

推荐 (维持)

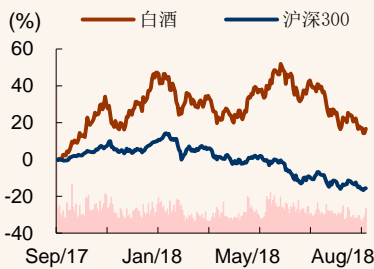
茅台动销旺，中档升级快，关注龙头超跌机会

2018年09月17日

中秋白酒最新跟踪暨投资策略

上证指数	2652
行业规模	
	占比%
股票家数 (只)	19 0.5
总市值 (亿元)	14851 3.2
流通市值 (亿元)	14445 3.9

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.6	-9.3	18.9
相对表现	-2.7	11.1	34.2



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《醉里百花放，壶中日月长——如何看待当下的白酒板块》2018-05-07
- 2、《白酒公司最新跟踪及观点更新——预期冰点，板块买点》2018-03-15
- 3、《春节白酒最新跟踪暨投资策略——动销旺盛，升级显著》2018-02-21

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

研究助理

李泽明  
lizeming@cmschina.com.cn

招商食品团队最新跟踪9家白酒经销商，总体感受中秋旺季酒企动销正常，高端白酒茅台表现最好，动销旺盛，批价回落后迅速回升，超市场预期，中档酒继续快速实现产品升级，次高端增速边际有所放缓，洋河表现较好，整体需求仍然不错，企业分化特征明显。近期市场担忧需求疲软降速，板块回调明显，估值已进入价值区间，短期布局中秋旺季行情，建议继续买入持有品牌力或渠道力最强的企业。

- 招商食品团队近期中秋旺季调研反馈: 整体来看，中秋动销正常，高端白酒茅台表现最好，需求仍持续旺盛，五粮液老窖继续控量挺价；次高端整体增速边际放缓，洋河表现较好，水井坊、剑南春增速放缓；中档酒古井口子动销良好，古井8年、口子10年仍增速最快，产品结构升级趋势未改。市场前期预期过于悲观，酒企间的分化也较为明显。
- 中秋白酒最新跟踪情况:
  - ✓ 高端: 茅台动销旺，五窖继续控货挺价。高端白酒中茅台表现最好，中秋需求持续火爆，近期货源紧张，批价又回升至1700以上，当前库存水平仍低。五粮液仍继续执行控货挺价的政策，批价相比6月有小幅提升，北京上海地区在830左右，渠道反馈终端需求平稳。老窖近期批价也保持稳定，北京上海740左右，库存相较前期有所消化。
  - ✓ 次高端: 整体增速回落，洋河表现最优。次高端中，三季度水井坊、剑南春均出现增速放缓的现象，洋河整体表现相对较好，7月1日调价后终端价提升，整体动销情况良好，库存良性，没有出现其他次高端品牌增速明显放缓的情况，但在省内受到今世缘的竞争，最后一周动销很关键，需持续紧密跟踪。
  - ✓ 中档酒: 库存仍处良性，升级趋势不改。古井当前库存2-3个月，口子库存较低一些，二者中秋动销良好，未出现增速明显放缓现象，且由于中秋主要是走亲访友、婚宴家宴居多，消费者会选择更高档次更好品质的酒，古井8年、口子10年增速更快，产品结构升级趋势未改。
- 投资策略: 中秋龙头动销旺，分化中布局龙头超跌机会。近期中秋旺季调研反馈，茅台动销旺盛，批价回落后迅速回升，超市场预期，中档酒继续快速实现产品升级，次高端增速边际有所放缓，洋河表现较好，整体需求仍然不错，企业分化特征明显。近期市场担忧需求疲软降速，板块回调明显，估值已进入价值区间，短期布局中秋旺季行情，建议继续买入持有品牌力或渠道力最强的企业。
- 推荐标的组合: 白酒首推(茅台/洋河/古井/顺鑫)，推荐低估值(五粮液/老窖)及超跌品种(汾酒/水井坊)，关注尽享升级趋势的(今世缘)，观察(酒鬼)改善趋势。
- 风险提示: 终端需求低于预期，行业竞争加剧。

## 正文目录

一、中秋白酒最新跟踪情况 .....	3
1、核心结论：茅台动销旺，中档升级快，关注龙头超跌机会 .....	3
2、高端酒反馈：茅台动销旺，五窖继续控货挺价 .....	4
3、次高端反馈：整体增速回落，洋河表现最优 .....	5
4、中档酒反馈：库存仍处良性，升级趋势不改 .....	6
二、投资策略：中秋龙头动销旺，分化中布局龙头超跌机会 .....	8

