

行业研究/深度研究

2018年09月05日

行业评级：

食品饮料 增持（维持）
饮料制造II 增持（维持）

贺琪 执业证书编号：S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号：S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

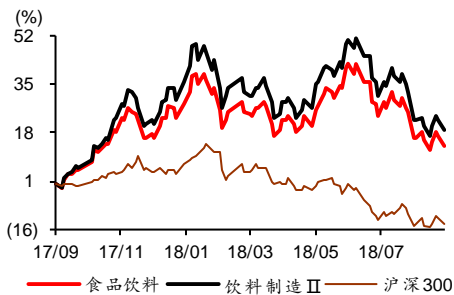
张晋溢 010-56793951
联系人 zhangjinyi@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《洋河股份(002304,买入): 业绩超预期, 新江苏市场快速增长》2018.08
- 2《元祖股份(603886,买入): 业绩超预期, 预收款强劲增长》2018.08
- 3《青岛啤酒(600600,买入): 高端强劲增长, 成本压力部分消化》2018.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

二线地产酒业绩提速带动估值修复 白酒行业 2018 年中报总结

二线地产酒业绩出色，上半年股价表现领跑白酒板块

2018 上半年白酒股价涨幅领跑食品饮料板块，继续跑赢沪深 300 指数。2018 上半年白酒板块实现 4.6% 的绝对正收益，跑赢沪深 300 指数 17.5 个百分点，在食品饮料各子板块中涨幅仅次于调味发酵品。其中，高端白酒业绩在 2018 上半年依旧出色，但是股价进入冲高后的调整期；次高端板块业绩持续高速增长但是估值远高于白酒行业平均值；二线地产酒 2018 上半年经营业绩表现出色带动估值中枢上移；三线白酒业绩整体表现平稳，但顺鑫农业业绩明显改善。2018 年，我们重点推荐洋河股份、今世缘。

2018Q2 白酒持仓占比大幅增加，贵州茅台独占鳌头

2018 年 Q2，白酒板块持仓占比大幅增加，2018 中报显示白酒板块基金重仓总市值 922 亿元，占比 5.15%，较 2018Q1 末增加 1.17pct。另一方面在食品饮料行业，机构持仓比例最高的十只股票中白酒股占据八席。2018 年上半年，食品饮料板块重仓市值比例最高的个股为贵州茅台，占基金持仓比例 1.957%。2018 第二季度，机构持仓上贵州茅台提升 0.33pct。其余白酒股票也有不同程度的加仓，如五粮液（+0.10pct），泸州老窖（+0.12pct），洋河股份（+0.12pct），2018 第二季度期间机构投资者持续看好白酒板块龙头公司。

持续品牌化集中趋势，上市公司业绩强劲增长

2018 年上半年，白酒行业继续呈现品牌化集中趋势，部分白酒企业加大渠道下沉力度，争夺经销商逐步演变为抢占终端渠道和加速消费者培养，终端需求实现较快增长。2018H1，上市公司营业收入和净利润依旧保持高速增长态势，白酒上市公司总体营业收入为 1064.74 亿元，同比增长 31.07%，净利润为 369.49 亿元，同比增长 40.62%。其中，高端白酒营业收入 612.4 亿，同比增长 36.31%；次高端白酒营业收入 224.6 亿，同比增长 31.81%；二线地产酒营业收入 117.6 亿，同比增长 28.43%；三线地产酒营业收入 103.2 亿，同比增长 9.25%。

产品结构优化叠加价格提升，白酒行业毛利率及净利率同比上升

2018 年多家酒企对产品体系进行重新梳理，提升中高档产品比重，整合淘汰规模小形象档次低的区域产品，产品结构不断优化。同时，高端白酒控量挺价，让终端价格持续稳定在较高水平；同时，高端白酒价格上升带来的消费挤出，给予了次高端白酒和二线地产酒提价空间。产品结构优化叠加价格提升，带动 2018H1 白酒行业毛利率提升至 75.6%，同比增加 1.38 个百分点；净利率 33.12%，同比增加 1.64 个百分点。

风险提示：高端白酒需求不达预期；行业竞争加剧；宏观经济情况影响白酒消费；食品安全问题。

正文目录

二线地产酒业绩出色，上半年股价表现领跑白酒板块.....	3
2018上半年白酒板块股价涨幅位居食品饮料板块前列.....	3
2018H1白酒板块股价涨幅跑赢沪深300指数17.5pct.....	3
2018Q2白酒板块股价反弹，涨幅超过沪深300指数23.1pct.....	3
2018Q2白酒板块各个方面表现抢眼.....	4
2018Q2白酒持仓占比大幅增加，贵州茅台独占鳌头.....	4
2018H1二线地产白酒股价涨幅27.53%，顺鑫农业领跑白酒板块.....	5
白酒板块业绩持续高增长，次高端及二线白酒预收账款大幅增长.....	6
白酒行业2018上半年营业收入和净利润齐增.....	6
白酒行业2018第二季度营业收入和净利润环比继续提升.....	6
产品结构优化叠加价格提升，白酒行业毛利率及净利率同比上升.....	7
白酒行业预收账款同比下降，贵州茅台预收款占比四成.....	8
重点公司点评.....	10
贵州茅台：供需偏紧，经营业绩持续增长.....	10
五粮液：消费税显著提升，发展态势向好.....	11
泸州老窖：产品结构持续升级，毛利率创新高.....	12
山西汾酒：省外收入占比提升，业绩符合预期.....	13
洋河股份：业绩超预期，新江苏市场快速增长.....	14
舍得酒业：会计政策调整，收入增速放缓.....	15
今世缘：产品结构升级，经营指标高开高走.....	16
风险提示.....	17

二线地产酒业绩出色，上半年股价表现领跑白酒板块

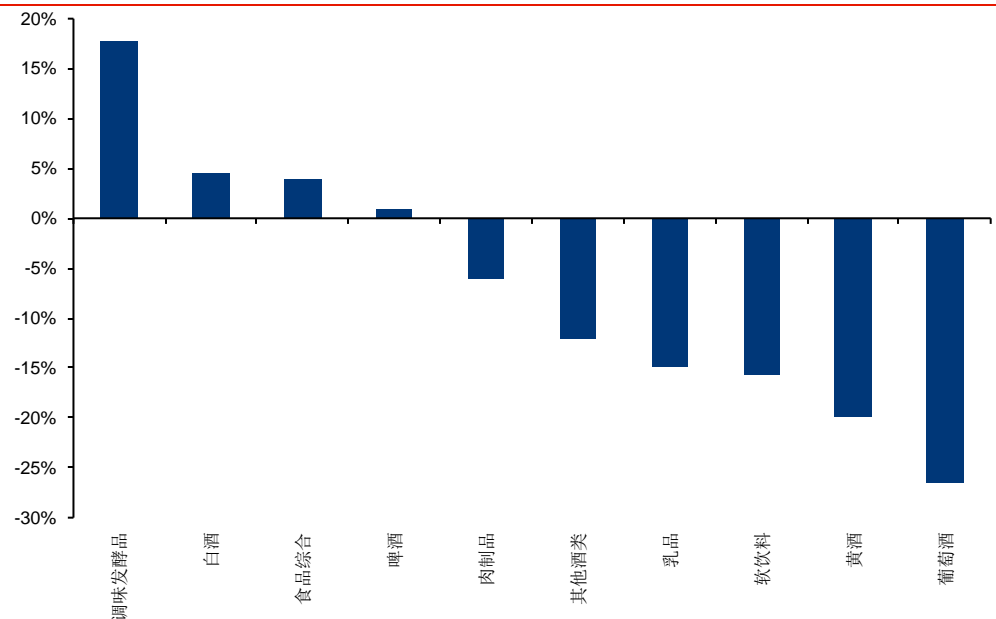
2018 上半年，白酒板块业绩整体保持较高增长，二线地产白酒净利润超预期，股价涨幅领跑白酒板块。其中，高端白酒业绩在 2018 上半年依旧出色，但是股价进入冲高后的调整期。2018 上半年贵州茅台、五粮液和泸州老窖营业收入同比增速分别为 38.1%、37.1% 和 25.5%；归母净利润同比增速分别为 40.1%、43.0% 和 34.1%。次高端白酒受益于高端白酒价格上升带来的消费挤出，市场扩容明显。2018 上半年水井坊、舍得酒业、山西汾酒、酒鬼酒营业收入同比增速分别为 59.0%、15.8%、47.4% 和 41.3%，净利润同比增速分别为 133.6%、166.1%、55.8% 和 38.3%。二线地产酒 2018 上半年经营业绩表现出色带动估值中枢上移，古井贡酒、口子窖、今世缘营业收入同比增速分别为 30.3%、23.7% 和 30.81%，净利润同比增速分别为 62.6%、39.5% 和 31.56%。

