

# 白酒之刚需逻辑详解

---

安信证券研究中心 食品饮料团队

首席分析师 苏铖

SAC执业证书编号：S1450515040001

联系人：符蓉

SAC执业证书编号：S1450518060003

2018年7月20日



# 目录

- 地产酒投资逻辑
- 从价格走势看地产酒之春
- 从财务分析角度看地产酒业绩释放
- 从风险考量角度，刚需逻辑成为今年白酒投资主线

■ 风险提示：经济下行，白酒动销不及预期

## SECTION 1

---

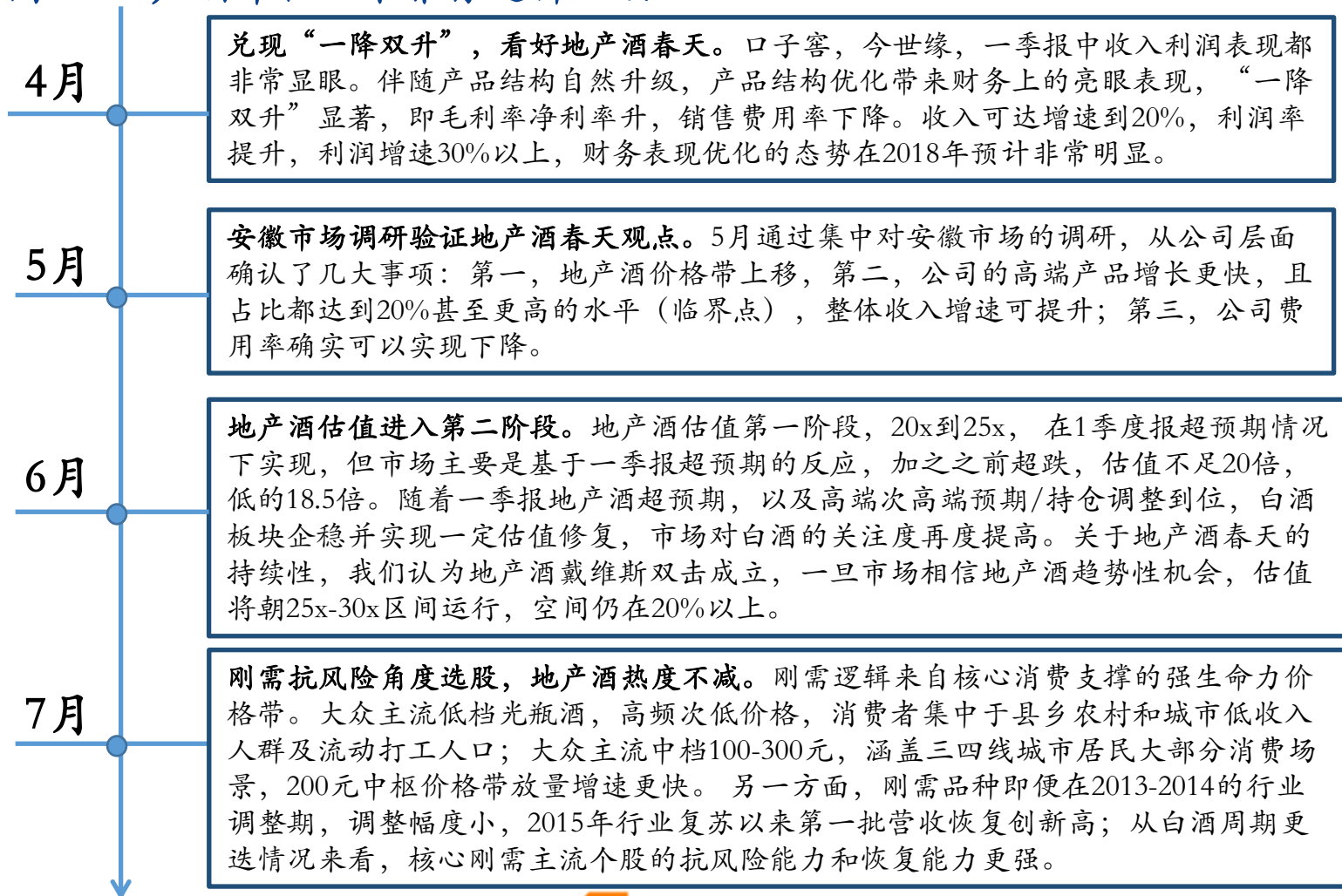
