

2018年09月03日

食品饮料

白酒板块中报总结：刚需品种更优，新常态仍有信心

■食品饮料子板块白酒营收增速居首位。白酒中报优秀，业绩表现仍旧强劲，2018年二季度收入和净利润增速分别为36%和33%，在食品饮料子板块中收入增速位居首位。白酒板块跑赢大盘，三季度持仓比例预计小幅回落。年初以来白酒板块下跌7.59%，跑赢大盘8.67个百分点（截止8月29日），仍有相对收益。从基金持仓的角度来看，2018二季度白酒基本持仓比例为5.15%，环比上升0.30pct，其中贵州茅台、泸州老窖、洋河股份、等公司持仓比例小幅上升。7月以来白酒下跌17.32%，跑输大盘1.81pct，我们预计三季度持仓将有所回落。

■地产酒普遍超预期，逻辑持续验证。二季度洋河、古井、口子、今世缘收入增速分别为27%、49%、28%和30%，或同Q1保持接近，或显著提速（如古井），普遍超市场预期。洋河营收连续6个季度加速增长，业绩贴近预告上线。古井、口子、今世缘200-400元价位段的产品放量明显带动营收加速增长。同时收入增长的规模效应带动销售费用率下降，净利率上升。我们认为18年地产酒处于黄金发展期，18年下半年业绩稳健快速的态势有望延续。■从更长维度来看，品牌跃迁仍为白酒投资的核心因素。2016年初至今，白酒行业有五家公司涨幅超过100%，分别为水井坊（268%）、贵州茅台（227%）、山西汾酒（155%）、五粮液（152%）和古井贡酒（117%）。其中水井坊、山西汾酒从品牌力和渠道力方面均有明显改善，成为了次高端行业的明星股。贵州茅台、五粮液作为白酒行业的龙头公司，在行业快速发展的浪潮中，表现依旧亮眼。古井贡酒经历了多年的深耕，名酒复兴成功，持续领跑徽酒。

■受宏观经济增速放缓的影响，市场对白酒“可选品”属性担忧，白酒板块估值回落，但“刚需”品种表现仍优秀，新常态继续值得保持信心。我们定义白酒三个层次刚需，1) 高端核心刚需为茅台，核心高端需求稳定，供给保持紧张，价格和库存管控升级，投资收藏需求呈现刚性特征；2) 大众主流低档，高频次低单价，对经济波动不敏感，以顺鑫牛栏山为代表；3) 大众主流中档，100-300，全国范围的主流大众消费，稳步升级而来，其中企业主要以稳步结构升级实现增长，代表企业古井、口子等。后两者大众品属性强，刚需比例高，在当前背景下，其抗经济波动能力被认可。我们说的新常态是相对2016-2017年“强需求、低库存”而言，进入“正常库存，正常需求”。业绩和估值匹配情况下，平稳较快增长标的持续看好。

■投资建议：1) 白酒三季度表现值得期待，年底估值切换有望提前，继续看好品牌力强、渠道库存低、中报继续超预期的品种，建议核心组合：贵州茅台+洋河股份+古井贡酒+口子窖；2) 调味品板块受益于餐饮回暖、消费升级、集中度加速提升，继续看好中炬高新、涪陵榨菜，建议关注恒顺醋业；3) 乳品温和复苏趋势已经确立，伊利股份作为业绩底部反转向好的蓝筹，正从配置价值向趋势价格转变。

■风险提示：业绩波动，预期过高，估值分歧。

行业分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.91	10.50	13.59
绝对收益	2.49	-1.06	0.64

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

符蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060003
furong1@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 业绩综述：上半年食品饮料整体营收增速排名靠前，大众消费属性受偏爱	3
1.1. 白酒业绩综述：2018Q2 白酒在食品饮料板块中收入增速居首.....	5
1.2. 收入端：上半年高增，地产酒二季度加速.....	6
1.3. 利润端：地产酒一降双升延续，消费税影响弱化.....	8
1.4. 营运质量：营运指标良性，蓄水池依旧明显.....	11
2. 投资建议	12
3. 风险提示	12

图表目录

图 1： 2018 年二季度食品饮料板块收入增速排名偏前.....	3
图 2： 2018 年二季度食品饮料板块业绩增速排名偏前.....	3
图 3： 2018H1 食品饮料行业收入及增速.....	4
图 4： 2018H1 食品饮料行业利润及增速.....	4
图 5： 社会消费品零售总额 2018Q2.....	4
图 6： 食品制造行业收入 2018Q2.....	4
图 7： 2018Q2 食品综合、白酒、调味品等板块收入增速.....	4
图 8： 2018Q2 食品综合、白酒、调味品等板块利润增速.....	4
图 9： 年初至今涨跌幅（%）.....	5
图 10： 熔断日（2016/1/7）至今涨跌幅（%）.....	5
图 11： 今年以来白酒指数跑赢大盘.....	5
图 12： 二季度白酒机构持仓略有上升.....	5
图 13： 高端白酒营收维持较快增速.....	7
图 14： 次高端白酒营收仍处于向上通道.....	7
图 15： 区域酒龙头营收加速增长.....	7
图 16： 其他酒企收入保持平稳态势.....	7
图 17： 高端白酒利润水平基本与收入同比.....	8
图 18： 次高端白酒利润逐步释放.....	8
图 19： 地产酒龙头利润加速增长.....	9
图 20： 其他酒企利润较稳定.....	9
图 21： 白酒行业毛利率持续提升.....	10
图 22： 2018 二季度酒企毛利率提升明显.....	10
图 23： 2018 二季度各家公司销售费用投放有所差异.....	10
图 24： 2018 二季度多家品牌酒企管理费用率下降.....	10
图 25： 高端白酒现金流入/收入保持较高水平.....	11
图 26： 次高端白酒现金流入/收入季节性波动.....	11
图 27： 地产酒现金流入/收入指标良性.....	11
图 28： 其他白酒现金流入/收入指标较低.....	11

