

食品、饮料与烟草行业

2018-7-15

白酒区域研究之江西市场：规模处于中等水平，地产酒表现强势

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 白酒区域研究之江西市场：规模处于中等水平，地产酒表现强势

当前江西白酒产量不足 20 万吨，销售额在 100 亿元左右，相对于周边的湖南、湖北市场（超 200 亿元），江西白酒规模仍然较小。价格上，受益于饮酒场景由以朋友聚会、宴请为主转变为以商务交流为主，江西白酒的核心消费价格带已经上移至 160-300 元之间。江西地产酒在省内市场表现更为强势，合计收入份额达到 70%，远高于省外品牌的合计份额（接近 30%）；分价格带看，以 300 元为界限，地产酒在 300 元以下市场相对占优，形成了“以四特为主导、其他地产酒区域割据”的竞争格局，而 300 元以上价格带则主要以茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春等省外名酒为主。江西地产酒中规模最大的是四特酒，2016 年销售额接近 50 亿元，省内市占率超过 30%，远高于其他品牌；省外有超过 60% 的销售额来自于福建、广东市场。我们认为在香型（独特的特香型）、产品（在每个价格带均有有竞争力的单品系列）、渠道（注重扁平化和厂商共赢）多重优势的驱动下，四特酒有望维持稳步增长态势。

■ 本周核心观点

白酒：行业仍处景气之中，2018 年确定性重于弹性。我们认为本轮白酒周期的启动更多的还是自身周期的修复（茅台价格+库存），在未来几年茅台持续的供需矛盾下价格仍有上行空间，而渠道库存从目前看依然处于良性阶段，白酒景气周期仍在持续。但同时我们认为本轮景气周期当中提价和渠道加库存边际效应最强在去年，因此未来板块投资策略确定性重于弹性。最新跟踪茅台批价持续回升，部分地区在 1700 元左右，五粮液控货决心增强，批价处于继续回升中，小幅回升 25 元至 830 元左右，淡季批价回升反应高端需求依然良好。高端大众酒表现出持续复苏，在经历过去 2 年渠道去库存和顺价后，今年正式进入提价和加库存周期，边际改善最为明显。建议重点关注高端贵州茅台、大众高端洋河股份，其他建议关注五粮液、泸州老窖、山西汾酒、口子窖、古井贡酒。

大众品：看好有定价权、有提价能力的中低端食品。2018 年大众品三大超出预期点“需求回暖+成本下行+提价”，其中提价有望成为 2018 年主旋律。推荐行业竞争格局良性，有较强定价权的龙头，特别是中低端大众品。站在当前位置，龙头品种亦显示出了更高的成长性价比优势。建议关注伊利股份、白云山、中炬高新、安井食品；其他建议关注双汇发展、青岛啤酒、恒顺醋业、洽洽食品。

分析师 刘颜

☎ (8621) 61118732

✉ liuyan8@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516050001

分析师 董思远

☎ (8621) 61118732

✉ dongsy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070016

分析师 张伟欣

☎ (8621) 61118732

✉ zhangwx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518060003

联系人 赵海燕

☎ (8621) 61118732

✉ zhaohy4@cjsc.com.cn

联系人 徐爽

☎ (8621) 61118732

✉ xushuang@cjsc.com.cn

相关研究

《白酒周期影响因子解析》2018-7-9

《白酒区域研究之东北市场：量大但价低，地产酒在百元以下价位强势》2018-6-24

《白酒区域研究之陕西市场：容量小升级快，西凤酒一枝独秀》2018-6-11

风险提示：

1. 业绩增长不达预期；
2. 政策调整等不确定性事件。

目录

白酒区域研究之江西市场：规模处于中等水平，地产酒表现强势	3
空间：市场规模处于中等水平，核心价格带升至 150 元以上	3
格局：地产酒主导 300 元以下价格带，其中四特一家独大	4
聚焦：香型、产品、渠道多重优势，成就四特酒“江西第一品牌”	6
【要闻动态跟踪】	9
【大事提醒】	10

