

泸州老窖 (000568.SZ) 双品牌齐驱并进，老窖迈向复兴征程

2023年03月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

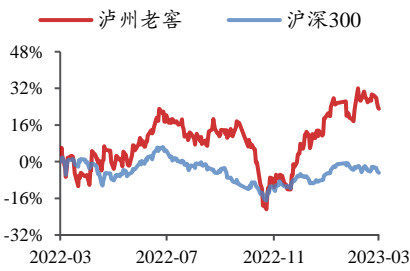
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2023/3/9
当前股价(元)	242.98
一年最高最低(元)	265.98/155.18
总市值(亿元)	3,576.64
流通市值(亿元)	3,558.45
总股本(亿股)	14.72
流通股本(亿股)	14.65
近3个月换手率(%)	35.99

股价走势图



数据来源：聚源

● 双品牌快速发展，老窖迈向复兴征程，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为浓香白酒典范，2015年以来改革效果明显，国窖和老窖两大品牌形成双轮驱动，品牌专营模式下渠道掌控力明显提升，全国化市场拓张稳中有进，同时在股权激励加持下，未来公司有望保持高速增长。我们预计公司2022-2024年实现归母净利润分别为103.9、130.4、162.3亿元，EPS分别为7.06、8.86、11.03元，当前股价对应PE分别为34.4、27.4、22.0倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 高端白酒市场稳步扩容，国窖稳居第三大高端品牌，行业量价空间充足

2015年以来高端白酒市场快速扩容，2015-2022年CAGR约20%，预计2022年市场规模约1900亿元。目前行业格局呈现头部集中，尾部分散特点，国窖1573已成功站稳第三大高端白酒品牌，未来具备较大量价成长空间。量价拆分看，销量增长受益于高净值人群数量增加，预计2021-2025年高端酒销量CAGR约8%，价格受益于居民收入水平提升，预计2021-2025年高端酒价格CAGR约5%。

● 高中低价位产品线共同发展，渠道和市场精细化运作

公司坚定推行双品牌战略，产品结构覆盖高中低价格带，分产品看，高档国窖贡献主要收入，其中高度国窖做品牌，低度国窖做增量，高低度产品相互促进发展；中档特曲60版和老字号特曲卡位次高端价格带，调整后处于快速放量期；低档重点夯实塔基产品矩阵，推出高光、黑盖加大布局高线光瓶酒赛道。渠道上推行品牌专营模式，因地制宜灵活管控，终端掌控力明显增强。市场布局上优势市场稳固加强，并推进东进南图战略，培育潜力市场消费氛围，全国化潜力充足。

● 管理层经验丰富，团队向年轻化发展，股权激励进一步激发活力

公司现任管理层经验丰富，核心高管任职时间较长且均由公司内部成长而来，对经营管理和发展规划有深入理解，同时团队晋升机制较好，管理骨干向年轻化发展，有助于增强团队内部活力。2021年公司推出股权激励计划，覆盖人员范围较广，有望进一步调动管理团队积极性，激发公司整体经营动力。

● 风险提示：宏观经济下行、产品升级不及预期、白酒行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,653	20,642	25,248	30,549	37,167
YOY(%)	5.3	24.0	22.3	21.0	21.7
归母净利润(百万元)	6,006	7,956	10,392	13,038	16,233
YOY(%)	29.4	32.5	30.6	25.5	24.5
毛利率(%)	83.0	85.7	87.8	88.6	89.5
净利率(%)	35.8	38.5	41.1	42.6	43.6
ROE(%)	25.7	28.2	30.7	29.8	28.6
EPS(摊薄/元)	4.08	5.40	7.06	8.86	11.03
P/E(倍)	59.6	45.0	34.4	27.4	22.0
P/B(倍)	15.5	12.8	10.6	8.2	6.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、浓香鼻祖底蕴深厚，老窖迈向复兴征程.....	5
1.1、品牌：文化历史悠久，浓香名酒典范.....	5
1.2、历史：高端之路几经沉浮，多维改革开启新篇章.....	5
1.3、股权：管理结构稳定，激励制度完善.....	8
1.4、产能：百年窖池储备行业领先，技改项目支持中长期发展.....	9
2、高端白酒市场稳步扩容，消费升级驱动量价齐升.....	10
2.1、高端龙头更迭，品牌成为核心壁垒.....	10
2.2、高端白酒市场广阔，消费需求基础扎实.....	11
2.3、行业头部集中，量价空间充足.....	14
3、双品牌势能强劲，渠道、市场精细化运作.....	15
3.1、产品：聚焦双品牌发展，多线产品齐驱并进.....	15
3.1.1、双品牌覆盖高中低档，大单品战略清晰.....	15
3.1.2、高档：国窖打造品牌价值，高低度产品相互促进.....	17
3.1.3、中档：战略地位提升，产品放量可期.....	19
3.1.4、低档：布局高线光瓶酒，强化塔基产品架构.....	21
3.2、量价策略：控货挺价稳步推进，国窖实现量价齐升.....	22
3.3、渠道：品牌专营精细化运作，渠道模式灵活多变.....	25
3.3.1、柒泉模式前期加速市场扩张，行业调整期渠道受损严重.....	25
3.3.2、品牌专营强化渠道运作，因地制宜灵活变化.....	26
3.3.3、三级联盟体绑定经销商，国窖荟触达核心消费群体.....	28
3.4、市场：立足优势区域，持续推进全国化布局.....	29
3.4.1、深耕基地优势市场，保证收入稳步增长.....	29
3.4.2、推进“东进南图”战略，加速扩张潜力市场.....	31
4、未来看点：内部活力持续释放，费用率有望下行.....	31
4.1、管理团队经验丰富，高管、员工动力充足.....	31
4.2、前期营销费用投入较大，销售费用率存在下降空间.....	33
4.3、疫后消费复苏趋势确定，双品牌驱动业绩高速增长.....	34
5、盈利预测与投资建议.....	35
6、风险提示.....	37
附：财务预测摘要.....	38

图表目录

图 1：2015 年后泸州老窖步入高速发展期.....	5
图 2：1990 年后名酒零售价格（元）逐渐拉开差距.....	6
图 3：泸州老窖与五粮液营收（亿元）差距逐渐拉大.....	6
图 4：2000-2005 年泸州老窖归母净利润较低.....	6
图 5：2002-2005 年公司增加国窖品牌销售费用投放.....	6
图 6：2003-2012 年我国 GDP 增速较快.....	7
图 7：2006 年起国窖进入高速增长期.....	7
图 8：2014 年公司高档酒营收（亿元）下滑至 9 亿元.....	7
图 9：2013-2014 年泸州老窖营收增速(%)受到较大影响.....	7

图 10:	2015-2021 年公司营收 CAGR 达 20.0%.....	8
图 11:	2015-2021 年公司净利润 CAGR 达 32.5%.....	8
图 12:	公司实际控制人为泸州市国资委.....	8
图 13:	公司百年以上窖池数量达 1619 口.....	10
图 14:	2013 年至今品牌力成为高端酒核心竞争力.....	11
图 15:	2022 年预计高端白酒收入规模约 1900 亿元.....	12
图 16:	我国人均可支配收入稳步提升.....	12
图 17:	高净值人群数量快速增长.....	12
图 18:	2012 年白酒消费以政务和商务为主.....	13
图 19:	2019 年高端白酒由大众和商务消费主导.....	13
图 20:	2019-2022 年高端白酒营收增速较为稳定.....	13
图 21:	高端白酒归母净利润增速更具稳健性.....	13
图 22:	泸州老窖国宝窖池群始建于明代 1573 年.....	17
图 23:	2006 年泸州老窖酿造技艺入选首批国家非物质文化遗产.....	17
图 24:	2015-2021 年国窖营收 CAGR 达 43.7%.....	17
图 25:	2021 年高档酒营收占比预计达 65.9%.....	17
图 26:	国窖多品类协同发展推动品牌价值提升.....	18
图 27:	泸州老窖腰部产品覆盖次高端 300-800 价格带.....	19
图 28:	2021 年中档酒营收预计增长约 20.0%.....	20
图 29:	预计 2021 年中档酒营收占比约 23.2%.....	20
图 30:	2022 年针对宴席市场推出特曲 60 版（红 60）.....	21
图 31:	老字号特曲一批价（元）稳步上行.....	21
图 32:	低档酒营收增长停滞.....	21
图 33:	2021 年低档酒占比下滑至 10.9%.....	21
图 34:	黑盖定位百元高线光瓶酒.....	22
图 35:	高光定位高端年轻消费群体.....	22
图 36:	国窖 1573 出厂价（元）以跟随五粮液普五为主.....	23
图 37:	2015 年以来国窖 1573 销量高速增长.....	25
图 38:	国窖与五粮液批价差（元）持续缩小.....	25
图 39:	柒泉模式构建厂商利益共同体.....	25
图 40:	期权模式下公司前五大客户占比较高.....	26
图 41:	品牌专营模式实行分品牌运作.....	27
图 42:	久泰模式增强渠道掌控力.....	28
图 43:	西南区域为公司大本营市场.....	30
图 44:	华北区域为公司优势市场.....	30
图 45:	2017 年华中区域收入快速增长.....	30
图 46:	2017 年西南、华北、华中区域贡献主要营收.....	30
图 47:	2015-2019 年销售费用率快速提升.....	33
图 48:	2021 年公司销售费用率（%）明显高于可比公司.....	33
图 49:	2019-2021 年广告宣传费用上升.....	34
图 50:	2021 年广告宣传费用占比最多.....	34
表 1:	泸州老窖蝉联五届全国名酒评选.....	5
表 2:	2010 年公司首次推出股权激励计划.....	9
表 3:	2021 年再度推出股权激励计划完善激励制度.....	9

表 4: 泸州老窖持续推进产能扩张项目	10
表 5: 高端白酒主要受政策和部分食品安全问题影响	13
表 6: 高端白酒市场呈现头部集中格局	14
表 7: 预计 2021-2025 年高端白酒销量复合增速为 8%左右	14
表 8: 2015-2021 年高端白酒一批价和出厂价均保持稳健增长	15
表 9: 2015 年以来公司持改善产品结构并聚焦双品牌发展	16
表 10: 公司产品结构清晰	16
表 11: 2015 年以来 52 度国窖 1573 加强价格管控	24
表 12: 柒泉模式有利也有弊	26
表 13: 品牌专营模式在柒泉模式基础上改进升级	27
表 14: 三级联盟体绑定各层级利益	29
表 15: 国窖荟包括五大升级和三大发展规划	29
表 16: 公司管理团队长期稳定	32
表 17: 公司营销团队向年轻化发展	32
表 18: 核心高管和骨干人员股权激励力度较大	33
表 19: 收入预测	36
表 20: 可比公司估值: 泸州老窖估值处于行业平均水平	37

1、浓香鼻祖底蕴深厚，老窖迈向复兴征程

1.1、品牌：文化历史悠久，浓香名酒典范

浓香典范代表，历史源远流长。泸州老窖位于北纬 28° 的四川泸州区域，当地四季分明，气候温润，具备优质的生态环境，适合酿造优质白酒。泸州老窖历史悠久，其酿造工艺始于秦汉，兴于唐宋，元明清时期逐步成熟，酒文化历经千年传承和积淀，开创了浓香白酒酿造历史。此外，泸州老窖拥有行业内宝贵的年份窖池群资源，其国宝窖池群始建于明代 1573 年，是我国建造时间最早、连续使用时间最长、保护最完整的老窖池，深厚底蕴让泸州老窖获得“浓香鼻祖”的美誉。1952 年全国第一届名酒评选大会中，泸州老窖被评为首届“四大名酒”之一，目前也是唯一蝉联五届中国名酒的浓香型品牌。

表1: 泸州老窖蝉联五届全国名酒评选

年份	届数	称号	品牌
1952 年	第一届	四大名酒	茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、 泸州老窖大曲
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	十三大名酒	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：家润酒业公众号、开源证券研究所

1.2、历史：高端之路几经沉浮，多维改革开启新篇章

公司发展几经波折，1988 年名酒变民酒战略失误后错失高端市场发展契机，2001 年推出国窖品牌强势回归高端白酒阵营，并乘行业东风实现高速发展；但 2013 年行业调整期中，量价策略失误和渠道模式弊端导致业绩断崖式下跌。2015 年推动多方面改革，公司开始全面踏上复兴征程。

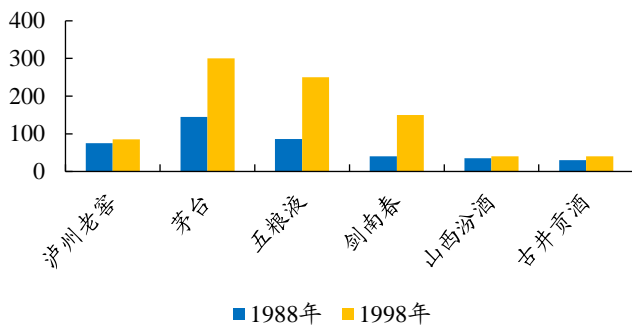
图1: 2015 年后泸州老窖步入高速发展期



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

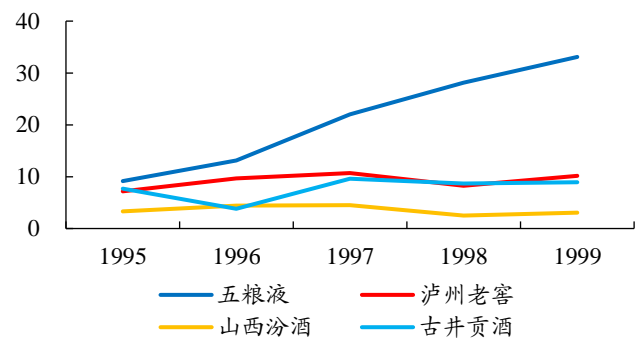
1989-1999年：名酒变民酒策略失误，错失高端发展机会。 20世纪80年代，泸州老窖建立万吨酿酒基地后，其产销量超过川酒其他四朵金花（郎酒、剑南春、五粮液、全兴）之和，成为浓香白酒代表品牌。1988年国家提出市场化烟酒价格，并正式开放名酒销售价格管控，白酒品牌价格开始出现分化发展。其中贵州茅台、五粮液、剑南春等均采用控量提价策略，向高端白酒市场布局。而泸州老窖作为老名酒品牌并没有走高端化路线，选择采用名酒变民酒策略，通过降价和贴牌等方式打造大众亲民产品，名酒价值不断被稀释，品牌领先优势缺失，导致其跌落后高端名酒阵营，错失行业发展契机。而同时期中五粮液坚持高端化发展，营收实现快速增长，与泸州老窖差距明显拉开。

图2：1990年后名酒零售价格（元）逐渐拉开差距



数据来源：茅粉事务所公众号、美酒网、开源证券研究所

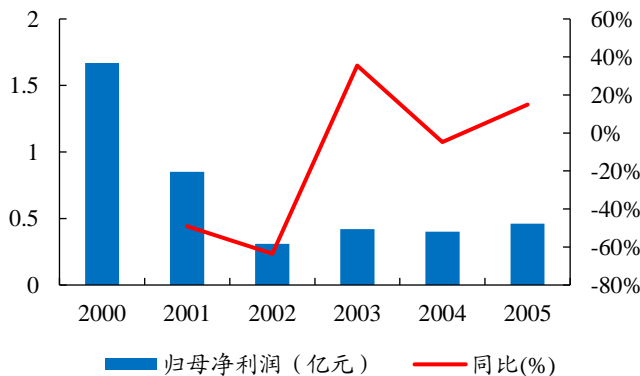
图3：泸州老窖与五粮液营收（亿元）差距逐渐拉大



数据来源：Wind、开源证券研究所

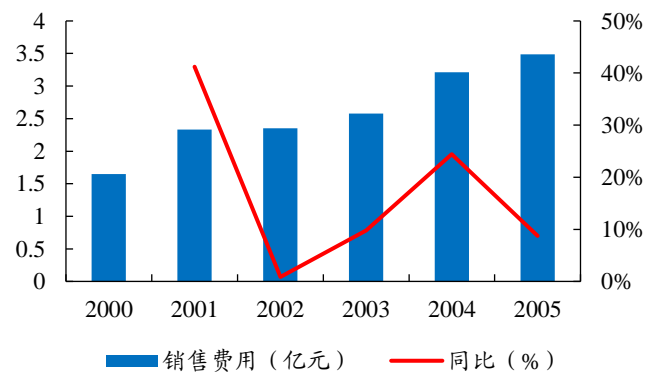
2000-2005年：经营发展内忧外困，推出国窖品牌助力公司重回高端白酒市场。 受大众亲民战略影响，2000年公司经营发展陷入内忧外患的困境，内部由于品牌力下滑，中高端产品增长停滞；外部由于国家消费税政策调整，计税方法增加从量征收，公司低端白酒受影响较大，导致净利润出现明显下滑。在此背景下，公司推出国窖1573大单品，上市之初产品定价268元/瓶，超过当时茅台和五粮液价格，并主打明代国窖池群生产，成功营造高端稀缺属性。在品牌推广方面，公司将资源和费用聚焦投向国窖品牌，持续进行消费者培育，推动公司重返高端白酒赛道。但由于国窖尚处于发展初期，整体销售规模较小，同时在销售费用高投入下，公司盈利能力未有明显好转。

