

推荐 (维持)

升级换档，库存合理，良性动销——徽酒中秋最新跟踪

2018年09月21日

徽酒专家电话会议文字实录

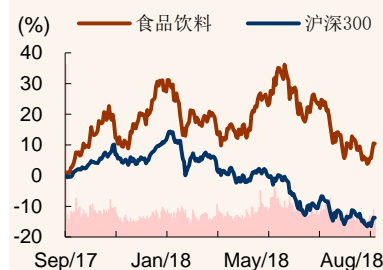
上证指数 2729

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	100	2.8
总市值 (亿元)	25692	5.5
流通市值 (亿元)	22235	5.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.5	-8.3	11.3
相对表现	3.2	10.5	25.2



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《食品饮料行业周报(2018.09.17)——中秋旺季如何看饮食？分化中积极布局龙头价值买点》2018-09-18
- 2、《食品饮料研究的创新与精进——食品饮料：研究与投资的常春藤》2018-09-16
- 3、《“招商证券第七届消费高端论坛”食品分论坛纪要之一——中国白酒行业的现状和未来——强集中，大品牌，全渠道，新传播》2018-09-13

杨勇胜

yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

欧阳予 (研究助理)

ouyangyu@cmschina.com.cn

李泽明 (研究助理)

lizeming@cmschina.com.cn

9月20日招商食品团队组织了徽酒专家电话会议，专家分享了徽酒企业中秋的最新跟踪情况及未来发展趋势等方面的观点。核心结论：1) 徽酒市场正经历快速提升换档阶段，古井口子未来数年增长动力清晰；2) 中秋节旺季消费反馈：古井口子库存合理，动销正常；3) 徽酒200元价格带格局展望：古井品牌力打造积淀最深厚，口子和迎驾也有望分到一杯羹。分享全面而深度，推荐阅读，同时再次推荐大家阅读经典报告《放大格局看古井口子》。

- **格局改善 + 结构升级 = 徽酒爆发。**徽酒今年表现出色，核心有两个逻辑：一是格局改善，徽酒竞争激烈竞争，从14年到18H1，古井口子窖市占率快速提升；二是结构提升，徽酒消费结构提升明显，这也是第一点格局改善的结果，古井口子开始主推200-300价格带。推荐大家阅读经典报告《放大格局看古井口子》。
- **会议核心结论：**
- **1) 徽酒市场正经历快速提升换档阶段，古井口子未来数年增长动力清晰。**原有110元主流价格带已经沉淀了7-8年，目前正快速向200元价格带提升。合肥作为徽酒升级的标杆市场，当前已经切换至200元主流价格带，其他地级市未来几年会逐步蔓延，所以古井口子的200元以上价格带产品增长持续性逻辑清晰。
- **2) 中秋节旺季消费反馈：古井口子库存合理，动销正常。**上周是消费小高峰，主要品牌不错，小品牌相对比较弱，目前反馈古井和口子库存合理，古井烟酒店产品日期以5-6月为主，口子窖也差不多这个日期。
- **3) 徽酒200元价格带格局展望：古井品牌力打造积淀最深厚，口子和迎驾也有望分到一杯羹。**古井8年以上产品收入体量达到20多亿，古井8年是口子10年的3倍以上，品牌积淀基础更好。
- **中秋最新跟踪：**
- ✓ **1) 中秋节消费画像看，一是直接亲属，价格带要高，主要品牌不错，小品牌比较弱，烟酒店30-40件库存，中秋节前产商订货会开完了，上周末也处于消费高潮，目前反馈古井和口子库存合理，古井烟酒店产品日期以5-6月为主，口子窖也差不多这个日期。二是宴会消费（婚宴、升学、生子等）。**
- ✓ **2) 徽酒的古井和口子结构全部调整，口子把10年以上产品结构提上来，古井5年和献礼保持稳定增长，重点将7、8、16和20年重点进行省外招商，古井8年300多、7年200多，提高价格带。口子窖以经销商为主，重点推口子窖10年，阜阳市场专柜陈列，口子窖10年价格销售200多元。安徽白酒拐点出现，200元价格带出现消费，合肥已经明确，其他地级市逐步蔓延。**
- **风险提示：终端需求低于预期，行业竞争加剧。**

