

2024年12月15日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

浓香鼻祖壮志凌云，三大品系交替发力

—泸州老窖（000568.SZ）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

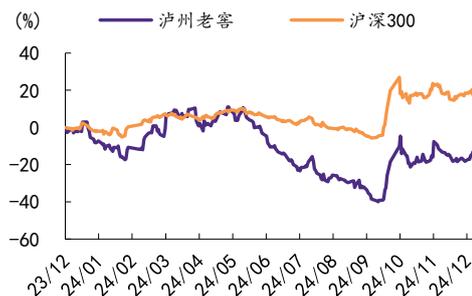
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2024-12-13

当前股价（元）	137.79
总市值（亿元）	2028.2
总股本（百万股）	1472.0
流通股本（百万股）	1467.3
52周价格范围（元）	98.92-197.71
日均成交额（百万元）	1711.7

市场表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

相关研究

- 《泸州老窖（000568）：业绩表现稳健，费投同比优化》2024-10-31
- 《泸州老窖（000568）：利润略不及预期，税负占比形成拖累》2024-09-01
- 《泸州老窖（000568）：坚持良性发展基调，全力以赴完成全年目标》2024-06-30

■ 深交所上市第一白酒股，浓香鼻祖深入人心

公司坐落于四川泸州市，于1994年上市。截止2024H1累计现金分红总额达433亿元，是上市募投资金的349倍。

■ 量减价增时代，高端酒一超二强

规模：2023年白酒规模约6488亿元（同增4.5%），2017-2023年CAGR为2.3%。**高端酒营收**从2017年512亿元增至2021年952亿元，预计2026年增至1664亿元，2021-2026年CAGR为12%。**市占率：**高端酒市占率从2017年9%升至2021年16%，预计2026年将提至22%。**竞争格局：**茅五国合占高端酒份额90%以上，一超二强局面已形成。

■ 走在复兴的路上，组织管理张弛有度

品牌端：五获名酒称号，享誉海内外。**产品端：**入选非物质文化遗产，双品牌三大品系清晰。**价格端：**量价交替发力，跟随五粮液策略。**产能端：**国宝窖池厚积薄发，已形成“1+2+N”产能新格局。**渠道端：**组织模式迭代升级，经销商质量提升明显。

■ 盈利预测

预计公司2024-2026年EPS分别为9.81/10.20/11.23元，当前股价对应PE分别为14/14/12倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 宏观经济下行风险；2) 国窖增长不及预期；3) 特曲60增长不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	30,233	33,359	35,200	39,186
增长率（%）	20.3%	10.3%	5.5%	11.3%
归母净利润（百万元）	13,246	14,442	15,020	16,524
增长率（%）	27.8%	9.0%	4.0%	10.0%
摊薄每股收益（元）	9.00	9.81	10.20	11.23
ROE（%）	31.9%	28.8%	25.5%	24.2%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

正文目录

1、上市三十载，成就浓香鼻祖.....	5
1.1、深市白酒第一股，上市三十载.....	5
1.2、国资持股平台稳定，近些年分红稳中有升.....	6
2、量减价增时代，高端酒一超二强.....	8
2.1、白酒规模整体稳增，品牌分化趋势明显.....	8
2.2、高端酒格局稳定，一超二强地位确立.....	10
3、走在复兴的路上，组织管理张弛有度.....	12
3.1、品牌端：五获名酒称号，享誉海内外.....	12
3.2、产品端：入选非物质文化遗产，双品牌三大品系清晰.....	15
3.2.1 入选非物质文化遗产，拥有 1619 口百年以上窖池.....	15
3.2.2 国窖基本盘稳定，三大产品体系清晰.....	17
3.3、价格端：量价交替发力，跟随五粮液策略.....	20
3.3.1 价驱动为主，吨价提升明显.....	21
3.3.2 提价多幅更高频，跟随五粮液策略.....	22
3.4、产能端：国宝窖池厚积薄发，已形成“1+2+N”产能新格局.....	23
3.4.1 上市前产量已过万吨，上市后打造产能布局.....	23
3.4.2 中高档酒产量稳增长，低档酒整顿效果显著.....	32
3.5、渠道端：组织模式迭代升级，经销商质量提升明显.....	33
3.5.1 倾力打造国窖，组织模式迭代升级.....	33
3.5.2 传统渠道仍是主力，经销商质量提升明显.....	47
4、盈利预测评级.....	49
5、风险提示.....	50

图表目录

图表 1：泸州老窖 1991 年-2023 年总营收复合增速 18.3%，保持稳增长.....	5
图表 2：泸州老窖 1991 年-2023 年归母净利润复合增速 22%.....	6
图表 3：公司股权结构清晰，国资持股稳定（截至 2024 年三季报）.....	6
图表 4：公司现金分红总额从 1994 年 0.74 亿元增至 2023 年 79.49 亿元.....	7
图表 5：公司上市以来分红率从 2008 年 13.45%稳步提升至 2023 年 46.75%.....	7
图表 6：1989 年至今白酒当月产量与同比.....	8
图表 7：1989 年至今白酒累计产量与同比.....	8
图表 8：2011-2023 年规上酒企数量及产量和均价表现.....	8
图表 9：2011-2023 年规上酒企收入及利润总额表现.....	8
图表 10：2017-2026E 白酒行业市场规模及同比增速.....	9
图表 11：2017-2026E 白酒行业不同价位段市场规模占比.....	9
图表 12：2018-2026E 白酒行业不同价位市场规模同比增速.....	9
图表 13：2011-2023 年上市酒企收入占白酒行业比重.....	10

图表 14: 2017 年以来高端白酒一直保持两位数增长态势.....	10
图表 15: 高端酒市占率 2026 年有望达 21.6%.....	10
图表 16: 高端酒茅五国合计占比 90%+.....	11
图表 17: 高端酒竞争维度梳理.....	11
图表 18: 公司自新中国成立以来, 国内屡次获奖.....	12
图表 19: 改革开放以来, 公司美名享誉海外.....	13
图表 20: 新中国五次白酒评酒会中泸州老窖获奖五次.....	13
图表 21: 公司获 2024 年产业投资 100 强第 13 名.....	14
图表 22: 公司获 2024 年最受关注产业资本 TOP10.....	14
图表 23: 公司斩获 ADMEN 整合营销类“实战金案”大奖.....	15
图表 24: 公司传统酿制技艺十二道工序.....	16
图表 25: 公司传统生产工艺流程一览.....	16
图表 26: 公司拥有三大天然藏酒洞.....	17
图表 27: 公司拥有 1619 口百年以上窖池.....	17
图表 28: 公司成功构建“双品牌、三品系、大单品”品牌体系.....	17
图表 29: 过去 21 年国窖系列和窖龄系列+特曲系列均保持两位数增长.....	18
图表 30: 目前高低度国窖销量基本五五开.....	18
图表 31: 目前高低度国窖收入占比约 6:4.....	18
图表 32: 2023 年公司营收拆分.....	19
图表 33: 公司主推窖龄 60、90 年.....	19
图表 34: 公司腰部主力产品—特曲 60 版.....	19
图表 35: 特曲系列主要代表: 特曲老字号.....	19
图表 36: 特曲 60 版已成公司腰部最大的单品.....	20
图表 37: 国窖系列毛利率基本稳中有升.....	20
图表 38: 国窖系列占比大部分年份超 50%.....	20
图表 39: 2011 年以来公司产品结构调整致销量锐减.....	21
图表 40: 公司总吨价过去 12 年 CAGR 为 15%.....	21
图表 41: 2019A-2023A 中高档酒销量 CAGR 为 10%.....	21
图表 42: 2019A-2023A 中高档酒吨价提升明显.....	21
图表 43: 茅五国提价对比一览.....	22
图表 44: 国窖提价呈现出“多幅更高频”特点.....	23
图表 45: 公司 1996 年销量已超 2.7 万吨.....	24
图表 46: 截止 1996 年底上市募投项目情况一览.....	25
图表 47: 1997 年公司配股募投项目情况一览.....	25
图表 48: 2000 年配股募投项目情况一览.....	25
图表 49: 2004 年 5 月配股募投项目变更情况一览.....	26

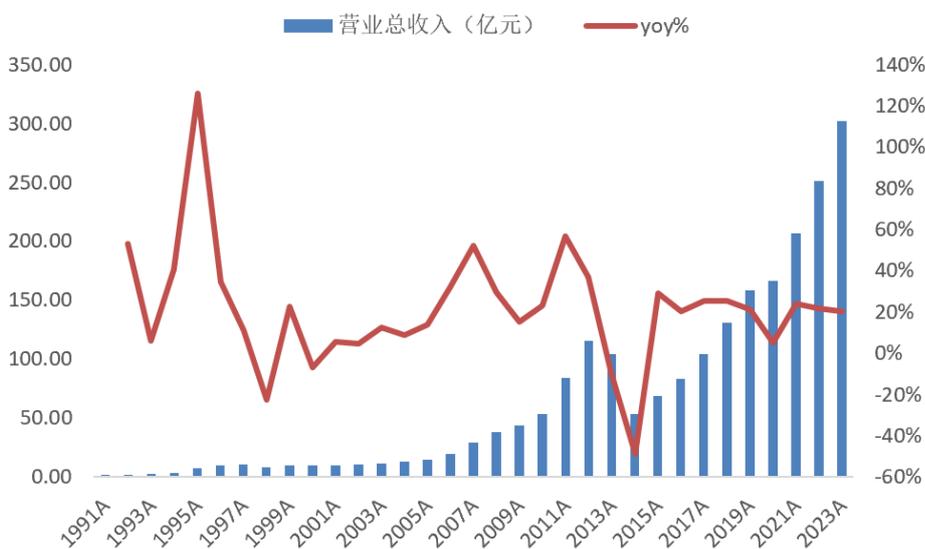
图表 50: 截止 2005 年公司总销量超 5 万吨	26
图表 51: 2006 年 12 月定增投资 6 万吨优质酒储存库一览	27
图表 52: 公司 2011-2015 年产量 CAGR 为 4.9%	28
图表 53: 公司拟发行债券募集资金 40 亿元投资项目一览	30
图表 54: “十三五”公司调结构致产量回落至 11 万吨左右一览	30
图表 55: 十四五期间公司继续调结构致总产量下降一览	32
图表 56: 2019 年-2023 年中高档酒产销率稳中有升	33
图表 57: 近几年调结构致中高档酒产量有所波动	33
图表 58: 近几年低档酒产销率基本 100%	33
图表 59: 近几年低档酒经过调整后产量有所下降	33
图表 60: 《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》	34
图表 61: 2000-2006 年公司主要战略一览	35
图表 62: 2006 年公司发布的股票期权分配表一览	36
图表 63: 2006 年公司定增十名对象一览	37
图表 64: 2009 年公司创立柒泉模式领先市场	38
图表 65: 2007-2012 年公司主要战略一览	39
图表 66: 2009 年-2012 年公司前五大客户营收占比 (%) 稳步提升	40
图表 67: 2014 年公司反思问题及对应举措一览	41
图表 68: 2015 年公司升级改良柒泉模式为专营公司模式	42
图表 69: 2015 年公司确立的五大超级单品	42
图表 70: 2017 年公司全国七大营销中心建成运营	43
图表 71: “十四五”期间公司“136”战略	44
图表 72: 2021 年 12 月公司向不超过 521 个激励对象授予股票	44
图表 73: 2021 年股权激励方案对业绩有明确考核要求	45
图表 74: 品牌专营公司模式后经完善分成三种形式	45
图表 75: 1988 年-至今, 公司渠道逐步扁平化	46
图表 76: 国窖专营公司打款模式一览	47
图表 77: 当前国窖渠道已多元化, 新兴渠道持续推进	47
图表 78: 新兴渠道营收从 2019 年 7.35 亿元增至 2023 年 14.2 亿元	48
图表 79: 2019 年-2023 年新型渠道毛利率波动较大, 传统渠道稳中有升	48
图表 80: 2019 年以来公司新兴渠道占比保持稳定	48
图表 81: 近几年公司对经销商进行持续优化	49
图表 82: 近几年平均单个经销商销售额在稳步提升	49
图表 83: 盈利预测	50

1、上市三十载，成就浓香鼻祖

1.1、深市白酒第一股，上市三十载

公司坐落于四川省泸州市，于 1994 年在深交所上市，成为深交所第一家白酒上市企业。目前公司主营“国窖 1573”、“泸州老窖”、“泸州老窖特曲”、“百年泸州老窖窖龄酒”、“泸州老窖头曲”、“泸州老窖黑盖”等系列白酒，主要综合指标位于白酒行业前列，产品畅销海内外。近年来公司成功构建清晰聚焦的“双品牌、三品系、大单品”品牌体系，国窖 1573 品牌提升和泸州老窖品牌复兴工程成效显著。

图表 1：泸州老窖 1991 年-2023 年总营收复合增速 18.3%，保持稳增长

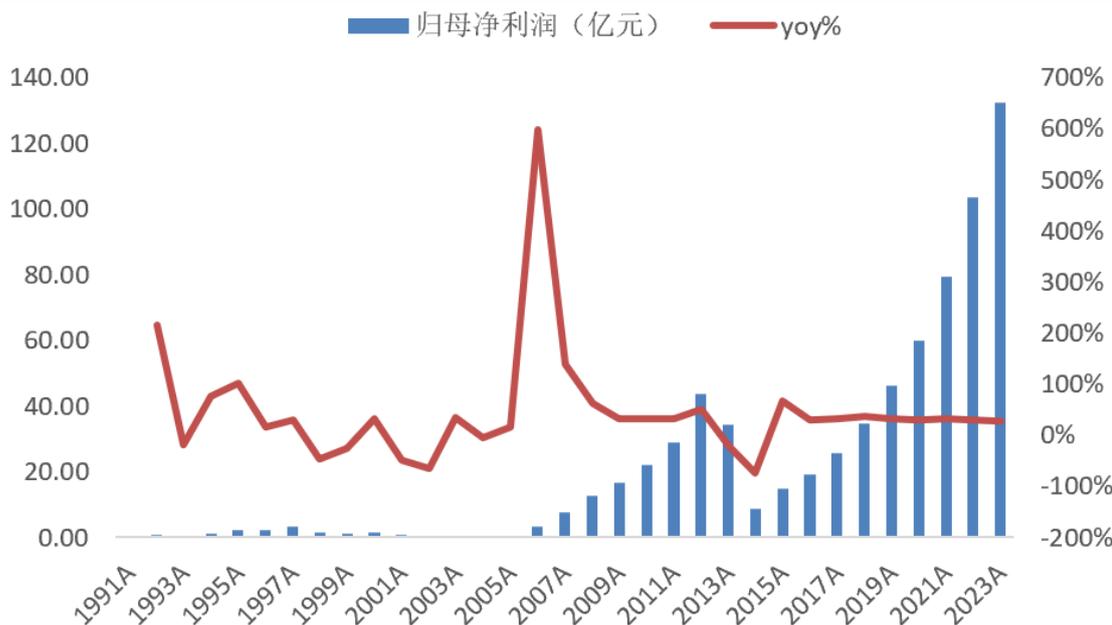


资料来源：wind，华鑫证券研究

原公司始建于 1950 年 3 月，当时名称为“四川省专卖公司国营第一曲酒厂”；1960 年，国营第一曲酒厂和曲联社合并，成立泸州曲酒厂，主管部门为泸州市商业局；1964 年更名为四川省泸州曲酒厂，1990 年 8 月正式更或为泸州老窖酒厂，行政关系仍隶属于泸州市商业局。1993 年 9 月 20 日，由泸州老窖酒厂独家发起，设立泸州老窖股份有限公司。公司总营收从 1991 年 1.39 亿元增至 2023 年 302.33 亿元，32 年 CAGR 为 18.3%，整体来看保持两位数增长。

归母净利润从 1991 年 0.23 亿元增至 2023 年 132.46 亿元，32 年 CAGR 为 22%。32 年间营收和归母净利润复合增速均超 15%，公司凭借 30 余年的稳增长，踏步走向浓香鼻祖复兴中。

图表 2：泸州老窖 1991 年-2023 年归母净利润复合增速 22%

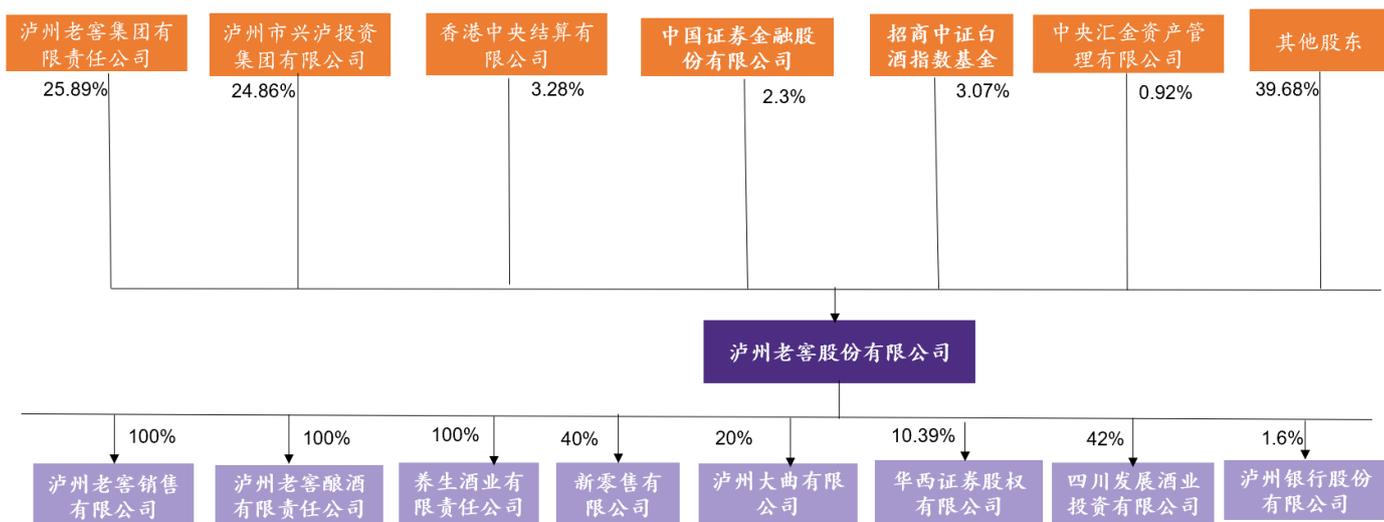


资料来源：wind，华鑫证券研究

1.2、国资持股平台稳定，近些年分红稳中有升

国资持股稳定，股权非常清晰。公司实际控制方为泸州市国资委，泸州老窖集团和泸州市兴泸投资集团合计持股上市公司 50.75% 股份，为第一大股东。其中公司 100% 控股泸州老窖销售有限公司，100% 控股泸州老窖酿酒有限责任公司，20% 控股泸州大曲有限公司，42% 控股四川发展酒业投资有限公司。

图表 3：公司股权结构清晰，国资持股稳定（截至 2024 年三季度）

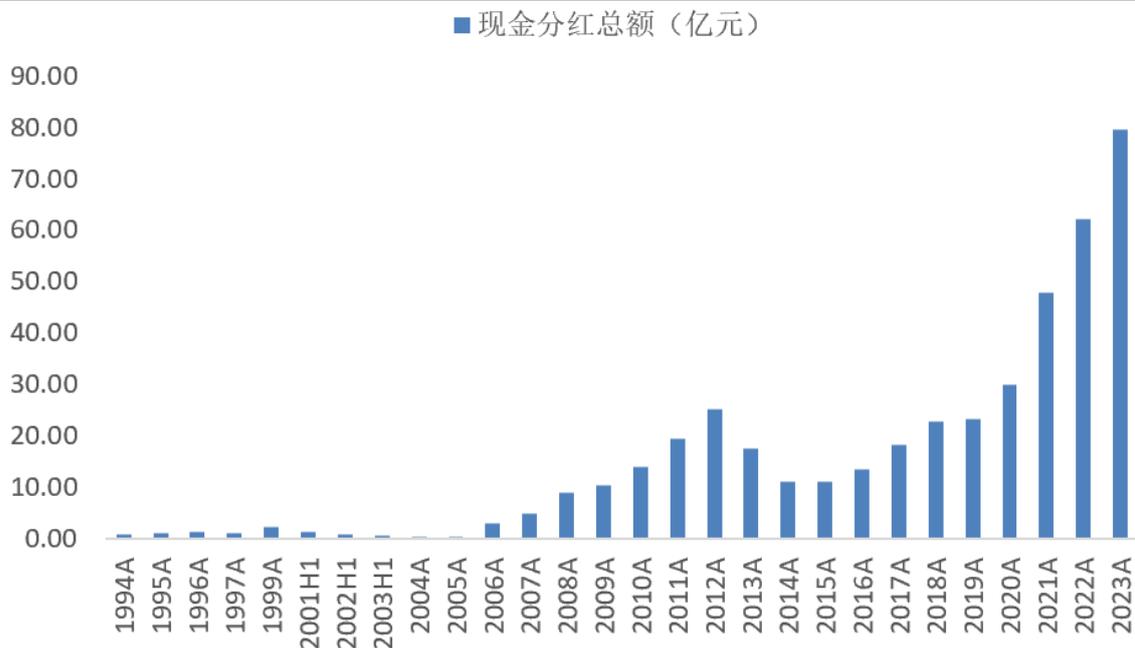


资料来源：wind，华鑫证券整理

上市以来，截止 2024 年 6 月 30 日，公司累计现金分红总额达 433 亿元，是 1994 年上市募投资金 1.24 亿元的 349 倍。现金分红总额从 1994 年 0.74 亿元增至 2023 年 79.49 亿

