

高端酒确定性强，次高端分化加剧，区域龙头表现优秀



—秋季糖酒会反馈&思考

事件：本周秋季糖酒会在天津顺利召开，本次糖酒会市场情绪较春季糖酒会平淡，在参与了市场调研及论坛后，我们整理了相关信息反馈如下：

❖ 高端酒确定性强，大众酒分化加剧，行业整体增速或将放缓

本轮白酒周期呈现以下特点：

1、主力消费人群为商政务消费，消费基础较为扎实使得消费场景风险较小，酒企普遍加强对库存管理，渠道库存周期性减弱使得库存风险较小，在宏观经济增速放缓、白酒行业规模不断增长且基数较大的背景下，行业整体增速或将放缓；

2、高端酒方面，消费升级推动白酒价位带上移，茅台价格的提升为五粮液打开提价空间，泸州老窖则采取价格跟随策略，由于高端酒终端动销良好且库存处于合理水平，业绩确定性高；

3、次高端酒竞争加剧，面临高端酒降价及地产酒提价导致的价格带萎缩风险；

4、区域龙头受益于消费升级，整体表现优秀，其中拥有多个价格带强势单品、省内市场根基稳固、具有外延扩张能力的区域龙头酒企有望通过进一步提价与次高端酒进行竞争。

❖ 贵州茅台业绩确定性强，全年业绩无忧

贵州茅台前三季度直营放量整体不及预期，预计公司在19Q4放量后直营渠道均价及收入将增长显著，同时据经销商反馈公司四季度将提前执行明年配额，公司全年业绩无虑。批价方面，中秋国庆后飞天茅台批价从2600回落至2200元的原因除了直营落地、加大监管力度外，黄牛及少部分经销商出于恐慌心理大量抛售也为重要因素，茅台目前批价逐步回暖，但随着直营的相继落地，批价或将再次健康小幅回落。我们预计茅台短期提价概率较低，主要原因为：1) 明年茅台酒放量+结构升级+直营渠道理顺已能保证公司业绩；2) 公司表示2020年为基础建设年，要“居安思危，行稳致远”，短期内提价概率较低。

❖ 五粮液享价格带让出红利，泸州老窖表现稳健

五粮液今年受益于茅台价格带让出，8代顺利上市，市场整体接受度较好，目前五粮液批价稳定在920-940元左右。节后五粮液批价从980元左右回落至920-940元左右主要原因为：1) 前期控货使得价格稳定在高位；2) 中秋节前五粮液大量发货，部分货被低价销售至非官方渠道；3) 茅台批价下滑。此外，五粮液于本月底将打款完毕，预计11月将结束发货工作，12月或将提前执行2019年计划。2019年公司在产品、渠道、营销等方面加大改革力度的背景下，实现量价齐升，随着公司改革红利不断释放，全年业绩目标实现概率较大。

泸州老窖目前国窖1573批价为880-900元左右，公司今年采取价格跟随策略，

📄 证券研究报告

所属部门 股票研究部
报告类别 行业动态
所属行业 食品饮料
报告时间 2019/10/25

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaoqian@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

通过点状控货方式来逐步提价，实现量价齐升，公司全年业绩确定性较强。

❖ 次高端酒竞争激烈，分化加大

次高端酒在竞争加剧的同时还面临高端酒价格下跌、区域龙头提价带来的需求替代风险，行业分化逐步加大。

汾酒：今年汾酒实现量价齐升，库存良好。价格方面，汾酒批价较年初提升明显，目前 20 年产品批价约为 350 元，终端价约为 400-450 元；30 年产品批价接近 600 元，终端价约为 630-640 元，受益于量价齐升、不断进行全国化，公司今年整体业绩向好，预计明年将延续今年良好趋势。

酒鬼酒：酒鬼系列增速放缓，内参增长显著。今年内参增长明显，5 亿业绩目标实现概率大，而酒鬼酒增速放缓，主要原因为：1) “酒鬼”名限制其使用场景的开拓；2) 馥郁香型较为小众；3) 因动销不及预期而停货。

水井坊：目前公司仍处于品牌投入期，预计未来费用率有望下降。库存方面，目前渠道库存预计整体高于 2 个月，较去年同期高，由于终端动销速度下降，湖南、广东、江苏等主要市场收入增速放缓。

❖ 区域龙头受益于消费升级，表现优秀

在多个价格带拥有大单品、省内市场根基稳固、省外市场稳步拓展的区域龙头企业表现优秀。

洋河：洋河今年在多方面进行调整：1) 对招商要求更为严格；2) 对经销商利润环节进行更为合理的分配；3) 调整刚性考核指标，将考核重点放至市场秩序及价格。自 6 月至今洋河未强调打款要求及考核要求，经销商重点任务在于去库存及提价，厂商沟通逐步顺畅，目前库存将至 2 个月左右，动销良好，批价小幅提升，预期明年改革成效将逐步显现。

今世缘：批价稳定增长，四开批价从 375 元提升至 390 元，对开批价约为 250 元，动销良好。库存方面，目前省内库存 1.5-2 个月左右，较同期略高，预计年底能消化完毕。受益于消费升级及渠道深耕，省内市场近年来持续实现高增长，同时公司制定了省外市场连续五年连年翻番的目标，预计公司明年仍将保持良性增长。

古井贡：古井贡已在双节后接近完成全年业务，去年开始实行的省内扁平化运作效果较好，市场份额提升明显。在消费升级的背景下，古 8 增长明显，献礼向古 5 逐步过渡，在古 8 及古 5 在省内的地位持续巩固、古 16 及古 20 顺利实现控货挺价的背景下，公司明年发展空间较大。

❖ 风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、渠道动销情况不及预期。

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004