



食品饮料

2016.03.29

名酒增速超越行业，提升渠道盈利成共识

——2016年春季糖酒会调研报告之白酒篇

	闫伟 (分析师)	区少萍 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
	021-38674873	0755-23976861	021-38676186
	yanwei@gtjas.com	oushaoping@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880515080002	S0880115040044	S0880511010015

本报告导读:

本届春季糖酒会我们全程参与，集中调研了茅台、五粮液、老窖、汾酒等酒企或渠道。调整期龙头优势持续显现，增速普遍超越行业；控量、提价以提升渠道盈利成行业共识；区域性白酒寻求直控终端，加强渠道管控。酒类电商仍是热门话题。

摘要:

- **投资建议:** 行业挤压式增长，未来酒企业绩分化，两维度优选标的：1) 持续提升竞争力、努力超越行业增速，或通过并购取得协同效应的龙头，增持泸州老窖、古井贡酒、贵州茅台、洋河股份、山西汾酒；受益标的：五粮液、老白干酒、顺鑫农业；2) 具一定品牌及产品力但经营不善，具并购价值的企业，受益标的：沱牌舍得、*ST酒鬼。
- **行业弱复苏，但龙头增速持续超越行业。** 行业调整期，预计大量规模以下酒企仍为负增长，但挤压式竞争下，龙头公司品牌、产品、渠道优势显现，持续超越行业增长：据糖酒会期间渠道调研，预计春节全国酒水市场约增 5%，而茅台销售约增 10%，五粮液终端销售增 5-10%、Q1 经销商打款完成全年任务 60%，老窖中高端产品增 50%，古井贡酒增 15-20%，洋河增 10%左右。
- **提升渠道盈利，重塑厂商关系成为共识。** 调整期内一批商盈利持续受挤压，经销商队伍出现流失。高端白酒在业绩基本无忧下（2015 年末茅台预收款 83 亿元创历史新高，五粮液预收款 20 亿元创阶段新高、且 2016Q1 已完成全年任务 60%），春糖期间相继提出控量稳价：2016H2 茅台供应量不超 8000 吨；3/26 起普五出厂价提 20 元，且未执行的普五任务量较原计划缩减 20%。我们认为此举有利于改善渠道盈利，并带动行业价格带稳中有升。中档酒一批商普遍追求低毛利、高周转，近期中档酒公司多以提出厂价方式重新分配渠道利润，如洋河对海、天提价 2-4 元；老窖对特曲提价 15%，并提出杜绝压货、定向控货确保稳价；3/19 起青花汾 20 年出厂价提 20 元。
- **全国性、区域性白酒以不同方式提升终端控制力。** 1) 全国性白酒如茅五基本为经销商管控终端，其提升管控力办法为加强监管、调配区域间任务量；2) 区域性白酒差异化直控终端，如老窖持续推进品牌专营模式；山西汾酒有望仿效老窖，对青花汾酒品牌专营；古井贡在上海践行省内直控终端模式等。
- **各酒企情况:** 1) **贵州茅台:** 控量稳价，加大经销商整顿力度；2) **五粮液:** 提价有助改善渠道利润，培育系列酒大单品；3) **泸州老窖:** 聚焦五大单品，持续推进品牌专营；4) **洋河股份:** 推进产品结构升级；5) **古井贡酒:** 供给侧改革排头兵，整合步伐加快；6) **山西汾酒:** 新任管理层有望推动经营改善；7) **水井坊:** 继续重点打造两大单品、四大区域；8) **1919:** 门店可复制性强，与厂商关系持续改善。
- **核心风险:** 宏观经济下行风险；食品安全问题发生的风险。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