元，29年CAGR为17.5%。

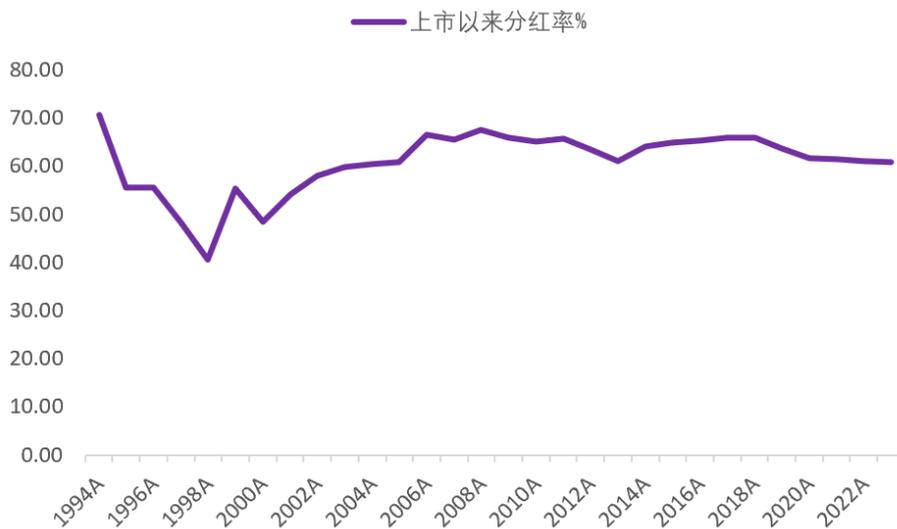
图表 4：公司现金分红总额从1994年0.74亿元增至2023年79.49亿元



资料来源：wind，华鑫证券整理

公司上市以来，分红率稳步提升。2024年以来，由于经济持续下行，消费疲软，资本市场更多关注上市公司分红率，期待分红率提升给股东创造更大价值。公司上市以来分红率，2000年以来从48.43%稳步提升至2023年60.91%，预计未来将持续稳步提升。

图表 5：公司上市以来分红率从2008年13.45%稳步提升至2023年46.75%



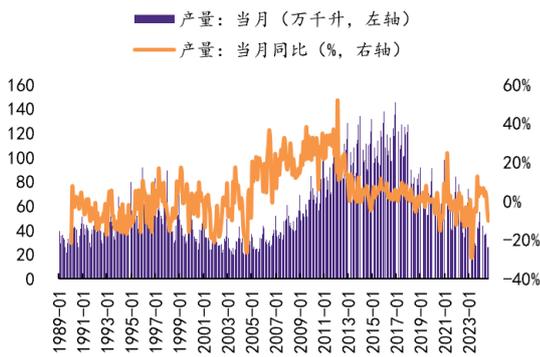
资料来源：wind，华鑫证券研究

2、量减价增时代，高端酒一超二强

2.1、白酒规模整体稳增，品牌分化趋势明显

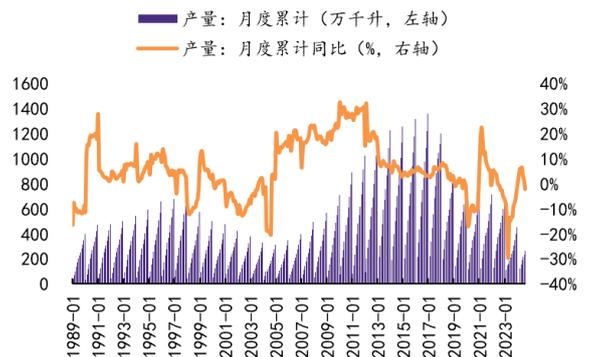
白酒产量长期同比收缩，短期增速环比回升。2024年1-6月白酒总产量共214.70万千升，同增3.00%，产量小幅提升。上市酒企累季收入与利润保持双位数稳健增长，目前增速环比平稳。

图表6：1989年至今白酒当月产量与同比



资料来源：wind，华鑫证券研究

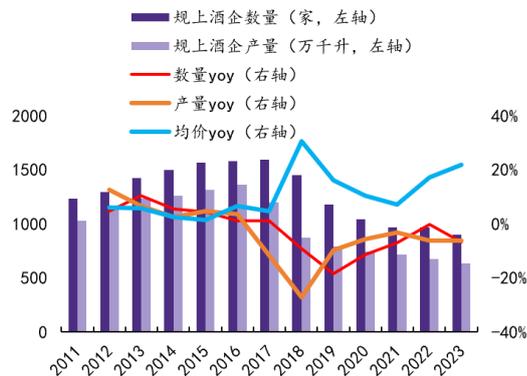
图表7：1989年至今白酒累计产量与同比



资料来源：wind，华鑫证券研究

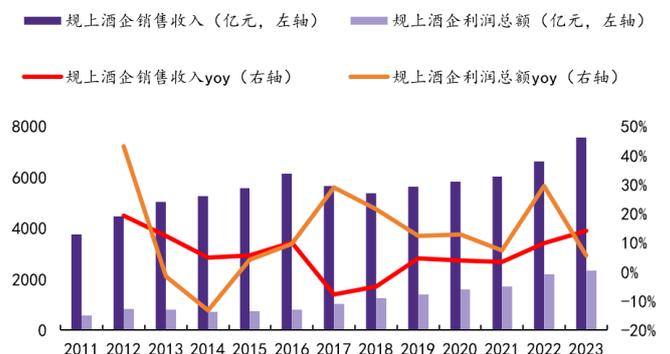
规上酒企数量持续缩减，收入与利润总额仍处于上升态势。2011-2023年规上酒企数量/产量CAGR分别为-2.63%/-4.00%，收入/利润总额CAGR分别为6.03%/12.41%。量价拆分来看，2017年前白酒销售处于量价齐升状态，2011-2017年量/价CAGR分别为+2.62%/+4.37%，2017年后进入量减价升阶段，2017-2023年量/价CAGR分别为-10.18%/+16.87%。总体来看，白酒行业整体维持“量减价增”的表现，产量同比收缩与收入利润稳健增长同时存在的状态预计仍将维持。

图表8：2011-2023年规上酒企数量及产量和均价表现



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表9：2011-2023年规上酒企收入及利润总额表现

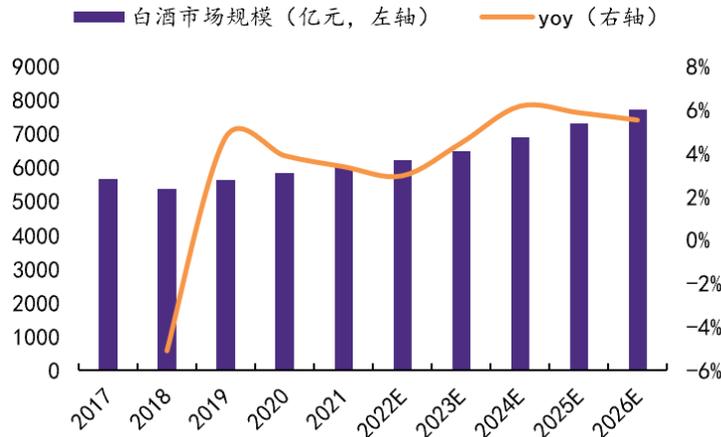


资料来源：wind，华鑫证券研究

白酒行业整体规模稳增，过去向高端与次高端集中，目前整体消费环境影响下大众价位带表现较好。2023年白酒行业市场规模预计6488亿元，同增4.46%，2017-2023年CAGR为2.32%。从市场份额来看，2023年高端/次高端/中端/低端市占率较2017年分别变动

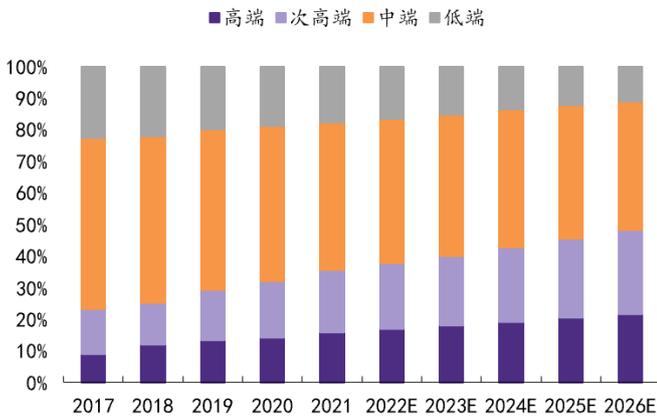
+8.95/+7.85/-9.39/-7.41pcts，高端与次高端价位带市占率提升明显。其中**高端酒企**凭借较强的品牌力与认知度率先完成渠道建设与消费者心智培育，目前茅五泸整体格局稳定，抗风险能力更强；**次高端酒企**过去几年以大单品全国化铺货形式快速扩张，而过于依赖渠道铺货导致在行业下行周期抗风险力偏弱，目前内部表现分化；**地产酒**当地品牌与渠道基础牢固，以较全价位带产品布局大本营市场，目前受益于 100-300 元大众价位带放量，基地市场份额提升或产品结构升级的酒企具备较好表现。

图表 10：2017-2026E 白酒行业市场规模及同比增速



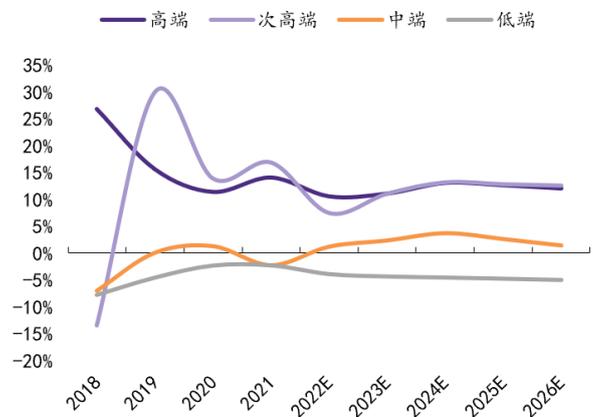
资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

图表 11：2017-2026E 白酒行业不同价位段市场规模占比



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

图表 12：2018-2026E 白酒行业不同价位市场规模同比增速



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

白酒行业持续向头部集中，上市酒企市占率持续提升。2023 年上市白酒企业占整体白酒行业收入比重达 65.12%，较 2017 年同比+35.98pcts，上市酒企收入占比提升明显，存量竞争状态与头部集中趋势预计仍将维持。其中上市酒企内部表现亦分化，以茅五泸为代表的高端酒、次高端如山西汾酒、实现结构升级的地产酒如今世缘古井贡等市占率持续提升。

图表 13: 2011-2023 年上市酒企收入占白酒行业比重

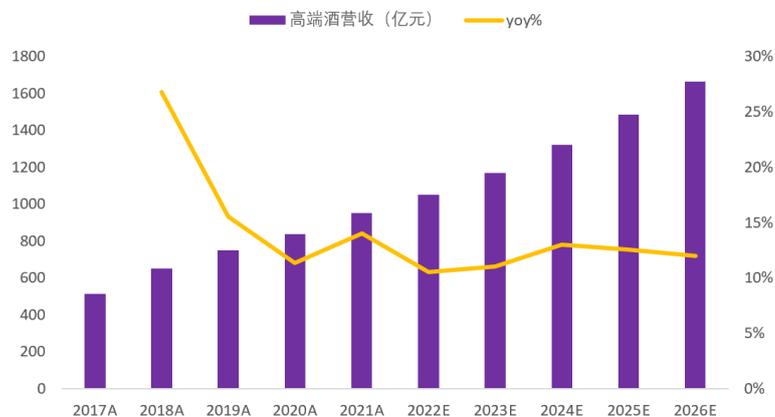
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	趋势变动
贵州茅台	10.80%	14.39%	15.82%	16.79%	18.14%	20.54%	23.21%	
五粮液	5.34%	7.46%	8.92%	9.82%	10.97%	11.91%	12.83%	
泸州老窖	1.84%	2.43%	2.82%	2.85%	3.42%	4.05%	4.66%	
山西汾酒	1.07%	1.75%	2.11%	2.40%	3.31%	4.22%	4.92%	
舍得酒业	0.29%	0.41%	0.47%	0.46%	0.82%	0.97%	1.09%	
水井坊	0.36%	0.53%	0.63%	0.52%	0.77%	0.75%	0.76%	
酒鬼酒	0.16%	0.22%	0.27%	0.31%	0.57%	0.65%	0.44%	
珍酒李渡	0.00%	0.00%	0.00%	0.42%	0.85%	0.95%	1.09%	
洋河股份	3.52%	4.50%	4.12%	3.62%	4.20%	4.85%	5.11%	
今世缘	0.52%	0.70%	0.87%	0.88%	1.06%	1.27%	1.56%	
古井贡酒	1.23%	1.62%	1.85%	1.76%	2.20%	2.69%	3.12%	
迎驾贡酒	0.56%	0.65%	0.67%	0.59%	0.76%	0.89%	1.04%	
金种子酒	0.23%	0.25%	0.16%	0.18%	0.20%	0.19%	0.23%	
口子窖	0.64%	0.80%	0.83%	0.69%	0.83%	0.83%	0.92%	
伊力特	0.34%	0.40%	0.41%	0.31%	0.32%	0.26%	0.34%	
老白干酒	0.45%	0.67%	0.72%	0.62%	0.67%	0.75%	0.81%	
金徽酒	0.24%	0.27%	0.29%	0.30%	0.30%	0.32%	0.39%	
顺鑫农业	1.14%	1.73%	1.83%	1.75%	1.69%	1.31%	1.05%	
华致酒行	0.43%	0.51%	0.67%	0.85%	1.24%	1.40%	1.56%	
合计	29.14%	39.28%	43.46%	45.10%	52.33%	58.79%	65.12%	

资料来源: wind, 国家统计局, 弗若斯特沙利文, 珍酒李渡招股书, 华鑫证券研究

2.2、高端酒格局稳定，一超二强地位确立

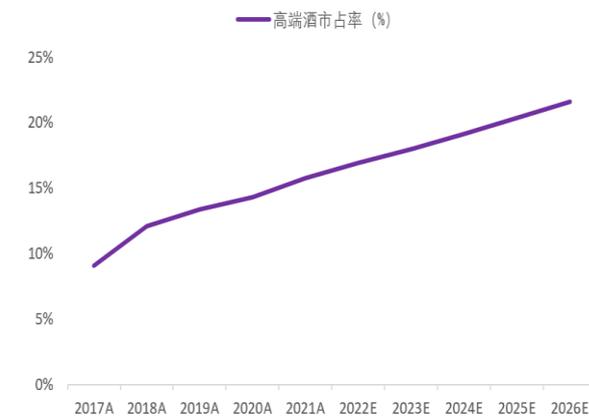
高端酒保持两位数增长，市占率稳步提升。由于白酒本身特殊性，市场上数据统计存在口径差异，故我们尽可能采用权威数据进行分析。根据国家统计局和珍酒李渡招股书数据显示，高端酒从 2017 年 512 亿元增至 2021 年 952 亿元，预计 2026 年增至 1664 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 11.8%。高端酒市占率从 2017 年 9.1% 稳步提升至 2021 年 15.8%，预计 2026 年将提升至 21.6%。

图表 14: 2017 年以来高端白酒一直保持两位数增长态势



资料来源: wind, 国家统计局, 弗若斯特沙利文, 珍酒李渡招股书, 华鑫证券研究

图表 15: 高端酒市占率 2026 年有望达 21.6%



资料来源: wind, 国家统计局, 弗若斯特沙利文, 珍酒李渡招股书, 华鑫证券研究

茅台一家独大，一超二强局面稳定。中国高端白酒市场基本被茅五国所占比，其中茅

台一家独大，五粮液和国窖 1573 紧随其后，呈现出“一超二强”竞争格局。超高端被茅台独享，千元价格带主要是五粮液和国窖 1573。此外，其他高端酒还有青花郎、君品习酒、M9、内参等等。据前瞻经济学人数据显示，当前茅五国合计占高端酒市占率 94%左右，其中茅台占比 57%左右，五粮液占比 30%左右，国窖 1573 占比 7%左右，高端酒呈现出寡头垄断格局。

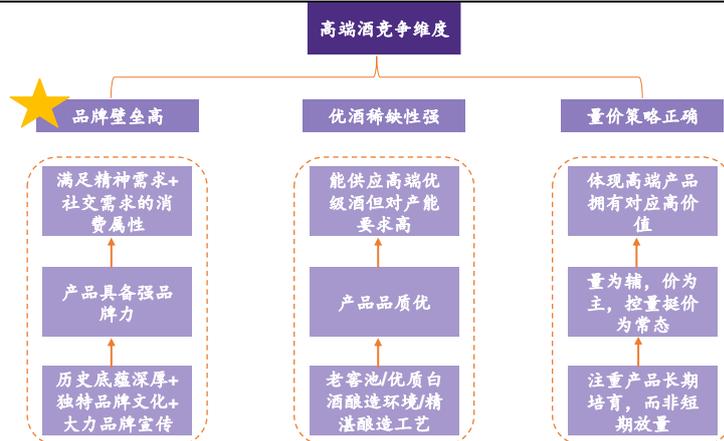
图表 16: 高端酒茅五国合计占比 90%+



资料来源：前瞻经济学人，华鑫证券研究

高端酒竞争壁垒源于品牌，带来高毛利与高稳定性。茅台酒、内参、老窖中高档产品的毛利率基本稳定在 90%以上，其他主流酒企的高端产品毛利率亦明显高于中档产品，具备高盈利能力。另外，在 2013-2014 年白酒行业调整期中，高端酒的营收增速波动程度更小，在 2022 年疫情多发的市场环境下，亦保持高稳定性。高端酒的高毛利与行业调整时保持的高稳定性，来源于高端酒的强品牌力，品牌力的强弱直接决定产品议价权的大小，品牌力强的酒企天然具备消费者认知度高、口碑效应强的优势，在高端定价的同时，无需投入过多渠道建设费用，而是可以依靠产品本身的强传播性吸引消费者，另外对价格的敏感度更低，提价传导更易、效果更好，共同构成高端酒的强盈利能力。

图表 17: 高端酒竞争维度梳理



资料来源：华鑫证券研究

我们认为，高端酒竞争壁垒的根基是由其品牌构筑的，其次才是优质产能、量价策略。高端白酒需要更好地满足消费者对精神属性、社交属性的需求，故品牌力必定是最重要的决定因素，而产品是否具备高端品牌的基因从根本上便决定其是否能站稳高端价位带。高端品牌基因稀缺性强，源于深厚的历史底蕴、独特的品牌文化，同时亦形成高端白酒最核心的竞争壁垒。近几年高端白酒市场不断涌现新品牌，但只有真正具备高端品牌属性的产

品才能从竞争日益加剧的高端市场中脱颖而出，同时亦需要酒企具备充足的产能供应以及正确的量价策略，以从顶层的战略设计上长期深入高端酒市场。

3、走在复兴的路上，组织管理张弛有度

3.1、品牌端：五获名酒称号，享誉海内外

新中国成立后，原公司始建于 1950 年 3 月，当时名称为“四川省专卖公司国营第一曲酒厂”；1960 年，国营第一曲酒厂和曲联社合并，成立泸州曲酒厂，主管部门为泸州市商业局；1964 年更名为四川省泸州曲酒厂，1990 年 8 月正式更或为泸州老窖酒厂，行政关系仍隶属于泸州市商业局。1993 年 9 月 20 日，由泸州老窖酒厂独家发起，设立泸州老窖股份有限公司。1994 年 5 月公司在深交所上市。公元 1573 年，舒承宗建造泸州老窖 1573 国宝窖池群，至今已连续使用 451 年，1996 年被国务院评为行业首家“全国重点文物保护单位”，是中国唯一与都江堰并存于世的连续使用百年以上国宝级“活文物”。2013 年，泸州老窖 1619 口百年以上酿酒窖池、16 处明清古酿酒作坊及 3 大天然藏酒洞，一并入选“全国重点文物保护单位”，其中百年以上老窖池数量占行业 91.3%。

这里我们简单介绍一下泸州老窖集团。泸州老窖集团有限责任公司成立于 2000 年 12 月，是国有全资企业。2009 年 9 月，泸州市国资委将持有的泸州老窖股份无偿划转给泸州老窖集团，老窖集团和老窖股份构成股权结构上的母子公司关系。老窖集团充分运用白酒高现金流、高变现能力的资本优势，参与创设泸州银行，成功控股华西证券，奠定了产业投资运营集团发展基础。经过多年发展，老窖集团已发展成为跨行业、跨领域的大型企业集团，形成“1+3+N”的发展格局，即：1——老窖集团；3——老窖股份、华西证券、泸州银行三大上市公司；N——老窖资本、老窖国际实业、鸿利智汇、元景达公司、老窖发展、老窖创新等多家骨干子公司。

图表 18：公司自新中国成立以来，国内屡次获奖

公司历次获奖时间	主要奖项
1952 年	第一届全国评酒会上被评选为“全国名酒”
1963 年	第二届全国评酒会上被评选为“全国名酒”
1979 年	第三届全国评酒会上被评选为“全国名酒”
1980 年	工农牌特曲获国家质量金奖
1984 年	泸州老窖特曲获国家质量金奖
1984 年	第四届全国评酒会上被评选为“全国名酒”
1989 年	第五届全国评酒会上被评选为“全国名酒”
1991 年	“泸州”牌商标获“首届中国驰名商标”称号
2001 年	泸州老窖品牌评价证书
2002 年	国窖牌、泸州牌原产地保护证书
2004 年	久香牌曲药原产地证书
2004 年	省级科技进步一等奖
2004 年	省爱国主义教育基地
2005 年	全国酒类产品质量安全诚信推荐品牌
2006 年	酒类产品质量等级认证
2006 年	入选中华老字号
2006 年	“国窖”商标入选驰名商标

2008年	“泸州老酒坊”商标成为中国驰名商标
2009年	“永盛烧坊”商标获“四川省著名商标”称号
2010年	农业产业化国家重点龙头企业
2011年	2011金樽奖中国酒业领袖品牌企业
2011年	1981—2011中国食品工业卓越贡献企业
2012年	最佳中国品牌50强
2012年	质量榜样食品安全质量特别贡献奖
2013年	2013年度中国轻工业百强企业
2014年	四川制造业企业100强
2014年	泸州老窖连续七年荣登“金牛奖”榜单
2014年	2014年度金牛最佳分红回报公司
2016年	金牛投资价值150强
2017年	四川省质量奖
...	...

资料来源：酒志网，公司官网，华鑫证券整理

泸州老窖亦早在1915年的巴拿马荣获万国博览会金奖。自改革开放以来，屡获大奖。其中1994年公司获得巴拿马万国名酒特别金奖。

图表 19：改革开放以来，公司美名享誉海外

公司历次获奖时间	主要奖项
1915年	巴拿马万国博览会金奖
1987年	泰国国际饮料食品展览会金奖
1988年	香港国际食品博览会金鼎奖
1990年	特曲获巴黎国际食品博览会金奖
1992年	特曲获俄罗斯食品博览会金奖
1992年	美国洛杉矶太平洋博览会金奖
1992年	获匈牙利布达佩斯特别金奖
1992年	香港国际食品博览会金奖
1993年	英国第一届国际评酒会特别金奖
1994年	巴拿马万国名酒特别金奖
...	...