## 图表目录

图 1：白酒中秋渠道跟踪情况 .....	3
----------------------	---

## 一、中秋白酒最新跟踪情况

### 1、核心结论：茅台动销旺，中档升级快，关注龙头超跌机会

近期中秋旺季调研反馈，整体来看，中秋动销正常，高端白酒茅台表现最好，需求仍持续旺盛，五粮液老窖继续控量挺价；次高端整体增速边际放缓，洋河表现较好，水井坊、剑南春增速放缓；中档酒古井口子动销良好，古井8年、口子10年仍增速最快，产品结构升级趋势未改。市场前期预期过于悲观，酒企间的分化也较为明显。

**(1) 高端酒：茅台表现最好，五粮液老窖挺价继续控量。** 高端白酒中茅台表现最好，中秋需求持续火爆，近期货源紧张，批价又回升至1700以上，当前库存水平仍低。五粮液仍继续执行控货挺价的政策，批价相比6月有小幅提升，北京上海地区在830左右，渠道反馈终端需求平稳。老窖近期批价也保持稳定，北京上海740左右，库存相较于前期有所消化。

**(2) 次高端：增速边际放缓，洋河表现最好。** 次高端中，三季度水井坊、剑南春均出现增速放缓的现象，洋河整体表现相对较好，7月1日调价后终端价提升，整体动销情况良好，库存良性，没有出现其他次高端品牌增速明显放缓的情况，但在省内受到今世缘的竞争，最后一周动销很关键，需持续紧密跟踪。

**(3) 中档酒：古井口子动销良好，结构继续升级。** 古井当前库存2-3个月，口子库存较低一些，二者中秋动销良好，未出现增速明显放缓现象，且由于中秋主要是走亲访友、婚宴家宴居多，消费者会选择更高档次更好品质的酒，古井8年、口子10年增速更快，产品结构升级趋势未改。

图 1：白酒中秋渠道跟踪情况

	价格	发货及库存	动销
茅台	茅台近期货源紧张，批价回升至1700-1720，部分地区1750以上。生肖酒狗茅价格在3500-3800左右，量不多	9月份第一批货已售罄，第二批在途，库存仍处低位，不到半个月，预计20号左右下一批到货	终端需求持续火爆，供不应求，动销良好
五粮液	北京上海地区批价830，四川地区830-835，价格较7月份有所提升	8月份开始重新发货，但发货量不大。库存普遍在1个月左右，部分地区近期到货库存稍高一些	有增长，仍在控货挺价
泸州老窖	华东地区批价740，团购780，北京地区团购790-800，西南地区挺价810，实际批价720-730	控制发货节奏挺价，库存1个半月左右	有增长，仍在控货挺价
洋河	省内目前海终端价130，天290-300，M3是400，M6是550，M9 1000块，价格相比之前提升	8月份终端打款，9月份陆续到货，库存不高，1个月左右	整体动销良好，梦6表现最好，增速不减。省内受到今世缘的一些冲击
水井坊	上海臻酿八号线下终端价在330-400，井台瓶在498-588	库存相较于之前有所消化	河南地区水井9月出货速度仍环比放缓
剑南春	四川地区剑南春在涨价，但涨幅不太明显		华东地区7、8月份增速收窄比较明显，9月环比8月略有好转
古井	终端成交价献礼版80-85，古5是110，古8是200-220，古16是350，古20是450	库存2-3个月	动销良好，古8以上增速较快，因为中秋主要送直系亲属或领导，大家会选择更高价位的酒
口子窖	口子5年终端价在100以上，口子10年在230-240	库存1-2个月	动销良好，口子10年增速更快

