

饮料制造

名酒业绩加速增长，旺季动销值得期待  
2018年白酒行业中报总结

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

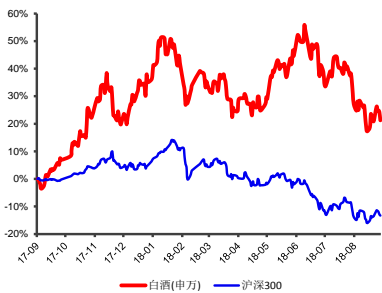
联系人：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比



相关报告

<<洋河股份(002304.SZ)\_中报点评: 梦之蓝强力增长，双击在望(中泰食品饮料20180830)>>2018.08.30

<<泸州老窖(000568.SZ)\_中报点评: 业绩稳健增长，中档酒加快发力>>2018.08.28

<<五粮液(000858.SZ)\_中报点评: 业绩加速增长，改革红利持续释放>>2018.08.28

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E		
贵州茅台	659.	13.3	21.5	29.2	35.8	49.	30.6	22.6	18.4	0.64	买入
五粮液	61.9	1.79	2.55	3.47	4.33	34.	24.3	17.8	14.3	0.49	买入
泸州老窖	43.1	1.38	1.8	2.42	3.06	31.	23.9	17.8	14.1	0.46	买入
洋河股份	115.	3.87	4.4	5.58	7.03	29.	26.2	20.7	16.4	0.77	买入
古井贡酒	78.5	1.65	2.28	3.18	4.31	47.	34.4	24.7	18.2	0.57	买入
口子窖	49.1	1.31	1.86	2.56	3.14	37.	26.4	19.2	15.6	0.51	买入
顺鑫农业	42.3	0.72	0.77	1.50	1.84	58.	55.0	28.2	23.0	0.30	买入
山西汾酒	47.3	0.70	1.09	1.72	2.30	67.	43.4	27.5	20.6	0.48	买入

备注：股价为2018年8月31日收盘价。

投资要点

- **核心观点：**从白酒中报来看，无论是同比还是环比数据，整体名酒业绩均呈现继续加速增长良好势头，特别是高端酒及区域强势酒企表现最为抢眼；提价及产品结构升级因素驱动毛利率持续提升，部分名酒因中低端酒增速较快毛利率有所下行，但酒企的费用使用效率均在提高，盈利能力得到进一步提高。预收款下降在预期之内，随着打款周期的缩短，未来酒企预收款下行将成为常态化，亦有助于渠道库存的良性化；部分名酒应收票据增加导致现金流下滑，随着提价策略效果逐步显现，我们预计后续渠道利润抬升后报表现现金流有望得到改善。展望三季度，茅台陆续出台降温稳价措施，发货量加大有望增厚三季度业绩；区域酒收入基数低+中秋在9月下旬，三季度业绩值得期待。目前名酒估值多数在20倍以下，基于行业强壁垒以及增长的确性较高，酒企安全边际再次凸显，高端酒长期配置时点显现，我们继续重推茅台、五粮液、老窖，二三线酒超额收益仍在，继续重推洋河、古井、口子窖、顺鑫、汾酒等。
- **行业总结：**Q2业绩加速增长，景气度继续上行。18H1白酒板块实现收入1070.84亿元，同比增长30.80%，实现净利润368.57亿元，同比增长40.83%；其中18Q2白酒板块实现收入449.55亿元，同比增长35.55%，实现净利润143.15亿元，同比增长46.14%，环比Q1分别提升7.6pct、8.6pct，反映出白酒板块Q2整体呈现加速增长势头。同比数据来看，收入实现正增长的酒企个数在增加，一二线酒企普遍实现30%以上增长，三线白酒继续分化。环比数据来看，一二线以及三线区域强势酒企业绩继续环比加速增长，其中一线酒去年三季度基数高，后续季度增速环比加快的可能性较小，因此全年业绩有望回归稳健增长。二三线酒中的次高端全国性名酒，二季度收入增速开始放缓，预计未来业绩仍有望维持加快增长态势。本质上业绩持续加速增长的是古井、口子窖、洋河和顺鑫，核心逻辑主要是区域市场次高端价位产品爆发增长以及中低端市场加速集中。受益产品结构升级和核心产品提价效应，18H1白酒板块毛利率持续提升，费用率小幅下降部分名酒因低端酒增速较快导致毛利率出现下滑，但整体板块结构升级趋势仍在继续。
- **行业展望：**预收款如期下行，茅台稳价利于渠道健康发展。18H1白酒板块预收款250.28亿元，同比下降19.48%，其中贵州茅台和五粮液预收款分别为99.40、44.19亿元，同比下降44.09%、19.82%，茅台

主要是打款周期缩短所致，五粮液主要是去年四季度提价后年初集中打款所致，随着回款周期的严格实施，未来预收款下行将是常态。二三线名酒中，多数名酒回款趋势仍旧向好。18Q2和18H1酒企经营活动产生的现金流量净额同比增长或者改善的分别有13家、12家，整体趋势向好，茅台现金流仍是表现最为靓丽的，但部分名酒现金流出现下滑，比较典型的是五粮液和老窖，主要是应收票据增加所致，反映经销商盈利能力相对较低，随着控量挺价策略推出，目前一批价稳步上行，预计后续渠道利润抬升后报表现金流有望得到改善。中秋旺季到来，茅台屡出控价策略，近期一批价回落至1650元左右，我们预计中秋期间有望稳定在1500-1600元，长期来看利于行业健康持续发展。