### 地产酒投资逻辑

- 安徽典型市场调研验证地产酒消费升级，价格上移
- 兑现“一降双升”，看好地产酒业绩弹性
- 地产酒估值进入第二阶段
- 刚需抗风险角度选股，地产酒热度不减



# 1.地产酒推荐脉络

图1：地产酒年初以来推荐逻辑回顾



资料来源：安信证券研究中心

## SECTION 2

---

### 地产酒之春

- 价格升级，主流价位带上移
- 结构升级，优化明显



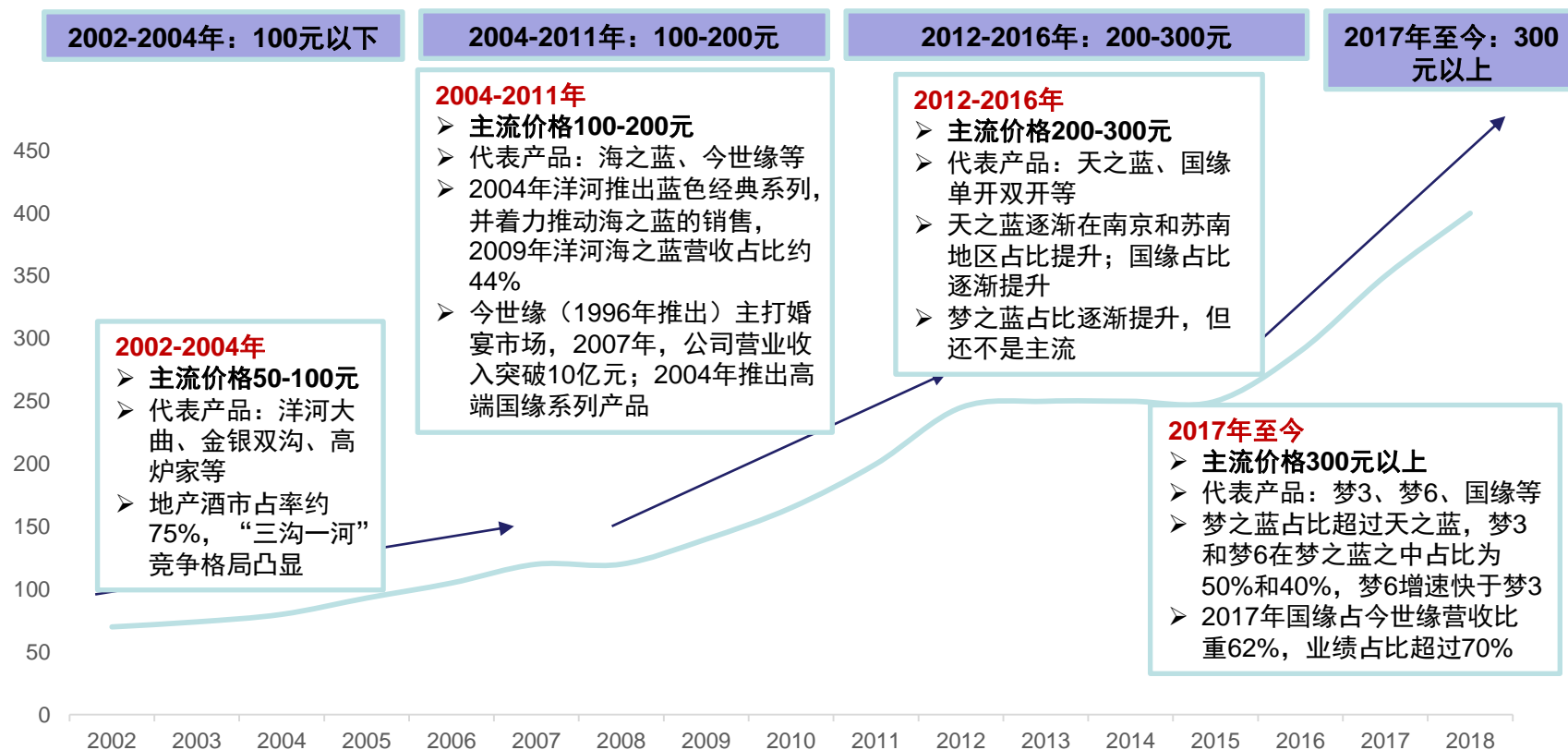
