸州老窖凭借近万一线销售人员，拥有高端酒企中最强大的市场把控能力，增长势头有望在各市场上复制运用。

图19: 泸州老窖高端白酒营收保持较高增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图20: 国窖 1573 销量较五粮液呈追赶趋势 (单位: 万吨)



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2.3 老窖特曲壮腰，全方位布局主流价格带

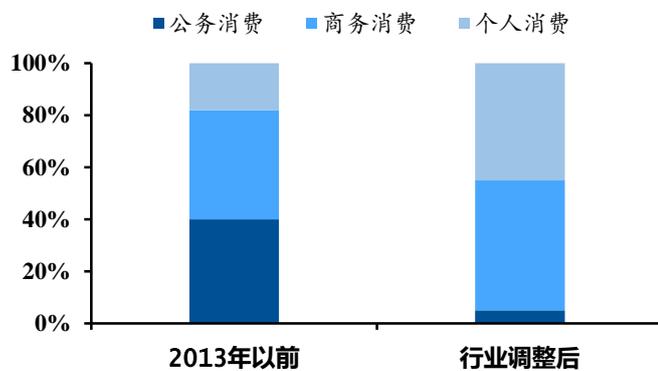
双品牌运作后，国窖系列产品承担起公司布局并发力高端酒的任务，特曲和窖龄酒作为五大单品中布局中档和次高端的两大核心单品，定位是商务与宴会用酒第一品牌。近年来特曲价格稳步上行，意在摆脱地产酒纠缠，是泸州老窖双品牌双百亿战略的关键所在。

### 2.3.1 中档以上价格带良性发展，市场容量广阔可期

中产阶级崛起及消费能力提升为中档及次高端白酒消费打下良好基础。根据瑞士信贷研究所，中国 2017 年中产阶层占本国人口的 34%，同期美国数据为 31%、日本为 36%、德国为 34%，中国中产阶级的兴起已成事实。2014 年最终消费支出对 GDP 增长的贡献率首次超过资本形成总额的贡献率，最终消费的贡献率从此呈现逐年上升趋势，消费是经济增长的主要引擎。行业调整后消费者结构中商务与个人消费占比扩大，未来白酒行业发展得以立足于坚实的大众消费与商务消费，基础牢靠。整体来看，消费能力的提升推动消费者在中档酒消

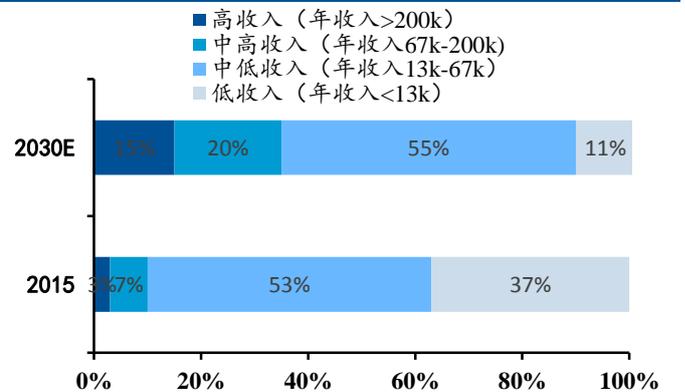
费中选择名酒，行业集中度将有所提高，同时引导白酒企业倾斜资源于次高端以承接消费升级和高端白酒价格高企产生的替代效应，中档及次高端扩容呈现确定性。

图21: 行业调整后消费者结构以商务和个人消费为主



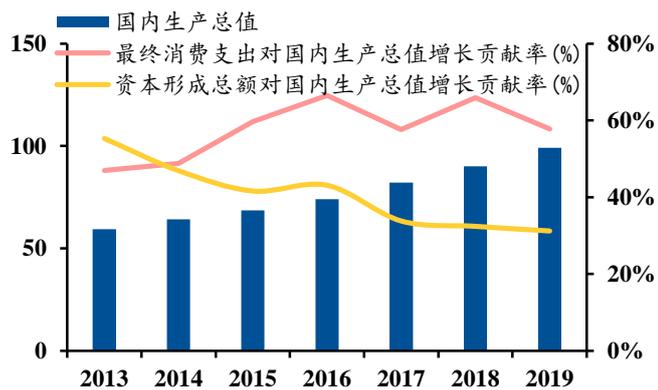
资料来源: 经济学人智库, 民生证券研究院

图22: 中国中产阶层发展迅猛



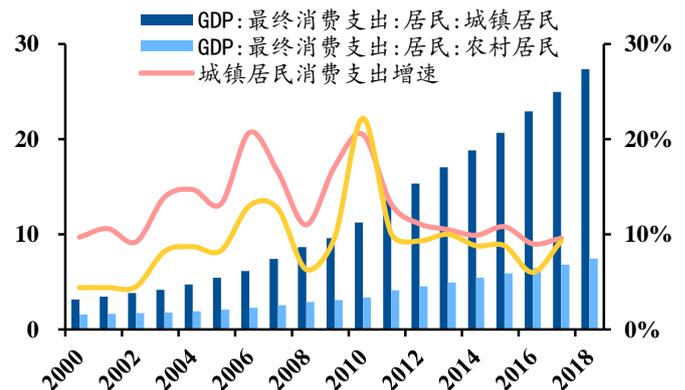
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: 消费对 GDP 增长的贡献率日益提高 (单位: 万亿)



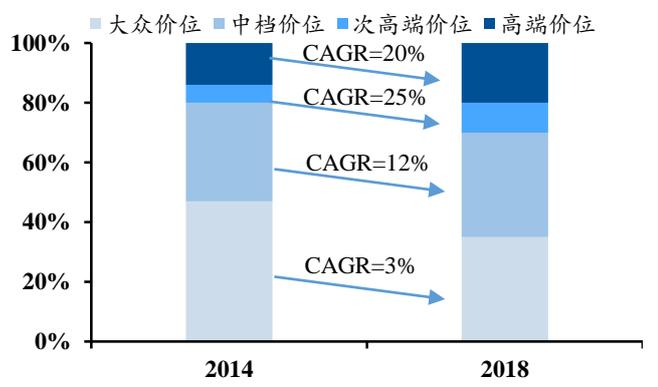
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图24: 居民消费支出增长稳定稳定 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图25: 中档及以上价位扩容快于大众



资料来源: 根据酿酒工业年度数据测算, 民生证券研究院

图26: 次高端具备两位数增速发展潜力 (单位: 亿元)



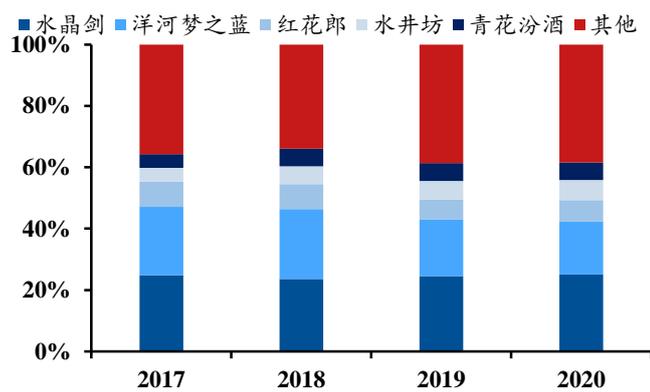
资料来源: Wind, 民生证券研究院

中档酒是白酒消费红海市场，地产龙头与全国化名酒缠斗。200 元及以下价位带是白酒日常消费主力，也是众多地产酒布局的核心价格带。随着全国化名酒渠道运作手段日益细腻，对市场运作重视程度增加，中档酒竞争格局或更加激烈。消费者消费能力提高催生“少喝酒、

喝好酒”的理念，名酒凭借品牌实力或具备更大话语权，低市场集中度的现象有望改善。

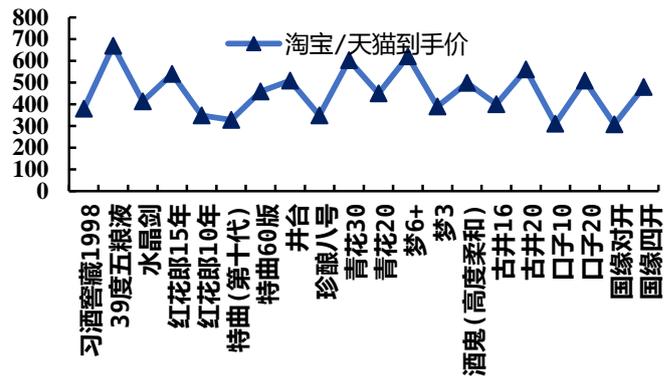
次高端酒是消费升级直接受益对象，也是高端酒价格上行后的性价比之选，竞争格局尚未尘埃落定。随着高端白酒价格带上移，次高端价格空间扩大，消费升级推动光瓶酒向中档酒升级，原有中档酒消费者的消费价格带向上延伸，次高端产品在 300-600 元价格带内分布均匀，向上作为高档酒的性价比之选，向下吸纳中档酒消费升级，中档及次高端直接受益于大众消费能力的提升。未来竞争中，名酒的品牌内涵、精细化管理及产品品质是胜出关键。

图27: 2017-2020 年前 4 大次高端品牌市占率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图28: 300-600 元价格带内产品丰富、分布均匀 (单位: 元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 2.3.2 特曲带动品牌复兴，泸州老窖百亿可期

#### (1) 特曲历史悠久，饱受美誉

早年间泸州老窖质量最上乘的产品得名“特曲”，特曲是“浓香正宗”的传承单品，公司大多美誉来自于此。国窖系列打造成功后，2006-2008 年公司着手布局特曲，陆续推出中华老字号、精品和百年系列产品，2012 年后行业进入调整期，2017 年公司经营企稳后对特曲定位及战略进行重新定位，提高特曲价格至 200-300 价格带，摆脱地产酒纠缠，形成“一体两翼”战略布局，即老字号特曲为主体、晶彩版和纪念版为两翼。2018 年公司对“国窖”、“特曲”两大单品予以资源倾斜；19 年进一步推出第十代特曲，提价举措得以巩固。