- **持仓与估值：持仓大幅上升，估值回落至中枢下方。**依据我们策略组测算，截止2018年二季度末，食品饮料持仓为13.01%，环比大幅提高3.13pct，主要来自于白酒大幅增仓，其中白酒持仓为10.13%，环比提高2.68pct，持仓市值为421.43亿元。目前白酒板块PE-TTM为22，回落至历史估值中枢靠下水平，名酒对应2018年PE基本在20倍以下，随着9月MSCI的进一步落地，我们认为稀缺的优秀白酒股将得到更多海外投资者的青睐，若中秋旺季销售趋势积极向好，名酒估值有望加速修复。
- **投资建议：高端酒长线配置时点凸显，加配二三线弹性标的。**白酒板块中报业绩普遍高增，多数酒企业绩仍在加速增长，基本面扎实依旧。近期渠道反馈名酒旺季前备货节奏正常，多数经销商对中秋销售态度相对积极，但市场仍旧弥漫悲观预期，我们认为估值显著回落后无需对板块过于担忧。短期来看，茅台陆续出台降温稳价措施，发货量加大有望增厚三季度业绩；区域酒收入基数较低+中秋在9月下旬，三季度业绩值得期待。目前名酒估值多数在20倍以下，基于行业强壁垒以及增长的确性较高，我们认为安全边际进一步凸显，建议以全年视角配置高端酒，继续重推茅台、五粮液、老窖，二三线酒超额收益仍在，继续重推洋河、古井、口子窖、顺鑫、汾酒等。
- **风险提示：中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。**

## 内容目录

行业总结：景气度继续上行，区域酒表现普遍靓丽 .....	- 4 -
收入和利润加速增长，分化成长趋势不变 .....	- 4 -
毛利率持续上移+费用率小幅下降，驱动盈利能力进一步提升 .....	- 6 -
行业展望：预收款如期下行，茅台稳价有助拉长景气周期 .....	- 9 -
打款政策调整致预收款下滑，未来下行趋势将是常态 .....	- 9 -
茅台稳价利于渠道动销，有助拉长行业景气周期 .....	- 10 -
持仓以及估值：持仓显著下降，估值回落至中枢以下 .....	- 11 -
18Q2 白酒持仓大幅上升 .....	- 11 -
估值回落至历史中枢靠下位置 .....	- 12 -
投资建议：高端酒长线配置时点凸显，加配二三线弹性标的 .....	- 12 -
估值回落安全边际凸显，继续配置一线和二三线弹性标的 .....	- 12 -
重点推荐：茅台、五粮液、老窖、洋河、古井、口子窖、顺鑫、汾酒 .....	- 13 -
风险提示 .....	- 14 -

## 图表目录

图表 1：18Q2 白酒板块收入和利润加速增长 .....	- 4 -
图表 2：18H1 白酒板块收入和利润加速增长 .....	- 4 -
图表 3：18H1 有 17 家上市白酒公司收入实现正增长 .....	- 5 -
图表 4：18Q2 有 18 家上市白酒公司收入实现正增长 .....	- 5 -
图表 5：18Q2 区域强势酒和低端酒龙头加速增长势头愈加凸显 .....	- 6 -
图表 6：18Q2 白酒板块毛利率同比提高 3.60pct .....	- 7 -
图表 7：18Q2 白酒板块费用率同比下降 0.51pct .....	- 7 -
图表 8：18H1 白酒板块毛利率同比提高 4.11pct .....	- 7 -
图表 9：18H1 白酒板块费用率同比下降 1.79pct .....	- 7 -
图表 10：18Q2 名酒整体毛利率保持稳步上行趋势 .....	- 8 -
图表 11：18H1 酒企毛利率延续上行趋势 .....	- 8 -
图表 12：18H1 酒企整体预收账款同比继续下降（亿元） .....	- 9 -
图表 13：18Q2 部分酒企经营性净现金流下滑（亿元） .....	- 10 -
图表 14：18H1 部分酒企经营性净现金流下滑（亿元） .....	- 10 -
图表 15：旺季前飞天茅台一批价下行至 1650 元 .....	- 11 -
图表 16：普五挺价后一批价上行至 830 元左右 .....	- 11 -
图表 17：白酒持仓市值大幅上升（亿元） .....	- 11 -
图表 18：18Q2 白酒持仓大幅至 10.13% .....	- 11 -
图表 19：白酒 TTM 估值回落至 22 倍 .....	- 12 -

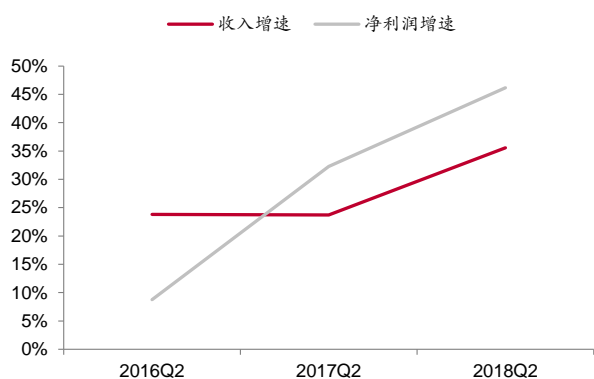
图表 20: 重点白酒公司盈利预测表 ..... - 14 -

## 行业总结：景气度继续上行，区域酒表现普遍靓丽

收入和利润加速增长，分化成长趋势不变

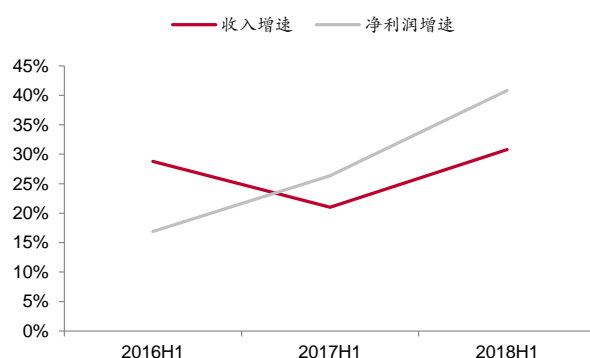
- **18Q2 白酒板块收入增速超过 35%，利润增速超过 45%，行业景气度继续上行。**18H1 白酒板块实现收入 1070.84 亿元，同比增长 30.80%，实现净利润 368.57 亿元，同比增长 40.83%；其中 18Q2 白酒板块实现收入 449.55 亿元，同比增长 35.55%，实现净利润 143.15 亿元，同比增长 46.14%，环比 Q1 分别提升 7.6pct、8.6pct，反映出白酒板块 Q2 整体呈现加速增长势头。