## 2.1 地产酒之春——价格升级

### 江苏省白酒主流价位带上移，达到300元以上

2017年以来300元以上价位段成为主流，梦3、梦6、国缘占比提升显著。

省会和苏南消费价位段较高，部分地区主流价位段上升到400元。

图2：江苏省白酒主流价位带的变迁



资料来源：安信证券研究中心

## 2.1 地产酒之春——价格升级

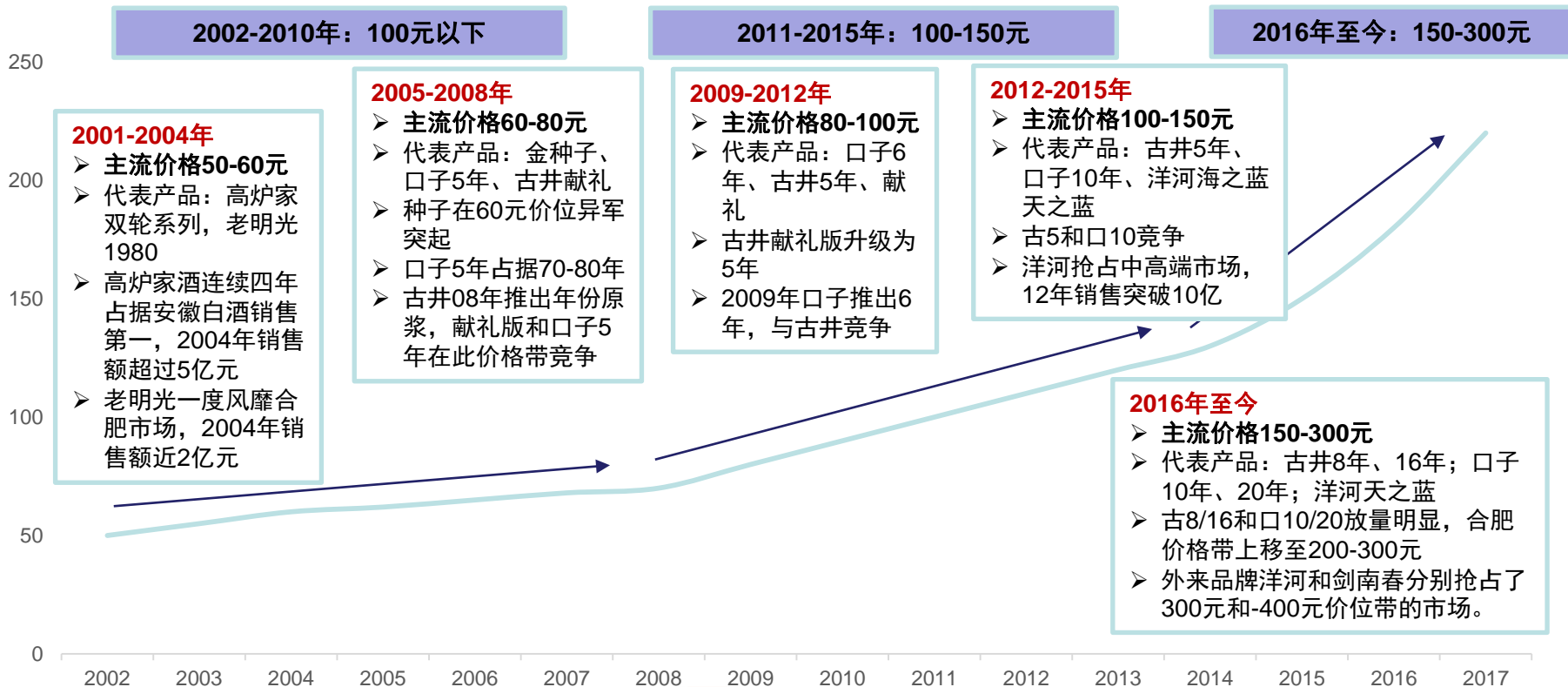
### 安徽省白酒主流价位带上移，达到200-300元

2016年以来200-300元价位段放量明显，古8以上、口子10年以上占比提升显著。