图4：2000-2005年泸州老窖归母净利润较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2002-2005年公司增加国窖品牌销售费用投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

2006-2012年：乘行业东风国窖步入高速增长，创新柒泉模式释放整体动能。 2006-2012年公司业绩进入腾飞阶段，主要由于两方面原因，一是2003年以来我国

GDP 处于高速增长阶段，平均 GDP 增速达 10.6%，经济高速发展带动白酒政务需求激增，高端白酒进入黄金发展阶段，国窖乘行业东风进入快速增长期，2006 年国窖销量达到 1448 吨，成为第三大高端白酒品牌。二是 2009 年公司创新推出柴泉模式，在各销售片区成立柴泉公司，将资源较强的核心经销商和销售人员进行利益绑定，通过股权分红有效调动渠道积极性，市场开拓速度明显加快。在行业景气度上行和柴泉模式驱动下，国窖系列实现高速增长，高端酒营收从 2006 年 10.0 亿元快速增长至 2012 年 75.6 亿元，收入 CAGR 接近 40%。

图6: 2003-2012 年我国 GDP 增速较快

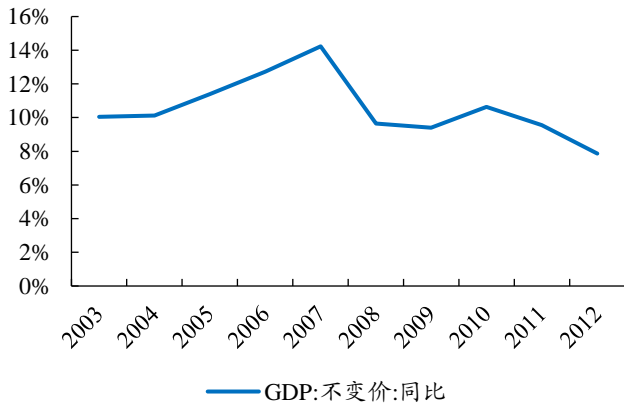
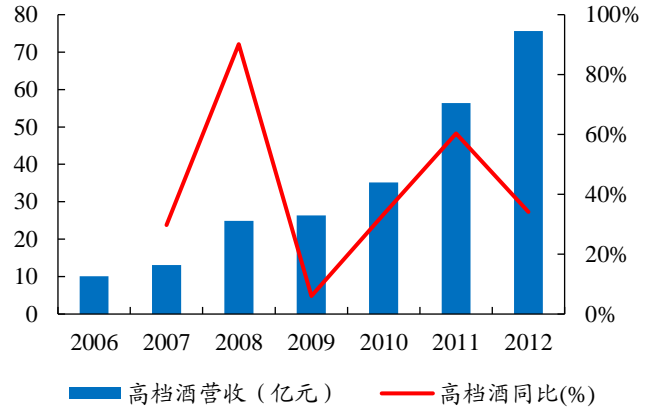


图7: 2006 年起国窖进入高速增长期



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

2013-2014 年: 行业调整期中逆势提价, 叠加柴泉模式弊端, 导致业绩大幅下滑。 2013 年由于“三公消费”禁令, 白酒行业进入深度调整期, 政务消费锐减导致高端白酒需求受到较大冲击。该段时期中, 泸州老窖相较其他高端酒企受损最为严重, 一方面公司对市场情况判断错误, 在国窖一批价持续下滑时, 公司却采取刚性价格, 逆势将产品出厂价提升至 999 元, 导致批价与出厂价出现严重倒挂现象, 渠道信心受损严重, 国窖销量大幅下滑; 另一方面柴泉模式下公司对渠道掌控力较弱, 行业下行时终端需求下降导致渠道库存积压, 经销商因高库存和低利润问题大量低价抛货, 导致国窖销售体系崩盘。2014 年国窖收入仅为 9 亿元, 较 2012 年下滑近 90%。国窖收入下滑导致公司业绩出现明显下降, 2013 年和 2014 年公司营收分别同比下降 9.7% 和 48.7%。

图8: 2014 年公司高档酒营收 (亿元) 下滑至 9 亿元

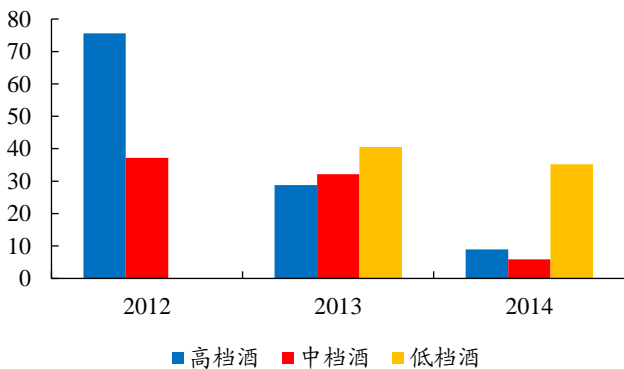
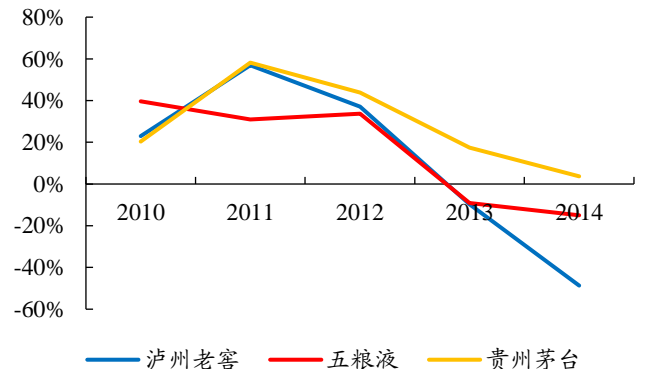


图9: 2013-2014 年泸州老窖营收增速 (%) 受到较大影响



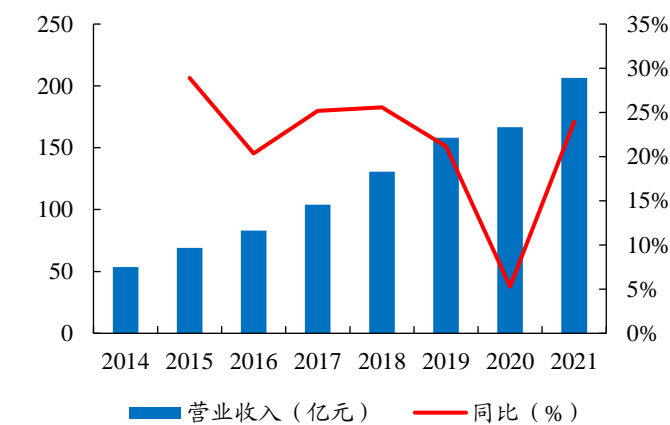
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

2015 年-至今: 多维度改革, 老窖开启复兴之路。 2015 年 6 月新任管理层刘淼

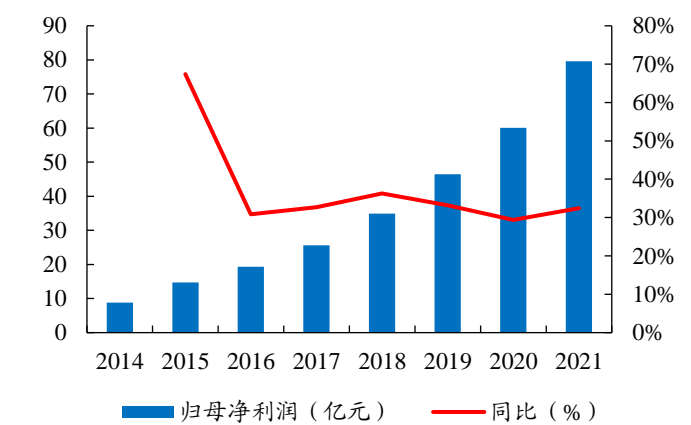
和林峰上任，公司针对产品结构、量价策略、渠道模式、市场等方面进行多维度改革，开始全面踏上复兴征程。产品方面缩减开发品牌和条码数量，梳理产品体系并聚焦五大单品发展，产品结构得到明显改善。量价策略方面，国窖实行下调出厂价和停货，帮助经销商清理社会库存，产品恢复顺价销售，同时价格采用跟随五粮液策略，提价举措上更加谨慎。渠道模式方面，公司针对柒泉模式升级改进，推出品牌专营模式并成立国窖、特曲、窖龄三个专营公司，并针对不同区域因地制宜灵活管控，渠道实现扁平化、精细化管理。在市场方面加快全国化布局，传统优势市场深耕发展，并推动“东进南图”战略，持续加强潜力市场发展。2015年公司业绩开始加速恢复，2021年营收突破200亿元，2015-2021年营收CAGR超20%，2021年实现净利润79.6亿元，2015-2021年净利润CAGR超30%。

图10: 2015-2021年公司营收CAGR达20.0%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2015-2021年公司净利润CAGR达32.5%

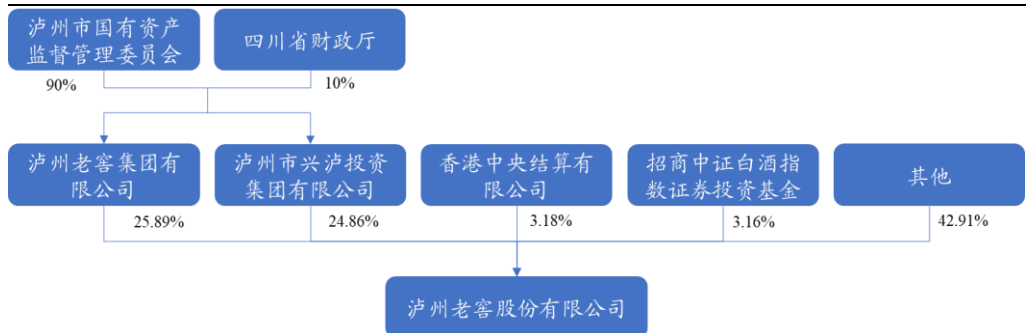


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、股权：管理结构稳定，激励制度完善

国资控股，股权稳定。公司前身为1954年成立的泸州老窖曲酒厂，于1990年更名为“泸州老窖酒厂”，1993年泸州老窖酒厂以其经营性资产独家发起并改组建立股份有限公司，1994年在深交所上市。截止2022年三季报，公司前两大股东为泸州老窖集团和泸州市兴泸投资集团，分别持有公司25.89%和24.86%的股份，同时两者均为泸州市国资委控股国有企业。2020年10月泸州市国资委将持有的泸州老窖集团和兴泸投资集团各10%股份无偿划给四川省财政厅，并由四川省财政厅社保基金持有，公司实际控制人仍为泸州市国资委。

图12: 公司实际控制人为泸州市国资委



资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (截止2022年三季报)

2010年首次推出股权激励计划，健全激励机制。公司是白酒行业第一家实施股权激励的企业，2006年公司首次启动股权激励计划，但由于政策因素未能实施。2010年公司再次启动股权激励计划，业绩考核要求每年净利润增速不低于12%，ROE不低于30%且不低于同行上市公司75分位值。股权激励落地后，有效激发内部积极性，2011年和2012年公司超额完成考核任务，净利润增速分别达到31%和42%，仅2013年因为行业调整期影响未完成考核。

表2：2010年公司首次推出股权激励计划

年度	净利润增速目标	ROE目标	完成情况	行权比例
2011年	同比增速不低于12%	不低于30%且不低于同行上市公司75分位值	净利润同比增长31%，ROE为42%，考核要求完成	30%
2012年			净利润同比增长42%，ROE为47%，考核要求完成	30%
2013年			净利润同比减少17%，ROE为33%，考核要求未完成	40%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2021年再度推出股权激励计划，强化公司激励制度。2021年公司再度推出限制性股票激励计划，本次股权激励计划考核要求为：一是相较于2019年，2021-2023年净利润增幅均不低于21家对标企业的75分位值；二是2021-2023年净资产收益率不低于22%，且不得低于对标企业75分位值；三是2021-2023年成本费用占营收比例不高于65%。股权激励计划推出后公司激励制度完善，整体发展信心充足，我们预计2021-2023年公司净利润复合增速有望达25%以上。

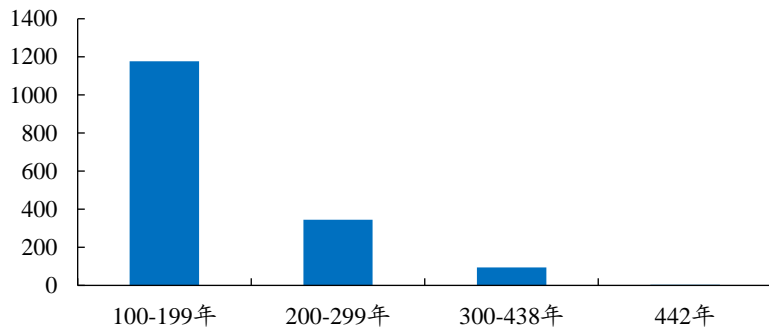
表3：2021年再度推出股权激励计划完善激励制度

年度	净利润增速目标	ROE目标	完成情况	解锁比例
2021年	相较于2019年，净利润增幅均不低于21家对标企业的75分位值	不低于22%，且不低于对标公司75分位值	净利润同比增长32%，ROE为31%，考核目标完成	30%
2022年				30%
2023年				40%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.4、产能：百年窖池储备行业领先，技改项目支持中长期发展

公司具备得天独厚的年份窖池资源，奠定高品质产能基础。公司年份窖池资源丰富，拥有从明代1573年沿用至今的“1573国宝窖池群”，其中连续使用超400年的窖池有4口，使用超过100年的窖池有1619口，占行业百年窖池数量的90%以上。公司在年份窖池数量上具备绝对优势，有效保障高端酒的充足产能。

图13: 公司百年以上窖池数量达 1619 口


数据来源: 公司官网、美酒网、开源证券研究所

提前部署优质基酒产能，支持公司中长期发展。公司一直以来对于产能建设高度重视，2016年和2019年公司实施酿酒工程技改项目，第一期工程已于2020年12月完成，二期工程预计2025年12月完成，项目达产后将新增年产优质固态纯粮白酒10万吨、酒曲10万吨和储酒38万吨生产能力。2022年公司实施智能酿造技改项目（一期），2026年建成后可新增基酒8万吨、基酒储存能力10.4万吨。目前公司产能扩张项目正有序推进，预计2026年公司技改项目全部投产后，将共新增基酒产能18万吨，储酒能力48.4万吨。

表4: 泸州老窖持续推进产能扩张项目

时间	项目	扩建产能	项目进度	投资金额
2016年	酿酒工程技改项目（一期工程）	新增年产优质基酒10万吨，曲药10万吨，储酒能力30万吨	2019年完成投粮生产，2020年12月全面完工	33.41亿元
2019年	酿酒工程技改项目（二期工程）	储酒能力由30万吨提升至38万吨，厂房及酒库设计标准提高	预计2025年12月完成	40.73亿元
2020年	增加酿酒工程技改项目	年产基酒8万吨、基酒储存能力10.4万吨	预计2026年完成	47.82亿元
2022年	智能酿造技改项目（一期）	新增优质基酒18万吨，曲药10万吨，储酒能力48.4万吨	预计2026年完成	136.59亿元
	合计			

