

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

春节期间白酒销售点评暨一季度投资策略

——白酒行业点评报告

证券研究报告-行业点评报告

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

公司简称	17EPS	18EPS	18PE	评级
泸州老窖	1.75	2.34	20.39	增持
老白干酒	0.25	0.36	39.31	增持
古井贡酒	1.65	2.01	34.48	买入
水井坊	0.69	1.15	28.19	增持
山西汾酒	1.09	1.52	28.91	增持

发布日期: 2019年02月13日

投资要点:

- **春节期间白酒销售景气度略超预期, 并明显高于上年中秋旺季。** 由于上年的中秋旺季中白酒的销售较为平淡, 加之宏观经济增速下滑, 市场对2019年春节期间的白酒消费持有较低的预期。但观察至今, 我们认为春节期间的白酒景气度超过了预期, 显示出了白酒作为快消品的市场基础和需求刚性。通过此次弱市之下白酒市场的反应, 我们感受到: 白酒的属性越来越接近高频的、必需的消费品, 消费场景也越来越融入民间社会, 这也正是白酒值得反复投资和长期持有的价值所在。
- **高端白酒的全国化刚刚开始, 未来的市场增长空间仍不小。** 春节期间茅台市场仍保持供不应求的格局, 普飞的一批价格维持在1750至1800元高位, 生肖酒价格回落并维持在2500元。茅台价格为五粮液、国窖和水井坊撑起了生存和发展空间。在扩产和直营策略的指导下, 未来厂商对茅台量价的控制能力更强, 加上生肖酒对出厂均价的调节, 未来出厂价格的提升空间仍有, 茅台经销商的高利润将会被控制在合理的范围。

白酒相对沪深300指数表现



相关报告

- 1 《白酒行业三季度回顾暨投资策略: 投资机会源于负面预期的验证》 2018-11-13

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

春节期间, 五粮液的动销好于预期。节前五粮液厂商给予经销商和终端折扣政策, 增强了渠道推货的积极性, 加之五粮液的品牌力和性价比 (相比茅台而言), 五粮液的动销情况好于之前的预期, 一批价格没有延续节前的跌势, 目前稳定在800至810元。一直以来, 二级市场对于五粮液的股价给予估值折扣, 主要是因为公司在营销方面的长期不足。目前, 公司正在加大力气搞营销改革, 出台了核心措施, 如果执行效果能够显现, 五粮液在二级市场的估值应有所抬升。

春节期间, 老窖的动销情况正常。国窖去年全年销售实现两位数增长, 但是一批价格在第四季度淡季有所回落。公司在节前采取措施, 包括主动停货、削减两成的供货配额、提高各个渠道终端价格等, 协助渠道消化库存, 阻止了批价继续下滑, 保障了经销商的利润。老窖的渠道利润一直相对丰厚, 渠道推货的动力足, 公司产品动销快; 也因此, 公司对渠道的费用性投入和折扣政策控制较严格。目前国窖的一批价格较节前的690元回升至715元。

综合看五粮液和国窖, 高端白酒在经历了2012至2015年的大调整之后, 都意识到了主动营销的重要性, 之后通过建设营销体系、

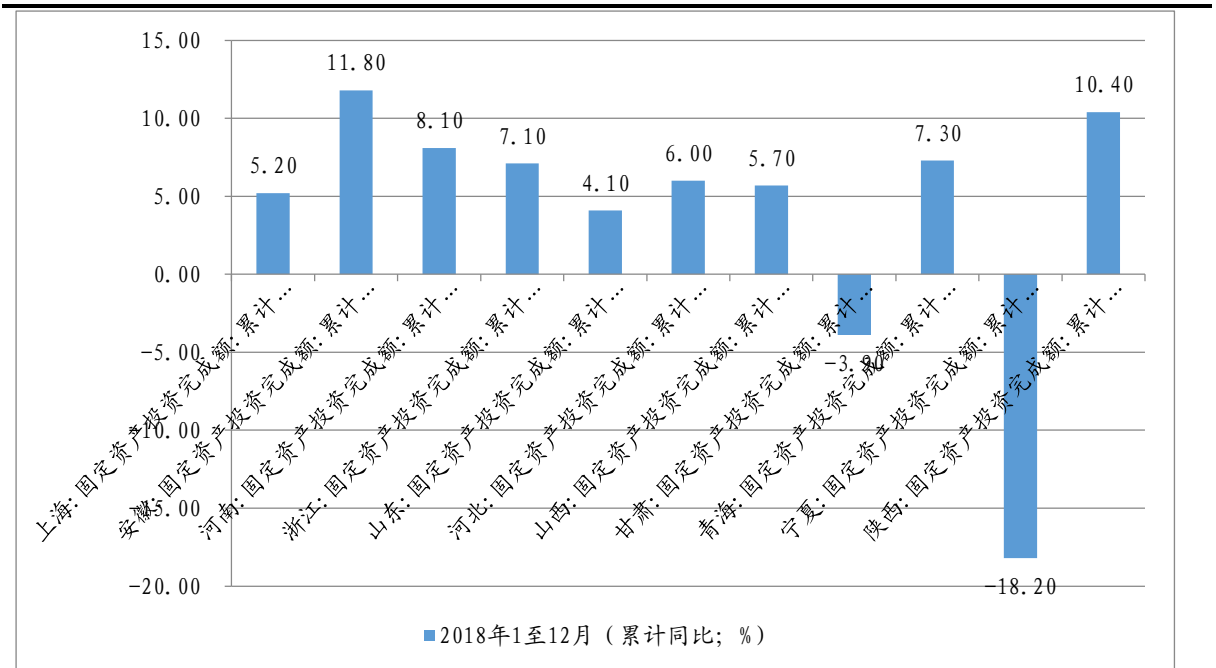
完善渠道管理、搭建全国化市场，两大白酒在全国市场中，尤其在华东和华南市场的占有率快速提升，对其他品牌的高端酒形成强势挤压。全国化的市场空间仍然很大，是五粮液和泸州老窖未来最重要的增长源之一。

