



## 白酒行业点评

### 悲观预期已体现，集中度提升趋势不变，回调带来机会

白酒行业集中度提升趋势不变，行业平稳前行。站在当前时点往后看，上市公司集中度提升的逻辑并未发生变化，同时消费升级的方向不变。渠道扩张的红利可能减弱，投资者对经济的担忧增加，我们判断总体影响可控。白酒中秋销售可保持较快增长，主力品种价格坚挺，个股不乏亮点。财富效应仅是短期扰动因素，长期因素并未变化，悲观预期已得到体现，前期回调带来优质公司布局机会。

#### 报告要点：

- **集中度提升趋势不变，行业平稳前行。**我们判断过去两年上市公司高速增长的驱动因素主要有两个：（1）消费习惯和营销模式改变推动品牌白酒集中度快速提升；（2）主力品种价格上行，带动渠道扩张和补库存。而经济复苏并非过去2年上市公司高增长的主因。站在当前时点往后看，哪些因素发生了什么变化，哪些没变？不变：（1）对上市公司而言，集中度提升的逻辑并未发生变化；（2）消费升级的方向不变。变化：（1）渠道扩张的红利可能减弱，上市公司加大了广宣投入，实现平稳过渡；（2）投资者对经济的担忧增加，我们判断总体影响可控。
- **白酒中秋销售可保持较快增长，主力品种价格坚挺，个股不乏亮点。**（1）受财富效应和渠道扩张速度放缓的影响，18年中秋需求增速可能慢于17年中秋和18年春节，但也无需悲观，预计3Q18上市公司总体可以增15-20%，如果剔除基数较高的茅台，预计可增20-30%。（2）8-9月主力产品价格维持坚挺。现阶段茅台一批价1700元，同比升300元以上，五粮液一批价820-830元，同比升10-20元。（3）个股来看，舍得酒业、顺鑫农业、山西汾酒可能是亮点。
- **财富效应仅是短期扰动因素，长期因素并未变化，悲观预期已得到体现，前期回调带来优质公司布局机会。**我们认为，消费升级和集中度提升的方向未发生变化，经济下行和渠道扩张红利减弱，可能导致增速放缓，但不会导致需求下滑，影响可控，预计2019-2020年上市公司可增15-20%，优质公司增速更快，当前估值已经回落至较低水平，悲观预期得到体现。
- **重点推荐：**舍得酒业、山西汾酒、顺鑫农业、五粮液、贵州茅台。
- **风险提示：**经济下滑对白酒行业的影响超预期。渠道库存超预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