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、 高端白酒市场稳步扩容，消费升级驱动量价齐升

2.1、 高端龙头更迭，品牌成为核心壁垒

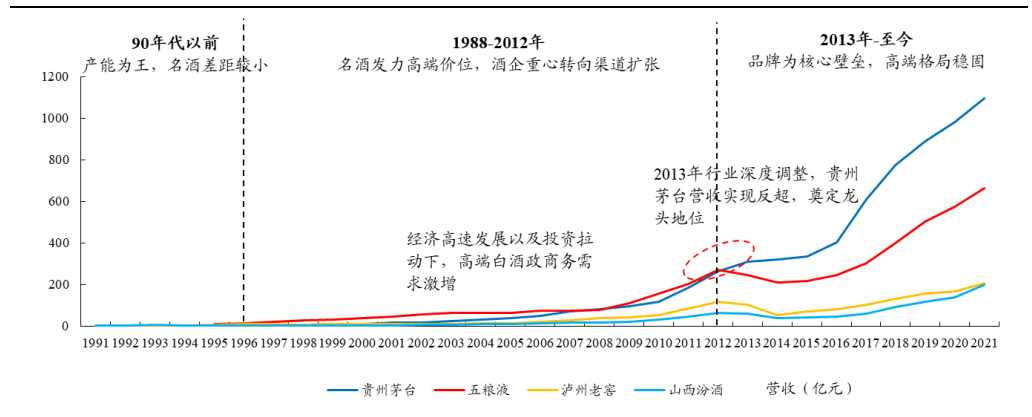
1988年以前：名酒品牌成形，但名酒价格受到政府管控，产量决定行业地位。20世纪末，我国进入改革开放阶段，国家经济进入发展快车道，人民收入水平得到提升，白酒需求量持续扩大，产销量快速提升。同时在1952-1989年间全国共召开五届名酒评选大会，白酒品牌和影响力得到进一步强化，香型矩阵也扩展至十二大香型，全国名酒品牌阵营逐步成型。但受到国家对白酒价格管控限制影响，名酒产品在价格带上差距不大，包括茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春等大部分产品价格基本维持在50元以下。该时期中，产能体量决定市场份额，山西汾酒凭借生产周期短、

出酒率高等工艺特点，成为销量最大的白酒品牌，其当时市占率一度达到 70%以上，占据行业主导地位。

1988-2012 年：价格管控放开，老名酒引领高端产品提价，酒企重心从产能转向渠道扩张。1988 年国家放开十三种名酒价格管控，五粮液抢占先机引领高端白酒价格提升，成为市面上最贵的白酒，打开行业高端化发展机遇。在名酒提价举措下，白酒市场活力激发，名酒品牌竞相角逐高端市场，一方面酒企将资源配置从生产转向渠道销售，更加注重市场和渠道扩张，五粮液通过 OEM 和大商模式，凭借经销商资源快速拉动团购、政务、商务等高端消费，率先实现全国化布局；另一方面酒企加速进行产品结构升级，高端品牌数量进入扩张期，如国窖 1573、洋河蓝色经典、酒鬼内参、水井坊井台装等高端品牌陆续上市。

2013 年-至今：高端酒市场加速扩容，品牌成为核心竞争力，行业格局稳固。2013 年随着三公消费限制和消费升级驱动下，大众和商务消费逐渐崛起，推动高端白酒行业快速扩容。同时，在“少喝酒、喝好酒”理念下，消费者对于高端白酒的品牌价值和影响力要求更高，而对于渠道能力开始逐步淡化，品牌力成为高端酒核心壁垒。当前高端酒市场头部格局稳固，贵州茅台、五粮液、泸州老窖占据大部分份额，其余品牌进入门槛持续提高，未来品牌仍是行业核心竞争力。

图 14：2013 年至今品牌力成为高端酒核心竞争力

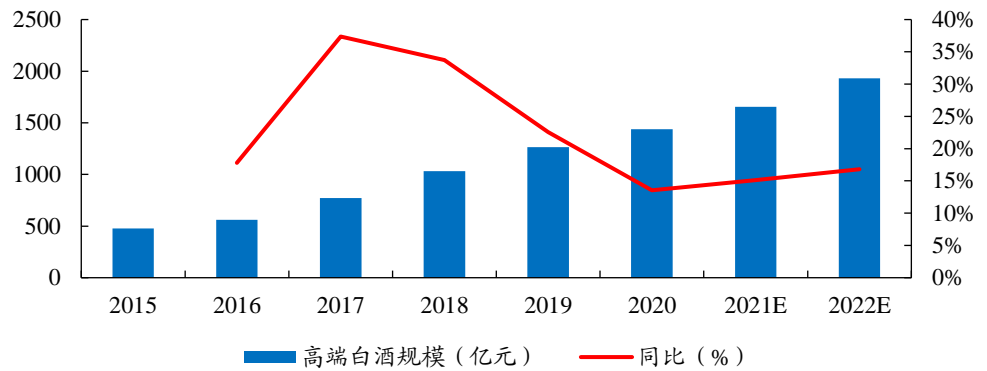


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 高端白酒市场广阔，消费需求基础扎实

高端白酒规模持续扩容，年均增速较快。受 2012 年三公消费影响，高端酒市场在 2013-2014 年经历较大幅度下滑。2015 年随着大众消费升级，行业进入加速增长阶段，2015 年至 2022 年高端白酒市场保持快速扩容，年复合增速超 20%，2022 年预计高端酒市场规模约为 1900 亿元左右。

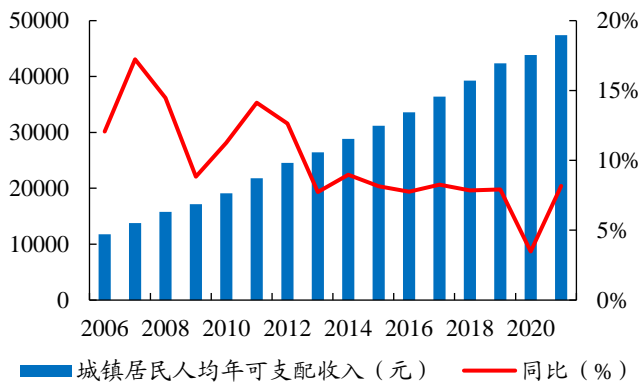
图15: 2022年预计高端白酒收入规模约1900亿元



数据来源: Wind、各公司年报、酒说公众号、酒业家公众号、开源证券研究所 (注: 高端白酒市场规模为根据年报相关数据拆分估算, 或与实际值有所误差)

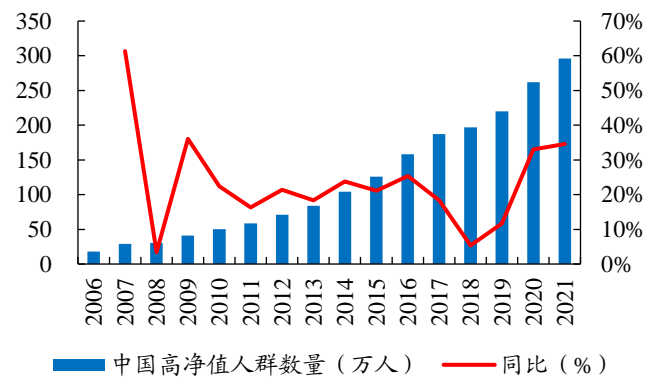
人均收入和高净值人群增加, 高端白酒消费需求扎实。近年来我国宏观经济稳定发展下, 社会居民财富迅速积累, 2021年我国城镇居民人均年可支配收入达4.74万元, 高净值人群数量预计近300万人。居民收入水平和高净值人群数量稳步提升推动消费升级, 为高端白酒需求增长提供稳定保障。

图16: 我国人均可支配收入稳步提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 高净值人群数量快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

消费结构发生变化, 大众和商务成为高端白酒消费主力。2012年我国白酒消费中政务和商务占比达82%, 2013年政府出台三公消费限制, 政务需求断崖式下跌, 大众消费和商务消费逐步成为行业增长主要驱动力。2019年高端白酒市场中大众和商务消费占比预计达98%。此外, 相比政务消费, 大众和商务消费在消费场景上更加多元化, 包括商务宴请、大众宴席、企业年会、收藏投资等, 同时消费属性上更具粘性和持续性, 有利于行业稳步持续扩容。

图18: 2012年白酒消费以政务和商务为主

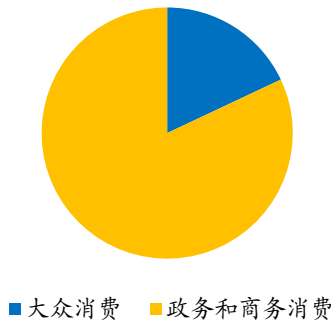
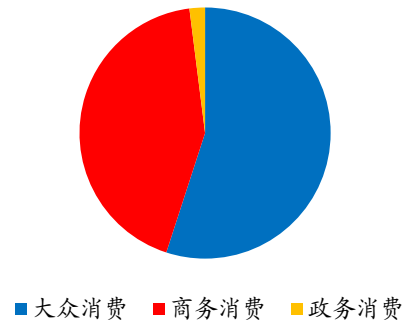


图19: 2019年高端白酒由大众和商务消费主导



数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

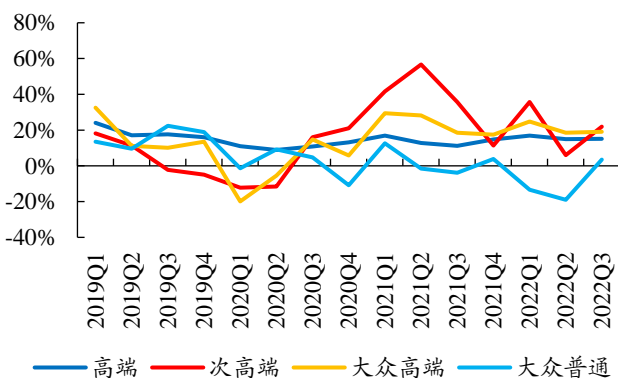
高端白酒周期属性较弱, 疫情下抗风险能力更强, 稳健性凸显。 高端白酒在行业调整期表现出较强的韧性, 一方面高端白酒周期属性较弱, 极少出现较大波动, 行业出现拐点主要因政策性因素以及少部分食品安全问题; 另一方面高端酒企抗风险能力和应变能力明显更好, 2020年全国疫情发生后, 白酒行业面临场景缺失和消费能力降低等问题, 部分酒企出现阶段性减产和市场销售数据下滑现象, 而高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖等龙头企业依然稳步前行, 营收和净利润均实现稳健增长。

表5: 高端白酒主要受政策和部分食品安全问题影响

时间	原因	行业变化
1988年	政策变更	1988年我国放开13种名酒价格, 行业迎来提价潮。但1989年国家出台政策限制公款宴请及白酒消费, 提价过高的企业遭受冲击
1998年	经济、食品安全	宏观上的亚洲金融危机背景; 食品安全方面, 山西朔州出现假酒案, 高端白酒需求减弱
2001年	政策变更	2001年开始我国对酒类消费税政策进行了调整, 由以前的从价定率调整为从量定额和从价定率相结合的征税方式, 各家酒企纷纷进行结构升级, 推出高端白酒
2012年	政策变更	三公消费政策出台导致白酒行业政务需求大幅锐减, 高端白酒量价齐跌, 行业出现分化
2020-2022年	全国疫情	新冠疫情在全国多地反复发生, 疫情管控政策导致白酒消费场景缺失和经济增速放缓

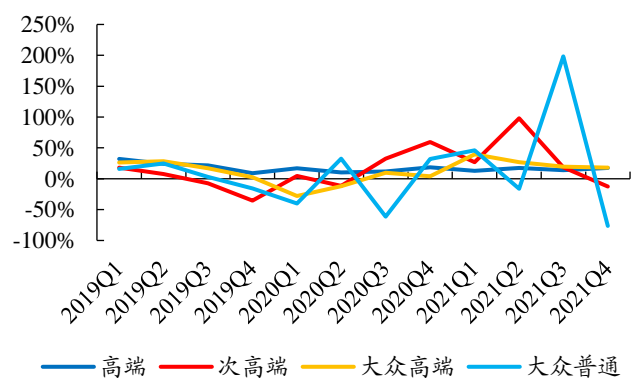
资料来源: 大家酒评公众号、华夏酒报公众号、中国经济时报、开源证券研究所

图20: 2019-2022年高端白酒营收增速较为稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 高端白酒归母净利润增速更具稳健性



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、行业头部集中，量价空间充足

高端白酒呈现头部集中特点，国窖站稳第三大高端品牌。高端白酒对于品牌力要求极高，产品品牌建设和积淀周期是长达数十年的时间，行业进入门槛较高。目前高端白酒酒格局较为清晰，头部集中趋势明显，行业 CR3 占比超 90%，其中国窖稳居第三大高端白酒品牌，2022 年收入规模预计占比约 8%。近年来郎酒、洋河、酒鬼酒、国台等酒企也陆续发力高端价格带产品，虽然行业新进入者持续增加，但产品竞争力较头部品牌仍有明显差距，市场规模和市占率始终较小，未来行业格局将继续呈现头部集中、尾部分散的特点，国窖市占率仍有提升空间。

表6: 高端白酒市场呈现头部集中格局

品牌	代表产品	一批价(元)	2022年高端酒 收入规模(亿元)	2022年高端 市占率(%)	品牌力	区域
贵州茅台	飞天茅台	2750	1077	56%	蝉联五届全国名酒评选	基本实现全国化布局
五粮液	普五	965	预计 550	28%	蝉联四届全国名酒评选	基本实现全国化布局
泸州老窖	国窖 1573	900	预计 164	8%	蝉联五届全国名酒评选	主要集中在华北、西南、华中
郎酒	青花郎	935	预计 65	3%	两届全国名酒评选	四川、河南、山东、广东、江苏
山西汾酒	青花 30	800	预计 20	1%	蝉联五届全国名酒评选	山西、京津冀、豫鲁、陕蒙等
酒鬼酒	内参	780	预计 12	<1%	湖南八大名酒	主要湖南省内，及广东、京津冀

数据来源：今日酒价公众号、酒业家公众号、开源证券研究所（2022 年高端酒收入规模为估算数据，或与实际值有所误差）

疫后经济恢复增长，高端需求释放，消费升级将带动高端白酒量价齐升。疫情防控放开后，我国经济复苏趋势确定，投资和消费景气度将持续回升，高净值人群数量和大众收入水平将持续提升，消费升级将推动白酒行业景气度上行，高端白酒将进入量价双升的成长新周期。

从量来看，高端消费人群稳步增加，预计 2021-2025 年高端白酒销量 CAGR 约为 8%。高端酒主要消费人群为我国高净值人群和上层中产阶级，2015-2021 年我国高净值人群 CAGR 为 15.3%，同一时期中贵州茅台、五粮液和泸州老窖销量 CAGR 分别为 12.2%、14.3%和 20.0%，总体平均 CAGR 为 14.3%，高净值人群增速与高端白酒需求表现出较强相关性。展望中长期看，我国高净值人群数量仍有较大增长空间，预计 2021-2025 年高净值人群数量有望维持 10%年均增速，稳步推动高端白酒需求增加。考虑到茅台 2025 年产能将达 5.6 万吨极限水平，基酒转化率按照 85%计算，预计 2025 年销售茅台酒约 4.8 万吨，销量 CAGR 约 7.5%；五粮液为成熟高端品牌，预计销量 CAGR 与茅台相同在 7%左右；国窖是处于快速成长的高端白酒，销量 CAGR 略快预计 12%。因此基于高净值人群数量和高端产能情况，我们预计 2021-2025 年高端白酒销量 CAGR 将维持在 8%左右。

表7: 预计 2021-2025 年高端白酒销量复合增速为 8%左右

品牌	高端产品	2015年销量 (万吨)	2021年销量 (万吨)	预计 2025年销量 (万吨)	2015-2021年 CAGR	预计 2021-2025年 CAGR
贵州茅台	茅台酒	2	3.6	4.8	10.29%	7.46%
五粮液	普五	1.4	2.9	3.8	12.90%	6.99%
泸州老窖	国窖 1573	0.2	1.0	1.6	30.77%	12.47%
	总体	3.6	7.5	10.2	13.01%	7.99%