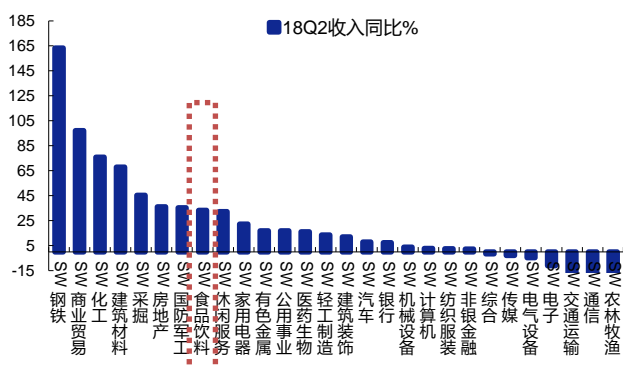
1. 业绩综述：上半年食品饮料整体营收增速排名靠前，大众消费属性受偏爱

2018年上半年食品饮料板块实现收入2976亿元，利润504亿元，分别同比增长17%和38%，收入增速在A股各行业中排名靠前，利润增速处在中游水平。单二季度食品饮料板块实现收入1372亿元，净利润218亿元，分别同比增长16%、33%，环比一季度下降29.97、14.45pct。分子行业来看，Q2白酒和饮料制造营收增速最为优秀，分别同比增长36%、26%。Q2食品综合类营收同比增长9%，主要原因是上海梅林和好想你新增并表子公司。乳制品板块二季度随着需求继续向好，收入增速有所加快。Q2板块利润端整体情况与收入较为一致。

受经济增速放缓的影响，防御型的大众消费属性受偏爱。食品股方面，涪陵榨菜，中炬高新等涨幅靠前，白酒方面经历了两年的快速上涨，今年大众品属性的顺鑫和地产酒表现更优。一方面，去年高端酒、次高端的量价齐升过于耀眼，相比之下今年的“稳增长”有些许暗淡。另一方面，大众品属性的顺鑫和地产酒受政商消费影响较小，大众品属性强，有稳定的刚性需求，抗风险能力强，在宏观情绪较悲观的情况下得到溢价。今年以来顺鑫的业绩爆发和地产酒的加速增长带来了更多惊喜，资金的配置也有所变化。

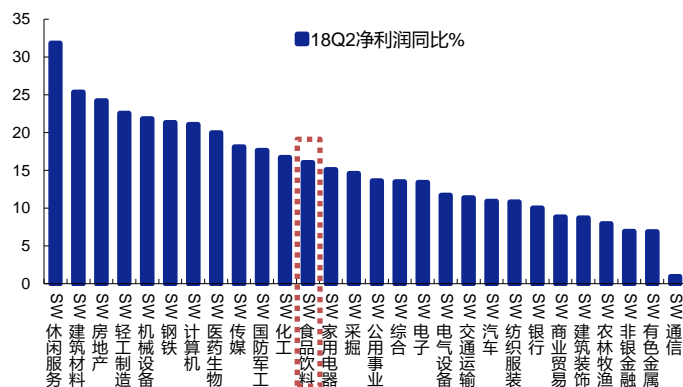
从更长维度来看，品牌跃迁仍为白酒投资的核心因素。2016年初至今，白酒行业有五家公司涨幅超过100%，分别为水井坊（268%）、贵州茅台（227%）、山西汾酒（155%）、五粮液（152%）和古井贡酒（117%）。其中水井坊、山西汾酒从品牌力和渠道力方面均有明显改善，成为了次高端行业的明星股。贵州茅台、五粮液作为白酒行业的龙头公司，在行业快速发展的浪潮中，表现依旧亮眼。古井贡经历了多年的深耕，坐上了徽酒的头把交椅。

图 1：2018 年二季度食品饮料板块收入增速排名靠前



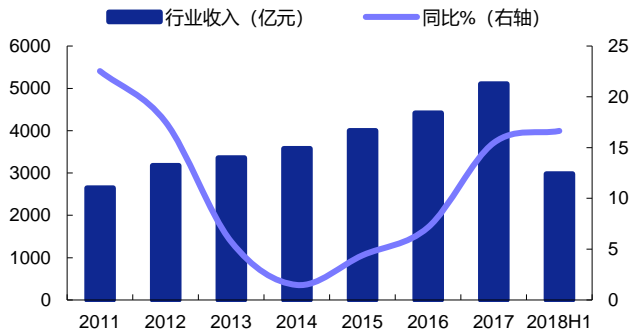
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：2018 年二季度食品饮料板块业绩增速排名靠前



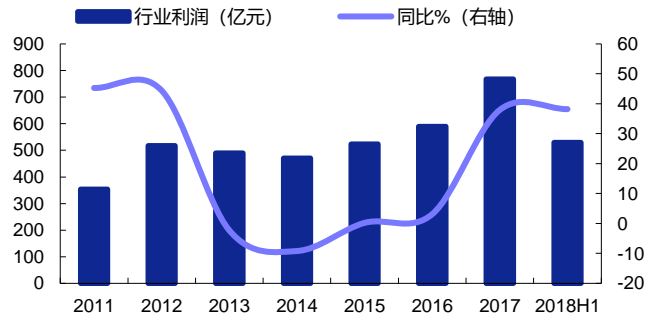
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：2018H1 食品饮料行业收入及增速



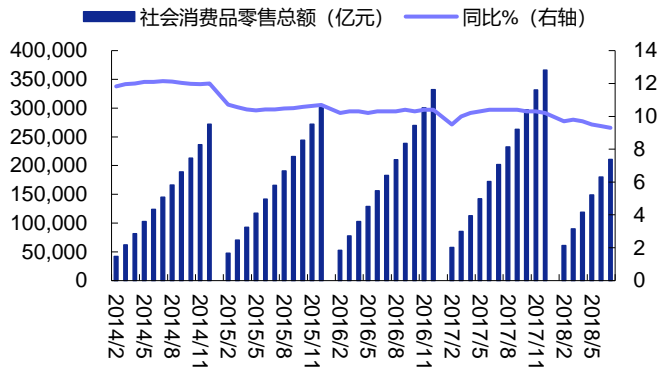
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：2018H1 食品饮料行业利润及增速