相关报告

食品饮料:《春糖开幕在即, 315 继续曝光食品安全问题》

2016.03.21

食品饮料:《食品发展新趋势: 休闲、健康、非转基因》

2016.03.18

食品饮料:《行业调整期酒类龙头主动求变》

2016.03.14

食品饮料:《新老交织, 传统与时尚并肩前行》

2016.03.09

食品饮料:《白酒防御价值显现, 关注两会食品饮料热点》

2016.03.07

目 录

1. 行业弱复苏，但龙头增速持续超越行业	3
1.1. 白酒行业维持低速增长	3
1.2. 龙头竞争优势显现，增速持续超越行业	3
2. 提升渠道盈利、重塑厂商关系成为共识	4
2.1. 目前一批商普遍不盈利，近两年已出现流失	4
2.2. 近期各龙头纷纷以提价、控量等方式寻求提升渠道盈利	5
3. 全国性、区域性白酒不同方式提升终端控制力	6
3.1. 全国性白酒：加强监管，调配任务量	6
3.2. 区域性白酒：差异化方式追求直控终端	7
4. 各酒企情况：稳价，聚焦单品，直控终端	7
4.1. 贵州茅台：控量稳价，加大经销商整顿力度	7
4.2. 五粮液：提价有助改善渠道利润，培育系列酒大单品	7
4.3. 泸州老窖：聚焦五大单品，持续推进品牌专营模式	8
4.4. 洋河股份：继续推进产品结构升级	8
4.5. 古井贡酒：供给侧改革排头兵，整合步伐加速	9
4.6. 山西汾酒：新任管理层有望推动经营改善	9
4.7. 水井坊：继续重点打造两大单品、四大区域	9
4.8. 壹玖壹玖：创新与酒企合作模式，门店数量保持高速增长	10
5. 投资建议：增持白酒龙头	11
6. 核心风险	12
图 1: 2015 年白酒行业收入维持低速增长	3
图 2: 2015 前三季白酒板块收入、净利润增长 6%	3
图 3: 预计中档白酒收入规模约 3000 亿元	4
图 4: 白酒行业 CR4 处于较低水平	4
图 5: 2015 年前三季度多家企业实现超越行业增长	4
图 6: 53 度飞天茅台出厂价与一批价接近	5
图 7: 52 度五粮液一批价倒挂已久	5
图 8: 国窖 1573 一批价倒挂已久	5
图 9: 2015 年银基集团盈利水平仍处历史低点	5
图 10: 行业调整期，白酒板块盈利水平基本未受影响	5
图 11: 古井贡酒 37℃ 毫菊新品	10
图 12: 水井坊井台瓶与臻酿八号定价	10
表 1: 白酒行业相关公司盈利预测及估值表	12

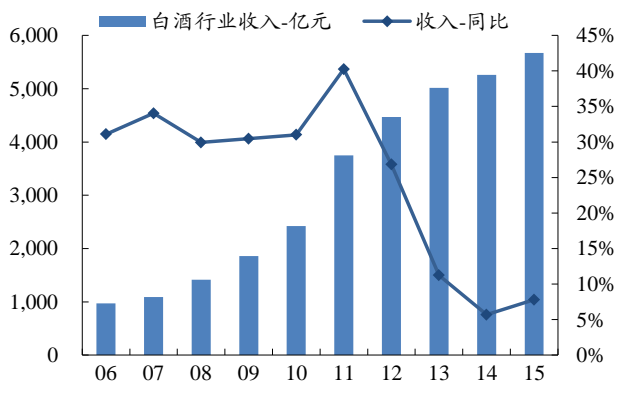
1. 行业弱复苏，但龙头增速持续超越行业

1.1. 白酒行业维持低速增长

据统计局数据，预计 2015 年白酒行业收入规模约 5600 亿元、同比增长约 7%，而统计局统计口径为年产值 2000 万元以上规模企业，预计大量的规模以下企业收入负增长，实际上的白酒行业增速应更低、或基本为零增长。从白酒板块来看，2015 年前三季度收入和净利润均增长 6%。

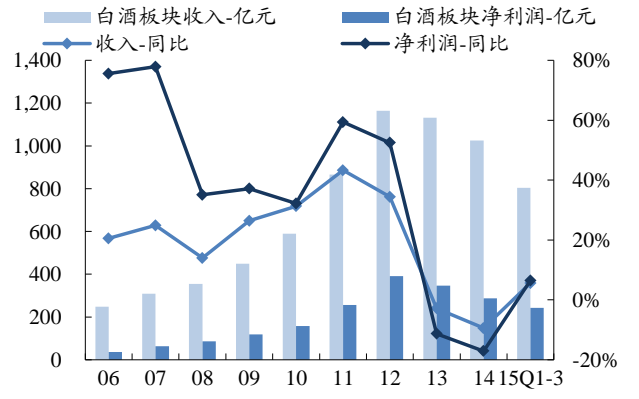
据渠道调研，2016 年春节期间华东地区酒水市场收入增速为 10% 左右，考虑到华东经济发展较好、人口净流入，预计全国酒水市场收入增速应在 5% 左右甚至更低。

图 1: 2015 年白酒行业收入维持低速增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 2015 前三季白酒板块收入、净利润增长 6%



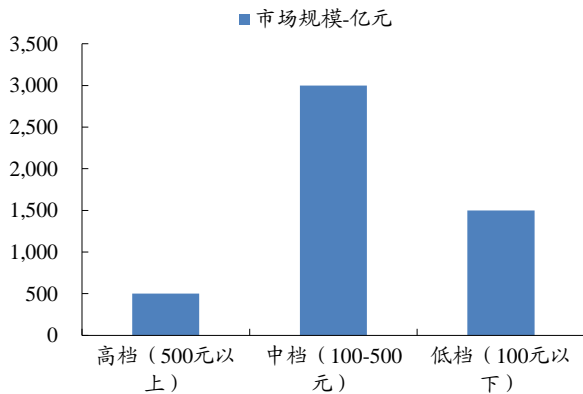
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.2. 龙头竞争优势显现，增速持续超越行业