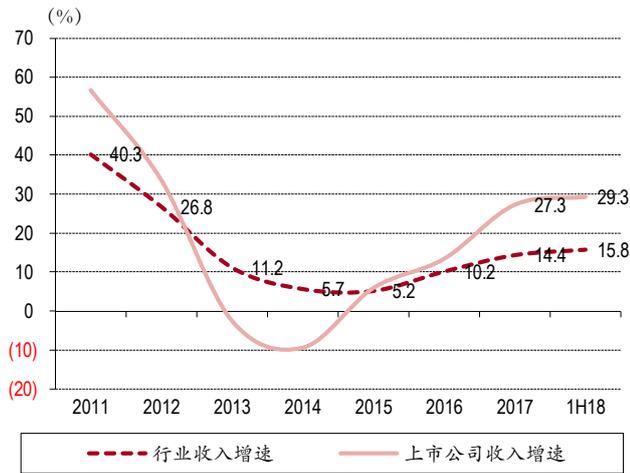
\*王兴伟为本报告重要贡献者

### 集中度提升趋势不变，行业平稳前行

我们判断过去两年上市公司高速增长的驱动因素主要有两个：（1）消费习惯和营销模式改变推动品牌白酒集中度快速提升；（2）主力品种价格上行，带动渠道扩张和补库存。

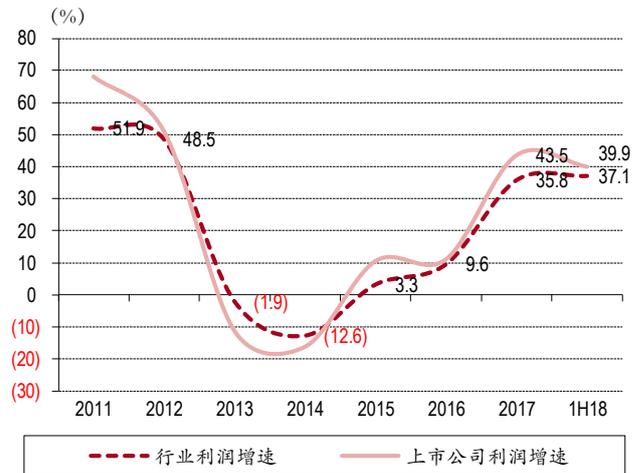
消费习惯和营销模式的变化，推动品牌白酒集中度快速提升，17年、18年上半年上市公司市占率加速上升。2015年上市公司营收增速超行业水平0.8pct，2016年超4pct，2017年、2018年上半年进一步扩大到13pct。

图表 1. 1H18 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：万得数据、国家统计局及中银证券

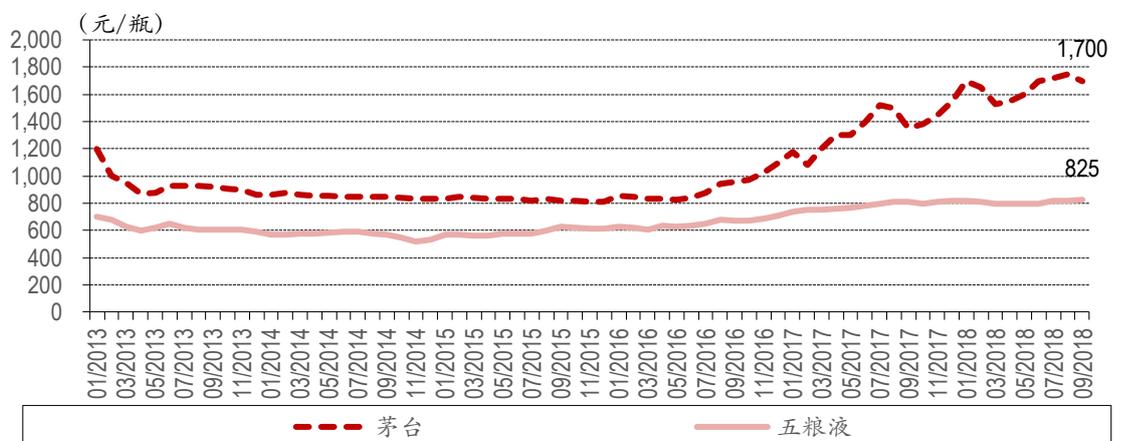
图表 2. 1H18 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：万得数据、国家统计局及中银证券

16年6月开始，茅台一批价从830元快速上涨，现阶段达到1700元左右，带动了全市场各个价格带上行，涨价预期推动渠道扩张和持续补库存。

图表 3. 13年1月至18年9月茅台和五粮液一批价



资料来源：微酒、糖酒快讯、中银证券



经济复苏并非过去 2 年上市公司高增长的主因。有投资者担忧如果经济增速放缓，可能打断白酒的上升势头。要理解这个问题，要回到问题产生的源头来看，过去两年经济复苏，伴随着白酒上市公司提速，容易造成一个错觉，就是本轮白酒的高景气是由于经济复苏所带来的。(1) 首先，17 年至今我们一直强调，本轮白酒全行业仅是弱复苏，统计局公布的 16 年、17 年、18 年上半年白酒行业收入增速为 10%、14%、16%，我们判断这个数据体现了全行业真实的增速，远低于上市公司水平。在此背景下，高景气度仅属于以上市公司为主体的品牌白酒，与其他白酒无关。(2) 其次，16 年 GDP 增速降 0.2pct，17 年升 0.2pct，波动并不大，而 17 年上市公司增速环比上升 13pct。无论是解释当期，还是后周期，用经济复苏来解释过去 2 年上市公司的高增长，都略显牵强，集中度提升和渠道补库存才是主因。