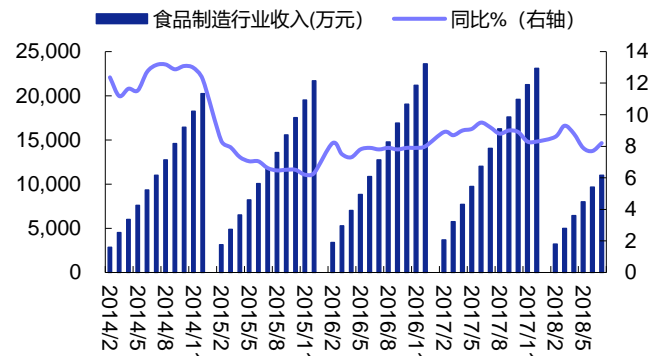
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：社会消费品零售总额 2018Q2



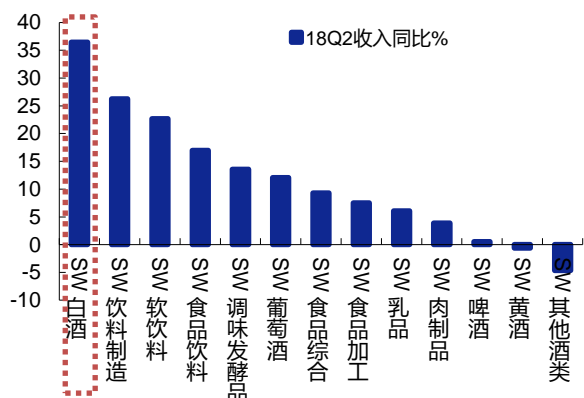
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：食品制造行业收入 2018Q2



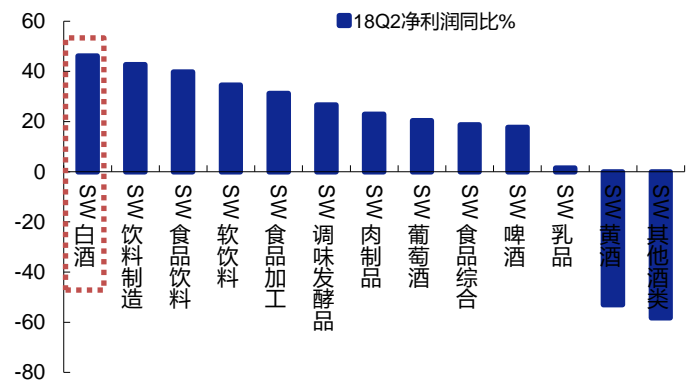
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：2018Q2 食品综合、白酒、调味品等板块收入增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：2018Q2 食品综合、白酒、调味品等板块利润增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：年初至今涨跌幅 (%)

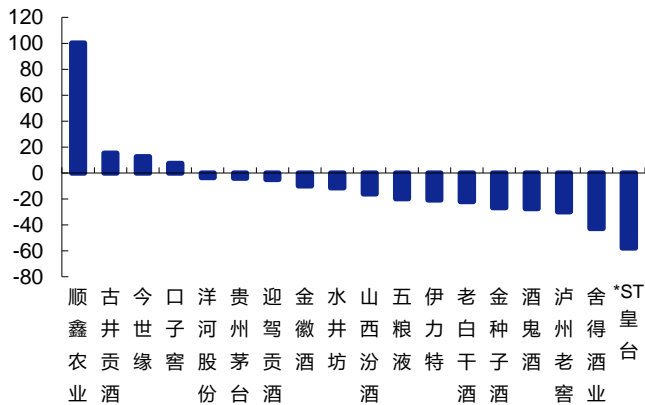
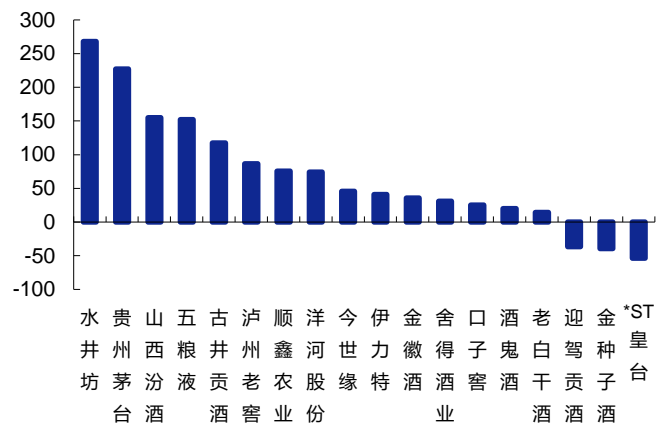


图 10：熔断日 (2016/1/7)至今涨跌幅 (%)



资料来源：wind, 安信证券研究中心

资料来源：wind, 安信证券研究中心

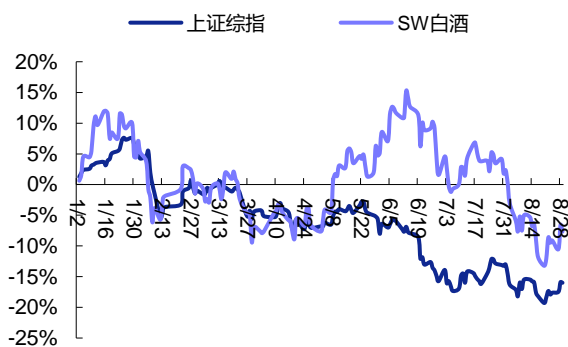
1.1. 白酒业绩综述：2018Q2 白酒在食品饮料板块中收入增速居首

食品饮料板块增速居前，其中白酒增速居首位。2018 年二季度食品饮料板块实现收入 1361 亿元，净利润 228 亿元，分别同比增长 16%和 33%，环比一季度下降 14.54、29.89pct，主要系春节错位影响一季度增速较高。收入和利润增速在申万一级行业中位居第 12 位和第 8 位。白酒业绩释放仍旧强劲，2018 年二季度收入和净利润增速分别为 36%和 33%，在食品饮料子板块中收入增速位居首位。