资料来源：酒志网，公司官网，华鑫证券整理

四届评酒会均获奖，名酒基因就此诞生。新中国成立以来，我国共举办过五届国家级名酒评酒会，产生四大名酒、老八大名酒、新八大名酒、十三大名酒、十七大名酒共五种称呼。泸州老窖在五届评酒会上获得后五次名酒称号，名酒基因就此诞生。

图表 20：新中国五次白酒评酒会中泸州老窖获奖五次

五届评选会结果	主要获奖白酒企业
第一届	茅台酒、 泸州特曲 、西凤酒、汾酒
第二届	五粮液、古井贡酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	茅台酒、汾酒、 泸州老窖特曲酒 、五粮液、古井贡酒、董酒、剑南春、洋河大曲酒
第四届	茅台酒、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、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	茅台酒、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、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：搜狐网，华鑫证券整理

1957年，为振兴中国酒业，中央轻工部从四川省酒类专卖局和糖酒研究室（现四川省发酵研究所）抽调出以陈茂椿、熊子书为首的酿酒专家组进驻泸州老窖，由此，开启了中国名白酒的第一次查定总结工作（简称“泸州老窖试点”）。1957年到1959年间的泸州老窖试点正是中国白酒试点的先行者。经过潜心考察和研究，专家组收集大量的泸酒史料，总结传统生产工艺，并于1959年编写出版了新中国第一本白酒酿造专业教科书《泸州老窖大曲酒》。该书出版后，泸州老窖没有独享其成，在陈奇遇、赖高淮等酿酒技师的大力推动下，泸州老窖总结出来的技术成果不仅在企业内部进行了广泛地学习，也向其他酒厂进行积极地推广和传播。上世纪60年代至80年代期间，先后有四川、陕西、云南、河南、安徽、湖北、辽宁、江苏、广西、甘肃等省酒厂到泸州老窖学习相关酿酒技术。泸州老窖先后举办27期酿酒科技技术培训班，为全国20多个省市的酒厂培养了数千名酿酒技工、勾调人员和核心技术骨干，促进中国白酒的科技进步，推动浓香型白酒的发展。经过泸州老窖一代代酿酒人的努力，浓香工艺普及全国，逐步形成“浓香天下”的格局。因此，公司是浓香技艺的开创者、浓香标准的制定者和浓香品牌的塑造者，被誉为“浓香鼻祖”。

近年来第三方机构对公司品牌亦有评估，公司继续获得很高评价。2024年3月27日，由FOFWEELY主办，宁波银行、杉域资本主办的「2024中国产业资本峰会」在无锡圆满举办，母基金周刊正式发布“2024产业投资100强排行榜”。泸州老窖集团荣获“2024最受关注产业资本TOP10”和“2024产业投资100强”两项奖项。

图表 21：公司获 2024 年产业投资 100 强第 13 名



资料来源：四川省国资委官网，华鑫证券研究

图表 22：公司获 2024 年最受关注产业资本 TOP10



资料来源：四川省国资委官网，华鑫证券研究

8月23日，2024ADMEN国际大赏获奖名单在北京正式揭晓。泸州老窖《龙的传人 浓的传承》斩获2024ADMEN国际大赏（以下简称ADMEN）创意传播类“实战金案”大奖，并入选ADMEN数字营销类年度10大案例；2024泸州老窖窖主节成都站斩获ADMEN整合营销类“实战金案”大奖。

图表 23：公司斩获 ADMEN 整合营销类“实战金案”大奖



资料来源：中外酒业，华鑫证券研究

3.2、产品端：入选非物质文化遗产，双品牌三大品系清晰

前文我们分析公司品牌，见证公司从小作坊成长为国有大型企业，国内外屡次获得大奖，背地里是质量过硬的产品作为背书。因此，这一节我们重点分析公司产品。

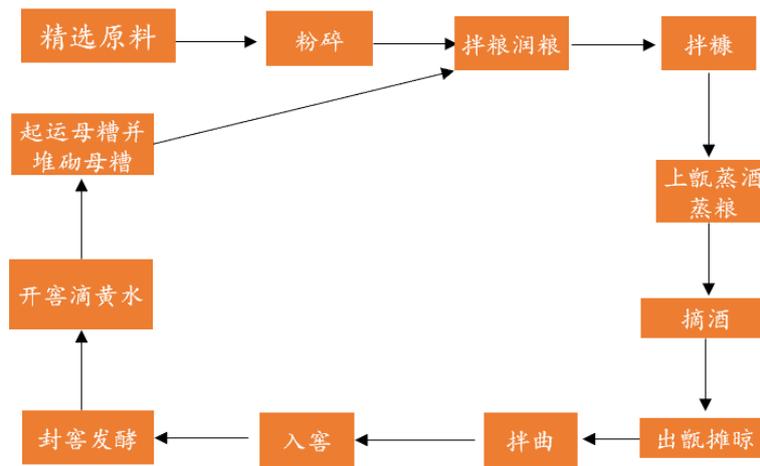
这里分析公司产品前，我们需要介绍公司的生产工艺。所有产品的诞生和出厂，是生产工艺所造就的，产品只是最终的结果。

3.2.1 入选非物质文化遗产，拥有 1619 口百年以上窖池

公司以糯高粱为原料、泸州特产软质小麦为制曲原料酿制而成，其酿制技艺包括泥窖制作维护、大曲药制作鉴评、原酒酿造、挖糟、看花摘酒、出甑、摊晾、讲酒经、洞藏、勾兑尝评等工艺。泸州老窖酒发酵期为六十天，发酵工艺包括混蒸混糟、续渣配料等。此外，“分层回酒”和“双轮底”发酵工艺的采用，可提高成品酒的浓郁香味。根据其质量，泸州老窖大曲酒可分为特曲、头曲、二曲和三曲。其中以泸州特曲酒为优，具有浓香、醇和、味甜、回味长等特点。

泸州老窖的原酒酿造工艺流程：高粱→高粱粉碎（碎粮“4—6 瓣”，拌料“深挖低放”）→挖糟→糟醅拌粮、拌糠→糟醅上甑（上甑“轻撒匀铺”）→蒸酒蒸粮（混蒸混烧“缓火蒸酒、大火蒸粮”）→摘酒（“看花”摘酒），在蒸馏取酒过程中，流出的酒，由于乙醇与香味成分复合酒与水的表面张力不同，不同的酒度（酒精浓度）呈现出不同大小的液珠（俗称酒花），而且停留的时间长短不同，凭此判断酒精度数，以掌握取酒时间；**掐头截尾**：在蒸馏取酒过程中，最开始的那部分酒称为酒头，当酒花从大花变为细花时，单独摘取剩余酒度较低的部分，直至流出不含酒度时，摘取部分称为尾酒。

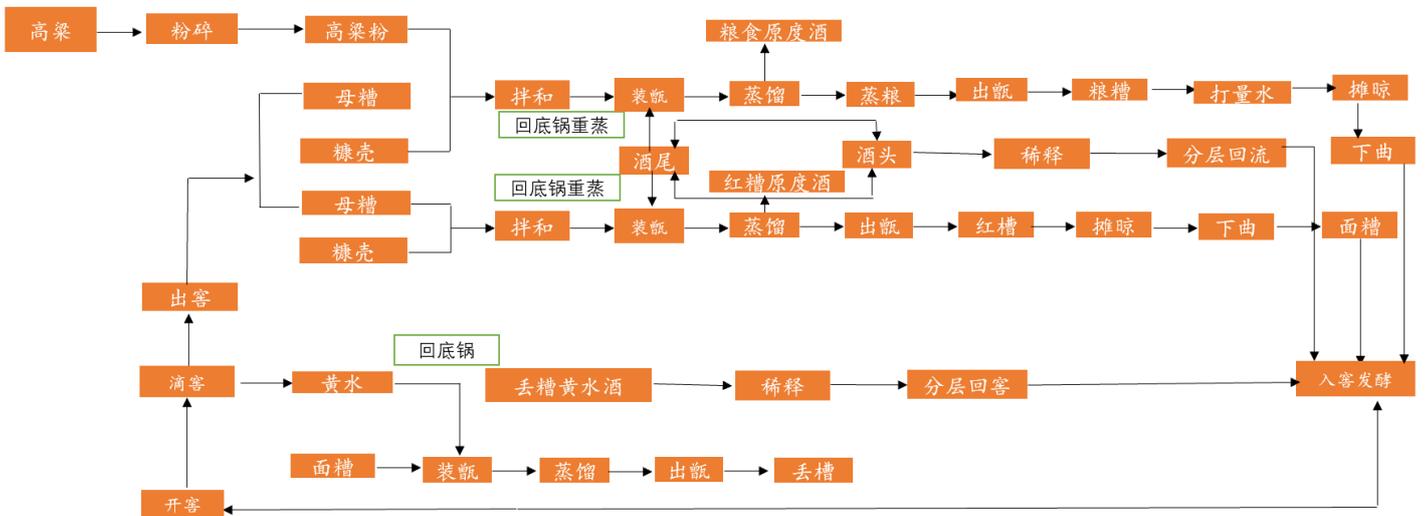
图表 24：公司传统酿制技艺十二道工序



资料来源：百度百科，华鑫证券研究

糟醅出甑→糟醅摊凉（“打梗”摊凉）→糟醅拌曲药（拌药“脚踢手摸”）→糟醅入窖→封窖发酵（入窖发酵“前缓、中挺、后缓落”）→开窖鉴定（开窖鉴定“一看、二闻、三尝”）→糟醅滴黄水（黄水“滴窖勤舀”，分层堆糟）→起运母糟→堆砌母糟→挖糟（续糟配料，本窖循环等原酒酿造技艺）。

图表 25：公司传统生产工艺流程一览



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

酒业谚语曰：“千年老窖万年糟，酒好须得窖池老”。泸州老窖百年以上窖池群及酿酒作坊位于四川省泸州市，主要分布在泸州市江阳、龙马潭两区，成簇散布于泸州城区的大街小巷，如江阳区三星街营沟头、皂角巷；龙马潭区小市（下大街、什字街、新街子、过江楼）及罗汉镇。1619 口百年以上窖池及酿酒作坊于 2007 年 6 月，被四川省人民政府确定为第七批省级重点文物保护单位。1619 口百年以上窖池群和泸州老窖酒传统酿制技艺一起并称为泸州老窖的文化遗产双国宝。

图表 26: 公司拥有三大天然藏酒洞



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

图表 27: 公司拥有 1619 口百年以上窖池



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

3.2.2 国窖基本盘稳定, 三大产品体系清晰

近年来公司成功构建清晰聚焦的“双品牌、三品系、大单品”品牌体系, 双品牌指的是国窖 1573 和泸州老窖两个品牌, 三品系指的是国窖系列、泸州老窖系列、创新系列。大单品指的是国窖 1573、窖龄、特曲、头曲和二曲(即黑盖)。

国窖系列: 以高度国窖 1573 为代表, 还有低度国窖、国窖 1573 之中国品味及其他纪念酒等。

泸州老窖系列: 以窖龄系列、特曲系列为代表, 含窖龄 60、90 年, 特曲老字号、特曲 60、80 版、泸州老窖 1952、头曲、黑盖等。

创新系列: 养生酒和新酒业等。养生酒包括茗酿系列、泸州红、滋补大曲等; 新酒业围绕“国潮”“健康”“轻奢”三大品牌核心理念, 实行“一树三花”发展战略, 产品有高光、百调精酿啤酒、中式果酿、进口葡萄酒等。

图表 28: 公司成功构建“双品牌、三品系、大单品”品牌体系

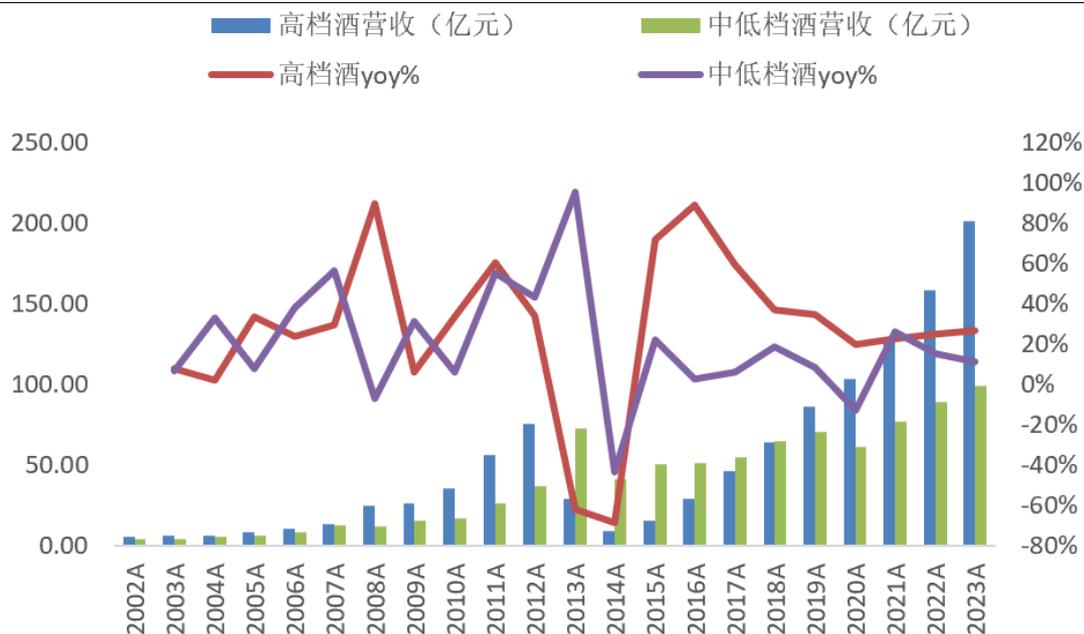
品牌	名称	主要产品	规格 (ml)	批价 (元)
主品牌	国窖系列	52 度国窖 1573	500	840
		38 度国窖 1573	500	635
	泸州老窖系列	窖龄 60 年	500	240
		窖龄 90 年	500	350
		特曲老字号	500	240
		特曲 60	500	400
		头曲	500	60

资料来源: 酒价参考, 华鑫证券整理

国窖基本盘稳中有进, 中低档酒波动较大。因公司从 2002 年开始披露高价酒和中低价酒, 故我们的研究从 2002 年开始。由于公司此前披露口径出现变更, 但整体高价酒基本等于国窖系列, 中低价酒(含窖龄系列、特曲系列、创新系列)等等也基本等同于窖龄酒和

特曲系列，故我们分别从营收、毛利率、占比进行分析。

图表 29：过去 21 年国窖系列和窖龄系列+特曲系列均保持两位数增长

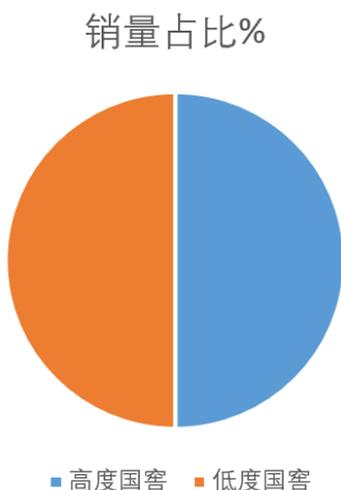


资料来源：wind，华鑫证券研究

注：高档酒基本等于国窖系列，中低档酒基本等于窖龄系列+特曲系列（下同）

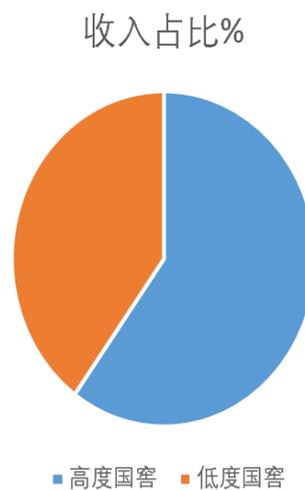
细拆业务来看，国窖系列营收从 2002 年 5.5 亿元增至 2023 年 201 亿元，21 年 CAGR 为 19%，整体保持两位数增长。目前高低度国窖销量占比基本五五开，收入占比约 6:4。

图表 30：目前高低度国窖销量基本五五开



资料来源：新浪财经，华鑫证券预测

图表 31：目前高低度国窖收入占比约 6:4

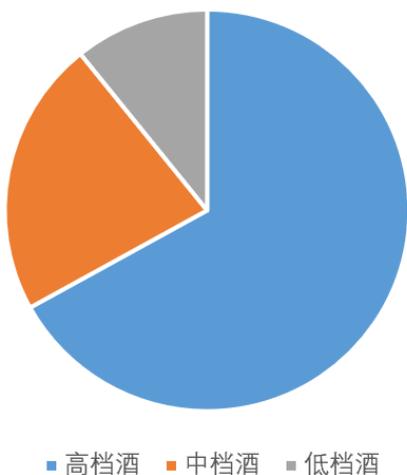


资料来源：渠道调研，华鑫证券预测

窖龄系列+特曲系列营收从 2002 年 3.9 亿元增至 2023 年 99.4 亿元，21 年 CAGR 为 17%，中低档酒经过公司整顿调整后，近几年进入上升势头。

图表 32: 2023 年公司营收拆分

2023年营收（亿元）拆分



资料来源: wind, 华鑫证券预测
注: 公司年报并未披露这三块具体值, 是我们的预测 (下同)

图表 33: 公司主推窖龄 60、90 年



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

图表 34: 公司腰部主力产品—特曲 60 版



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

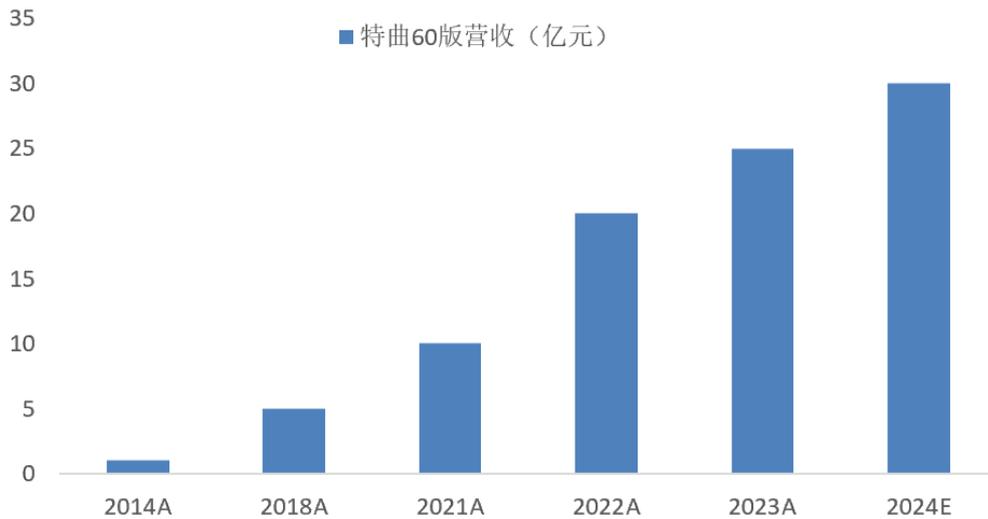
图表 35: 特曲系列主要代表: 特曲老字号



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

中低档酒方面, 公司主要代表是特曲 60 版和老字号特曲, 这里我们重点分析特曲 60 版。2014 年, 泸州老窖特曲 60 版在行业深度调整期里诞生, 它是公司应对当时政策环境与市场变幻推出的升级产品。2017 年底泸州老窖成立品牌复兴小组, 泸州老窖股份有限公司党委书记、董事长刘淼任组长; 党委副书记、总经理林峰任副组长, 正式确立泸州老窖特曲 60 版为泸州老窖品牌复兴“旗帜产品”, 正式拉开品牌复兴序幕。特曲 60 版自 2014 年恢复生产, 从 1 亿到 5 亿用四年时间, 5 亿到 10 亿用三年时间, 而从 10 亿到 20 亿, 仅用不到两年时间。特曲 60 版 2022 年销售额已超 20 亿元, 2024 年目标 30 亿元。

图表 36: 特曲 60 版已成公司腰部最大的单品

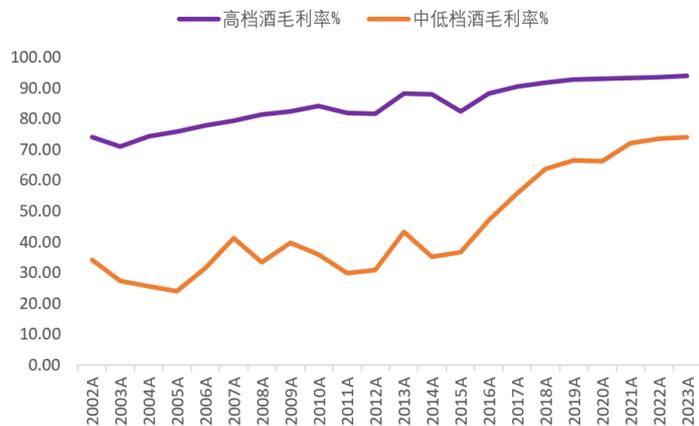


资料来源: 酱酒视界, 糖酒资讯, 新浪财经, 华鑫证券研究

60 版特曲过去主要依靠团购渠道培育口碑和拓展市场, 目前正在川渝部分地区试点线下全渠道运营。在川渝外继续以团购模式为主, 积累口碑, 进一步提高 60 版特曲的品牌知名度和美誉度, 不断拓展 60 版特曲发展空间。

