

食品饮料

2014年07月30日

泸州老窖 (000568)

——拐点已现，积极买入

报告原因：调整投资评级

买入

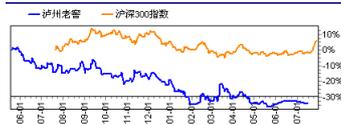
上调

市场数据:	2014年07月29日
收盘价(元)	18.87
一年内最高/最低(元)	23.65/15.55
上证指数/深证成指	2183/7867
市净率	2.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	26423

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	7.89
资产负债率%	19.98
总股本/流通A股(百万)	1402/1400
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《泸州老窖调研简报：高端酒 1573 下滑明显，中低档酒仍在增长》

2013/06/20

《泸州老窖 12 年报、13 一季报点评：一季报负增长真实反映实际销售压力》 2013/04/26

证券分析师

邓敬东 A0230513030002
dengjd@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	10,431	-9.7	3,438	-21.7	2.45	57.0	32.5	7.7	5.1
2014Q1	1,565	-49	493	-57	0.35	56.6	4.5	-	-
2014E	8,099	-22.4	2,295	-33.2	1.64	53.1	20.9	11.5	7.8
2015E	9,778	20.7	2,901	26.4	2.07	55.0	23.0	9.0	5.8
2016E	11,626	18.9	3,524	21.5	2.51	56.0	24.2	7.5	4.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **投资评级与估值:** 上调盈利预测，上调评级至“买入”。我们预计 2014-2016 年每股收益为 1.64、2.07、2.51 元，上调幅度分别为 3%、16%与 17%（原预测为 1.59、1.78 与 2.15 元），对应目前股价 PE 分别为 11.5 倍、9 倍、7.5 倍。公司目前正处于重大转折期，我们看好未来 2-3 年 1573 销量的明显恢复，以及特曲等中低档酒的恢复性增长。按 2015 年 14 倍 PE 来测算，给予目标价 29 元，上涨空间为 54%，上调评级至买入。
- **关键假设点:** 预计 1573 系列 2015、2016 年在低基数基础上较大幅度增长；中端酒有望在一定程度上恢复性增长；低端酒维持良好的发展态势。
- **有别于大众的认识:** 我们认为近期经销商大会表明公司正在发生几大重要转折：
 - 1) **最核心变化之一: 从“保价”至“保量”的战略转折性调整，看好国窖 1573 的弹性。** 过往泸州老窖对国窖 1573 一直采取挺价战略，包括 2013 年 9 月逆市大幅提价，导致从去年四季度与今年一季度国窖 1573 断崖式下降。7 月 25 日下午经销商大会泸州老窖将国窖 1573 整个体系相关系统的价格进行调整。调整后的 52 度国窖 1573 经销商结算价为计划内 560 元，计划外为 620 元。我们认为本次调价反映了公司对目前形势的一个重新判断与认识，在战略上从过去“保价”调整至目前的“保量”，从过去死守价格高度变为目前通过市占率来维护品牌力。渠道顺价后，经销商动力将回归，后续有望较快地去库存以及恢复国窖 1573 的动销。公司管理层在经销商大会中提到将“倾全集团之力扶持国窖 1573”。国窖 1573 销量从高峰至目前的低谷，经历了断崖式的下跌。因此我们认为一旦国窖 1573 动销逐步恢复，泸州老窖的弹性将非常大。
 - 2) **最核心变化之二: 销售队伍的质变，力保国窖 1573 销量回升。** 我们认为市场目前更多关注于价格调整以及渠道去库存问题，但对泸州老窖销售团队的变化认识明显不足。近期 1573 系列将重由营销总监林锋总操刀，

林总是老窖的销售老师，曾在国窖 1573 品牌塑造中立下汗马功劳，过往的业绩也多次证明林总过人的销售能力。今年 1 月份开始，林总已负责特曲销售公司的运营和管理，目前已成功地实现特曲的顺价销售。此外，“八大战区”中多位指挥均是泸州老窖核心骨干，整个团队能力出众。一个强大的团队是国窖 1573 重新站起来的核心保证。