图表目录

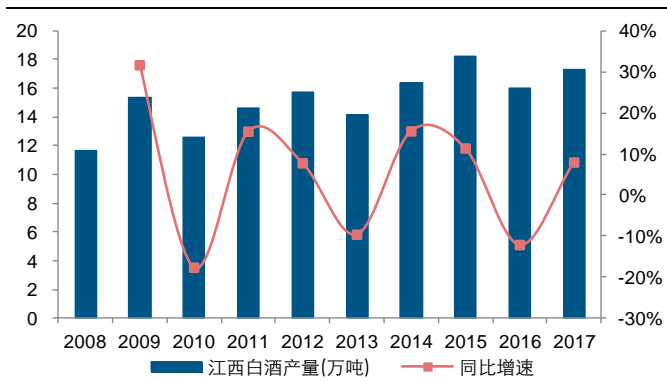
图 1：江西白酒产量及其同比增速	3
图 2：江西白酒产量占全国产量的比重	3
图 3：全国白酒吨价和江西白酒吨价的走势图	4
图 4：江西白酒企业分布一览图	4
图 5：近年来，四特酒的销售稳步增加	6
图 6：四特酒省内外市场分布情况（2016 年销售额口径）	6
图 7：四特酒开创白酒特香型的历程	6
图 8：茅台各地批价及京东零售价（单位：元）	8
图 9：五粮液批价及京东零售价（单位：元）	8
图 10：泸州老窖 1573 出厂价及京东零售价（单位：元）	8
表 1：江西市场主要酒企的经营情况一览表	5
表 2：四特酒主要产品结构	7
表 3：现阶段重点覆盖公司最新盈利预测（7 月 13 日收盘价）	8
表 4：上周重点公告和行业新闻摘要	9
表 5：未来两周大事提醒	10

白酒区域研究之江西市场：规模处于中等水平，地产酒表现强势

空间：市场规模处于中等水平，核心价格带升至 150 元以上

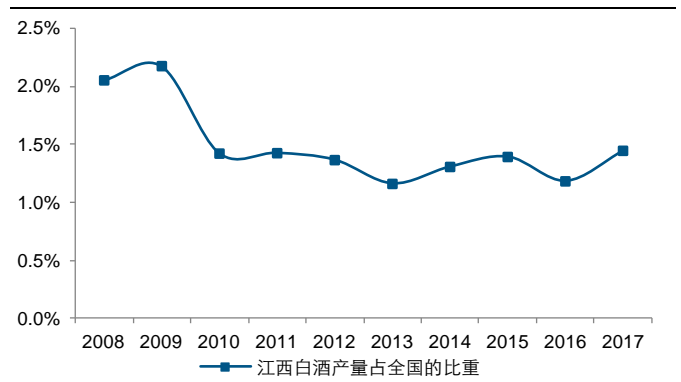
江西白酒市场规模在全国处于中等水平，产量不足 20 万吨，销售额在 100 亿元左右。2014 年以来，江西省白酒产量始终维持在 16 万吨以上，占全国白酒总产量的比重在 1%-1.5% 之间波动，其中 2017 年白酒产量位居全国第 17 名，属于中等水平。当前江西白酒市场销售额在 100 亿元左右，基本回到 2012 年水平，但相对于周边的湖南、湖北市场（超 200 亿元），江西白酒规模仍然较小。