徽酒今年表现出色，核心有两个逻辑：

一是格局改善，徽酒竞争激烈竞争，从 14 年到 18H1，古井口子窖市占率快速提升。

二是结构提升，徽酒消费结构提升明显，这也是第一点格局改善的结果，古井口子开始主推 200-300 价格带。

推荐大家阅读经典报告《放大格局看古井口子》。

本文为徽酒专家在招商证券食品组 9 月 20 日组织的“徽酒中秋旺季反馈”电话会议的文字实录。

嘉宾简介：徽酒资深专家。

一、核心结论

1、徽酒市场正经历快速提升换挡阶段，古井口子未来数年增长动力清晰。原有 110 元主流价格带已经沉淀了 7-8 年，目前正快速向 200 元价格带提升。合肥作为徽酒升级的标杆市场，当前已经切换至 200 元主流价格带，其他地级市未来几年会逐步蔓延，所以古井口子的 200 元以上价格带产品增长持续性逻辑清晰；

2、中秋节旺季消费反馈：古井口子库存合理，动销正常。上周是消费小高峰，主要品牌不错，小品牌相对比较弱，目前反馈古井和口子库存合理，古井烟酒店产品日期以 5-6 月为主，口子窖也差不多这个日期。

3、徽酒 200 元价格带格局展望：古井品牌力打造积淀最深厚，口子和迎驾也有望分到一杯羹。古井 8 年以上产品收入体量达到 20 多亿，古井 8 年是口子 10 年的 3 倍以上，品牌积淀基础更好。

二、最新跟踪

中秋节销售不是重要节点，最主要是春节。中秋节消费画像看，一是直接亲属，价格带要高，主要品牌不错，小品牌比较弱，烟酒店 30-40 件库存，中秋节前厂商订货会开完了，上周末也处于消费高潮，目前反馈古井和口子库存合理，古井烟酒店产品日期以 5-6 月为主，口子窖也差不多这个日期。二是宴会消费（婚宴、升学、生子等）。

徽酒的古井和口子结构全部调整，口子把 10 年以上产品结构提升上来，古井把 5 年和献礼保持稳定增长，对省外进行招商布局，重点将 7、8、16 和 20 年重点省外招商，古井 8 年 300 多、7 年 200 多，提高价格带。口子窖以经销商为主，重点推口子窖 10 年，阜阳市场专柜陈列，口子窖 10 年价格销售 200 多元。安徽白酒拐点出现，200 元价格带出现消费，合肥已经明确，其他地级市逐步蔓延。

三、互动问答

Q：婚宴消费档次，合肥是否更快？区域上有没有明显区别？

有的，皖北乡镇以 80 元价格带为主（1*4 包装，一箱酒 300 多元），一般城市以 100

元价格带为主，合肥、芜湖、安庆等以 200 元价格带为主。皖南几个地区口子窖 10 年销售量比皖北要大。

Q：明年主要产品状况预计（古井 7、8、16 和口子 6、10）？

安徽大众酒价格带在换挡，原来主流价格带 110 元待了 7-8 年，现在 200 元是主要价格带的快速提升期，古井 8 年和口子 10 年 200 多是合肥主要价格带，其他地级市会逐步蔓延，以往经验合肥是风向标，未来 3 年是持续蔓延。

古井和口子窖的主流价格带能维持长期增长，大众消费产品，不会出现太多问题，除非是经济非常差。国窖和普五代表高端反应。

合肥是否受房价和外来人口：跟大的宏观政策关系不大。

00 年是 40-50 元，高炉家和银星，08 年左右是 80 元左右，之后是 110-120 元是主流价格带，目前是 200 元是主流价格带。

Q：古井 5 年和古井 8 年占比？口子主要价格结构？

古井献礼和古井 5 年占收入占比 70% 多，古 8 占比 20% 多，按销售金额算，其他产品占比 10% 左右（古 16、20、26），古井淡雅早已经不做了，古井鸿运、V6、V9，量不大。