- **3) 变化之三：经销商的心态在变好。**过去挺价导致终端动销严重下滑，经销商库存与资金成本较大，且价格倒挂的情况导致经销商动力严重不足。从我们草根调研情况来看，经销商普遍反映较为积极，认为公司政策更加务实，并重视经销商利益。我们认为经销商的心态正逐步变好，特别是存货动销奖励推出后，经销商终端推进力度将加大。
- **4) 估值具有吸引力：**a) 年初至今，一线白酒贵州茅台上涨 45%，五粮液上涨 32%，洋河股份上涨 44%，而泸州老窖下跌 5.5%；b) 从市值来看，泸州老窖目前市值 265 亿，是贵州茅台的 14%、五粮液的 35%、洋河股份的 43%；c) 泸州老窖 2013 年度每股分红 1.25 元（税前），对应目前股价股息率为 6.6%，预计 8 月份将实施分红；d) 从估值来看，2014 年对应的 PE 为 11.5 倍，是一线白酒中较低的。考虑未来两年国窖 1573 增长空间巨大、泸州老窖中低端在全国具有知名度，我们认为未来两年老窖将享有更高的估值溢价。
- **股价表现的催化剂：**业绩报告、一批价、终端动销情况
- **核心假设风险：**其他名酒的进一步降价、经济进一步疲软

表 1：泸州老窖盈利预测

利润表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	8,428	11,556	10,431	8,099	9,778	11,626
二、营业总成本	4,434	5,845	5,846	4,954	5,803	6,798
其中：营业成本	2,846	3,970	4,487	3,795	4,402	5,115
营业税金及附加	695	717	423	328	396	471
销售费用	390	665	680	567	684	814
管理费用	501	533	413	405	489	581
财务费用	(3)	(37)	(157)	(134)	(174)	(188)
资产减值损失	6	(1)	(0)	(6)	5	5
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	38	378	90	0	0	0
三、营业利润	4,032	6,089	4,675	3,144	3,975	4,828
加：营业外收入	33	87	25	20	20	20
减：营业外支出	20	24	21	20	20	20
四、利润总额	4,045	6,152	4,680	3,144	3,975	4,828
减：所得税	989	1,610	1,142	783	989	1,202
五、净利润	3,056	4,543	3,538	2,362	2,986	3,626
少数股东损益	151	152	100	67	84	102
归属于母公司所有者的净利润	2,905	4,390	3,438	2,295	2,901	3,524
六、基本每股收益	2.08	3.14	2.46	1.64	2.07	2.51
全面摊薄每股收益	2.07	3.13	2.45	1.64	2.07	2.51

资料来源：公司公告，申万研究

附录一：

张良总经销商大会讲话实录

今天是个好日子，为什么这么说呢？有这两个因素，一是因为茅台、五粮液、洋河、郎酒等兄弟企业给我们很多学习的经验；二是因为我们以消费者为中心，与在座的经销商一起高举国窖 1573 品牌大旗，同心协力，确定泸州老窖以后的营销工作的方向和方法。2014、2015、2016 这三年，我们要坚持方向不变，原则不变，方法稳定，我们就能共同看到我们营销的成功。所以从这两个角度来说，今天是个好日子。我们泸州老窖深度调整，这是一次里程碑式的会议。

本次会议的核心，我总结为 16 个字，质量领先、品牌高贵、价格实在、利益保证。未来泸州老窖国窖 1573 的销售模式，浓缩起来理解就是“计划利润制”。计划利润制基于一个大的前提——信任是生产力。实现“计划利润制”必须有一个保证——底线思维和契约精神，底线思维是价格按照计划，契约精神是指我们与经销商之间，经销商与分销商之间相互尊重。

质量领先

为什么国窖 1573 在长达一年多的时间里，销售数量在这么大牺牲的环境下还岿然不动，就是因为泸州老窖坚持质量领先。国窖 1573 有高质量的保障。在时间的长河中，在白酒市场的竞争中，质量是法宝。

首先，我们的浓香型有机白酒，从源头，高粱品种的选地上都有追溯系统，这是我们质量保障关键性的东西，不会因为市场的变化有丝毫影响。所以国窖 1573 高质量，是我们信心所在。

其次，质量保障体现在我们坚持定量生产，这是因为我们的百年以上窖池有限，数量一定。我们浓香型白酒质量保证中特别强调“千年老窖，万年糟”，（浓香型白酒的根本在于窖，而窖的根本在窖龄）这是我们质量保证的物质基础。定量生产决定了我们的消费需求和整个市场的容量必定具有稀缺性，我们宣传诉求提出“品味之道在乎稀有”。

再次，我们有保证质量的人才团队。物质基础——百年以上酒窖 1619 口、首级国家非物质文化遗产的传统酿酒技术，这是客观存在的，但是它还需要人才去保证，所以我们整个围绕“以质量为首要务”的人才团队占公司生产经营和管理的权重，在白酒行业中也具有突出优势。

