



持续增长任重而道远

老窖已经从 2008 年金融危机打击中恢复过来，并且迅速完成发展战略的调整、产品创新、营销体制改革以及内部运营机制的变革，取得明显效果。2010 年以来业绩持续较快增长。

在双品牌框架下，丰富产品线，应对细分市场需求。2009 年老窖明确提出双品牌战略，继续推进“国窖 1573”和“老窖特曲”的共同发展，并以此拉伸整个产品体系。1、“国窖 1573”继续向奢侈品发展；2、特曲打造兄弟连，期望多点突围；3、头曲、二曲覆盖中低端。

营销体系变革初建成效：通过“股份合作制”和“柒泉营销”模式极大的调动了经销商的积极性，激发了其对市场精耕细作的动力，建立起涵盖产、供、销环节的利益共享、共赢共盟的营销体系，依靠内生力量推动市场布局和品牌价值提升。

历年分红比例位于行业前列：在资本市场越发成熟的趋势下，持续且较高的现金、股利分红比例将成为投资者考虑的重要因素，无疑会增加投资者对公司未来发展的信心。

持续发展任重而道远：1、前有标兵，后有追兵的复杂竞争环境；2、适应营销渠道与方式的重大变化难度较大；3、相对于其他品牌而言，老窖的产品线显得略微繁杂；4、平缓增长中需要新支点。

盈利预测与估值

我们本着谨慎的原则，估计 2011 年净利润增长达 35%，主业 EPS 为 1.85 元，考虑到华西证券将贡献 0.12 元左右，预计 11-13 年 EPS 为 1.97 元、2.58 元、3.12 元。考虑到目前 PE 仅为 22 倍，继续给予“买入”评级，目标价为 55 元。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	5371	7400	9200	11000
营业收入增长率	23%	38%	28%	20%
毛利润（百万）	3728	5150	6440	7700
毛利润增长率	28%	38%	29%	20%
净利润（百万）	2205	2749	3595	4355
净利润增长率	32%	25%	35%	21%
EPS（元）	1.58	1.97	2.58	3.12
P/E	28	22	17	14

泸州老窖 (000568)

维持评级

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

联系人：张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

当前股价：44.30 元

目标价格 6 个月：55 元

调研日期：2011 年 6 月 10 日

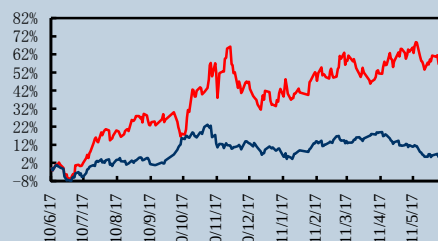
发布日期：2011 年 6 月 14 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.02/-0.97	-5.64/2.31	51.38/46.31
12 月最高/最低价 (元)		49.36/26.9
总股本 (万股)		139423.95
流通 A 股 (万股)		71533.77
总市值 (亿元)		617.65
流通市值 (亿元)		316.89
近 3 月日均成交量 (万)		748.21
主要股东		
泸州老窖集团有限公司		21.52%

股价表现



目 录

一、在双品牌框架下，丰富产品线，应对细分市场需求	2
1、国窖 1573 向奢侈品发展	2
2、特曲打造兄弟连，期望多点突围	2
3、头曲与二曲联手，覆盖中低端	2
二、营销体制的变革初见成效	3
三、营销费用率大幅下降，业绩逐渐转好	4
四、历年分红比例一直处于行业前列	5
五、信息披露较为充分，与投资者沟通良好	5
六、持续发展任重而道远	5
风险提示	7
盈利预测与估值	7

图 表

图 1：老窖“双品牌塑造，多品牌运作”	3
图 2：泸州老窖 1991 年以来的销售收入情况	4
图 3：泸州老窖毛利率与净利率走势	4
图 4：泸州老窖营销费用率走势	4
图 5：国内主要白酒企业 2010 年销售收入比较	6