数据来源：公司公告、酒业家公众号、开源证券研究所（注：高端白酒 2015 年销量为根据年报相关数据拆分所得，2025 年销量为估算数据，或与实际值有所误差）

从价来看，居民收入增加有助于高端酒价格提升，预计 2021-2025 年高端白酒价格 CAGR 约为 5%。2015-2021 年高端白酒一批价和出厂价 CAGR 保持较快增长，其中茅台酒因品牌力最强、产能稀缺，一批价格起势迅猛，出厂价和一批价之间存在较大差距，而五粮液普五和国窖 1573 的出厂价和一批价增速基本相同，更具有参考价值。在 2015-2021 年间，五粮液和泸州老窖的一批价和出厂价 CAGR 基本在 5% 左右，与我国城镇居民年可支配收入增速（7.2%）保持相近。基于疫后我国经济增速将恢复增长，预计 2021-2025 年我国城镇居民可支配收入增速有望达 5-7%，高端白酒价格 CAGR 有望保持 5% 左右。

表8: 2015-2021 年高端白酒一批价和出厂价均保持稳健增长

品牌	高端产品	2015 年出厂价 (元)	2021 年出厂价 (元)	2015-2021 年 CAGR	2015 年一批价 (元)	2021 年一批价 (元)	2015-2021 年 CAGR
贵州茅台	飞天茅台	819	969	2.84%	850	2650	20.87%
五粮液	普五	659	889	5.12%	650	960	6.72%
泸州老窖	国窖 1573	620	899	6.39%	640	890	5.65%

数据来源：今日酒价公众号、Wind、开源证券研究所

3、双品牌势能强劲，渠道、市场精细化运作

3.1、产品：聚焦双品牌发展，多线产品齐驱并进

3.1.1、双品牌覆盖高中低档，大单品战略清晰

2015 年以前：品牌开发泛滥，核心主品牌缺乏辨识度。2013-2014 年之间公司放开产品和条码门槛，造成产品线杂乱，除了公司代表品牌外，还拥有大量开发品牌。较多的品牌数量一方面导致核心产品不够突出，稀释品牌力；另一方面公司销售、费用等难以聚焦，产品间互相内耗。

2015 年以后：梳理产品结构，明确“双品牌、三品系、大单品”战略。2015 年新任管理层上任后，首先是针对品牌进行梳理和瘦身工作，对销售额 50 万元以下的产品条码进行统一删除和清理，产品条码数由 2015 年 8000 多个降低至 2018 年 400 余个。同时，公司明确提出“双品牌、三品系、大单品”战略，品牌上聚焦发展“国窖 1573”和“泸州老窖”两大品牌系列，产品上聚焦国窖、特曲、窖龄、头曲和二曲五大单品。

表9: 2015年以来公司持改善产品结构并聚焦双品牌发展

年份	产品调整
2015年	重点打造由国窖1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲构成的5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。
2016年	明确公司五大单品市场定位，快速调整产品配额、费用和价格政策，理顺价格体系。
2017年	坚定不移推进“双品牌、三品系、五大单品”的品牌战略，塔尖产品占位“浓香国酒”，塔身产品占位“浓香正宗”和“商务精英第一用酒”，塔基产品占位“大众消费第一品牌”。
2018年	坚决推动“国窖1573”和“泸州老窖”双品牌运作，国窖1573占位“浓香国酒”，泸州老窖打响“品牌复兴”战役，继续推进品牌“瘦身”，产品条码删减幅度超过90%
2019年	深入贯彻双品牌战略和大单品战略，加强品牌管理，规范条码的使用，继续巩固和塑造清晰聚焦的“双品牌、三品系、五大单品”品牌体系
2020年	深入实施品牌复兴工程，清晰聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略。
2021年	品牌矩阵日臻完善，“双品牌”战略取得突破性进展

清理产品体系，围绕“双品牌”发展

资料来源：公司公告、开源证券研究所

双品牌覆盖高中低价格带，大单品战略清晰。“国窖”和“泸州老窖”双品牌实现高中低价格带全覆盖，其中国窖品牌布局高端酒市场，核心单品国窖1573贡献公司主要营收。泸州老窖品牌布局中档和低档价格带，中档酒主要包括特曲和窖龄酒两大系列，发力次高端市场；低档酒头曲和二曲分别布局百元盒装和百元光瓶酒赛道，定位大众消费场景。

表10: 公司产品结构清晰

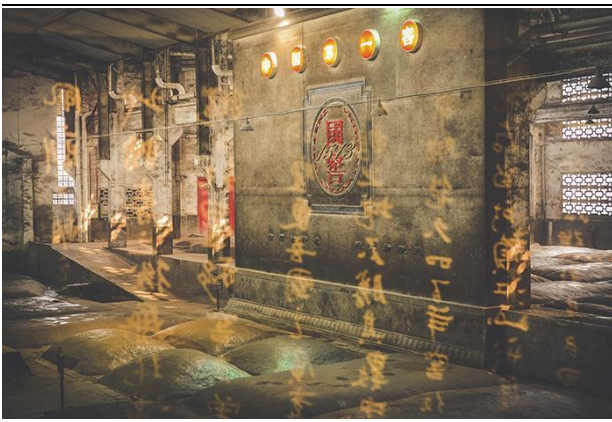
品牌	定位	品系	产品	终端价格(元/瓶)	产品形象	2021年营收
国窖品牌	高档	国窖	中国品味	3138(52%vol)		预计营收约 136.0 亿元 占比: 65.9%
			鸿运 568	1493(52%vol)/949(38%vol)		
			国宝红	1599(52%vol)		
			国窖 1573	1199(52%vol)/839(38%vol)		
泸州老窖品牌	中档	特曲	泸州老窖 1952	899(52%vol)		预计营收约 48.0 亿元 占比: 23.2%
			特曲 80 版	618(52%vol)		
			特曲 60 版	498(52%vol)		
			特曲纪念版	518(52%vol)		
	窖龄酒	窖龄 90 年	758(52%vol)/550(38%vol)			
		窖龄 60 年	368(52%vol)/358(38%vol)			
		窖龄 30 年	258(52%vol)/298(38%vol)			
		精品头曲 D9	318(52%vol)			
低档	头曲	六年窖头曲	115(52%vol)		营收 22.5 亿元 占比: 10.9%	
		老头曲	98(52%vol)			
	二曲	二曲	20(52%vol)			
		黑盖	88(52%vol)			

资料来源：京东、Wind、开源证券研究所

3.1.2、高档：国窖打造品牌价值，高高度产品相互促进

国窖 1573 产自国宝窖池群，并采用老窖传统技艺，保证高品质和稀缺性。二十世纪 80-90 年代泸州老窖由于民酒策略，导致其高端品牌价值被稀释。为重新跻身高档白酒阵营，2000 年公司推出高端品牌“国窖 1573”，着重打造产品的稀缺和高端属性。在酿造窖池上，国窖产自于明代 1573 年建造的泸州老窖窖池群，该窖池群数量较少且持续使用时间超 400 余年，并通过限量生产打造产品高端性和稀缺性。在酿造工艺上，国窖沿用泸州老窖六百多年传统酿制技艺，保障产品优异的酒质和口感，2006 年泸州老窖酿造工艺被列为国家非物质文化遗产。在国宝窖池和传统工艺双文化遗产优势加持下，国窖产品经过多年发展和积淀后，高端品质和稀缺性得到消费者认可，助力公司重回高端赛道。

图22：泸州老窖国宝窖池群始建于明代 1573 年



资料来源：公司官网

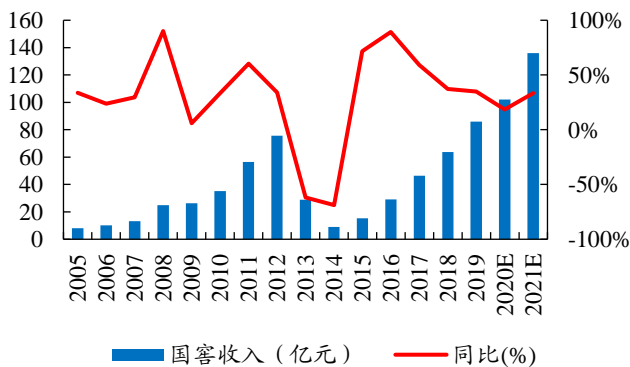
图23：2006 年泸州老窖酿造技艺入选首批国家非物质文化遗产



资料来源：泸州日报社

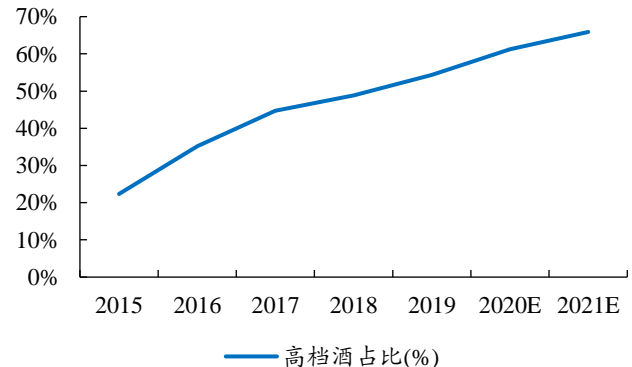
国窖为公司增长提供核心驱动力，成功站稳第三大高端酒品牌。国窖自 2000 年推出后，紧跟茅台和五粮液提价步伐，高端品牌影响力得到市场认可，在 2005-2012 年间进入快速放量期。但在 2013-2014 年行业调整期中，国窖渠道、价格、品牌受到较大冲击，导致产品销量大幅下滑。2015 年经过管理层调整改革后，国窖渠道库存和价格利润理顺，产品开启新一轮增长趋势，成为高端酒市场第三大品牌。2021 年国窖预计实现营收约 136 元，营收占比达 65.9%，2015-2021 年营收 CAGR 超 40%。为公司业绩增长提供核心驱动力。

图24：2015-2021 年国窖营收 CAGR 达 43.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2021 年高档酒营收占比预计达 65.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

国窖成长潜力充足，高高度产品相互促进，推动品牌价值提升。国窖系列实现
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

高端价位全覆盖，各品类区分布局并相互促进发展。高度和低度国窖为公司全国化和高端化的重点产品，其中高度定位高端千元价格带，起到树立品牌标杆的作用，低度国窖发力 600-800 元次高端价位，主要在全国多个市场中快速放量，高低度国窖协同发展共同提升品牌影响力，保证国窖业绩快速增长。此外，公司不断向超高端延伸布局，在 1500 元价位推出鸿运 568 和国宝红，2000 元价位推出中国品味，主要向上拉升品牌高度。

图26: 国窖多品类协同发展推动品牌价值提升



资料来源：公司官网、京东、开源证券研究所

高度国窖主做价格，打造品牌价值标杆，持续推动全国化布局。2021 年高度国窖占国窖系列收入约 60%，其主要定位高端商务宴请和送礼场景。高度国窖经过 20 年品牌塑造和消费者培育后，在高端千元市场上品牌影响力和规模仅次于五粮液普五，同时也是公司核心战略产品。在品牌建设上公司通过举办高端品鉴会、论坛、广宣等，聚焦培育高端圈层并增强消费者粘性；在价格带上紧跟八代普五，小幅多频次提价，批价坚定向千元价格带进发，保持品牌价值稳步提升。未来在全国市场中，公司将继续以高度国窖核心，持续扩大高端酒市场份额。

低度国窖主做销量，在华北、华东等地不断贡献增量，培育市场消费氛围。近年来受益于饮酒健康化和消费者年轻化趋势，低度白酒消费氛围逐渐增强，华北、华东等多地市场规模快速扩张。低度国窖定位 600-800 元次高端价位，2021 年低度国窖占国窖总收入约 40%，2022 年低度占比预计超过高度国窖。低度国窖目前主要布局在华北和华东等区域，一方面由于当地消费者饮酒量较大且对低度酒接受较高，低度国窖凭借柔和口感和较高的产品品质，快速获得大量消费者认可；另一方面低度国窖在次高端市场中性价比优势凸显，品牌上背靠高度国窖强大的市场影响力，品牌力明显强于其他次高端产品；产品价格上低度国窖较高度便宜 200 元左右，符合低度消费人群的商务宴请需求；竞争上缺少主力竞品，并在大部分市场中与高度五粮液形成错位竞争。整体来看，低度国窖在全国起势速度较快，在高度做品牌的同时，低度有效触达消费群体，进一步加强大众认知。

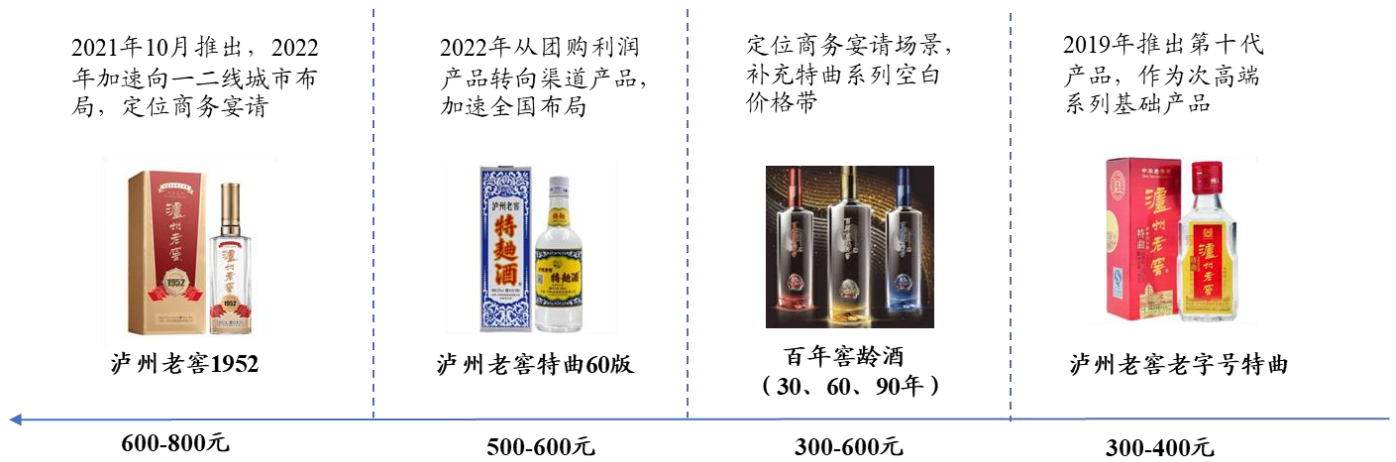
超高端国窖拔高品牌形象，并提前培育高端意见领袖。公司在高低度国窖高速增长的基础下，不断向上布局超高端产品，在 1500 元价位布局鸿运 568 和国宝红，主要作为差异化产品用于填补高端空白价格带和补充经销商和终端利润；在 2000 元以上价位布局中国品味，一方面对标飞天茅台和经典五粮液，拔高国窖系列品牌高度，另一方面布局高端圈层营销，提前培育高端意见领袖和消费群体。

3.1.3、中档：战略地位提升，产品放量可期

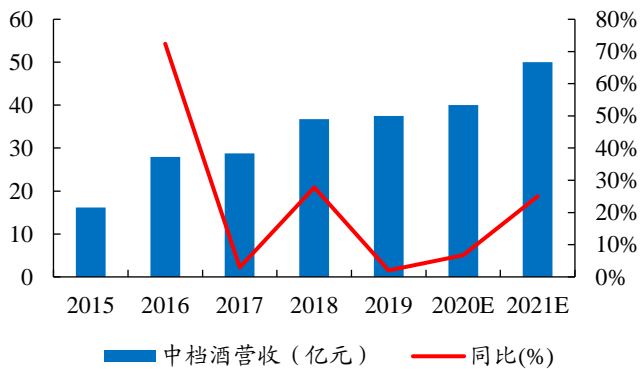
腰部产品矩阵向上升级，担负泸州老窖品牌复兴重任。泸州老窖腰部产品集中在 300-800 元次高端价格带，以泸州老窖 1952、特曲和窖龄系列为主。其中新品泸州老窖 1952 切入次高端 600-800 元价位，作为腰部战略产品引领品牌复兴。特曲系列自 2017 年以来战略地位不断提高，核心产品特曲 60 版和老字号特曲分别定为 400-600 元和 300-400 元价格带，两产品贡献腰部主要收入。窖龄酒定位商务精英酒，产品包括窖龄酒 30、60、90 年，主要用以填补特曲系列的空白市场和价位。2015 年以来公司腰部产品稳步放量，2021 年中档酒营收约 48 亿元，同比增长约 20%，预计营收占比约 23%。