2018 上半年白酒板块股价涨幅位居食品饮料板块前列

2018H1 白酒板块股价涨幅跑赢沪深 300 指数 17.5pct

2018 上半年白酒股价涨幅领跑食品饮料板块，继续跑赢沪深 300 指数。2018 上半年白酒板块实现 4.6% 的绝对正收益，跑赢沪深 300 指数 17.5 个百分点，在食品饮料各子板块中涨幅位列第二。

图表 1: 食品饮料行业各板块 2018 年上半年涨幅



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

2018Q2 白酒板块股价反弹，涨幅超过沪深 300 指数 23.1pct

白酒行业 2018 年第一季度股价有所回调，但是 2018 年第二季度，白酒板块反弹，实现 13.2% 的正收益，跑赢沪深 300 指数 23.1 个百分点，在食品饮料各子板块中涨幅继续位列第二。

图表2: 2018上半年食品饮料子板块股价涨幅情况

子行业	2018H1 (%)	2018 H1 跑赢沪深300			
		(pct)	PE (TTM)	PS (TTM)	第2季度涨跌幅 (%)
白酒	4.6	17.5	31.0	10.0	13.2
肉制品	-6.1	6.8	24.0	1.8	-2.9
软饮料	-15.7	-2.8	55.5	4.5	-7.9
葡萄酒	-26.5	-13.6	52.0	5.5	-24.3
乳品	-14.8	-2.0	27.8	2.0	-3.8
啤酒	1.0	13.9	56.1	2.3	-1.9
黄酒	-19.8	-6.9	38.2	3.7	-8.0
其他酒类	-12.1	0.8	133.9	4.3	-9.2
调味发酵品	17.8	30.7	44.6	9.5	20.6
食品综合	3.9	16.8	35.2	2.6	4.2
食品饮料板块整体	0.1	13.0	31.4	5.3	7.8

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2018Q2 白酒板块各个方面表现抢眼

2018Q2 白酒持仓占比大幅增加, 贵州茅台独占鳌头

2018年第二季度, 以机构重仓股票市值占基金所有股票持仓市值比例计算的机构持仓占比, 白酒板块持仓占比大幅增加, 2018中报显示白酒板块基金重仓总市值922亿元, 占比5.15%, 较2018Q1末增加1.17pct。另一方面在食品饮料行业, 机构持仓比例最高的十只股票中白酒股占据八席。2018年上半年, 食品饮料板块重仓市值比例最高的个股为贵州茅台, 占基金持仓比例1.957%。2018第二季度, 机构持仓上贵州茅台提升0.33pct。其余白酒股票也有不同程度的加仓, 如五粮液(+0.10pct), 泸州老窖(+0.12pct), 洋河股份(+0.12pct), 表明2018第二季度期间机构投资者持续看好白酒板块龙头公司。

图表3: 2018年一季度和2018年上半年机构重仓板块市值占基金股票持仓市值比例及变动情况

板块	2018/3/31	2018/06/30	机构持仓比例变动 (pct)
白酒	3.97%	5.15%	1.17
黄酒	0.00%	0.00%	0.00
啤酒	0.07%	0.08%	0.01
葡萄酒	0.01%	0.01%	0.00
其他酒类	0.00%	0.01%	0.03
其他饮料	0.03%	0.05%	0.01
总计	4.08%	5.29%	1.20

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 重仓比例为持股市值占基金股票投资市值比

图表4: 2018上半年度机构重仓持股情况

2018中报食品饮料十大重仓		2018Q1食品饮料十大重仓		2018中报A股十大重仓		2018Q1A股十大重仓	
重仓比例 (%)	重仓比例 (%)	重仓比例 (%)	重仓比例 (%)	重仓比例 (%)	重仓比例 (%)	重仓比例 (%)	重仓比例 (%)
贵州茅台	1.96	贵州茅台	1.63	中国平安	1.98	中国平安	2.23
伊利股份	1.22	伊利股份	1.15	贵州茅台	1.96	贵州茅台	1.63
五粮液	1.00	五粮液	0.90	美的集团	1.26	美的集团	1.19
泸州老窖	0.65	泸州老窖	0.53	格力电器	1.24	伊利股份	1.15
洋河股份	0.36	洋河股份	0.24	伊利股份	1.22	招商银行	1.14
口子窖	0.26	山西汾酒	0.20	招商银行	1.01	格力电器	1.14
山西汾酒	0.23	水井坊	0.15	五粮液	1.00	五粮液	0.90
水井坊	0.17	双汇发展	0.11	分众传媒	0.90	分众传媒	0.78
古井贡酒	0.17	口子窖	0.09	恒瑞医药	0.71	保利地产	0.58
双汇发展	0.15	舍得酒业	0.09	泸州老窖	0.65	工商银行	0.56

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 重仓比例为持股市值占基金股票投资市值比

2018H1 二线地产白酒股价涨幅 27.53%，顺鑫农业领跑白酒板块

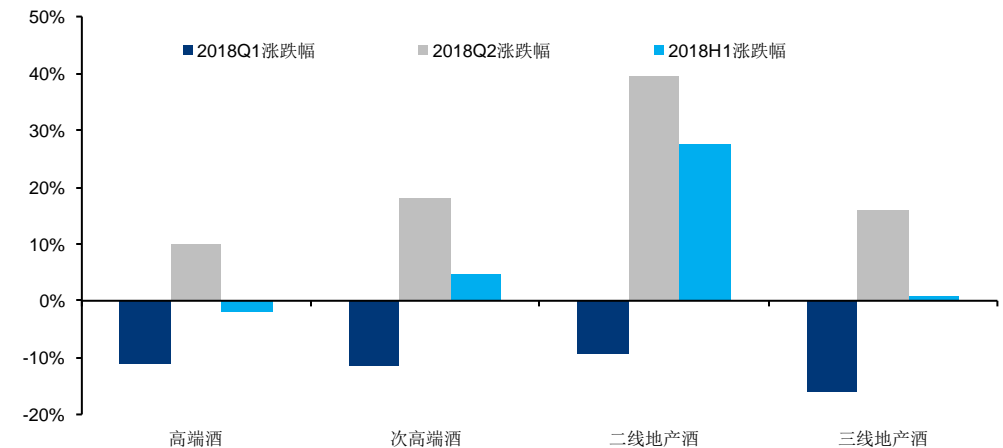
2018年上半年,地产酒表现明显好于高端白酒和次高端白酒。其中,在经历2017年117.44%的平均涨幅后,高端白酒2018年上半年有所回调,整体微跌2.10%;次高端板块业绩持续高速增长但是估值远高于白酒行业平均值,次高端白酒公司上半年平均PE(ttm)为57倍,而白酒行业平均PE(ttm)为41倍(金种子394倍、ST皇台-14倍,故剔除),次高端白酒上半年涨幅为4.81%;二线地产酒上半年股价上涨27.53%,第二季度出现明显估值修复,2018Q2整体上涨39.58%,古井贡酒处于板块领先地位,涨幅为53.02%;三线白酒股整体表现平稳,但顺鑫农业业绩明显改善,2018Q2股价上涨85.18%,领跑白酒板块。

图表5: 白酒板块2018上半年涨跌幅情况

		2018Q1 涨跌幅	2018Q2 涨跌幅	2018H1 涨跌幅
高端白酒	贵州茅台	-1.99%	8.52%	6.36%
	五粮液	-16.93%	14.53%	-4.86%
	泸州老窖	-14.02%	7.24%	-7.79%
次高端白酒	山西汾酒	-3.54%	14.41%	10.35%
	洋河股份	-6.10%	24.08%	16.51%
	水井坊	-8.93%	29.59%	18.01%
	沱牌舍得	-23.38%	0.95%	-22.65%
	酒鬼酒	-15.75%	20.85%	1.81%
二线地产酒	口子窖	-6.30%	42.41%	33.44%
	古井贡酒	-10.64%	53.02%	36.73%
	伊力特	-19.94%	20.27%	-3.71%
	今世缘	1.29%	47.09%	48.98%
	老白干酒	-21.44%	15.80%	-9.02%
三线地产酒	金种子酒	-15.08%	-0.92%	-15.86%
	青青稞酒	-15.31%	-2.09%	-17.08%
	迎驾贡酒	-13.42%	24.97%	8.20%
	顺鑫农业	5.93%	85.18%	96.17%
	金徽酒	-10.36%	3.42%	-7.29%
	皇台酒业	-44.33%	-19.25%	-55.04%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 2018上半年次高端酒和二线酒股价领涨白酒板块