图表 1: 18Q2 白酒板块收入和利润加速增长



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2: 18H1 白酒板块收入和利润加速增长



来源：wind、中泰证券研究所

- **同比数据来看：收入实现正增长的酒企个数在增加，一二线酒企普遍实现 30%以上增长，三线白酒继续分化。**18Q1 白酒上市公司中，有 17 家酒企收入实现正增长，18Q2 实现正增长的企业数量上升至 18 家，进一步反馈行业持续向好趋势。具体来看，18Q2 除老窖和洋河外一二线白酒收入增速均超过 35%，净利润增速则是全部超过 30%，酒企利润端增速均快于收入端，我们认为名酒直接提价或产品结构升级以及费用管控能力提高共同拉升了整体盈利水平。18Q2 三线白酒延续分化增长趋势，次高端名酒收入增速差异较大，但水井坊和舍得利润端增速均在 100% 以上，主要是基数较低，百元以下代表酒企金种子收入回归正增长，但增速仍旧很低，青青稞酒和皇台业绩继续下滑，在亏损边缘挣扎。

图表 3: 18H1 有 17 家上市白酒公司收入实现正增长

	公司名称	收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
		2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
一线白酒	贵州茅台	254.94	325.51	38.30%	112.51	157.64	40.12%
	五粮液	156.21	214.21	37.10%	49.72	71.10	43.02%
	泸州老窖	51.16	64.20	25.50%	14.67	19.67	34.08%
二线白酒	洋河股份	115.30	145.43	26.10%	39.08	50.05	28.06%
	山西汾酒	34.21	50.42	47.40%	6.02	9.37	55.76%
	古井贡酒	36.70	47.83	30.30%	5.49	8.92	62.59%
三线白酒	口子窖	17.46	21.59	23.70%	5.26	7.33	39.45%
	水井坊	8.41	13.36	59.00%	1.14	2.67	133.59%
	舍得酒业	8.79	10.18	15.80%	0.62	1.66	166.05%
	酒鬼酒	3.71	5.24	41.30%	0.83	1.14	38.30%
	今世缘	18.04	23.62	31.00%	6.49	8.56	31.87%
	老白干酒	11.07	14.59	31.80%	0.47	1.46	208.01%
	顺鑫农业	65.48	72.33	10.50%	2.45	4.81	96.78%
	伊力特	8.29	9.97	20.40%	1.62	2.16	33.28%
	迎驾贡酒	15.64	17.33	10.80%	3.29	3.82	15.96%
	金徽酒	7.20	7.94	10.30%	1.42	1.58	11.15%
	金种子酒	5.73	5.49	-4.19%	0.05	0.06	18.00%
	青青稞酒	6.69	6.99	4.48%	1.06	0.88	-16.98%
	皇台酒业	0.38	0.08	-78.40%	-0.55	-0.30	45.29%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 18Q2 有 18 家上市白酒公司收入实现正增长

	公司名称	收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
		2017Q2	2018Q2	同比	2017Q2	2018Q2	同比
一线白酒	贵州茅台	115.80	168.56	45.56%	51.28	72.57	41.53%
	五粮液	54.62	75.24	37.73%	13.78	21.39	55.20%
	泸州老窖	24.46	30.50	24.73%	6.70	9.08	35.67%
二线白酒	洋河股份	39.42	50.05	26.97%	11.65	15.30	31.28%
	山西汾酒	12.40	18.02	45.30%	1.34	2.27	69.50%
	古井贡酒	14.97	22.23	48.50%	1.41	3.11	120.61%
三线白酒	口子窖	7.13	9.09	27.51%	1.99	2.85	43.15%
	水井坊	4.42	5.88	33.03%	0.22	1.13	404.01%
	舍得酒业	4.52	4.98	10.05%	0.21	0.83	286.81%
	酒鬼酒	1.89	2.58	36.60%	0.46	0.52	13.55%
	今世缘	6.67	8.71	30.52%	2.64	3.47	31.53%
	老白干酒	4.12	7.21	75.05%	0.06	0.71	1058.63%
	顺鑫农业	27.05	32.60	20.52%	0.57	1.16	103.98%
	伊力特	3.52	4.80	36.30%	0.50	0.95	88.12%
	迎驾贡酒	5.54	6.03	8.88%	0.41	0.58	40.50%
	金徽酒	2.58	3.07	19.06%	0.28	0.36	29.40%
	金种子酒	2.25	2.42	7.30%	-0.01	-0.01	13.51%
	青青稞酒	2.17	2.23	2.96%	0.04	0.01	-66.54%
	皇台酒业	0.28	0.01	-98.05%	-0.41	-0.17	-59.24%

来源: wind、中泰证券研究所

- 环比数据来看: 区域强势酒企和低端酒龙头加速增长愈加凸显。从报表来看, 一二线以及三线区域强势酒企业绩继续环比加速增长, 考虑到基

数因素，全年来看企业之间表现可能与上半年有所不同。具体来看，一线酒去年三季度基数均较高，后续季度增速环比加快的可能性较小，因此全年业绩有望回归稳健增长。二三线酒中的次高端全国性名酒，二季度收入增速开始放缓，我们认为这是经过低基数快速扩张后迎来的正常增速回归过程，基本在预期之内，预计未来业绩仍有望维持加快增长态势。本质上业绩持续加速增长的是古井贡酒、口子窖、洋河股份和顺鑫农业，核心逻辑主要是区域市场次高端价位产品爆发增长以及中低端市场加速集中。