图27：泸州老窖腰部产品覆盖次高端 300-800 价格带

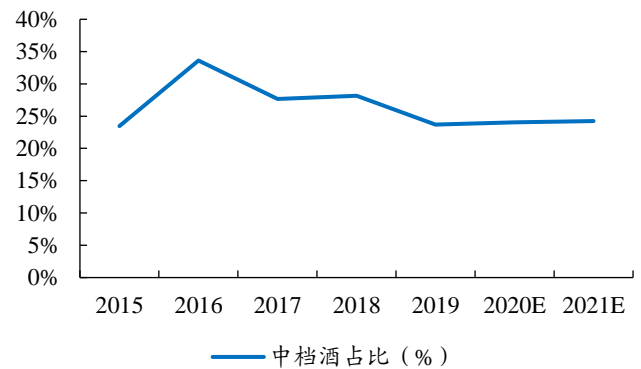
泸州老窖品牌



资料来源：公司公告、京东、开源证券研究所

图28: 2021年中档酒营收预计增长约20.0%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 预计2021年中档酒营收占比约23.2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

泸州老窖 1952: 开拓次高端 600-800 元市场, 作为旗帜标杆提升品牌力。1952 年泸州老窖上榜全国第一届名酒评选, 此后蝉联五届全国名酒评选, 开启名酒辉煌时代。2021 年为致敬泸州老窖经典时代, 公司推出战略新品“泸州老窖 1952”, 由泸州老窖传统酿制技艺第 22 代传承人张宿义大师匠心打造。产品定位 600-800 元次高端价格带, 并肩负打造泸州老窖名酒价值、品质价值和品牌价值的重任, 也是支撑公司良性快速发展的战略单品。产品首次在北京、上海、深圳、成都、武汉等战略城市上市, 并将采取配额供应以此来保证渠道利润, 预计未来将为公司贡献销售增长。

特曲 60 版: 复刻经典产品打造 500 元价位市场标杆, 全国市场拓张仍在初期。2014 年公司恢复泸州老窖 60 版特曲生产, 产品复刻自上世纪 60 年代泸州老窖“工农牌”特曲。产品上市之初仅在川渝市场发展, 定位小众并只通过团购模式销售, 由于产品酒质好并且性价比较高, 当地品牌影响力和消费者接受度不断提升。为加快特曲 60 版全国化发展, 2021 年公司将特曲 60 版从团购型转为传统渠道型产品, 并在川渝地区率先开启全渠道运营, 推进效果良好。2022 年公司推出特曲 60 版(红 60)精准聚焦宴席消费场景, 在川渝市场率先推广, 打造中国宴饮名酒品质典范。2022 年 1-8 月特曲 60 版销售规模已突破 20 亿元, 成为 500 元市场核心大单品。展望中长期看, 特曲 60 版正处于全国拓展初期, 公司注重培育产品消费群体和稳定价格体系, 一地一区稳扎稳打, 全国化市场仍有较大空间。

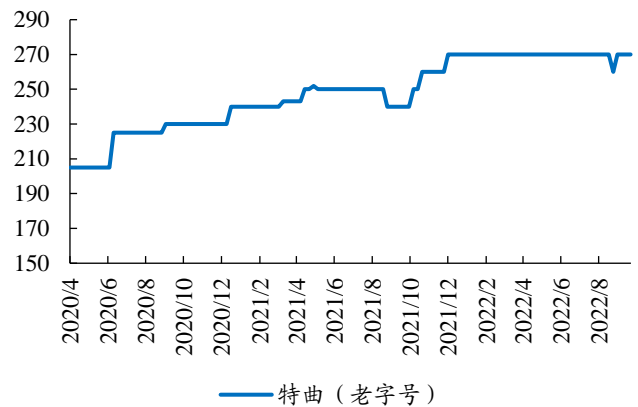
老字号特曲: 换代升级并加强消费者培育, 打造 300-400 元价格带核心单品。老字号特曲具有深厚历史底蕴, 第一代老字号特曲诞生于 1915 年的国际万国博览会上, 此后产品顺应时代需求不断更新迭代, 已有百年发展历史。2019 年 11 月第十代特曲换装上市, 重塑品牌形象, 零售价从过去 200 多元提升至 328 元, 2020 年进一步提升至 388 元, 成功步入次高端价位。经过两年的消费者培育和品牌宣传打造, 2022 年老字号特曲挺价成功, 产品批价稳步上行, 在部分主销区域消费氛围逐渐成形, 华东区域成交价已突破 400 元, 中部、西部区域成交价也均在 300 元以上, 未来老字号特曲将有望持续夯实次高端价位竞争优势。

图30: 2022年针对宴席市场推出特曲60版(红60)



资料来源: 糖酒快讯

图31: 老字号特曲一批价(元)稳步上行



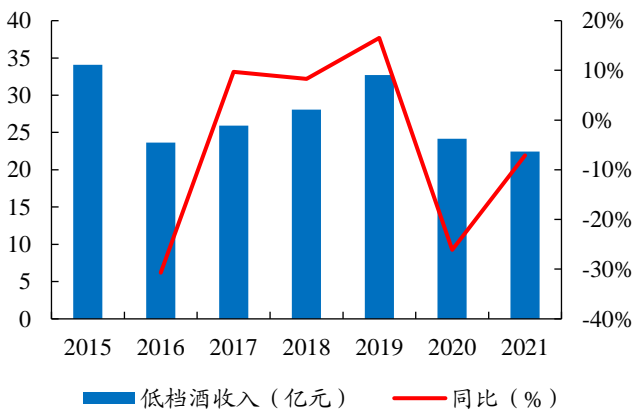
数据来源: 今日酒价、开源证券研究所

窖龄酒: 定位 300-600 元次高端白酒, 主要填补特曲空白价格带, 完善产品体系。公司于 2011 年推出百年泸州老窖系列, 主要为窖龄 30 年、60 年和 90 年三款产品, 终端定位 300-600 元的次高端商务用酒, 承担着填补特曲空白市场的作用。其中窖龄 30 年和 60 年因和特曲系列在部分地区存在价格重叠, 公司为避免产品互相内耗, 将两款产品与特曲系列进行错位发展, 主要布局特曲销售薄弱的区域。未来公司将窖龄 90 年作为重点发展产品, 布局 400-500 元价位。

3.1.4、低档: 布局高线光瓶酒, 强化塔基产品架构

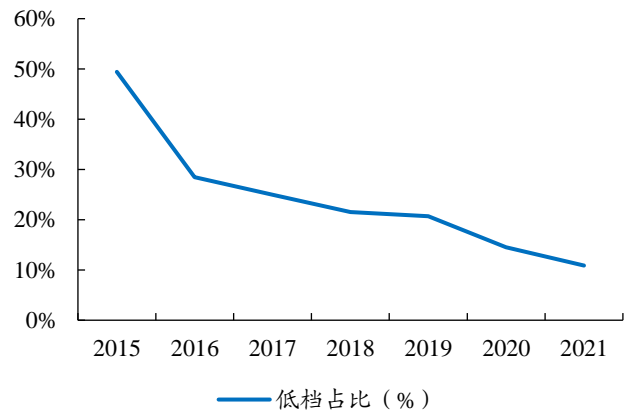
低档酒增长承压, 收入占比持续下滑。2015 年以来公司低档酒收入增长承压明显, 收入占比持续下滑, 2021 年低档酒营收 22.5 亿元, 营收占比降低至 10.9%。我们认为低档酒下滑主要由于多方面影响, 一是 2020 年疫情对基层和大众人群收入和消费能力影响较大, 低档酒消费频次降低。二是公司过去发展重心主要放在中高档产品, 低档产品投入资源较少。三是部分低档产品存在老化和品牌较多的问题, 导致消费者认知度下降。

图32: 低档酒营收增长停滞



数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 2021 年低档酒占比下滑至 10.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

光瓶酒市场扩展潜力较大, 有助于强化公司底部产品结构搭建。2021 年以来公司持续加码布局高线光瓶酒产品, 用以夯实低端产品架构。一方面国窖、特曲等中

高端产品已具备较好的市场基础，但公司在低端市场较为薄弱，将高线光瓶酒作为塔基产品，可以强化公司底部力量建设。另一方面，高线光瓶酒领域仍处于蓝海阶段，市场容量和扩展空间较大，公司作为全国名酒品牌，本身具备强大的品牌知名度和影响力，布局光瓶酒将快速放大名酒势能，并对其他中低端品牌形成降维打击，从而占据更大的市场份额。

头曲维持百元盒装定位，二曲黑盖进军百元光瓶酒市场。2021年6月公司成立大成浓香公司，其前身为泸州老窖四大营销战队之一的博大酒业，主要负责运营头曲、二曲两大品牌。目前头曲系列仍定位百元盒装大众消费产品，主要包括精品头曲、老头曲等系列产品，重点下沉三四线城市宴席、聚餐和低端商务场景。二曲发力高线光瓶酒市场，2022年6月公司推出高线光瓶酒“黑盖”，上市后定价98元/瓶，其在品牌、原粮、工艺、口感等方面引领行业标准，未来将作为公司百亿塔基矩阵中的核心单品，有望快速占领大众百元光瓶酒市场。

成立高光酒类销售公司，开创轻奢光瓶酒赛道，打造公司第三增长曲线。2020年公司首次推出战略新品牌“高光”，产品基于“奢于心，简于形”的新轻奢理念而打造的一款高品质、高格调光瓶酒，并针对不同的消费场景开发了高光G1、G2、G3三大单品。2022年1月公司成立泸州老窖高光酒类销售公司，单独运作高光系列产品，主要以80、90后的轻奢消费群体为目标，打破原有光瓶酒低端定位形象，倡导用轻奢消费生活方式与消费者产生精神与价值共鸣。高光开辟了轻奢白酒新赛道，未来有望成为公司第三发展曲线。

图34: 黑盖定位百元高线光瓶酒



资料来源：公司官网

图35: 高光定位高端年轻消费群体

品牌	规格	售价	定位
高光G3	500ml (52度/40.9度)	688元	轻奢、收藏送礼酒
	125ml (40.9度)	158元	
高光G2	500ml (40.9度)	348元	轻颜、商务家宴用酒
高光G1	500ml (38度/40.9度/52度)	158元	轻饮、自饮口粮酒
	125ml (38度/40.9度)	48元	

资料来源：京东、开源证券研究所

3.2、量价策略：控货挺价稳步推进，国窖实现量价齐升

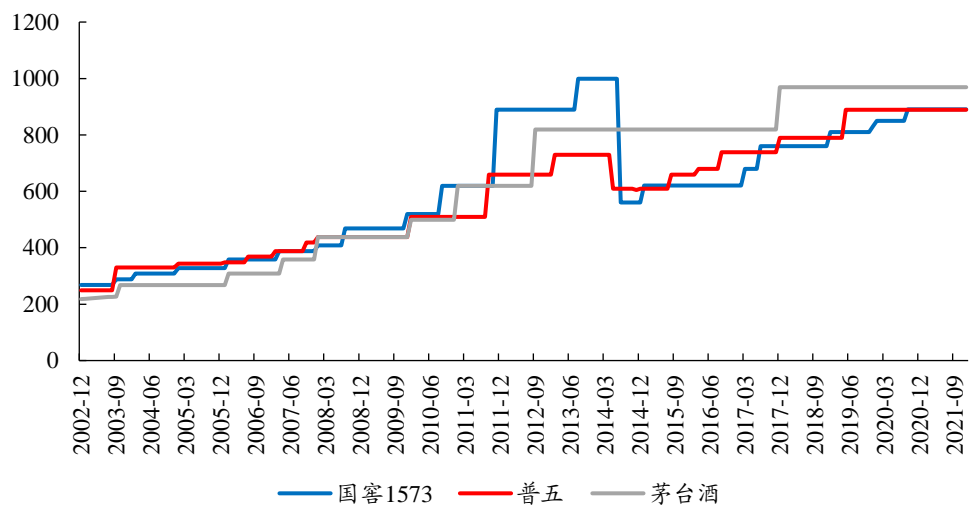
2015年以前：两次量价策略失误导致跌落高端阵营。公司发展历史中，量价策略共出现过两次较大危机，第一次在1988年国家放开名酒管控，公司采用名酒变民酒策略，价格始终维持低位，错失高端酒发展机遇。第二次在2013年行业深度调整期，公司对行业认识不足，将高端国窖1573产品逆势大幅提价，导致产品批价倒挂严重，库存压力增大，销量急剧下滑。

2015年以后：重塑量价关系，提升渠道管控能力，国窖稳步向千元价位推进。2015年新任管理层积极调整改革，在量价策略上更加注重维持产品价格和库存的稳定性。公司针对核心单品国窖1573主要采用两方面调控，一是顺应市场趋势，出厂

价采用跟随五粮液战略，谨慎小幅多频提价；另一方面坚持控货挺价策略，调控好量价关系，帮助渠道梳理库存，保证产品顺价销售。

出厂价采用跟随战略，谨慎小幅多频提价。相较于茅台和五粮液，国窖品牌积淀时间较短，2012年以前国窖1573提价幅度基本保持与茅台和五粮液相同，2013年行业调整期时，公司对于市场供需变化判断失误，逆势提价导致产品价格严重倒挂。2014年公司下调国窖出厂价，同时随着行业景气度回暖，产品渠道库存逐步出清。2015年起公司在提价方面更加谨慎，出厂价跟随五粮液提升，提价时间基本晚于五粮液至少3-6个月，提价后基本保持与普五价格相近，保证高端品牌力稳步提升，有效增强渠道信心。

图36：国窖1573出厂价（元）以跟随五粮液普五为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

控货挺价稳步推进，渠道管控能力提升。公司在提升国窖1573出厂价后，渠道和终端提价政策层层逐步传导。首先停货或取消配额，减少市场库存，保障产品稀缺性；其次调整计划内外配额比例，提升经销商和渠道购货成本，保障国窖价格体系，推动批价上行；在渠道信心提升后，推动终端零售价格提升。公司本轮量价策略成熟，控盘能力提升明显，保障了经销商和终端的利润空间，提价政策虽然频率提高，但整体来看推进稳步有序，成效明显。