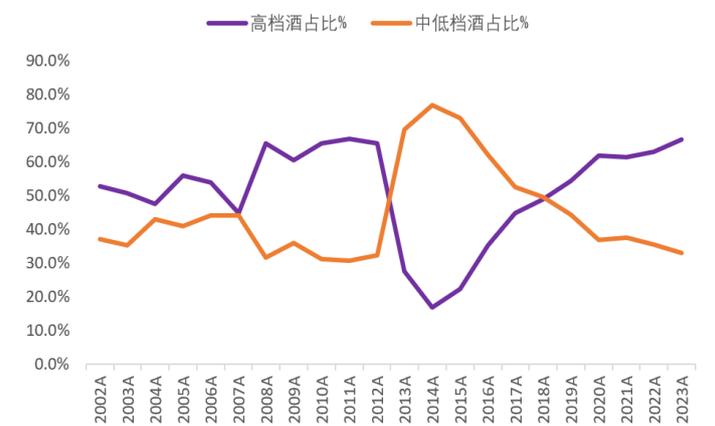
从毛利率来看, 国窖系列自 2002 年以来稳中有升即从 74% 提至 2023 年 92%+。从占比来看, 国窖系列除行业调整期 2013-2016 年特殊外, 基本稳定在 50% 以上; 近几年中低档酒因为调整等原因, 稳定在 30% 以上, 较之前虽有所下降, 但产品结构得到很大优化。

图表 37: 国窖系列毛利率基本稳中有升



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 38: 国窖系列占比大部分年份超 50%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

3.3、价格端：量价交替发力，跟随五粮液策略

由于公司年报披露详细问题, 公司从 2011 年起披露整体白酒产销量情况; 2020 年起单独披露中高档酒和其他酒类的产销量, 额外还有总库存、成品酒库存和半成品酒库存等数据。为避免口径上差异及合规问题, 我们研究公司整体量价关系从 2011 年开始, 中高档酒要从 2020 年开始, 尽可能详细深入分析公司量价关系及其背后的原因。

3.3.1 价驱动为主，吨价提升明显

行业黄金十年发展（即 2003 年-2012 年），公司销量亦有明显增长，总销量在 2013 年达到巅峰为 21.82 万吨（同增 13%），对应吨价为 4.78 万元/吨（同减 20%）。随后因三公消费等原因，行业进入调整期。行业于 2015 年底开始复苏，2016 年高端酒率先反弹复苏。公司总销量从 2011 年 14.3 万吨减至 2023 年 9.63 万吨，过去 12 年 CAGR 为-3.2%，系公司对产品结构进行优化，特别是低档酒产品进行削减致销量锐减所致。

对应总吨价从 2011 年 5.9 万元/吨增至 2023 年 31.4 万元/吨，过去 12 年 CAGR 为 15%。整体来看，过去 12 年公司靠价驱动为主，2022 年以来公司整体量价齐升。

图表 39：2011 年以来公司产品结构调整致销量锐减



资料来源：wind，公司年报，华鑫证券研究

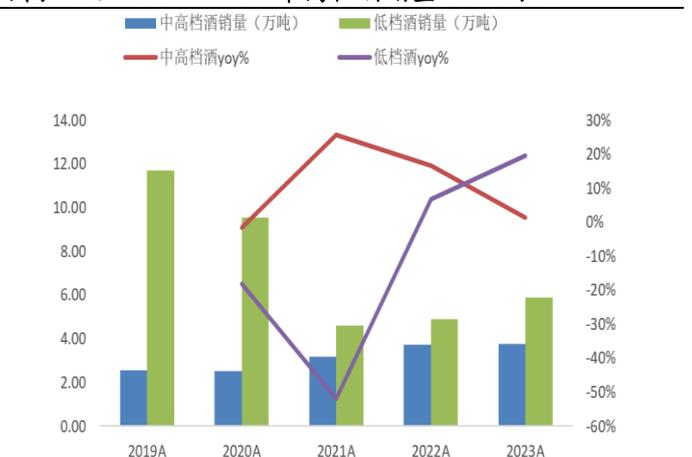
图表 40：公司总吨价过去 12 年 CAGR 为 15%



资料来源：wind，公司年报，华鑫证券研究

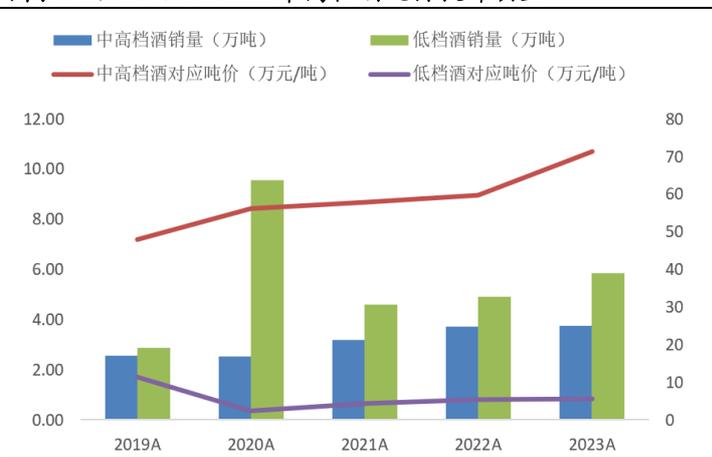
下面我们重点分析中高档酒和低档酒的销量和对应吨价情况。根据披露，中高档酒销量从 2019 年 2.57 万吨增至 2023 年 3.76 万吨，4 年 CAGR 为 10%；低档酒销量从 2019 年 11.70 万吨下降至 2023 年 5.87 万吨，4 年 CAGR 为-15.8%，主要系 2021 年公司对低档酒产品进行优化调整致销量锐减所致。对应吨价来看，中高档酒吨价从 2019 年 48 万元/吨增至 2023 年 71.4 万元/吨，4 年 CAGR 为 10.4%；低档酒吨价从 2019 年 11.33 万元/吨降至 2023 年 5.5 万元/吨，4 年 CAGR 为-16.5%。通过量价来看，我们发现中高档酒系列量价齐升；低档酒经过 2021 年产品结构调整后进入上升势头，目前主要靠量驱动为主。

图表 41：2019A-2023A 中高档酒销量 CAGR 为 10%



资料来源：wind，公司年报，华鑫证券研究

图表 42：2019A-2023A 中高档酒吨价提升明显

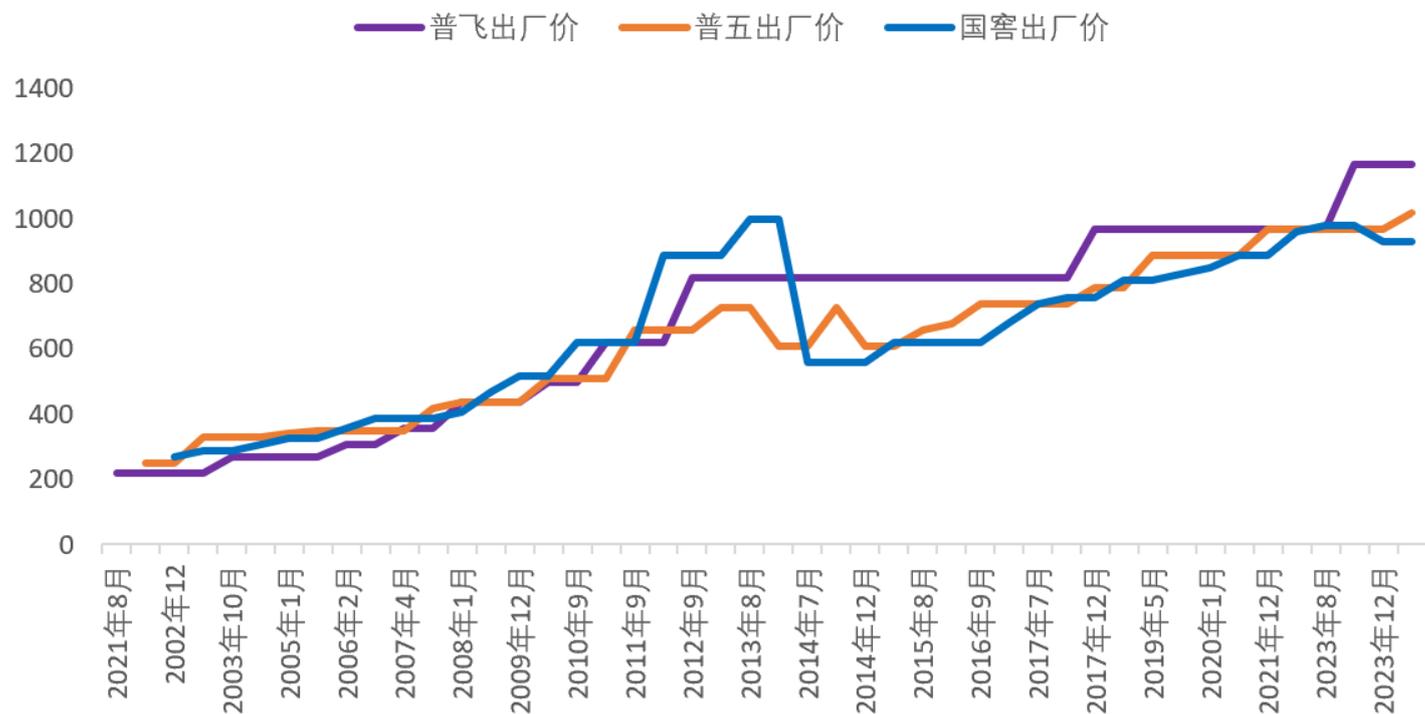


资料来源：wind，公司年报，华鑫证券研究

3.3.2 提价多幅更高频，跟随五粮液策略

下面我们重点分析国窖出厂价。分析公司价格这一块，我们必须分析国窖的出厂价演变过程。因公司1994年上市，国窖于1999年横空出世，故我们从2000年开始分析其出厂价上升轨迹。进入21世纪，白酒迎来黄金发展的十年即2003-2012年，我们发现国窖出厂价从2002年268元涨至2011年889元，共计提价11次。由于处于黄金发展期，政务消费占比较高，国窖在市场一瓶难求，供不应求。在这样的背景下，公司积极调整出厂价。

图表 43：茅五国提价对比一览



资料来源：wind，网易，时代周报，红星资本局，华鑫证券研究

行业调整期以前，当时仍处于行业旺季，公司实现顺价销售。但随着三公消费政策出台，2013-2015年白酒行业迎来调整期，调整期我们发现公司调价共计3次，在此期间公司因逆势提价导致丧失市场份额（即2013年8月从899元提至999元），自此公司提价策略改为全面跟随竞品五粮液。2014年7月从999降至560元，当时成交价为580-600元，实现短暂的顺价。2015年1月从560提至620元，当时成交价580-600元。2016年行业逐步进入复苏，2017年3月对国窖进行提价，平均幅度10%左右即从出厂价620元提至680元，当时成交价650-660元，尚未达到顺价。随后7月再次提价，从680元提至740元，当时成交价为700-720元；月底又从740元提至760元，当时成交价720-740元，亦尚未达到顺价。随后公司于2019年1月从760元提至810元，成交价750-770元；同年12月公司从810元提至830元，继续跟随五粮液。2020年1月，再次提价从830元提至850元，9月又提至890元，当时成交价为840-850元；2022年1月提至960元，当时成交价870-890元；2023年8月从960元提至980元，当时成交价930-950元；同年12月又从980元降至930元，目前市场成交价为890-910元。

图表 44：国窖提价呈现出“多幅更高频”特点

时间	出厂价（元）	平均幅度（%）	零售价（元）
2002 年 12 月 31 日	268	—	—
2003 年 9 月 30 日	288	7.5%	—
2004 年 2 月 29 日	308	7.0%	—
2005 年 1 月 31 日	328	6.5%	—
2006 年 2 月 28 日	358	9.1%	—
2007 年 3 月 1 日	388	8.4%	—
2008 年 1 月 31 日	408	5.2%	—
2008 年 8 月 1 日	468	14.7%	—
2009 年 12 月 31 日	519	10.9%	—
2010 年 9 月 30 日	619	19.3%	—
2011 年 11 月 30 日	889	43.6%	—
2013 年 8 月 31 日	999	12.4%	580-600
2014 年 7 月 25 日	560	-78.4%	580-600
2015 年 1 月 31 日	620	10.7%	580-600
2017 年 3 月 22 日	680	9.7%	650-660
2017 年 7 月 22 日	740	8.8%	700-720
2017 年 7 月 31 日	760	2.7%	720-740
2019 年 1 月 8 日	810	6.6%	750-770
2019 年 12 月 10 日	830	2.5%	770-790
2020 年 1 月 10 日	850	2.4%	800-810
2020 年 9 月 10 日	890	4.7%	840-850
2022 年 1 月	960	7.9%	870-890
2023 年 8 月 14 日	980	2.1%	930-950
2023 年 12 月 18 日	930	-5.1%	890-910

资料来源：wind，华鑫证券整理

注：这里的零售价是实际成交价，而不是建议零售价

小结：通过上述列表，我们可以发现公司提价呈现出“多幅更高频”特点，这反映公司对终端市场变化把握非常及时，通过不断调价方式去因地制宜满足市场需求（保持自身在高端酒市场份额上稳中有升），试图把握市场每次机会，同时也更加紧密跟随竞品五粮液步伐。

3.4、产能端：国宝窖池厚积薄发，已形成“1+2+N”产能新格局

这一节我们重点研究分析公司产能和产量情况，以期理解公司国窖产能的稀缺性。

3.4.1 上市前产量已过万吨，上市后打造产能布局

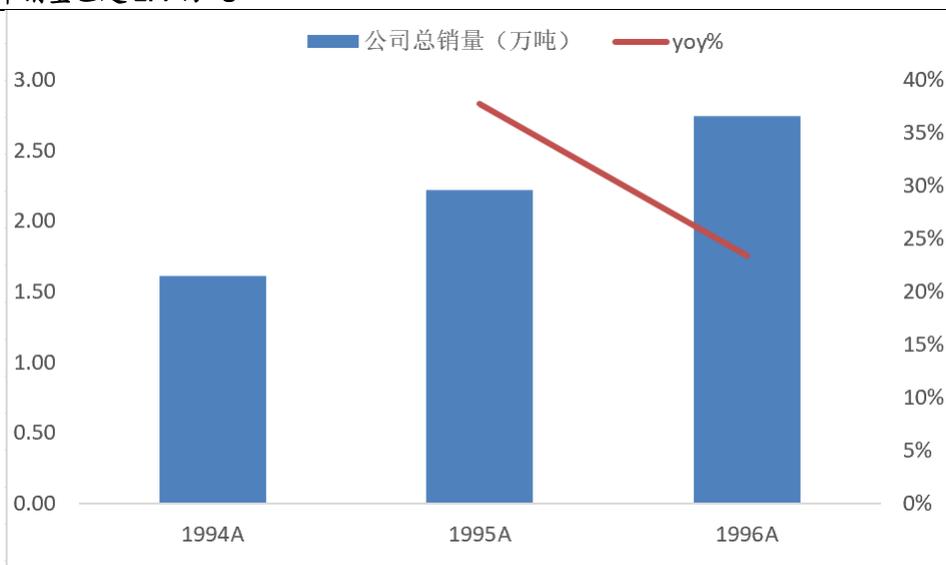
纵观泸州老窖的发展史来看，我们可以将公司的产能扩张和技改分成三个阶段：上市前产能情况（1994 年以前）、上市募投资金扩产和技改情况（1994-2000 年）和自有资金扩产和技改（2001 年-至今）。

在开始分析前，我们需要明确一点：产能分为设计产能、当年已释放设计产能和实际产能，一般来说设计产能的值是最保守的，这个为基础口径。有部分在当年无法释放的，扣除后，我们称为“当年已释放设计产能”。实际产能是实际产出的基酒产量。一般来说，实际产能>设计产能>当年已释放设计产能，产能释放后会产生产量，产量经过勾兑、贮存等方式后成为成品酒，经过存放后流向市场（一般从投粮酿造到出厂销售需要 6 年），成为大家所熟知的国窖 1573。

由于我们研究对象是泸州老窖系列和国窖系列，故招股书和年报中提及的其他如包装线、贮存工程及其他产品情况，我们在接下来的研究中不提及。

上市前产能情况（1994 年以前）：产量已超万吨，收入超 2 亿元。根据招股书，公司主要生产及销售泸州老窖系更酒，包括 16 个品种，40 多个系列包装，1992 年总产量达 10000 多吨。1993 年公司年产泸州老窖系列酒一万吨，实现销售收入 22514 万元。

图表 45：公司 1996 年销量已超 2.7 万吨



资料来源：公司招股书，公司年报，华鑫证券研究

上市后募集资金扩产和技改（1994 年-2000 年）：总销量已超 3 万吨，扩建和技改同步进行。公司 1994 年上市募集资金净额为 1.24 亿元。募集资金主要分为：1) 计划投资 4350 万元，新建现代化包装中心，计划工期为两年。2) 计划投资 3200 万元用于改建、扩建原有的四个老车间，总改造面积 4.4 万平方米，预计到 1994 年底全部竣工投产。3) 计划投资 2950 万用于 2500 吨扩建工程，建设内容包括 2500 吨/年产酒生产能力及厂长库房等设施，计划于 1995 年上半年全部竣工投产。4) 其它资金用弥补公司的流动资金。后经 1994 年临时股东大会表决通过，曲酒 2500 吨扩建工程不建，将资金投向以下几个项目：1) 投资 4401.6 万元与泸州市城建开发公司海南公司，香港佳裕酒业发展公司合资兴建“三亚华坤大酒店”；2) 投资 154 万美元与香港兆峰创建(海外)有限公司、泸州市乡镇企业局等单位兴建“中外合资兆峰陶瓷(泸州)有限公司”；3) 投资 1062 万元在深圳开办“泸州老窖美食娱乐城”；4) 投资 100 万元组建“泸州老窖生物工程有限公司”；5) 向四川省煤化股份有限公司投资参股 1,350 万元；6) 向四川省和益电力股份有限公司投资参股 100 万元。1995 年销售泸州老窖系列曲酒 2.22 万吨，同增 37.7%。1996 年公司销售曲酒 2.74 万吨，同增 23.47%。

图表 46: 截止 1996 年底上市募投项目情况一览

项目开始时间	投资项目	完成情况
1993 年 6 月	新建现代化包装中心	已于 1996 年 6 月投入试生产
1994 年年底	改建、扩建原有的四个老车间	三个子项目已分别于 1994 年底、1995 年底竣工投产，另一子项目电站二期工程也已于 1996 年 12 月完工

资料来源: 公司年报, 华鑫证券整理

1997 年 12 月公司通过配股募集 3.56 亿元, 扣除本次配股的有关费用约 700 万元, 实际募集资金预计为 3.49 亿元, 主要用于: 1) 新建曲药车间 (新建年生产能力 2 万吨的制曲车间); 2) 酿酒一万吨扩建工程, 首期工程 3000 吨; 3) 收购、兼并酒类生产及相关企业的生产经营性资产 (拟投入 9273.53 万元收购泸州合江荔乡曲酒厂、泸州国营酿酒厂、泸州国营玉蝉酒厂、国营泸州蜀南曲酒厂、泸州三溪酒厂的生产经营性资产, 拟投入 1925.76 万元收购泸州老窖科技实验厂整体资产, 并投入 8800.71 万元, 作为以上六厂的技改及流动资金; 1998 年完成技改后, 年生产能力可达 1 万吨 (其中: 特曲 2000 吨, 头曲 3000 吨, 二曲 5000 吨)); 4) 增补流动资金。

图表 47: 1997 年公司配股募投项目情况一览

序号	投资项目	完成情况
1、	新建年生产能力 2 万吨的制曲车间	已于 1998 年 4 月建成投产
2、	酿酒一万吨扩建工程, 首期工程 3000 吨	原计划于 1999 年底完工, 推迟至 2000 年上半年完成主体工程
3、	收购、兼并酒类生产及相关企业的生产经营性资产及技改	已收购其中五家, 放弃收购泸州国营玉蝉酒厂

资料来源: 公司年报, 华鑫证券整理

2000 年股东大会上公司通过以公司 2000 年末总股本 488934574 股为基数, 向全体股东每 10 股配 3 股, 配股价初步定 8-10 元 (后确认为 8 元), 用于投向新型生态酒、净化酒、高纯度基酒工程, 及保健型饮品工程。这些投资所需资金约 4-5 亿元, 其中近 70% 将用于发展新型白酒、30% 用于保健饮品的生产。

图表 48: 2000 年配股募投项目情况一览

序号	投资金额 (万元)	项目
1、	4907	年产 30000 吨生物饮品工程
2、	4013	年产 20000 吨真菌饮品工程
3、	4770	年产 30000 吨茶发酵饮料工程
4、	4826	年产 25000 吨新型生态酒工程
5、	4845	年产 25000 吨新型净化酒工程
6、	4986	年产 22000 吨高纯度基酒工程
7、	4780	年产 25000 吨白酒灌装工程
8、	4256	公司营销指挥中心
9、	4291	拟以郑州为中心, 构建覆盖北方的营销网络
10、	3754	拟以武汉为中心, 构建覆盖南方的营销网络

资料来源: 公司公告, 华鑫证券整理

小结: 1) 1999 年国窖横空出世, 公司进行二次创业。2) 截止 2000 年底, 上市募投和配股募投项目均实际进行中, 预计募投项目新增产能约 1.3 万吨, 公司总销量达 3 万吨。

自有资金扩产和技改（2001 年-至今）：包括个别募投项目，其余为自有资金

1、“十五”计划公司扩产和技改情况（即 2001-2005 年）：二次创业推国窖，总销量超 5 万吨。

2004 年 5 月公告：公司拟对部分募集资金用途作如下变更：1) 停建年产 2.0 万吨真菌饮品工程、年产 3.0 万吨生物功能饮品工程、年产 3.0 万吨茶发酵饮料工程三个饮料类项目。2) 对营销网络指挥中心、北方片区营销网络、南方片区营销网络三个营销网络类项目投资金额作调整。根据《配股说明书》，本公司将在郑州建设北方片区营销网络分中心大楼，作为协调、指挥北方十五个省市销售的区域指挥中心；在武汉建设南方片区销售网络分中心大楼，作为协调、指挥南方十九个省市销售的区域指挥指挥中心。现拟停建两个分中心大楼，加大营销网络指挥中心的建设规模，增强其功能，使其能够直接指挥、协调各个省市销售网点的销售。公司于 2002 年 11 月 11 日至 22 日向全体流通股股东按 10: 3 的比例配售股份，配股价为 8 元 / 股，共募集资金 29552.18 万元，在扣除相应的承销费、发行费等费用后，实际募集资金 28415.03 万元；本次调整后将剩余、节余募集资金 1452.9 万元用于补充营销网络指挥中心流动资金。