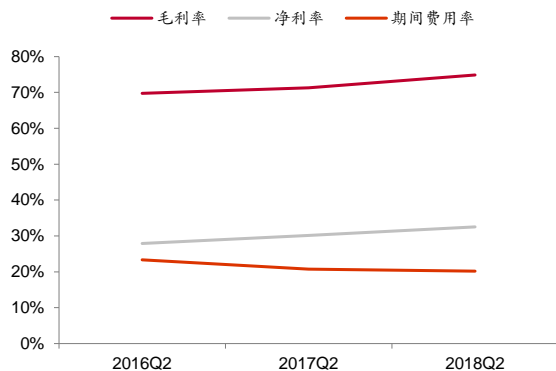
图表 5: 18Q2 区域强势酒和低端酒龙头加速增长势头愈加凸显

	公司名称	收入			净利润		
		18Q1 同比	18Q2 同比	18H1 同比	18Q1 同比	18Q2 同比	18H1 同比
一线白酒	贵州茅台	32.21%	45.56%	38.30%	38.93%	41.53%	40.12%
	五粮液	36.80%	37.73%	37.10%	38.35%	55.20%	43.02%
	泸州老窖	26.20%	24.73%	25.50%	32.74%	35.67%	34.08%
二线白酒	洋河股份	25.68%	26.97%	26.10%	26.69%	31.28%	28.06%
	山西汾酒	48.56%	45.30%	47.40%	51.82%	69.50%	55.76%
	古井贡酒	17.80%	48.50%	30.30%	42.50%	120.61%	62.59%
三线白酒	口子窖	21.02%	27.51%	23.70%	37.20%	43.15%	39.45%
	水井坊	87.73%	33.03%	59.00%	68.01%	404.01%	133.59%
	舍得酒业	21.95%	10.05%	15.80%	102.55%	286.81%	166.05%
	酒鬼酒	46.12%	36.60%	41.30%	68.88%	13.55%	38.30%
	今世缘	31.23%	30.52%	31.00%	32.11%	31.53%	31.87%
	老白干酒	6.14%	75.05%	31.80%	80.97%	1058.63%	208.01%
	顺鑫农业	3.37%	20.52%	10.50%	94.61%	103.98%	96.78%
	伊力特	8.63%	36.30%	20.40%	8.42%	88.12%	33.28%
	迎驾贡酒	11.87%	8.88%	10.80%	12.46%	40.50%	15.96%
	金徽酒	5.44%	19.06%	10.30%	6.63%	29.40%	11.15%
	金种子酒	-11.64%	7.30%	-4.19%	17.13%	13.51%	18.00%
	青青稞酒	5.04%	2.96%	4.48%	-14.93%	-66.54%	-16.98%
	皇台酒业	-21.59%	-98.05%	-78.40%	-2.36%	-59.24%	45.29%

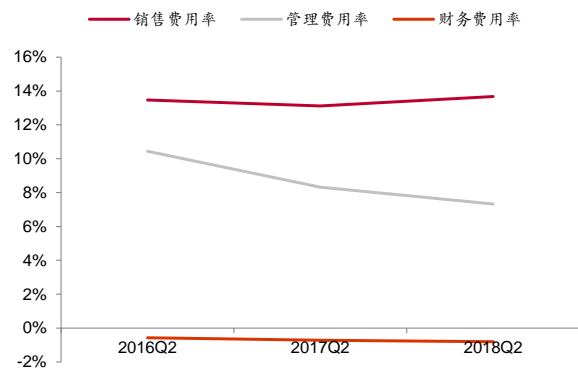
来源: wind、中泰证券研究所

### 毛利率持续上移+费用率小幅下降，驱动盈利能力进一步提升

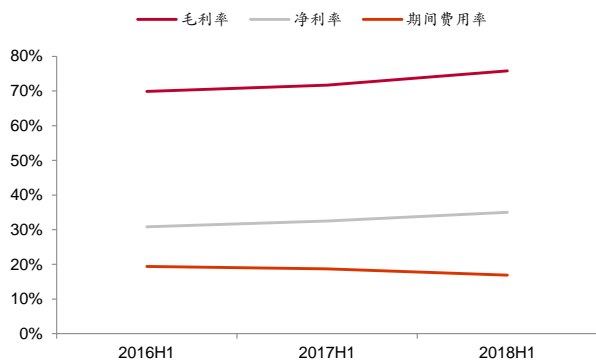
- 白酒板块毛利率持续提升，费用率小幅下降。**受益产品结构升级和核心产品提价效应，2018 年白酒板块毛利率继续大幅提升，费用管控强化致使费用率小幅下行，受部分酒企消费税基数影响，净利率提升幅度当期受到限制。18Q2 白酒板块毛利率为 74.87%，同比提高 3.60pct；期间费用率为 20.21%，同比下降 0.51pct，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率同比变动分别为 0.56pct、-0.99pct、-0.09pct；净利率为 32.51%，同比提高 2.34pct。18H1 白酒板块毛利率为 75.80%，同比提高 4.11pct；期间费用率为 16.91%，同比下降 1.79pct，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率同比变动分别为-0.73pct、-1.09pct、0.03pct；净利率为 35.03%，同比提高 2.54pct。

**图表 6: 18Q2 白酒板块毛利率同比提高 3.60pct**


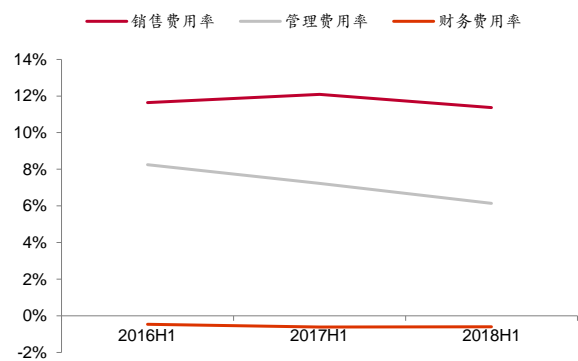
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 7: 18Q2 白酒板块费用率同比下降 0.51pct**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 8: 18H1 白酒板块毛利率同比提高 4.11pct**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 9: 18H1 白酒板块费用率同比下降 1.79pct**