表 1：产品价格表 单位：元/瓶	2
表 2：泸州老窖子公司主要经销产品	3
表 3：三家白酒企业分红比例对比	5
表 4：主要白酒上市公司市盈率排序	7

一句话总结老窖目前状况:战略调整初见成效,持续增长任重道远

一、在双品牌框架下,丰富产品线,应对细分市场需求

2009年老窖明确提出双品牌战略,继续推进“国窖1573”和“老窖特曲”的共同发展。从10年6月起,老窖陆续又推出了很多新品,从“规格、度数、价位”细分,多角度构成了一个庞大的产品群。

1、国窖1573向奢侈品发展

发展高端战略上:1、老窖将“国窖1573”向高端奢侈品方向发展,除了“国窖1573”的涨价手段外,还通过定制、收藏等手段推出“定制壹号”、“国礼”等价格在几万不等的超高端产品;2、2010年公司推出的中国品味以1573元/瓶远高于“1573”的单价奠定超高端产品地位,这款酒主要针对军政部门的消费群体,相比五粮液、茅台,老窖的战术性极强;3、老窖发挥善于创新的优势,首创了窖龄酒,试图从新概念酒趟出区别于国窖1573和特曲之外的另一系列高端产品,目前窖龄酒按照30年、60年和90年窖龄划分,标志不同窖龄的窖池酿造不同风格和品质的酒。

表1:产品价格表

单位:元/瓶

	出厂价	零售价	零售价与出厂价之间价差	预计最终销量
中国品味	1573	1980	407	600吨
52度国窖1573	619	939	320	4000吨
53度飞天茅台	619	1233	614	40000吨
52度五粮液	509	875	316	
泸州老窖特曲	198	216	18	

资料来源:糖酒快讯、中信建投研究所

备注:零售价采取5月份的全国平均水平

2、特曲打造兄弟连,期望多点突围

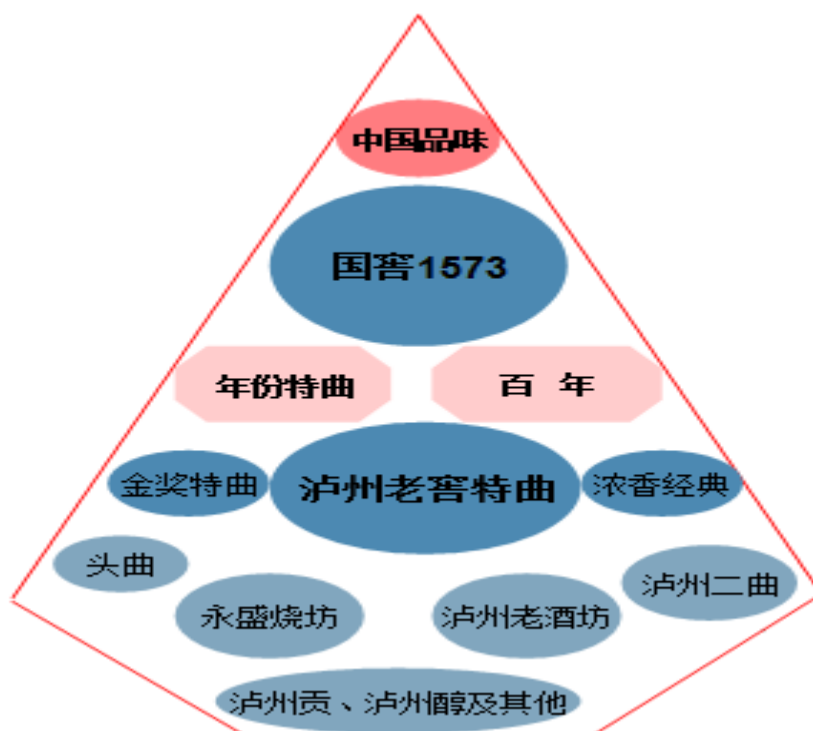
作为公司另一个传统品牌“老窖特曲”,目前也细分了产品线,自高而低从年份特曲、金奖特曲、浓香经典等健全了中高端产品线,覆盖了从200元/瓶到600元/瓶的中高端细分市场。老窖特曲作为能放量且利润不低的产品,公司期望未来在这一系列会出现1-3款左右能够放量的产品,进而真正实现双品牌共同发力的理想状态。