资料来源：草根调研、招商证券

## 2、高端酒反馈：茅台动销旺，五窖继续控货挺价

### (1) 茅台

#### ■ 北京地区

**价格&动销情况：**近期批价回升了 30 块左右，在 1680 左右，终端销售持续火爆，供不应求。下批货到了后，卖完肯定没问题，经销商现在没有机会囤货，公司监察力度比较大。

**库存情况：**当前库房里还剩 20 几箱，不敢放开卖，不然很快卖完了。

#### ■ 上海地区

**价格&动销情况：**近期批价从 1650 回升至 1700，货源紧张，终端需求持续旺盛，第一批货很快卖完，第二批货预计 20 号前到货。经销商预计四季度淡季价格还会往上走。生肖酒狗茅目前价格在 3800 左右，一般都是给老客户，量不多。

**库存情况：**库存当前很少，在等下批到货。没有取消云商 40% 配额的政策，只是暂时不做要求。

**终端需求：**1499 购买需求还是比较大，只是现在价格炒的太高了，茅台现在放量限价，量不是问题，主要是为了稳价。

#### ■ 江苏地区

**价格情况：**茅台经过 8 月底发货加大、批价回落后，最近货源紧张，批价回升至 1700 以上，价格下不去。9-10 月份计划已经全部打款，很多经销商货还没到齐，第一批货到了后，很快卖完了。我们还是坚持 1499 的价格出售，每天做限量，也抵制一些黄牛。

**公司政策：**茅台最近在巡查市场秩序和价格，管控较严。

**消费群体：**正常的消费者居多，中秋消费，1499 认可度还是很高。

#### ■ 浙江地区

**价格情况：**最近 1700 无货，一批价 1750，最近价格涨的比較快，几天就涨上去了。之前到的一批货，价格最低 1620-1630，但是只有几天，时间很短。目前第二批货陆续已经到了，在大商那里，但没有发，主要是厂里管的太严，不能高价卖，经销商惜售。

**开瓶率情况：**开瓶率有所下降，但消费力上来，买了屯起来喝陈年茅台的人多了不少，很多企业主这么做，都是 50-100 箱的需求，没办法满足。现在房子限购，对茅台的投资需求增加。个人消费有一些抑制，一般 2 瓶或成箱买的少了一点。

**带动贵州其他酒销售：**最近贵州其他酒起来了，国台之类的，主要是茅台给了价格空间。

#### ■ 四川地区

**价格情况：**茅台价格掉不下去，因为有升值空间，掉下去了市场就有人收。

### (2) 五粮液

#### ■ 北京地区

**价格情况：**五粮液没有发货，个别地区补了之前的货。价格比较稳定，830 左右。

**动销情况:** 8月销售不太好, 9月有所回升, 但整体一般。

#### ■ 上海地区

**价格情况:** 上海批价一直 830 左右, 没怎么涨。

**动销情况:** 8月销售比7月更差一点, 主要是没货, 五粮液之前一直不放货, 9月初才开始放货, 之前的货才收到。目前已经打款 60%, 还有 40%没打款, 现在在等打款通知, 可能这个月会打剩下的款。9月销售比8月好一些, 但整体动销一般。

**库存情况:** 之前库存比较低, 不到 1 个月, 9月初到货后库存高了些, 不到 2 个月。

#### ■ 江苏地区

**价格情况&动销情况:** 五粮液价格没上去, 需求一般。

#### ■ 浙江地区

**动销情况&价格情况:** 五粮液终端动销一般, 在杭州五粮液品牌力相对不是太强, 吃饭客户甚至会选水井坊而不是五粮液。批价在 820, 终端不赚钱。

**对茅台有点替代作用:** 比如私营企业主、工程类等, 买茅台 20 箱, 后来换 3 箱成五粮液, 还是有点替代。

#### ■ 四川地区

**终端需求:** 需求还是比较一般, 和去年基本持平。企业客户需求不太好。

**价格情况:** 现在还是控货挺价的政策, 价格 820 大货, 830-835 小批量货, 6 月份批价 815, 是涨了一些, 不明显。最近涨也和公司没怎么发货有关系。公司 6 月底控货后, 8 月中旬货就到了, 但没大笔放量。

### (3) 泸州老窖

#### ■ 上海地区

1573 批价还在 740 左右, 团购 780, 渠道库存 1 个半月左右。1573 在烟酒店的毛利比五粮液要高一些, 所以烟酒店老板推 1573 的积极性会高一些。