图 1：江西白酒产量及其同比增速



资料来源：Wind，中国江西网，长江证券研究所

图 2：江西白酒产量占全国产量的比重

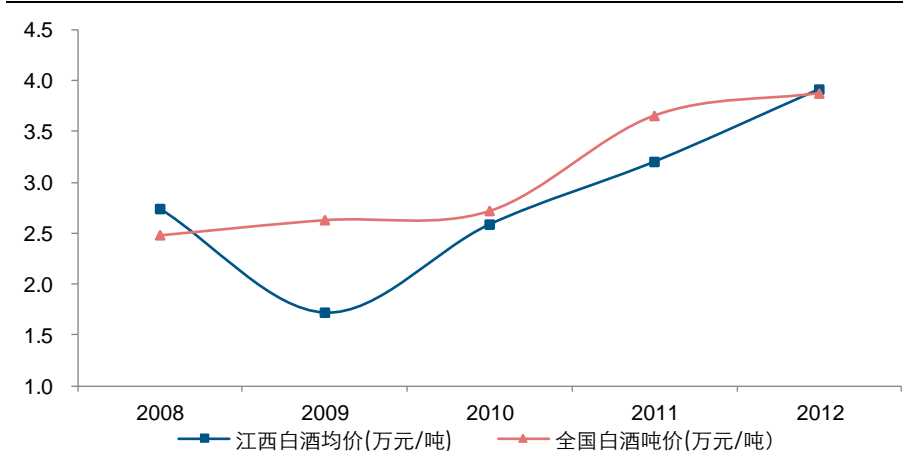


资料来源：Wind，中国江西网，长江证券研究所

受益于消费场景向商务交流的转变，江西白酒吨价有所提升。2008-2012 年期间，江西白酒吨价的年复合增速约为 9%，低于全国白酒吨价复合增速（约 12%），但绝对值上，2012 年江西白酒吨价已达到 3.91 万元/吨，略高于全国白酒吨价。当前江西白酒的核心消费价格带已经上移至 160-300 元之间¹，这与江西省经济平稳增长、人均可支配收入持续增加背景下，饮酒场景由以朋友聚会、宴请为主转变为以商务交流为主息息相关。

¹ 中国江西网：
http://epaper.jxnews.com.cn/jxb/html/2018-05/16/content_419423.htm。

图 3：全国白酒吨价和江西白酒吨价的走势图

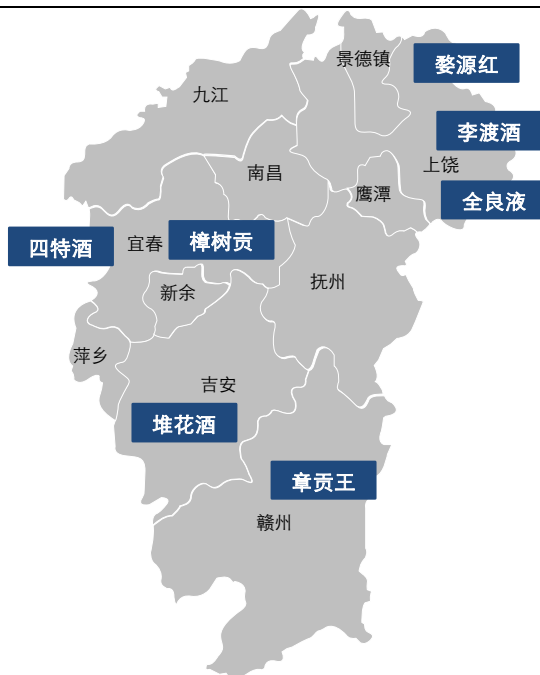


资料来源：Wind，长江证券研究所

格局：地产酒主导 300 元以下价格带，其中四特一家独大

江西市场地产酒表现更为强势，其中四特一家独大。2016 年前后，四特酒的销售额约为 48 亿元，其中省内约有 35 亿元，占省内白酒市场的份额在 30%以上，远远领先于省内第二大品牌章贡的份额（明显低于 10%），加上堆花、李渡、樟树贡等其他地产酒，江西地产酒合计收入份额达到 70%，远高于省外品牌的合计份额（接近 30%）。

图 4：江西白酒企业分布一览图



资料来源：企查查，长江证券研究所

地产酒在省内 300 元以下价格带表现占优，形成了“以四特为主导、其他地产酒区域割据”的竞争格局。2017 年江西地产酒品牌超过 130 家，核心价格均定位在 300 元以下，其中四特、章贡王、李渡等品牌主攻 100-300 元价格带，而堆花、全良液等品牌则在 100 元以下的低端市场表现亮眼。销售范围上，四特以樟树、南昌为核心市场，辐射全省，并扩张至福建、广东等省外市场；而其他品牌则主要在其产地周围市场表现强势，如章贡王占据赣州市场、堆花盘踞吉安市场、全良液把控上饶地区、李渡以南昌与抚州交接的赣中区域为主市场。而省外中低端品牌中仅有白云边、迎驾等因地缘优势而在江西交界区域有一定的影响力。