合肥的示范效应显著，目前200-300价位段再向三线城市扩散。

(根据调研：2018上半年安庆地区古8以上增速60-70%，占比从7%提升至11%)

图3：安徽省白酒主流价位带的变迁

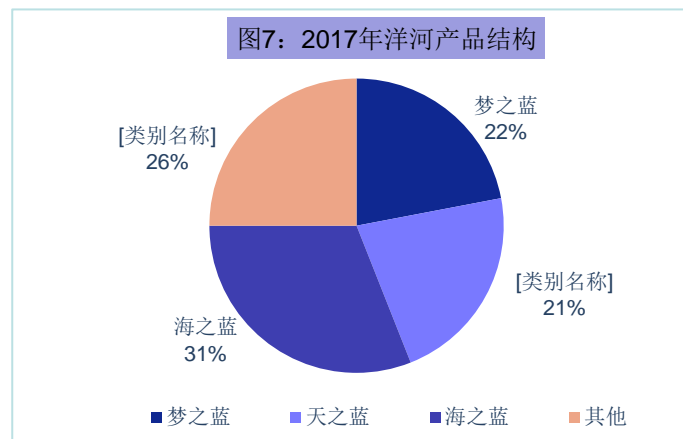
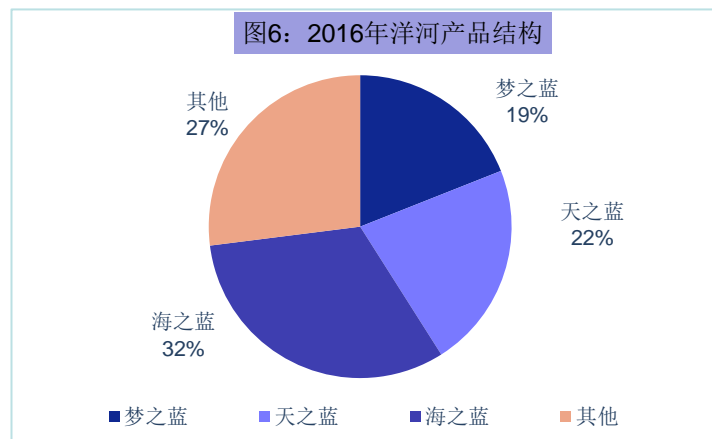
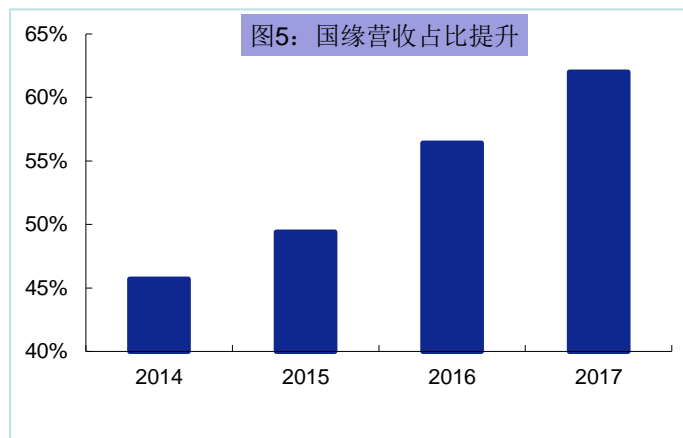
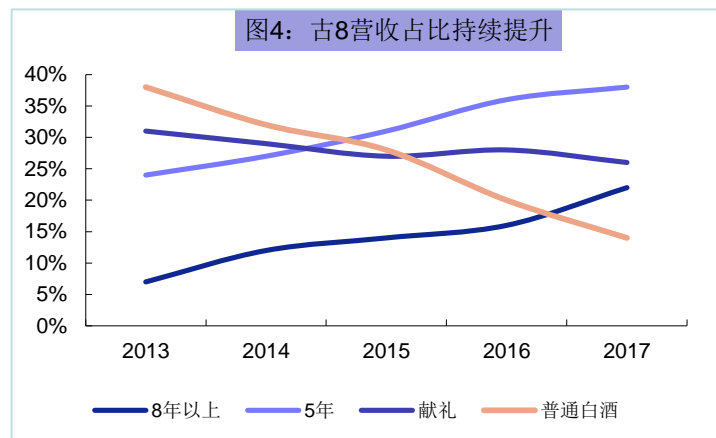