3、头曲与二曲联手,覆盖中低端

在“国窖1573”和“老窖特曲”品牌之外,中低端领域的头曲和二曲系列是完成老窖公司全价位、全渠道的两大重要产品。

老窖实施多品牌战略一方面可以最大限度的占据市场,对消费者形成交叉覆盖;另一方面还可以降低企业的经营风险,即使一个品牌发力不够,也不会对公司其他品牌带来负面影响。

图 1：老窖“双品牌塑造，多品牌运作”



资料来源：中信建投研究所

二、营销体制的变革初见成效

泸州老窖在销售公司下形成了七大销售板块，即 7 个子公司。根据定位及销售功能不同，我们可以将子公司分为三类：1、多品牌运作公司，承担的销售功能最多，如博大、柒泉酒业；2、单品牌运作公司，仅负责一种品牌的销售，如天地飘香酒业、论道酒业等；3、专业化子公司，即贵宾公司，重点针对 VIP 客户。

表 2：泸州老窖子公司主要经销产品

分类	子公司	主销产品
多品牌运作公司	博大酒业	泸州老窖金奖特曲、精品头曲、六年陈头曲、红瓷头曲、老头曲、精制二曲、礼盒二曲、青花瓷二曲、光瓶二曲、老乡酒、壶装酒等品牌，同时根据市场需求开发芝麻官、合家欢、美酒泉等独立品牌
	柒泉聚成酒业	泸州老窖国窖蓝花釉、国窖臻传、典藏国窖、酒壶装国窖、国窖至圣、国窖红爵、国窖红瓷瓶及泸州原浆酒、陈酿陈曲、泸州古酒、老窖醇香、福来临、大兴和、窖藏等二十多支品牌的总经销权，尤其是泸州老窖顶级和藏品酒——酿艺的生产和总经销权
单一品牌运作公司	论道酒业	永盛烧坊
	老酒坊公司	泸州老酒坊
	天意坊	天意酒坊
专业化公司	天地飘香酒业	泸州老窖 8 年陈头曲
	贵宾公司	国窖 1573、泸州百年等高端产品定制

资料来源：糖烟酒周刊、中信建投研究所

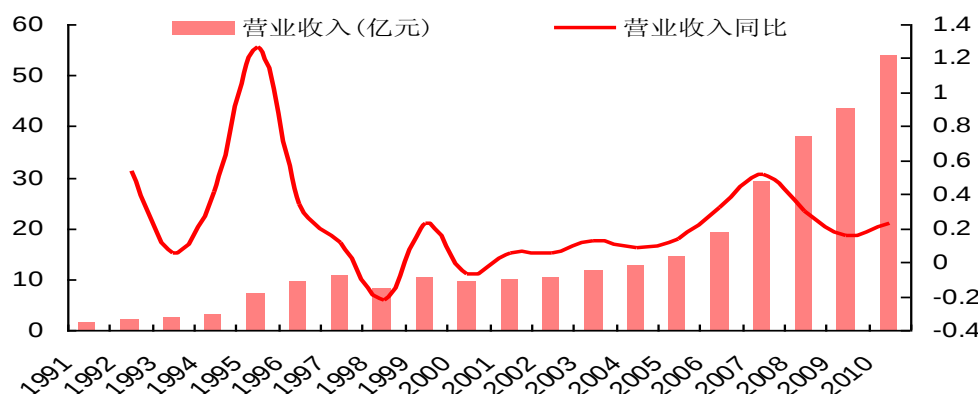
变革一：采取股份合作制。泸州老窖首开先河通过整合酒类营销上下游产业链，建立起利益共享、共赢共盟的营销模式。让生产企业、职业经理人、投资者以及分销商共同出资组建营销管理公司，最大限度地调动起“产、供、销”环节各方面积极性，实现共同运转。

变革二：销售大区股份化的“柴泉营销”模式。即以原来的泸州老窖渠道管理团队、经销客户及其管理团队共同出资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。这种模式团结了当地一批具有较强实力的经销商，形成了长期稳定的合作伙伴关系。经销商在分享销量增长的同时，还可以从提价和分红中获利。而原来普通的营销人员在柴泉模式下转变成公司的股东和管理者，强有力地调动了他们在市场中精耕细作的能动性。