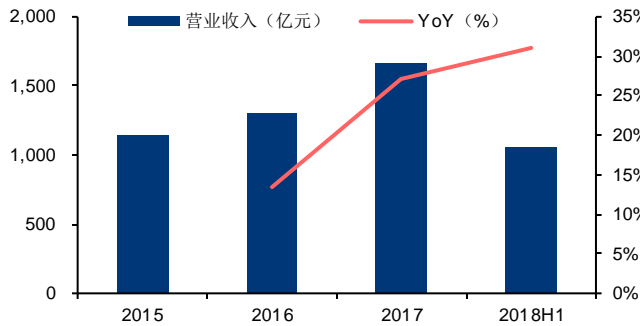
资料来源: Wind, 华泰证券研究所。注: 各类白酒涨跌幅按照该类别中所有白酒涨幅的平均值计算; 高端酒: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖; 次高端酒: 洋河、汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得; 二线地产酒: 伊力特、古井贡酒、口子窖、老白干酒、今世缘; 三线地产酒: 顺鑫农业、迎驾贡酒、青青稞酒、金徽酒、金种子、皇台酒业

白酒板块业绩持续高增长，次高端及二线白酒预收账款大幅增长

白酒行业 2018 上半年营业收入和净利润齐增

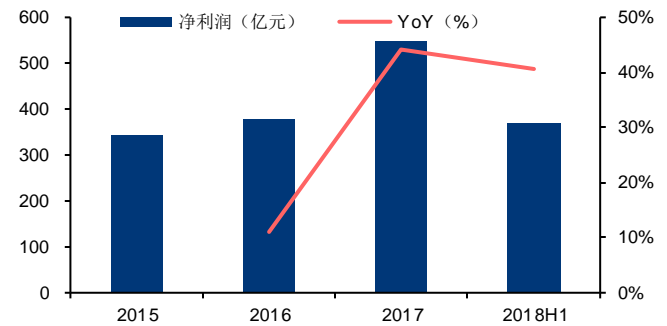
2018 年上半年，白酒行业继续呈现品牌化集中趋势，部分白酒企业加大渠道下沉力度，争夺经销商逐步演变为抢占终端渠道和加速消费者培养，终端需求实现较快增长。2018H1，上市公司营业收入和净利润依旧保持高速增长态势，其中，白酒上市公司总体营业收入为 1064.74 亿元，同比增长 31.07%，净利润为 369.49 亿元，同比增长 40.62%。

图表 7: 2018H1 白酒行业营收同比增长 31.07%



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

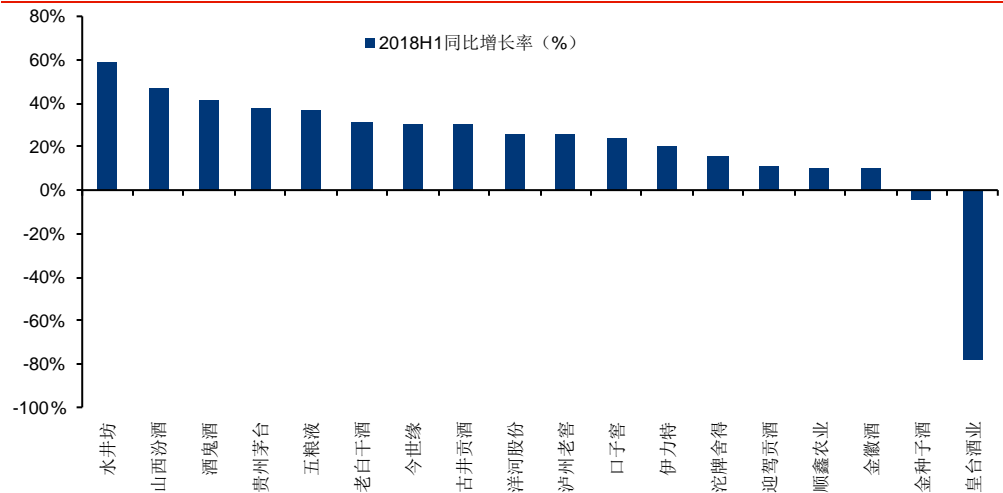
图表 8: 2018H1 白酒行业净利润同比增加 40.62%



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

2018H1，高端白酒和次高端白酒营业收入延续较快增长态势。其中，高端白酒营业收入 612.4 亿，同比增长 36.31%；次高端白酒营业收入 224.6 亿，同比增长 31.81%；二线地产酒营业收入 117.6 亿，同比增长 28.43%；三线地产酒营业收入 103.2 亿，同比增长 9.25%。

图表 9: 2018H1 白酒公司营收变动情况

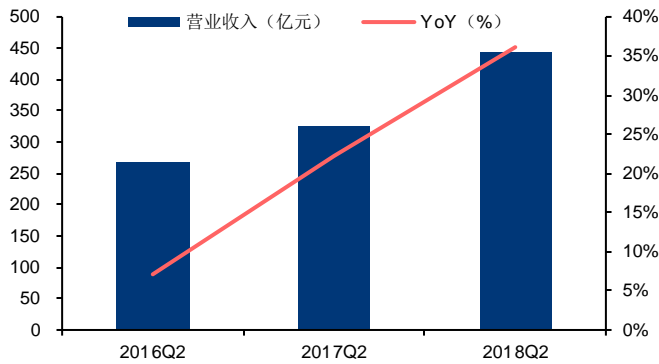


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

白酒行业 2018 第二季度营业收入和净利润环比继续提升

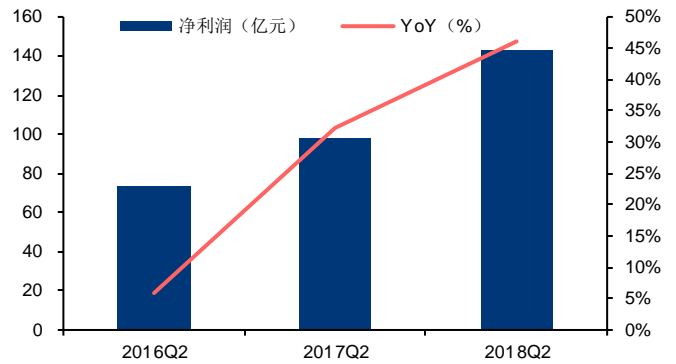
2018 年单二季度，白酒行业上市公司营业收入为 444.93 亿元，同比增长 36.14%，增速较 2018Q1 提高了 8.49 个百分点；净利润为 143.14 亿元，同比增长 46.09%，增速较 2018Q1 提高了 7.79 个百分点。

图表10: 2018Q2 白酒行业营收同比增长 36.14%



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

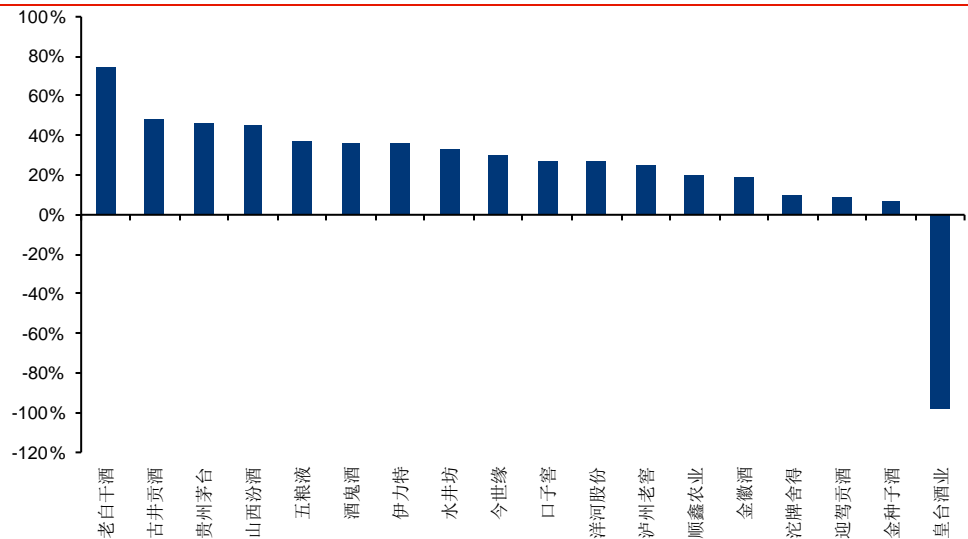
图表11: 2018Q2 白酒行业净利润同比增长 46.09%



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

2018 第二季度, 高端白酒保持较高增长, 营业收入 265.04 亿, 同比增长 41.06%; 次高端白酒营业收入 81.51 亿, 同比增长 30.09%; 二线地产酒表现较亮眼, 营业收入 52.03 亿, 同比增长 42.89%; 三线地产酒营业收入 44.12 亿, 同比增长 17.03%。