资料来源：安信证券研究中心

## 2.2 地产酒之春——强势地产酒结构升级明显

以江苏市场为例：主流价格带升级至300元以上价格带，国缘，梦之蓝在营收中占比提升。

以安徽市场为例：主流价格带升级至150-300元价格带，古8、古16/口10、口20占比持续增长。2018年一季度古井8年以上产品占比超过20%。





## SECTION 3

---

# 从财务分析角度看地产酒投资逻辑

- 安徽省白酒收入增速提升
- 半封闭市场，销售结构优化贡献逐渐成为核心
- 报表兑现“一降双升”，增强信心



## 3.1 看好地产酒——从财务上分析

- 安徽省白酒消费升级，使得龙头品牌份额不断提升，品牌和价格带弱勢的企业如金种子酒，份额持续下降。
- 财务方面，地产酒收入增速开始提速。古井贡酒在13-17年收入增速都是15%以下，今年就基本上到了18%，二季度还会继续上升，二季度收入应该是30%增速的高水平。口子窖在去年已经有所表现，尤其是去年四季度和今年一季度都维持了一个较高增速。洋河也很明显，收入增速从15%以下上升至25%，今年全年预期是25%。

表1：安徽主要白酒上市公司收入增速比较

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
古井贡酒	26.9%	9.1%	1.5%	13.0%	14.5%	15.8%	17.8%
迎驾贡酒	16.1%	1.2%	-12.8%	-1.1%	3.8%	3.3%	11.9%
口子窖	19.8%	-2.4%	-7.7%	14.4%	9.5%	27.3%	21.0%
金种子酒	30.0%	9.3%	-0.3%	-16.7%	-16.9%	-10.1%	-11.6%
洋河股份			-2.3%	9.4%	7.0%	15.9%	25.7%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 3.2 看好地产酒——从财务上分析

- 半封闭市场，销售结构优化贡献逐渐成为核心。
- 古井贡酒 2017年销量增长2.94%，收入增长16.1%，即结构优化和提价贡献占比很高。口子窖2017年销量增长16.4%，收入增长27.6%，均价上移贡献也很明显。
- 尤其值得注意的是，口子窖的量增速很快。

表2：口子窖和古井贡酒的价格和结构贡献

口子窖	销量 (吨)	增速	营收 (亿元)	增速
高档白酒	25446.24	28.59%	33.37	30.79%
中档白酒	2976.79	-11.05%	1.2357	-5.81%
低档白酒	4515.67	-12.71%	0.8829	-10.48%
合计	32938.7	16.36%	35.4865	27.60%
价格和结构贡献				9.66%
古井贡酒				
酒类业务	84034.04	2.94%	68.22	16.10%
价格和结构贡献				12.78%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 3.3 看好地产酒——从财务上分析