来源: wind、中泰证券研究所

- 部分名酒毛利率出现下滑,但整体板块结构升级趋势仍在继续。从 18Q2 来看,19 家白酒上市公司中有 10 家的毛利率是提升的,数量上来看比之前有所减少,但本质上名酒毛利率下降主要是低端产品快速增长所致,其中高端产品结构仍是上移的,但过去 2 年多次提价后目前的提价节奏确实在放缓,净利率提升的企业数量为 14 家。从 18H1 来看,19 家白酒上市公司中毛利率提升的有 12 家,净利率提升的有 17 家之多。

**图表 10: 18Q2 名酒整体毛利率保持稳步上行趋势**

	公司名称	毛利率 (%)			净利率 (%)		
		2017Q2	2018Q2	同比	2017Q2	2018Q2	同比
一线白酒	贵州茅台	87.74	90.54	2.81	50.54	48.90	-1.64
	五粮液	73.73	72.18	-1.55	26.56	29.91	3.35
	泸州老窖	66.72	75.19	8.46	28.11	30.31	2.20
二线白酒	洋河股份	57.33	65.24	7.91	29.49	30.56	1.07
	山西汾酒	70.36	67.30	-3.06	11.92	13.68	1.77
	古井贡酒	71.44	76.44	5.00	10.23	14.55	4.32
三线白酒	口子窖	70.59	73.90	3.31	27.88	31.30	3.42
	水井坊	78.60	81.58	2.98	5.06	19.16	14.10
	舍得酒业	81.60	69.37	-12.22	4.75	18.81	14.06
	酒鬼酒	77.00	75.76	-1.24	23.92	20.11	-3.81
	今世缘	65.01	67.79	2.78	39.51	39.93	0.41
	老白干酒	70.07	63.39	-6.69	1.50	9.92	8.42
	顺鑫农业	33.24	35.62	2.37	2.20	3.48	1.28
	伊力特	47.83	46.33	-1.50	14.28	20.37	6.09
	迎驾贡酒	53.27	52.79	-0.48	7.34	9.60	2.26
	金徽酒	62.89	64.45	1.56	10.93	11.88	0.95
	金种子酒	47.50	46.83	-0.67	-0.42	-0.45	-0.03
	青青稞酒	65.14	63.63	-1.52	1.28	-0.01	-1.29
	皇台酒业	30.57	-398.62	-429.19	-145.59	-3037.30	-2891.71

来源: wind、中泰证券研究所

**图表 11: 18H1 酒企毛利率延续上行趋势**

	公司名称	毛利率 (%)			净利率 (%)		
		2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
一线白酒	贵州茅台	89.62	90.94	1.32	49.79	50.67	0.88
	五粮液	71.65	72.84	1.19	33.22	34.84	1.62
	泸州老窖	68.57	74.91	6.35	29.50	31.71	2.21
二线白酒	洋河股份	59.90	71.50	11.60	33.82	34.42	0.59
	山西汾酒	71.08	69.65	-1.43	18.76	20.04	1.27
	古井贡酒	75.12	78.20	3.08	15.59	19.14	3.55
三线白酒	口子窖	71.90	74.39	2.49	30.12	33.96	3.84
	水井坊	78.02	81.14	3.11	13.62	20.02	6.39
	舍得酒业	73.53	69.42	-4.11	7.09	17.68	10.59
	酒鬼酒	76.94	78.35	1.41	21.81	21.87	0.05
	今世缘	70.68	71.93	1.25	35.99	36.29	0.30
	老白干酒	61.60	62.64	1.04	4.29	10.03	5.74
	顺鑫农业	36.16	39.75	3.59	3.81	6.62	2.81
	伊力特	48.58	48.27	-0.32	19.50	21.90	2.40
	迎驾贡酒	61.03	61.02	-0.01	21.07	22.06	0.99
	金徽酒	63.15	62.95	-0.20	19.70	19.85	0.15
	金种子酒	51.35	49.03	-2.32	0.97	1.20	0.23
	青青稞酒	65.78	66.34	0.56	15.54	12.22	-3.32
	皇台酒业	35.02	-26.66	-61.68	-143.35	-363.18	-219.83

来源: wind、中泰证券研究所



## 行业展望：预收款如期下行，茅台稳价有助拉长景气周期

打款政策调整致预收款下滑，未来下行趋势将是常态

- 茅台打款周期缩短致预收款如期下滑，酒企整体回款趋势仍旧健康。18H1 白酒板块预收款为 250.28 亿元，同比下降 19.48%，其中贵州茅台和五粮液预收款分别为 99.40、44.19 亿元，同比下降 44.09%、19.82%，茅台主要是打款周期缩短所致，五粮液主要是去年四季度提价后年初集中打款所致，应理性看待这一趋势，随着回款周期的严格实施，未来预收款下行将是常态。二三线名酒中，洋河、古井、口子窖、顺鑫、汾酒等回款趋势仍旧向好，反映需求端继续保持旺盛势头。

图表 12：18H1 酒企整体预收账款同比继续下降（亿元）

	公司名称	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	18H1 同比
一线白酒	贵州茅台	40.45	8.35	5.44	23.37	114.81	177.80	99.40	-44.09%
	五粮液	74.80	33.86	11.89	6.22	44.17	55.11	44.19	-19.82%
	泸州老窖	23.81	20.67	13.24	10.85	6.62	8.14	10.94	34.38%
二线白酒	洋河股份	6.72	2.41	2.03	1.57	11.32	14.63	20.58	40.69%
	山西汾酒	5.57	2.84	1.80	3.03	2.96	3.71	8.20	120.79%
	古井贡酒	0.82	2.34	2.93	5.91	10.59	7.35	8.03	9.22%
三线白酒	口子窖				1.73	2.29	4.50	5.86	30.00%
	水井坊	0.50	0.14	0.46	0.31	0.36	0.69	0.33	-52.55%
	舍得酒业	1.71	1.43	1.36	1.69	1.38	1.46	1.32	-9.30%
	酒鬼酒	4.64	0.82	1.13	1.28	1.55	1.11	0.91	-17.80%
	今世缘			1.42	1.03	1.01	1.82	2.37	30.56%
	老白干酒	5.42	6.96	6.75	7.38	3.81	6.71	6.33	-5.69%
	顺鑫农业	2.91	8.66	18.48	14.15	16.21	20.87	34.41	64.94%
	伊力特	2.61	0.81	1.32	0.72	0.65	1.12	1.53	36.93%
	迎驾贡酒				1.79	2.99	2.53	2.99	18.20%
	金徽酒					1.32	1.22	1.60	30.72%
	金种子酒	1.11	1.40	4.65	3.04	1.77	1.75	0.96	-45.44%
	青青稞酒	0.23	0.26	0.15	0.09	0.12	0.20	0.23	11.89%
皇台酒业	0.15	0.07	0.10	0.13	0.21	0.09	0.11	20.90%	