图表12: 2018Q2 白酒公司营收同比增速情况

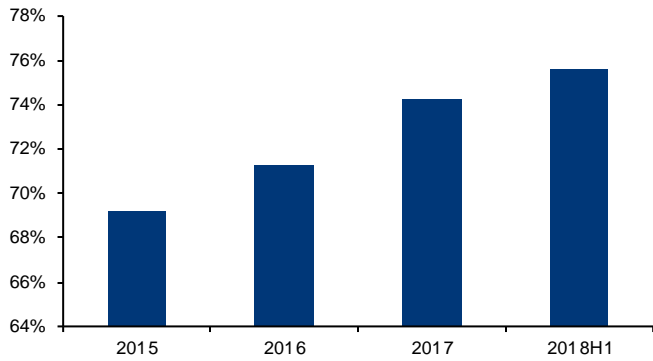


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

产品结构优化叠加价格提升, 白酒行业毛利率及净利率同比上升

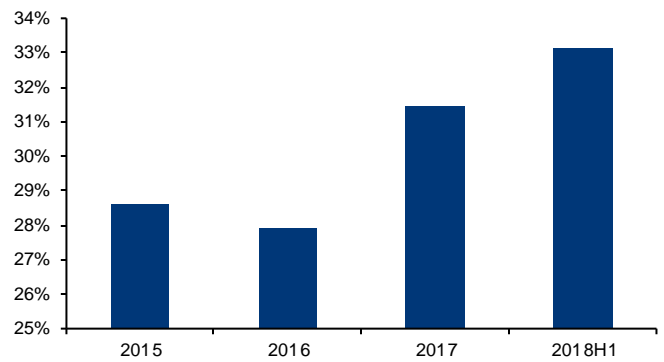
2018 年多家酒企对产品体系进行重新梳理, 提升中高档产品比重, 整合淘汰规模小形象档次低的区域产品, 产品结构不断优化。高端白酒控量挺价, 让终端价格持续稳定在较高水平; 同时, 高端白酒价格上升带来的消费挤出, 给予了次高端白酒和二线地产酒提价空间。产品结构优化叠加价格提升, 带动 2018H1 白酒行业毛利率提升至 75.6%, 同比增加 1.38 个百分点; 净利率 33.12%, 同比增加 1.64 个百分点。

图表 13: 2015-2018H1 白酒行业毛利率情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

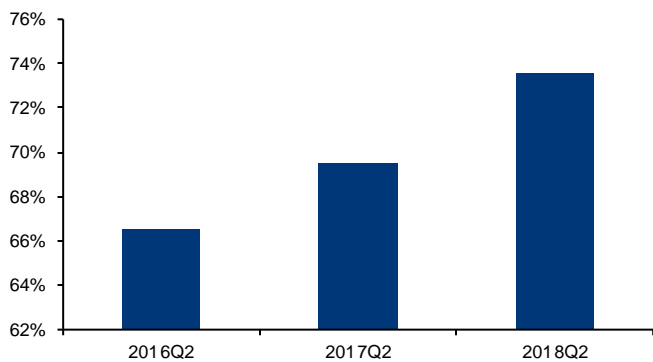
图表 14: 2015-2018H1 白酒行业净利率情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

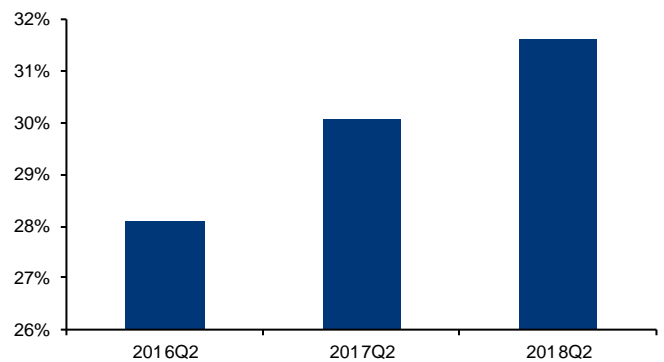
2018Q2 白酒行业毛利率和净利率继续攀升。2018Q2 白酒行业毛利率同比增加 4.13pct, 提升至 73.62%; 净利率同比增加 1.63pct, 提升至 31.63%。

图表 15: 白酒行业毛利率 2018Q2 同比增加 4.13 个百分点



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表 16: 白酒行业净利率 2018Q2 同比增加 1.63 个百分点

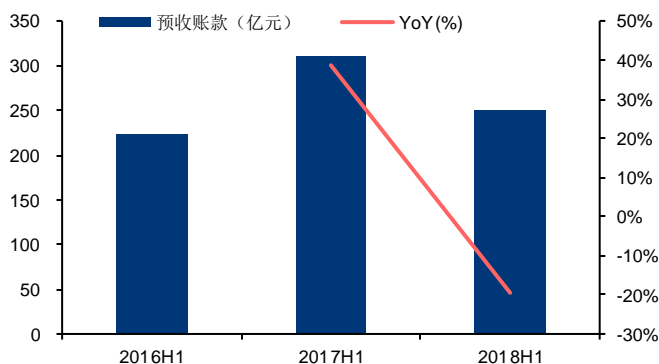


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

白酒行业预收账款同比下降, 贵州茅台预收款占比四成

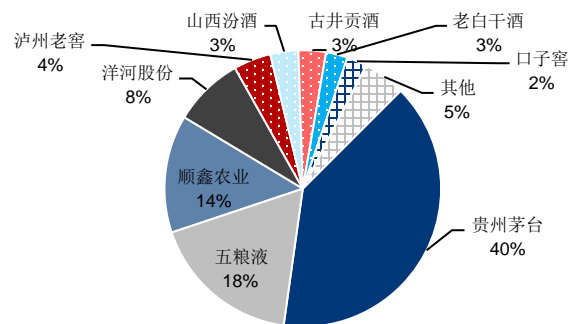
白酒行业 2018 上半年预收账款规模同比下降 19.5%。通过上市公司具体财报数据, 白酒板块整体预收账款下降主要来自于高端白酒中的茅台和五粮液, 预收账款分别下降 75.29 亿元和 10.91 亿元, 合计占整体下降的 142.17%。剔除这两家公司的影响后, 白酒行业预收账款同比增长 31.52%。从预收账款来看, 高端白酒系列依旧占据行业 61.73% 的份额, 其中茅台以 39.71% 大幅领先。

图表 17: 2018H1 白酒行业预收账款同比下降



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表 18: 2018H1 白酒企业预收账款占行业总额情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表19: 2018H1 上市白酒企业财务数据 (亿元)