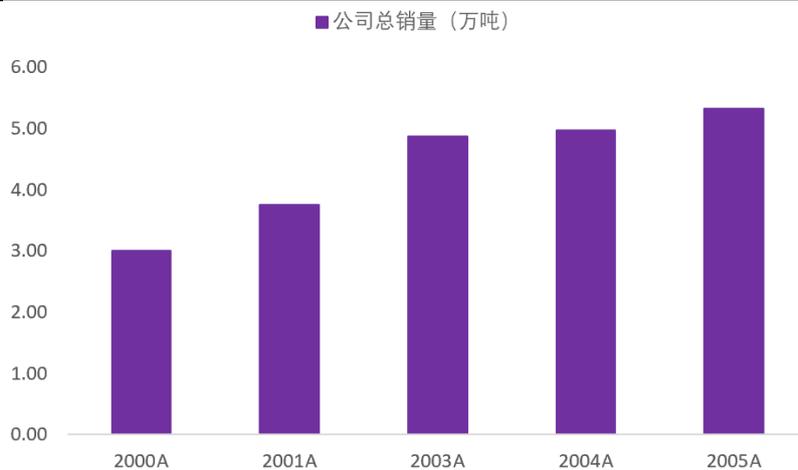
图表 49：2004 年 5 月配股募投项目变更情况一览

项目名称	计划投资金额（万元）	资金来源
营销网络指挥中心	6500	由配股募集资金提供
北方片区营销网络	366	由配股募集资金提供
南方片区营销网络	694	由配股募集资金提供

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

小结：1) 2001 年起，公司举全公司之力打造国窖，以“国窖 1573”和“百年老窖”两个精品的推广达到提升企业形象和实现利润指标上升的双赢目标；并制定“以国窖树形象，以特曲取利润，以低档产品抢市场”的营销策略，成功推出“浓香源”等礼品酒以及多个区域性品牌。2) 截止 2005 年底，公司总销量已超 5 万吨，其中国窖销量 820 吨（同增 72%）。3) 十五计划公司并没有进行扩产，只是对 2002 年配股项目进行部分变更。

图表 50：截止 2005 年公司总销量超 5 万吨



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2、“十一五”（即 2006-2010 年）计划公司扩产和技改情况：继续扩大产能，深度绑

定经销商。

2006年12月公告：公司发布定增方案，发行3000万股，发行价12.22元/股，面向10家募集资金人民币36,660万元，扣除发行费用1,227.80万元，实际募集资金35,432.20万元，主要用于泸州老窖“优质酒产能扩大及储存基地建设”项目。按照公司的发展规划和生产计划，在“十一五”期间，公司白酒基础酒将累增36,000吨，考虑到白酒组合、周转、降度、储存中不可避免的其他因素造成的酒罐空置以及工程误差、2010年以后的发展等因素，本项目建设规模确定为6万吨优质酒储存库（分为室内储酒库区、露天储酒库区、辅助生产区），建设用地面积400亩，项目选址位于泸州黄叙镇，距泸州市区17公里。

图表 51：2006 年 12 月定增投资 6 万吨优质酒储存库一览

序号	计划投资金额（万元）	项目名称
1、	34258	土建工程 5,506 万元
		设备采购及安装 13,128 万元
		其它工程费用 13,086 万元
2、	6054	预备费 2,538 万元
		铺底流动资金

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

该项目总投资为 40,312 万元，本次募集资金将全部用于该项目建设，不足部分以银行贷款的方式解决。其中：固定资产投资 34,258 万元，占总投资的 85%；铺底流动资金 6,054 万元，占总投资的 15%。固定资产投资 34,258 万元，按费用分为土建工程 5,506 万元、设备采购及安装 13,128 万元、其它工程费用 13,086 万元、预备费 2,538 万元。

2007年6月公告：董事会决定增持该公司500万股股权（占总股权数的20%）。其中，250万股以250万元现金向湖南金健米业股份有限公司购买；250万股以本公司持有的金健米业（泸州罗沙）有限公司250万股股权（占总股权数的10%）外加150万元现金置换。在本次交易结束后，公司持有湖南武陵酒有限公司的股权数增至2000万股（占总股权数的80%），公司持有金健米业（泸州罗沙）有限公司的股权数减少为750万股（占总股权数的30%）。

2008年10月公告：公司发布《关于安宁陶坛库技改项目建设的议案》：为提高公司高等级基础酒储存量，为公司未来发展提供必要物质储备，董事会决定投资8000万元建设安宁陶坛库技改项目（其中2008年投入3000万元，2009年投入5000万元）；该项目建设期为10个月，预计将于2009年下半年投入使用。截止2010年底，该技改项目已全部完工，共计投入6,061.43万元，占预算金额的75.77%，已储存优质基酒7,728吨。

2010年7月公告：董事会决定向泸州酒业集中发展区有限公司租赁土地、房屋建设10万吨储存基地项目。该项目总投资38,900万元，其中，设备投资31,500万元，土地房屋租赁费7,400万元。截止2010年底，该项目已投入设备购置费10,515.44万元。

小结：1) 公司十一五期间通过定增募投6万吨优质酒储存库，自有资金投建安宁陶坛库技改项目和10万吨储存基地项目。2) 十一五期间公司并未有明显扩建产能。

3、“十二五”（即2011-2015年）计划公司扩产和技改情况：解决历史遗留问题，产量超19万吨。

2011年6月公告：公司决定斥资2800万元对安宁科技工业园区四条包装生产线及相关房屋建筑进行改造，其中房屋的改造费用为600万元，包装生产线的改造费用为2200万

元。

2011年10月公告：为提高公司仓储能力，董事会决定投资 48,500,000 元建设安宁穿梭板仓库。该仓库占地约 10 亩，建筑面积约 3,990 平米，建设周期 13 个月，建成后将可储存成品酒约 980,000 件，具备托盘编码、自动化控制货位分配、货位指定、自动存取货等功能，并预留远传接口。

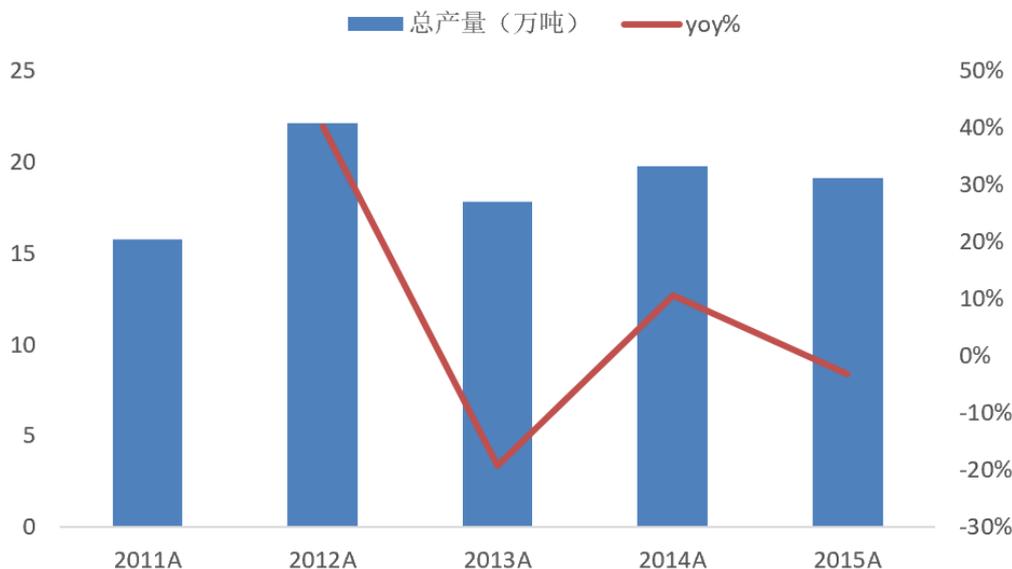
2012年4月公告：为集中力量打造中国白酒金三角，公司拟以 2.5 元/股的价格出售所持湖南武陵酒有限公司（以下简称湖南武陵）6615 万股股权给联想控股有限公司，占湖南武陵股权总数的 32.9%；公司对湖南武陵累计投入 8933.66 万元，本次转让完成后公司不再持有湖南武陵股权。本次转让不会对公司日常生产经营造成影响。

2013年4月公告：拟投资 22,628.16 万元人民币建设中国酒城老酒镇一期项目（原名手工作坊项目），计划在黄舣镇建设 9 个浓香型手工作坊。资金来源为公司期权激励募集资金，不足部分由公司自有资金补足。建设期两年。

2013年4月公告：公司通过《关于转让泸州时代酒业有限公司 51%股权的议案》及《关于转让泸州滋补酒业有限公司 51%股权的议案》，决定将我公司持有泸州时代酒业有限公司全部 51%股权按评估价格 830.78 万元予以转让，持有泸州滋补酒业有限公司全部 51%股权按评估价格 267.99 万元予以转让。

2013年4月公告：公司通过《关于转让四个闲置配套生产基地资产的议案》，决定将我公司所拥有的蜀南、三溪、石梁、荔乡四个闲置配套生产基地资产基于评估值以 12,490.24 万元的价格予以转让。

图表 52：公司 2011-2015 年产量 CAGR 为 4.9%



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

小结：1) 十二五期间公司实际没有扩建或技改新的产能，主要是解决历史遗留问题。
2) 截止 2015 年底，公司总产量从 2011 年 15.77 万吨增至 2015 年 19.12 万吨，4 年 CAGR 为 4.9%。

3、“十三五”（即 2016-2020 年）计划公司扩产和技改情况：明确扩产能，多元化尝试。

2016 年 4 月公告：1) 公司拟以子公司泸州老窖酿酒有限责任公司为主体，投资实施酿酒工程技改项目。该项目总投资 741,428 万元，其中固定资产投资 729,688 万元，铺底流动资金 11,740 万元，所需资金由公司自有资金并结合其他融资方式自筹解决。该项目完成后，将形成年产优质基酒 10 万吨，曲药 10 万吨，储酒能力 30 万吨的现代化产业基地。2) 拟将股权激励剩余募集资金 6,441.804 万元用于投资建设“藏酒洞库打造项目”（原募投项目为：中国酒城老酒镇第一期项目工程），占总筹资额 62.9%。新项目投资总额 6,500 万元，不足部分由自有资金补足，主要包括文化旅游打造主要包含旅游动线建设、参观通道建设、内部装修、文化建设等共计约 2,100 万元，陶坛购置约 6,000 个，预计约 700 万元，消防配套设施建设预计约 3,700 万元。项目建成后，酒体储存能力将增加大约 5,000 吨。

2016 年 5 月公告：公司发布定增方案，拟融资 30 亿元于酿酒工程技改项目（一期工程）。该项目实施完毕后，公司将建成优质基酒生产窖池 7,000 口，配套建成制曲车间、酒库等设施。

2017 年 1 月公告：公司按评估价格 1,073.08 万元，以自有资金现金收购泸州老窖集团养生酒业有限责任公司 100% 股权。

2017 年 6 月公告：公司审议通过《关于子公司投资设立泸州老窖百调酒业有限公司的议案》：同意由公司下属子公司泸州老窖电子商务股份有限公司与其他投资方共同投资设立泸州老窖百调酒业有限公司，其中电商公司以现金方式出资 350 万元，持股 35%，为控股股东。

2017 年 9 月公告：公司审议通过《关于子公司投资设立泸州老窖果酒酒业有限公司的议案》：公司下属全资子公司泸州老窖股份有限公司销售公司拟与四川梅鹤酒业有限公司、泸州聚合酒业发展有限公司共同投资设立泸州老窖果酒酒业有限公司。

2018 年 2 月公告：公司审议通过《关于收购四川发展酒业投资有限公司股权关联交易暨对外投资的议案》：老窖集团认缴出资 15,000 万元，占川酒投股份总数的 30%。

2018 年 10 月公告：1) 同意子公司泸州老窖百调酒业有限公司与成都天府熊猫文化传播有限公司共同投资设立成都天府熊猫百调酒销售有限公司。该公司注册资本 500 万元，其中，泸州老窖百调酒业有限公司以现金方式出资 300 万元，占总股本 60%，为其控股股东；成都天府熊猫文化传播有限公司出资 200 万元，占总股本 40%。2) 公司决定出资收购四川发展（控股）有限责任公司在西南联合产权交易所公开挂牌转让的四川发展酒业投资有限公司 12% 股权（挂牌价格 600 万元）。

2018 年 12 月公告：公司同意子公司泸州老窖百调酒业有限公司与深圳市同道大叔文化传播有限公司共同投资设立泸州百调同道大叔星座酒类销售有限公司。该公司注册资本 500 万元，其中，泸州老窖百调酒业有限公司以现金方式出资 350 万元，占总股本的 70%，为其控股股东；深圳市同道大叔文化传播有限公司出资 150 万元，占总股本的 30%。

2019 年 4 月公告：公司拟发行债券募集资金 400,000.00 万元，扣除发行费用后用于酿酒工程技改项目（二期工程）、信息管理系统智能化升级建设项目、黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目及黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目。

图表 53：公司拟发行债券募集资金 40 亿元投资项目一览

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)
1	酿酒工程技改项目（二期工程）	407,347.00
2	信息管理系统智能化升级建设项目	71,690.32
3	黄舣酿酒基地窖池密封装置购置项目	28,260.00
4	黄舣酿酒基地制曲配套设备购置项目	10,000.00
合计		517,297.32

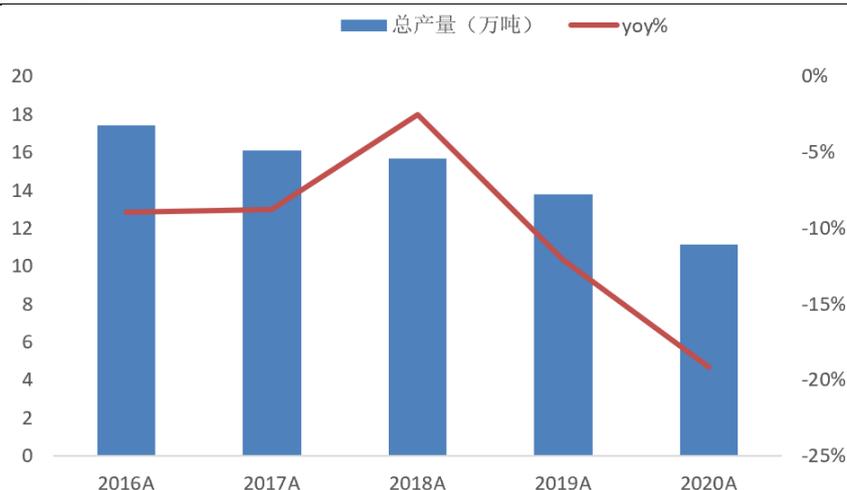
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2019 年 7 月公告：同意公司全资子公司泸州老窖优选供应链管理有限公司投资设立广西自由贸易试验区泸州老窖葡萄酒有限公司（以下简称“钦州公司”，以工商部门核准为准），由钦州公司作为投资建设及运营主体实施广西钦州红酒灌装生产项目。项目总投资为 16,018.99 万元，其中钦州公司注册资本金 1,000 万元，项目剩余所需资金由钦州公司融资筹集。

2019 年 8 月公告：公司决定以全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司为投资主体，投资实施泸州老窖生产配套提升技改项目，项目总投资 89,798.25 万元，建设周期 29 个月，所需资金由泸州老窖酿酒有限责任公司自筹。

2019 年 11 月公告：公司决定以公司全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司为投资主体，投资实施智能化包装中心技改项目，项目总投资 188,617.6 万元，所需资金由酿酒公司自筹解决。

图表 54：“十三五”公司调结构致产量回落至 11 万吨左右一览



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2020 年 3 月公告：公司决定由全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司（按照评估值以自有资金 22,754.66 万元（含交易增值税）向公司控股股东泸州老窖集团有限责任公司全

资子公司泸州嘉信控股集团有限公司购买土地及配套构筑物用于基酒存储，用于为打造区位优势集中的现代化生产基地。

2020年6月公告：1) 公司同意公司控股子公司泸州老窖果酒酒业有限公司为投资主体，投资实施泸州老窖大邑果酒生产基地建设项目，项目总投资6,196万元，所需资金由泸州老窖果酒酒业有限公司自筹。2) 通过《关于子公司投资酿酒工程技改项目的公告》，拟在项目原总投资计划金额741,428万元基础上增加投资146,299.65万元。

小结：1) 预计十三五期间公司新增超10万吨产能；2) 公司进行多元化尝试，涉及果酒、百调酒等。

4、“十四五”（即2021年-至今）计划公司扩产和技改情况：聚焦白酒主业，产品结构继续优化。

2021年01月公告：1) 决定注销子公司成都天府熊猫百调酒业有限公司，该公司注册资本500万元；2) 决定注销子公司泸州百调同道大叔星座酒销售有限公司，该公司注册资本500万元。

2021年8月公告：1) 决定以公司全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司为投资主体，投资实施智能化包装中心技改项目二期，项目总投资24,952.51万元，建设周期32个月，所需资金为酿酒公司自有资金。项目建成后可进一步提高公司成品酒供应保障能力。2) 决定以公司全资子公司酿酒公司为投资主体，收购资产并实施柔性智能化灌装试验线项目，项目总投资17,414.46万元。所需资金为酿酒公司自有资金。项目建成后可满足公司在智能化包装中心建设过渡期的产能需求及未来多品项、小规格、个性化产品的灌装需求，提升公司产品保障能力。

2022年6月公告：决定实施泸州老窖罗汉酿酒生态园提升改造项目，项目总投资29,901.30万元，建设周期58个月，所需资金为公司自有资金，项目完成后将进一步提升泸州老窖罗汉酿酒生态园基础配套设施条件。

2022年7月公告：拟以全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司为主体，投资实施泸州老窖智能酿造技改项目（一期）。项目总投资约478,250.90万元，所需资金由酿酒公司自筹。建成后产能规模为年产基酒8万吨、基酒储存能力10.4万吨。

2022年11月公告：公司本次债券发行总额不超过人民币21.25亿元，本期债券发行规模不超过人民币20.00亿元（含20.00亿元），本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还回售的公司债券本金。

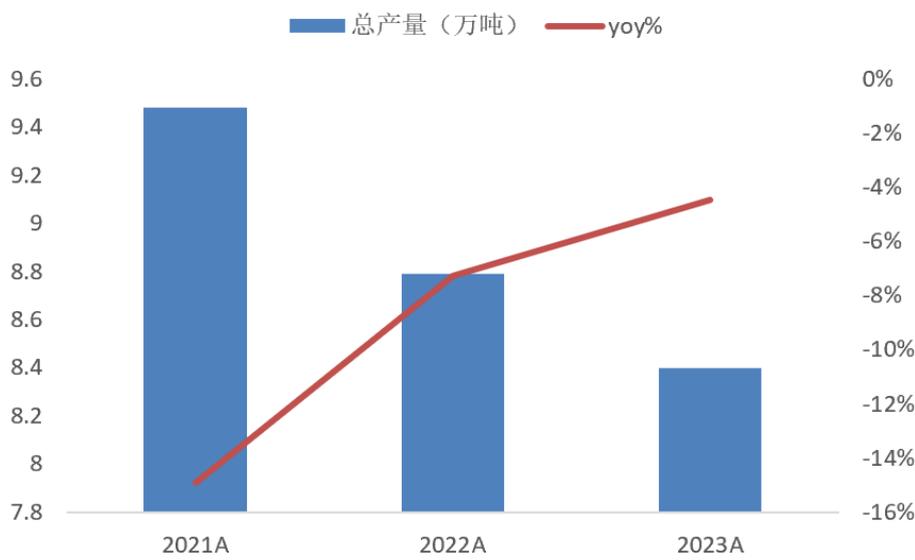
2023年7月公告：为保障泸州老窖智能酿造技改项目（一期）用能需求，决定以全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司为主体，投资实施四川泸州白酒产业园区（黄舣）热电联产扩建项目（一期），项目投资规模约25,243万元，所需资金由泸州老窖酿酒有限责任公司自筹。

2023年8月公告：通过《关于注销泸州老窖定制酒有限公司的议案》，决定将定制酒相关业务转由泸州老窖销售有限公司全资子公司泸州老窖乾坤酒堡定制酒销售有限公司负责，注销定制酒公司。

2023年9月公告：通过《关于实施泸州老窖浓香国酒体验营销中心建设项目的议案》，决定投资实施泸州老窖浓香国酒体验营销中心建设项目。主要建设内容包括文化体验板块、场景体验板块和数智体验板块三大单体及其配套建筑，室内外装修，设备设施采购、安装，

景观及绿化，亮化工程等。项目建设期 64 个月，总投资约 26.04 亿元，所需资金为公司自有资金。

图表 55：十四五期间公司继续调结构致总产量下降一览



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2024 年 6 月公告：通过《关于注销泸州老窖百调酒业有限公司的议案》，根据公司对创新酒板块业务的战略规划，决定将百调公司相关业务转由泸州老窖新酒业有限公司负责，注销百调公司。

小结：1) 十四五期间公司聚焦白酒主业，更多参与的是产能的配套项目。2) 公司持续不断优化产品结构，产量虽然下降，但质量提升明显。3) 公司已经形成“1+2+N”产能新格局，即：“1 中心”，1573 国宝窖池群；“2 园区”，罗汉酿酒生态园和黄舣酿酒生态园；“N 基地”，安宁科技园、三大藏酒洞、泸州酒业集中发展区等生产供应链基地，以优质产能保障支撑公司“十四五”销售扩张。

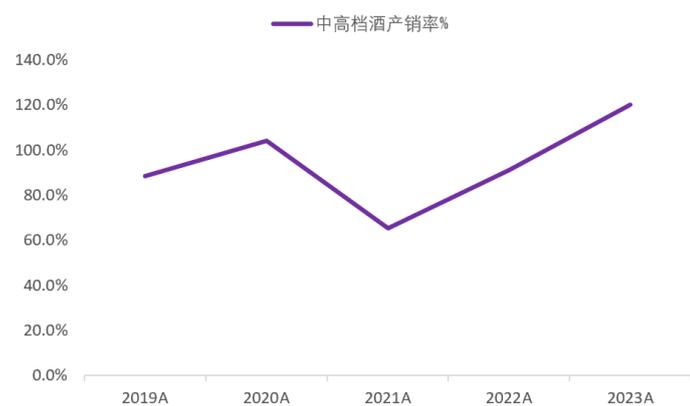
十四五目标：“136”战略，即坚定 1 个发展目标（坚定重回中国白酒行业“前三”目标）、坚持 3 大发展原则（一是坚持品牌引领，全力提升中国名酒品牌价值。二是坚持品质立基，全力打造世界名酒核心产区。三是坚持文化铸魂，全力建设中华酒文化朝圣之地）及建设“六位一体”泸州老窖（品牌、品质、文化、创新、数智、和谐）。