#### ■ 浙江地区

国窖高举高打, 但效果一般, 国窖会的宴请、七星盛宴, 多数是经销商来品鉴, 终端消费者不多。

## 3、次高端反馈: 整体增速回落, 洋河表现最优

### (1) 洋河股份

#### ■ 苏北地区

**打款&价格情况:** 终端烟酒店打款都还不错。预计国庆后还要涨价, 利润空间是变大了, 但消费者接受度有影响。之前海之蓝 650 一箱, 现在提到 730。

**动销情况:** 整体动销没问题, 略有一点疲态, 要继续观察最后一周动销情况, 下个星期很重要。

**产品结构:**海天都是下降的,天比较明显,梦系列表现不错,m3一般,m6增长很快,50%以上,m9价格800多增长也很快,手工班1150左右,销售也很好。

**与今世缘的竞争:**淮安市场有一部分客户被今世缘抢走了,之前打款50万的,现在只打了8-10万,国缘表现还不错,一个是政策更优惠,有钱赚,另一个是提档升级,消费者转向今世缘

#### ■ 苏南地区

**销售情况:**今年中秋销售没有去年那么火爆(直观感受上),中秋活动从8月20号到9月底。梦增速比海天快。

**中秋补贴&价格情况:**中秋节海补贴4块,天补贴8块,梦之蓝20-25块,以费用的形式,端午节没有活动。目前海终端价130,天290-300,M3是400,M6是550,M91000块,相比之前是提升的。目前海天老版本和新版本混着卖,新版海的批价比老版贵2块,天贵5块。经销商预计终端价会一直持续到春节,可能不会再涨了。

**库存情况:**库存比之前高一些,因为8月20号补货了,但整体处在合理水平。梦的配额部分省内经销商没有用完。

#### ■ 杭州地区

洋河升级很明显,梦的增速远快于海天。

### (2) 水井坊

#### ■ 浙江地区

继续大幅增长,主要是臻酿八号。

#### ■ 河南地区

9月水井出货情况不理想,目前三季度任务完成度在40%左右。

### (3) 剑南春

#### ■ 上海地区

7、8月份增速收窄比较明显,9月环比8月略有好转。

#### ■ 浙江地区

剑南春比较稳定,没太大增长。杭州某剑南春专卖店,反馈下半年没上半年好,单店没有多少增长。

#### ■ 四川地区

剑南春在涨价,但涨幅有限不太明显。

## 4、中档酒反馈:库存仍处良性,升级趋势不改

### (1) 古井贡酒

**价格情况:**当前省内终端成交价献礼版80-85,古5是110,古8是200-220,古16

是 350, 古 20 是 450。近期公司推出新版古 16 和古 26, 与古 20 一起在包装上突出“年份原浆”而弱化“古井贡酒”, 形成独立的体系, 发力次高端。

**库存&动销情况:** 当前库存 2-3 月, 对古井来说处于合理水平, 终端动销情况良好, 婚宴、中秋送礼等买的多, 古 8 以上增长更快。

## (2) 口子窖

**价格情况:** 当前省内终端价口子 5 年 100 以上, 口子 10 年 230-240, 比古井 8 年价格略高一点。

**库存&动销情况:** 当前库存 1-2 个月, 终端动销情况良好, 口子 10 年增速更快。

## 二、投资策略：中秋龙头动销旺，分化中布局龙头超跌机会

**中秋龙头动销旺，分化中布局龙头超跌机会。**近期中秋旺季调研反馈，茅台动销旺盛，批价回落后迅速回升，超市场预期，中档酒继续快速实现产品升级，次高端增速边际有所放缓，洋河表现较好，整体需求仍然不错，企业分化特征明显。近期市场担忧需求疲软降速，板块回调明显，估值已进入价值区间，短期布局中秋旺季行情，建议继续买入持有品牌力或渠道力最强的企业。

**推荐标的组合：**白酒首推（茅台/洋河/古井/顺鑫），推荐低估值（五粮液/老窖）及超跌品种（汾酒/水井坊），关注尽享升级趋势的（今世缘），观察（酒鬼）改善趋势。

参考报告:

1. 《醉里百花放，壶中日月长——如何看待当下的白酒板块》2018-05-07
2. 《白酒公司最新跟踪及观点更新—预期冰点，板块买点》2018-03-15
3. 《春节白酒最新跟踪暨投资策略—动销旺盛，升级显著》2018-02-21

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**杨勇胜**：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 年就职于申万研究所，2014 年加入招商证券，6 年食品饮料研究经验。

**李晓峥**：食品饮料高级分析师，数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

**欧阳予**：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学研究型硕士，2017 年加入招商证券，1 年食品饮料研究经验。

**于佳琦**：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，2016 年就职安信证券，2017 年加入招商证券。

**李泽明**：四川大学本科，北京大学金融学硕士，2017 年就职国泰君安证券，2018 年加入招商证券，1 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。