图29: 泸州老窖特曲历史悠久、传承至今



资料来源: 酒说, 民生证券研究院

## (2) 特曲品牌升级全国化可期，特曲60进军次高端增长迅猛

从价的角度看特曲，品牌升级摆脱地产酒纠缠，树立品牌高度。特曲的价格史可谓一曲三折：早年丧失涨价先机，2006-2008年新品提价丧失市场份额，经过数年调整2012年再次提价遭遇行业调整，2017年提价得以突破200元价格带，2019年以河南市场为试点多次试验，最终借第十代特曲上市的机会将出厂价抬升至225元，摆脱了当下地产酒的优势价格带，同时拔高产品高度，公司近年来多次提价以实现特曲的价值回归，随着老窖产品运作手段日益细腻，同时通过在品牌势能上的投入力图未来将特曲打造成300元以上的次高端大单品。

表11: 特曲近3年来多次提价以实现价值回归

日期	渠道举措	提价类型	提价幅度
2015年12月		出厂价	上调20元
2016年1月	停货以配合提价		
2016年9月		超额结算价	上调5元
2016年11月	停货以配合终端配额制	终端供货价/成交价	上调30元/不低于198元
2016年12月	泸州老窖特曲瓶贮成品酒实施年分化定价	计划外结算价	上调至188元
2017年1月	停货		
2017年3月		终端成交价	上调至218元
2017年10月		团购价	上调至218元
2018年1月		河南省终端供货价	上调10元
2018年12月		河南省结算价	上调20元
2019年5月		结算价	上调10元
2019年6月		第九代特曲结算价	上调30元/不低于198元
2019年9月	特曲60版停货	零售价/团购价	特曲60版上调至598*498元
2019年10月		第九代特曲结算价	上调至308元

资料来源：民生证券研究院整理

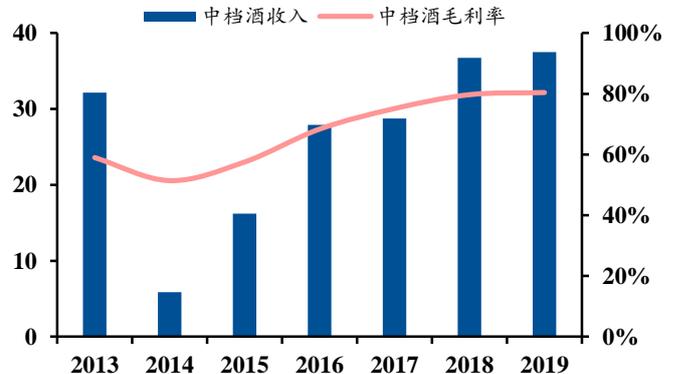
从量的角度看特曲，提价后销量损失已恢复，未来仍可期。柒泉模式下经销商开发品牌过多带动特曲销量高企，但实际损害品牌形象发展。2013年林锋调整特曲发展，2014年将特曲从柒泉公司中独立出来，调整期内特曲销量下滑严重，后续恢复性增长至2016年基本收复失地，2017年涨价致销量略有回调，但从报表端可见近年涨价措施带动毛利率上升，2019年中档酒毛利率高达80.42%，未来特曲放量增长将在高毛利的加持下成为公司业绩保证。

图30: 特曲销量恢复 (单位: 吨)



资料来源：渠道调研，民生证券研究院

图31: 特曲呈现量价齐升的发展态势 (单位: 亿元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

**特曲 60 版是特曲系列进军次高端的先锋队。**2014 年上市便定价 500 元左右的次高端热门价格带，形象上仿照第二代、第三代特曲，由于仅做团购渠道、尚未进入流通渠道，配额管控的团购模式实现价格坚挺和保证经销商利润率的双赢，同时特曲 60 版被蒙上了一层神秘面纱。据公司披露，2019 年特曲 60 版营收突破 10 亿元，2018 年特曲 60 版实现 7.5 亿元收入，同比增长 46%，连续 4 年稳步增长，年复合增长率超 50%。公司计划以川渝区域为核心样板市场，2019-2021 销售目标为 6.2、8、10.5 亿元，2021 年在全国范围内将其打造成为 20 亿大单品，今年 9 月 8 日，公司发布停货通知，预计中秋双节前或有涨价举措，彰显过硬产品力和叫高市场认可度。

### (3) 窖龄填补价格空白，完善产品体系

**窖龄酒承担布局空白价格带作用。**在特曲 60 版上市后，此作用日益明显。其中，窖龄 30 年和老字号特曲在部分市场价格重叠，逐渐淡出公司产品体系；窖龄 60 年和 90 年于 2011 年推出后，还未经培育便经历行业调整，在调整期内又与降价后的国窖 1573 产生定位冲突，在国窖收复失地的过程中，窖龄才得到发展机会。在公司试图将特曲价格带提升至 300 元以上的过程中，窖龄酒承担着在市场中填补空白价格带的作用，通过窖龄概念强化泸州老窖品牌特点，对拔高品牌高度有积极作用。

图32：泸州老窖品牌中档及以上产品梳理



资料来源：公司官网，民生证券研究院

### (4) 高光新产品，开启新赛道

光瓶酒消费市场在我国历史悠久，大部分名酒曾多以光瓶形象面市，随着经济发展与产品价格上行，包装成为展示产品价值的一种方式，但随着行业发展，“返璞归真”成为业界常态，白酒消费回归理性消费，以低价产品率先“光瓶化”成为行业趋势，契合大众消费的需求所向，具体到产品中，以传统名酒山西汾酒的玻汾、顺鑫农业的牛栏山二锅头以及近年崛起的小光瓶酒江小白为代表，整个光瓶酒行业以较快速度增长，但行业内仍以低价产品为主。

泸州老窖把握“光瓶”+“次高端”两大趋势，打造增长第三曲线。“高光”推出了三款产品，分别为 G1、G2、G3，其中 G3 定价 698 元/瓶，同时产品酒精度设计上有了 38%、40.9% 和 52%vol 三种，未来重点将放在 40.9%vol 上，通过独具匠心的酒瓶设计、曾娜大师领衔的酒体设计和率先布局次高端光瓶酒的大胆尝试，高光未来有望成为泸州老窖发展中，继特曲、国窖 1573 分别引领的发展第一、第二曲线后的第三曲线。

图33: 光瓶酒行业规模 (单位: 亿元)



资料来源:《2019年中国光瓶酒行业概览》，民生证券研究院

图34: 泸州老窖高光上市



资料来源: 搜狐, 民生证券研究院

### 3 渠道：构建厂商利益共同体，模式灵活高效、业内领先

泸州老窖在黄金十年率先改变大商制，启用以核心经销商为中心的柒泉模式，凭借渠道主动性实现发展；行业调整后公司仍注重渠道推力，以品牌为区分建立品牌专营公司发挥经销商能动性，改进柒泉模式；未来泸州老窖力求实现从渠道推动转向品牌拉动增长，稳固品牌高度。

#### 3.1 创新渠道运作，柒泉模式率先发力

##### 3.1.1 老窖率先试水经销商利益绑定，柒泉模式成熟推广

先破后立，老窖稳中求变，破局行业渠道模式的桎梏。行业发展初期，各酒企以来经销商对产品的分销推广，对此老窖采取定增实现经销商持股以及推广柒泉模式的方法，实现了：

(1) 增厚渠道毛利，提高渠道积极性以加速产品推广和市场开拓速度；(2) 分享发展红利，通过入股和建立地方销售公司的方式，绑定经销商利益，使得经销商在帮助老窖发展中能得到切身红利；(3) 费用投放体外循环，解决国有体制审核报批效率问题，同时费用使用关乎经销商利润，费用投放效率大幅提高。这些举动是老窖公司基因中创新能力的体现，对市场规律的尊重和透彻了解是支撑老窖走到今天的重要推力。

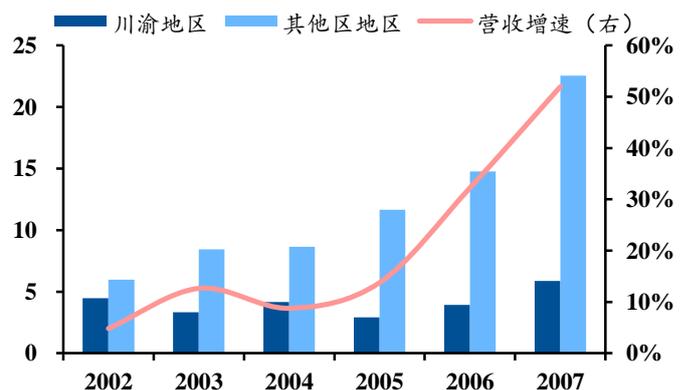
泸州老窖是业内尝试通过经销商持股绑定渠道利益来实现增长的先行者。2006年公司向10名战略投资者（其中8名为泸州老窖经销商）发行3000万股份，募资3.67亿元用于优质酒查能扩大及储存基地建设，此次定增标志着公司对深度绑定经销商利益模式的探索，就结果而言，06、07年川渝以外市场实现高速增长，公司整体营收实现加速增长，探索成效显著。