口子占比最大的还是口子 5 年、6 年，口子 10 年和古井 8 年体量差的比较多，古井 8 年是口子 10 年 3 倍，古井 8 年以上有 20 多亿。

Q：古井升级是否能够带来增速维持？是否能实现三年翻倍？

口子窖企业给经销商定的目标是每年不低于 20% 增速。古井给经销商也有定的任务。

未来三年会保持很快速的增长，但是三年时间要翻倍概率不太大。

全国都在换挡，安徽关注多，上市公司原因，江西和河南都在往 200 元升级。

Q：古井的费用率是否会在消费升级过程中显著下降？带动净利率提升？

古井的销售费用比较高，一个是渠道，还有一个是品牌建设、人员，古井今年在改善销售费用，一方面是产品结构调整，古井 8 年以上（200 元以上）成本差不多，但利润贡献高，古井 08 年以后处于抢市场过程，高费用抢市场，抢市场份额一定过后，就会收缩费用，古井以往 16 年之前库存都很大，也是抢市场份额的一个手段，目前古井的献礼到乡镇市场之后，也没有压库存情况，压库存就会让利，渠道利润也很薄，古井从去年开始逐步在收缩。

Q：洋河在安徽也有 20 亿销售，跟古井口子销售模式对比？

洋河是比较优秀的企业，古井现在和洋河还有一定的差距。江苏的消费领先全国，洋河在安徽和山东都有 10 多亿，当安徽和山东价格带还是 80 多价格带时，海之蓝 100 多，当价格带提升到 100 多时，洋河推 200 多的天之蓝，洋河现在增长最快的时候是梦之

蓝 300 多元价格带，没有企业竞争，做到泛全国化。

河南和安徽主流价位一样，古井到河南有仰韶竞争、到江西有四特竞争、到湖北有白云边竞争，大众酒很难做到全国化，要么是光瓶酒、要么是次高端。古井目前在全国做次高端产品，品牌力还需要积累，品牌是个长期积累的过程。

Q：古井渠道库存情况如何？

经销商库存和终端库存都是比较合理的，从 16 年开始就不错了。动销还是非常不错的，品牌集中度在变高，80 元价格带古井的献礼和口子的 5 年，100-110 元主要是古井的 5 年和口子窖 6 年，主品牌和副品牌认知度都很强。

Q：古井的新零售举措？

古井的重心在于稳献礼和 5 年体量，第二是产品结构升级，将 200 元以上产品提升，占领价格带换挡和主流价格带升级，第三是省外寻找机会。其他都不是主要的。

口子窖更多是经销商驱动为主，也是重点将产品结构调上来。

Q：古井的批发、直销比例？

古井是代理制，代理商往下放货，不存在多少渠道。

渠道：流通渠道、餐饮渠道和团购渠道，餐饮渠道占比很小，最大的是流通渠道，团购渠道次之，放量的是流通渠道，占比 60-70%，有的甚至到 80%。

Q：古井促销费用中样品酒具体的用处？

活动给品鉴，渠道抵付费用（有议价空间，经销商开拓时）。

Q：古 8 的量是口子 10 年的 3 倍，口子是否在高端后劲不足？

古井和口子的历史看，古井从 08 年开始一直扮演是追逐者，口子扮演是守护者，口子 00 年之后都是老大，古井更多是厂家主导在渠道和品牌建设，口子一直享受 00 年代从 50 提升到 80 元，后来推出 6 年掌控商务 100 元多一点价格带。200-300 元价格带需要品牌高端，口子窖经销商模式下，渠道利润好，厂商费用低，但经销商不会给口子窖做品牌。

古井在品牌方面做的更多，古井 8 年以上 20 多亿，合肥的口子 10 年很少，消费者目前对 200 元以上的产品认知不强烈。迎驾现在推生态洞藏 200 多元价格带，也是在抓主流价格带。迎驾之前推了一次生态，但后来又打金星和银星，错失了机会。

Q：安徽价格带换挡的主要原因？是前几年反腐的影响？

11-12 年影响最大是川酒，三公消费限制对川酒影响最大。安徽几家企业收入都没有下滑，而且都是增长，徽酒是大众消费为主。

每次换挡都是以合肥为风向标，合肥 200 多元已经是大众消费价格带，未来几年其他

地方也会是提升至 200 元，换挡期会是非常快。古井陈列将 8 年、16 年、20 年一起做，达到拐点后加一把火。江苏 300 多元已经是大众，在全国范围看 300 多元是次高端。古井 8 年建议零售价是 300 元价格带，但实际成交价是 200 多元。