白酒行业集中度提升空间很大。由于之前黄金十年需求量增长速度很快，而名酒企业产能速度有限，行业集中度一直较低。比如：近几年白酒行业 CR4 一直在 15% 左右的低水平；终端价格 100-500 元的中档白酒收入规模约有 3000 亿，但其中最大的品牌洋河股份的中档酒收入仅 100 亿左右、份额不到 5%，而最大的单品海之蓝约 60-70 亿元。

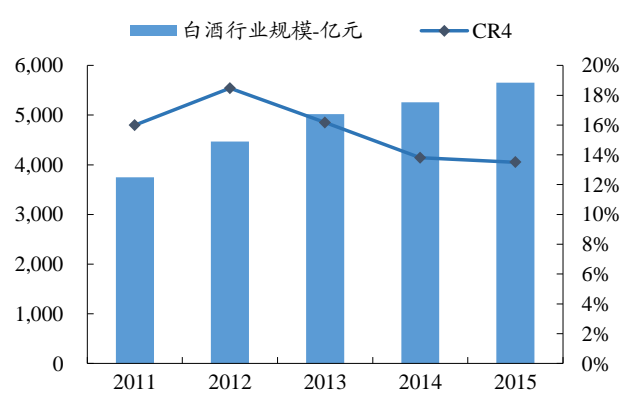
2016 年春节期间名酒优势继续显现，增速持续超越行业。近年来白酒行业进入挤压式增长，龙头公司品牌、产品和渠道优势持续显现，2015 年多家龙头实现了超越行业的增长，如古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、老白干酒、口子窖等（收入或现金流口径）。据糖酒会期间渠道调研，2016 年春节期间：贵州茅台销售同比增速 10% 左右；五粮液终端销售增速 5-10%，但一季度经销商打款已超过全年任务 60%；泸州老窖中高端品牌同比增长 50% 左右，整体增速应在 10% 左右；古井贡酒同比增长 15-20%，洋河股份同比增长 10% 左右。

图 3: 预计中档白酒收入规模约 3000 亿元



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

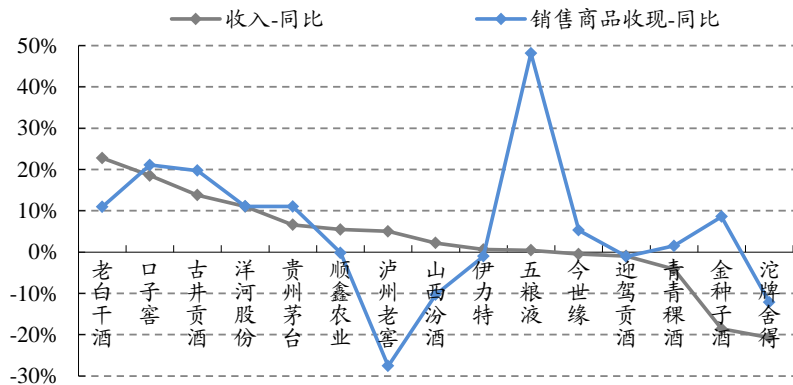
图 4: 白酒行业 CR4 处于较低水平



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 考虑数据的可得性, 前 4 家选取贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖上市公司数据

图 5: 2015 年前三季度多家企业实现超越行业增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

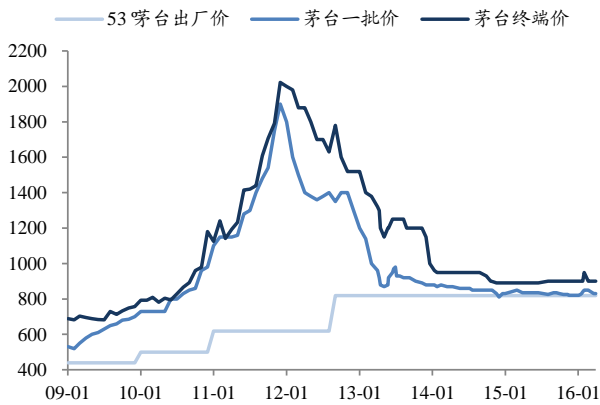
2. 提升渠道盈利、重塑厂商关系成为共识

2.1. 目前一批商普遍不盈利，近两年已出现流失

行业调整期，名酒议价能力强、自身盈利水平并未受大影响（二三线白酒受影响稍大），而终端可选择进货品类较多、部分终端（KA、商超）议价能力很强、亦保持盈利，盈利受挤压最明显的为一批商。高端白酒受政府业绩增长压力、持续放量，中低端白酒由于替代品较多、相互竞争激烈，均导致一批商利润的大幅压缩。