图35: 06年定增对象中经销商区位分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

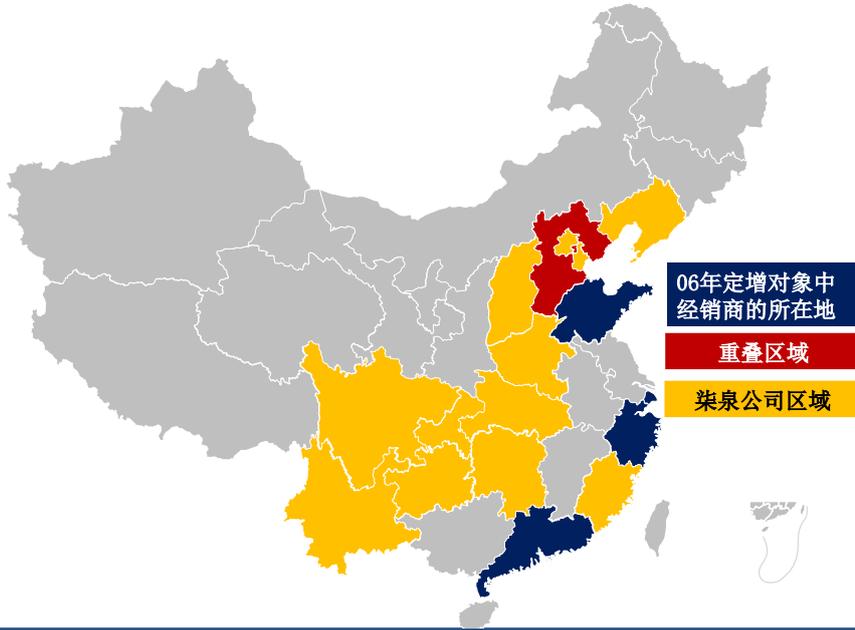
图36: 川渝外收入占比提高营收加速增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

**柒泉模式成型后逐渐推广。**2008年后，公司陆续成立5家由区域内数名核心大商出资的股份制片区销售公司（分别是华北公司、华中公司、西南公司、重庆公司和福建公司），分别负责区域内公司货物分销，公司名取自“七个省市销售区像七股泉水汇聚一起”之意，泸州老窖不持有柒泉公司股份但具备一定控制权，解聘公司销售人员后由柒泉公司聘用，同时柒泉公司总经理由泸州老窖指派，财务则由第三方管理且对泸州老窖透明。

图37: 柒泉公司分布区域



资料来源: Wind, 民生证券研究院

### 3.1.2 柒泉模式效果显著，老窖高速发展

柒泉模式加速了泸州老窖市场开拓布局的节奏，迅速完成对大商的接触整合，充分利用社会资源将国窖 1573 及其他产品推向市场。柒泉模式下，公司以低价将货物卖给柒泉公司，柒泉公司对外则按出厂价分销货物，柒泉公司可以获取价差红利，同时泸州老窖会额外给与销售增长良好的柒泉公司分红，增厚利润；传统模式下的大商在柒泉模式下对市场开拓上更具备主观能动性，同时由于柒泉公司负责费用投放，柒泉公司重视费用投放效率。

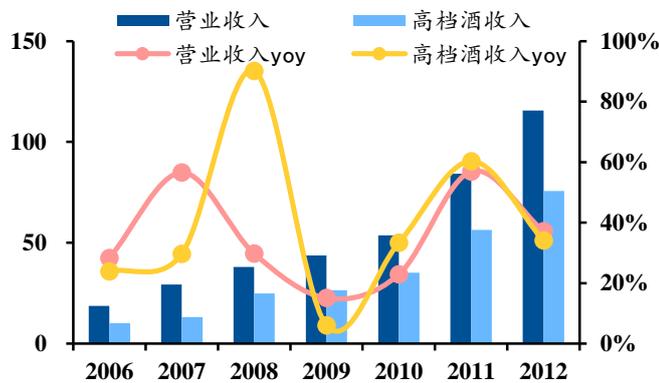
图38: 柒泉公司运作模式拆解



资料来源: 民生证券研究院整理

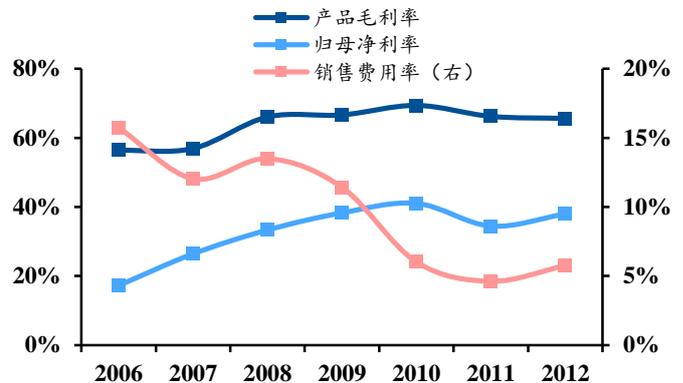
柒泉模式成效显著，带动公司高速发展。2006-2012 年公司营收 CAGR 高达 34.43%，茅五泸中位列第一，其中高档酒营收 CAGR 高达 37.48%；同时由于销售费用转移至柒泉公司，泸州老窖销售费用率大幅下降，由 2006 年的 15.75% 降低至 2011 年时的 4.62%，由于高端产品渠道利润率更加丰厚，产品结构改善带动公司毛利率和净利率双提升。

图39: 柴泉模式下营收保持双位数增长 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图40: 销售费用率下降明显, 毛利率、净利率双升



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**柴泉模式也是一把双刃剑。**在行业蒸蒸日上之时, 利润和快速扩张的销售额遮掩了柴泉模式弊端, 在行业调整期内, 由于渠道掌控力差、对终端动销情况掌握不足, 公司做出了逆市提价的错误判断; 柴泉公司话语权大, 过度开发产品稀释品牌力、调整期来临时为自身利益肆意甩货窜货导致价格崩盘; 渠道过度偏好利润最丰厚的产品而使得产品结构畸形。行业进入调整期后, 柴泉模式放大了负面冲击的影响, 种种问题一一暴露。

表12: 泸州老窖柴泉模式分析

柴泉模式举措	长处	弊端
核心大商出资成立股份制销售公司	深度绑定经销商利益, 迅速对接大商的社会资源, 改变经销商对自身定位及在销售中的思考方式	渠道内部产生入股经销商和一般经销商的竞争及矛盾
按区域划分柴泉公司	经销商可以统筹区域内产品营销, 减少同品牌不同产品的竞争内耗	经销商更愿意将资源倾斜至渠道利润丰厚的产品, 缺乏推广其他单品的动力, 导致品牌产品结构畸形
经销商入股款及保证金由泸州老窖管理	增加现金流入, 打款额度及进度更方便掌控	-
柴泉公司以低于出厂价的价格拿货, 对外以出厂价进行分销	使经销商享受提价红利, 增厚渠道利润, 拉近厂、商关系	成本拉低, 在行业调整期容易出现价格倒挂; 经销商更青睐利润丰厚产品, 或致产品体系紊乱, 行业调整期因窜货放大销售波动
不同区域供货价不同	根据供需灵活调整供货价	存在窜货和价格体系混乱的风险
泸州老窖销售人员解聘重新由柴泉公司雇佣	减少期间费用, 将销售人员人工费用及相应管理费用移至柴泉公司	缺少对渠道和终端情况的直接反馈, 信息掌握程度弱化; 柴泉公司内部管理或不规范; 经销商话语权加重
柴泉公司决定费用投放	提高费用利用效率, 销售费用效果更显著	或出现搭便车现象; 难以考核费用对不同产品的具体支持力度
公司按销售业绩分红	给予柴泉公司发展业绩的动力	由于经销商话语权较大, 导致过度开发非标产品和经销商产品, 稀释品牌力
市场招商方面	方便各市场复制渠道模式	因地、时制宜能力较差

资料来源: 民生证券研究院整理

## 3.2 新时期、新模式, 品牌专营助力新发展

### 3.2.1 品牌专营模式“取精华、去糟粕”

柴泉模式暴露出的问题使公司意识到渠道模式改革的必要性。2013年底公司开始着手以品牌专营公司取代柴泉公司参与渠道运作, 也迎合公司大单品战略及拉升品牌高度的需求。2014年公司正式推动品牌事业部转型品牌专营公司, 经销商率先推动成立了特曲、窖龄品牌

专营公司, 2015 年建立国窖 1573 品牌专营公司, 同时成立 22 家各地子公司, 实现“公司制”变革, 同年 11 月泸州老窖不再与柒泉公司签订合同。

品牌专营公司改变柒泉模式弊端, 取其精华去其糟粕。公司通过建立品牌专营公司实现对过去纠错以及理顺未来发展思路: (1) 按品牌划分设立公司取代按区域划分模式, 取缔开发品牌, 解决过去价格倒挂并理顺价格体系, 产品及价格管理更加严格; (2) 品牌专业化运作有利于践行大单品战略, 费用投放更专注且高效; (3) 解决过去柒泉公司因各产品利润不同而有选择性推广产品, 减少经销商主观偏好影响, 品牌专营公司依据泸州老窖产品战略开展工作; (4) 强化对经销商联盟的控制权, 掌控核心经销商增强在行业内竞争力。公司推动直分销及控盘分离, 减轻对个别大商的依赖程度, 对于一线经营泸州老窖具备控制权。