白酒板块跑赢大盘，三季度预计持仓比例小幅回落。年初以来白酒板块下跌 7.59%，跑赢大盘 8.67 个百分点（截止 8 月 29 日），跑赢沪深 300 指数 8.39 个百分点，仍有相对收益。从基金持仓的角度来看，2018 二季度白酒基本持仓比例为 5.15%，环比上升 0.30pct，其中贵州茅台、泸州老窖、洋河股份、等公司持仓比例小幅上升。三季度白酒下跌 17.32%，跑输大盘 1.81pct，我们预计三季度持仓将有所回落。

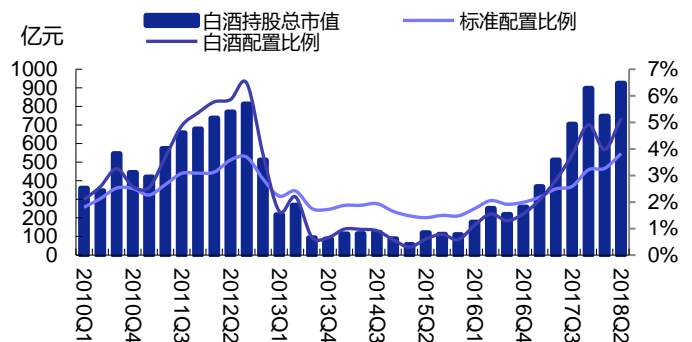
地产酒普遍超预期，逻辑持续验证。2018Q2 我们的预测业绩增速与实际值相比差异较大的有贵州茅台，古井贡酒，水井坊，舍得酒业，口子窖，其中超预期的品种主要为地产酒公司。茅台剔除茅台预收款环比下降的影响，茅台 2018Q2 收入增速 31%，与我们的预测值较为接近。

图 11：今年以来白酒指数跑赢大盘



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 12：二季度白酒机构持仓略有上升



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 1: 业绩增速预测值与实际值差异

代码	名称	收入增速				归母净利润增速			
		2018Q1	2018Q2 预测值	2018Q2 实际值	收入预测与实际增速差异	2018Q1	2018Q2 预测值	2018Q2 实际值	利润预测与实际增速差异
600519.SH	贵州茅台	31%	33%	46%	13%	40%	37%	42%	5%
000858.SZ	五粮液	37%	32%	38%	6%	39%	36%	55%	19%
000568.SZ	泸州老窖	26%	25%	25%	0%	35%	30%	36%	6%
000596.SZ	古井贡酒	18%	35%	49%	14%	41%	110%	121%	11%
600779.SH	水井坊	88%	45%	33%	-12%	68%	NA	404%	NA
002304.SZ	洋河股份	26%	24%	27%	3%	27%	26%	31%	5%
600809.SH	山西汾酒	49%	40%	45%	5%	55%	60%	70%	10%
600702.SH	舍得酒业	22%	26%	10%	-16%	111%	100%	287%	187%
603589.SH	口子窖	21%	22%	28%	6%	37%	25%	43%	18%
603369.SH	今世缘	31%	30%	30%	0%	32%	33%	31%	-2%
600197.SH	伊力特	9%	30%	36%	6%	8%	40%	88%	48%

资料来源: wind, 安信证券研究中心, *标红项预测与实际值差异较大

1.2. 收入端: 上半年高增, 地产酒二季度加速

根据我们对白酒上市公司分类(高端: 茅台/五粮液/泸州老窖, 次高端: 山西汾酒/水井坊/沱牌舍得, 地产酒龙头: 洋河股份/古井贡酒/口子窖, 其他等), 高端、次高端、地产酒和其他白酒 2018 二季度收入增速分别为 41%、35%、32%和 19%。

高端酒价格平稳供需平衡, 上半年茅台、五粮液增速维持高增速。其中茅台 Q2 收入同比增长 46.40%, 归母净利润同比增长 41.53%, 均较 Q1 明显加速。五粮液 2018Q2 收入同比增长 38%左右, 利润总额同比增长 55%左右。泸州老窖 Q2 收入同比增长 25%, 利润同比增长 36%。

高端白酒是白酒行业景气度的风向标, 目前高端白酒价格可控, 渠道库存良性, 企业的理性程度高(没有盲目制定高目标, 没有盲目扩产能, 没有盲目提价格), 验证行业景气度延续。展望 2018 年下半年, 茅台“稳”、“增长”基调不变。半年报表明“将继续坚持能快则快, 不设上限, 不留后路”, 对公司后续业绩态度保持一定乐观。据糖酒快讯报道, 近期茅台在 2018 年半年营销工作会上表示, 下半年仍将保持稳增长, 表现为市场价格的稳定和市场的有序投放。

次高端铺货增速放缓, 实际动销增速仍可期。2017 年是次高端本轮拓张的第一年, 收入和业绩复苏式增长。今年次高端延续扩容趋势, 铺货的增速放缓但真实动销需求仍旧可期。增速回归, 行业健康增长, 展望下半年和明年仍有望维持较高增速。水井坊 18Q2 实现营业总收入 5.88 亿元, 同比增长 33.03%, 归母净利润 1.13 亿元, 同比增 404.01%。山西汾酒 18Q2 收入增速 45%, 利润同比增速 70%。舍得 Q2 收入同比增加 10%, 利润同比增长 287% 全年仍看好次高端, 2018 年次高端仍沐好春光, 一旦有催化剂, 次高端板块具体表现是可期的。