3.4.2 中高档酒产量稳增长，低档酒整顿效果显著

前面我们已经详细介绍和分析公司产能情况，这里我们分析公司产量和销量之间关系。由于公司 2020 年起才细拆中高档酒和低档酒产量，而之前只有总产量数据，所以我们研究从这里开始。

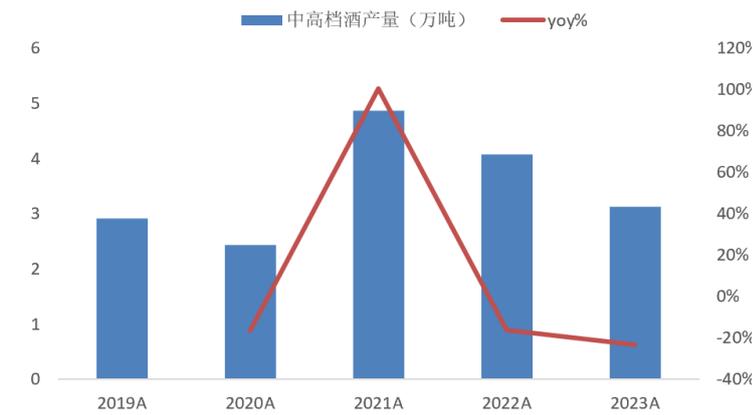
我们经过梳理发现：中高档酒产量从 2019 年 2.91 万吨增至 2023 年 3.13 万吨，4 年 CAGR 为 2.5%，产量逐年稳增长；产销率来看，整体稳中有升，2023 年产销率为 120%。

图表 56: 2019 年-2023 年中高档酒产销率稳中有升



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

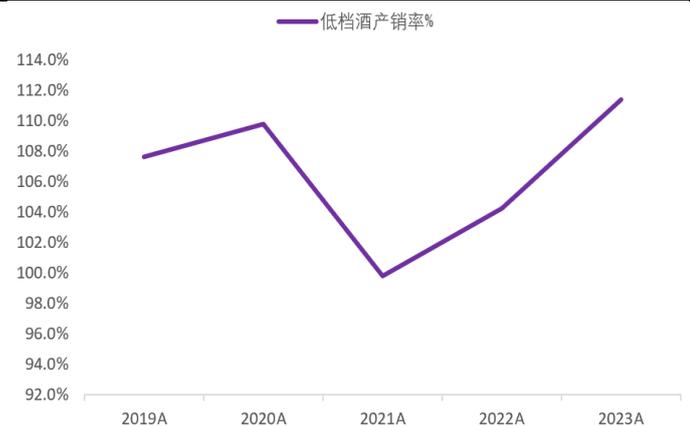
图表 57: 近几年调结构致中高档酒产量有所波动



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

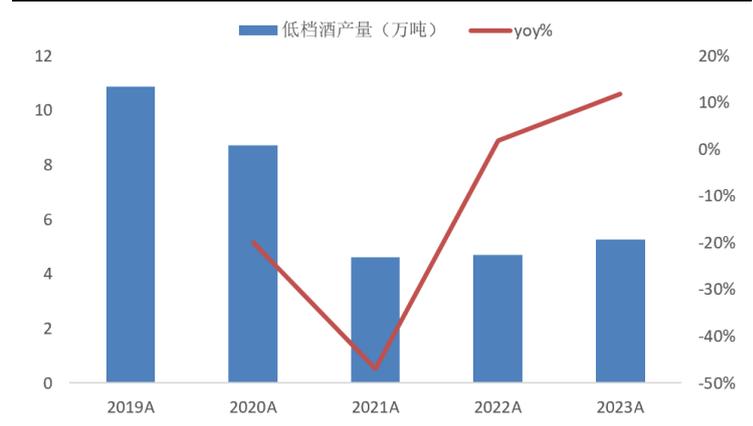
低档酒来看, 公司产量从 2019 年 10.87 万吨降至 2023 年 5.27 万吨, 4 年 CAGR 为-16.6%。产销率来看, 过去几年产销率基本 100%, 系公司对低档酒进行整顿调整所致。

图表 58: 近几年低档酒产销率基本 100%



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

图表 59: 近几年低档酒经过调整后产量有所下降



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

3.5、渠道端：组织模式迭代升级，经销商质量提升明显

这一节我们重点研究分析公司渠道演变史，分析泸州老窖渠道演变史及目前渠道多元化现状。

3.5.1 倾力打造国窖，组织模式迭代升级

纵观泸州老窖发展史来看，我们可以将公司渠道发展分为几个阶段：

1、1988-1999 年（成长期）：放开价格管制后市场化竞争，公司从名酒降为“民酒”。计划经济时代白酒由糖酒公司统销统购，基本处于供不应求状态，酒厂只负责生产。1988

年国家税务总局发布《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》，放开当时 13 种名酒的价格管制，以市场经济作为主导，厂商开始自己发展渠道体系。由于公司当时没有提价且扩产致公司从名酒变民酒，1994 年上市后采取“以市场为导向，以经营为中心，以生产为基础”的营销策略，市场分布趋于合理。1996 年国家名酒市场竞争十分激烈，为此公司根据市场变化，坚持实施“调控总量、稳定价格、提高质量、扩大份额”的经营方针。

图表 60：《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》

财税产[1988]140号 1988-08-10

7月23日，我局《关于名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格后征收产品税、专项收入问题的规定》发布后，一些地区就征收产品税、专项收入的具体政策提出了一些问题。为了统一政策，做好工作，现补充规定如下：

一、自1988年7月28日起，粮食白酒、薯类白酒和啤酒的产品税一律不得减免。

二、对这次未列入调价范围的滤咀烟，其每包加价的4分钱，应并入企业实际销售收入征收产品税，但不征收专项收入。

三、名烟名酒放开价格和部分烟酒调整价格以后，财政部原有的以税还贷规定继续执行。生产企业归还到期贷款必须先用贷款项目新增的利润、折旧基金归还；不足部分，可以用老价（即1987年12月31日的价格）和原税率计算征收的新增产品税归还；再不足的，还可以用这次放开和调整价格后增加的产品税归还。

对放开价格的13种名烟实际价格（出厂价）高于“计税基础价（出厂价）”的部分，由于征收的60%的产品税中有1/3是作为地方财政收入的，在计算还贷时，应按中央财政收入与地方财政收入同比例的原则办理。

资料来源：税屋，华鑫证券整理

1998 年公司派出一定比例的营销人员长驻外地，实施定点销售，对原有经销网点进行调整和充实，同时组织力量开拓销售空白或强化薄弱环节。1999 年公司在清理整顿流通渠道、搞好市场定位的同时，积极发展培育市场终端销售网络，完善全国市场网络体系。公司销售网络已覆盖全国 30 个省市自治区 300 多个大中城市，全国性的市场网络体系已经初步形成。同年 11 月，公司将出酒大典中生产的编号为 0003 号和 0002 号的泸州老窖国窖酒赠送给董建华特首、何厚铨特首，这标志着国窖 1573 横空出世。

2、2000-2012 年（发展期）：举全公司之力打造国窖，组织模式领先市场。2000 年被公司定义为二次创业第一年，5 月袁秀平任公司总经理，采取“提升形象、扩大份额、净化市场、加强管理、深化改革、重振雄风”的经营方针。2001 年是公司营销工作的“国窖推广年”和“市场管理年”，加大市场管理力度，严格调控市场价格，加强促销费用、应收货款、经销网络及营销队伍的管理；加快各地销售分公司的组建步伐。在制度建设上，进一步制订市场、促销、贷款、费用、人事、信息等三十多个管理制度和办法，撰写《销售公司管理模式》、制定《2001 年销售公司综合计划》和《2001 年销售公司部室和片区经济责任制考核方案》，实施目标管理责任制。在营销战略上，一是进行产品的结构调整，增强其攻击力和适应性。二是加强市场价格调整，使主导产品特曲、头曲系列酒价格大幅度上升，基本实现良性价格体系；三是认真清理整顿销售网络，加强对分销网络的掌控，为培育基础市场作出努力；四是强化优质服务意识，实行全过程服务，健全售后服务档案，定期走访市场，主动上门服务。

2002 年全力以赴抓好营销工作，力推国窖 1573、百年老窖等形象品牌，以拉动消费力的支撑；优化营销队伍，锻炼成敢打硬仗、苦仗的团队；进一步细分市场，分别制定营销策略；运用好中国名酒的品牌，特曲要实现高价位的提升目的，配合以专业性策划攻势、扩展经销网络、提高费用支撑等措施；通过费用机制的改革，将“销售本地化”落到实处，实行半承包制，控制销售费用；进一步清理市场，强化市场监管；加大新产品开发的力度，

以适应产品升级换代的需求；加强与台湾、韩国的贸易，拓展海外市场，赶超其它企业；倡导“一站式”服务，提高服务质量和办事效率。**2002年7月公司制定“以国窖树形象，以特曲取利润，以低档产品抢市场”的营销策略**，成功推出“浓香源”等礼品酒以及多个区域性品牌。加强市场价格的调整，使主导产品特曲、头曲系列酒价格大幅度上升，基本实现良性价格体系。与此同时，**公司认真清理整顿销售网络，全年共开发空白市场近10个，新增客户70多家，发展经销商530家，比年初增长148%**。2002年下半年公司营销工作遵循“夯实基础、调整结构、精耕细作、大力扩张”的策略，力推“国窖1573”、“百年老窖”等高利税产品。**2003年2月选举袁秀平先生为董事长，上半年公司坚定不移地贯彻执行年初制订的“以市场为导向，调整产品结构；以转制为契机，创新管理模式；以利润为中心，增强企业盈利能力；以品牌为核心，实施文化战略”的工作思路**，在经营中审时度势，灵活贯彻**执行“国窖树形象，特曲取利润，低档抢份额”的营销战略**，取得较好的经营效果。**2004年6月29日，公司选举谢明先生为董事长，聘任张良先生为总经理。7月公告称：在高端消费市场，公司重点培育“国窖1573”品牌，未来3-5年“国窖1573”酒销售收入有望保持每年1个亿增长速度；在中档消费市场，重点是使“老窖特曲”品牌实现价值回归，2000年时每瓶特曲平均市场价格在36元，而目前这个价格已经提到63元。2004年是公司规划的国窖1573拓展年、泸州老窖特曲形象提升年和市场管理年**，公司坚持以“优化产品结构、净化提升品牌；实施文化战略、提高管理效益”经营思路，奋力推进国窖1573销售，实施重点市场重点投入，在各销售片区设立国窖1573推广专员“精耕细作”，使全年国窖1573系列酒实现销售收入同比增长91%；另一方面，采取特殊销售策略，加快泸州老窖特曲价值的逐步回归；再一方面，继续充分运用中低档产品，积极拓展县级和空白市场，扩大市场份额，为中高端产品的后续跟进创造良好条件。**公司品牌总数由94个减少到41个，淘汰率为56.4%；产品条码总数由1012个减少到370个，淘汰率为63.4%**。

图表 61：2000-2006 年公司主要战略一览

时间	战略	具体内容
2000年	二次创业第一年	采取“提升形象、扩大份额、净化市场、加强管理、深化改革、重振雄风”的经营方针
2001年	“国窖推广年”、“市场管理年”	加大市场管理力度，严格调控市场价格，加强促销费用、应收货款、经销网络及营销队伍的管理；加快各地销售分公司的组建步伐
2002年	力推国窖1573、百年老窖等形象品牌	上半年制定“以国窖树形象，以特曲取利润，以低档产品抢市场”的营销策略；下半年遵循“夯实基础、调整结构、精耕细作、大力扩张”的策略
2003年	“国窖树形象，特曲取利润，低档抢份额”	以市场为导向，调整产品结构；以转制为契机，创新管理模式；以利润为中心，增强企业盈利能力；以品牌为核心，实施文化战略”
2004年	国窖1573拓展年、泸州老窖特曲形象提升年和市场管理年	坚持以“优化产品结构、净化提升品牌；实施文化战略、提高管理效益”经营思路，在各销售片区设立国窖1573推广专员“精耕细作”
2005年	泸州老窖发展机遇期的开局之年	未来将构建三个层次的品牌格局：位于最高层——品牌塔尖的是国窖1573；位于中间层——品牌塔柱的主要是泸州老窖特曲、百年老窖和浓香经典三个产品；位于最底层——品牌塔基主要是由20多个产品构成的独立品牌体系
2006年	全面提升国窖1573形象	改革销售渠道，培养终端大户、区域性大客户、重心财务客户；对二级渠道进行监控型掌控，重点区域完成二级渠道改造

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

2005 年是泸州老窖发展机遇期的开局之年，公司以基础管理、品牌建设再上台阶作为工作重点，实施“力推‘国窖 1573’，优化产品结构。**未来将构建三个层次的品牌格局：位于最高层——品牌塔尖的是国窖 1573，国窖 1573 定位为超高档中国白酒品牌**，实行“量服从于价”的原则，即以产品的品质和品味而不以数量取胜，提升品牌的附加值，将国窖 1573 作为百年品牌来经营和保护；**位于中间层——品牌塔柱的主要是泸州老窖特曲、百年老窖和浓香经典三个产品**，这部分品牌产品是白酒消费的主要区域和公司利润增长的主要来源，是品牌对企业效益贡献的体现所在，因此未来要逐步扩大生产销售量，使之成为企业利润的主要组成；**位于最底层——品牌塔基主要是由 20 多个产品构成的独立品牌体系，这些品牌产品将服务于区域性的细分市场**，并根据所服务细分市场消费需求的变化进行调整并决定是否继续保留。

2006 年公司全面提升国窖 1573 形象，加强品牌亲和力建设；着力推进精品特曲产品系列的换代和宣传元素统一。改革销售渠道，培养终端大户、区域性大客户、重心财务客户；对二级渠道进行监控型掌控，重点区域完成二级渠道改造；实施经销商整体考核政策。

2006 年 6 月公司授予包括公司高管在内的激励对象 2,400 万份股票期权，每份股票期权拥有在可行权日以行权价格和行权条件购买一股泸州老窖股票的权利。本激励计划的股票来源为泸州老窖向激励对象定向发行 2,400 万股泸州老窖股票。

图表 62：2006 年公司发布的股票期权分配表一览

激励对象	职务	获取股票期权数量（份）
谢明	董事长	240 万
张良	董事、总经理	240 万
蔡秋全	董事、副总经理	160 万
沈才洪	董事、副总经理	140 万
龙成珍	董事	140 万
江域会	监事会主席	140 万
刘淼	销售公司总经理	115 万
郭智勇	总经理助理	90 万
张顺泽	总经理助理	90 万
何诚	酿酒公司总经理	90 万
林峰	营销总监	90 万
敖治平	财务部部长	90 万
核心技术（业务）人员	-	775 万
合计	-	2400 万

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

2006 年 6 月行业里第一家公司定增优先面向公司经销商。12 月公司发布定增方案，发行 3000 万股，面值 1 元，发行价为 12.22 元/股，募集资金人民币 36,660 万元，扣除发行费用 1,227.80 万元，实际募集资金 35,432.20 万元。本次参与的十家中有八家是公司核心经销商。公司此举为进一步形成产商结盟，固化经销渠道奠定基础。

图表 63：2006 年公司定增十名对象一览

序号	参与对象	认购股数
1、	山东国窖酒业销售有限公司	509.4 万
2、	保定市隆华商贸有限公司	166 万
3、	上海荣生实业公司	125 万
4、	汕头市金平区金叶酒类商行	100 万
5、	石家庄桥西糖烟酒食品股份有限公司	123 万
6、	深圳蓬鹏实业有限公司	82 万
7、	佛山市南海区大沥陆升酒类商行	123 万
8、	桐乡市糖业烟酒有限公司	82 万
9、	兴沪投资集团	1589.6 万
10、	博时基金	100 万
合计		3000 万

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

2007 年是公司三年股权分置改革承诺承的关键之年：加快市场拓展，增强品牌建设

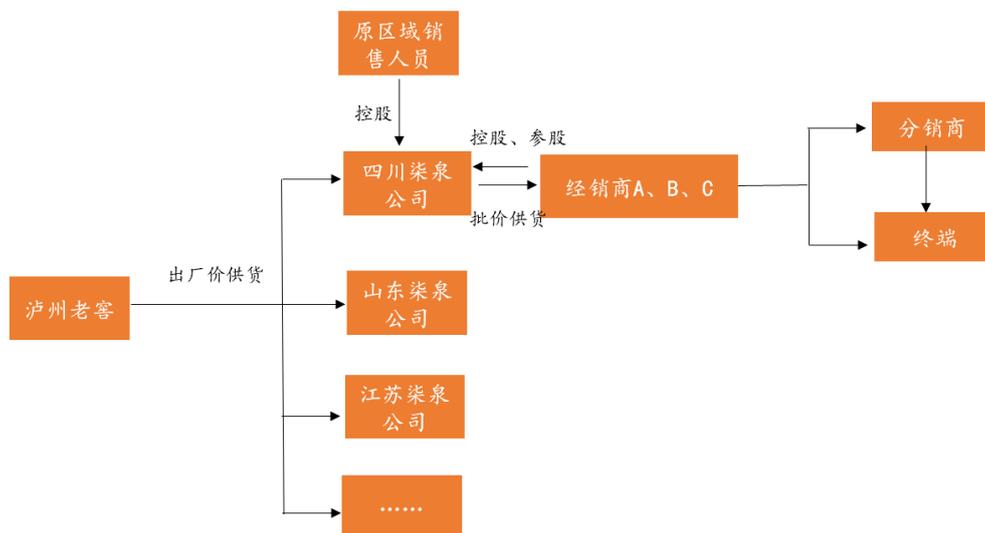
①市场分布策略：在不断巩固优势区域的前提下，突破长江三角和珠江三角两大市场，重塑华东、华南格局；以抓住区域性核心城市建设为引擎，拉动周边市场快速发展；②产品策略：提升泸州老窖的市场品牌地位和消费者心理价位；加快国窖 1573 市场品牌提升，全力做量；稳定特曲价格和经销渠道，同时开发换代产品，保障换代成功；③渠道策略：培养战略客户、区域性大客户，建立全国稳定布局的核心骨干经销客户，结合市场的分步进行客户的调整与组合；④促销策略：进行市场投入改革，主要方向是进行市场规模投入，进一步加强对基础市场的掌控能力。⑤品牌策略：坚持差异化品牌建设，走以国窖 1573 为主导，以浓香经典为支撑，以百年老窖、特曲类产品为基础的品牌战略之路，着力构建三层次的品牌建设格局。⑥费用策略：不断强化品牌拉力、控制销售预算总量、实现销售费用占销售收入比率的下降。截止 2007 年底，公司形象产品国窖 1573 销售收入规模成功突破 10 亿元瓶颈，特曲以上拳头产品的净利润贡献率提升近 10 个百分点。

2008 年是公司实现股改承诺的最后一年，公司以体制小改革、机制大创新、员工是基础、人才是关键、质量争一流、文化上台阶、管理直线式、利润最大化为 2008 年经营管理思路。市场经营方面：稳固市场发展，全面推进品牌升华。市场策略：着重启动品牌升华战略。国窖 1573 继续向高端挺进。品牌抢位后着力于稳固、稳定产品的核心定位，全面拉开中坚品牌的打造之路。规模策略：做深做透规模性省区市场，迅速扩张市场份额。产品策略：升华泸州老窖品牌，打造超高端定制酒，在华北、华东、华南重点推广。推出三款高端国窖礼品酒，服务高端消费群体。渠道策略：实施细分渠道战略，细分客户群类别，进行客户开发。2008 年上半年公司执行“做强做大白酒主业”的方针，推进“双品牌塑造，多品牌运作”战略，取得良好效果。此外，探索组建狼性营销团队，实施“群狼奋进”网络战略：以销售公司团队为头狼，以“博大酒类营销公司”、“盛世浓香酒类营销公司”等狼性营销战斗队，最终形成“群狼奋进”，建立泸州老窖抗拒市场风险的立体化营销网络。

2009 年是泸州老窖的拼搏年、全员营销年，构建三大营销体系：销售公司构建全新的以利润为中心的销售考核的全面改革，对费用控制、管理权限下移、责任下移。实现四方监管提高广宣费用的有效性，即由经销商直接督促、片区与利益挂钩、广告公司专业实施、效能监察部门抽样监督，从而确保销售利润率提高。**第二营销体系泸州老窖博大酒业公司主要任务是继续大力扩展客户资源，**开创新网络，为泸州老窖实现立体化营销扩大根据地。工作重点是低端产品，就是要通过客户网络体系的建设，通过对网络客户体系共同成长理

念的培养，通过客户与公司合作过程中的优胜劣汰，来为我们提供未来可以晋级经营公司高端产品和新的公司高端产品的经销商。**第三营销体系贵宾服务公司，按工作重点是开发新的市场，寻找国窖 1573 新的增长点，**寻求国窖 1573 的高成长，实现国窖 1573 在新区域、新的消费人群中销售收入的提高。截止 2009 年上半年，公司开始着手推进建立以泸州老窖核心品牌为专营品牌的营销渠道管理服务公司。**2009 年公司布局两件大事：1) 公司通过**柒泉模式（将区域内经销商组织起来构建经销商联盟体）创新，构建泸州老窖发展新联盟；**通过推进专卖店工程建设构建实现品牌战略的窗口和超高端展示平台；通过体制小改革，向酿酒生产管理要效益；通过开启“公关营销”，VIP 客户群建设初见成效；通过科技创新，提高发展力。2) **人才引进培养走入现代化轨道：通过招聘应届大学生培养营销骨干，**通过岗位招聘引入人才，通过加强博士站建设引进博士后，通过内训提升岗位素质。“柒泉模式”的优点在于将有经验的销售人员和有实力的经销商进行利益捆绑，调动基层业务员和合作经销商积极性。**