来源：wind、中泰证券研究所

- 部分名酒现金流同比下滑，整体趋势仍旧向好。从 19 家白酒上市公司来看，18Q2 和 18H1 经营活动产生的现金流量净额同比增长或者改善的分别有 13 家、12 家，整体趋势仍旧向好，茅台现金流仍是表现最为靓丽的，但部分名酒现金流出现下滑情况，比较典型的是五粮液和泸州老窖，主要是应收票据增加所致，反映经销商盈利能力相对较低，我们也看到三季度两家酒企控量挺价策略积极推出，目前一批价稳步上行，预计后续渠道利润抬升后报表现现金流有望得到改善。

图表 13: 18Q2 部分酒企经营性净现金流下滑 (亿元)

	公司名称	2012Q2	2013Q2	2014Q2	2015Q2	2016Q2	2017Q2	2018Q2	18Q2 同比
一线白酒	贵州茅台	31.20	44.25	41.15	27.90	61.68	8.26	128.00	1448.86%
	五粮液	22.66	3.61	3.75	11.84	35.52	13.21	-18.01	-236.36%
	泸州老窖	16.68	4.92	2.62	-9.17	8.37	12.03	0.61	-94.89%
二线白酒	洋河股份	-0.87	4.18	-2.63	3.05	3.28	-2.94	-2.33	改善
	山西汾酒	3.64	-1.54	1.20	2.14	0.67	2.28	-2.59	-213.81%
	古井贡酒	1.92	-3.38	-1.62	0.28	-1.50	-2.23	4.75	增长
三线白酒	口子窖	0.00	0.00	0.00	1.86	0.67	0.88	1.65	86.50%
	水井坊	0.43	-2.04	-0.33	-0.76	0.13	-0.62	0.81	增长
	舍得酒业	1.57	-1.43	-0.33	-0.90	-0.51	-0.54	-1.07	下滑
	酒鬼酒	1.57	-1.65	-0.20	0.72	0.20	0.22	0.76	244.35%
	今世缘	0.00	0.00	1.26	0.52	1.58	2.80	2.46	-12.07%
	老白干酒	-0.63	-0.28	-0.95	-0.04	0.50	-2.37	-0.68	改善
	顺鑫农业	-2.48	-1.94	0.16	0.04	2.84	-0.21	6.10	增长
	伊力特	1.56	0.04	-0.68	0.65	1.35	0.24	-1.11	-567.42%
	迎驾贡酒	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.18	-0.71	-0.36	改善
	金徽酒	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.25	-0.07	改善
	金种子酒	2.87	1.07	-0.32	1.43	-1.05	-0.52	-0.31	改善
	青青稞酒	0.04	-0.58	-0.70	-0.78	-0.12	-0.57	-0.88	56.22%
皇台酒业	-0.03	0.22	0.02	0.02	0.06	-0.15	0.00	改善	

来源: wind、中泰证券研究所

图表 14: 18H1 部分酒企经营性净现金流下滑 (亿元)

	公司名称	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	18H1 同比
一线白酒	贵州茅台	44.60	52.15	42.89	49.02	136.04	69.35	177.35	155.72%
	五粮液	39.48	14.98	-18.27	31.17	43.11	31.65	5.97	-81.15%
	泸州老窖	22.72	6.87	11.77	-12.34	15.62	13.48	4.10	-69.58%
二线白酒	洋河股份	28.53	24.33	13.00	29.03	28.44	8.76	16.59	89.28%
	山西汾酒	6.52	-2.50	3.49	2.82	1.16	1.71	-0.15	-108.58%
	古井贡酒	1.48	1.43	-0.76	3.36	3.26	4.25	6.69	57.26%
三线白酒	口子窖	0.00	0.00	0.00	0.34	-0.28	2.86	0.05	-98.32%
	水井坊	0.54	-2.72	-0.95	0.36	0.88	1.07	-0.12	-111.13%
	舍得酒业	2.94	0.78	-0.91	0.05	0.10	0.42	1.42	234.01%
	酒鬼酒	3.02	-3.46	-1.17	1.10	0.49	-0.03	0.75	增长
	今世缘	0.00	0.00	1.31	2.76	4.20	4.74	3.95	-16.64%
	老白干酒	-1.28	-0.07	1.13	1.37	-1.73	-3.34	0.19	增长
	顺鑫农业	-2.75	5.10	4.93	4.28	6.16	6.31	14.84	135.18%
	伊力特	1.94	0.71	-0.32	0.66	2.26	0.11	0.60	449.57%
	迎驾贡酒	0.00	0.00	0.00	0.35	0.84	-0.82	-0.35	改善
	金徽酒	0.00	0.00	0.00	0.00	0.89	-0.56	0.74	增长
	金种子酒	3.33	2.31	-0.40	2.84	-1.63	-2.00	-2.15	下滑
	青青稞酒	2.16	1.57	0.95	1.84	1.75	-0.38	0.04	增长
皇台酒业	0.02	0.04	-0.16	0.04	-0.44	-0.18	-0.01	改善	