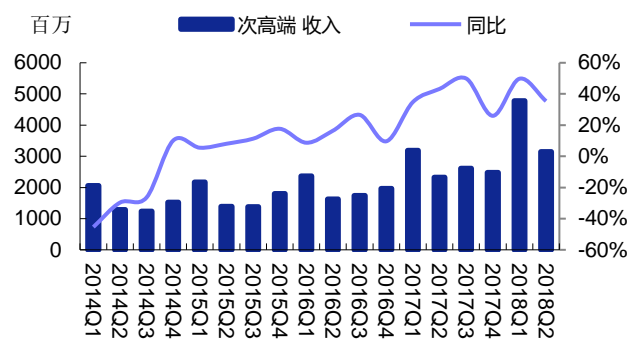
地产酒逻辑逐步兑现, Q2 加速增长表现超预期。二季度洋河、古井、口子、今世缘收入增速分别为 27%、49%、28%和 30%, 超市场预期。洋河营收连续 6 个季度加速增长, 业绩贴近预告上线。分地区来看, 省内消费升级明显, 增速创近五年新高。古井、口子、今世缘 200-400 元价位段的产品放量明显带动营收加速增长。收入高增主要得益于消费升级带动公司销售结构自然升级。同时收入增长的规模效应带动销售费用率下降, 净利率上升。我们认为 18 年地产酒进入黄金发展期, 18 年下半年业绩高增态势有望延续。

图 13: 高端白酒营收维持较快增速



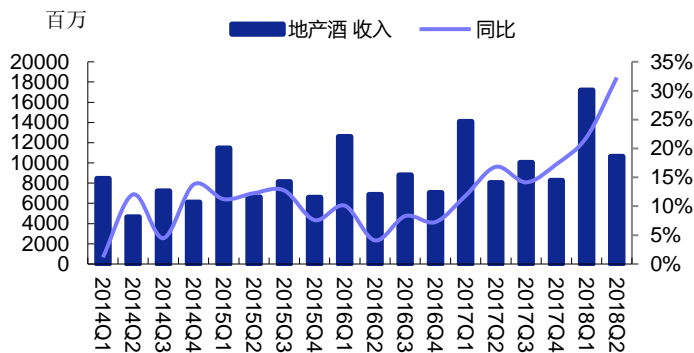
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 次高端白酒营收仍处于向上通道



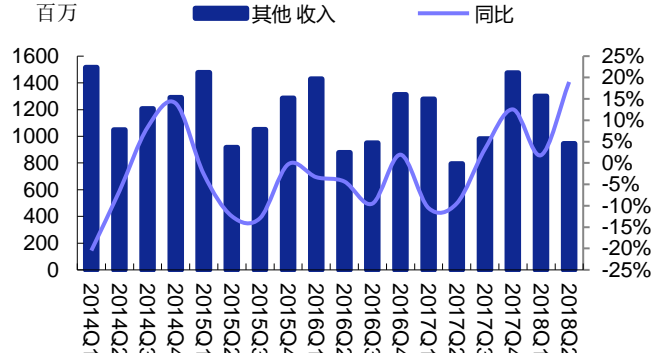
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 15: 区域酒龙头营收加速增长



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 其他酒企收入保持平稳态势



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: 白酒上市公司一季报中报业绩概览

证券简称	2018Q1				2018Q2			
	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)	营业收入 (亿元)	YoY (%)	归母净利润 (亿元)	YoY(%)
贵州茅台	183.95	32.21	85.07	38.93	168.56	45.56	72.57	41.53
五粮液	138.98	36.80	49.71	38.35	75.24	37.73	21.39	55.20
泸州老窖	33.70	26.20	12.11	51.86	30.50	24.73	9.08	35.67
山西汾酒	32.40	48.56	7.10	51.82	18.02	45.30	2.27	69.50
水井坊	7.48	87.73	1.55	68.01	5.88	33.03	1.13	404.01
沱牌舍得	5.20	21.95	0.83	102.55	4.98	10.05	0.83	286.81
酒鬼酒	2.65	46.12	0.63	68.88	2.58	36.60	0.52	13.55
洋河股份	95.38	25.68	34.75	26.69	50.05	26.97	15.30	31.28
古井贡酒	25.60	17.80	5.81	42.50	22.23	48.50	3.11	120.61
老白干酒	7.38	6.14	0.75	80.97	7.21	75.05	0.71	1,058.63
今世缘	14.92	31.23	5.09	32.11	8.71	30.52	3.47	31.53
迎驾贡酒	11.30	11.87	3.24	12.46	6.03	8.88	0.58	40.50
口子窖	12.50	21.02	4.49	37.20	9.09	27.51	2.85	43.15
金徽酒	4.87	5.44	1.21	6.63	3.07	19.06	0.36	29.40
金种子酒	3.07	(11.64)	0.07	17.13	2.42	7.30	(0.01)	13.51
伊力特	5.18	8.63	1.21	8.42	4.80	36.30	0.95	88.12

青青稞酒 4.75 5.04 0.87 (14.93) 2.23 2.96 0.01 (66.54)

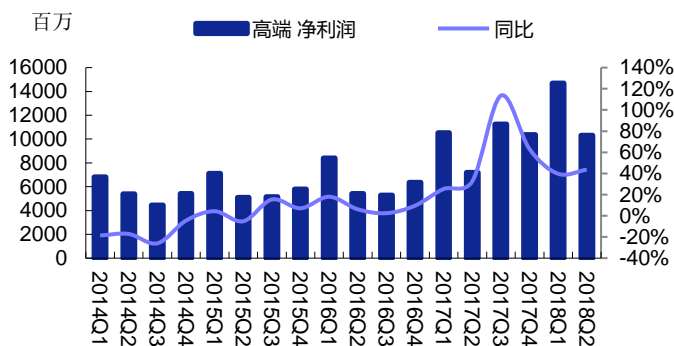
资料来源: Wind、安信证券研究中心 *注: 标红项为超预期指标

1.3. 利润端：地产酒一降双升延续，消费税影响弱化

高端、次高端、地产酒和其他白酒 2018 年二季度收入增速分别为 41%、35%、32%、19%。从历史的数据来看，高端酒利润稳健增长，增速基本与营收同步。次高端 2015 年开始扭亏为盈，业绩弹性较大，随着品牌力的提升营销投入将逐步放缓，今年增速回归，预计下半年能维持较高增速。2018 年 Q2 地产酒业绩表现亮眼，我们从年初开始重点强调“地产酒之春”的观点，随着地产酒中报的披露我们的核心逻辑“销售结构升级+费用率回落”得到持续验证。