在省内 300 元以上价格带，茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春等省外名酒表现更优，尤其是在 600 元以上的高端市场，基本上被茅台、五粮液、国窖 1573 占据，而地产酒中有极少数品牌（如四特十五年）在该价格带，但所占份额非常低。

表 1：江西市场主要酒企的经营情况一览表

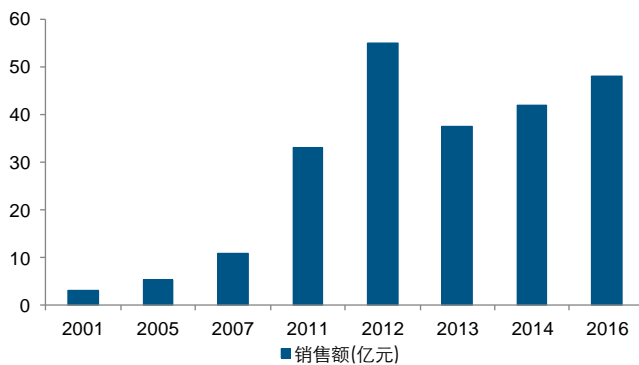
名称	产地	核心产品	核心产品价格带	主销区域	竞争格局	
四特	樟树市	四特年份酒、四特东方韵、四特星级、四特锦瓷	700元以上，100-300元	江西、福建、广东	在300元以下市场，地产品牌占优势	
章贡王	赣州市	洞藏系列、醇和系列、原浆系列、珍品系列、精品系列	300元以下	江西省内		
堆花	吉安市	贡酒系列、特曲系列	100元以下	江西省内		
本地酒	李渡	李家渡	李渡王1308酒、李渡光瓶1955、李渡年份、李渡精品	李渡高粱1955光瓶680元，其余29-200元		江西省内
	樟树贡	樟树市	青瓷口杯、小樟郎、蓝色经典、宏贡、蓝贡	200-400元		江西省内
	全良液	上饶县	御酒、液王、老窖、六年窖	100元左右		江西省内
	婺源红	婺源县	婺酒系列、醉美婺源系列、贵宾系列、福酒系列	300元以下		江西省内
	茅台	贵州仁怀	飞天茅台	600元以上	全国	在高端市场茅五占优势
	五粮液	四川宜宾	普五	600元以上	全国	
	泸州老窖	四川泸州	国窖1573、老窖特曲	600元以上、50-300元	全国	地方品牌四特酒等占大部分市场份额，小部分则为外地酒瓜分
外来酒	洋河	江苏	海之蓝	100-200元	以江苏为主	
	郎酒	四川古蔺	红花郎、小郎酒	300-500元、20元	全国	
	剑南春	四川	52度剑南春	300-500元	全国	
	白云边/迎驾贡	湖北/安徽	白云陈酿/迎驾系列	100-300元	湖北/安徽 省内为主	因地缘优势在江西交界区域市场有一定的影响力

资料来源：公司官网、糖酒快讯、酒业家等新闻网，长江证券研究所

聚焦：香型、产品、渠道多重优势，成就四特酒“江西第一品牌”

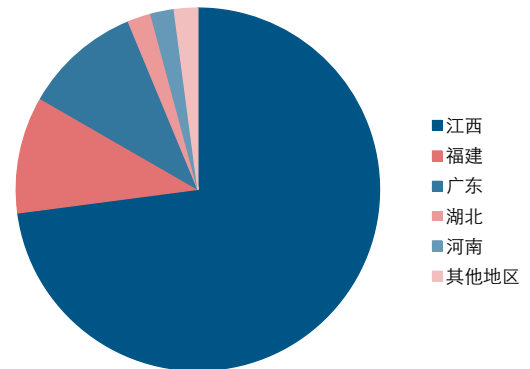
四特销售额稳中有升，在省内一家独大，在福建、广东等省外市场亦具备影响力。2013年以来，四特销售额表现出稳步上升的趋势，其中核心品项四特东方韵系列（终端价150元以上）的销售数量和销售额实现双增长，增速均在10%以上。分区域看，江西市场作为四特酒的根据地，2016年对销售额的贡献度达到70%，当前四特酒在省内市占率超过30%，远远高于其他品牌；省外市场则主要以福建、广东为主，二省的销售额之和占省外总销售额的比重超过60%，四特酒在省外市场亦有一定的影响力。