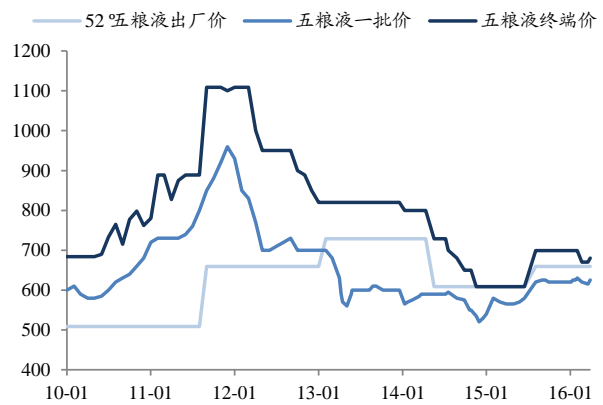
比如：近年来 53 度飞天茅台、52 度五粮液、国窖 1573 的一批商毛利空间仅为 0-10% 左右，基本不赚钱（近期一批价分别 830、625、560 元左右）；近年来五粮液大经销商之一银基集团的盈利水平处历史低点；近两年高档白酒经销商出现流失情况。

图 6: 53 度飞天茅台出厂价与一批价接近



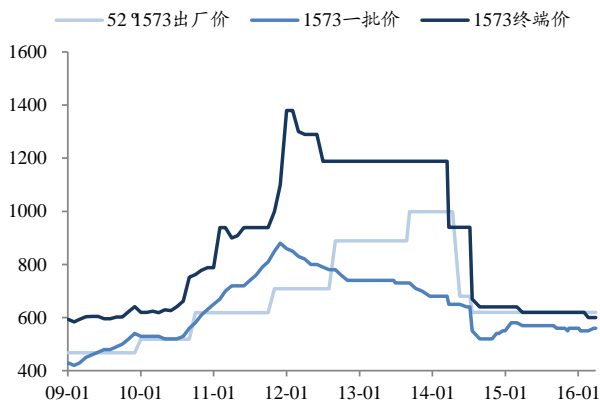
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 52 度五粮液一批价倒挂已久



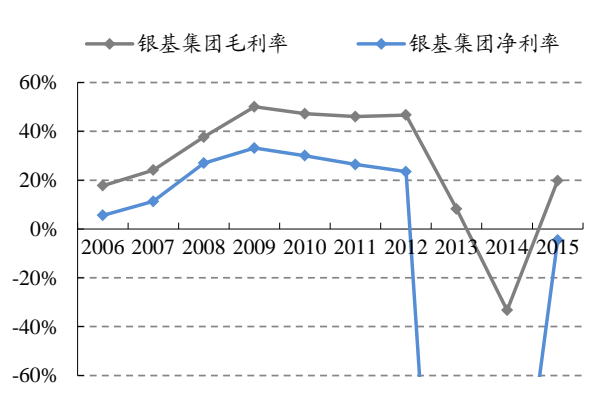
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 国窖 1573 一批价倒挂已久



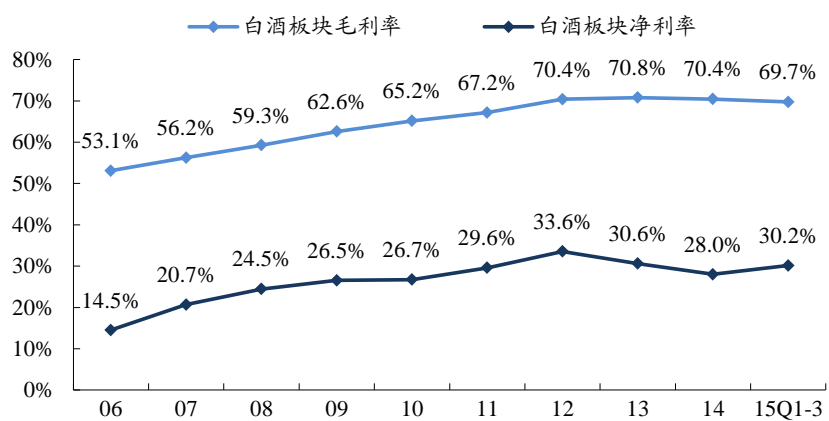
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2015 年银基集团盈利水平仍处历史低点



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 行业调整期, 白酒板块盈利水平基本未受影响



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 近期各龙头纷纷以提价、控量等方式寻求提升渠道盈利

- 高端白酒业绩无忧下, 纷纷明确控量保价

2015 年底贵州茅台预收款项达 83 亿创历史新高, 五粮液预收款项达 20

亿创阶段新高、且据渠道调研 16Q1 已完成全年任务 60%以上，可以说高端白酒全年业绩基本无忧。据渠道调研，春糖期间两者明确提出了控量稳价措施：**茅台**：2016 年下半年飞天茅台供应量不超过 8000 吨（2015 年全年在 20000 吨左右）；**五粮液**：在渠道已备大量 629 元成本的普五存货后，自 2016/3/26 起提升普五出厂价 20 元至 679 元，同时 2016 年一批商未执行的普五任务量比原计划缩减 20%。