Q：大众酒、次高端和高端酒？

次高端增速快，经济增长和消费水平提升，将次高端换成大众酒主流消费，背后逻辑是价格带对应消费群体。

高端次高端相对放缓，大众酒还是很不错的。

Q：古井的渠道结构？

古井在安徽有 6 个平台公司，其他都是经销商代理的。芜湖、安庆经销商达不到古井要求（安庆经销商将打款费用拿去投资房地产了，导致打款的时候没有钱），因此后面古井以平台公司的方式来做，阜阳、利辛也都是平台公司。

Q：大众主流价格带是地产酒更有优势，洋河在江苏以外市场更多是错位竞争？洋河做到的是大众以上的升级趋势？

两个逻辑叠加，17 年在安徽 17 亿，18 年目标是 20 亿。几个原因：一是毗邻江苏（环江苏，滁州和马鞍山；经济好的合肥和芜湖），二是安徽市场在洗牌，没有顾及洋河。

Q：大众消费价格带消费结构？

五粮液在安徽 10 多亿，次高端在安徽 3 个亿，水井坊郎酒在安徽没过亿，基本都是商务需求。

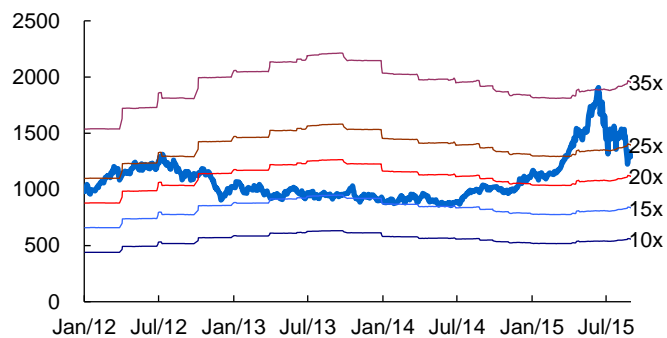
Q：换挡的原因是竞争格局已定还是在大市场？

格局已定，200 元价格带，古井已经拿到入场券，口子也有可能，200 元价格带不可能一家吃完，迎驾在 200 元以上 2 个亿，这三家能做 200 元。具体比例切分古井会切很大，其他切多少要观察。

Q：古井产能是否跟得上？

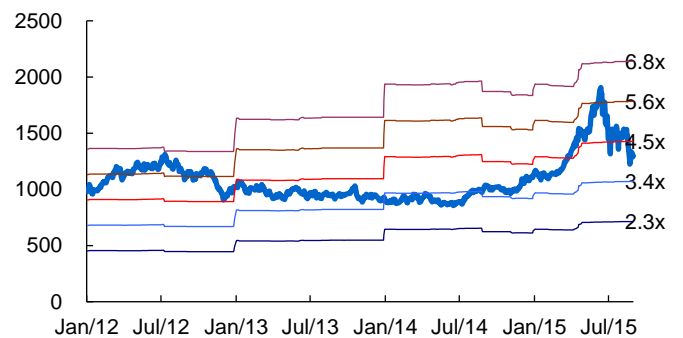
价格提升为主，量供应上没大的问题。

图 1: 食品饮料行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 食品饮料行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《食品饮料行业周报（2018.09.17）—中秋旺季如何看餐饮？分化中积极布局龙头价值买点》2018-09-18
- 2、《食品饮料研究的创新与精进—食品饮料：研究与投资的常春藤》2018-09-16
- 3、《“招商证券第七届消费高端论坛”食品分论坛纪要之一—中国白酒行业的现状和未来—强集中，大品牌，全渠道，新传播》2018-09-13

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 年就职于申万研究所，2014 年加入招商证券，6 年食品饮料研究经验。

李晓峥：食品饮料高级分析师，数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学研究型硕士，2017 年加入招商证券，1 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，2016 年就职安信证券，2017 年加入招商证券。

李泽明：四川大学本科，北京大学金融学硕士，2017 年就职国泰君安证券，2018 年加入招商证券，1 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。