品牌高贵

我们从 2012 年底开始，一直坚挺国窖 1573 的价格高度。最近我们欣喜的看到，这一年多来，各种营销专家、评论员从涨价鼓励，到静默，再到今天的批评，说到底这是好事，说明我们品牌的高贵性和高关注度。

国窖 1573 从 1573 年走过来，经过了时间积淀，在白酒中，它是一个贵族，这个高贵的血统，给了我们高贵品牌与生俱来、不可克隆的地位。从 1573 年到现在，我们一代一代的酿酒技艺、酒文化思想、企业文化精神、时间的历练，都不断为我们国窖 1573 品牌的高贵性充实着有生命的元素。为什么我们去年开展“国窖 1573——生命中的那坛酒”能够取得这么好的成果，这跟国窖 1573 品牌的贵族血统、品牌的高贵性紧密相关。我们这些非物质文化遗产都是我们品牌的高贵性证明。从诞生到现在，国窖 1573 还没有足够时间来完成一次次的凤凰涅槃。按照中国超高端白酒的品牌定位，国窖 1573 从 2001 年到现在，它的发展时间还是比较短，要坚定不移地快速提升国窖 1573 的超高端白酒的品牌定位，需要有重大的事件给予机遇。

价格实在

为什么我们要挺价？就是因为我们希望在这一轮深度调整期中通过一定阶段、或者是短期的政策，包括逆市提价来实现差异化的“抢眼球”、背利润。也就是说，我们坚挺价格，带来的结果就是“曲高和寡”，销量快速的下滑。但是从“曲高和寡”到“曲高和众”需要差异化，哪怕是这种政策受到了各种正向和负向的炒作。为什么国窖 1573 价格这么高？我们现在很多地方都还标价 1589 元。也就是说，1589 元是高端品牌、高质量物有所值的价格标签。这个品牌的稀缺性应该有这么一个体现出其物有所值的价格标签。我们讲皇帝的女儿不愁嫁，就是因为这个价格标签。但是现在的情形是有结婚需求的男人太少，即便是皇帝的女儿再高贵，也走到了曲高和寡的境地。所以为什么我们今天国窖 1573 进行大的调整，就是因为，由量变到质变，走到今天，就是要去追求“价格实在”。从我们物有所值的价格标签的 1579 元到现在我们商超价格的 779 元，这叫价格实在。从曲高和寡走到了曲高和众，这是必然的表现。在当下，中国白酒深度调整期，由物有所值到今天调整后的“物超所值”，其结果就是要让很多爱酒人士喜欢和购买这个产品。

利益保证

第一个对象应该是消费者。

计划利润制是以消费者为中心，我们计划利润制政策的重大调整方向是学习了茅台、五粮液、洋河、郎酒等很多兄弟企业得出的。我们要以消费者为中心。对消费者的第一个利益保障，就是要让国窖 1573 物超所值。这就要保证国窖 1573 的稀缺性，计划供给和配额。其次要保持和消费者的体验互动，包括品鉴会的体验，文化体验等。

第二是经销商利益的保障。

信任就是生产力。泸州老窖是值得大家信任的。因为我们的经销商数量众多，如果没有一个有原则性的政策，那市场就会乱。我们坚持底线思维的激励政策，否则大家都会受到伤害。计划利润制的政策也要有这个基础。我们讲求共同成长，讲求主观责任。可能我们在很多细节上有很多不如人意之处，但我们从原则上讲，是问心无愧的。经销商的利益保证，要坚持一个底线思维，一个契约精神。同时我们要在计划配额的范围内，依然把销量作为一个重要的指标。利益的保障与销量是正相关的。销量是要在底线的前提下，鼓励销量。违反底线的销量是不允许的。

计划利润制是经销商利益保障的很重要的一个条件。销量是一个条件，但这是在遵守价格底线的前提下。要做到这一点，首先要发挥渠道的力量。在今天的环境下，国窖 1573 前几年的销售模式要调整。过去是小盘带大盘，把意见领袖、团购、直营看的很重，这是前几年的思路，这符合当时的消费环境。而今天，我们要启动民间消费。民间消费是分散的，资源更加的碎片化，这时候我们必须强化渠道的作用。而发挥渠道的作用，更加体现出我们计划利润制的重要性。我们的利润要合理的分配。单瓶利润下降是肯定的，但只要我们的销量有保证，总体利润额还是有保证的。否则一瓶酒赚一万元，但一年只卖一瓶酒，也是不行的。销量是保证利润的坚实基础。但这是以利润合理分配来保证价格底线为前提开展的。