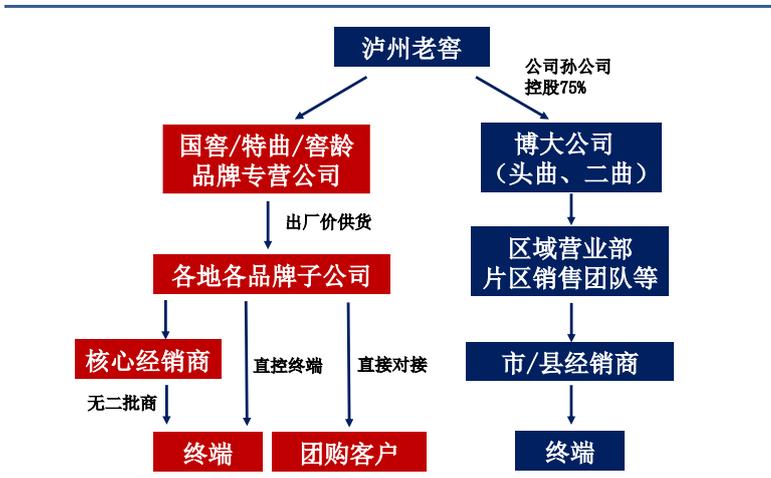
表13: 品牌专营模式与柒泉模式对比

对比项目	柒泉模式	品牌专营模式
出资设立方式	除经营头曲、二曲的博大公司为泸州老窖孙公司, 国窖、特曲和窖龄品牌专营公司均由经销商出资, 其中部分经销商为柒泉模式股东转换而成。	
费用投放	费用由于品牌专营公司负担, 来自于经销商以低于出厂价从公司拿货获得的价差, 公司也会投入费用支持。新模式下费用投放受公司意志影响更大。	
销售人员构成及指派	原泸州老窖销售人员转为柒泉公司雇员	泸州老窖指派品牌专营公司管理层、任命销售人员, 派遣销售团队直达一线, 老窖具备控制权
渠道/市场层级	层级繁琐, 公司无法掌控渠道及终端信息	精简层级达到渠道扁平化, 无二批商, 公司可直接对话终端掌控信息, 推进直分销
产品营销	全产品线营销, 同时可提出开发新产品需求	只负责特定产品线产品营销, 接受公司产品战略指导
公司经营/财务管理	较为松散, 泸州老窖仅指派总经理	管理更为严格透明, 财务信息由第三方管理并向泸州老窖公开, 管理层均由泸州老窖指派
退出方式	退出机制缺乏, 容易引发新经销商和柒泉公司股东的利益冲突	施行 2/8 原则, 根据业绩排名, 健全退出和准入机制

资料来源: 民生证券研究院整理

渠道管理举措: 推进扁平化, 保障渠道利润。公司因地制宜, 在品牌专营模式的推广过程中采取 3 种模式并存的方式进行恢复性增长, 即厂家直控、经销商管控与“1+1”模式并存, 在有条件的地区推广品牌专营模式, 品牌专营模式改变柒泉模式“省-市-县-终端-消费者”及业务人员的多级渠道, 形成经销商直面终端的两级渠道模式, 渠道扁平化也提高了渠道利润率, 有助于稳固经销体系。

图41: 品牌专营模式下公司销售体系



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

**产品战略举措：三线产品采取差异化运营：**低端品牌严格控制库存，其经销商库存超过20%以上不能再打款。中高端品牌由公司控价，对经销商积极返利以推动销售，渠道利润是同价位产品的1.5倍；高端品牌实行价格双轨制+终端配额制，在经销商配额制基础上，执行终端计划配额制。在品牌专营模式下，体制保证了经销商的渠道利润进而维持渠道推力，同时按产品划分经销商不会出现因利润率不同，经销商偏好与公司产品战略目标出现重大偏差。

**市场营销举措：15年后公司重建销售体系。**2015年公司建立“四总三线一中心”的新战略体系，全国设立“7大营销服务中心”（成都、北京、上海、广州、沈阳、西安、郑州），负责统筹协调区域内行为，监督政策落地。公司自建销售团队深入一线，2014年底公司销售团队仅有1200余人，2016年底团队扩容至6600余人，大多在品牌专营公司层面，强大销售团队在加速市场推广的同时更是理顺市场秩序的中坚力量，控盘分利稳步推进。

**经销商公司管理举措：从“放权”转为“收权”。**品牌专营公司股东是原柒泉公司中的优秀经销商和新经销商，股东每年按业绩排名实施新入和退出机制；管理层和销售人员均由泸州老窖任命，内部经销商完成销量等数据公开透明，根据业绩分配资源投放，激励机制更明确；公司推进“直分销”模式，自建销售团队把控终端以掌控最新动销，公司人员直接参与终端运营，负责开拓市场、费用投放的执行监督以及终端营销，**经销商逐渐从资源型的经销商转为管理型服务型经销商。**

### 3.2.2 以久泰公司为例，拆解品牌专营公司运作模式

久泰模式是泸州老窖国窖品牌专营公司在各区域内子公司模式的统称。由于泸州老窖目前在很多市场上仍采取“1+1”的厂商共建模式，在高端白酒风口正盛之际，负责运营国窖1573的久泰公司旨在建立一个方便推广的模板化公司，通过积累成功经验以加速品牌专营模式的细化和推广运用。目前为止，成都久泰模式已展现出了极强的战斗力，河南市场亦在逐步导入，国窖全国化战略稳步推进。

**在公司设立上**，久泰公司通过吸纳当地原国窖1573经销商、集体出资设立公司而成立，泸州老窖不进行参股但具备实际控制权；**在经营上**，久泰公司负责区域内国窖1573运作的全部事宜，在股东享受同一政策的前提下经销商团队能够形成合力，各股东经销商日常仍负责产品销售配送工作，未参股久泰公司的其他经销商全部从久泰公司进货，以此保证久泰公司可以分享价差利润，同时由于经销商直接对接久泰公司，市场上不再有国窖二批商，二批商作为渠道杠杆带来的不稳定因素被消除。**在利润分配上**，久泰公司通过内部销售考核机制（一般为销售产品获得对应积分，年底按公司股本及积分决定分红）进行返利利润分配，同时产品进销价差也能增厚渠道利润，使得久泰公司具备开发市场的主动性。就目前运作成功的久泰公司经验来看，区域内主要经销商的整体利润有较大幅度提高，经销商具备参与久泰公司的意愿。

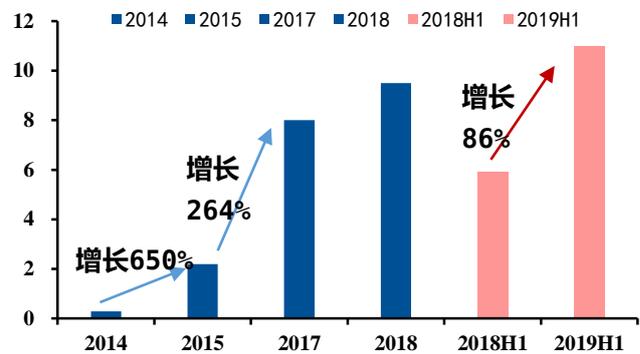
**以成都市场为例**，品牌专营模式下成都久泰公司展现出了极强的战斗力。通过国窖荟将终端转化为一二级合作终端，渠道进一步扁平化，建立起覆盖成都4000多个网点的去分销、直营专销体系。目前成都已实现国窖单市场最大营业额，近年来保持了较快速度的发展，19H1营收增速同比提高86%，带动整个西南市场上国窖的强势增长。

图42: 久泰模式下建立国窖荟以推动渠道扁平化



资料来源: 酒业家, 民生证券研究院

图43: 成都市场上国窖收入增长势头迅猛 (单位: 亿元)

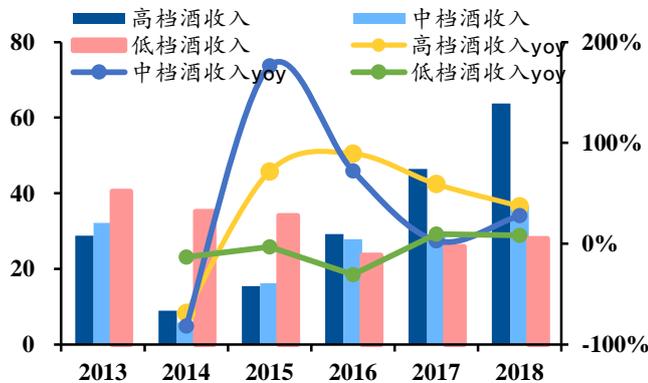


资料来源: 酒业家, 民生证券研究院

### 3.2.3 恢复性增长完成后, 品牌专营模式大有可为

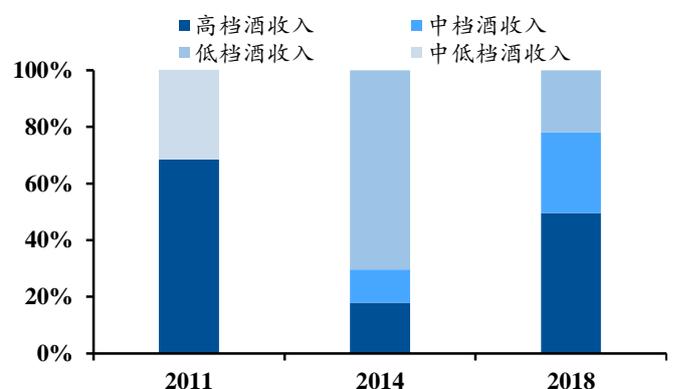
随着品牌专营模式接替柴象模式, 公司迅速完成恢复性增长, 弥补了 13 年行业调整期时的应对迟滞。国窖于 2017 年恢复至历史峰值销量, 2019 年销售口径收入破百亿, 随着品牌专营模式下各产品线因地制宜和专业化的运作, 公司产品结构较以往更加健康, 未来泸州老窖“双百亿”战略可期。

图44: 两种模式转换完成后公司迅速恢复 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图45: 产品结构较柴象模式顶峰、行业低谷期更合理



