

高端白酒确定性强，销量为明年业绩核心推动力



——白酒行业渠道调研之春节前瞻

❖ 茅台业绩全年无忧，明年仍将维持合理增长

1、明年整体市场判断：高端白酒确定性强

高端白酒的周期性主要受消费场景、渠道库存、宏观周期的影响：1) 茅台和五粮液整体的消费基础稳定，寡头垄断下竞争风险较低，从而消费场景更为安全，实际价格波动不会太大；2) 茅台以团购渠道为主，大商有一定库存，小商几乎没有库存；五粮液渠道库存略超1个月，整体来看茅台、五粮液渠道库存处于正常水平；3) 宏观经济增长持续放缓，考虑到价格端影响较小，虽然经济不景气可能导致销量增速趋缓，但整体来看高端白酒的确定性仍较强。

2、茅台明年销量增长将处于10%左右合理区间

在不考虑提价因素前提下，明年茅台收入增长10%左右较为合理；若考虑提价因素，我们预计茅台整体收入增速约为16%，公司仍将保持稳定增长。

3、茅台当前批价以及提价情况

1) 近期茅台批价在2300元/瓶左右，其中北京地区2260元/瓶左右，上海地区略高于2200元/瓶，猪茅批价在2500元/瓶左右，整体批价仍然偏高；2) 从征收环节上来说，若消费税征收环节后移会增加酒企成本，从而上调出厂价，但考虑到明年春节提前，近期要启动明年的经销商打款，整体来看四季度不具备提价条件。

4、茅台将在近期执行2020年1-2月计划量

茅台经销商打款将在本周和下周开始，按照生产线来看，预计打款拿2020年1-2月的货，当然也不排除拿2020年一季度的货。

5、茅台四季度业绩贡献主要来自直营放量

今年经销商权重在60%左右，总量占比相比过去有所下降，其中小商几乎没有库存，大商有一定库存。茅台四季度直营渠道将进一步放量，预计在6000-7000吨水平。

按照四季度整体7000吨左右的发货量来看，存量经销商已经没有计划量，11月销售收入在四季报中的体现只能靠自营渠道。对比经销商渠道969元/瓶，自营店渠道为1499元/瓶，电商和商超渠道均为1399元/瓶，预计公司在四季度放量后直营渠道收入将迅速增长、均价将提升，全年业绩无虑。

6、茅台系列酒有望破百亿

茅台全年系列酒收入规模有望突破百亿。截至10月14日，茅台系列酒已完成全年任务的80%，主因茅台系列酒挤压式增长，增速快于相同价格带产品。此外，大单品习酒1988处于400元的价格带，终端价在500-600元/瓶，习酒去年实现营收56亿，今年营收能达到70多亿。

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	行业动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2019/11/13

👤 分析师

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

👤 联系人

郭晓东
证书编号：S1100119080011
021-68595118
guoxiaodong@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

7、茅台社会库存有所上升，但风险可控

飞天茅台终端指导价为 1499 元/瓶，若考虑通胀因素，5 年以前对应价格大致在 1100 元/瓶左右。本轮白酒景气周期下，飞天茅台终端价上涨至 2500-2600 元/瓶，整体渠道囤货有所加大，不利于茅台品牌的长远发展。作为日常消费品，飞天茅台的消费属性更为重要，整体渠道库存应保持在合理范围内。国内真正 1500-2000 元价格带白酒的消费群体很少，因此飞天茅台的忠实消费群体仅为小部分高端消费者，相对而言价格敏感度很低，质量敏感度更高。

❖ 五粮液全年表现优秀，销量为未来核心推动力

1、五粮液全年表现最优，营销思路更为务实

截至目前，今年白酒行业整体来看五粮液表现最好，公司整体的业绩、资本市场的表现、经销商以及消费者的受益程度均较为突出。

今年五粮液调整营销思路，在以下方面做出了改变：第一，营销心态放弃与茅台酒的领导者之争；第二，策略上比较务实、灵活，在 8 代普五控量挺价的策略下，1618 实现放量，不拘泥于传统的营销思维，针对价格、经销商库存把握较好，五粮液经销商可以长期保持 1 个月的库存水平线。

2、明年销量为业绩增长的核心推动力

白酒行业整体增速放缓，但头部企业增速相对平稳，明年茅台、五粮液增长确定性比较强。从市场角度来看，高端白酒确定性较强，预计明年五粮液整体相对平稳；从公司业绩目标来看，明年五粮液营收增速预计为 20%左右。

对于五粮液而言，营销压力主要来自于明年茅台优化经营思路，基于这个理由，明年五粮液业绩增长主要通过放量来体现，价格的增长在个位数。但只要经销商对五粮液品牌的认可度高，愿意按节奏去打款，明年业绩确定性有保障。

五粮液的成长性，有外因也有内因。茅台本轮提价周期对所有的高端酒企都是机遇，其中五粮液受益最大，而且确实把握住了机会；然后五粮液借势将改革落地，成为业绩向好的催化剂。

❖ 国窖 1573 谨慎提价策略得当，表现较为稳健

1、国窖 1573 库存水平相对较高

国窖 1573 渠道库存相对较高，整体库存水平 2 个月左右。国窖 1573 和五粮液经销商之间重合度较小，打款压力主要是自身对市场的认识、资金使用多少，和品牌之间占用资金相关性不高；此外，从茅台和五粮液资金使用度来看，茅台、五粮液业务重合的经销商占比同样不高，在整个茅台经销商体系中占比不到三成。

2、国窖 1573 销售口径破百亿，谨慎提价策略得当

在上半年高端酒价格周期延续背景下，国窖 1573 通过谨慎提价策略持续放量，渠道进货意愿增强，截止 10 月底，国窖 1573 单品规模已突破百亿（专营公司

口径)。

由于国窖跟进力度不大，今年行业内真正提价的只有五粮液。五粮液大幅提价后，按照历史路径国窖 1573 会采取紧跟提价策略，但是这次五粮液提价 100 元，老窖只是小幅跟进。国窖 8 月初制定的政策前提是对五粮液的预判，五粮液需要通过控量挺价来培育 8 代普五的高端消费氛围。对国窖 1573 而言，好处是提前放量，保障全年业绩高增长；不利因素是品牌价值可能被五粮液进一步拉开。

表格 1. 相关白酒公司估值一览

日期	2019/11/12	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E
600519.SH	贵州茅台	1,199.0	15,061.8	34.3	40.2	46.8	35.0	29.9	25.6
000858.SZ	五粮液	132.7	5,151.7	4.5	5.4	6.2	29.6	24.7	21.4
000568.SZ	泸州老窖	85.0	1,245.0	3.2	4.0	4.7	26.4	21.5	18.1
平均值							30.3	25.3	21.7

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：贵州茅台、五粮液、泸州老窖估值均来自川财证券研究所

❖ 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