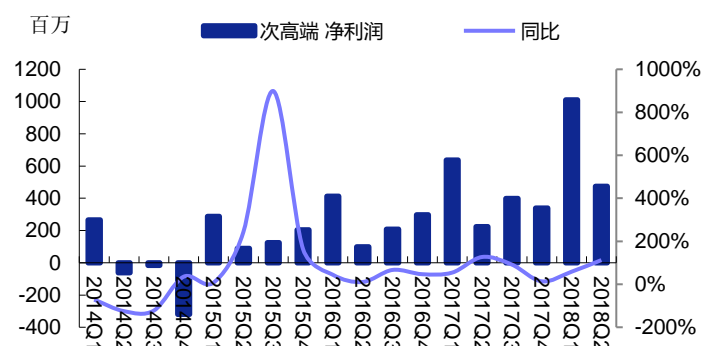
目前 300-600 元价位段高速发展，各品牌跑马圈地，省外品牌和本省品牌的攻守战正在进行。次高端品牌欲实现全国化，必须攻占各省份，水井坊讲文化，老窖提复兴，拔高品牌力。与此同时，丰厚的渠道利润吸引经销商，增强渠道推力。地产酒利润端表现优于收入，一降双升延续。从收入增速看古井，口子窖，今世缘，伊力特 2018 年 Q2 收入增速分别 49%，28%，30%，36%，为近三年来最高水平。净利润增速均超过 30%以上，古井，口子窖，今世缘，伊力特 2018 年 Q2 归母净利润增速分别 121%，43%，31%，88%，增速斜率向上。诸如老白干、古井、口子、今世缘在本地有口碑效应，消费者对产品升级的接受度较高，可以减少大规模的广告投放，随着消费升级，地产酒产品结构稳健向上。二季度洋河、古井、口子窖等地产酒龙头企业“一降双升”趋势明显，即毛利率升，费用率降，净利润率升。我们认为 18 年地产酒进入黄金发展期，18 年下半年业绩高增态势有望延续。

图 17：高端白酒利润水平基本与收入同比



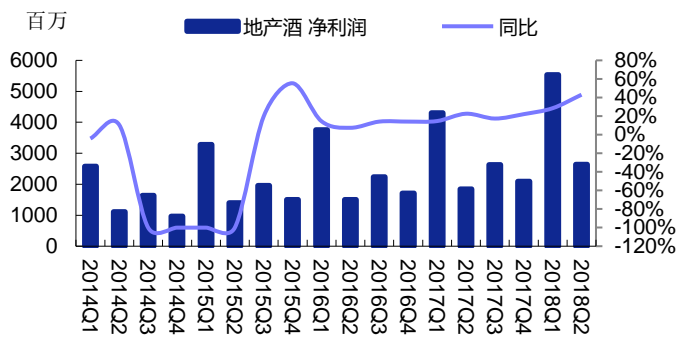
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 18：次高端白酒利润逐步释放



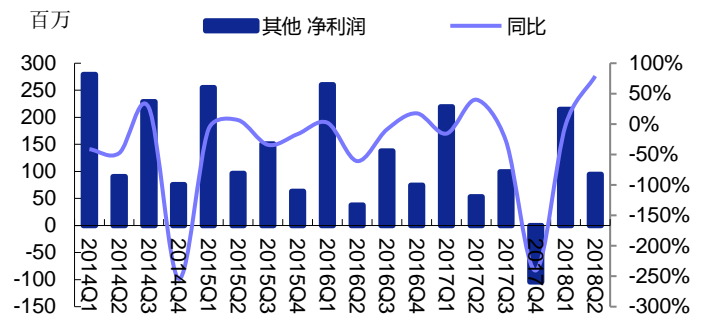
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 19: 地产酒龙头利润加速增长



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 20: 其他酒企利润较稳定



资料来源: Wind、安信证券研究中心

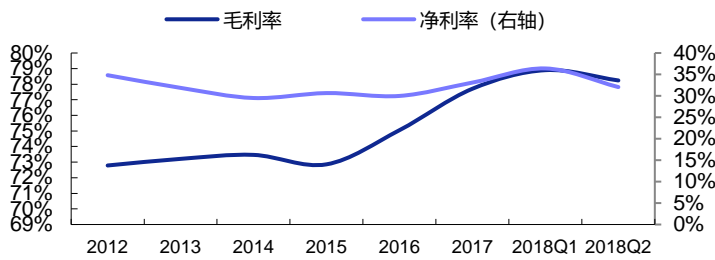
表 3: 地产酒龙头“一降双升”情况

上市公司	项目	2017Q2	2017 全年	2018Q2	同比增减 (pct)
古井贡酒	毛利率%	71.4	76.4	76.4	5.0
	销售费用率%	34.0	31.1	36.1	2.1
	净利润率%	10.2	16.5	14.5	4.3
口子窖	毛利率%	70.6	72.9	73.9	3.3
	销售费用率%	11.0	8.9	9.6	-1.4
	净利润率%	27.9	30.9	31.3	3.4
今世缘	毛利率%	65.0	71.8	67.8	2.8
	销售费用率%	7.6	14.5	9.0	1.4
	净利润率%	39.5	30.3	39.9	0.4
洋河股份	毛利率%	57.3	66.5	65.2	7.9
	销售费用率%	11.4	12	11.4	0
	净利润率%	29.5	33.3	30.6	1.1