资料来源: Wind, 民生证券研究院

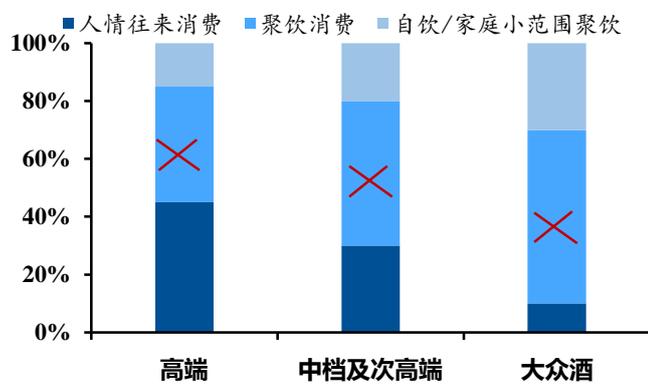
品牌专营模式构建的厂商一体化, 未来有望为泸州老窖持续贡献力量。白酒行业自 17 年来产量逐年下降, 竞争已转变为挤压式竞争, 成熟的厂商一体化模式有利于厂家战略的有效实施, 厂商上下一心, 有利于在行业竞争中抢占先机。依托强大的执行力和公司敏锐的市场洞察力, 泸州老窖未来要解决的不是消费者“知不知道”的问题, 而是“能否看到、买到”的问题, 我们相信公司新市场战略下, 西南核心市场上巩固胜利成果, 华东、华南市场能够快速崛起。面对行业层出不穷的新变化, 公司通过极高的厂商一体化程度, 能够实现迅速反应, 针对痛点、难点进行卓有成效的应对。

## 4 稳扎稳打，老窖未来看点十足

### 4.1 短期：短期承压不改长期向好趋势

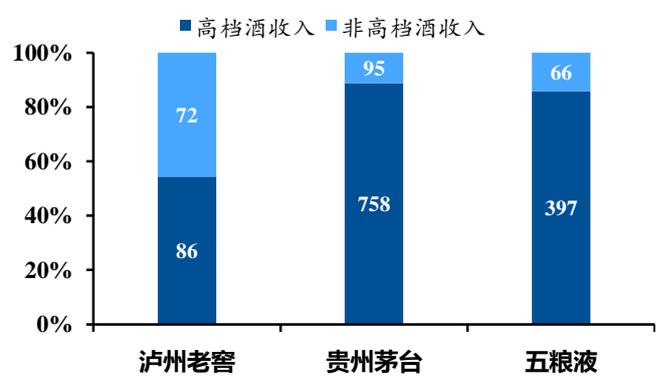
受疫情冲击，白酒消费场景中聚饮部分被切断，由于人情往来多在春节前完成，高端白酒受影响程度有限。相较于茅台和五粮液，公司以国窖 1573 位代表的高端酒类上半年营收同比增长 10.03%，增速略慢但双位数增长展现了市场对公司高端产品的认可，由于老窖营收结构中中低端白酒占比更大，疫情期间收入较茅台和五粮液相对承压，但得益于公司经营效率的改善，2020 年前三季度销售费用投放较少带动期间费用率同比下降 7.3ppt 至 15.40%，叠加国窖占比提高产品盈利能力，公司归母净利率同比提高 8.35ppt 至 41.52%，前三季度业绩同增 26.88%。

图46: 疫情期间高端白酒整体受影响较小



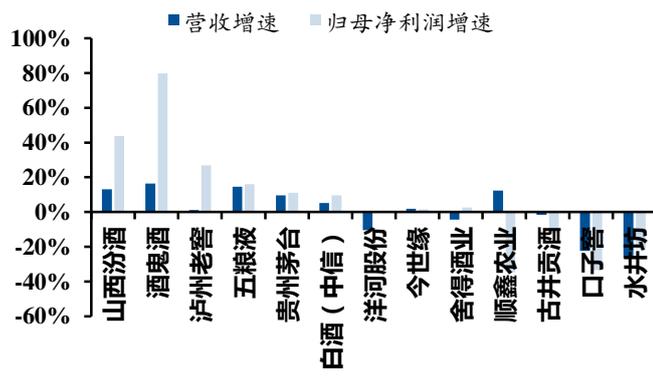
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图47: 老窖产品结构中高端白酒占比相对较低 (单位: 亿元)



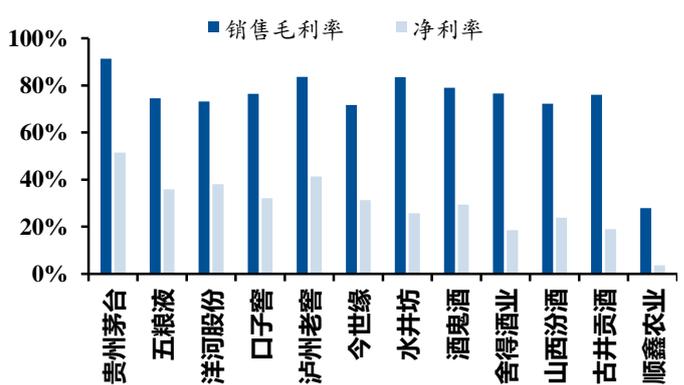
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图48: 2020 年前三季度泸州老窖营收短期承压、业绩增长



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图49: 2020 年前三季度主要白酒公司销售毛利率和净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

我们判断疫情对白酒行业是短期影响，同时特殊时期更能体现名酒企深厚的“基本功”，疫情将加速行业产品集中度提高，具备资金实力、对渠道把控力强的名酒企能够有力应对疫情。泸州老窖防疫举措多管齐下，坚持实事求是的原则，主动削减配额以帮助渠道去库存，重视经销商利益，不仅实现对疫情的有效防控，更在经销商群体中树立良好口碑，实现维护厂商关系与保护价盘的双赢局面。

表14: 泸州老窖在疫情期间的举措

日期	公司举措
公司战略	1) “三不变，三加强”：战略不变、目标不变、任务不变；加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障。
	2) 公司实事求是，要求全国片区和客户一定不能在5月前压货和通路促销。
	3) 减轻渠道压力，取消国窖1573配额：2月15日起取消各经销客户2020年2月份国窖1573经典装配额。如有国窖1573经典装配额需求，由国窖公司各大区组织进行本区域内库存调剂
	4) 减轻渠道压力，取消特曲配额：2月16日起取消各经销客户及终端2020年2月份泸州老窖特曲产品（包含老字号特曲第十代、晶彩版、纪念版）的配额。如有配额需求，请各片区组织本区域内各经销客户和终端之间相互调剂。
	5) 策略灵活且具备前瞻性，公司预计全国市场在4月中旬才能逐步启动，届时，三分之一地区实施配额制，4月下旬三分之二地区执行配额制，5月后才能全面实施配额。
经销商关怀	1) 泸州老窖主动为经销商及其员工提供最高价值33万元/每人的健康保障，为生命健康安全保驾护航。
	2) 第一时间启动疫情防控物资、药品全球采购行动，发动全球经销商紧急采购应急物资，厂商协力开展疫情防控工作。
社会责任	1月27日，泸州老窖股份有限公司紧急召开临时董事会会议，通过了捐赠2000万元医疗防护装备及现金的议案。
复工进度	2月17日，泸州老窖酿酒生产体系正式复工复产，随即全力保障2020年的国窖1573春酿酿造。

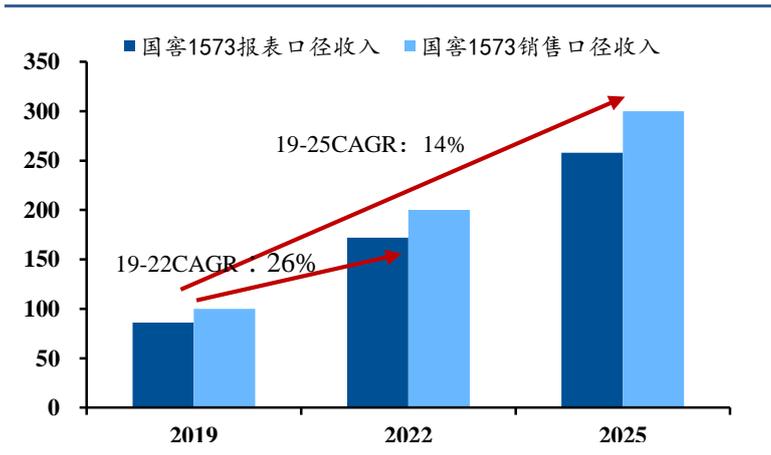
资料来源：酒说，民生证券研究院整理

## 4.2 中期：“十四五”开启新征程，局部突破带动新发展

### 4.2.1 国窖剑指新百亿，期待“十四五”新发展

2020年12月的国窖销售公司股东大会上，在2019年国窖销售口径收入破百亿后，公司提出“十四五”期间国窖1573新百亿目标，即2022年和2024年分别实现国窖1573销售口径收入破200和300亿元。以2019年国窖销售口径收入破百亿对应报表口径86亿元推演国窖“十四五”发展，2019-2022年期间国窖收入CAGR约为26%，2019-2025CAGR为14%，展现强劲增长势头，彰显公司的“品牌自信、品质自信、模式自信、团队自信”。

图50：“十四五”国窖销售规划情况（单位：亿元）



资料来源：酒说，民生证券研究院

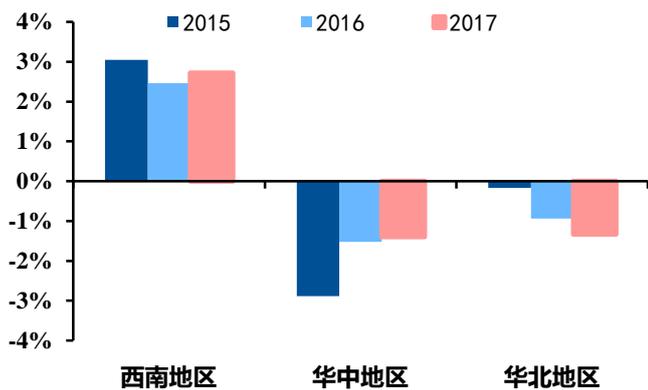
### 4.2.2 巩固西南大本营市场，“东进南下”谋求新突破

西南市场是泸州老窖的大本营市场。泸州老窖生于四川，尽地利，在西南市场上拥有与五粮液平起平坐的品牌力，西南市场也是泸州老窖最稳固的核心市场。调整期时西南地区以外市场迅速萎缩，西南市场作为核心市场收入坚挺，2013 同比营收增加 14.07%，为唯一正