图表 64：2009 年公司创立柒泉模式领先市场



资料来源：每日财报网，华鑫证券整理

2010 年是泸州老窖持续推进“超常规拼搏型第三次创业”的关键之年。公司以“品牌提升、管理精细、执行落地、全面转型”为主要营销思路，在国窖 1573 销售快速增长的同时，全力提升泸州老窖特曲的销售数量和销售价格。**2010 年公司推出泸州老窖特曲年份酒，**通过特曲年份酒的推出，泸州老窖品牌广告宣传的强烈覆盖，来实现泸州老窖特曲整体销售收入的上升和品牌高度的逐步提升。**2010 年底，公司营销布局改革促进专业化、精细化：根据全国市场的地域差异性和销售形势，**公司对多个省级市场进行重新划分，深度规划，重新布局全国市场，在重点市场实现精耕细作和渠道的扁平化运作；组建团购定制服务中心，为团购推广、定制营销及高端产品的推广奠定基础；组建招商部，布局全国性“大招商，招大商”，引进优质客户资源。

2011 年是公司“改革创新，转型发展”的承接之年，以“品牌提升、管理精细、执行落地、全面转型”为主要思路，继续加强市场营销工作 2011 年销售工作重点主要在三个方面：一是坚决维护品牌、文化、价格高度，以三大高度有机循环提升品牌力，**推出并重点打造“百年泸州老窖”品牌，**抢占中高端白酒市场。二是按“重点化、特殊化、指标化”

的要求加强招商工作。招商工作是重中之重，要敢于招商、大力招商，跳出固有思维，抢占优质客户资源。三是升级营销体系，以创新寻找经济增长点。加大销售体系改革力度，首先改革观念，然后是管理流程的诸多拐点，人为的拐点、观念的拐点，利用信息化系统推动流程优化，促进销售系统管理水平、效率的革命性变化；**加快进军电子商务市场的步伐，创新营销方式**，创造新的经济增长点；进一步强化运营计划，全面推进全国市场步调统一性和数字化建设，加快新版营销的推进速。**在营销体系上，组建十二支独立运作的公司化狼性营销队伍**，通过营销联席会议，把整个集群化营销体系的协调、联系与指挥统一起来，实现前端市场狼性化和后端保障精细化及管理运筹的系统化。**在销售队伍的激励上，通过全面实施“高规划、高风险、高收入、高公积，追溯调整”**，充分调动销售人员的积极性。

图表 65：2007-2012 年公司主要战略一览

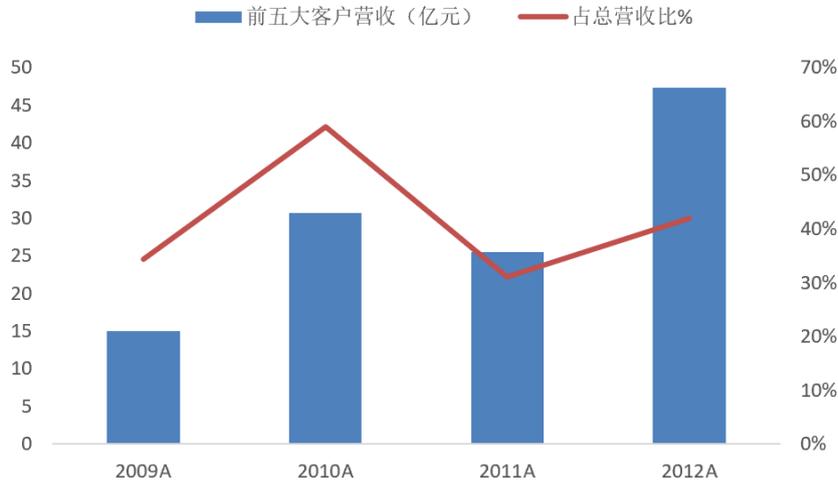
时间	战略	具体内容
2007 年	三年股权分置改革承诺承的关键之年	1) 在不断巩固优势区域的前提下，突破长江三角和珠江三角两大市场，重塑华东、华南格局；2) 产品策略：提升泸州老窖的市场品牌地位和消费者心理价位；3) 渠道策略：培养战略客户、区域性大客户，建立全国稳定布局的核心骨干经销客户；4) 品牌策略：以国窖 1573 为主导，以浓香经典为支撑，以百年老窖、特曲类产品为基础的品牌战略之路。
2008 年	实现股改承诺的最后一年	以体制小改革、机制大创新、员工是基础、人才是关键、质量争一流、文化上台阶、管理直线式、利润最大化为经营管理思路
2009 年	拼搏年、全员营销年	构建三大营销体系：销售公司构建全新的以利润为中心的销售考核的全面改革，对费用控制、管理权限下移、责任下移。第二营销体系泸州老窖博大酒业公司主要任务是继续大力扩展客户资源。第三营销体系贵宾服务公司，按工作重点是开发新的市场，寻找国窖 1573 新的增长点
2010 年	持续推进“超常规拼搏型第三次创业”的关键之年	以“品牌提升、管理精细、执行落地、全面转型”为主要营销思路，公司对多个省级市场进行重新划分，深度规划，重新布局全国市场，在重点市场实现精耕细作和渠道的扁平化运作；组建团购定制服务中心，为团购推广、定制营销及高端产品的推广奠定基础；组建招商部，布局全国性“大招商，招大商”，引进优质客户资源
2011 年	改革创新，转型发展”的承接之年	以“品牌提升、管理精细、执行落地、全面转型”为主要思路，推出并重点打造“百年泸州老窖”品牌，抢占中高端白酒市场，按“重点化、特殊化、指标化”的要求加强招商工作
2012 年	“创新、规模、跨越”发展之年	坚持“双品牌塑造，多品牌运作”的品牌战略，重点推出泸州老窖特曲老酒，窖龄酒创新传播概念。进一步加强 12 支狼性营销团队建设，互相给力，做好营销一盘棋。

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

2012 年是公司进入“创新、规模、跨越”发展之年，**坚持“双品牌塑造，多品牌运作”的品牌战略，保障国窖 1573 实现品质高度、文化高度、品牌高度、价格高度的稳步提升。**强力打造泸州老窖品牌厚度，重点推出泸州老窖特曲老酒，唤醒消费者记忆，实现马到成功、一举扬名；窖龄酒创新传播概念，实现营销团购大突破，价格提升持续给力。进一步加强 12 支狼性营销团队建设，互相给力，做好营销一盘棋。销售公司进行分类管理，简政放权，实现大步跨越，同时进一步引导经销商成立联盟公司，**支持联盟公司优化管理与运营系统，使联盟公司在数量、规模和实力上得到更大发展。加快专卖店建设，2012 年建成专卖店 1,000 家，加强系统化 VIP 消费者关系管理，建立 300 人的国窖 1573 品牌顾问队伍，坚持“大招商、招大商”的思路**，实现经销商队伍多元化和建立经销队伍竞争优化平台。

在营销模式上，深化转型：高端产品从依靠分销渠道，餐饮终端向自营终端和团购转型；中低端产品实行市场细分，精确指导，精细化运作，适应市场变化的新形势。截止 2012 年底，公司前五大客户营收占比已从 2009 年 34.3% 提升至 2012 年 42%，柒泉模式效果显著。

图表 66：2009 年-2012 年公司前五大客户营收占比 (%) 稳步提升



资料来源：公司年报，华鑫证券整理

3、2013-2015 年（调整期）：逆势提价丧失份额，新管理层调整。2012 年底三公消费政策出台，2013 年起行业进入深度调整期。2013 年上半年公司在传统渠道上：继续加强招商，推动专卖店建设；在新渠道上：一是加强电子商务业务，二是利用资源置换等形式，进入其他业态渠道，走出传统渠道的框架。**8 月公司逆势提价国窖至 999 元，市场短期无法达到要求致国窖销量下滑较多。**本质上讲是柒泉模式弊端暴露，弱化公司对产品价格监督、库存水平、市场开发等。因此国窖主要采取创新积分制运行，它是指在市场费用投入上采用积分制运行，将市场支持投入把控权交还经销客户，促使片区逐步从管理式服务向指南式服务转变，以提升费用使用效率。

由于公司对本轮调整严峻性估计不足，在部分应对措施上出现失误，加之企业管理体系滞后于公司发展，在需要企业快速、合理应对市场和环境变化的时候，未能适应新形势的要求，导致公司受本轮调整影响大并集中体现在 2014 年度。2014 年公司营销几个问题：**1) 1573 “挺价” 过头，造成较长时间销量的损失、渠道的断流、动销的停滞和经销商信心的损失。**2) **传统渠道占比偏大，经销商专业性差异较大，部分经销商不能适应外部环境的变化，抗风险能力较弱；中高档产品价格持续下跌，渠道价格倒挂，渠道库存大，由此产生的一些遗留问题解决不够及时，导致公司产品在一段时间内形成渠道“堰塞湖”。**3) **品牌品种多，但形成单品规模的少；**市场分布广，但形成规模核心市场的少，说明公司在推广模式上没有形成规模化效率。4) **过去公司形象的提升，国窖 1573 品牌的塑造，带来自我优越感，部分销售人员存在老爷作风、官僚作风，服务意识差，进而造成销售一线执行力下降。**

为此，公司应对举措如下：**1) 国窖 1573 产品价格调整：2014 年 7 月，国窖 1573 顺应市场形势进行较大幅度的价格调整，本次价格调整对国窖 1573 动销、渠道流动性、经销商信心的恢复起到至关重要的作用。**2) **解决渠道遗留问题，恢复渠道动力：针对中高档产品渠道库存大，公司通过大力帮助经销客户加快由政务团购渠道向商务消费和民间消费渠道转型，通过确定存货动销奖励，通过为滞销或转型商家退货等手段，集中解决前期国**

窖 1573 客户遗留问题，为来年国窖 1573 轻装上阵打下坚实的基础。3) 销售组织体系调整：**建立营销联席会议制度，统一协调和管理公司全体系产品销售工作。**联席会议制度设立在体制上保证公司销售全国一盘棋的局面，各品牌和销售团队在服从公司总体销售规划和布局的前提下参与市场竞争。A、**从品牌事业部到品牌专营公司：推动经销商成立特曲公司、窖龄酒公司等系列产品专营公司，公司品牌管理逐步由“事业部制”向“公司制”变革。**B、**拓展适应市场的新产品：为适应消费新形势，公司开发一系列新产品：60 版、80 版特曲和大曲酒的推出，开创凭酒票限量购买模式；结合“互联网+”的浪潮，携手平台商开发“三人炫”等互联网定制产品；“泸小二”和“会唱歌的小酒”等时尚新品把握 80 后、90 后消费群体；专业化定制产品适应个性化消费需求。**

图表 67：2014 年公司反思问题及对应举措一览

序号	问题	具体举措
1、	1573 “挺价” 过头	1) 国窖 1573 产品价格调整：2014 年 7 月，国窖 1573 顺应市场形势进行较大幅度的价格调整；2) 针对中高档产品渠道库存大，通过大力帮助经销客户加快由政务团购渠道向商务消费和民间消费渠道转型，通过确定存货动销奖励，通过为滞销或转型商家退货等手段
2、	传统渠道占比偏大，经销商专业性差异较大等	从品牌事业部到品牌专营公司：推动经销商成立特曲公司、窖龄酒公司等系列产品专营公司，公司品牌管理逐步由“事业部制”向“公司制”变革
3、	品牌品种多，但形成单品规模的少	发展适应市场的新产品：为适应消费新形势，公司开发一系列新产品：60 版、80 版特曲和大曲酒的推出
4、	自我优越感，部分销售人员存在老爷作风、官僚作风，服务意识差	建立营销联席会议制度，统一协调和管理公司全体系产品销售工作

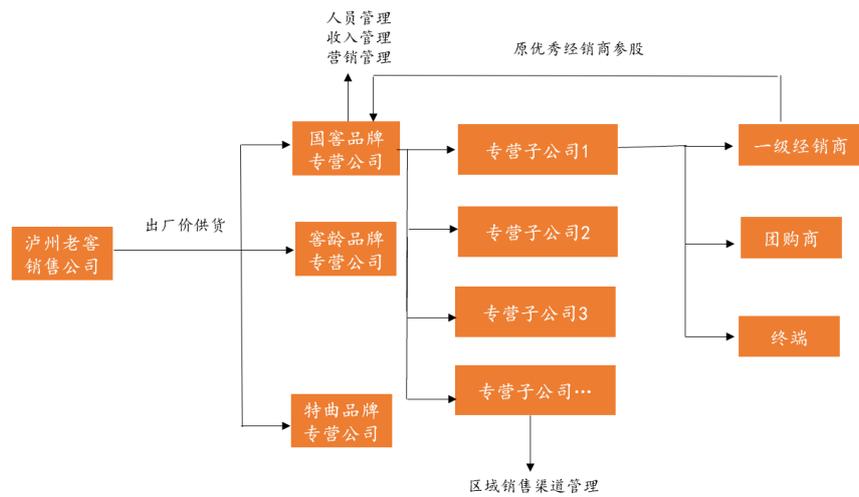
资料来源：公司公告，华鑫证券整理

2024 年 6 月底，公司出资 4200 万元（占总股本 70%），电子商务行业优势企业出资 1680 万元（占总股本 28%）；运营团队出资 120 万元（占总股本 2%），共同投资设立泸州老窖电子商务股份有限公司。11 月底，公司决定聘任林锋先生为副总经理。

由于 2014 年中高档产品出现不同程度的价格倒挂，造成了渠道阻塞和市场秩序混乱。针对这一情况，**公司在 2015 上半年通过取消计划内外价差，帮助经销商消化库存，紧抓窜货、费用稽核等手段，维护产品价格，治理市场秩序，产品价格稳步上升。各产品渠道库存，尤其是国窖 1573 渠道库存已恢复良性；销售管理模式上，继续推动事业部制向专营公司体系转型，组建国窖 1573 品牌专营公司，及多家地区子公司，进一步推动销售管理的专业化和市场化，带动管理精细化；“条码瘦身”工作有序进行，按公司规划，对所有销售体系 2014 年销售在 50 万以下的产品条码进行统一清理和删除，产品清理各项工作有序进行中。**

2015 年 4 月公司公告：泸州老窖集团自 2014 年 4 月 14 日至 2015 年 2 月 9 日止，增持公司股份 6,709,170 股；并承诺自 2015 年 2 月 10 日起 12 个月内，将继续增持公司股份，用于增持资金最少不低于 5,000 万元人民币，累计增持比例不超过公司已发行总股份的 2%。7 月公司公告：自 2015 年 7 月 10 日起，未来 6 个月内，用于增持的金额不低于人民币 1 亿元。2015 年 7 月公司选举刘淼先生为董事长，聘任林锋先生为总经理。

图表 68：2015 年公司升级改良柴象模式为专营公司模式



资料来源：每日财报网，华鑫证券整理

2015 年底，公司通过构建核心客户联盟，稳固核心大客户，形成 3 大核心战略品牌全国核心市场控盘分利模式；通过推进客户联盟为主导的直分销渠道操作模式，持续扩大直营渠道占比，缩减渠道层级，巩固渠道合理利润，确保公司市场营销策略的执行力；通过推进以控制核心终端、服务核心消费者为中心的双“124”工程，大幅提升终端网点控制力和消费者服务力。此外，坚定不移地实施“三线、五大超级单品”的产品战略，即：强化由国窖 1573、窖龄酒和泸州老窖（特曲、头曲和二曲）构成的 3 大品牌线，重点打造由国窖 1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲构成的 5 大超级单品。为配合实施大单品战略，深入推进品牌“瘦身”，对现有产品进行清理、整合、淘汰，冻结条码近 2000 个，将优势资源向主力产品和核心市场进行聚焦。全面推行高、中、低端产品市场定位恢复工作，品牌体系得到有效巩固，确保公司主品系全国价盘稳定和品牌影响力的提升。

图表 69：2015 年公司确立的五大超级单品



资料来源：糖酒资讯，华鑫证券整理

4、2016-至今（完善期）：完善专营公司模式，重回前三目标不变。2016 年公司在销

售组织体系上，根据竞争型市场的特点，**加快构建“四总三线一中心”营销组织体系，努力实现营销管理由“垂直型”向“蜂窝状扁平化”方向转变，启动北京、上海、广州等全国7大营销服务中心设立工作。**在品牌策略上，**坚持国窖1573、泸州老窖“双品牌”的定位，加快构建“3线5大超级单品”品牌体系，即：由国窖1573、窖龄酒和泸州老窖（特曲、头曲和二曲）的3大产品线和由国窖1573、窖龄酒、特曲、头曲和二曲构成的5大超级单品。**结合品牌体系构建，深入进行品牌清理，坚决实施品牌瘦身，泸州老窖品牌形象和品牌价值得到提升。**在市场布局上，实施“聚焦资源、分区推进”的策略，集中资源，重点打造全国多个核心市场，通过核心市场辐射，影响带动周边市场。**

2017年公司销售统一指挥体系作用充分发挥，继续完善“四总三线一中心”营销组织架构，全国“7大营销服务中心”建成运行，强化营销决策、指挥、监督、协调的统一；销售队伍合力基本形成。积极引进和培养各类营销人才，加强专业营销团队建设；主要品项价格体系全面理顺。**进一步明确五大单品市场定位，快速调整产品配额、费用和价格政策，理顺价格体系；销售渠道构建成效明显。深入推进两级化渠道和控盘分利等营销模式，坚持直控终端和直达消费者，**进一步推进核心网点建设，实现资源整合与信心提振。

图表 70：2017 年公司全国七大营销中心建成运营

序号	名称
1、	成都营销服务中心
2、	北京营销服务中心
3、	上海营销服务中心
4、	广州营销服务中心
5、	沈阳营销服务中心
6、	西安营销服务中心
7、	郑州营销服务中心

资料来源：创业家，华鑫证券整理

2018 年公司工作上重视两点：1) 继续推动品牌复兴，提升品牌拉力。构建传统中式白酒、以传统中式白酒为基础的养生酒和创新酒类产品“三大品系”；继续坚持双品牌战略和五大单品战略不动摇，坚持国窖 1573 “浓香国酒，让世界品味中国”和泸州老窖“浓香正宗，中国味道”的定位不动摇。坚定实施竞争型营销战略和大单品战略，国窖 1573 实现高动销、高利润的良性增长，泸州老窖特曲和窖龄酒保持快速发展势头，头曲、二曲成功实现复苏。2) 壮大产品规模，扩大市场份额。**在坚持五大单品的战略框架下，通过国窖 1573 系列产品抢占高端市场，重塑企业与品牌形象；充分发挥老字号特曲、6080 特曲、窖龄酒各自优势，形成腰部支撑；把握大众产品竞争机遇期，力争实现头二曲大众市场覆盖率第一，强化塔基作用。坚决推进“双 124 工程”，有效掌控核心网点，全面巩固传统“粮仓市场”，实施“东进南图”工程。**

2019 年是公司发展战略三年冲刺期的收官之年，公司对国窖 1573 坚定实施终端配额制和价格熔断机制，渠道库存持续优化，市场价格更趋良性，完成由“费用推力”向“品牌拉力”的根本性转变；特曲升级换装全面实施，窖龄酒持续增量，60 版特曲量价齐升；头曲二曲营销模式顺利定型，公司品牌覆盖率不断扩大。此外，公司通过校园招聘、社会招聘进一步扩充人才队伍；构建“航”计划人才培养体系，圆满完成 P3 级人才盘点，深入实施“双通道”职业晋升机制；在销售一线严格推行“352”考核激励模式，深入开展“操盘手计划”“指挥者计划”“冲刺加速度”等培训项目，全面增强营销将士的实战能力。公司持之以恒提升员工福利待遇，建立实行“七险两金”福利制度，建立健全员工职业健康管理体系，泸州老窖“员工乐园”“人才乐园”再次迈上新高度。

图表 71：“十四五”期间公司“136”战略

“136”战略	具体内容
“1”	坚定 1 个发展目标: 坚定重回中国白酒行业“前三”目标
“3”	坚持 3 大发展原则: 一是坚持品牌引领, 全力提升中国名酒品牌价值。二是坚持品质立基, 全力打造世界名酒核心产区。三是坚持文化铸魂, 全力建设中华酒文化朝圣之地
“6”	建设“六位一体”泸州老窖(品牌、品质、文化、创新、数智、和谐)

资料来源: 公司年报, 华鑫证券整理

2020 年公司重点在两块: 1) 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。国窖 1573 持续引领品牌高度, 市场份额、产品利润、品牌形象和高端价值持续提升; 泸州老窖品牌名酒价值和消费者信心回归态势逐步形成, 60 版特曲持续突破, 第十代特曲成功上市, 窖龄酒全面推进转型跨越, 头曲二曲营销管理改革成效显著; 全新战略品牌“高光”开启轻奢新赛道。2) 公司坚决推动“竞争型营销”战略执行落地, 区域市场和“城市群”战略齐头并进, “东进南图中崛起”战略效果显现, 全国化市场布局实现优质均衡发展; “双 124”工程和以私域流量运营为主的“新 124”工程同频共振, 进一步实现决策和举措直达终端、直抵消费者。

图表 72: 2021 年 12 月公司向不超过 521 个激励对象授予股票

姓名	职位/岗位描述	授予数量 (万股)	占授予总量 比例	占股本总 量比例
刘淼	董事长	9.59	1.09%	0.0065%
林锋	董事、总经理	9.59	1.09%	0.0065%
王洪波	董事、常务副总经理、董事会秘书	7.67	0.87%	0.0052%
沈才洪	董事、副总经理	7.67	0.87%	0.0052%
谢红	财务总监	7.67	0.87%	0.0052%
何诚	副总经理、首席质量官	7.67	0.87%	0.0052%
张宿义	副总经理、安全环境保护总监	7.67	0.87%	0.0052%
熊娉婷	职工董事、副总经理	6.28	0.71%	0.0043%
李勇	副总经理	6.28	0.71%	0.0043%
核心骨干人员 (512 人)		725.37	82.11%	0.4952%
预留		88.00	9.96%	0.0601%
合计		883.46	100.00%	0.6031%

资料来源: 公司公告, 华鑫证券整理

2021 年起的“十四五”期间公司实施“136”战略。2021 年公司坚定贯彻“精准营销拓市场”的发展要求, 全面推进全国化市场布局和基地市场建设, “东进南图”战略取得重大突破, 海外市场、电商渠道、创新版块不断破局, 销售费用大幅降低, 利润空间持续扩张, 客户规模不断扩大。公司坚定聚焦“双品牌、三品系、大单品”, 品牌矩阵日臻完善。“瓶储年份酒”首开行业真实年份酒先河, 中国品味在全国核心城市快速布局, 国窖 1573 稳居中国三大高端白酒阵营, 泸州老窖 1952、黑盖等战略新品隆重上市, “双品牌”战略取得突破性进展。