高端白酒控量或提厂价以提升一批价，不仅有利于改善渠道盈利，也有利于行业价格带的稳中有升。

● 近期中档白酒主要以提出厂价方式重新分配渠道利润

中档价位白酒走量相对较快，且由于竞品众多、竞争激烈，一批商普遍寻求低毛利、高周转，通过完成任务拿返利。但在行业挤压式增长下渠道毛利空间持续受压；如果市场管控不当，还易出现费用直接抵减价格、区域价格不平衡引起窜货、基地市场价格下跌、经销商动力减小等情况。

提出厂价可寻求新的价格体系，也可能为迎合消费升级趋势。如**洋河股份**：渠道反映春节后公司对海之蓝、天之蓝提价 2-4 元，近年来省内经销商确实出现渠道利润薄、动力下降情况；**泸州老窖**：2015 年底对特曲提价 15%，同时在春糖期间明确控量稳价措施——杜绝一切压货行为，严格根据市场实际供求、实施计划配额制，定向控货确保稳定的价盘和利润；**山西汾酒**：自 3 月 19 日期青花汾酒 20 年提高出厂价 20 元。

当然，面对渠道利润下降，持久的做法是培育终端需求、提高产品周转速度，但短期如果管控得当，提价不失为一种有效的办法。

3. 全国性、区域性白酒不同方式提升终端控制力

3.1. 全国性白酒：加强监管，调配任务量

全国性白酒如茅台、五粮液，基本为经销商管控终端，公司提升终端控制力的办法为加强监管、调配区域间任务量。据渠道调研，春糖期间：

贵州茅台在经销商大会上明确，2016 年将：1) 动态管理任务量，对销售渠道好的经销商，进行量的调整；2) 建立健全商超、电商价格监督机制；3) 交叉检查，后勤人员不定期下市场检查；4) 将不符合规定的经销商剔除出经销商队伍，对严重扰乱市场秩序的经销商严惩。

五粮液在经销商大会上明确：如果没有管理好经销商，对营销人员和经销商都要责罚，力度空前严厉，这在过去几年是没有的；此外，春糖期间五粮液和苏宁签订战略合作协议，预计后续将推出专属产品，此种合作模式下，厂家对于电商渠道的价格管控权将大大增强。

3.2. 区域性白酒：差异化方式追求直控终端

泸州老窖：持续推进品牌专营模式，寻求直控终端。2015 年通过国窖、窖龄和特曲 3 大品牌专营公司的组建，初步构建起了以股权关系为纽带的客户联盟，通过推进以公司为主导的直分销渠道操作模式，持续扩大厂商直营渠道占比，确保了公司市场营销策略的执行力。

山西汾酒：有望对青花汾酒采用品牌专营模式。青花汾酒是山西汾酒的高端品牌，但近年来价格倒挂、经销商盈利空间持续压缩，公司有望效仿泸州老窖，联合经销商对青花汾酒实施品牌专营模式，以加强终端管控力。

古井贡酒：上海地区继续践行省内直控终端模式。2015 年下半年古井贡酒与大经销商百川共同推出了上海地区专属产品——年份原浆·上海滩，公司在上海地区布局 100 多个销售人员，继续践行省内的直控终端模式，而百川主要提供配送、及后台的财务管理等职能，取得良好效果。据渠道调研，春节期间上海地区古井贡酒收入约 6000 万元。

4. 各酒企情况：稳价，聚焦单品，直控终端

4.1. 贵州茅台：控量稳价，加大经销商整顿力度

预计 2015 年成品茅台酒增量 2000 吨，预收款创历史新高正处蓄水状态。预计 2015 年茅台酒销量约 20000 吨、同比增 2000 吨左右（主要为非标茅台量）。虽然 2015 年报表反映收入、净利仅增 3%、1%，但年末预收款同比增 460%至 82.6 亿元，创历史新高。考虑到 2016Q1 基数较高，预计公司预收款较多未确认，处于蓄水状态。据渠道调研，Q1 茅台销售约增 10%，预计 2016 年收入增 10%左右。

控量稳价、提升渠道利润为全年重点。1 月份茅台突发控货政策，而春节需求旺盛、终端动销良好，导致渠道出现缺货。春糖期间公司宣布下半年供给量少于 8000 吨、确保价格稳中有升。