名称	营业收入	同比增速	净利润	同比增速	同比增加		同比增加		净利率	同比增加 (pct.)	预收账款	同比增速
					毛利率	(pct.)	费用率	(pct.)				
贵州茅台	334.0	38.1%	157.6	40.1%	90.9%	44.67	13.2%	-0.03	47.2%	0.69	99.4	-44.1%
五粮液	214.2	37.1%	71.1	43.0%	72.8%	28.62	13.1%	-4.95	33.2%	1.37	44.2	-19.8%
洋河股份	145.4	26.1%	50.0	28.1%	71.5%	50.97	14.0%	-0.97	34.4%	0.52	20.6	40.7%
顺鑫农业	72.3	10.5%	4.8	96.8%	39.8%	-13.82	18.9%	-1.83	6.7%	2.92	34.4	64.9%
泸州老窖	64.2	25.5%	19.7	34.1%	74.9%	21.03	22.4%	0.98	30.6%	1.96	10.9	34.4%
古井贡酒	47.8	30.3%	8.9	62.6%	78.2%	11.95	38.8%	-1.92	18.7%	3.70	8.0	9.2%
山西汾酒	50.4	47.4%	9.4	55.8%	69.6%	32.96	22.8%	-1.98	18.6%	1.00	8.2	120.8%
口子窖	21.6	23.7%	7.3	39.5%	74.4%	19.72	13.1%	-2.22	34.0%	3.84	5.9	30.0%
迎驾贡酒	17.3	10.8%	3.8	16.0%	61.0%	-20.50	16.9%	0.28	22.0%	0.98	3.0	18.2%
今世缘	23.6	30.8%	8.6	31.9%	71.9%	34.13	14.5%	-1.28	36.3%	0.29	2.4	30.6%
老白干酒	14.6	31.8%	1.5	208.0%	62.6%	3.39	37.5%	-3.19	10.0%	5.74	6.3	-5.7%
水井坊	13.4	59.0%	2.7	133.6%	81.1%	33.25	40.5%	4.77	20.0%	6.39	0.3	-52.6%
伊力特	10.0	20.4%	2.2	33.3%	48.3%	-29.75	7.3%	-1.09	21.6%	2.09	1.5	36.9%
舍得酒业	10.2	15.8%	1.7	166.1%	69.4%	17.72	33.1%	-14.43	16.3%	9.20	1.3	-9.3%
金徽酒	7.9	10.3%	1.6	11.1%	62.9%	1.77	22.1%	-1.41	19.9%	0.15	1.6	30.7%
青青稞酒	7.0	4.4%	0.9	-16.8%	66.3%	22.36	32.4%	-0.09	12.6%	-3.20	0.2	11.9%
金种子酒	5.5	-4.2%	0.1	18.0%	49.0%	-0.71	35.8%	0.74	1.1%	0.21	1.0	-45.4%
酒鬼酒	5.2	41.3%	1.1	38.3%	78.3%	74.75	35.8%	-2.12	21.9%	-0.47	0.9	-17.8%
*ST 皇台	0.1	-78.4%	-0.3	-45.3%	-26.7%	-26.66	264.6%	175.06	-363.2%	-219.83	0.1	20.9%
白酒合计	1064.7	31.07%	352.6	40.1%	-	-	-	-	-	-	250.3	-19.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 2018Q2 上市白酒企业财务数据 (亿元)

名称	营业收入	同比增速	净利润	同比增速	同比增加		同比增加		净利率	同比增加 (pct.)
					毛利率	(pct.)	费用率	(pct.)		
贵州茅台	159.3	46.4%	72.6	41.5%	90.5%	2.81	15.8%	2.63	45.6%	-1.57
五粮液	75.2	37.7%	21.4	55.2%	72.2%	-1.55	19.6%	-5.25	28.4%	3.20
泸州老窖	30.5	24.7%	9.1	35.7%	75.2%	8.46	24.2%	2.47	29.8%	2.40
洋河股份	50.0	27.0%	15.3	31.3%	65.2%	7.91	18.7%	-0.96	30.6%	1.00
顺鑫农业	32.6	20.5%	1.2	104.0%	35.6%	2.37	21.7%	2.12	3.5%	1.45
古井贡酒	22.2	48.5%	3.1	120.6%	76.4%	5.00	42.4%	-0.69	14.0%	4.58
山西汾酒	18.0	45.3%	2.3	69.5%	67.3%	-3.06	25.5%	-1.40	12.6%	1.80
迎驾贡酒	6.0	8.9%	0.6	40.5%	52.8%	-0.48	25.2%	1.74	9.6%	2.16
口子窖	9.1	27.5%	2.8	43.2%	73.9%	3.31	14.2%	-3.29	31.3%	3.42
老白干酒	7.2	75.1%	0.7	1058.6%	63.4%	-6.69	40.7%	-11.07	9.9%	8.42
伊力特	4.8	36.3%	0.9	88.1%	46.3%	-1.50	9.8%	-3.65	19.8%	5.45
水井坊	5.9	33.0%	1.1	404.0%	81.6%	2.98	42.2%	6.71	19.2%	14.10
今世缘	8.7	30.4%	3.5	31.5%	67.8%	2.78	9.2%	-2.79	39.9%	0.36
金种子酒	2.4	7.3%	0.0	13.5%	46.8%	-0.67	33.6%	-2.99	-0.6%	-0.03
舍得酒业	5.0	10.0%	0.8	286.8%	69.4%	-12.22	32.2%	-23.84	16.7%	11.94
金徽酒	3.1	19.1%	0.4	29.4%	64.4%	1.56	32.2%	-2.45	11.9%	0.95
青青稞酒	2.2	3.0%	0.0	-66.5%	63.6%	-1.52	47.1%	-3.52	0.6%	-1.17
酒鬼酒	2.6	36.6%	0.5	13.5%	75.8%	-1.24	37.5%	-2.59	20.1%	-4.08
*ST 皇台	0.0	-98.0%	-0.2	-59.2%	-398.6%	-429.19	1798.1%	1732.96	-3037.3%	-2891.71
白酒合计	444.9	36.1%	136.3	46.2%	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

重点公司点评

贵州茅台：供需偏紧，经营业绩持续增长

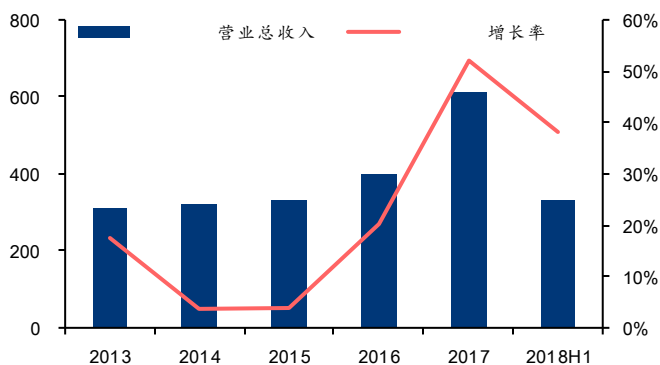
贵州茅台发布 2018 年半年报，报告期内实现收入 333.97 亿元，同比增长 38.06%；实现归属于上市公司股东的净利润 157.64 亿元，同比增长 40.12%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润 158.84 亿元，同比增长 40.82%。2018 年 H1，贵州茅台预收账款 99.40 亿元，较一季度末下降 32.32 亿元。

茅台酒收入持续高速增长，系列酒持续放量。由于 2018 年初开始茅台酒出厂价格平均上调 18% 以及以生肖酒为代表的高端产品在产品组合中占比的提升，2018H1 茅台酒的收入达到 293.83 亿元，同比增长 35.86%，我们按照茅台酒吨价 205 万计算，对应上半年茅台酒 1.43 万吨（考虑到预收款部分释放，因此上半年茅台酒实际发货量略低），基本符合市场预期。2018 年上半年，系列酒收入达到 39.93 亿元，同比增长 56.65%。从销售渠道看，2018H1 批发渠道的收入达到 307.99 亿元，同比增长 41.77%；同期直销渠道的收入达到 25.78 亿元，同比增长 5.18%。

市场供需偏紧，茅台酒批价有所回升。从价格来看，公司仍然坚持采用云商强力控价并加大对经销商的处罚力度，但市场供需仍然偏紧，目前市场批价在 1600-1700 元/瓶左右，高于一季度 1550 元/瓶的水平。但值得注意的是，7 月 27 日，国酒茅台营销有限公司发布文件称，公司决定开展夏季消费者优惠活动，要求活动期间各专卖店、特约经销商以 1399 元/瓶的价格向消费者投放不低于 2018 年 6 月 1 日到 8 月 6 日实际到货量的 20%（或不低于 60 箱）。我们认为，此举能够缓解目前批价上涨的局面，并保证茅台消费的有效供应，预计后期茅台批价或将小幅回落。