- **中端白酒显示出消费刚性和升级势头。**我们以安徽省为例，春节期间省内百元以下的白酒销量出现下滑；100至200元的白酒消费支撑力极强；100元以上的白酒市场增长很快，三种价格现象勾画出基层市场白酒消费升级的路径。此外，省内市场的品牌效应日益突出，市场向古井贡、洋河、口子窖等快速靠拢，杂牌的上架率越来越低。安徽省的白酒市场景气度高与当地经济的高增长有关，有一定的特殊性。考虑到其他省份如河北、山西、河南和江苏的经济增长也不错，那么以安徽为范本，江苏的洋河和今世缘、河北的老白干、山西的汾酒也应该有类似的销售刚性和升级潜力。比如，古井贡产品系列中的古8，终端价格定位250至300元，在安徽省内市场长期高增长，春节期间增长再次超过50%。参照古8在安徽的销售增长，老白干的十八酒坊、今世缘、汾酒等定价相当的产品，2018年和2019年一季度在各自省内市场的增幅应该普遍超过20%，甚至30%。此外，地方的投资增长对白酒消费有着积极正面的作用，2019年地方基建投资有望较高增长，对区域性的白酒的高增长形成支撑。
- **次高端白酒对渠道的费用投入持续加大，市场竞争激烈，二级市场的投资逻辑不清晰，市场参与者对次高端白酒的担忧也较大。**
- **对白酒上市公司而言，春节期间的销售占全年的30%至40%，春节期间的销售增长对全年的增长有奠基作用。**根据春节期间的情况，如果第二季度渠道库存消化良好、动销正常，白酒上市公司的2019年全年销售增长保持在10%至20%区间问题不太大。叠加上年白酒提价，2019年优质白酒上市公司的业绩增长——虽然减速，但是可控。
- **投资策略：**对于可能的白酒板块业绩减速，2018年第四季度二级市场的下跌已经充分地反映和预期。2018年11月，在我们发布的投资策略报告中，白酒板块是最重要的投资标的，当时的板块具有较大的投资价值。但是迄今，板块涨幅已经超过20%，当前估值23倍，往下的六个月白酒板块能不能给予市场持续的回报？我们这么看待这个问题：目前白酒板块的估值已经23倍，相比上年第四季度，估值的吸引力已经大为减小，也明显高于当前其它的可比板块如啤酒、软饮、肉制品。我们认为，“黄金十年”里动辄30倍的估值已经不适合当今的行业和市场，白酒板块的估值中枢已经下沉至20至25倍的区间，而且未来还会进一步下降。但是，优质上市公司的业绩将持续小幅增长，由于股价是估值和业绩的乘积，故优质标的的股价每年随业绩小幅上涨，呈现出“小涨幅和小波动”的特征，板块中出现“黑马”的机会变小。我们维持2019年年度投资策略中的白酒组合：**泸州老窖、水井坊、山西汾酒、老白干酒、古井贡酒**；并在组合中加入**五粮液和今世缘**。五粮液的估值被弱势管理错杀，如果公司的营销改造能够有效，公司的估值中枢有望抬升；今世缘在省内的增长很快，未来有望

成为苏酒中的“古井贡”。

风险提示：地方预算内收入增长减速，在“降税减费”的背景下，有可能提高白酒行业的税率。

图 1: 各省份固定资产投资增速 (2018 年 1 至 12 月; 累计同比; %)



资料来源: 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。