- 报表兑现增长提速，增强信心。
- 2018Q1兑现了超预期增长，市场对地产酒群体的业绩表现的反应都是正面的，拉开了戴维斯双击的序幕。
- 何谓超预期？超出市场对地产酒“收入15%-20%，利润20%左右增长”的一贯认知。结果，实际的收入虽然是17%、18%，但是接近了20%或已经突破20%，利润是30-50%的增速，高的季度能做到70-80%。
- 对研报保持乐观态度。如果中报一旦确认延续高增长，市场对地产酒的认知将再上一个台阶，预计估值会从25往上到30倍，而且补充一点，估值是上调盈利预测之后的30倍。

表3：部分白酒的收入和利润增速

		2017		20181Q		业绩披露后市场的反应
		收入增速	利润增速	收入增速	利润增速	
地产酒	古井贡酒	15.81%	38.46%	17.80%	42.50%	正面
	口子窖	27.29%	42.15%	21.02%	37.20%	正面
	今世缘	15.44%	18.21%	31.10%	31.79%	正面
参考	洋河股份	15.92%	13.73%	25.68%	26.69%	正面
	山西汾酒	37.06%	56.02%	48.56%	51.82%	正面

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

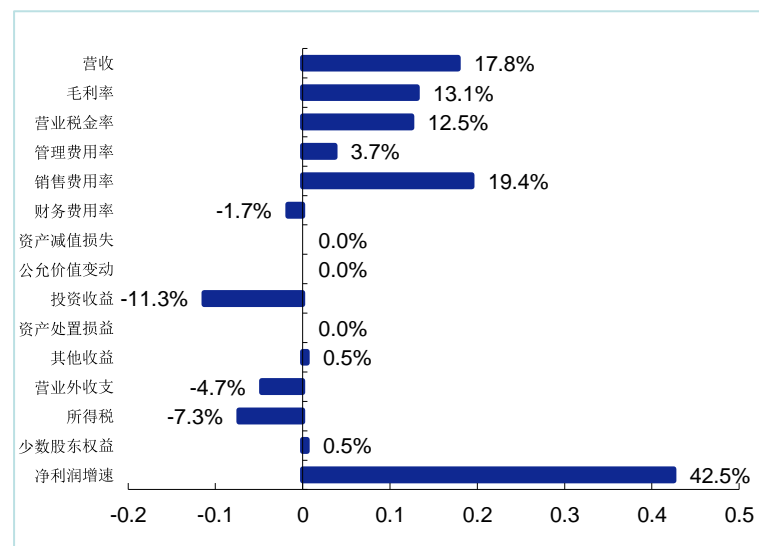
## 3.4 看好地产酒——从财务上分析

- 报表兑现“一降双升”，增强信心
- 毛利率升，费用率降，净利润率升，带来净利润弹性（增速加快，即市场通俗理解的：释放业绩，盈利改善）

表4：地产酒龙头的“一降双升”情况

		2017Q1	2017	2018Q1	同比增速
古井贡酒	毛利率	77.65%	76.43%	79.73%	2.08%
	销售费用率	34.11%	31.14%	31.01%	-3.10%
	净利润率	18.76%	16.49%	22.70%	3.93%
口子窖	毛利率	72.80%	72.90%	74.74%	1.94%
	销售费用率	10.09%	8.85%	8.88%	-1.21%
	净利润率	31.66%	30.91%	35.90%	4.23%
今世缘	毛利率	74.01%	71.76%	74.37%	0.36%
	销售费用率	14.13%	14.48%	14.53%	0.40%
	净利润率	33.90%	30.29%	34.13%	0.23%
洋河股份	毛利率	61.23%	66.46%	74.79%	13.55%
	销售费用率	6.68%	11.99%	6.31%	-0.37%
	净利润率	36.15%	33.27%	36.44%	0.29%

图8：古井20181Q净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## SECTION 4

---

### 刚需逻辑成为白酒投资主线

- 刚需的第一个层面——低档，高频次，低价格
- 刚需的第二个层面——大众主流中档，100-300元价位带
- 刚需的第三个层面——核心高端刚需：茅台
- 刚需——调整幅度小，新高时间早。