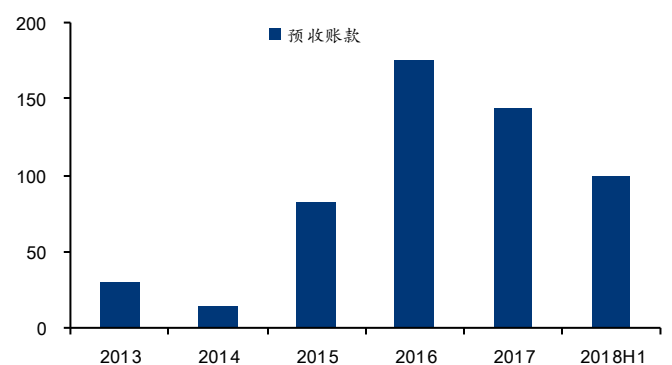
市场费用投放加大，经销商稳步增加。上半年，公司继续推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场策略，市场投入大幅增加导致销售费用提升，18H1 销售费用 22.0 亿元，同比增长 59.52%。从经销商数量看，上半年，贵州茅台国内经销商数量达到 3215 个，同比增长 19.92%；同期国外经销商数量达到 118 个，同比增长 32.58%。

图表 21：2013-2018 年上半年贵州茅台营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 22：2013-2018 年上半年贵州茅台预收账款走势（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

五粮液：消费税显著提升，发展态势向好

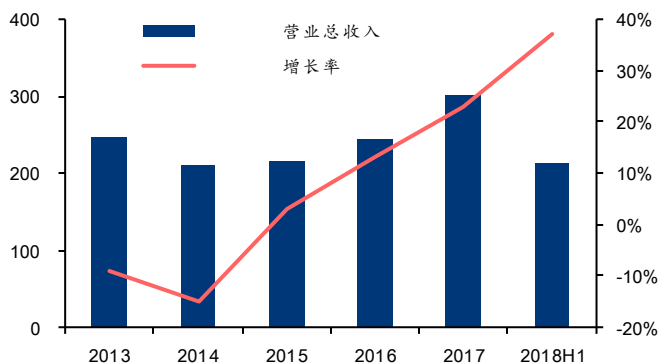
2018年上半年五粮液实现营业收入214.21亿元，同比增加37.13%；实现归母净利润71.10亿元，同比增加43.02%；扣非后的归母净利润为70.87亿元，同比增长42.90%；基本每股收益1.86元，经营业绩符合预期。2018上半年，公司全面推进效率变革、动力变革等各项改革举措稳步扎实落地，发展态势不断向好，经营业绩持续攀升。

预收账款环比回落，白酒毛利率有所提升。2018H1，公司预收账款为44.19亿元，同比下降19.82%，较一季度57.72亿元也有所回落。受销售货品增长影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为172.11亿元，同比增长19.01%。报告期内，公司按照“向中高价位产品聚焦、向自营品牌聚焦、向优势品牌聚焦”的原则，加快完善“从次高端到中端到低端”的系列酒重点品牌构建。其中，公司白酒业务实现营收202.54亿元，同比增长37.09%；白酒成本47.54亿元，同比增长29.93%，白酒毛利率为76.53%，较上年同期提升了1.29个百分点。

经销商结构进一步优化，销售费用率同比有所回落。上半年，公司继续坚持“以核心终端建设为基础，以核心消费群培育为中心”，持续全面推进“百城千县万店”工程，采取稳步推进策略，更加强调工程建设的质量。同时，公司持续实施“优质投放”的计划管理原则，将有限的五粮液产品资源向重点市场、核心终端和“百城千县万店”工程取得成效的市场倾斜，进一步优化商家结构。2018年上半年，公司销售费用为21.56亿元，较去年基本持平，销售费用率为10.06%，较上年同期下降3.84个百分点；公司管理费用率为5.52%，较上年同期下降1.37个百分点，管理效率得到优化。

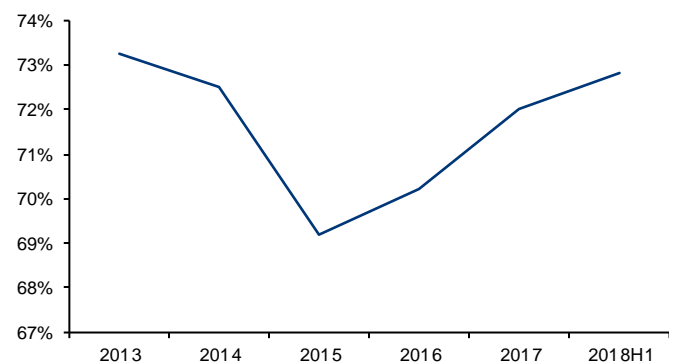
白酒消费税显著提升，同比增长高达132%。值得注意的是，由于报告期酒类产品销售收入增加及自2017年5月1日起开始执行川国税函[2017]128号文件导致公司消费税提高，2018年上半年，公司税金及附加为30.27亿元，同比增长111.86%，税金及附加占营业收入的比重从上年同期的9.15%提升至14.13%。其中，消费税为23.57亿元，同比增长131.99%，消费税显著提升。

图表 23: 2013-2018 年上半年五粮液营业收入及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 24: 2013-2018 年上半年五粮液毛利率走势



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

泸州老窖：产品结构持续升级，毛利率创新高

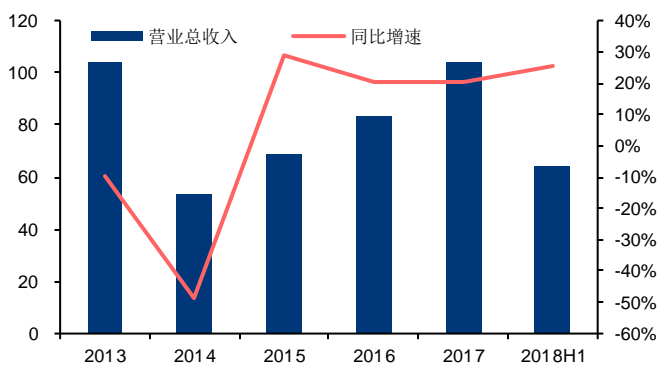
2018年上半年泸州老窖实现营业收入64.20亿元，同比增加25.49%；实现归母净利润19.67亿元，同比增加34.08%；基本每股收益1.34元，同比增长28.39%，经营业绩符合预期。2018上半年，公司紧紧围绕“坚定、规模、创新、效能、落地”的发展主题，实施全面竞争性营销战略，各项工作按照既定规划顺利推进，经营业绩持续良性增长。

中高档产品继续高速增长，产品结构持续升级。2018年上半年，公司坚持五大单品战略，通过国窖1573系列产品抢占高端市场，重塑企业与品牌形象；充分发挥老字号特曲、6080特曲、窖龄酒各自优势，形成腰部支撑；把握大众产品竞争机遇期，力争实现头二曲大众市场覆盖率第一，强化塔基作用。2018年上半年，公司高档白酒营业收入33.06亿元，同比增长33.41%，毛利率达到91.08%；中档酒营业收入16.45亿元，同比增长35.00%，毛利率较上年同期增长5.12pct，达到77.54%；低档酒营业收入13.75亿元，同比增长6.41%，毛利率为32.27%。上半年，产品结构提升的带动下，公司整体毛利率达到74.9%，创历史新高。

销售渠道建设投入加大，预收账款同比增长35%。报告期内，公司扩大区域市场会战规模，统一规划、统一配置、统一调度品牌团队及营销资源，推进市场精耕，整体成效显著；开展让世界品味中国之旅、七星盛宴、国窖荟、酒香堂等专项活动，加强意见领袖和核心消费者的培育与争取。2018H1，公司加大市场推广和广告宣传力度，销售费用达到11.91亿元，同比增长38.55%，销售费用率为18.56%，较上年同期提高1.75个百分点。由于季节性因素导致预收款项的减少，2018年上半年公司预收账款为10.94亿元，环比下降21.18%，但较上年同期提高了34.68%。

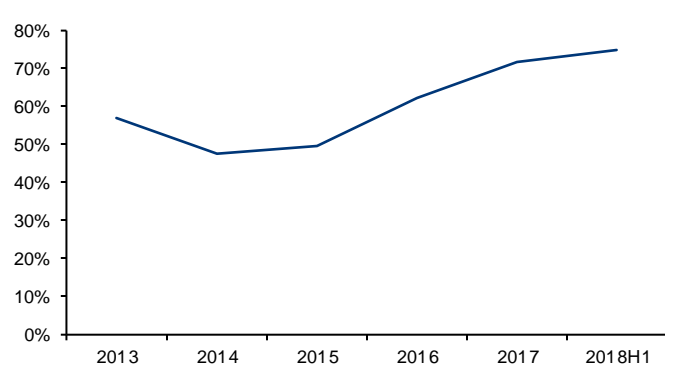
公司加大研发投入，推动转化科研创新。2018年上半年，公司持续加强与中科院等高校及科研院所的合作；开展酒体创新升级专项工作，完成了对10个系列项目共计25款酒体的优化设计，进一步提升了公司产品的口感品质；不断夯实酿酒生产核心工艺质量体系，获得发明专利9项。报告期内，公司研发投入0.12亿元，同比增长15.47%。