加大经销商整顿力度，加强渠道监督。公司对销售渠道较好的经销商将采取一定倾斜，鼓励有实力经销商做大做强，并完善配送体系、解决最后一公里配送问题，尽可能降低经销商不必要开支；另一方面将加大监管力度并建立淘汰机制，通过加大不定期市场检查、改变考核方式（包括渠道建设、消费者教育、市场管理等）、严控电商与商超供货等，对不符合规定经销商进行清理。

4.2. 五粮液：提价有助改善渠道利润，培育系列酒大单品

春糖期间宣布普五出厂价提升 20 元。据渠道调研，3/21 五粮液在经销商大会宣布，52 度普五出厂价自 3 月 26 日起每瓶涨 20 元至 679 元、并取消 30 元/瓶补贴，建议终端价提至 799 元；同时宣布 2016 年末打款的普五任务量将较原计划削减 20%，并对任何商家、任何期限的银承不再贴息。预计 Q1 一批商平均打款量已在全年任务 60%以上，未来较长时

间内渠道库存仍将以低拿货成本的普五为主，提价刺激下一批价有望略提升，渠道盈利有望改善。

系列酒中打造五粮醇、五粮春大单品。据糖酒快讯，公司制定了股份公司 2020 年收入达 550 亿元的规划目标，预计普五主力产品稳健增长外，将加大系列酒贡献。2015 年五粮春和五粮醇表现亮眼，全年任务完成率为 181%、128%，而 2016 年将继续推广两大单品，销量目标增至 3 万吨，至 2020 年达 10 万吨，两大品牌收入规模均超 20 亿元。

4.3. 泸州老窖：聚焦五大单品，持续推进品牌专营模式

坚持价盘稳定，实施不压货政策。与茅五一样，维持价盘稳定、提升渠道利润亦是泸州老窖 2016 年工作重点，预计公司将通过全过程价格管控、严格根据市场供求实施计划配额（严格杜绝压货）、加强销售团队动销考核等方式，确保全国统一价盘、确保渠道利润稳定。

品牌清理工作已基本完成，聚焦五大战略单品，差异化定位竞争优势。公司于经销商会议指出，2015 年公司共梳理条码 3326 个、冻结条码 1818 个，目前已形成国窖、窖龄、特曲、博大四大品牌公司为主力的销售前端体系。五大战略单品定位进一步明晰与差异化：1573 明确定位于浓香型白酒高端品牌；窖龄酒定位精英商务与宴会用酒，重点推广 60 年、90 年，并对 30 年窖龄酒限量销售，与特曲形成错位；特曲将全面推进全国市场布局；头二曲则侧重于产品线提纯与聚焦。

坚定实施品牌专营模式，加强终端管控力。通过推进品牌专营模式，持续扩大厂商直营渠道占比，确保市场营销策略的执行力，持续提升终端控制力和消费者推荐力。2016 年公司不再新增省级经销，并将缩短交货周期、提高客户库存周转率，推行市场费用月清月结制度，减少客户资金占用。据渠道调研，2016Q1 公司中高端产品销售同比增长 50% 左右。

4.4. 洋河股份：继续推进产品结构升级

省内外市场齐发力，收入稳健增长。预计 2016Q1 公司整体经营情况稳定，收入保持 10% 左右稳健增长，其中河南、山东、安徽、浙江、上海等市场 1-2 月表现较好，东北地区表现优于往年。2016 年全年新江苏市场增速有望继续保持较高水平，未来增长空间较大。

蓝色经典收入占比稳步提升，消费升级持续推进。目前蓝色经典系列收入占比已达 70%，其中海之蓝占据半壁江山、且增速优于系列整体。而当前产品结构升级延续，预计省内市场以天之蓝向梦之蓝升级为主，省外市场处于海之蓝向天之蓝升级过程，未来公司亦有望继续针对不同市场开展不同产品营销策略，继续主动抢占市场份额。

春节后小幅提价，预计全年盈利水平保持稳定。2016 年春节后公司对海之蓝和天之蓝小幅提出厂价，其中海之蓝、天之蓝分别提价 2 元、4 元，而终端提价幅度可能更大。我们认为提价一方面在于提升经销商

利润空间，另外也符合消费升级趋势。提价后公司毛利率水平将小幅上升，但考虑费用投放，预计整体盈利能力将保持平稳。

4.5. 古井贡酒：供给侧改革排头兵，整合步伐加速

迎合健康需求，春糖期间首发 37° C 毫菊新品。顺应当前白酒低度化、健康化趋势，春糖期间公司推出 37° C 毫菊酒，强势进军低度健康型白酒市场，丰富国内健康型白酒市场品类，同时将“37° C 的平衡之道、健康饮酒的理念”传递给消费者。

对黄鹤楼酒业整合加速。自 2 月 29 日公司公告已就收购黄鹤楼酒业股权事项与交易对方达成初步意向，3 月 17 日，黄鹤楼酒业管理层发生更替，古井贡酒监事长许鹏、销售副总监朱向红、高级会计师麻玉侠分别接任黄鹤楼酒业董事长、总经理、财务总监职务。公司火速对黄鹤楼酒业进行接管，显示了力求快速整合、大力发展的决心，未来协同效应快速释放可期。