# 4.1 刚需逻辑成为白酒投资主线

刚需的第一个层面——低档，高频次，低价格

- 从老村长到红星、牛栏山二锅头
- 从顺鑫2017年数据看，北京以外白酒业务增速大幅高于20%；
- 地产名酒价格带上移，注重品牌提升，退出低档酒市场，全国化品牌，成本优势企业进入
- 低端市场的品牌化，集中度提升

表5：顺鑫牛栏山白酒北京以外市场获得高速增长

单位：万元	2013	2014	2015	2016	2017
白酒业务	3743.71	4120.14	4647.9	5204.26	6450.68
增长		10.1%	12.8%	12.0%	23.9%
其他业务	5328.65	5360.52	4989.52	5992.97	5283.16
增长		0.6%	-6.9%	20.1%	-11.8%
北京地区	6916.67	6336.39	6487.82	6727.88	6335.89
增长		-8.4%	2.4%	3.7%	-5.8%
外埠	2139.73	3126.25	3125.19	4433.17	5361.14
增长		46.1%	0.0%	41.9%	20.9%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 4.2 刚需逻辑成为白酒投资主线

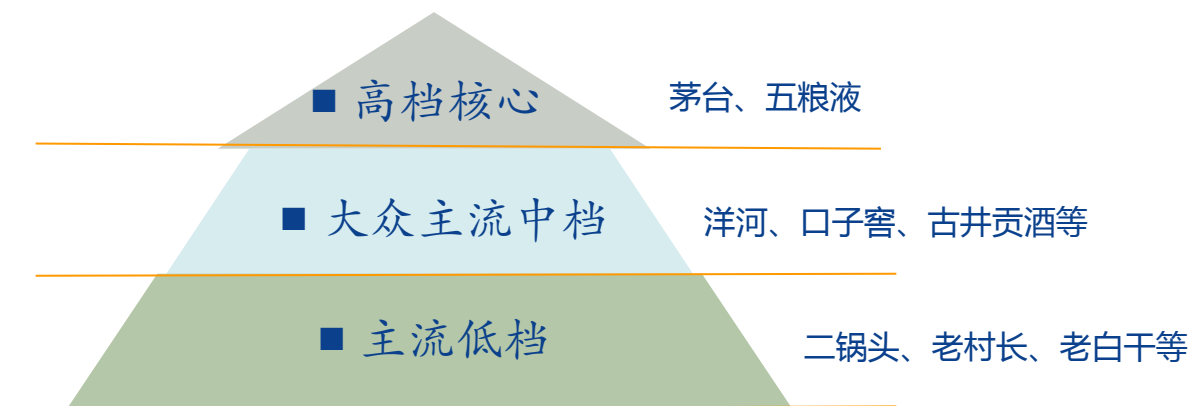
刚需的第二个层面——大众主流中档，100-300元价位带

- 不以一二线城市为研究，因为在这些城市消费端为主生产酒较少，所以没有地产酒的升级逻辑
- 以三、四线城市为核心研究对象，100-300元成为核心价格带，全场景消费，销量泡沫低，价格带中枢上移，且不可逆。

刚需的第三个层面——核心高端刚需：茅台

- 第一个层次：茅台有最核心的高端消费人群。核心消费者只忠实于茅台。
- 第二个层次：茅台的投资需求也是刚需。2012年2000元左右买的茅台现在是2600-2800元，茅台的投资刚需不分淡旺季。

图9：刚需逻辑的三个层面



资料来源：安信证券研究中心



## 4.3 刚需逻辑成为白酒投资主线

刚需——调整幅度小，新高时间早。

- 2012年大家是白酒销售收入高点，13-14年白酒行业步入调整期，有的企业调整幅度较小，15年又较早创新高，其中包括哪些标的呢？顺鑫农业、古井贡酒、老白干酒、贵州茅台、口子窖。