图表25：2013-2018年上半年泸州老窖营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26：2013-2018年上半年泸州老窖毛利率走势



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

山西汾酒：省外收入占比提升，业绩符合预期

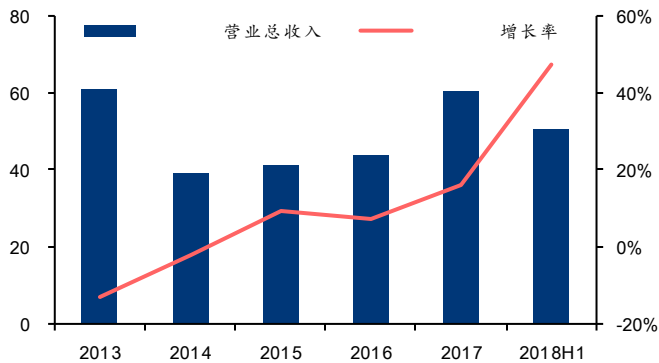
2018年上半年，山西汾酒实现营业收入50.42亿元，同比增加47.38%；实现归母净利润9.37亿元，同比增加55.76%；基本每股收益1.08元，同比增长55.76%，经营业绩符合预期。2018年上半年，公司改革与发展的相互推动，市场建设与品牌提升的相得益彰，跑出了新的汾酒加速度。

低端白酒销量快速增长，销售毛利率有所回落。上半年，由于订货预交货款增加，公司预收账款为8.20亿元，同比增长120.79%，较一季度7.19亿元继续提升。受销售货品增长影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为18.13亿元，同比增长41.96%。分产品看，公司中高端白酒实现营收30.40亿元，同比增长33.50%；低端白酒实现营业收入18.08亿元，同比增长84.11%；配制酒实现营业收入1.51亿元，同比增长11.85%。低端白酒增速较快导致公司整体毛利率有所回落，2018H1毛利率为69.65%，较去年同期下降1.43个百分点。

销售费用保持较快增长，管理费用率同比下降。上半年，公司明确营销系统各级责任、权力和激励政策，对市场费用审批及核报充分授权，坚持以“费用落地”为核心，鼓励各区域做基础建设，提升产品价格管控能力。2018H1，公司销售费用为9.07亿元，同比增长42.56%，销售费用率为17.99%，较上年同期下降0.6个百分点。上半年，公司优化和拓展ERP项目建设，进一步规范费用管理，公司管理费用为2.46亿元，同比增长15.11%；管理费用率为4.88%，较上年同期下降1.37个百分点，工作效率得到有效提升。

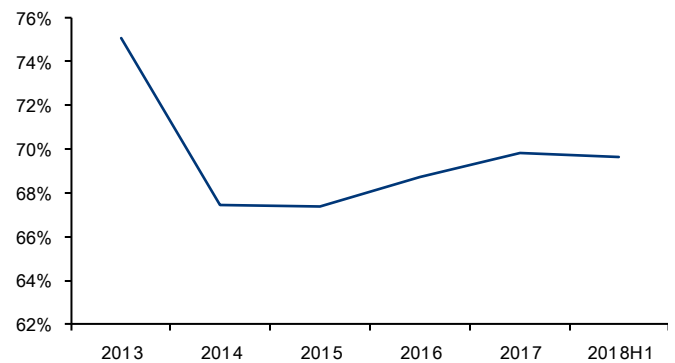
省外市场拓展力度加大，收入占比持续提升。公司继续实施13320市场布局策略，围绕1+3板块市场聚焦发展，围绕3+20机会市场梯次推进。报告期内，公司继续以山西为核心大本营市场，同时加强省外潜力市场建设。分区域看，上半年，公司省内营收28.71亿元，同比增长43.41%；省外收入21.28亿元，同比增长52.98%，收入占比为42.57%，较2017年的40.27%提升了2.30个百分点，省外收入占比持续提升。

图1：2013-2018年上半年山西汾酒营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图26：2013-2018年上半年山西汾酒毛利率走势



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

洋河股份：业绩超预期，新江苏市场快速增长

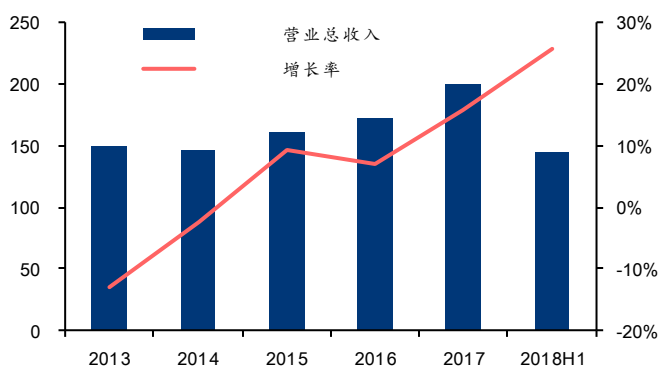
2018年上半年，洋河股份实现营业收入145.43亿元，同比增加26.12%；实现归母净利润50.05亿元，同比增加28.06%；扣非后的归母净利润为46.86亿元，同比增长26.13%；基本每股收益3.32元，经营业绩超出预期。2018年上半年，面对白酒行业市场竞争更加激烈的发展态势，公司全面推进“一六八”方略，各项工作高效落实，经营业绩稳健攀升。

预收账款大幅提高，其他业务增长亮眼。2018年上半年，由于订货预交货款增加，预收账款提升为20.58亿元，同比增加40.69%，较一季度14.68亿元继续提升。受销售货品增长影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为140亿元，同比增长30.55%。分产品看，公司白酒业务实现营收139.38亿元，同比增长24.92%；红酒业务实现营业收入1.38亿元，同比下降5.79%；其他业务实现营业收入4.67亿元，同比增长105.99%。

报告期会计核算方法调整，税金及附加大幅增长。值得注意的是，自2017年9月1日起白酒生产方式由委托加工方式改为由白酒生产企业自行生产，消费税的核算方式由委托加工计入白酒生产成本，改为由白酒生产企业自行生产销售计入税金及附加，2018H1白酒成本36.78亿元，同比减少15.97%；白酒毛利率73.61%，较上年同期提升了12.84%，公司整体毛利率水平达到74.79%，较去年同期提升了14.98%；公司税金及附加达到21.18亿元，同比增长847.89%。

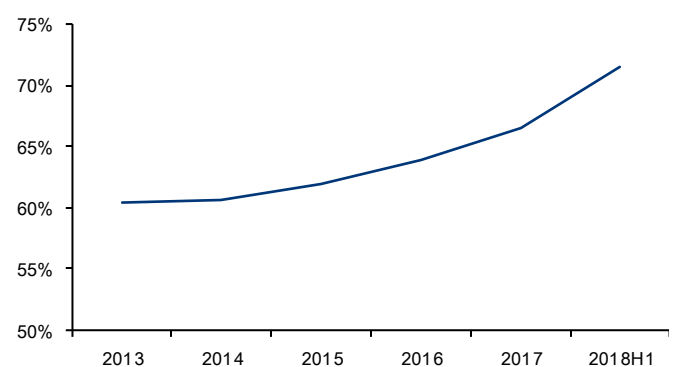
产品营销持续发力，省外收入增速快于省内市场。报告期内，公司发力营销战略创新，有序推进明星工程、梦之蓝梦想汇等各项工作，积极创新品牌传播方式，冠名央视的《经典咏流传》，推动了梦之蓝等高端品牌形象升级，公司的品牌势能进一步集聚。2018年上半年，公司销售费用达到11.73亿元，同比增长22.69%，销售费用率为8.07%，较上年同期下降0.22个百分点。同时，公司积极的对外扩张，打造包括河南、安徽、山东、浙江、上海为省外重点的新江苏市场，2018年上半年，省内收入78.39亿元，同比增长25.28%，占总收入53.90%；省外收入67.04亿元，同比增长32.83%，占总收入的46.10%。

图表 27: 2013-2018 年上半年洋河股份营业收入及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 28: 2013-2018 年上半年洋河股份毛利率走势