4.6. 山西汾酒：新任管理层有望推动经营改善

加强价格和费用管控，以稳定渠道利润。2016 年公司通过提高青花 20 出厂价、明确费用用途等方式，力求解决渠道混乱、低价窜货等问题，确保渠道利润空间。

加强费用投放，力争打造样板市场。为巩固省内市场，开拓省外市场，2016 年公司计划选择省内外 6-12 个地级市作为样板市场，每个地级市给予 800-2000 万不等的费用，重点打造样板市场。针对省外薄弱市场，预计公司将分区域运作，与当地第三方加强合作。

新总经理上任，公司有望迎来管理改善。新总经理常总为营销出身，熟稔营销团队建设，且对于公司内部销售、管理改革决心坚决。目前公司已完善相关制度，包括加强员工业绩与职业发展关联度、推进信息化管理等，后续管理改善值得期待。

4.7. 水井坊：继续重点打造两大单品、四大区域

公司将继续重点打造臻酿八号和井台瓶两大单品。当前臻酿八号和井台瓶两大单品收入占比逾 70%。公司面临困境阶段，突出性价比的臻酿八号成为公司开拓市场的突破点，推出两年销量即超过井台瓶。我们认为，天号陈系列品牌乏力背景下，未来公司会继续重点推广井台瓶和臻酿八号，以核心品牌支撑市场空间，以性价比品牌占领市场。

立足四大核心区域，争取经销商共同运作市场。目前公司在全国有四川、河南、江苏、湖南四大核心区域，预计各区域收入规模均超 1 亿元。除四大核心区域外，公司还有北京、山东等成熟市场。由于公司资金实力有限，我们预计未来公司将继续深耕现有成熟市场，不会贸

然进入陌生区域。渠道建设方面，公司采用总代、直营和帝亚吉欧代销三种模式，预计总代模式销售占比70%。三种模式中，总代模式最受公司青睐：公司优势在于品牌力突出，但资金实力有限，总代模式更有利公司与当地经销商优势互补。我们认为，未来公司将更多采用总代模式，寻求争取到更多的强实力经销商共同运作市场。

营销推广主打品鉴会模式，费用投放效率良好。限于公司资金实力，有限的推广费用更多被投入到线下。公司 2015 年举办品鉴会超过 400 场，参加人数超 1 万人，精准定位目标顾客，大部分品鉴会当场即能实现盈利，效果突出。预计未来公司将更多采用线下方式推广产品，提高销售费用利用效率。

新任外籍经理推进精细化管理，ST 摘帽可期。2015 前三季毛利率大幅增长，公司业绩预告全年净利润可达 9000 万元，预计扭亏为盈下公司 ST 摘帽为大概率事件。新任外籍经理上任后厉行节约费用、降低浪费、强调合规，降价背景下公司利润水平依旧实现较大幅度提升。2015 年前三季公司管理费用率 17.6%，对标竞争对手尚存较大下降空间。我们认为，未来随着公司精细化管理的推进，盈利情况有望持续改善。

4.8. 壹玖壹玖：创新与酒企合作模式，门店数量保持高速增长

产品结构中 70%是白酒。2015 年公司产品结构中，白酒收入占比约 70%、葡萄酒 15%，茅五收入占比超过 30%。其中 60%的收入来自引流产品，如茅五剑，毛利率在 5-8%；20%的产品收入可达 20%毛利率，如进口啤酒；剩下 20%多为定制产品，毛利率大于 40%。

创新与酒企合作方式，开发线上专卖 SKU。针对过去饱受诟病的低价窜货行为，1919 开拓了新的合作方式，即通过和酒企合作开发线上专卖 SKU。当前五粮液已经为 1919 开发由其专卖的量小价低的专卖包装，预计未来 1919 将会和更多酒厂以类似方式合作。

门店可复制性很强，2016 年有望继续高速增长。1919 作为全国性的酒类电商，其网络集聚效应和规模效应正逐渐扩大。1919 把管理权、投诉权放到自己手里，合作者只需提供资金、即可获得经营收益，可复制性很强。目前公司合作伙伴已经有 400 个，2016 年门店有望达 1500 家，其中 1100-1200 家为合作者所开。除了合作者，2016 年 1919 还开放了供应链、变成平台式供应，保证每个省有 1-2 家当地采购经销商。