表6：2015年酒业收入同2012年比较

单位：亿元	公司简称	2012	2015	2015年/2012年
000860.SZ	顺鑫农业	32.4	46.5	143.50%
000596.SZ	古井贡酒	40.5	51.2	126.50%
600559.SH	老白干酒	15.9	19.8	124.70%
600519.SH	贵州茅台	264.6	326.5	123.40%
603919.SH	金徽酒	9.8	11.8	121.20%
600197.SH	伊力特	15	15.8	105.20%
603589.SH	口子窖	24.8	25.4	102.50%
603369.SH	今世缘	25.7	24	93.40%
002304.SZ	洋河股份	170.3	153.2	89.90%
603198.SH	迎驾贡酒	30.3	26.7	88.20%
000858.SZ	五粮液	261.3	203.5	77.90%
600199.SH	金种子酒	20.7	15.1	72.60%
600809.SH	山西汾酒	64.4	40.8	63.40%
000568.SZ	泸州老窖	112.8	65.7	58.20%
600702.SH	沱牌舍得	17.6	9.6	54.70%
000995.SZ	*ST皇台	1.2	0.6	50.60%
600779.SH	水井坊	16.2	8.1	49.90%
000799.SZ	酒鬼酒	16.5	5.9	36.00%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 4.4 刚需逻辑的双保险

- 刚需选股和今年涨幅好的股重合度高，表现出刚需选股的有效性。
- 推荐的仍是一季报和中报里领衔行情的地产酒，三季报有可能继续由地产酒领导。一段时间内，地产酒仍是优选。核心推荐洋河、口子窖、古井、今世缘、伊力特。

表7：主要上市酒企股票市场行情

代码	简称	现价(元)	年初至今	市盈率
000860.SZ	顺鑫农业	42.31	121.33%	55.1
000596.SZ	古井贡酒	96.95	49.31%	42.5
603369.SH	今世缘	21.73	41.81%	30.4
603589.SH	口子窖	61.54	35.33%	33.2
600779.SH	水井坊	56.60	20.94%	82.4
002304.SZ	洋河股份	136.00	20.41%	30.9
600809.SH	山西汾酒	64.47	13.13%	59.1
603198.SH	迎驾贡酒	18.37	8.20%	22.0
600519.SH	贵州茅台	742.43	7.95%	34.4
600197.SH	伊力特	24.58	4.95%	30.7
600559.SH	老白干酒	20.79	-5.38%	84.7
000858.SZ	五粮液	74.04	-5.58%	29.7
603919.SH	金徽酒	16.61	-6.84%	23.9
000799.SZ	酒鬼酒	24.41	-10.44%	45.0
000568.SZ	泸州老窖	57.47	-11.09%	32.9
002646.SZ	青青稞酒	12.62	-16.62%	-60.3
600199.SH	金种子酒	6.17	-19.64%	418.7
600702.SH	舍得酒业	33.91	-27.33%	79.7

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表8：核心推荐的净利润增速预测和评级

	2018E	2019E	2020E	投资评级
洋河	28%	23%	22%	买入-A
口子窖	34%	25%	19%	买入-A
古井贡酒	37%	30%	29%	买入-A
今世缘	29%	27%	22%	买入-A
伊力特	23%	25%	21%	买入-A

资料来源：安信证券研究中心

# 相关报告

- 《【安信食品】洋河股份：梦之蓝有望再度掀起蓝色旋风》 20180615
- 《【安信食品|深度】地产酒系列深度2——口子窖：徽酒龙头，进入加速升级窗口期》 20180522
- 《【安信食品|深度】地产酒系列深度3——古井贡酒：徽酒龙头，进入“结构上行，费用下行”黄金期》 20180615
- 《【安信食品|深度】地产酒系列深度4——今世缘：聚焦国缘，步入黄金发展期》 20180621
- 《【安信食品|深度】地产酒系列深度5——伊力特：提价破冰，改革提升价值》 20180714

# 公司评级体系

## 收益评级:

- 买入 — 未来6-12个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6-12个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6-12个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6-12个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6-12个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

## 风险评级:

- A — 正常风险, 未来6-12个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险, 未来6-12个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

# 分析师声明

## ■ 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，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

# 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

# 公司地址

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034