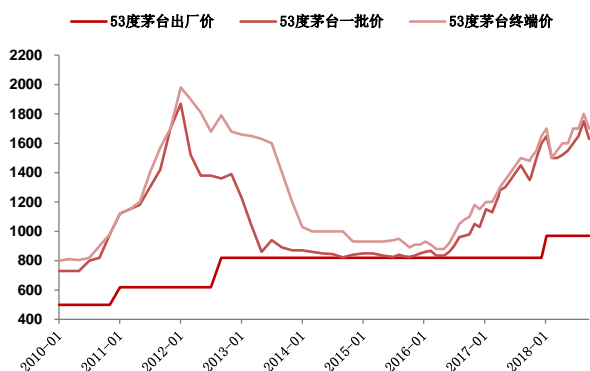
来源: wind、中泰证券研究所

### 茅台稳价利于渠道动销, 有助拉长行业景气周期

- 茅台旺季屡出控价策略, 实则利于行业长期健康发展。根据微酒显示, 茅台经销商于今年 12 月底前可提前执行 2019 年 1-2 月计划, 这与 8 月底前就执行 9-10 月计划正好相接, 我们认为这显示出下半年公司稳价的

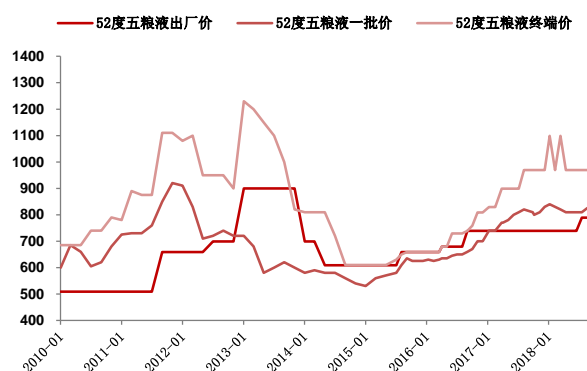
强烈决心。近期渠道跟踪反馈，飞天茅台一批价有所降温，基本回归到1630-1650元，部分经销商已于8月底打款9-10月合并订单，我们预计随着后续逐步放量，中秋旺季一批价有望逐步稳定在1500元以上，亦有望改善三季度业绩高基数影响。自6月底起，普五和国窖均积极实施控量挺价策略，效果逐步显现，目前普五一批价上行至830元左右，国窖1573一批价在主流市场为720-730元，华东市场一批价在800-840元，整体来看茅台在旺季稳价有助于行业健康发展，未来行业景气度有望拉长。

**图表 15: 旺季前飞天茅台一批价下行至 1650 元**



来源: wind、经销商渠道、中泰证券研究所 单位: 元/瓶

**图表 16: 普五挺价后一批价上行至 830 元左右**



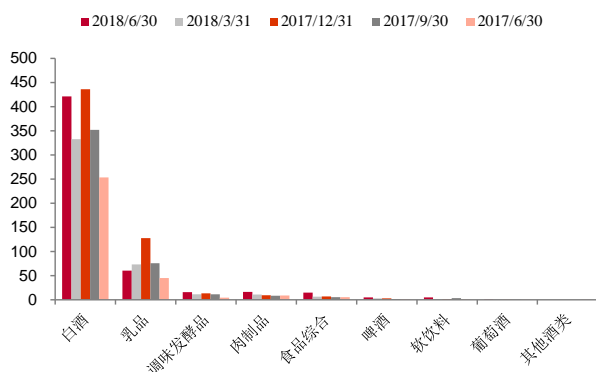
来源: wind、经销商渠道、中泰证券研究所 单位: 元/瓶

## 持仓以及估值: 持仓大幅上升, 估值回落至中枢下方

### 18Q2 白酒持仓大幅上升

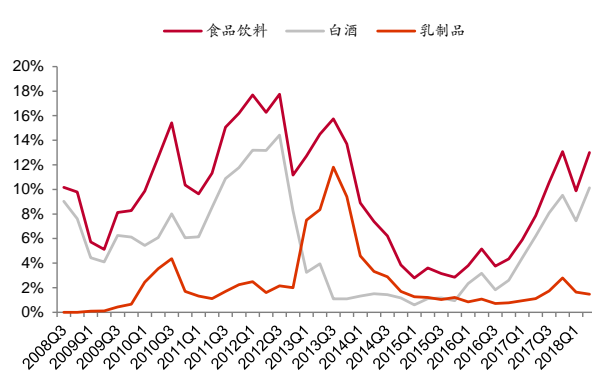
- **18Q2 行业持仓大幅上升, 主要来自于白酒贡献。**依据我们策略组测算, 截止2018年二季度末, 食品饮料持仓为13.01%, 环比大幅提高3.13pct, 主要来自于白酒大幅增仓, 其中白酒持仓为10.13%, 环比提高2.68pct, 持仓市值为421.43亿元。

**图表 17: 白酒持仓市值大幅上升 (亿元)**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 18: 18Q2 白酒持仓大幅至 10.13%**



来源: wind、中泰证券研究所

估值回落至历史中枢靠下位置

- 目前白酒板块 PE-TTM 为 22，回落至历史估值中枢靠下水平，名酒对应 2018 年 PE 基本在 20 倍以下，随着 9 月 MSCI 的进一步落地，我们认为稀缺的优秀白酒股将得到更多海外投资者的青睐，若中秋旺季销售趋势积极向好，名酒估值有望加速修复。