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

舍得酒业：会计政策调整，收入增速放缓

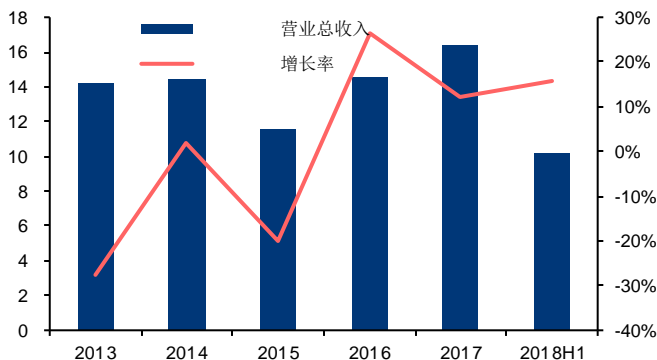
2018年H1公司实现营业收入1018亿元,同比增加15.82%;实现归母净利润1.66亿元,同比增加166.05%;扣非后的归母净利润为1.27亿元,同比增长112.65%,经营业绩低于预期。公司自2017年10月1日开始执行修订后的收入会计政策,对当期已经发生期末尚未结算的经销商折扣从销售收入中计提,计入其他应付款核算。若剔除上述会计政策变更影响,公司酒类产品收入为11亿元,同比增长41.52%,其中舍得酒8.69亿元,同比增长84.75%。

销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加,预收账款回落。2018年上半年,受公司酒类收入增长的带动,公司销售商品、提供劳务收到的现金为14.16亿元,同比增长57.44%;由于上年末预收的酒类产品货款本期发货并开票结算,公司预收账款1.32亿元,期初余额为1.92亿元,下降0.70亿。值得注意的是,由于公司会计政策调整,当期已经发生期末尚未结算的经销商折扣从销售收入中计提,计入其他应付款核算,上半年,公司其他应付款5.41亿元,较期初新增0.82亿元。

市场开发费用大幅调整,销售费用同比下降3.59%。上半年,公司市场开发费用有所下降,公司销售费用2.22亿元,同比下降3.59%,销售费用率为21.80%,较2017年回落7.47个百分点。其中,广告宣传及市场开发费0.54亿元,同比下降59.32%;公司将营销总部迁至北京,并加强人才引进,上半年公司销售费用中职工薪酬达到1.15亿元,同比增长98.27%。受本期销售增加及消费税计税基础调整影响,上半年,公司税金及附加为1.81亿元,同比增长84.13%,税金及附加占营业收入的比重从2017年末的13.73%提升至17.79%。

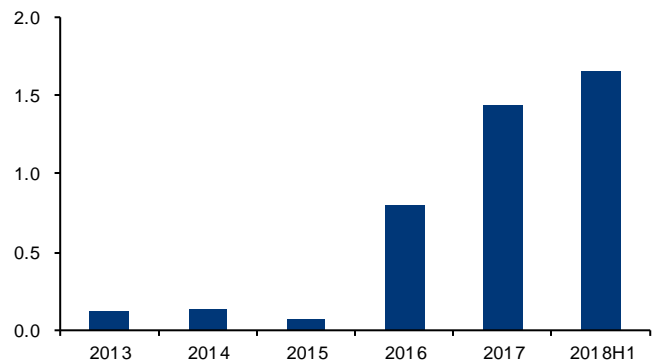
省外销售市场增速快于省内市场,继续加大经销商队伍建设。上半年,以舍得系列为主的公司中高档酒销售收入8.16亿元,同比增长17.84%;沱牌系列持续深度调整,公司低档酒收入0.26亿元,同比下降68.74%。其中,省内市场销售收入2.32亿元,同比增长22%;省外收入5.99亿元,同比增长2.22%;电商渠道收入0.12亿元,同比增长645.37%。报告期内,公司酒类产品新增经销商267家,退出经销商77家,报告期末共有经销商1592家,较2018年第一季度增加142家。

图表 29: 2013-2018 年上半年舍得营业收入及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 30: 2013-2018 年上半年舍得归母净利润情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

今世缘：产品结构升级，经营指标高开高走

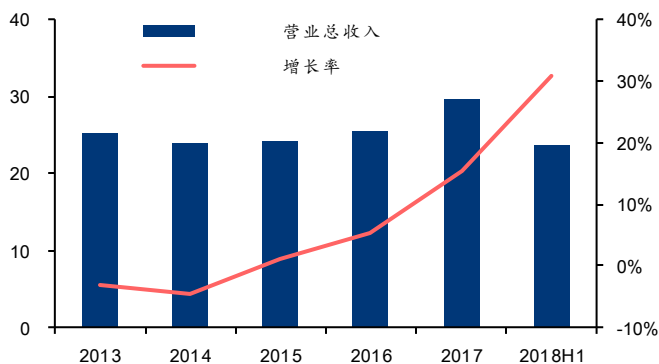
2018年上半年今世缘实现营业收入23.62亿元，同比增加30.81%；实现归母净利润8.56亿元，同比增加31.56%；基本每股收益0.68元，同比增长31.57%，经营业绩符合预期。2018年上半年，公司呈现出“快、进、热”三个特点，即主要经济指标实现了“高开高走”、“品牌+渠道”双驱动推进、发展信心越来越足。

特A+产品收入继续高速增长，产品结构持续升级。2018年1月8日，公司将国缘品牌的定位正式从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒”创领者，公司也将投入更多的资源进行品牌树立和渠道深耕，国缘系列产品显著提速。其中，2018年上半年，以国缘对开、四开为代表的特A+类产品营业收入11.60亿元，同比增长50.95%，占公司白酒收入的比重由2017年的43.8%提升至49.09%；特A类产品营业收入8.12亿元，同比增长24.22%；出厂指导价20元以下的产品同比增速均出现不同程度的下滑。上半年，公司毛利率水平继续保持在70%以上水平，达到71.93%。

销售渠道建设投入加大，预收账款同比增长30%。伴随销售收入增长以及公司销售渠道建设投入加大，2018年上半年，公司销售费用为2.95亿元，同比增长30.81%，销售费用率为12.48%，较上年同期提高0.75个百分点；由于商标权摊销到期，公司管理费用为0.70亿元，同比下降15.61%。由于季节性因素导致预收款项的减少，2018年上半年公司预收账款为2.37亿元，较上期期末下降70.86%，但较上年同期提高了30.2%。

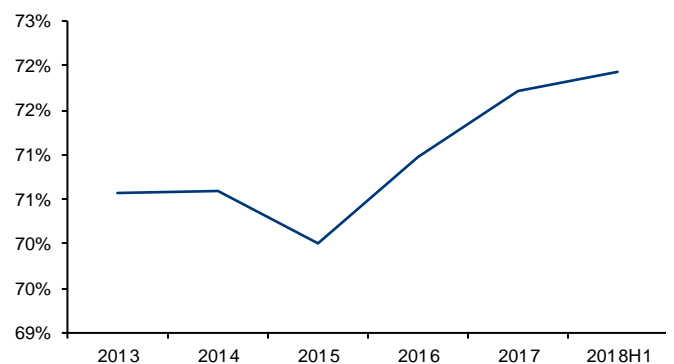
南京地区收入增速较快，省外经销商数量增长快于省内。2018年上半年，公司大本营淮安地区收入占比仍然位居首位，营业收入5.53亿元，同比增长29.73%，占公司总收入的23.39%；南京地区增长迅速，营业收入5.26亿元，同比增长61.34%，收入占比提升至22.27%，与淮安地区的收入差距逐渐缩小。从经销商规模来看，截至2018年上半年，省内经销商数量为302家，报告期内增加35家，减少30家；省外经销商数量为293家，报告期内增加47家，减少18家。

图表31：2013-2018年上半年今世缘营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：2013-2018年上半年今世缘毛利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

高端白酒需求不达预期：如果高端白酒需求不达预期，业绩影响将传递至次高端白酒、地产酒和三线白酒，进而影响整个行业的发展。

行业竞争加剧：白酒行业消费量较为饱和，未来的竞争主要从增量竞争变为存量竞争，因此对消费者的争夺将加剧，加大费用投放会对行业利润产生影响；

宏观经济情况影响白酒消费：如果宏观经济不达预期，将直接影响白酒消费，进而影响行业业绩。

食品安全问题：食品安全是食品饮料行业最关键的因素，如果出现食品安全问题，将对整个行业产生影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com