增长市场。公司调整后发力于传统市场的客户回流，收入分配逐渐趋于合理。

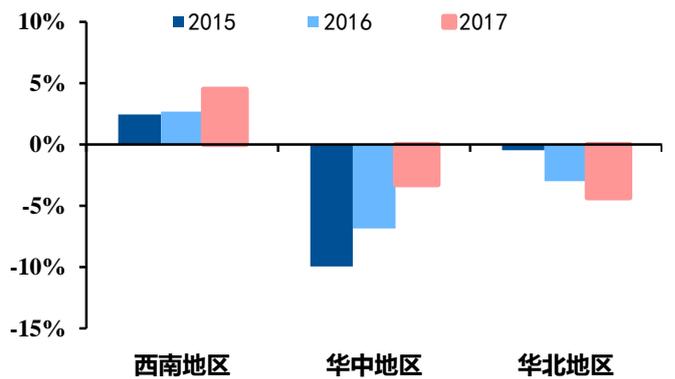
从销售毛利率角度看，西南市场为泸州老窖的造血市场，其产品毛利水平高于其他省份及公司平均，华中、华北地区营收占比仍高于毛利占比，华中地区呈现缩小趋势，华北市场则逐年放大，我们认为主要原因是：(1) 华中地区在地理上靠近西南地区，公司享有更大品牌知名度；(2) 华中市场囊括华东、华南地区，在市场开拓初期公司因产品线丰富及高端产品需花费时间进行消费者培育等原因，拖累毛利。

图51: 西南市场毛利贡献率更高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

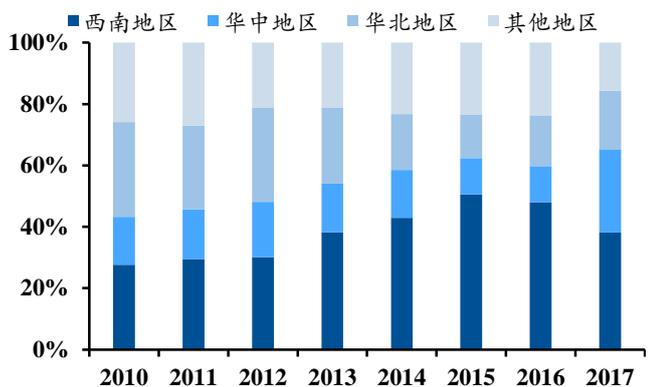
图52: 西南市场毛利率水平高于公司平均



资料来源: Wind, 民生证券研究院

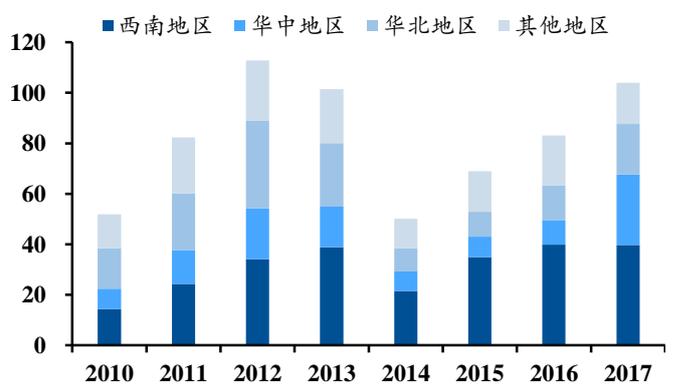
华北、华中市场先后实现恢复。经重新招商、组建品牌专营公司后，16/17年两市场营收分别同比+39%/+46%和+20%/+187%。2017年华北市场收入20.07亿已回复至2013年水平，较12年巅峰时期的34.73亿仍有差距；2017年华中市场营收高达27.94亿创历史新高，超越华北市场成为泸州老窖第二大市场，通过拆分泸州老窖收入可知，华中市场在统计口径上应包含华东及华南地区，2017年公司大力在山东、江西和安徽等地的招商推动了收入增长。

图53: 收入分布日趋合理均匀



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图54: 西南市场率先恢复带动其他市场增长 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

泸州老窖在纵深上追求渠道深化，横向上追求东进南下。2017年泸州老窖逐渐完成恢复后提出“东进南下”的市场战略，公司将华东和华南市场定位为未来一段时间内增长的根本。华东市场是酒企历来的必争之地，当地较强的消费能力加剧酒企竞争，公司华东营收占比约为15%，早年间华东市场是公司粮仓市场，但因产品价格体系混乱公司一度推出该区域竞争，

17年开始重新资源倾斜，浙江、江苏等地销售额已过10亿元；华南市场白酒消费体量相对较小，但消费能力强，商务消费需求旺盛、个人消费升级趋势明显，公司通过强有力的品牌运作团队培育核心消费者，反响良好，发展空间广阔。

### 4.3 长期视角：拔高品牌形象，从渠道驱动转为品牌拉动

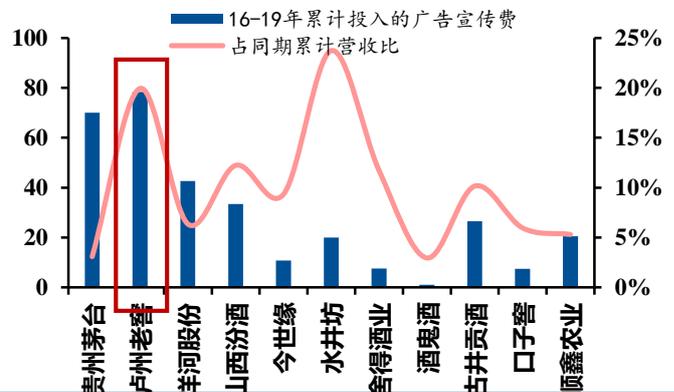
泸州老窖十分重视在品牌力上实现复兴。公司从宏、微两角度发力：(1) 微观上，公司凭借专业化、本土化和市场化的销售业务团队维护核心消费者及核心终端，做好消费者口碑建设；(2) 宏观上，公司加大空中广告投放力度、建设品牌文化以天生品牌高度。公司广告宣传开支自15年开始恢复性增长后逐年加码，2016-2019年内广告宣传及运作费用占期内收入16%，仅次于水井坊(23.74%)，足以见得公司的重视程度。

图55: 公司广告宣传开支保持较高增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图56: 泸州老窖 16-19 年广告宣传费用投入高 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司重视核心消费者及核心终端作用，在终端积累品牌力。由于经销商流失严重，公司开始推进客户联盟为主导的直分销模式，在空白市场采取直营或厂、商“1+1”模式，不仅实现了对流失市场的再次进军，自建销售团队更能保障公司政策落地，在公司品牌复兴小组带领下有力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，以期通过核心终端及消费者的影响力辐射消费群体，稳固国窖1573“浓香国酒”地位、加速泸州老窖“品牌复兴”。

公司坚持“高举高打”文化牌与“高大上”同行。在文化牌上，不仅有中国酒城泸州的文旅活动，更是大笔赞助诸如国际诗酒文化节、全球文化之旅等文化项目。公司坚持“高”（高端媒体、高端活动、高端客户）、“大”（大视野、大事件）、“上”（上档次、上规模）的特点，广告投放实现了跨维覆盖，从白酒行业到体育赛事，再到政治经济活动的赞助冠名，通过与知名活动联动拔高了泸州老窖品牌形象。

图57: 泸州老窖广告宣传突出“高大上”的特点

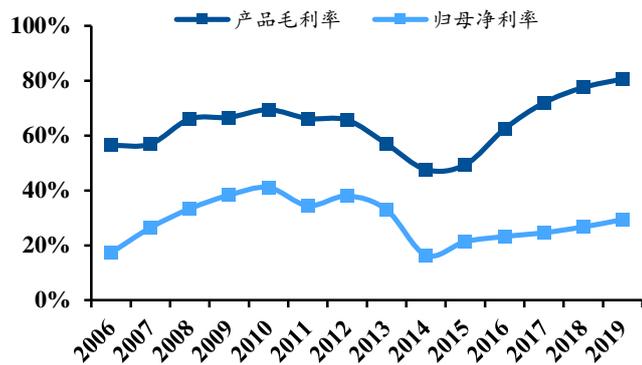
<p>2017</p> <p>一带一路高峰论坛 金砖国家领导人会晤 夏季达沃斯论坛 G20国际首脑峰会 国窖1573封藏大典 国际诗酒文化大会 让世界品味中国全球文化之旅...</p>		
<p>2018</p> <p>金砖国家工商论坛 俄罗斯世界杯 澳大利亚网球公开赛 国窖1573封藏大典 国际诗酒文化大会 瓶贮年份酒全国巡回鉴评会...</p>		
<p>2019</p> <p>封藏大典 七星盛宴中国白酒领袖峰会 瓶贮年份酒全国巡回鉴评会 国际诗酒文化大会 民族舞剧《孔子》巡演 高粱红了 澳大利亚网球公开赛</p>		

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

## 5 财务分析：费用节约叠加毛利上行，净利仍有提升空间

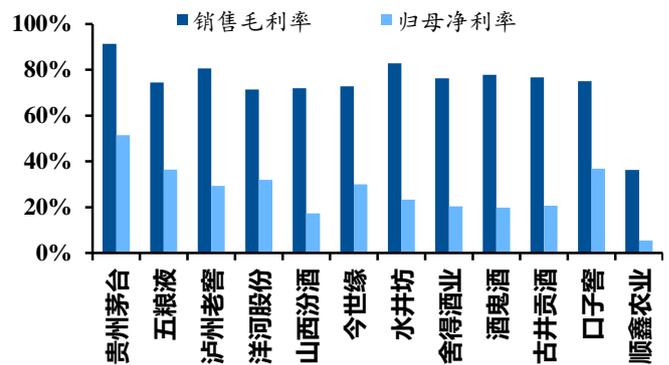
调整期后，公司整体毛利率上升显著，净利率仍有上升空间。国窖 1573 品牌至今已培育 20 年，受到消费者广泛认可，推动公司毛利率在行业内稳居前列。早年间公司受染泉模式（公司以低于出厂价的价格出售给染泉公司）影响，毛利率相对较低。行业调整期过后，公司逐渐调整到位，毛利率、净利率双升，其中受公司提升品牌形象的需求销售费用较高，净利率相对承压。