图表 19: 白酒 TTM 估值回落至 22 倍



来源: wind、中泰证券研究所

投资建议: 高端酒长线配置时点凸显，加配二三线弹性标的

估值回落安全边际凸显，继续配置一线和二三线弹性标的

- 中报顺利收官，积极看待旺季动销。白酒板块中报业绩普遍高增，多数酒企业绩仍在加速增长。近期我们跟踪的渠道反馈名酒旺季前备货节奏正常，多数经销商对中秋销售态度相对积极，但市场仍旧弥漫悲观预期，我们认为估值显著回落后无需对板块过于担忧。短期来看，三季度旺季动销是市场的核心关注点，终端实际动销质量需在中秋前一周进行确认，目前高端酒龙头茅台提前执行 10 月份计划，有望增厚三季度业绩，去年高基数因素担心得到消除；区域酒去年同期收入基数较低，加上今年中秋在 9 月下旬，与国庆假期错开有利于旺季充分动销，整体三季度业绩值得期待。中长期来看，市场对明年名酒增速悲观预期过度，经济增速下行压力会导致白酒行业增速放缓，但名酒不增长甚至负增长的可能性很小，目前名酒的渠道库存基本在 1-2 月，与前几轮行业周期顶点相比渠道要健康的多，同时企业管理层的前瞻准备能力显著提升，酒企频繁交流实现合作共赢的思想亦有助增强企业抗风险能力。目前名酒估值多数在 20 倍以下，基于行业强壁垒以及增长的确定性较高，我们认为安全边际进一步凸显，建议以全年视角配置高端酒，继续重推茅台、五粮液、老窖，二三线酒超额收益仍在，继续重推洋河、古井、口子窖、顺鑫、汾酒等。

重点推荐：茅台、五粮液、老窖、洋河、古井、口子窖、顺鑫、汾酒

- **贵州茅台：稳字当头，明年仍值得期待。**我们预计公司 2018-20 年营业收入分别为 781.97/949.24/1143.00 亿元，同比增长 28.06%/21.39%/20.41%；净利润分别为 366.86/450.58/548.51 亿元，同比增长 35.48%/22.82%/21.73%，对应 EPS 分别为 29.20/35.87/43.66 元，重申“买入”评级。
- **五粮液：业绩加速增长，改革红利持续释放。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 392.52/479.90/579.82 亿元，同比增长 30.03%/22.26%/20.82%；净利润分别为 131.87/164.45/201.58 亿元，同比增长 36.32%/24.70%/22.58%，对应 EPS 分别为 3.47/4.33/5.31 元，重申“买入”评级。
- **泸州老窖：业绩稳健增长，中档酒加快发力。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 130.33/160.49/192.80 亿元，同比增长，25.38%/23.14%/20.13%；净利润分别为 35.50/44.76/55.40 亿元，同比增长 38.78%/26.09%/23.77%，对应 EPS 分别为 2.42/3.06/3.78 元，重申“买入”评级。
- **洋河股份：梦之蓝强力增长，双击在望。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 246.03/296.80/355.26 亿元，同比增长 23.52%/20.64%/19.70%；净利润分别为 84.14/105.98/130.53 亿元，同比增长 26.96%/25.95%/23.17%，对应 EPS 分别为 5.58/7.03/8.66 元。
- **古井贡酒：收入加速增长，业绩弹性十足。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 85.21/103.40/124.97 亿元，同比增长 22.28%/21.35%/20.87%；净利润分别为 16.42/22.18/29.15 亿元，同比增长 42.97%/35.05%/31.40%，对应 EPS 分别为 3.26/4.40/5.79 元，重申“买入”评级。
- **口子窖：业绩持续超预期，价值更为凸显。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 44.40/53.91/64.33 亿元，同比增长 23.25%/21.43%/19.31%；净利润分别为 15.35/18.84/22.68 亿元，同比增长 37.87%/22.71%/20.37%，对应 EPS 分别为 2.56/3.14/3.78 元，重申“买入”评级。
- **顺鑫农业：牛栏山继续加速增长，未来成长空间仍足。**我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 126.92、137.86、151.97 亿元，同比增长 8.16%、8.62%、10.24%；实现净利润分别为 8.55、10.50、13.49 亿元，同比增长 94.96%、22.82%、28.52%，对应 EPS 分别为 1.50、1.84、2.36 元，重申“买入”评级。
- **山西汾酒：二季度延续高增长，省外占比持续提升。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 90.43/111.92/130.69 亿元，同比增长 49.78%/23.77%/16.77%；净利润分别为 14.87/19.93/24.50 亿元，同比增长 57.54%/34.02%/22.92%，对应 EPS 分别为 1.72/2.30/2.83 元，重申“买入”评级。

**图表 20: 重点白酒公司盈利预测表**

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
贵州茅台	659.19	8279.4	21.56	29.20	35.87	30.6	22.6	18.4	买入
五粮液	61.90	2349.7	2.55	3.47	4.33	24.3	17.8	14.3	买入
泸州老窖	43.09	604.1	1.80	2.42	3.06	23.9	17.8	14.1	买入
洋河股份	115.33	1738.0	4.40	5.58	7.03	26.2	20.7	16.4	买入
古井贡酒	78.47	395.5	2.28	3.18	4.31	34.4	24.7	18.2	买入
山西汾酒	47.30	409.6	1.09	1.72	2.30	43.4	27.5	20.6	买入
口子窖	49.05	294.3	1.86	2.56	3.14	26.4	19.2	15.6	买入
水井坊	43.60	213.2	0.69	1.22	1.59	63.2	35.7	27.4	买入
沱牌舍得	26.50	89.3	0.43	0.93	1.33	61.6	28.5	19.9	买入
顺鑫农业	42.34	241.8	0.77	1.50	1.84	55.0	28.2	23.0	买入
伊力特	18.13	80.0	0.80	1.07	1.34	22.7	16.9	13.5	买入
老白干酒	17.03	74.6	0.37	0.73	1.04	46.0	23.3	16.4	买入
迎驾贡酒	14.98	119.8	0.83	0.93	1.03	18.0	16.1	14.5	增持

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

- **中高端酒动销不及预期:** 近年来各地白酒消费档次提升明显, 但消费升级是一个相对缓慢的过程, 若宏观经济出现一定程度的波动, 白酒消费可能受存在一定影响, 中高端酒动销存在不及预期的可能。
- **三公消费限制力度持续加大:** 尽管公务消费占比逐年走低, 但是改革依旧进行, 不排除部分区域或者单位继续出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风, 进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险:** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击, 白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言, 更多的是安全事件, 带来的打击也是沉重的。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。