可以说泸州老窖营销体系的变革在白酒业具有独创之处，符合产品升级后价格带不断变宽的趋势。酒业公司要想在不同价格带抓住机会，就需要一个统一的组织体系来支撑，需要一个专业化的平台来运作。泸州老窖多个子公司形式的背后就是多品牌运作能力的提升，这对未来市场的竞争至关重要。但同时也对公司的品牌影响力、领导者的操控能力以及组织系统健全方面提出了更高的要求，这也是老窖未来需要努力的方向。

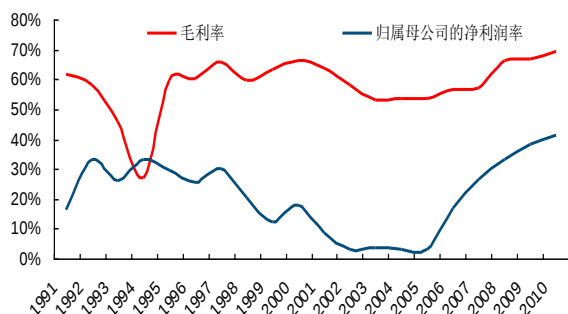
三、营销费用率大幅下降，业绩逐渐转好

图 2：泸州老窖 1991 年以来的销售收入情况



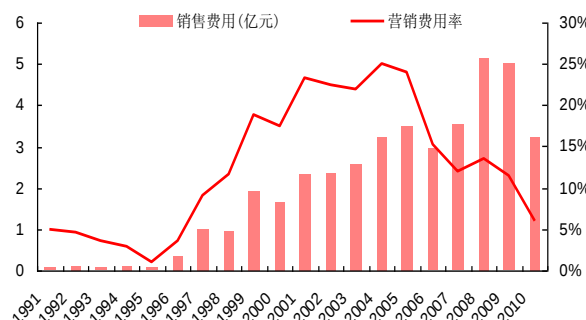
资料来源：中信建投研究所、WIND

图 3：泸州老窖毛利率与净利率走势



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 4：泸州老窖营销费用率走势



资料来源：WIND, 中信建投研发部

从图 2、3 中，我们可以看出从 2006 年开始，公司的收入、毛利率、净利率三项指标快速提升，特别是净利率从 05 年的 3.16% 提升到 2010 年 41.05%，翻了 13 倍。主要原因在于以下两点：

一方面受益于公司产品升级，公司从 01 年开始运作老窖 1573，经过数年培育和市场导入，06 年进入收获期，销售不断增长，2010 年已经达到 3000 吨左右。另一超高端产品中国品味 2010 年也达到 100 吨，今年上半年乐观估计增长几十吨左右，未来几年最终有望达到 600 吨。公司老窖特曲以上高端产品占比不断攀升，2010 年高端酒占收入比重为 66%。

另一方面，营销费用率大幅度下降。2010 年公司营销费用下降到 3.23 亿元，营销费用占比仅为 6%。除了主要运作品牌进入成熟期缩减广告宣传费外，公司从 2009 年 5 月开始，经销商分别出资在泸州设立经销商联盟体，公司与经销商联盟体采用离厂价结算，经销商联盟体与各片区经销商采用送达价结算，通过经销商联盟体销售的业务，销售费用中的仓储费等主要由经销商联盟体承担。就是说在“尽可能外包”的整体思路下，老窖要将仓储和运输费用在营销费用中占比降到最低。但这也意味着出厂价与市场价价差要加大，毕竟钱总要有出处。未来老窖财务报表体现的净利润率数据很漂亮，明显高于多数白酒公司。

四、历年分红比例一直处于行业前列

老窖的分红比例历来在行业内处于前列，05-09 年期间，泸州市国资委承诺现金分红比例不低于当年实现可供投资者分配的利润 70%，公司圆满完成这一承诺。表 3 中，通过观察可比公司，老窖的分配比例远远高于茅台、五粮液。可见，老窖非常注重投资者回报。而在资本市场越发成熟的趋势下，持续且较高的现金、股利分红比例将成为投资者考虑的重要因素，这无疑也会增加投资者对公司未来发展的信心，吸引广大投资者的关注。

表 3 三家白酒企业分红比例对比

现金分红占可供 投资者分配利润 的比例	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 年报
泸州老窖	83.86%	98.63%	65.90%	74.16%	58.03%	50.83%
五粮液	11.93%	5.52%	无	4.09%	7.90%	10.75%
茅台	7.83%	28.41%	15.54%	13.77%	10.59%	16.30%

资料来源：公司公告、中信建投研究所

备注：可供投资者分配利润= 去年未分配利润+ 当年实现净利润- 法定公积金-

五、信息披露较为充分，与投资者沟通良好

我们在历次参加老窖的调研中感受到，老窖非常重视与投资者的关系，公司包括董事长谢明、总经理张良等的核心高管人员往往会出席会议并与投资者进行充分的交流。我们认为这样的公司在资本市场中更容易得到大家的青睐，会产生一定的股权溢价效应。

六、持续发展任重道远

在 2008 年金融危机的打击下业绩能逐渐转好，这体现出了老窖公司拥有较强的自我修复能力，市场嗅觉敏锐以及决策层对公司发展战略清晰，但我们不得不考虑到未来老窖的发展将面临更加复杂的竞争环境。

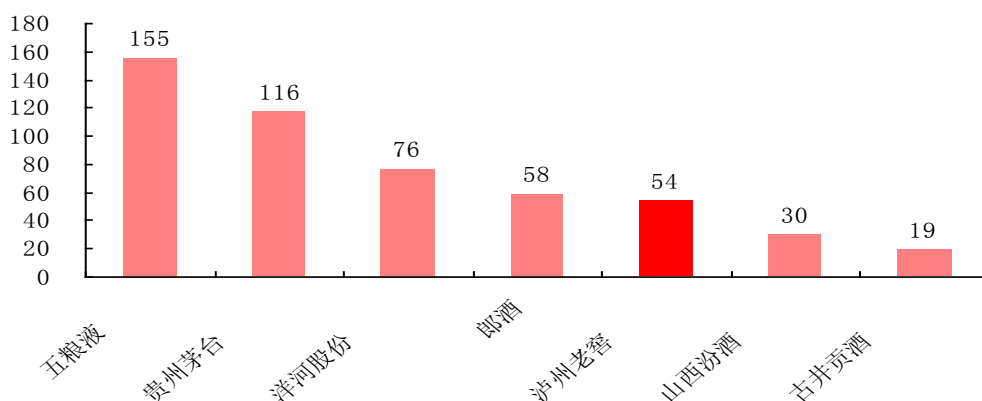
首先，前有标兵，在传统的一线白酒品牌“茅、五、泸”竞争中，老窖已经落后。

随着产品升级、市场价格的抬升，茅台已经脱颖而出，取得了超越性的地位，奢侈品定位已不容置疑，而五粮液与老窖逐渐处于次一级的位置。五粮液销售收入 2010 年已经达到 155 亿元，接近于老窖的 3 倍。未来追赶的过程中，老窖要在品牌持续塑造、营销体制取得显著效益的情况下，持续保持远高于五粮液的发展速度才能保持与五粮液比肩的行业地位。公司 2010 年报披露计划到 2013 年含税销售收入达到 130 亿元，年复合增长 32 % 左右。

其次，后有追兵，面临二线白酒追赶的压力依旧很大。

一线白酒价格的提升，为二线白酒如洋河、郎酒、汾酒、古井贡、西凤等老牌名酒的发展腾出了大量的市场空间，二线品牌迅速崛起，逐渐缩小了与一线白酒特别是老窖之间的差距，洋河、郎酒 2010 年销售收入已超越了老窖。

图 5：国内主要白酒企业 2010 年销售收入比较



资料来源：中信建投研究所、WIND 注：上述营业收入均不含税

第三、适应营销渠道与方式的重大变化难度较大。

虽然老窖在营销体系上采取了很多创新手段，如柴泉公司，但其主要着力点始终落脚在“调动经销商积极性，充分发挥实力较强的经销商资源”的层面。在传统的大经销商制度下，经销商资源集中，厂商对其依赖程度很大，需要与经销商建立联盟关系，老窖的这种方式比较有效。但随着洋河与郎酒的快速崛起，我们必须看到扁平化的营销模式的极大优势，通过培育了一批小型经销商，减少了对经销商的依赖，缩短了流通环节，强调对终端的掌控力度，使厂商更具有主控权。老窖也必须适应这种变化，这需要在观念上自上而下的转变，提高执行力度，还要进一步提升营销人员对市场 and 渠道的深入了解。

第四、相对于其他品牌而言，老窖的产品线略显嘈杂。

在前文中我们对公司产品的划分是不是符合老窖的初衷？经销商是不是明白老窖为什么将产品拉得如此之长？消费者是不是对公司各价位和各品牌产品有一个清晰的认识，这些问题我们都无法给予明确的答复，还需要市场对此做出检验。可能的情况是老窖众多单品产品在某一区域销售较好，但对于更广泛区域而言，形不成拳头产品带来的更大影响力。

第五、平缓增长中需要新支点。

国窖 1573 成功运作带来了 06--08 年公司收入的快速增长，但从图 2 中我们也发现 09 年以后公司收入增速开始下降，虽推出中国品味后 2010 年有所好转，但无论是 1573 还是中国品味都属于超高端酒，并且采用饥饿疗法，面向小众，在销量上一定会遇见瓶颈，对公司业绩提升上不会太快。这时，“老窖特曲”系列就承担着公司上量的拳头产品，如何提升销量，哪些品牌有望上量，成为了老窖面临的迫切问题，而目前我们还无法看清，在 200-500 元价位上的众多子品牌中，谁最终能够成为承担起这一任务的主角。

风险提示

据统计，今年 1-4 月商超渠道中，零售价格在 100-200 元/瓶、200-400 元/瓶白酒销量同比大增 51%和 44%，二种价位销量占比达 5%，营收占比 27%；而 500 元以上白酒销量与收入占比分别为 2%和 32%，白酒行业的高景气继续演绎，而增长的强劲动力主要来自于 100-400 元/瓶的中高端，500 元以上的超高端白酒销量增长较为缓慢，白酒消费结构将继续向“纺锤型”演变。这也正如我们前期报告中的预期。

老窖目前业绩增长依然主要依靠“国窖 1573”及向上延伸产品，市场容量无疑没有中高端酒类广阔，未来无论是价格还是销量都会遭遇天花板。而在下面的盈利预测中，在假设中国品味和经典国窖 1573 有较快增长前提下，其他档次白酒收入增长要达到 90%以上才能完成 2011 年收入目标，难度不可谓不大！这也是我们谨慎判断老窖盈利预测的原因。

盈利预测与估值

我们本着谨慎的原则，参考行业白酒销售数据对老窖进行预测。2011 年 1 季度公司实现收入 20.7 亿，同比增长 42%，假设今年中国品味销量增长 1 倍，达到 200 吨左右，实现收入 6 亿，国窖 1573 销量基本稳定在 3500 吨左右，两品牌共实现收入约 50 亿元，同比增长约 25%。而要基本达到老窖今年的收入目标（含税 86.41 亿），其他酒类收入需增长 90%左右！2011 年净利润增长达 35%，主业 EPS 为 1.85 元，考虑到华西证券将贡献 0.12 元左右，预计 11-13 年 EPS 为 1.97 元、2.58 元、3.12 元。考虑到目前 PE 仅为 22 倍，继续给予“买入”评级，目标价为 55 元。

表 4 主要白酒上市公司市盈率排序

股票代码		2010 年市盈率	2011 年市盈率
000568. SZ	泸州老窖	29	22
000596. SZ	五粮液	30	23
000799. SZ	贵州茅台	38	25
000858. SZ	金种子酒	50	29
600199. SH	洋河股份	45	30
600519. SH	古井贡酒	54	31
600559. SH	水井坊	42	31
600779. SH	山西汾酒	59	34
600809. SH	老白干酒	97	43
002304. SZ	酒鬼酒	68	48

资料来源：中信建投研究所



分析师介绍

郑绮：食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验, 11 年证券研究经验, 曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围, 获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：经济学博士, 曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师, 2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。