资料来源: Wind、安信证券研究中心

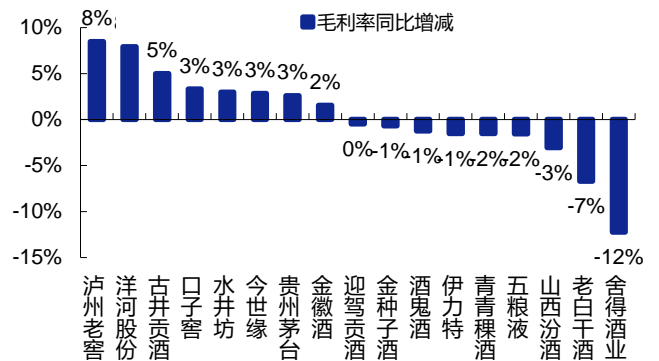
品牌跃迁与结构优化, 助推毛利率提升。毛利率提升明显的酒企主要有两类, 一是结构优化, 如洋河, 口子窖, 今世缘等地产酒龙头。受益于省内消费升级带动产品结构的上移, 叠加小幅提价效应。二是加强营销提升品牌力, 如老窖、水井等。水井坊讲文化, 老窖提复兴, 通过广告营销, 事件营销等方式不断拔高品牌力, 二季度销售费用率均小幅上升。水井坊, 古井, 泸州老窖 Q2 销售费用率同比提升 7%, 2%, 2%, 得益于品牌拉力的提高, 毛利率同比提升 3%, 5%, 8%, 对比来看老窖品牌投入对品牌力的拔高最具效率。虽然销售费用率提升短期对业绩增速有一定影响, 但从更长维度来看, 品牌仍是白酒企业的核心竞争力, 因此长期仍看好老窖, 古井等有名酒基因, 同时着力拔高品牌力的企业。管理费用方面, 多数白酒企业效率提升, 随着营收的增长一季度管理费用率有所下降。

图 21: 白酒行业毛利率持续提升



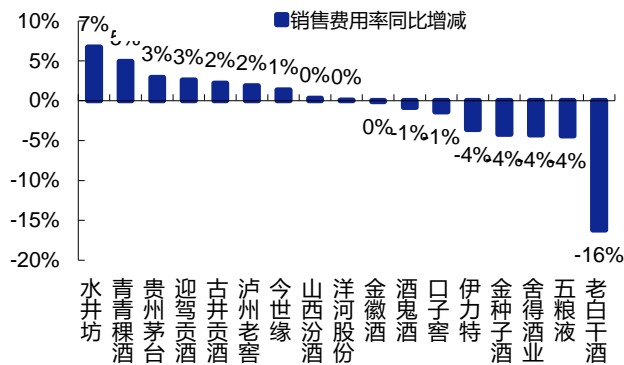
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 22: 2018 二季度酒企毛利率提升明显



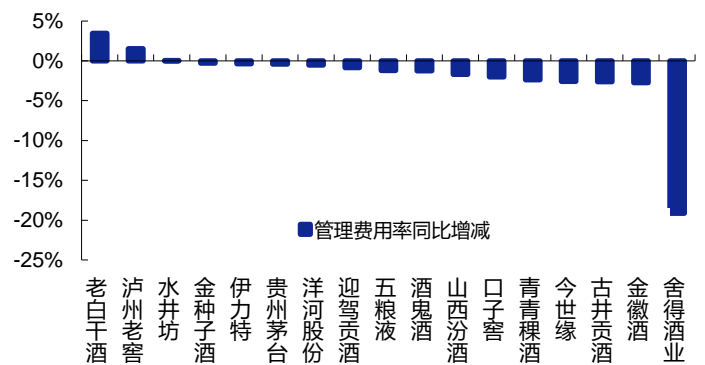
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 23: 2018 二季度各家公司销售费用投放有所差异



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 24: 2018 二季度多家品牌酒企管理费用率下降



资料来源: Wind、安信证券研究中心

后续营业税金率对盈利的影响有限。由于洋河股份、五粮液、泸州老窖、舍得酒业、泸州老窖等公司营业税金率 2017 年二季度基数较低，在一定程度上影响了 2018 年二季度的业绩增速。目前各家公司的营业税金率已基本上升到 13% 以上，后续的影响效应有限。随着消费税影响的淡化，白酒公司的净利率下半年有望进一步提升。

表 4: 白酒上市公司营业税金率变化 (%)

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
贵州茅台	14.2	12.5	15.8	11.9	13.7	12.5
五粮液	7.5	12.2	14.2	14.2	14.1	14.2
泸州老窖	8.5	12.6	14.7	15.5	10.2	12.3
山西汾酒	13.1	25.5	20.9	28.4	16.3	23.1
水井坊	9.6	16.9	15.1	16.1	14.4	14.2
舍得酒业	8.7	13.6	9.4	23.3	15.5	20.2
酒鬼酒	15.9	16.5	16.3	15.7	15.7	16.5
洋河股份	1.9	2.0	6.2	19.6	16.2	11.4
古井贡酒	16.7	16.3	16.2	16.0	14.7	15.9
老白干酒	14.6	16.2	15.0	16.7	14.7	15.1
今世缘	12.6	5.7	14.4	24.6	14.0	9.8
迎驾贡酒	14.9	17.2	16.7	15.3	15.3	16.8
口子窖	17.6	19.5	16.3	15.8	15.5	17.0
金徽酒	14.2	14.6	14.6	15.1	14.5	16.5
金种子酒	15.3	14.0	14.3	15.0	13.2	13.2
伊力特	12.1	16.3	14.5	15.9	11.3	14.4
青青稞酒	16.2	14.7	13.9	16.0	17.1	16.0

资料来源: Wind、安信证券研究中心 *注: 标红项为超预期指标

1.4. 营运质量：营运指标良性，蓄水池依旧明显

高端、次高端、地产酒和其他白酒 2018 年二季度现金流入与收入的比值分别为 0.92、0.91、0.96 和 0.79，环比变化 0pct、11pct、5pct 和 36pct，同比变化-2pct、6pct、5pct 和 0pct。