图 5：近年来，四特酒的销售额稳步增加



资料来源：酒业家，糖酒快讯，长江证券研究

图 6：四特酒省内外市场分布情况（2016年销售额口径）

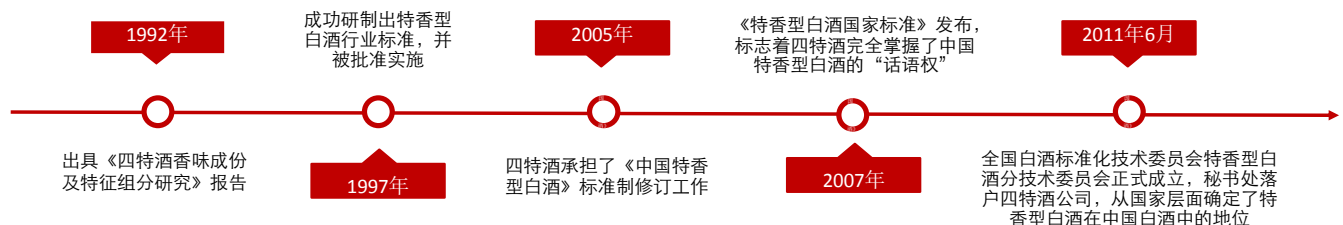


资料来源：酒业家，糖酒快讯，长江证券研究

我们认为四特的核心竞争力主要体现在以下三个方面²：

- 1) 香型：**开创了除浓香型、酱香型、清香型三大香型以外的特香型白酒，符合江西本土消费者的口味，具备独一无二的品类优势；
- 2) 产品：**以四特年份酒、四特东方韵、四特星级、四特锦瓷等多个系列为核心产品，全面覆盖高、中、低价位段，在每个价格带均有市场表现强劲的大单品，同时把握了现阶段的核心价位段和未来的升级趋势；
- 3) 渠道：**注重扁平化，不设市级代理，只有县级代理，每个县以产品划分设立相应的代理商；注重经销商与企业的共同成长，对优质经销商给予合理的扶植策略。

图 7：四特酒开创白酒特香型的历程



资料来源：公司官网，好酒招商网，长江证券研究所

² 酒业家：<http://www.jiuyejia.com/p/103361.html>。

表 2：四特酒主要产品结构

	产品	度数(度)	规格(ml)	价格(元/瓶)
东方韵	弘韵	42/52	500	178
	雅韵	45/52	500	388
	国韵	45/52	500	728
年份酒	四特十五年 52 度	52	500	898
	四特十五年 45 度	45	500	798
	四特九年 45 度	45	500	159
	四特五年 45 度	45	500	89
锦瓷系列	锦瓷五星	52	460	238
	锦瓷四星	52	460	198
	锦瓷三星	52	460	138
	红锦瓷 H3	52	500	109
星级酒	五星四特	45	460	138
	四星四特	45	460	79
	三星四特	45	460	59
精酿莲四	莲四光瓶	45/52	500	14
	光瓶精酿	42/52	500	50
窖藏系列	青花窖藏	50	500	356
	红花窖藏	52	460	69
小酒	醇香小酒	52	100	16
	净爽小酒	52	100	7
经典四特	四特青龙	50	460	33
	四特老窖	45	460	40

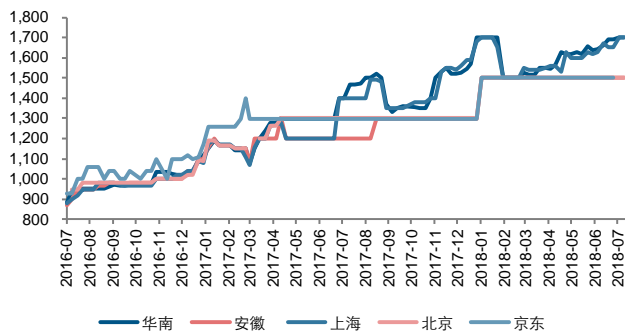
资料来源：四特酒天猫官方旗舰店，长江证券研究所

表 3: 现阶段重点覆盖公司最新盈利预测 (7 月 13 日收盘价)