图 11: 古井贡酒 37° C 毫菊新品

图 12: 水井坊井台瓶与臻酿八号定价



数据来源：糖酒快讯



数据来源：京东网

5. 投资建议：增持白酒龙头

挤压式增长下未来酒企业绩必然分化，其中龙头寻求提升自身竞争力、或通过并购其他企业实现协同效应，而有一定品牌、产品力但经营不善的地方性企业具并购价值。2015Q4 基金重仓白酒比例仅 0.8%，处于历史底部，目前白酒龙头 2016 年估值均在 15-20 倍，防御价值凸显。我们建议从两个维度选择白酒投资标的：

1) 持续提升自身竞争力、努力超越行业增速，或通过并购其他企业获得协同效应的龙头：

- **泸州老窖：**2015 年新管理层上任后，明确聚焦核心单品、管控渠道价格，并探索全新渠道模式；2016 年是新管理层完整运营的第一年，轻装上阵下预计收入、净利增 20%、25% 左右；预计 2016 年国企改革落地可能性较大。建议增持。
- **古井贡酒：**公司为白酒行业供给侧改革的排头兵，拟收购黄鹤楼酒业，印证省外扩张决心，区域龙头强强联合下协同效应值得期待；春节期间赞助央视春晚效果良好，深度分销稳扎稳打下，预计春节期间收入增速 15% 以上，省内省外市场全面开花。建议增持。
- **贵州茅台：**品牌力驱动及竞品提价下，市场份额有望继续提升；公司连续出台措施控量稳价、提升经销商利润空间，力保基业长青。预计 2016 年净利润增 5%-10%，PE15 倍，配置价值凸显，建议增持。
- **洋河股份：**拥有白酒行业最强大平台价值，渠道优势凸显；资源聚焦核心单品，未来将重点打造天之蓝成为下一个中档价位全国大单品；2015 年起持续开拓新江苏市场。预计春节期间收入增长两位数以上。建议增持。
- **山西汾酒：**2015 年公司在青花系列快速恢复带动下、产品结构恢

复升级，预计全年收入增 5-10%；行业调整期公司加强内部考核，着重终端建设，管理水平有所改善；但省内经济环境不佳，公司仍需大的体制变革激发经营潜力。谨慎增持。

其他受益标的：

- **五粮液**：公司持续推行顺价措施，提升渠道盈利；国企改革理顺代理问题，春节期间销售平稳增长。
- **老白干酒**：产品结构不断明晰，省内市场份额稳步提升；国企改革理顺代理问题。
- **顺鑫农业**：加快剥离房地产及建筑业务资产，聚焦酒肉主业发展；牛栏山终端精细化、全国化进程加速推进；渠道调研春节期间销售良好，预计呈两位数以上增长。

2) 具一定品牌和产品力，但经营不善的企业具并购价值，受益标的：

- **沱牌舍得**：公司为十七大名酒之一，但前期经营管理不善、效率低下；民企天洋控股于 2015 年接手集团后，有望盘活机制，改善营销。
- ***ST 酒鬼**：湘酒第一品牌，但 2012 年塑化剂事件后陷入持续调整；中粮于 2015 年接手酒鬼后，有望推动公司整合与改革，经营底部好转可期。

表 1：白酒行业相关公司盈利预测及估值表

2016/3/28	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2015-17	PE			PEG	PS			评级
		14A	15E	16E		14A	15E	16E		14A	15E	16E	
*贵州茅台	3,135	12.22	12.34	13.52	9%	20	20	18	2.1	9.9	9.4	8.7	增持
*泸州老窖	353	0.63	1.02	1.30	23%	40	25	19	0.8	6.6	5.8	5.0	增持
*洋河股份	1,026	2.99	3.57	3.83	9%	23	19	18	2.0	7.0	6.4	5.6	增持
*山西汾酒	155	0.41	0.60	0.66	12%	44	30	27	2.3	4.0	3.7	3.4	谨慎增持
*古井贡酒	188	1.19	1.31	1.48	12%	31	28	25	2.2	4.0	3.6	3.2	增持
五粮液	1,066	1.54	1.73	1.84	9%	18	16	15	1.7	5.1	4.6	4.4	-
顺鑫农业	123	0.63	0.68	0.90	29%	34	32	24	0.8	1.3	1.2	1.2	-
老白干酒	92	0.34	0.53	1.03	79%	155	98	51	0.6	4.4	3.5	2.8	-
沱牌舍得	61	0.04	0.02	0.52	565%	452	899	35	0.1	4.2	4.8	3.7	-
*ST 酒鬼	51	-0.30	0.26	0.37	31%	-	60	43	1.4	13.1	8.1	5.6	-
均值								27				4.4	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：贵州茅台、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒盈利预测来自国泰君安证券研究，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期

6. 核心风险

宏观经济增速下行风险。白酒作为高端可选消费品，需求与宏观经济变化高度相关，宏观经济增速下行可能导致需求不达预期。

食品安全问题发生的风险。若公司或行业内其他企业出现食品安全问题，可能会影响公司产品的需求量。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		