茅台预收款环比下降，良性回归有利于行业长期发展。茅台稳价政策减少囤货需求，同时茅台调整打款发货政策，经销商形成“按月打款”的稳定预期，公司预收款 前环比继续回落，Q2 末预收账款余额 99.40 亿元，环比减少 32.32 亿元，连续第五个季度环比下降。我们认为，预收账款环比虽持续回落，但仍在合理水平之上（公司主力产品按月执行计划，预收款余额在 1 个月含税销售额之上即属合理），这期间反映了公司打款政策的变化（不占经销商款），也反映了公司在明确“十三五规划”和提前达成集团千亿公开目标的前提下，业绩释放节奏更为积极进取。2018 年茅台将稳价作为发展的第一要务，终端实际成交价稳定在 1499-1900 元，稳价减少囤货需求，使预收款理性回归到合理水平，有利于行业长期的良性发展。

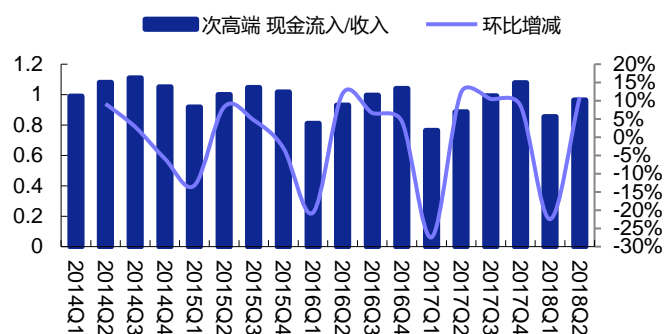
山西汾酒，洋河股份预收款环比增速居前列，反映公司二季报业绩高质量。2018Q2 山西汾酒预收款环比增长 121%，洋河股份预收款环比增长 40%，说明公司动销情况良好，经销商拿货积极，二季报质量较高，未来增长有较强的持续性。

图 25：高端白酒现金流入/收入保持较高水平



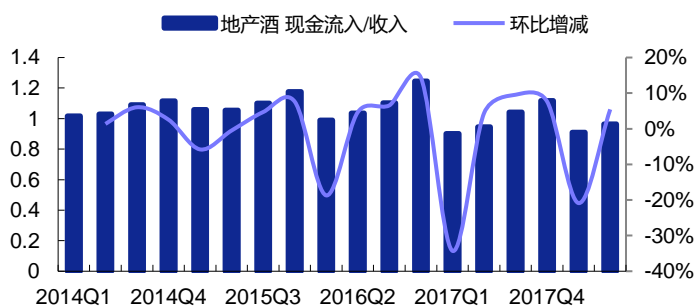
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 26：次高端白酒现金流入/收入季节性波动



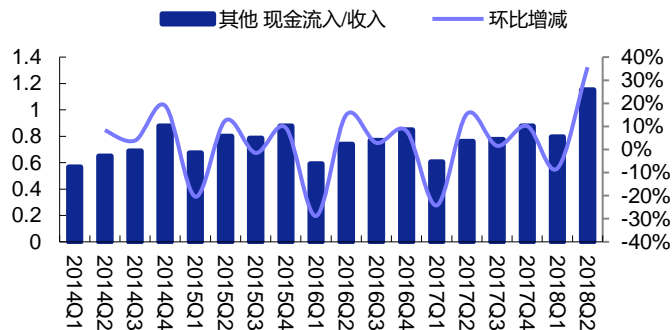
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 27：地产酒现金流入/收入指标良性



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 28：其他白酒现金流入/收入指标较低



资料来源：Wind、安信证券研究中心

表 5: 白酒上市公司 2018 二季度运营指标汇总

股票代码	18Q2 运营指标汇总						
	预收款 (亿元)	预收/收入	预收环比增速	预收同比增速	预付环比增速	应收环比增速	现金流入/收入
贵州茅台	99.4	59%	-25%	-44%	8%	-14%	0.98
五粮液	44.2	59%	-23%	-20%	0%	-1%	0.80
泸州老窖	10.9	36%	-21%	34%	15%	29%	0.96
山西汾酒	8.2	46%	14%	121%	-47%	8%	0.76
水井坊	0.3	6%	-52%	-53%	-19%	-55%	1.10
舍得酒业	1.3	27%	-66%	-9%	-4%	-24%	1.39
酒鬼酒	0.9	35%	-33%	-18%	-29%	-20%	1.02
洋河股份	20.6	41%	40%	41%	-14%	90%	0.96
古井贡酒	8.0	36%	-38%	9%	8%	4%	0.87
老白干酒	6.3	88%	-2%	-6%	265%	-56%	1.17
今世缘	2.4	27%	-3%	31%	66%	43%	0.91
迎驾贡酒	3.0	50%	-2%	18%	23%	-39%	1.01
口子窖	5.9	64%	21%	30%	-42%	26%	0.97
金徽酒	1.6	52%	3%	31%	9%	-30%	1.17
金种子酒	1.0	40%	-16%	-45%	-2%	66%	1.15
伊力特	1.5	32%	-60%	37%	-49%	-44%	1.15
青青稞酒	0.2	10%	71%	12%	-9%	30%	1.16

资料来源: Wind、安信证券研究中心 *标红项预收/收入比值 50%以上 (含 50%)

2. 投资建议

1) 我们重点推荐: 中秋确定性高+刚需支撑抗风险力强+渠道库存低的 (洋河、口子、茅台、今世缘、古井贡)。一线白马今年以来表现不够强势, 但展望下半年, 我们认为仍有预期修复和估值切换的机会。次高端山西汾酒和水井坊, 成长期尚未结束, 成长空间继续看好。

3. 风险提示

经济下行白酒动销放缓, 行业竞争加剧。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖、符蓉声明, 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。

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
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	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

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 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034