图58：公司毛利率及归母净利率变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

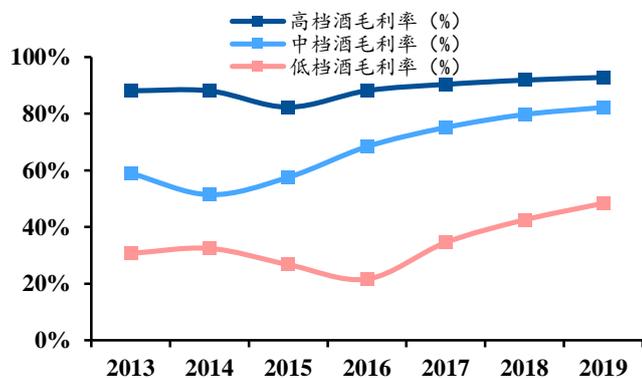
图59：2019年白酒行业主要公司毛利率、净利率对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

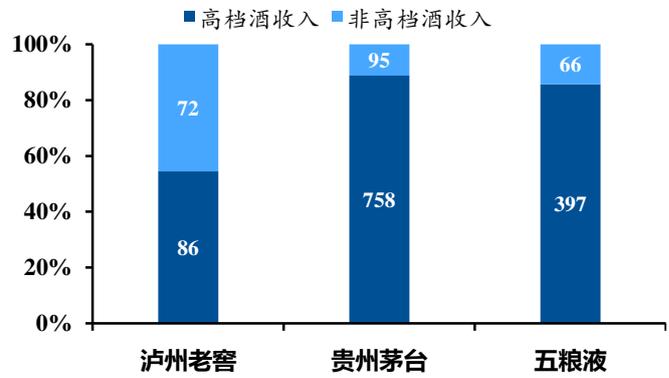
分产品看，中低档酒毛利率提升显著，带动整体毛利率上行，未来国窖 1573 与特曲持续发力带动毛利率仍有上升空间。2015 年公司逐渐淡化染泉公司地位，各档次产品毛利率提升明显，其中以中低档白酒最为明显。高档酒毛利率由 2015 年的 82.31% 提升至 2019 年的 92.81%，中档酒毛利从 2014 年 51.4% 提升至 82.2%，低档酒调整相对滞后，16 年毛利率降至最低的 21.62%，后续受益于产品升级及提价，毛利翻倍提升至 48.36%。在茅五泸中，泸州老窖中低档酒占比最大，体量高于五粮液而略小于茅台系列酒，但高端白酒体量较小，未来双品牌运作下持续发展，老窖有望持续受益于更均衡的产品结构，即高端国窖稳健增长，腰部产品特曲量价齐升，毛利有望进一步提升。

图60：公司各档产品毛利率近年变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图61：“茅五泸”中老窖产品结构更具潜力（单位：亿元）

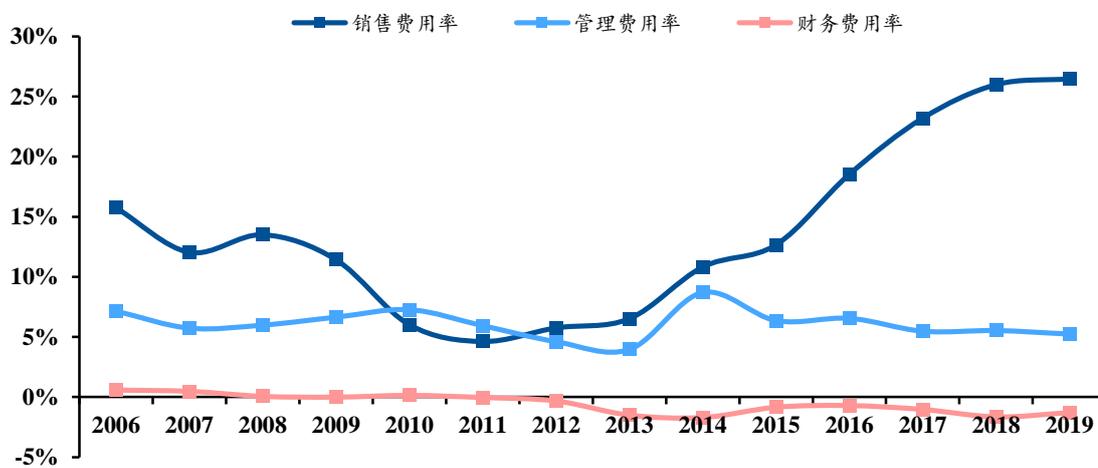


资料来源：Wind，民生证券研究院

费用率已在高位，未来边际改善空间较大。管理费用率近年稳中有降彰显公司管理水平

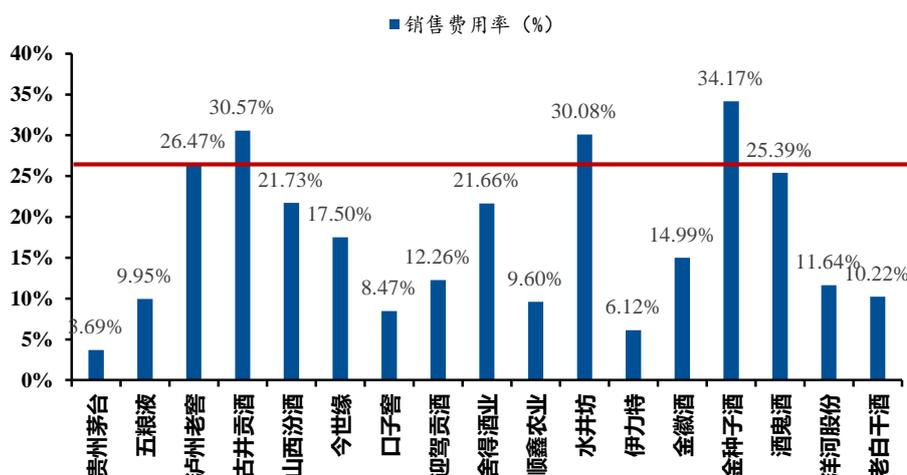
提高。公司在柒泉模式下销售费用外包至柒泉公司，导致销售费用率逐年下降，柒泉模式淡化后，销售费用率逐渐上行，显著高于茅台的 3.69%和五粮液的 9.95%，亦高于以精耕渠道终端闻名的洋河股份（11.64%），我们认为原因是：（1）经销商流失严重，空白市场采取自建销售团队或厂、商“1+1”模式，模式初期需要较多费用投入打开市场，导致公司销售费用高企；（2）公司强调品牌复兴，在各类品牌宣传活动中积极投放费用，品牌专营公司亦给予费用支持；（3）高额费用投入以积累品牌势能，未来营收增长将带动费用率下行。未来随着公司调整到位、市场战略从开拓转为深耕，品牌拉力提升减少品牌建设的费用投入需求，公司总经理林锋也一度表示应严控销售费用，防止陷入行业的恶性竞争，公司销售费用率有望降低。管理费用率近年稳中有降彰显公司管理水平提高。

图62：公司期间费用率变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图63：公司销售费用率在全行业内位居前列



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 6 盈利预测及投资建议

作为三大高端白酒之一，泸州老窖未来在产品端和渠道端兼具看点，尽管短期内由于产品结构的原因受疫情影相对较大，但我们仍看好公司全国化过程中各价格带产品放量增长与品牌力持续走高的趋势，看好公司未来发展。

表15: 营收拆分、未来收入及增速测算 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入情况</b>				
整体收入	15817	16625	20398	24380
<b>其中:</b>				
高档酒	8596	10374	13601	17280
中档酒	3749	3270	3873	4338
低档酒	3271	2780	2722	2561
其他业务	201	201	201	201
<b>收入增速</b>				
整体收入		5.11%	22.69%	19.52%
<b>其中:</b>				
高档酒		20.68%	31.11%	27.05%
中档酒		-12.78%	18.46%	11.99%
低档酒		-15.00%	-2.08%	-5.94%
其他业务		0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

预计 2020-2022 年公司营业收入为 166.25 亿元/203.98 亿元/243.80 亿元，同比分别 +5.1%/+22.7%/+19.5%。实现归属上市公司净利润为 58.08 亿元/73.15 亿元/90.44 亿元，同比分别 +25.1%/+26.0%/+23.6%，折合 EPS 分别为 3.97 元/4.99 元/6.17 元，对应 PE 分别为 57X/45X/37X。

**估值方法一：从 PE 的角度来看**，公司当前估值水平略高于白酒板块 2020 年 56 倍 PE (wind 一致预期，算数平均法)，但考虑到公司未来成长性与品牌力均优于行业平均水平，维持“推荐”评级；

**估值方法二：从 PEG 的角度来看**，公司 2020 年预计 PEG 为 2.3，低于白酒板块 2020 年 3.4 倍 PEG (wind 一致预期，算数平均法)；与同为高端白酒的茅台和五粮液相比，公司 2020 年预计对应 PEG 为 2.3，估值水平显著低于五粮液与茅台。综上，维持“推荐”评级。

表16: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE				2019-2022 EPS CAGR	PEG
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
000568.SZ	泸州老窖	3,313	3.17	3.97	4.99	6.17	71	57	45	37	24.86%	2.3
600519.SH	贵州茅台	25,099	32.8	36.25	44.08	51.25	54	61	55	45	16.04%	3.8
000858.SZ	五粮液	11,328	4.48	5.2	6.37	7.57	61	65	56	46	19.11%	3.4