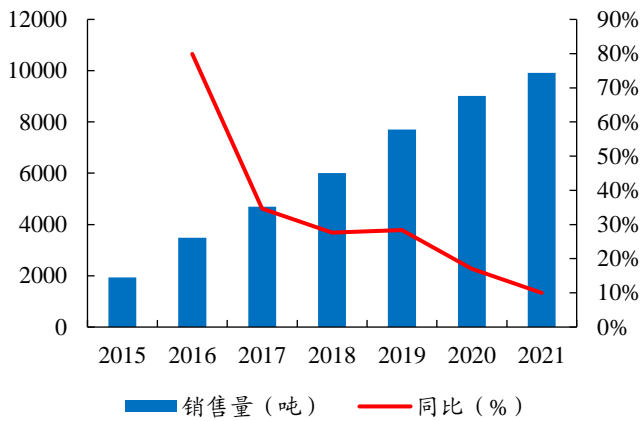
表11: 2015 年以来 52 度国窖 1573 加强价格管控

标题	标题	政策	提价内容
2015 年	2 月	回购、提价	回购, 重新启动发货
	1 月	暂停供货	春节前停货稳价
2016 年	6 月	暂停供货	停货配合提价
	10 月	提价	计划外配额价格提升至 660 元/瓶
	12 月	提价	计划外配额价格提升至 740 元/瓶
	2 月	提价	商超、零售价格调整为 889 元/瓶
2017 年	3 月	提价	国窖 1573 经典装计划内配额价格提升至 680 元/瓶
	8 月	提价	配额内/外价格分别提升至 760/810 元, 团购/零售价位分别提升至 820/899 元
	10 月	提价	商超、酒行渠道新零售价格为每瓶 969 元
2018 年	5 月	提价	高度国窖供货价上调至 840 元, 团购价上调至 880 元
	7 月	暂停供货	暂停接受国窖 1573 订单, 并暂停国窖 1573 供应
	1 月	提价、暂停供货	供货价建议 810 元/瓶, 团购价 880 元/瓶, 零售价提升至 1099 元/瓶、停货配合提价
	3 月	暂停供货	淡季停货挺价
2019 年	5 月	提价、暂停供货	终端配送价至 860 元每瓶; 湖南地区停货提价
	8 月	提价	计划外配额上调 30 元/瓶, 团购价上调至 919 元, 零售价上调至 1099 元
	11 月	提价	计划内配额上调 20 元/瓶
2020 年	2 月	取消配额	取消各地经销商配额
	7 月	停货、提价	西南大区停货, 零售价建议提升至 1399 元/瓶
	9 月	提价	出厂价提升至 890/瓶, 终端开票价格调整至 950/瓶
	1 月	提价、暂停供货	团购价建议 1050 元/瓶, 零售价建议维持 1399 元/瓶, 停止供货, 并取消二月份配额
2021 年	3 月	暂停供货	暂停终端客户订单
	7 月	提价	零售价建议 1399 元/瓶, 团购价不得低于 980 元/瓶
	9 月	提价、暂停供货	官方零售价提至 1499 元/瓶, 停货配合提价
	1 月	暂停供货	一季度配额已执行完毕, 暂停接收销售订单
2022 年	5 月	暂停供货	停止接收国窖 1573 销售订单
	9 月	暂停供货	停止接收国窖 1573 销售订单

资料来源: 公司公告、酒业家公众号、酒说公众号、开源证券研究所

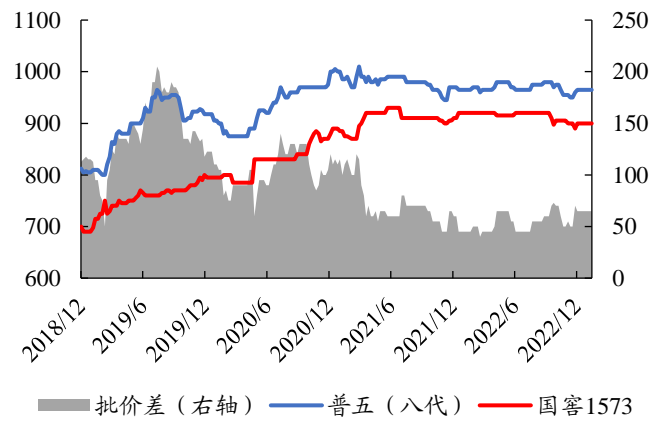
国窖量价齐升, 与五粮液批价差逐步缩小。在公司控货挺价策略下, 近年来国窖增长呈现量增价升趋势。从销量上看, 2015 年国窖销量不到 2000 吨, 2021 年销量预计接近 1 万吨, 2015-2021 年销量 CAGR 超 30%; 从价格上看, 2018 年底国窖批价仅为 700 元左右, 目前国窖已增长至 900 元左右, 增长幅度近 30%, 并与五粮液批价差持续缩小。展望中长期看, 随着 2023 年疫情管控放开, 消费场景恢复和经济复苏将带动白酒景气度进入上行, 国窖有望跟随五粮液向千元价位进发。

图37: 2015年以来国窖1573销量高速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (销量数据为根据年报相关数据拆分估算, 或与实际值有所误差)

图38: 国窖与五粮液批价差 (元) 持续缩小



数据来源: 今日酒价公众号、开源证券研究所

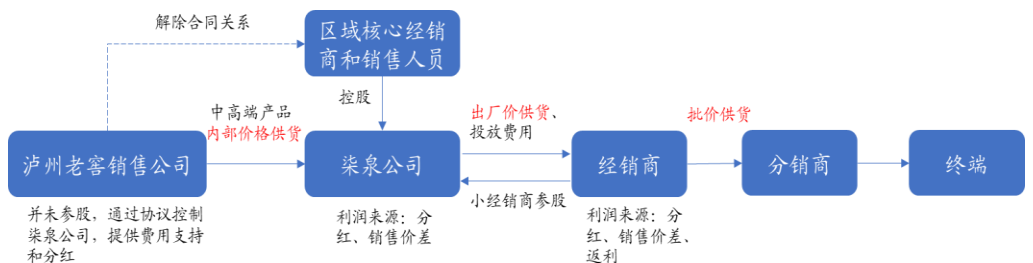
3.3、渠道: 品牌专营精细化运作, 渠道模式灵活多变

泸州老窖相比贵州茅台和五粮液在品牌力仍有差距, 但强于渠道灵活多变的运作模式。在渠道模式变革中, 公司始终坚持渠道精细化和消费者培育两方面, 从柒泉模式到品牌专营模式不断升级改进, 并针对不同市场因地制宜, 渠道实现向扁平化、精细化运作转变, 同时通过三级联盟体和国窖荟, 保障经销商和终端利润, 加强高端圈层营销和核心消费者培育, 有效提高消费群体粘性。

3.3.1、柒泉模式前期加速市场扩张, 行业调整期渠道受损严重

柒泉模式本质仍是大商制度, 以利润为主绑定经销商。柒泉模式开始于2009年, 是以区域为单位设立柒泉公司, 并由区域内核心经销商、销售员工通过参股加入, 各经销商的持股比例根据其产品的销售额进行分配, 与经销商形成紧密捆绑。该模式本质是总代压货分销模式, 公司将货物低价卖给柒泉公司, 再由柒泉公司按出厂价分销货物给经销商, 经销商可以通过产品价差、柒泉公司分红和模糊返利保持较高利润。

图39: 柒泉模式构建厂商利益共同体

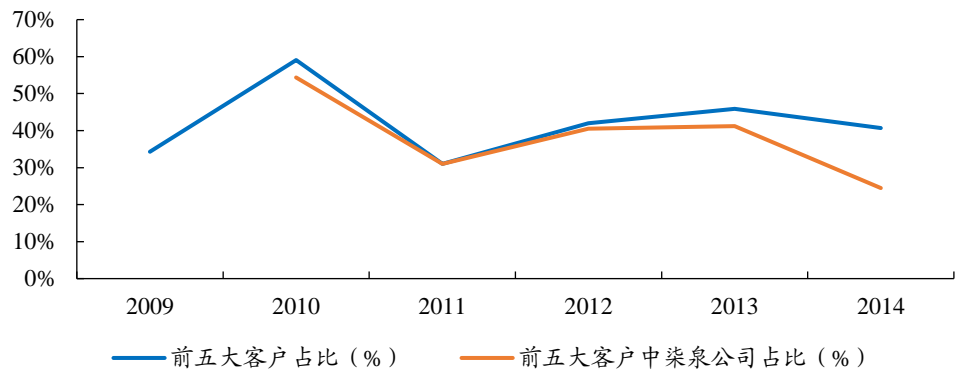


资料来源: 酒教主公众号、开源证券研究所

期权模式提升经销商积极性, 柒泉公司贡献主要销售收入。2008-2012年经济高速扩张背景下, 需求旺盛、渠道利润充足, 柒泉模式充分利用经销商资源快速进行全国化拓张, 陆续在重庆、四川、华北、华中、福建等地方建立七大柒泉公司, 实行分区域管理和分红政策, 有效提升经销商积极性。2010-2012年公司前五大客户贡

献收入基本在 30%以上，其中柒泉公司基本占据四席以上。

图40：期权模式下公司前五大客户占比较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

行业调整期柒泉模式弊端显露，公司渠道受损严重。2013年白酒行业进入调整期，高端酒需求锐减，柒泉模式也暴露出多种弊端。一是公司对于渠道管控能力较弱，行业下行时，经销商出于短期利益，低价甩货、区域串货等问题频出，加速产品价格倒挂，销售收入快速下滑；二是公司对经销商依赖度较高，导致经销商话语权较大，在产品销售和开发上难以管控，不利于产品矩阵发展。三是柒泉模式下公司并不接触消费者，产品缺少消费者培育和品牌文化价值宣传，消费者更多是从经销商推广了解产品。

表12：柒泉模式有利也有弊

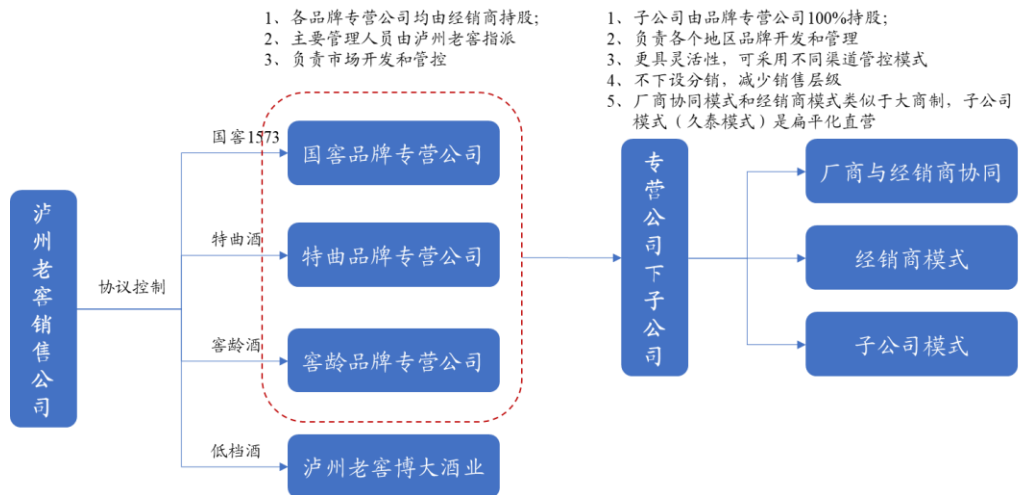
	优势	劣势
分区域管理	防止同一区域经销商相互竞争	片区销售公司壮大后，与公司形成利益博弈
经销商入股	形成利益捆绑，利用经销商资金和人脉关系，扩大销售同时柒泉公司和经销商可以拿到分红	经销商无法管控，经销商话语权较大，过度开发非标产品增加销量，稀释品牌力
销售人员入股	从普通员工转变为股东和管理者，进一步激发销售人员积极性，同时公司节省大量销售和管理支出	销售人员外包给柒泉公司，阻断了公司与消费者之间深度沟通，产品缺少消费者培育和品牌文化价值宣传
费用投放	由柒泉公司决定费用投放，费用利用效率较高	各个柒泉公司拿货途径和成本不同，终端价格体系混乱
多层级渠道	厂家销售收入得到大幅提升	行业调整期，渠道利润变薄，积极性下降

资料来源：酒说公众号、开源证券研究所

3.3.2、品牌专营强化渠道运作，因地制宜灵活变化

品牌专营在柒泉模式基础上改进升级，分品牌独立运作契合大单品发展。2014年公司推出品牌专营模式，并针对柒泉模式存在的弊端进行了全方面改进，在组织架构上分品牌成立三大专营公司独立运作，更有利于大单品战略发展，避免经销商仅销售高利润产品；在销售上缩减渠道层级，专营公司下设各区域子公司，并只下设一级经销商或终端，增强终端掌控力；在管理方式上仍以股权绑定经销商，但将品牌运营、管理层和销售人员任命、费用考核等权利划入股份公司管理，增强了公司品牌推广和终端管控能力。

图41: 品牌专营模式实行分品牌运作



资料来源:公司公告、酒教主公众号、开源证券研究所

表13: 品牌专营模式在柒泉模式基础上改进升级

	品牌专营模式	柒泉模式
划分方式	按品牌划分建立专营公司,由原柒泉公司优秀经销商参股	按区域划分建立柒泉公司,由经销商和销售人员参股
管理方式	通过协议控制并不参股,但销售人员和管理层均由泸州老窖任命	通过协议、合约、利益方式进行约定,并不参股
组织架构	专营子公司只下设一级经销商或终端	多层级经销商、代理机构和终端设置分销商
销售层级	销售公司-专营公司-经销商/团购商/终端	销售公司-柒泉公司-经销商-分销商-终端
终端	直分销模式,增加销售人员,加强终端管控	产品推广、营销由经销商做,终端管控较弱

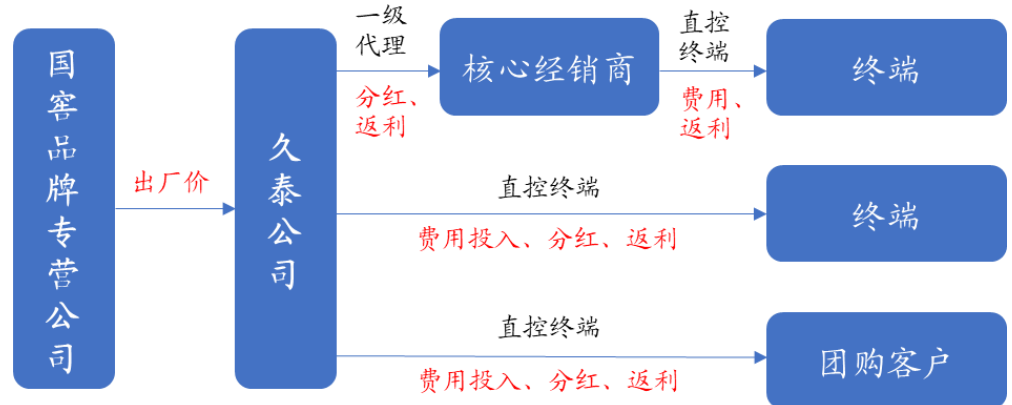
资料来源:酒说公众号、开源证券研究所

品牌专营模式下公司因地制宜,针对不同区域灵活管控。公司针对不同市场发展阶段,进行渠道模式的灵活调整,在品牌专营公司下设三种管控模式,分别为子公司模式、厂商 1+1、经销商主导,本质是在推动渠道扁平化和精细化发展。

子公司(久泰)模式:对于需要资源培育的市场,公司直控终端,增强渠道掌控力。久泰模式应用在需要资源持续培育的市场,当地经销商资源相对较弱,公司通过设立子公司形式对市场完全掌控。2013 年行业调整期中成都大本营市场受损严重,2014 年在成都市场首次开始应用久泰模式,公司组织当地核心经销商和终端共同出资入股建立久泰公司,主要负责运作国窖系列产品,并根据销售体量和股份规模进行分红,有效激发当地经销商积极性。在成立初期,久泰公司以恢复成都地区国窖销量为主要目的,2015 年国窖销量规模约 2.2 亿元,同比增长 650%。2017 年董虎杰担任成都片区负责人,并开启成都大会战,通过团队建设、品鉴会、终端陈列等形式,快速成都市场消费氛围,2017 年国窖销售收入 8 亿元。久泰模式在成都市场取得良好进展后,目前已陆续推广至河南、北京、石家庄等地。

图42: 久泰模式增强渠道掌控力

- 1、久泰模式在品牌专营模式上进行升级
- 2、久泰公司由经销商和终端出资入股，酒厂负责运营
- 3、渠道以直分销模式相结合，公司可以直控终端
- 4、核心经销商和终端采用分红采用积分制，将分红与销售挂钩，激发卖货动力



资料来源：糖酒快讯公众号、开源证券研究所

厂商 1+1: 对于销售受阻的区域，由公司主导、经销商配合进行消费者培育和市场拓张。在经销商实力偏弱和市场销售受阻的市场中，公司主要采用厂商 1+1 协同进行市场管理，由当地经销商组建品牌专营公司，并由厂方人员主导，制定营销推广和费用投放方案，经销商负责后端的仓储物流工作。厂商 1+1 模式下厂家与经销商实现双赢，厂家通过专营公司获得经销商客户资源，并依靠销售团队加强消费者培育，经销商通过销售赚取价差和专营公司分红，目前该模式主要应用于河北、河南、湖南等地。