公司已经形成“1+2+N”产能新格局, 即: “1 中心”, 1573 国宝窖池群; “2 园区”, 罗汉酿酒生态园和黄叙酿酒生态园; “N 基地”, 安宁科技园、三大藏酒洞、泸州酒业集中发展区等生产供应链基地, 以优质产能保障支撑公司“十四五”销售扩张。同年 12 月公司发布最终股权激励方案, 向不超过 521 人激励对象授予不超过 883.46 万股限制性股票,

约占公司目前总股本 146,475.25 万股的 0.6031%。

图表 73：2021 年股权激励方案对业绩有明确考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2021年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；相较于2019年，2021年净利润增长率不低于对标企业75分位值；2021年成本费用占营业收入比例不高于65%。
第二个解除限售期	2022年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；相较于2019年，2022年净利润增长率不低于对标企业75分位值；2022年成本费用占营业收入比例不高于65%。
第三个解除限售期	2023年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；相较于2019年，2023年净利润增长率不低于对标企业75分位值；2023年成本费用占营业收入比例不高于65%。

资料来源：公司公告，华鑫证券整理

2022 年公司坚定走“回归中华名酒价值”的发展道路，聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略，国窖 1573 稳居中国高端白酒阵营；泸州老窖 1952 以价格和形象高度担负起引领泸州老窖系列品牌复兴的使命；特曲和窖龄酒注重协同发展，站稳关键价格带；头曲实现价格、配额、品牌等运营升级，黑盖启动核心城市布局和品鉴推广，筑牢泸州老窖发展塔基；创新产品不断探索新模式，实现新突破，加快开辟核心市场，迅速打开局面。公司继续坚持“双品牌、三品系、大单品”战略，品牌复兴计划持续推进，市场影响力全面提升。国窖 1573 保持引领，泸州老窖品牌复兴迈入快车道，多品系、年轻化深度布局，新兴增长极加速形成。全面启动“百城计划”，核心区域持续深耕，进一步巩固基地市场，突破高地市场，拓展机会市场，规模以上省区、城市、客户数量不断攀升。全国化市场布局纵深推进，营销协同能力持续提升。加快推进“三网融合、五流贯通、多码关联”工程，营销数字化、智能化程度不断提升。

图表 74：品牌专营公司模式后经完善分成三种形式

序号	分类	具体内容
1、	子公司模式	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，因发源于成都久泰公司，故称“久泰模式”
2、	厂商 1+1 模式	对于销售受阻区域，由品牌专营公司主导、经销商配合进行消费者培育和市场拓张。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
3、	经销商主导模式	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。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。

资料来源：名酒观察，华鑫证券整理

2023 年是泸州老窖 1573 国宝窖池群兴建 450 周年，公司坚定贯彻“促改革、强协同、重聚焦、齐跨越”的年度发展主题，始终坚持聚焦“双品牌、三品系、大单品”：国窖 1573 牢牢站稳中国“三大高端白酒”阵营；泸州老窖品牌复兴计划成绩斐然，系列产品呈现良好发展势头；养生酒、高光、中式果酿酒等创新产品持续培育，成为推动公司迈向年轻化、时尚化、健康化和国际化的生力军。从品牌上，国窖 1573 品牌实现国内市场全面覆盖，海外市场全力扩张；泸州老窖品牌在粮仓市场筑垒精耕，机会市场站稳渗透。从区域上，百城计划等重点工程纵深推进，市场消费进一步激活，市场占比进一步提升。进攻营销策略全面落地，春雷行动聚焦“推五码、拓网点、强氛围”，渠道基础盘不断夯实；秋收行动围绕“提价格、夯渠道、促动销”，市场消费盘不断增强。2023 年 12 月底，公司控股股东泸州老窖集团计划通过其全资子公司四川金舵投资有限责任公司自 2023 年 12 月 15 日起 6 个月内增持公司股票，增持金额 2-2.5 亿元。截止 2024 年 6 月，金舵公司累计增持公司股份 1,140,200 股，占公司总股本 0.08%，增持金额约为 20,096.29 万元。

图表 75：1988 年-至今，公司渠道逐步扁平化



资料来源：公司年报，华鑫证券整理

2024 年公司始终坚持聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略：国窖 1573 牢牢站稳中国“三大高端白酒”阵营；泸州老窖品牌复兴计划成绩斐然，系列产品呈现良好发展势头；养生酒、中式果酿酒等创新产品持续培育，成为推动公司迈向年轻化、时尚化、健康化和国际化的生力军。2024 年上半年生产经营将贯彻“坚定、攻坚、创新、协同”的发展主题，紧紧围绕“锚定一个目标，聚焦三大核心，推进六大提升”的工作总思路。市场布局再见实效：高地战略、华东战略、挺进大西北战略等重点工程齐头并进，市场活力进一步激发。营销模式再度升级：消费者运营体系持续优化，利用新模型、新模式精准投放，覆盖全国所有片区与重点城市。市场运营再增流量：核心业务场景模板不断搭建，场景码互动工具全面推广，全链路数字化扫码营销深化运用，持续壮大消费者数据资产。2024 年 3 月举行的“2023-2024 泸州老窖年度经销商表彰暨营销会议”，泸州老窖明确接下来的市场发展目标：要强基础筑粮仓，坚定打造百亿西南、百亿华北市场；坚决推进华东攻坚、华中崛起、华南突破，逆转弱势市场。

总结：通过分析泸州老窖渠道演变史，我们可以发现公司渠道模式一直领先市场，调整期因逆势提价战略失误导致丧失高端酒市场部分话语权，被迫转为全面追随竞品五粮液策略。公司通过品牌驱动同时叠加渠道扁平化下沉等地产酒常规打法，去弥补自身品牌力不如竞品。

图表 76: 国窖专营公司打款模式一览



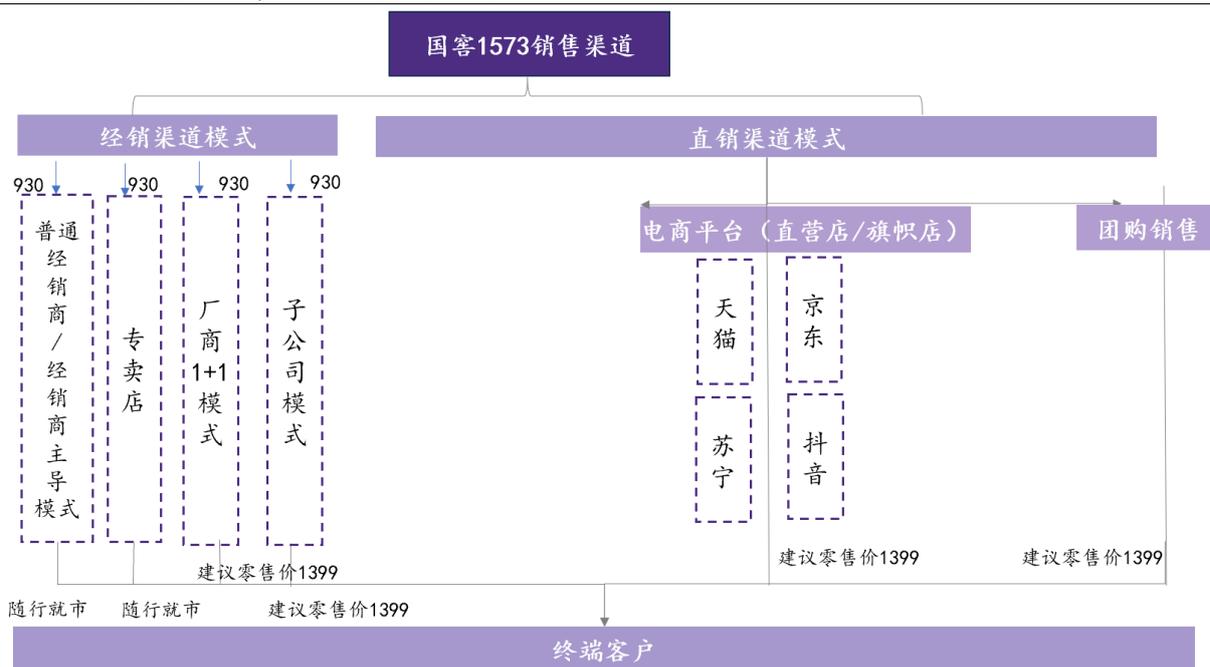
资料来源: 华鑫证券整理

3.5.2 传统渠道仍是主力，经销商质量提升明显

前文我们总结回顾公司渠道发展史，这一节我们重点分析泸州老窖的渠道组成。我们认为公司当前已形成多元化渠道，传统渠道和新兴渠道双管齐下、各自开花。

公司目前主要有两种销售模式：1) 传统渠道运营模式：主要为线下经销商授权经销模式，公司按产品线分区域与经销商建立合作关系，公司直接向经销商供货，再由经销商向消费者和终端网点进行销售。2) 新兴渠道运营模式：主要为线上销售运营，公司与电商平台、自媒体、网络主播等建立合作关系，通过线上平台的旗舰店、专卖店、直播间等网络终端实现面向消费者的销售。

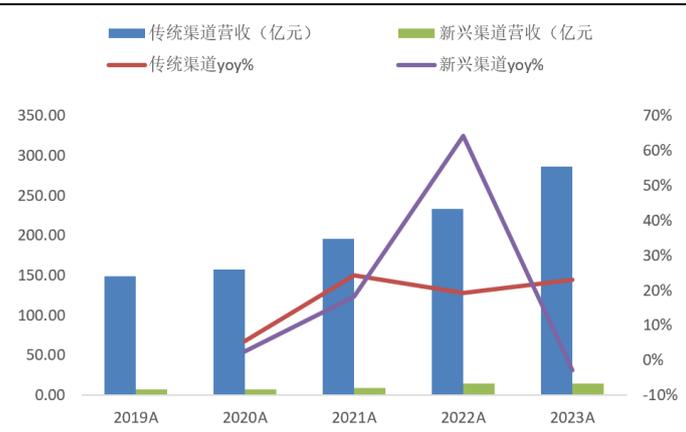
图表 77: 当前国窖渠道已多元化，新兴渠道持续推进



资料来源: 华鑫证券整理

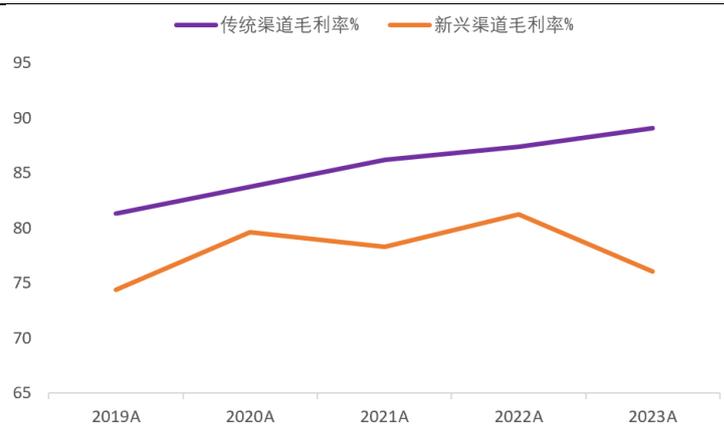
国窖在直销渠道官方指导价为 1399 元，包括团购、公司专卖店、天猫自营店、京东自营店、抖音等。经销模式有三种，但打款价均为 930 元，终端价格随行就市。

图表 78: 新兴渠道营收从 2019 年 7.35 亿元增至 2023 年 14.2 亿元



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

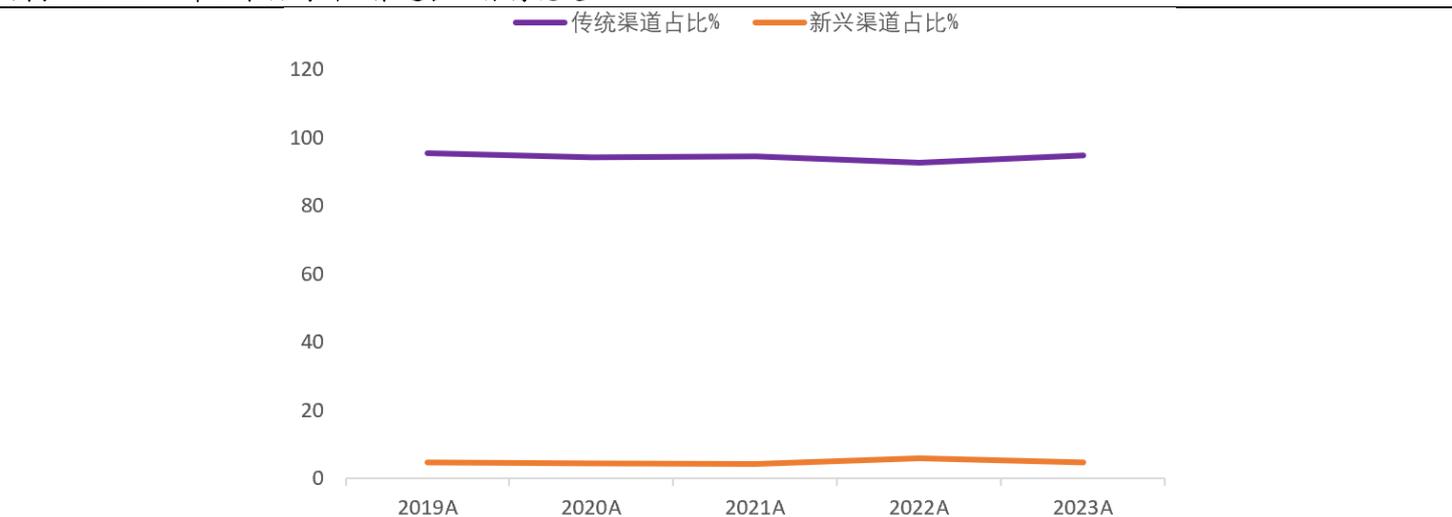
图表 79: 2019 年-2023 年新型渠道毛利率波动较大, 传统渠道稳中有升



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

由于公司从 2020 年起才详细披露公司的传统渠道运营模式和新兴渠道运营模式收入情况, 故我们研究从 2020 年开始。传统渠道营收从 2019 年 148.80 亿元增至 2023 年 286.57 亿元, 4 年 CAGR 为 17.8%; 新兴渠道占比保持稳定, 基本在 5% 上下波动。

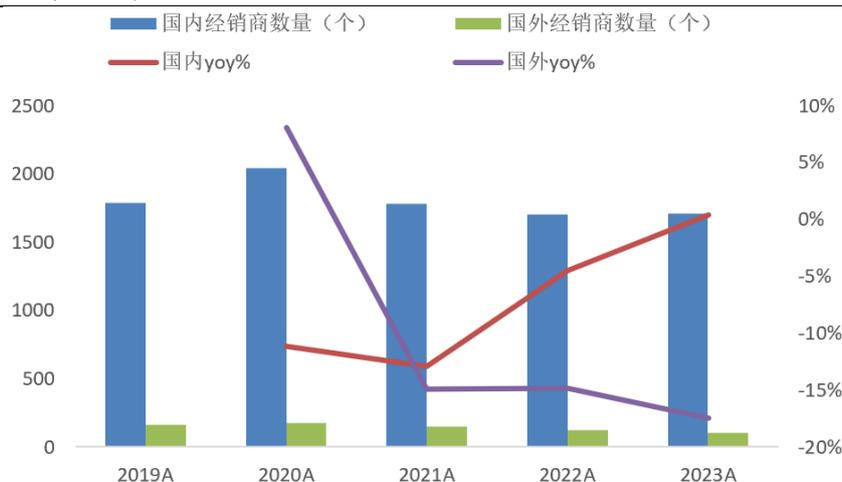
图表 80: 2019 年以来公司新兴渠道占比保持稳定



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

前文我们分析公司渠道的时候, 发现公司经销商数量一直有波动。公司于 2020 年起披露国内外经销商数量。国内经销商数量从 2019 年 2303 减至 2023 年 1710 个, 国外经销商数量从 2019 年 161 个减至 2023 年 104 个, 这反映公司最近几年一直在优化经销商结构, 寻找合适优质经销商。

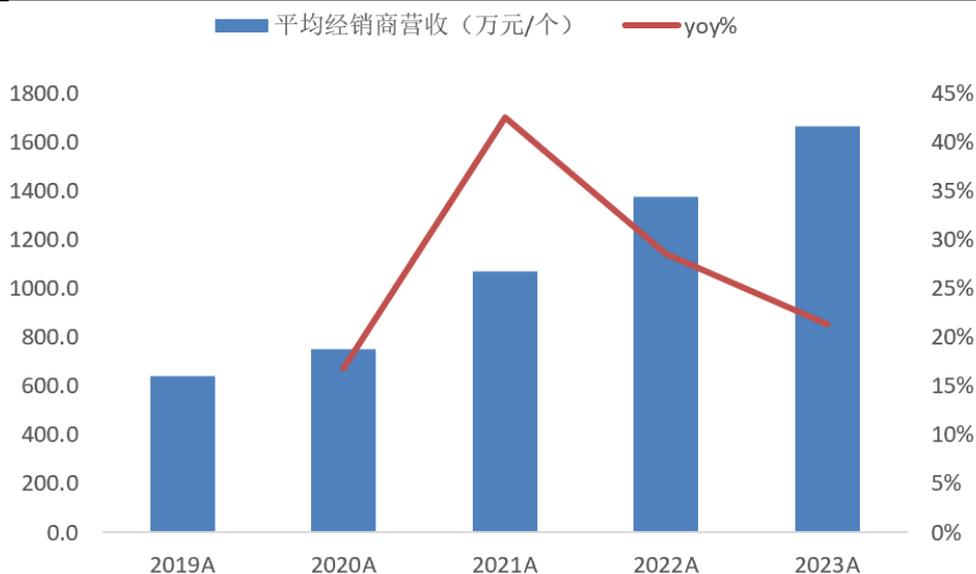
图表 81：近几年公司对经销商进行持续优化



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

那么公司经销商质量如何？我们发现单个经销商销售额从 2019 年 642 万元增至 2023 年 1667 万元，4 年 CAGR 为 27%，这也反映出公司整体招商、育商及优商在提升。

图表 82：近几年平均单个经销商销售额在稳步提升



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

4、盈利预测评级

预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 9.81/10.20/11.23 元，当前股价对应 PE 分别为 14/14/12 倍，维持“买入”投资评级。

图表 83：盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	30,233	33,359	35,200	39,186
增长率（%）	20.3%	10.3%	5.5%	11.3%
归母净利润（百万元）	13,246	14,442	15,020	16,524
增长率（%）	27.8%	9.0%	4.0%	10.0%
摊薄每股收益（元）	9.00	9.81	10.20	11.23
ROE（%）	31.9%	28.8%	25.5%	24.2%

资料来源：wind，华鑫证券研究

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险；
- 2) 国窖增长不及预期；
- 3) 特曲 60 增长不及预期。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	25,952	37,215	46,969	57,069
应收款	40	27	39	54
存货	11,622	10,573	10,398	10,691
其他流动资产	7,744	7,532	7,209	7,093
流动资产合计	45,358	55,346	64,615	74,907
非流动资产:				
金融类资产	1,427	1,527	1,577	1,607
固定资产	8,613	9,070	8,878	8,451
在建工程	1,718	687	275	110
无形资产	3,398	3,228	3,058	2,897
长期股权投资	2,708	2,858	3,058	3,208
其他非流动资产	1,498	1,498	1,498	1,498
非流动资产合计	17,936	17,342	16,767	16,164
资产总计	63,294	72,688	81,382	91,071
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,357	2,819	2,859	3,055
其他流动负债	5,041	5,041	5,041	5,041
流动负债合计	10,071	10,876	10,793	10,994
非流动负债:				
长期借款	11,499	11,509	11,514	11,517
其他非流动负债	193	193	193	193
非流动负债合计	11,692	11,702	11,707	11,710
负债合计	21,763	22,578	22,500	22,704
所有者权益				
股本	1,472	1,472	1,472	1,472
股东权益	41,532	50,110	58,882	68,367
负债和所有者权益	63,294	72,688	81,382	91,071

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	13289	14500	15080	16590
少数股东权益	42	58	60	66
折旧摊销	667	744	766	745
公允价值变动	63	6	5	4
营运资金变动	-3413	2180	453	39
经营活动现金净流量	10648	17488	16365	17444
投资活动现金净流量	-1268	324	355	412
筹资活动现金净流量	1882	-5911	-6303	-7102
现金流量净额	11,263	11,901	10,416	10,753

资料来源: WIND、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,233	33,359	35,200	39,186
营业成本	3,537	4,039	4,701	5,859
营业税金及附加	4,133	4,537	4,787	5,290
销售费用	3,974	4,437	4,822	5,290
管理费用	1,139	1,301	1,338	1,450
财务费用	-371	-524	-797	-1,080
研发费用	226	249	263	293
费用合计	4,969	5,463	5,626	5,953
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	63	6	5	4
投资收益	85	60	50	40
营业利润	17,842	19,426	20,171	22,152
加:营业外收入	36	25	20	17
减:营业外支出	72	40	30	20
利润总额	17,806	19,411	20,161	22,149
所得税费用	4,517	4,911	5,080	5,559
净利润	13,289	14,500	15,080	16,590
少数股东损益	42	58	60	66
归母净利润	13,246	14,442	15,020	16,524

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	20.3%	10.3%	5.5%	11.3%
归母净利润增长率	27.8%	9.0%	4.0%	10.0%
盈利能力				
毛利率	88.3%	87.9%	86.6%	85.0%
四项费用/营收	16.4%	16.4%	16.0%	15.2%
净利率	44.0%	43.5%	42.8%	42.3%
ROE	31.9%	28.8%	25.5%	24.2%
偿债能力				
资产负债率	34.4%	31.1%	27.6%	24.9%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	752.5	1216.7	912.5	730.0
存货周转率	0.3	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	9.00	9.81	10.20	11.23
P/E	15.3	14.0	13.5	12.3
P/S	6.7	6.1	5.8	5.2
P/B	4.9	4.1	3.5	3.0

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。