细分行业	证券简称	股价 (元/股)	EPS				PE		
			2016A	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
白酒	贵州茅台	746.99	13.31	21.56	28.94	37.64	35	26	20
	五粮液	75.75	1.79	2.55	3.54	4.55	30	21	17
	山西汾酒	63.93	0.70	1.09	1.79	2.60	59	36	25
	口子窖	63.63	1.31	1.86	2.53	3.25	34	25	20
肉制品	双汇发展	26.78	1.33	1.31	1.51	1.71	20	18	16
乳制品	伊利股份	28.50	0.93	0.99	1.19	1.43	29	24	20
面包	桃李面包	59.23	0.97	1.14	1.34	1.65	52	44	36
休闲食品	绝味食品	43.00	1.06	1.26	1.52	1.81	34	28	24
啤酒	青岛啤酒	46.52	0.77	0.94	1.20	1.47	50	39	32
凉茶	白云山	41.28	1.08	1.27	1.78	2.41	33	23	17

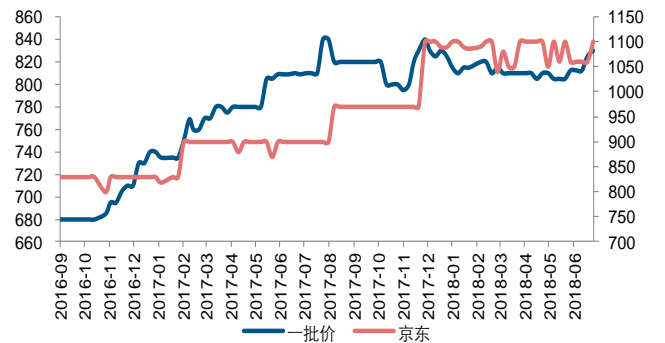
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8: 茅台各地批价及京东零售价 (单位: 元)



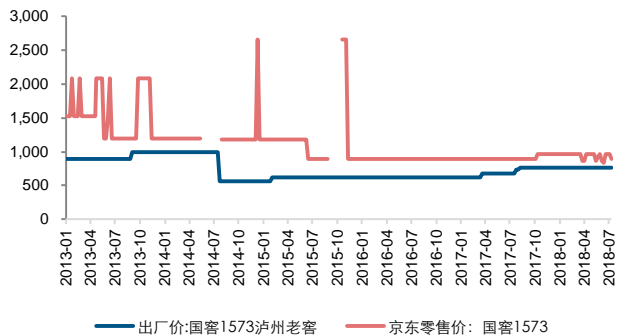
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 9: 五粮液批价及京东零售价 (单位: 元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 10: 泸州老窖 1573 出厂价及京东零售价 (单位: 元)