经销商主导: 对于经销商实力较强的区域，由经销商主导开发市场，厂家派驻人员辅助监督。在经销商实力较强，具备丰富的客户资源和销售渠道的市场中，公司主要起辅助和引导作用，一方面派出厂家人员对费用 and 市场营销做出规划，具体执行和操作由经销商人员负责；另一方面公司通过监管和考核方式，将开瓶率、销量、价格、执行力等方面纳入考核指标，并根据执行情况进行奖惩，实现对经销商正向引导。该模式更适合实力较强及消费成熟的区域，目前在保定、唐山、廊坊等地运行较好。

3.3.3、三级联盟体绑定经销商，国窖荟触达核心消费群体

构建三级联盟销售体系，分层级深度绑定经销商利益。公司构建三级联盟体，第一级为国窖公司股东联盟体，主要以全国大商为主，通过年度股份分红实现利益深度绑定；第二级为大区联盟会，吸引大区内经销商加入，对区域实行统一管理；第三级为区域子公司建设，吸纳优质经销商和终端，激发终端活力。公司针对不同层级给予不同返利和费用政策，确保每层经销商渠道利润良好，实现精细化管控。

表14: 三级联盟体绑定各层级利益

	渠道三级联盟体	具体构成	分红方式
一级	国窖公司股东联盟（原始股东）	全国大商	销售价差、模糊返利、股份分红
二级	大区联盟会	大区核心经销商	销售价差、模糊返利
三级	区域子公司	区域重点经销商和核心终端	销售价差、模糊返利、配送费、分红
	国窖荟	核心终端和消费者	价差和福利

资料来源：酒业家公众号、开源证券研究所

国窖荟利用社群建设和营销，培育核心消费群体，帮助终端拓宽资源。国窖荟是白酒行业首个以“终端联盟体”和“核心消费者”为双重载体的VIP俱乐部，通过公司直投、专人服务、优质资源开发等方式为会员打造高端圈层交流平台。在核心消费者方面，公司组织举办七星盛宴、高端俱乐部、论坛等项目进行高端圈层的培育和打造，稳步提升核心消费者品牌忠诚度和消费者粘性。核心终端方面，公司打造异业合作圈层，通过与酒店、集团、高档消费品店等异业体战略合作，帮助核心终端拓宽销售渠道。

表15: 国窖荟包括五大升级和三大发展规划

五大升级	体系升级: 从单体终端升级为全国性战略平台国窖荟
	身份升级: 由多层批发、分销的下线客户正式提升为一级合作终端客户
	权益升级: 享受陈列、旅游、形象建设、私享会、大盘突破等福利
	营销升级: 打造更多异业合作圈层，形成生态合作圈
	战略升级: 优化荟员客户福利体系，与荟员客户同升，同进、共发展
三大发展规划	坚挺价格: 捍卫价格确保国窖价值良性回归
	维护物流: 通过法律手段坚决治理售假门店，建立物流暗线抵御外窜物流
	深化客情: 运用三大节庆开展产品形象、产品动销建设工作

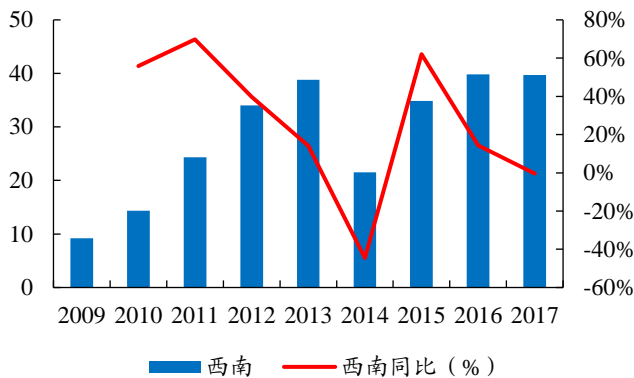
资料来源：微酒公众号、开源证券研究所

3.4、市场：立足优势区域，持续推进全国化布局

3.4.1、深耕基地优势市场，保证收入稳步增长

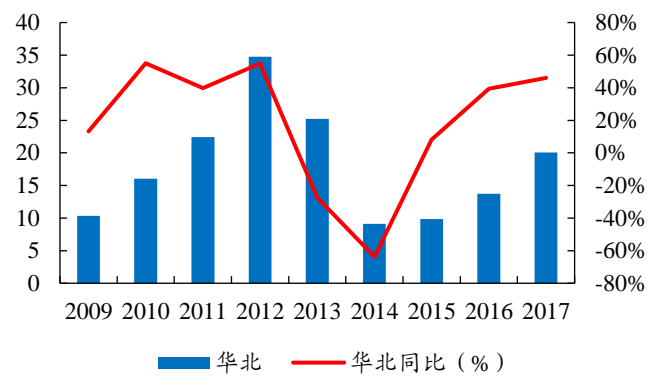
公司优势市场主要集中在西南、华北和华中地区，其中西南地区是公司重要大本营市场，2017年西南区域收入占比达38%，2021年营收占比预计在20%以上。华北地区增长速度较快，2017年收入占比19%，2021年超过西南成为公司第一大市场。华中区域市场容量较大，公司通过会战模式，持续深挖潜力市场，2017年占比提升至26.9%，2021年营收占比预计10%以上。

图43: 西南区域为公司大本营市场



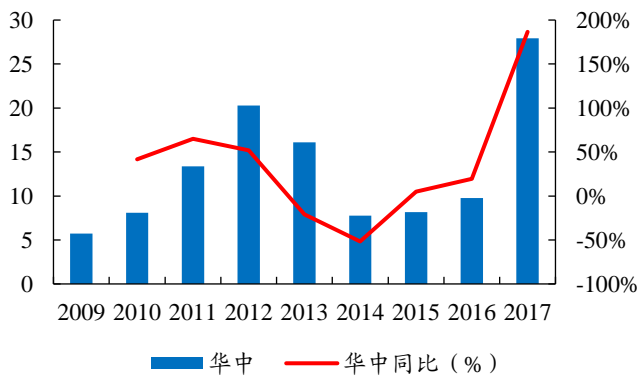
数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 华北区域为公司优势市场



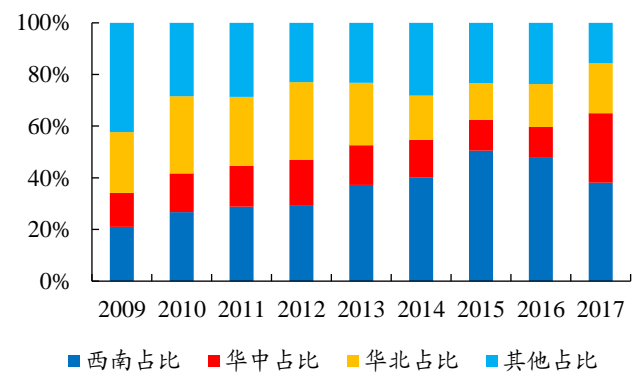
数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 2017年华中区域收入快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 2017年西南、华北、华中区域贡献主要营收



数据来源: Wind、开源证券研究所

西南区域为大本营市场，消费氛围浓厚，为国窖发展提供稳固保障。西南地区战略地位对于公司尤为重要，一方面西南地区白酒市场容量较大且消费氛围浓厚，其中四川省白酒消费规模预计在 400 亿元左右，为我国重要白酒省份也是各家酒企必争之地，西南区域为公司业绩发展提供稳定保障。另一方面公司作为当地名酒并且已深耕多年，具备较强的品牌力和深厚的消费基础，尤其在成都地区，国窖品牌力和规模与五粮液基本相同，公司可以通过在成都打造样板市场后，向省外复制拓展市场。

华北区域以低度国窖为主，错位竞争快速扩大优势。华北市场为公司传统优势市场，主要以销售低度国窖 1573 为主，产品批价约 600-700 元，终端价在 800 元左右。2021 年国窖体量在华北市场已超 60 亿元，2022 年预计超 80 亿元，其中低度国窖体量预计超过高度国窖。此外，低度国窖在华北市场具备明显优势，一方面当地消费者偏好柔和口味，低度国窖品质口感反馈较好，相对低度五粮液更加柔顺，消费者接受度更高；另一方面低度国窖在 600-800 元次高端价格带缺少主力竞品，其他次高端产品品牌力较弱，同时五粮液发展重心在高度产品，低度产品发展相对较差，低度国窖在华北区域与五粮液形成错位竞争。未来随着低度国窖在华北市场形成良好消费基础后，高度国窖市占率也有望进一步提升。

华中市场培育消费氛围，会战模式有望带来新的突破点。华中市场整体白酒消费规模较大，其中河南白酒市场规模约 600 亿元，湖北白酒市场接近 300 亿元。公

公司在华中区域主要以会战模式为主，通过在主要城市里集中销售人员采用让利、促销、抢占陈列位等方式，迅速向终端客户、门店等进行全面辐射，从而带动当地市场快速发展，抢占市场份额。2020年5月公司在河南开启会战，规划国窖销售目标3年突破12亿元，并将省内分为豫中、豫西、豫北、豫南四大战区，销售人员数量从200多人增加到1000多人，渠道上引入厂商1+1模式、久泰模式、大商模式等，并通过控盘分利模式保障经销商渠道利润，2020年河南市场国窖销售收入约5-6亿元，实现翻倍增长，2021年受市场疫情和洪灾影响，国窖收入仍有30%增长。2022年公司继续在湖北和湖南的核心城市进行新一轮会战，市场动销和终端反馈较好。未来随着主要城市的渠道掌控力增强，以及经销商和消费者氛围逐步形成，华中区域有望成为公司增长新的驱动力。

3.4.2、推进“东进南图”战略，加速扩张潜力市场

华东、华南地区发展较弱，开启“东进南图”战略加快扩张速度。公司在华东、华南市场渠道铺设和消费者接受度仍有所欠缺，2018年公司开始“东进南图”战略，向经济总量更高的华东、华南市场逐步进攻，在弱势区域主要采取“1+N”布局模式，即在1个中心城市优先布局的基础上，辅助其他机会型城市，达到连点成线的快速区域突破。

华东市场白酒消费氛围浓厚，国窖逐步释放品牌势能。华东市场包括江苏、安徽、浙江、上海等，整体白酒市场规模较大，其中江苏市场白酒规模超500亿元，主流价格带已升至300元-500元价格带，产品结构升级处于全国前列。2017年公司将上海、苏南、浙北作为核心市场，重点加大投入，主动与优质经销商进行合作，加快拓展团购渠道，并通过高端品鉴活动和开设品牌专卖店，加强对终端及消费者的积极培育。目前重点区域已形成良好消费氛围，2022年国窖在华东市场销售收入预计近30亿元，与五粮液差距逐步缩小，未来随着品牌势能逐渐增强，华东市场有望保持高速增长。

华南市场消费基础较弱，以培育消费氛围为主。华南市场主要包括广西、广东和海南，华南市场经济发展和人均收入水平相对较高，但当地洋酒、红酒和酱香型白酒氛围较为浓厚，浓香型白酒消费基础较为薄弱，公司在华南市场体量与其他大区有一定差距。目前公司在华南市场中主要以厂家1+1模式进行运作，并持续加强当地品牌营销活动，积极开展渠道建设和消费者培育等工作，华南市场有望逐步贡献增量。

4、未来看点：内部活力持续释放，费用率有望下行

4.1、管理团队经验丰富，高管、员工动力充足

核心高管稳定，具备丰富经验。公司管理层长期稳定，多数高管任职起始日期均在2015年及以前，期间管理团队未发生过较大变化，有效保障公司生产经营稳定性和营销政策的持续性。此外，核心高管不仅具备丰富销售和管理经验，且均为内部成长而来，刘淼和林锋于2015年6月分别担任公司董事长和总经理，二人均来自销售一线岗位，对公司经营管理和发展规划更为熟悉，上任后在品牌、产品、渠道、营销等进行多维度改革，带领酒企高速增长。

表16: 公司管理团队长期稳定

时间	职务	任期起始日期	年龄	历任职务
刘淼	董事长	2015.06	54岁	曾任销售公司总经理，公司总经理助理、公司副总经理等职务
林锋	总经理	2015.06	50岁	曾任销售公司副总经理，总经理，公司营销总监，人力资源总监，总调度长，副总经理
王洪波	常务副总经理、董事会秘书	2015.03	59岁	曾任泸州市商务局副局长，党组副书记，泸州市商务局局长，党组书记，市酒类产业发展局局长(兼)，泸州市委副秘书长，市委办公室主任，集团公司副总裁
何诚	副总经理	2015.06	57岁	曾任公司企管部部长，人力资源部部长，酿酒公司总经理，公司总调度长，质量部部长
沈才洪	副总经理	2002.06	57岁	曾任制曲分公司经理，公司总经理助理兼生产部部长
谢红	财务总监	2015.03	54岁	曾任泸州市财政局国库科科长，非税收入征收管理科科长，泸州市市级财政国库支付中心主任，泸州市财政局总会计师
张宿义	副总经理	2015.12	52岁	曾任公司勾储中心主任，公司副总工程师，酿酒公司副总经理，酒体设计中心主任
李勇	副总经理	2021.09	46岁	曾任公司总经理办公室主任、销售公司党委书记等职务。现任公司纪委委员，销售公司党委副书记，纪委书记，副总经理

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

营销团队向年轻化发展，人才培育机制较好，有效激发员工活力。公司在营销管理上敢于提拔年轻骨干，2021年公司让张彪、董虎杰、张良担任销售板块主要负责人，三人均为“85后”，年龄基本在35-40岁之间，其中张彪担任泸州老窖销售公司总经理，董虎杰担任泸州老窖销售公司常务副总经理，张良担任国窖销售公司总经理。公司提拔优秀年轻骨干，建立完善人才培养和晋升机制，有利于增强团队内部活力，推动公司高质量发展。

表17: 公司营销团队向年轻化发展

姓名	出生年份/年龄	职务
张彪	1985年(37岁)	曾任国窖公司总经理，2021年出任销售公司总经理
董虎杰	1987年(35岁)	曾任国窖公司西南大区总经理，2021年出任销售公司常务副总经理
张良	1988年(34岁)	曾任国窖公司中南大区总经理，2021年成为国窖公司总经理

资料来源：微酒公众号、开源证券研究所

股权激励激发核心人员动力，内部动能进一步释放。2021年公司推出股权激励计划，是本届管理层第一次股权激励。本次持股计划覆盖共不超过521人，其中董事、监事、高管共9人，董事长刘淼、总经理林锋分别授予9.59万股，其余7位高管占比合计约5.77%；核心骨干人员共512人，共授予725.37万股，约占本次授予计划的82.11%。公司本次股权激励计划覆盖范围广，且激励力度较大，有望进一步调动公司核心管理和骨干人员积极性，激发公司整体动力，为公司中长期发展奠定坚实基础。

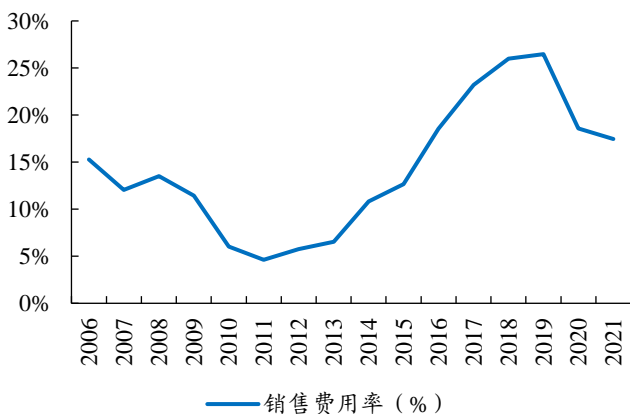
表18: 核心高管和骨干人员股权激励力度较大

姓名	职位	授予数量(万股)	占授予总量比例	2021 年持股数量 (万股)
刘焱	董事长	9.59	1.09%	19.22
林锋	董事、总经理	9.59	1.09%	0.00
王洪波	董事、常务副总经理、 董事会秘书	7.67	0.87%	0.00
沈才洪	董事、副总经理	7.67	0.87%	13.84
谢红	财务总监	7.67	0.87%	0.00
何诚	副总经理	7.67	0.87%	0.00
张宿义	副总经理	7.67	0.87%	0.00
熊婷婷	副总经理	6.28	0.71%	0.00
李勇	副总经理	6.28	0.71%	0.00
核心骨干人员 (512 人)		725.37	82.11%	
预留		88.0	9.96%	
合计	董事长	883.46	100.00%	