第三，也要保证股东的利益。

对上市公司来说，始终要把股东的利益当作一份重要责任。

怎么保证泸州老窖健康持续，这是我们职业经理人对保障股东利益的首要思考点。所以今年我们对泸州老窖的总体思想是很清晰的，要轻资产、重品牌，保障泸州老窖品牌的健康。重品牌就是品牌含金量要高，怎么保障泸州老窖这个品牌在白酒行业的深度调整期中，经过市场检验，未来逐步把品牌的美誉度和忠诚度提高，这是我们对企业持续健康发展最关键的要素。泸州老窖最大的资源是祖先留下来的物质和非物质文化遗产，这种非物质文化遗产转换成经济效益的关键是品牌。在这么长的时间里我们要认真思考未来的营销方法。

其次，对股东利益的保障，我们要求管理效益和销售效益要两手抓，所以今年在内部管理成本控制上取得了比较好的成果。在深度调整期如何进一步控制各环节费用，提高费效比，这也是我们保障股东利益要思考的问题。

再次，泸州老窖上市 20 年以来，我们分出去的红利大大高于我们企业的资金，泸州老窖的现金分红、高分红是对股东利益的保证。泸州老窖做大了，回过头来对股东问心无愧，我们在坚守这份责任，无论是股东、经销商、消费者还是投资人的责任。但同时，也确实有太多不尽如人意的地方，有太多需要我们思考、提高、检讨的地方，但相信泸州老窖会向着更好的方向发展。

管理扁平化

今天我们相信通过这样一个深度调整，特别是在组织结构上的调整，能够为厂商合作带来积极变化。泸州老窖提出了管理扁平化，许多人会担心是否会增加控制力成本，比如该反映的问题没反映，反映上来了也可能因为一些其他原因未能及时解决。实际上，泸州老窖在管理上的扁平化调整会极大提升厂商沟通效率，比如我们的战区总经理跟各位老板的沟通交流会更直接，反映问题会更快捷。同时他们在与一线沟通中充分体现了信任就是生产力的思想。我们的八大战区总经理是我们信任的，所以在一些营销动作上有处置的权利。这就是真正的管理扁平化落到了实处，效率会更高。不是大的、方向性的问题，公司就不参与意见，在充分信任基础上，在工作执行环节充分授权。同样道理，在具体市场动作上，我们在座的经销商朋友直接向战区经理反映问题，他们在一定范围内也有处置权，这使他们服务更高效。

一线团队反映问题也更加扁平化，更有效率，泸州老窖全国营销团队总人数不少，直接向我反映情况，这种联系没有效果。通过品牌经理、各个省区团队直接向战区总经理沟通汇报会更直接。而这个过程对于对公司营销团队的成长更直接，更实战，让泸州老窖团队的综合实力不断增强。特别是，当前行业深度调整期也是锻炼人才最关键的阶段。人是需要成长和培养的，为什么经过了抗日战争、解放战争，解放军能一举打赢抗美

援朝战争？因为从作战士兵到彭德怀总司令都是身经百战，打赢抗美援朝战争就是因为有抗日战争和解放战争的锻炼。

泸州老窖深度调整后更要在白酒行业实现更快的发展，成为酒业航空母舰，让国窖品牌更响更亮。相信我们有共同理念，有广大经销商支持，有媒体宣传，有投资者的信任，下半年到明年年底泸州老窖会有好结果。如果大家到2015、2016年还不满意，就请你们来批评我。相信大家一定会满意。谢谢！

资料来源：“酒说”微信号 [jiushuo99](#)

附录二：

【独家深度解读】经销商为国窖 1573 调价点赞

7月25日14:30，倍受行业瞩目的泸州老窖集团“2014年国窖1573经销客户中期营销工作会议”在成都金牛宾馆召开。会上，泸州老窖集团宣布了对国窖1573的价格、市场策略、专卖店体系、组织机构等进行了调整，以破釜沉舟式的姿态表示：要倾全集团之力，全力做好国窖1573的市场工作。

业界的不同态度

会上，泸州老窖宣布将在中秋节对国窖1573整个体系相关系统的价格进行调整。调整后的52度国窖1573经销商结算价为计划内560元，计划外为620元，终端供价中名烟名酒店为620元，商超为670元，团购成交价为680元，终端零售价中连锁商超为779元，大型商场为799元。此前国窖1573的出厂价（经销商结算价）为680元/瓶，如果降价成行，其降幅将达到17.6%。

结合5月17日五粮液的调整来看，五粮液的主产品普五出厂价由原来的729元/瓶下调为609元，共降价120元，降幅达到16%。其建议团购价659元/瓶，建议终端零售价729元/瓶。对于这两个品牌的降价幅度和降价意图，知名行业专家、龙腾虎跃品牌策划机构董事长纪家晶在采访中指出，泸州老窖采取跟随降价的策略毫无意义，从国窖1573目前的市场状况来看，无论是出厂价还是终端价都应该更狠，让消费者得到更多的实惠，营销要做得更细腻，才能激发消费者的购买欲。

但这一策略却得到了一部分经销商的认可，南昌国窖1573品牌运营商周总在接受记者电话采访时表示：“从这个层面来看，虽然两个品牌降价幅度基本一致，但是国窖1573显得更加高明，其出厂价比五粮液低，但终端零售价依然坚持比五粮液高50元左右，这就说明国窖1573的利润比五粮液要高，更容易得到经销商的认可。虽然目前市场困难，但这次老窖集团全力以赴的这种态度还是让经销商心里踏实不少。”记者也抽空采访了一位长期消费国窖1573的朋友，其得知国窖1573降价的消息时指出，“泸州老窖降价是一种态度，关键是需要把这张态度准确的传递给消费者，从1589元到779元，调整的不仅仅是产品的价格，更多的是要体现企业对消费者的尊重。”另外亦有消费者指出，此举纯属无奈之举，如果真为消费者着想，779元的终端价也明显偏高，因为目前市场实际购买价比这个价低不少。

市场策略尚待检验

会上，泸州老窖宣布对国窖1573的市场战术进行调整，调整的具体方向为：半直营半流通。实行半流通的目的是降低单品利润，扩大市场覆盖面，促进市场的适度流通；而半直营是为了发挥公司多年来的渠道操作

战术优势，抓住核心的消费者和核心的终端培育，抓好市场的基础工作。对此，北京方德营销咨询机构董事长王健在采访中指出，“国窖最大的调整莫过于“渠道多元化”，或者叫“双渠道运作”体系。一方面，国窖之前采取的‘大直营’渠道运作体系，通过‘团购顾问和品鉴顾问’相结合模式，锁定核心客户和消费者，协助总经销开展团购工作。如今顺大势走“大流通”渠道，放开市场。另一方面，国窖采取了‘半流通’策略，本质上是为了保价，保证渠道价格体系的稳定。”王健认为：在国窖价格趋中的背景下，国窖 1573 市场化渠道策略，是正确的选择，关键是看企业能不能有效把握“双渠道”管理和服务。

有经销商对泸州老窖的半直营模式表示质疑。下午五点会议结束时，记者在主会场外休息区便听到了质疑之声，一位经销商在同参会同伴交流时指出，如果国窖 1573 采取半直营模式，无疑是效仿茅台直营店的策略，从目前茅台直营店的表现来看，在销售层面并不具备说服力，国窖 1573 采用这种尚未被证明的策略去管控和开发市场，有可能空耗人力物力。当前形势如此紧张，与其投入巨大的资源去做直营，还不如在现有的渠道增加投入，做好与消费者的沟通，或许市场回暖还更快。

组织架构也一并调整

为 做好国窖 1573 的营销工作，泸州老窖集团专门为国窖 1573 调整了组织架构，采取八大战区+国窖团队模式。成立国窖 1573 营销工作指挥部，由集团营销 总监林锋出任总指挥，李爱萍、熊聘婷、李小刚、谯治民等高层和营销精英任副总指挥，并在国窖 1573 事业部下设秘书处，由张彪任秘书长。国窖 1573 营销 工作指挥部下设八大战区，第一战区为河北、北京、天津、山东、山西、内蒙，张顺泽任总经理；第二战区为重庆、湖南、上海、江苏、浙江、KA 系统，戴旭涛任 总经理；第三战区为河南、湖北、安徽、江西，车林任总经理；第四战区为陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆，李伟任总经理；第五战区为成都、川北、川南、云南、 贵州、西藏，张航任总经理；第六战区为辽宁、黑龙江、吉林，陈志荣出任总经理；第七战区为广东、广西、福建、海南，李宾任总经理；第八战区为电子商务渠 道，方翔出任总经理。

泸州老窖集团对国窖 1573 营销工作指挥部战区总经理的定位是所在战区国窖 1573 营销工作总指挥，履行该战区国窖 1573 总经理职责，是该战区在集团公司所有营销系统协调、组织和执行事务的管理者代表，要求协调部署指令性安排泸州老窖各营销团队，以国窖 1573 为第 一要务，形成国窖 1573 的合力，从而确保国窖 1573 泸州老窖形象品牌的地位和权威。

对于此次应该机构改革，浙江浙瑞酒类销售有限公司总 经理陈均表示：“此次泸州老窖的调整十分及时，时果断的、十分有魄力的行为。这说明张良总裁对行业、对市场的脉是把握得十分精准的。为了支持国窖 1573 的生存和发展，泸州老窖集团尽遣精英， 也表明集团高层对品牌的重视。”而智邦达营销咨询机构副总经理贾爽在采访中指出，组织机构是营销执行的主心骨，泸州 老窖首先调整组织架构，集中精英推行“全员营销”战略，从机制上保障了执行力，这一点值得“点赞”。

渠道新政屡获好评

泸 州老窖集团对国窖 1573 渠道进行重启。首先是设立存货动销奖励，进行市场疏通。泸州老窖将针对国窖经典中库存 200 件以上的经销客户实行移库监管，并针 对受监管库存予以存货动销奖励，以集中到指定转移库的数量作为动销奖励的基础，限时 7 月 25 日前完成，逾期不再受理。奖励方式为经销客户存货成本（市场费用这算的底价）与经销商结算价格（52 度 620/瓶）的差额为经销客户的存货动销奖励。兑付方式将根据客户今年配额完成情况、动销情况来分批兑付存货动销 奖励，截止时间为 2014 年 12 月 31 日。其次承诺对遗留费用的及时兑付。泸州老窖承诺，对于 2014 年 4—7 月国窖 1573 经销商所产生市场费用，他们 采取手工做账的形式及时兑付经销商订单保证金和市场费用。会上，一位来自江西的经销商王总表示，此前因泸州老窖集团财务系统未能兑付市场费用，此次林总在 会上承诺以手工做账的形势及时兑付，这体现了张总提出的“诚信就是生产力”，压在我们心中的大石也瞬间放下来了。

北京盛初咨询集团高级合 伙人徐伟指出，“国窖也许做了一个艰难的决定。这个决定虽然艰难，但是符合趋势变化符合市场现状。从国窖做出的动销奖励和库存消耗推动政策来看说明三个问 题：一是因为挺价格导致产品确实滞销，二是针对高库存及动销本轮政策调整确实给予了足够重视，三是希望通过此轮政策提升试产估计经

销商积极性。另外，从遗留费用兑付和采用手工做账快速反应市场费用兑付来看，国窖上一阶段的市场费用兑付给渠道和经销商带来了一定压力，本轮企业试图通过捋顺兑付程序来提升效率，从而间接提升渠道成员积极性。但是，这一系列动作落实到市场上是否能带来明显的逆转效果仍然需要观察。

专卖店体系将分流处理

针对国窖 1573 专卖店体系目前暴露出动销不力等问题，泸州老窖采取强制措施，不符合条件的专卖店将被取缔。泸州老窖表示，要将团购能力强的专卖店进行扶植，使其做大做强；对以零售为主的专卖店进一步考察，以渠道分销的专卖店客户，移交给片区作为分销客户。并按此定位有专卖店所以团队进行甄别，鼓励发展方向客户，分离不合适客户后，严格按照配额制，以价格为调控手段，采用客户升降机制，进行动态管理，培养团购型客户，最终实现专卖店良性发展。

智邦达营销咨询机构董事长张健指出，高端酒从高端回归面临的是需求减少、碎片化的阶段，在茅台五粮液重措调整之下，国窖必然需要其从粗放的渠道运营走向精细化。调整的价格及去库存政策必然要保持网络正常，避免对价格继续造成冲击，而专卖店渠道作为展示，团购和大单分销要求就更高。

总体来看，此次经销商大会出台的大部分政策和措施是获行业好评的勇敢之举，但是结果如何还需看具体执行效果。倾全集团之力扶持国窖 1573，这在双品牌运作的酒企中尚属首次，从中我们也能看出泸州老窖集团董事长谢明、总裁张良等高层对 1573 的重视程度和改造决心。希望泸州老窖对国窖 1573 奋力一搏能收到预期效果，为行业中双品牌运作的企业和高端白酒找到一条新的出路。

资料来源：糖酒快讯 <http://info.tjcx.com/detail/1003419.htm>

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。