【要闻动态跟踪】

表 4：上周重点公告和行业新闻摘要

发布日期	公司代码	公司简称	公告内容
	600332.SH	白云山	A股每股现金红利0.381元（含税），股权登记日为 2018/7/13；除权（息）日为2018/7/16。
	600779.SH	水井坊	投资水井坊邛崃全产业链基地项目(第一期),投资金额预计约25亿元。项目完成后,预计将形成20000kL/a原酒生产能力,并在现有邛崃基地的基础上,预计增加40000kL储存能力。
7.9	603345.SH	安井食品	本次发行5亿元可转债,发行数量为50万手(500万张),存续期为6年。票面利率:第一年0.3%、第二年0.5%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。转股期限为2019年1月18日起至可转债到期日(2024年7月11日)止。初始转股价格为35.46元/股。每张面值为人民币100元,按面值发行。股东在股权登记日(2018年7月11日)收市后可每股优先配售0.002314手可转债。
7.10	600779.SH	水井坊	帝亚吉欧全资子公司GMIHL要约收购公司股份9912.78万股,占公司总股本的20.29%,要约收购价格为62.00元/股,本次要约收购期限共计30个自然日,即2018年7月13日至2018年8月11日。
7.12	300146.SZ	汤臣倍健	1. 拟以支付现金方式购买LSG 100%股权,本次交易选取市场法评估LSG 100%股权价值为35.62亿元,结算方式为:约定期限内将固定交割金额5.87亿澳元交付,再将上限为1.04亿澳元的盈利浮动金额交由托管机构托管,最终结合LSG 2018年度经审计的EBITDA 支付浮动金额=(2018年EBITDA-3,087.00万澳元)×19.00。2. 公司将于2018年7月30日上午9点30分召开2018年第三次临时股东大会。
行业	日期	新闻内容	
乳制品	7.13	“网红奶粉” a2 乳业收入大增 68%。a2 乳业最新公布的财报显示,截至 2018 年 6 月 30 日,公司未经审计收入达到 9.22 亿纽元(约合 41.66 亿人民币),略高于今年 5 月份公布的盈利指导线,但是较去年同期则增长了 68%。(食品板)	
	7.9	停止接受国窖1573订单及暂停国窖1573货物的供应。随着终端配额制的推进,目前社会渠道库存比较良性,而淡季7-9月本身就是白酒消费的淡季,泸州老窖的本次的暂停也是为了保证市场价格的刚性,强化渠道信心。(酒说)	
	7.9	茅台保健酒业目标 12 亿+主板上市:按照发展规划,2020 年茅台保健酒业要实现 12 亿的销售收入,2022 年要实现主板上市。(酒业家)	
酒类	7.10	伊力特产品全线涨价。近日,新疆伊力特实业股份有限公司对伊力特产品经销商、合作单位下发了《关于白酒产品调价的通知》。根据通知内容显示:2017 年下半年以来,酿酒及包装原材料成本不断上涨,加之新疆市场发展需求变化,为契合伊力特公司未来品牌发展战略需要,公司决定自 2018 年 7 月 6 日起,全面提高伊力特在售产品的出厂价格。根据酒体等级差异进行提价,分别提高了“特级甲等、特级酒、优级甲等和优级酒”四个等级基酒的出厂价格。具体提价幅度为,特级甲等,每 500ml 提价 10 元;特级酒,每 500ml 提价 4 元;优级甲等,每 500ml 提价 3 元;优级酒,每 500ml 提价 2 元。(酒说)	
	7.10	剑南春新品 24K 金剑南重上市,全国 16 个城市可买到。今日,经过三年时间的酝酿和准备,剑南春家族又一位超级大单品 24K 金剑南登陆白酒市场。24K 金剑南源于金剑南系列,瓶型沿用金剑南 K6 大气稳重的外形,瓶身体通体鎏金,“24K 金剑南”几个朱红大字,彰显皇家尊贵气质。据剑南春表示,该产品的定价合理,且 24K 金剑南在全国 16 个省市开始筹备,召开联盟体会议,组建金剑南专职团队,专门服务于金剑南的消费者。(微酒)	
	7.11	红西凤完成半年任务 130%。红西凤半年度业绩出炉,截止 6 月底,红西凤酒已完成半年目标任务的 130%,达到 2017 年同期业绩的 201%,与去年同期相比增长 101%。(微酒)	
	7.12	长城酒再瘦身,砍 163 个条码。中粮长城酒业有限公司启动瘦身计划“第二弹”,再砍 163 个条码。至此,长城的条码数从 1000 多个精简至 400 多个。(微酒)	

资料来源: Wind, 长江证券研究所, 食品板, 酒说, 酒业家, 微酒

【大事提醒】

表 5: 未来两周大事提醒

(07/15)周日	(07/16)周一	(07/17)周二	(07/18)周三	(07/19)周四	(07/20)周五	(07/21)周六
	股东大会: 古越龙山 黑芝麻		股东大会: 惠发股份	分红派息: 得利斯	股东大会: 广泽股份 光明乳业	
	分红派息: 白云山 西王食品 泸州老窖					
(07/22)周日	(07/23)周一	(07/24)周二	(07/25)周三	(07/26)周四	(07/27)周五	(07/28)周六
	股东大会: 西藏发展 黑芝麻	股东大会: 千禾味业	股东大会: 桂发祥 水井坊 莲花健康			中报披露: 古越龙山 承德露露 涪陵榨菜
			中报披露: 水井坊			

资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。