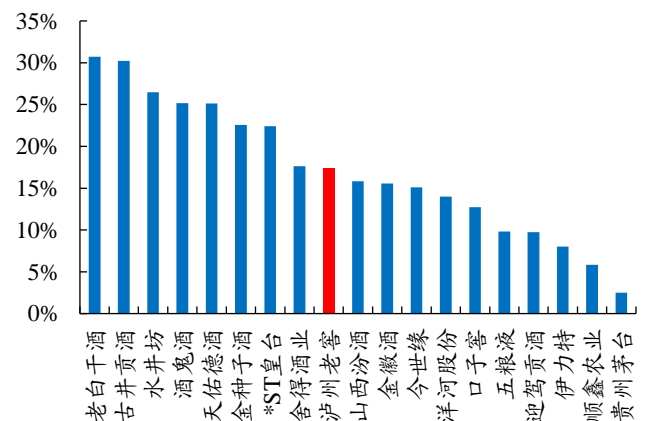
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4.2、前期营销费用投入较大, 销售费用率存在下降空间

品牌专营模式下前期费用投放较高, 销售费用率快速提升。公司在 2006-2014 年渠道采用柴泉模式, 主要以股权分红绑定核心经销商, 销售费用支出相对较低, 2010-2013 年公司销售费用率仅为 5% 左右。2015 年公司将柴泉模式升级改进为品牌专营模式, 各品牌公司独立运作, 渠道运营向精细化发展, 在人员、渠道、运营等方面投入费用提高, 并持续发力品牌营销宣传, 导致销售费用率持续提升, 2019 年达到历史峰值 26.5%。2020-2021 年因疫情影响公司销售费用率有所下降, 但对比贵州茅台、五粮液等酒企仍处于较高水平。

图47: 2015-2019 年销售费用率快速提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

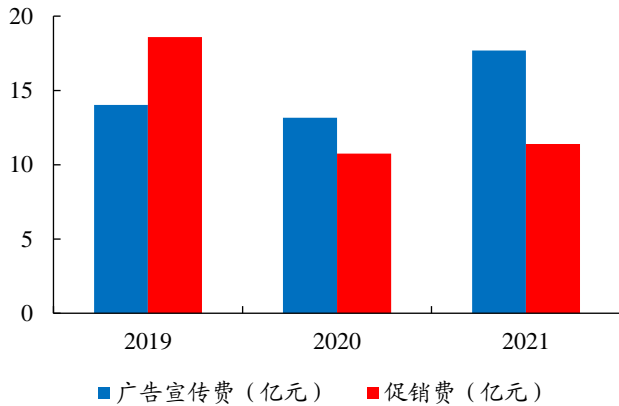
图48: 2021 年公司销售费用率 (%) 明显高于可比公司


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

疫情期间广宣费用持续提升, 促销费用下降。2019-2021 年因国内疫情影响, 公司销售费用结构有所变化, 一方面广告宣传费用持续增加, 在高端品牌推广和硬广上持续投入, 2021 年广告宣传费用占比达 49.2%。另一方面公司促销费用持续降低,

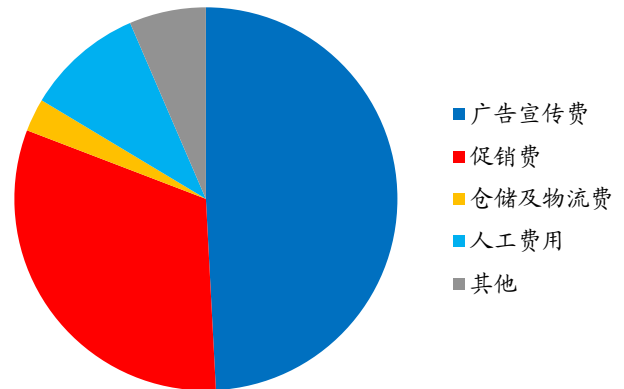
我们认为主要由于疫情管控限制公司销售团队活动，品鉴会、回厂游等活动未能如期开展。

图49：2019-2021年广告宣传费用上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图50：2021年广告宣传费用占比最多



数据来源：公司公告、开源证券研究所

精准投放和规模效应下，公司销售费用率存在较大优化空间。基于公司目前仍处于扩张期，在高端品牌力不及茅台和五粮液下，市场拓展费用以及广告宣传费用的高投入不可避免，但随着公司高速发展，销售费用率存在缩减优化空间。一是疫情防控优化后经济逐步修复，公司产品批价有望逐步回升，待核心产品实现顺价后，渠道返利和费用将逐步收缩。二是公司将延续费用精准化投放，在渠道上加强管控，避免套费用现象，在消费者培育上精准营销，通过差异化活动增强与不同消费者群体之间的粘性。三是随着公司收入高速增长，销售费用薄摊下，费用率有望稳步下行。

4.3、疫后消费复苏趋势确定，双品牌驱动业绩高速增长

前期疫情反复压制白酒消费需求。2020年疫情以来，新冠疫情在全国多地复发，对于白酒行业消费造成较大冲击，一是疫情管控下白酒消费场景缺失较多，餐饮、商场、酒店等在疫情期间停业较长，导致商务宴请、婚宴、聚餐等需求受到抑制。二是疫情导致企业停工停产，居民整体收入水平下降，消费支出意愿降低。

疫情进入新阶段，场景放开带来需求回补，经济恢复有助于价格回升。2023年新型冠状病毒感染被宣布为“乙类乙管”管理，我国疫情进入新阶段，我们认为白酒行业将迎来新的量价齐升周期。首先短期看，随着国内疫情高峰结束，消费场景明显快速修复，前期受抑制的消费需求得到释放，如礼赠、宴席、酒席、聚餐等场景修复明显，推动高档和中低档产品销量快速增长。中长期看，随着企业复工复产，我国经济复苏趋势确定，居民收入水平将得到实质性恢复，推动白酒消费延续升级趋势，主流价格带向上衍生，次高端白酒弹性将逐步显现。整体看，随着场景恢复和收入提升，高端、中低端、次高端价格带产品将顺次进入增长恢复期。

国窖高低度协同发展，泸州老窖品牌恢复增长，疫后公司多价位产品线共同推动业绩提升。公司聚焦国窖和泸州老窖双品牌发展，形成高中低价格带全覆盖，分品牌看，国窖高低度协同发展，其中高度国窖通过价格跟随和控量挺价持续提升高端品牌影响力，并逐步站稳高端千元价位，与竞品差距持续缩小，保证业绩基本盘；低度国窖近年来在华北区域差异化竞争，产品快速放量增长，成为公司重要成长驱

动力。泸州老窖品牌调整到位，中档价位产品蓄势待发，低档价紧抓大众市场，其中泸州老窖 1952 定位次高端 600-800 元商务宴请市场，重点布局一二线核心城市，享受消费升级红利；特曲 60 版卡位 400-600 元价位，当前转型渠道产品后，将加快全国市场拓张布局；老字号特曲在经过 2-3 年的调整恢复期后，产品挺价成功并站稳 300 元价位；低档产品聚焦高线光瓶酒市场，新品黑盖和高光推出后夯实塔基产品架构，持续培育年轻消费群体，低端酒将成为公司新的战略抓手。公司整体产品架构完善，高中低档产品相互促进发展，疫后多产品线齐驱并进下，公司业绩有望迎来快速增长。

5、盈利预测与投资建议

收入假设：公司坚定推进“双品牌、三品系、五大单品”战略，高档产品以国窖系列为主，其中高度国窖定位高端，控量挺价持续提升品牌价值，低度国窖在华北、华东等区域快速放量，我们预计公司高档酒 2022-2024 年增速分别为 22.0%、25.0%、23.0%。中档酒以特曲和窖龄系列为主，其中特曲 60 版转型渠道销售，老字号特曲成功站稳 300 元以上价位，窖龄酒用于补充空白价格带，未来随着区域扩张和消费升级，中档酒将稳步放量，我们预计公司中档酒 2022-2024 年增速分别为 30.0%、25.0%、20.9%。低档酒公司推出新品黑盖和高光发力高线光瓶酒市场，拉动低档酒产品结构升级，我们预计公司低档酒 2022-2024 年增速分别为 10.0%、25.0%、15.0%。

毛利率假设：公司双品牌战略稳步发展，疫后经济复苏将带动产品量价齐升，其中高档国窖系列稳步增长，营收占比将继续提升，中档特曲系列发力 300-800 元次高端价位，目前处于快速放量增长期，低档酒向百元高线光瓶酒升级。整体看，公司产品结构持续向上升级，毛利率仍将呈提升趋势，预计 2022-2024 年整体毛利率分别为 87.8%、88.6%、89.5%。

费用假设：品牌专营模式下，公司前期投入的广宣和渠道费用较高，当前品牌价值 and 消费者培育逐步进入收获期，后期随着费用收窄以及收入规模提升，长期看费用率有望在规模化下有所薄摊。

表19: 收入预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
高档白酒	收入 (百万元)	10,460	13,598	16,589	20,737	25,506
	增速	21.7%	30.0%	22.0%	25.0%	23.0%
	毛利率	92.9%	92.8%	93.2%	93.8%	94.2%
中档白酒	收入 (百万元)	3776	4799	6,239	6838	8269
	增速	0.8%	27.1%	30.0%	25.0%	20.9%
	毛利率	84.98%	87.23%	89.20%	88.67%	89.22%
低档白酒	收入 (百万元)	2221	2018	2220	2774	3191
	增速	-32.41%	-8.74%	10.00%	25.00%	15.00%
	毛利率	40.16%	41.40%	46.73%	53.12%	55.16%
其他	收入 (百万元)	205	227	200	200	200
	增速	1.84%	10.83%	-11.93%	0.00%	0.00%
	毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
营业总收入	收入 (百万元)	16652	20642	25248	30549	37167
	增速	5.3%	24.0%	22.3%	21.0%	21.7%
	毛利率	83.1%	85.7%	87.8%	88.6%	89.5%
	费用率	30.9%	23.4%	22.2%	20.4%	19.2%
	净利率	35.8%	38.5%	41.1%	42.6%	43.6%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

我们对比白酒主要企业估值水平,发现2022年白酒行业平均估值在33.8倍左右,泸州老窖2022年预测估值34.4倍,略高行业平均水平,但考虑公司大单品战略下双品牌快速发展,国窖布局高端不断拔高品牌价值,泸州老窖品牌调整到位潜力充足,未来成长空间更优,应享受更高的估值溢价。

投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为103.9、130.4、162.3亿元, EPS分别为7.06、8.86、11.03元,当前股价对应PE分别为34.4、27.4、22.0倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

表20: 可比公司估值: 泸州老窖估值处于行业平均水平

证券简称	评级	股价			EPS			PE		
		元	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
贵州茅台	买入	1770.0	49.4	58.6	68.5	36.8	31.0	26.5		
五粮液	买入	198.0	7.0	8.1	9.3	29.3	25.4	22.2		
洋河股份	增持	166.3	6.5	7.5	8.9	26.7	22.9	19.3		
山西汾酒	买入	263.5	6.2	8.2	10.9	44.3	33.5	25.2		
口子窖	增持	72.5	3.0	3.4	4.0	23.0	20.4	17.5		
古井贡酒	增持	272.3	5.9	7.4	9.4	47.0	37.0	29.4		
金徽酒	增持	28.4	0.8	1.1	1.4	34.9	26.3	20.4		
水井坊	增持	77.8	2.9	3.6	4.5	28.2	22.5	18.2		
平均值						33.8	27.4	22.3		
泸州老窖	买入	243.0	7.1	8.9	11.0	34.4	27.4	22.0		

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 股价截至 2023 年 3 月 8 日, 2022-2024 年盈利预测均来自于开源证券研究所)

6、风险提示

宏观经济下行、产品升级不及预期、白酒行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19890	26575	30747	38153	48156
现金	11625	13513	19656	23411	35146
应收票据及应收账款	2	2	2	2	3
其他应收款	127	29	162	69	212
预付账款	75	178	131	243	212
存货	4696	7278	5221	8852	7007
其他流动资产	3366	5576	5576	5576	5576
非流动资产	15170	16636	18771	21323	24598
长期投资	2478	2627	2896	3165	3434
固定资产	6889	8089	8944	10106	11815
无形资产	2657	2606	3018	3514	4110
其他非流动资产	3146	3314	3913	4539	5239
资产总计	35059	43212	49519	59476	72755
流动负债	7758	10947	12159	12658	13361
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2726	2420	2951	3097	3719
其他流动负债	5032	8527	9208	9561	9642
非流动负债	4120	4128	3606	3146	2819
长期借款	3988	3991	3470	3009	2682
其他非流动负债	132	137	137	137	137
负债合计	11878	15075	15765	15804	16180
少数股东权益	107	97	73	43	6
股本	1465	1465	1465	1465	1465
资本公积	3723	3755	3755	3755	3755
留存收益	17701	22653	27187	33165	40450
归属母公司股东权益	23075	28040	33680	43629	56569
负债和股东权益	35059	43212	49519	59476	72755

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4916	7699	12892	9876	18511
净利润	5959	7937	10368	13008	16195
折旧摊销	309	552	676	804	974
财务费用	-132	-217	-410	-542	-794
投资损失	-201	-202	-133	-129	-129
营运资金变动	-1164	-384	2381	-3281	2232
其他经营现金流	147	13	10	16	33
投资活动现金流	-2174	-2678	-2668	-3214	-4111
资本支出	2144	1979	2542	3087	3980
长期投资	-80	-741	-269	-269	-269
其他投资现金流	49	42	143	142	138
筹资活动现金流	-917	-3183	-4082	-2906	-2665
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	1497	3	-521	-461	-327
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	33	0	0	0
其他筹资现金流	-2414	-3218	-3561	-2445	-2339
现金净增加额	1816	1834	6142	3756	11735

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16653	20642	25248	30549	37167
营业成本	2823	2952	3082	3470	3911
营业税金及附加	2224	2865	3535	4277	5203
营业费用	3091	3599	4166	4735	5761
管理费用	844	1056	1262	1527	1784
研发费用	86	138	126	153	186
财务费用	-132	-217	-410	-542	-794
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	32	52	38	42	41
公允价值变动收益	0	6	2	2	2
投资净收益	201	202	133	129	129
资产处置收益	8	-0	9	11	7
营业利润	7959	10590	13688	17141	21338
营业外收入	33	27	34	35	32
营业外支出	53	67	80	60	60
利润总额	7939	10551	13642	17116	21310
所得税	1981	2614	3274	4108	5114
净利润	5959	7937	10368	13008	16195
少数股东损益	-47	-18	-24	-30	-37
归属母公司净利润	6006	7956	10392	13038	16233
EBITDA	8162	10961	13971	17409	21527
EPS(元)	4.08	5.40	7.06	8.86	11.03

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.3	24.0	22.3	21.0	21.7
营业利润(%)	30.1	33.1	29.2	25.2	24.5
归属于母公司净利润(%)	29.4	32.5	30.6	25.5	24.5
获利能力					
毛利率(%)	83.0	85.7	87.8	88.6	89.5
净利率(%)	35.8	38.5	41.1	42.6	43.6
ROE(%)	25.7	28.2	30.7	29.8	28.6
ROIC(%)	45.1	53.5	71.5	64.0	76.3
偿债能力					
资产负债率(%)	33.9	34.9	31.8	26.6	22.2
净负债比率(%)	-32.5	-33.4	-45.3	-44.4	-55.3
流动比率	2.6	2.4	2.5	3.0	3.6
速动比率	1.9	1.7	2.1	2.3	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1682.0	13164.3	13164.3	13164.3	13164.3
应付账款周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.08	5.40	7.06	8.86	11.03
每股经营现金流(最新摊薄)	3.34	5.23	8.76	6.71	12.58
每股净资产(最新摊薄)	15.68	19.05	22.88	29.64	38.43
估值比率					
P/E	59.6	45.0	34.4	27.4	22.0
P/B	15.5	12.8	10.6	8.2	6.3
EV/EBITDA	42.7	31.6	24.3	19.3	15.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn