

高端酒一季度业绩受控量保价影响不容乐观

行业简报

◆控量保价策略没有解决渠道和市场需求问题:

茅台、五粮液和泸州老窖国窖的控量保价策略没有解决下游的需求和渠道利润问题，一季度五粮液和老窖的回款增长压力较大。

近期茅台批发价格控量后保持在 830 元，团购价 860-880 元，控量措施以及缺乏对渠道明确的政策支持，经销商打款进货以及市场开发力度明显减弱，目前经销商整体运营重心可能逐步偏离，提升盈利能力。

五粮液由于 2015 年的价格定位于 609 元的出厂价格以及 569 元左右的底价，渠道力继续下降，短期的批发价格提升 50 元主要源于供给不足和旺季效应，经销商延迟打款发货较为明显。

泸州老窖国窖跟随茅台和五粮液控量保价提升了国窖市场边缘化风险，其 620 元的团购目标价销售销售难度极大，目前价格为 580 元。

◆有别于大众的观点：高端酒需要降价放量，等待一线酒策略调整。

1、高端酒的控量保价措施的外部环境已经不支持，企图价格稳定带动需求提升的消费对象并不买账，只有继续降价带动消费群扩容才能支撑渠道向大商和互联网转移，否则市场改革难以推进。

2、预期茅台五粮液和老窖的价格会在 2 季度下调，以相互竞争挤压份额，打破短期价格默契。

3、洋河梦之蓝、剑南春等优势品牌的放量，同时互联网使得价格透明度加大，一线酒价格下移较为确定，以量换价是长期的增长逻辑。

◆一线酒一季度估值提升缺乏基本面支撑，依赖大盘，难度加大:

重点推荐顺鑫农业和洋河股份，整个行业面临的价格压力和销量增长压力在 2015 年将更为明显。

◆风险分析:

如果 2015 年度经济环境进一步恶化，一线酒的下滑风险较大。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			13A	14E	15E	13A	14E	15E	
000860	顺鑫农业	20.97	0.35	0.74	1.06	60.5	28.2	19.7	买入
600519	贵州茅台	178.08	13.25	12.59	13.00	13.4	14.1	13.7	买入
002304	洋河股份	75.60	4.65	4.57	5.34	16.3	16.5	14.2	买入
000596	古井贡酒	32.78	1.24	1.25	1.42	26.5	26.3	23.1	买入
000858	五粮液	22.11	2.10	1.56	1.67	10.5	14.1	13.2	买入
600199	金种子酒	10.86	0.24	0.22	0.35	45.2	49.1	30.7	买入
600809	山西汾酒	21.12	1.11	0.75	0.88	19.0	28.0	23.9	买入
600597	光明乳业	17.43	0.33	0.47	0.69	52.8	36.9	25.4	买入
600305	恒顺醋业	18.30	0.13	0.27	0.39	141.0	68.3	46.5	增持
000568	泸州老窖	18.66	2.45	1.16	1.24	7.6	16.8	15.7	增持

买入 (维持)

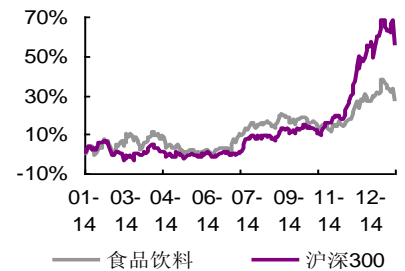
分析师

邢庭志 (执业证书编号: S0930513030001)
021-22169078
xingtz@ebsec.com

联系人

左勇
021-22169049
zuoyong@ebsec.com

行业与上证指数对比图



相关研报

- 一季度继续看好顺鑫农业和洋河股份的估值再提升
..... 2015-01-04
- 茅台五粮液控量保价稳定预期，但更利好洋河古井等
..... 2014-12-23
- 四大超低估值白酒龙头全面买入时机已到
..... 2014-12-05

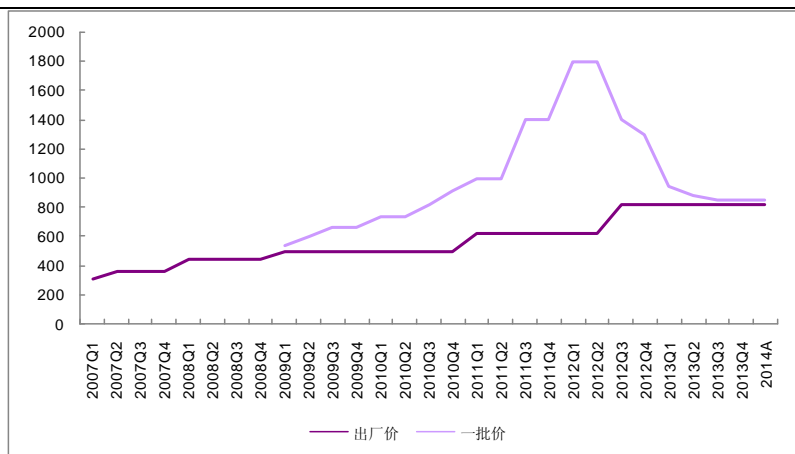
1、高端酒价格依赖渠道调整阶段结束

1.1、茅台五粮液以及国窖出厂价格没有真正调整

茅台五粮液的价格没有真正调整，过去两年的渠道降价带来消费扩容的进程 2015 年基本难以再持续，渠道基本没有再降价的空间，茅台接近倒挂。

过去两年，茅台五粮液的价格调整以渠道的自发调整为主，牺牲经销商集体利益为主，但是即使从品牌力最强的茅台及其经销商来看，进一步调整价格的空间已经极小，2014 年五粮液的经销商调整价格带来的负面效应就是出货量大幅度缩减，这是过去十年五粮液从未有过的现象。

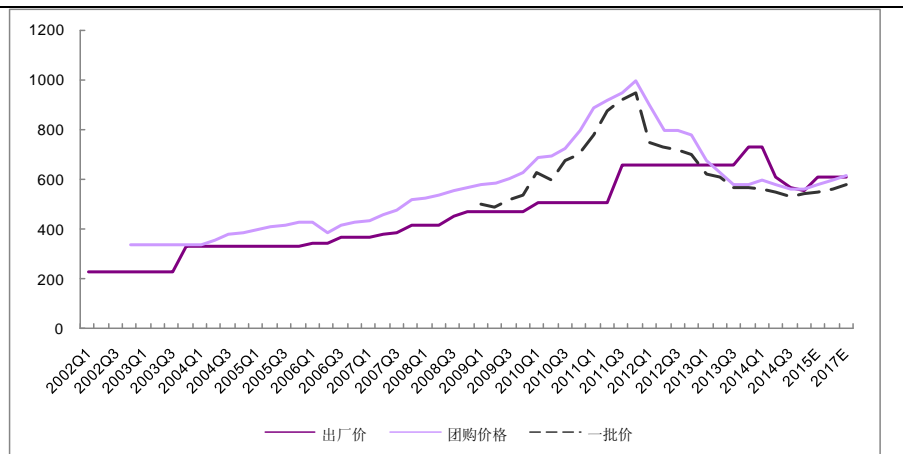
图 1：茅台出厂价格和批发价格价差处于历史低点（元/瓶）



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

高端酒的价格竞争 2013 年并不激烈，主要是五粮液为主进行了适度的渠道补贴，实际上到 2014 年五粮液的补贴加大，实际团购价格回落到 550 元左右。

图 2：五粮液实际出厂价 2013 年开始率先下降保持份额（元/瓶）



资料来源：光大证券研究所

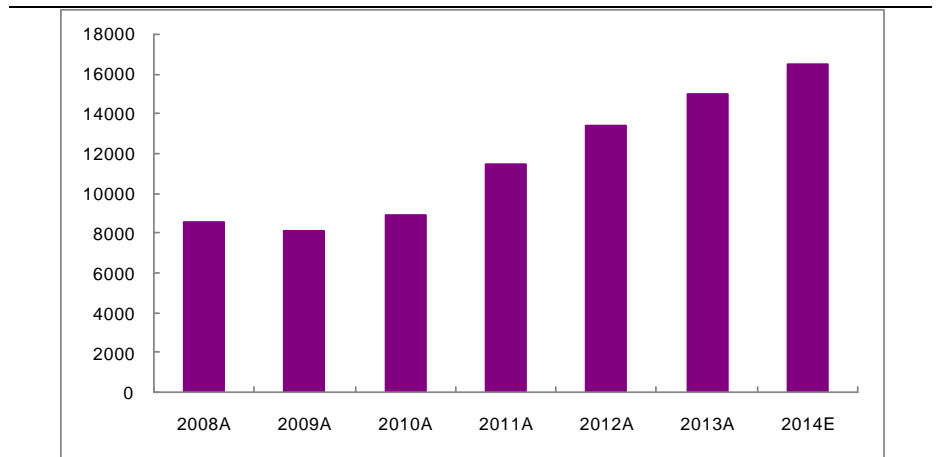
五粮液的价格下降幅度从 3 年的时间来看，出厂价格并没有实质性的大幅度下降，2012 年 30% 的提价均反映在目前的报表中，目前的出厂价格较为模糊，在 555 和 609 之间，依经销商规模而定，经销商对前景不明朗。

短期的批发价格调整反映了渠道进货的意愿大幅度下降，渠道进一步补贴厂家难以维持。

1.2、高端控量保价与大众需求转型相矛盾，迟早要修正

以贵州茅台为例，虽然高端政商下滑较为严重，同时反腐进一步打压高端酒使用频率，其价格的下降较为明显地带动了大众需求的显著提升，从而使得2013-2014年主品牌茅台酒销量保持了稳定，并适度提升。

图 3：茅台酒销量过去两年持续上升到 16500 吨左右（吨）



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

过去两年的渠道降价带来的消费群扩容基本到末路，厂家此刻停止牺牲价格，保持出厂价刚性，那么渠道的转型和消费群的转型难度加大。

2015年三个高端酒龙头的控量保价政策将直接使得需求端难以增长，特别考虑到目前的经济形势，需求的乏力会进一步降低渠道力，即使渠道的单位亏损面有所减少甚至带来局部少量盈利，但是以牺牲销量为代价。

2、一季度是相对高基数，但是缺乏放量政策

2.1、名酒一季度是高基数增长，压力源于价格

一线酒在2014年1季度受到价格的短期效应，出现了短期较为明显的放量，但是2015年相比于2014年1季度，价格下降的弹性变小，经销商的生存更为艰难，同比放量增长的难度更大，渠道利差极低已经不支持经销商进一步加大发货和做市场的动力。

表 1：过去 12 个季度茅台、五粮液和泸州老窖的营收

季度收入 (百万元)	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
贵州茅台(百万元)	6,016	7,248	6,667	6,524	7,166	6,962	7,808	8,986	7,450	6,872	7,397
泸州老窖(百万元)	3,192	2,001	2,817	3,547	3,085	2,171	2,901	2,275	1,565	2,072	1,137
五粮液(百万元)	8,231	6,819	6,077	6,074	8,676	6,844	3,646	5,553	6,720	4,943	3,406

资料来源：iFinD

基数压力相对较小的是泸州老窖，但是考虑到公司的控量保价措施，预期一季度的放量幅度有限，2014年1季度预期在200-300吨，预计2015年在300吨左右，预期四个季度相对均衡，2014年度渠道清库存压力较小。

五粮液1季度的增长基数相对较高，而在2015年1季度，除非发生较大的价格下调，否则短期内经销商的积极性难以大幅度提升，特别是进入春节后的淡季，放量的难度加大。

2.2、一线酒在 2 季度预期被逼调整价格，基本面转好

预期经过一季度的销量压力，茅台五粮液和国窖的价格下调 10-20%将会刺激经销商的进货积极性，

出厂价格下调之后对上市公司带来的影响主要体现在盈利能力和销量上，同时对渠道和消费端将起到深刻的量价刺激。

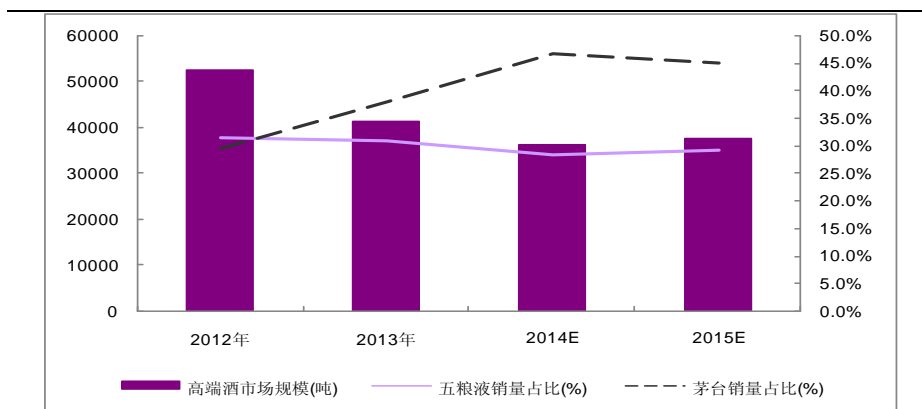
表 2：一线酒的毛利率变化测算

现有品牌	经销商进货价格	毛利率	出厂价格下调 10%	毛利率	出厂价下调 20%	毛利率
茅台	819	94%	737	93.4%	655	92.5%
五粮液	609	91%	548	90%	487	88.8%
国窖	560 左右	88%	504	86.6%	448	85%
梦之蓝 M3	320 左右 (省内)	78% (含消费税), 可比 85%左右		75.5%	256	72.5%

资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

高端酒的价格下降对毛利率的影响相对较小，国窖的价格下降 20%，其毛利率仍然可以达到 85%，相对原有价格，其毛利率下降 3%，相对有限。

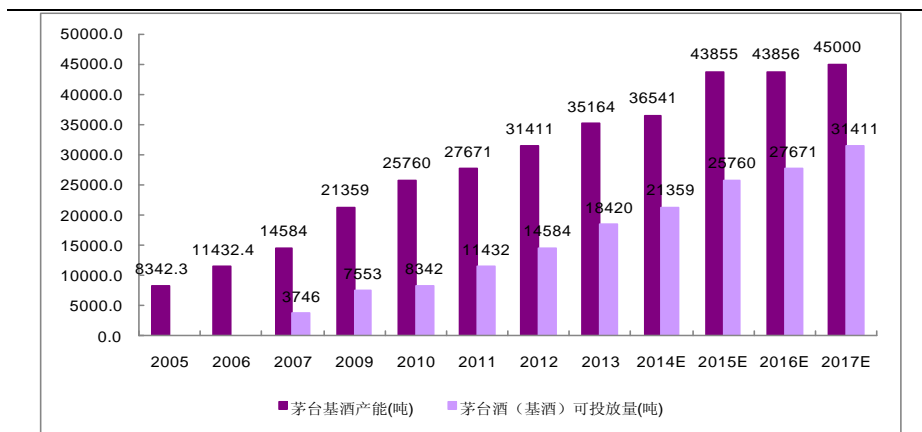
图 4：高端酒销量及茅台、五粮液的占比变化



资料来源：经销商调研 光大证券研究所

名酒的放量空间极大，最为稀缺的茅台，其产能也远超目前的销量。

图 5：茅台酒年度产能能力和可售吨位预测



资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

假设名酒的价格下降 20%，那么名酒的销量增长 20%是可以逐步实现的，大众需求呈现一个明显的金字塔结构，从 2013 年的市场表现来看，大众消费对价格的敏感

表 3：茅台的最新消费结构假设分析

贵州茅台(高低度)	政府相关占比	销量(吨)	销量增速	非政府相关占比	销量(吨)	销量增速	总量(吨)	整体量增长	新增量(吨)
2012 年假设	40.0%	6,458	20.0%	60.0%	9,687	25.0%	16,145	20.0%	2691
2013 年假设	20.0%	3,378	-47.7%	80.0%	13,512	39.5%	16,890	4.6%	745
2014 年假设	9.3%	1,600	-52.6%	90.7%	15,539	15.0%	17,139	1.5%	249
2015 年假设	8.1%	1,500	-6.3%	91.9%	17,093	10.0%	18,593	8.5%	1454
2016 年假设	7.4%	1,500	0.0%	92.6%	18,802	10.0%	20,302	9.2%	1709
2017 年假设	6.8%	1,500	0.0%	93.2%	20,682	10.0%	22,182	9.3%	1880

资料来源：光大证券研究所

茅台的零售价格从 2012 年高峰的 2000 元降低到 1000-1200 元左右，其销量增幅达到 25%，2013 年价格进一步下降到 900-920 元，大众商务和个人销量增幅预期达到 40%，以消化了大量政商务需求的萎缩。茅台到 2014 年，真实的团购价格进一步下降到 860-880 元，大众销量预期增长 15%。

根据茅台披露的整体增长数据，这是相对吻合的假设模型，价格的适度下降将带来大众消费基础的进一步稳固，特别由于中国白酒消费群的价位分布处于典型的金字塔结构，那么适度降价将刺激的是更广泛的消费群。

综合分析判断：

- 1、茅台五粮液等高端酒预期 2 季度开始陆续出台各种降价措施，包括费用补贴、奖励、返点等各种降价手段，殊途同归。
- 2、高端酒降价会直接刺激销量，从过去的降价效果以及渠道的扩展空间来看，销量可以补偿降价带来的短期营收下降。
- 3、高端酒具有品牌的竞争壁垒，降价后挤压更多的次高端消费以及中高端市场。一季度整个高端酒的业绩不容乐观，预期茅台五粮液业绩持平或下滑为大概率事件。

投资建议：

- 1、下调泸州老窖投资评级至“增持”。
- 2、2 季度开始是一个较好的加仓窗口，但是需要等待企业降价的信号。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					13A	14E	15E	13A	14E	15E	13A	14E	15E	上次	本次
600305	恒顺醋业	254	18.30	17.50	0.13	0.27	0.39	141.0	68.3	46.5	10.07	4.31	4.00	增持	增持
600519	贵州茅台	1142	178.08	248.00	13.25	12.59	13.00	13.4	14.1	13.7	4.77	3.88	3.28	买入	买入
600597	光明乳业	1224	17.43	20.70	0.33	0.47	0.69	52.8	36.9	25.4	5.01	4.63	4.15	买入	买入
002304	洋河股份	879	75.60	90.70	4.65	4.57	5.34	16.3	16.5	14.2	4.68	4.02	3.42	买入	买入
000568	泸州老窖	1400	18.66	18.60	2.45	1.34	1.47	7.6	16.8	15.7	2.48	2.45	2.22	买入	增持
000596	古井贡酒	384	32.78	36.40	1.24	1.25	1.42	26.5	26.3	23.1	4.41	3.94	3.50	买入	买入
000858	五粮液	3796	22.11	28.70	2.10	1.56	1.67	10.5	14.1	13.2	2.33	2.13	1.91	买入	买入
600199	金种子酒	556	10.86	11.50	0.24	0.22	0.35	45.2	49.1	30.7	2.78	2.68	2.51	买入	买入
600809	山西汾酒	866	21.12	24.50	1.11	0.75	0.88	19.0	28.0	23.9	4.78	4.38	3.89	买入	买入
000860	顺鑫农业	439	20.97	26.50	0.35	0.74	1.06	60.5	28.2	19.7	3.91	2.25	2.06	买入	买入

资料来源：光大证券研究所

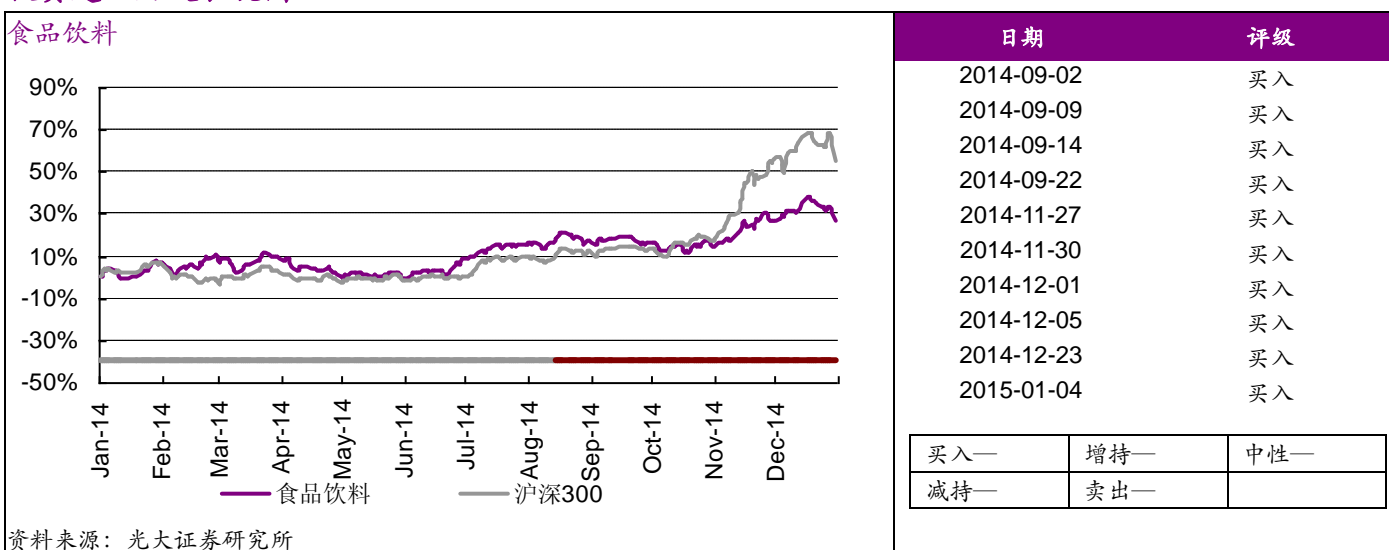
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邢庭志，光大证券研究所食品饮料高级分析师，重点关注酒类、乳业、调味品和健康食品板块。2011-2012年4月任职齐鲁证券食品饮料高级分析师，重点研究酒类、乳业。2007-2010年北京盛初咨询，为公司项目咨询资深合伙人，深度研究服务酒类饮料行业多家知名公司，对酒类饮料等行业的运营盈利模式、产业竞争格局和产品升级模式有深度的洞察和研究框架。合肥工业大学管理学士，上海交大高级金融学院在职MBA。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com