资料来源: Wind, 以上公司 2020-2022 年 EPS 数据采用民生证券研究院预测值, 民生证券研究院

图64: 泸州老窖 PE-Band



资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 7 风险提示

宏观经济下行压力、国窖增长不及预期、中档酒恢复不及预期、费用管控效果不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	15,817	16,625	20,398	24,380
营业成本	3,065	2,995	3,264	3,546
营业税金及附加	1,976	1,975	2,499	3,023
销售费用	4,186	3,357	4,239	4,793
管理费用	829	903	1,057	1,263
研发费用	72	77	94	113
EBIT	5,689	7,318	9,246	11,643
财务费用	(205)	(224)	(229)	(159)
资产减值损失	0	(1)	(3)	0
投资收益	155	126	141	133
营业利润	6,119	7,718	9,678	11,988
营业外收支	(15)	0	0	0
利润总额	6,104	7,708	9,664	11,975
所得税	1,462	1,873	2,331	2,899
净利润	4,642	5,835	7,333	9,076
归属于母公司净利润	4,642	5,808	7,315	9,044
EBITDA	5,856	7,547	9,502	11,946
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	9754	10336	10603	14908
应收账款及票据	2412	2795	3270	4003
预付款项	152	144	159	172
存货	3641	2799	4364	3334
其他流动资产	195	195	195	195
流动资产合计	16314	16539	18801	23008
长期股权投资	2231	2357	2498	2631
固定资产	1519	1713	2055	2323
无形资产	332	369	429	474
非流动资产合计	12606	15946	19798	23158
资产合计	28920	32484	38599	46166
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1869	1572	1852	1936
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	6787	6609	7958	9145
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2578	2578	2578	2578
非流动负债合计	2578	2578	2578	2578
负债合计	9365	9187	10537	11723
股本	1465	1465	1465	1465
少数股东权益	148	175	193	225
股东权益合计	19555	23297	28062	34442
负债和股东权益合计	28920	32484	38599	46166

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	21.2%	5.1%	22.7%	19.5%
EBIT 增长率	31.1%	28.6%	26.3%	25.9%
净利润增长率	33.2%	25.1%	26.0%	23.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	80.6%	82.0%	84.0%	85.5%
净利润率	29.3%	34.9%	35.9%	37.1%
总资产收益率 ROA	16.1%	17.9%	19.0%	19.6%
净资产收益率 ROE	23.9%	25.1%	26.2%	26.4%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.4	2.5	2.4	2.5
速动比率	1.9	2.1	1.8	2.2
现金比率	1.4	1.6	1.3	1.6
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	403.5	387.1	395.3	391.2
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.2	4.0	5.0	6.2
每股净资产	13.2	15.8	19.0	23.4
每股经营现金流	3.3	4.2	4.7	7.2
每股股利	1.6	1.7	1.8	1.8
<b>估值分析</b>				
PE	71.3	57.0	45.3	36.6
PB	17.1	14.3	11.9	9.7
EV/EBITDA	54.7	42.4	33.7	26.4
股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,642	5,835	7,333	9,076
折旧和摊销	167	228	253	303
营运资金变动	311	181	(643)	1,285
经营活动现金流	4,841	6,127	6,817	10,544
资本开支	4,572	3,099	3,983	3,542
投资	(8)	0	0	0
投资活动现金流	(4,551)	(3,099)	(3,983)	(3,542)
股权募资	4	0	0	0
债务募资	2,490	0	0	0
筹资活动现金流	93	(2,445)	(2,568)	(2,696)
现金净流量	384	583	267	4,305

## 插图目录

图 1: 泸州老窖股权结构 .....	3
图 2: 中国白酒金三角 .....	4
图 3: 泸州老窖国宝窖池 .....	5
图 4: 泸州老窖国宝窖池微生物数量 (单位: 亿个/g 干窖泥) .....	5
图 5: 泸州老窖发展历程 .....	6
图 6: “锋森组合”上任后着手改革, 对症下药 .....	7
图 7: 16 年后公司增长势头强劲 (单位: 亿元) .....	7
图 8: 16 年后公司各项指标企稳 .....	7
图 9: 高端白酒扩容趋势确定 .....	9
图 10: 高端白酒格局清晰, 三分天下 .....	9
图 11: 06-18 年高净值 (资产>1000 万) 人群 (单位: 万人) .....	9
图 12: 城镇居民人均可支配收入呈稳定增长 (单位: 万元) .....	9
图 13: 飞天茅台一批价远超厂家指导价 (单位: 元) .....	10
图 14: 国窖 1573 系列产品发展历程 .....	10
图 15: 国窖 1573 销量已重回巅峰 (单位: 吨) .....	12
图 16: 城镇居民人均可支配收入呈稳定增长 (单位: 百万元) .....	12
图 17: 14 年 7 月后国窖 1573 价格走势 (单位: 元) .....	12
图 18: 国窖 1573 在价格策略上选择跟随茅台和五粮液 (单位: 元) .....	12
图 19: 泸州老窖高端白酒营收保持较高增速 .....	14
图 20: 国窖 1573 销量较五粮液呈追赶趋势 (单位: 万吨) .....	14
图 21: 行业调整后消费者结构以商务和个人消费为主 .....	15
图 22: 中国中产阶级发展迅猛 .....	15
图 23: 消费对 GDP 增长的贡献率日益提高 (单位: 万亿) .....	15
图 24: 居民消费支出增长稳定稳定 (单位: 万元) .....	15
图 25: 中档及以上价位扩容快于大众 .....	15
图 26: 次高端具备两位数增速发展潜力 (单位: 亿元) .....	15
图 27: 2017-2020 年前 4 大次高端品牌市占率 .....	16
图 28: 300-600 元价格带内产品丰富、分布均匀 (单位: 元) .....	16
图 29: 泸州老窖特曲历史悠久、传承至今 .....	16
图 30: 特曲销量恢复 (单位: 吨) .....	17
图 31: 特曲呈现量价齐升的发展态势 (单位: 亿元) .....	17
图 32: 泸州老窖品牌中档及以上产品梳理 .....	18
图 33: 光瓶酒行业规模 (单位: 亿元) .....	19
图 34: 泸州老窖高光上市 .....	19
图 35: 06 年定增对象中经销商区位分布 .....	20
图 36: 川渝外收入占比提高营收加速增长 (单位: 亿元) .....	20
图 37: 柒泉公司分布区域 .....	21
图 38: 柒泉公司运作模式拆解 .....	21
图 39: 柒泉模式下营收保持双位数增长 (单位: 亿元) .....	22
图 40: 销售费用率下降明显, 毛利率、净利率双升 .....	22
图 41: 品牌专营模式下公司销售体系 .....	23
图 42: 久泰模式下建立国窖荟以推动渠道扁平化 .....	25
图 43: 成都市场上国窖收入增长势头迅猛 (单位: 亿元) .....	25
图 44: 两种模式转换完成后公司迅速恢复 (单位: 亿元) .....	25
图 45: 产品结构较柒泉模式顶峰、行业低谷期更合理 .....	25
图 46: 疫情期间高端白酒整体受影响较小 .....	26
图 47: 老窖产品结构中高端白酒占比相对较低 (单位: 亿元) .....	26
图 48: 2020 年前三季度泸州老窖营收短期承压、业绩增长 .....	26
图 49: 2020 年前三季度主要白酒公司销售毛利率和净利率 .....	26
图 50: “十四五”国窖销售规划情况 (单位: 亿元) .....	27
图 51: 西南市场毛利贡献率更高 .....	28

图 52: 西南市场毛利率水平高于公司平均.....	28
图 53: 收入分布日趋合理均匀 .....	28
图 54: 西南市场率先恢复带动其他市场增长 (单位: 亿元) .....	28
图 55: 公司广告宣传开支保持较高增速 (单位: 亿元) .....	29
图 56: 泸州老窖 16-19 年广告宣传费用投入高 (单位: 亿元) .....	29
图 57: 泸州老窖广告宣传突出“高大上”的特点.....	30
图 58: 公司毛利率及归母净利率变化.....	31
图 59: 2019 年白酒行业主要公司毛利率、净利率对比.....	31
图 60: 公司各档产品毛利率近年变化.....	31
图 61: “茅五泸”中老窖产品结构更具潜力 (单位: 亿元) .....	31
图 62: 公司期间费用率变化情况.....	32
图 63: 公司销售费用率在全行业内位居前列.....	32
图 64: 泸州老窖 PE-Band .....	34

## 表格目录

表 1: 泸州老窖是唯一名列五次评酒会的浓香型白酒.....	3
表 2: 泸州老窖品牌荣誉 .....	4
表 3: 泸州老窖窖池情况统计 .....	5
表 4: 泸州老窖是唯一名列五次评酒会的烘箱型白酒.....	5
表 5: 泸州老窖产品体系及定位 .....	8
表 6: 三大高端白酒对比 .....	11
表 7: 泸州老窖窖池情况统计 .....	11
表 8: 泸州老窖是唯一名列五次评酒会的烘箱型白酒.....	11
表 9: 国窖 1573 多次控货挺价 .....	13
表 10: 国窖 1573 瓶贮年份酒逐年升值.....	13
表 11: 特曲近 3 年来多次提价以实现价值回归.....	17
表 12: 泸州老窖染泉模式分析 .....	22
表 13: 品牌专营模式与染泉模式对比.....	23
表 14: 泸州老窖在疫情期间的举措.....	27
表 15: 营收拆分、未来收入及增速测算 (百万元) .....	33
表 16: 可比公司估值表 .....	33
公司财务报表数据预测汇总.....	35

## 分析师与研究助理简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**郝宇新**，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。