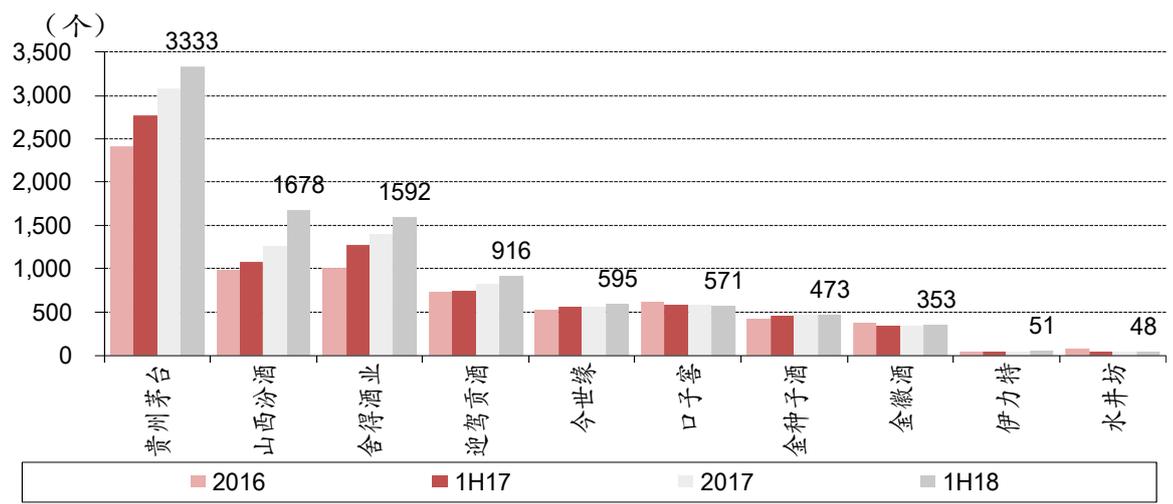
### 站在当前时点往后看，哪些因素没变，哪些发生了变化？

对上市公司而言，集中度提升的逻辑并未发生变化。上市公司代表了中国最强品牌，整风运动后营销模式改变，集中度提升速度加快。

消费升级的方向不变。根据茅台公司对产品价格的态度和供需情况判断，未来维持稳步上涨，带动行业产品结构继续向上。从历史数据看，居民人均可支配收入不断提升是居民消费增长的主要驱动力，2Q18 全国居民人均可支配收入同比增 8.6%（同比降 0.6pct），并未出现明显下滑。

渠道扩张的红利可能减弱。18 年上半年经销商数量普遍实现增长，渠道继续扩张，进一步下沉，不过增速相对 17 年略有放缓。随着各个空白区域渠道布局的完成，渠道扩张的红利可能减弱，但不会造成需求出现断崖式下降。另外，18 年上半年上市公司普遍加大了广告宣传费投入，从渠道推动转向品牌拉动，实现平稳过渡。

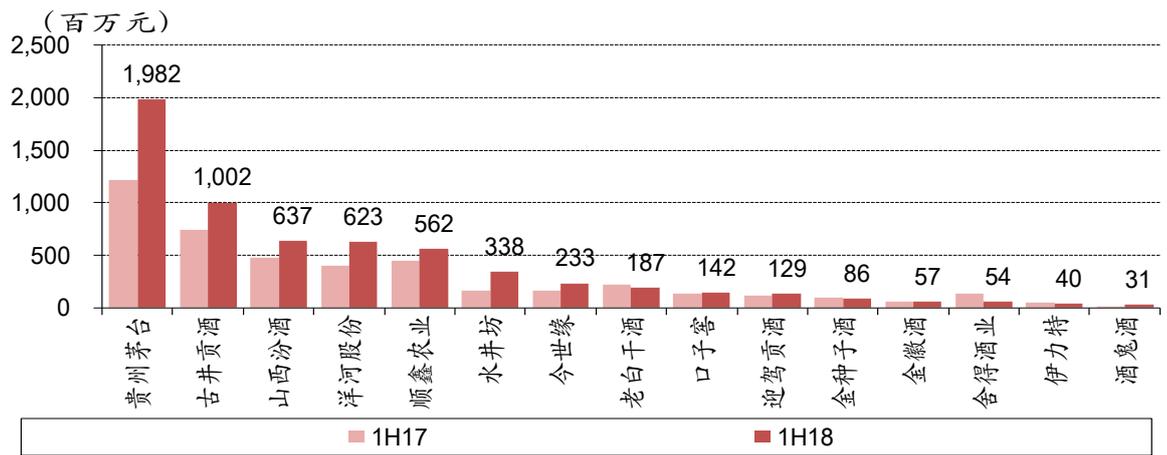
图表 4. 白酒上市公司经销商数量变化对比



资料来源：万得数据及中银证券



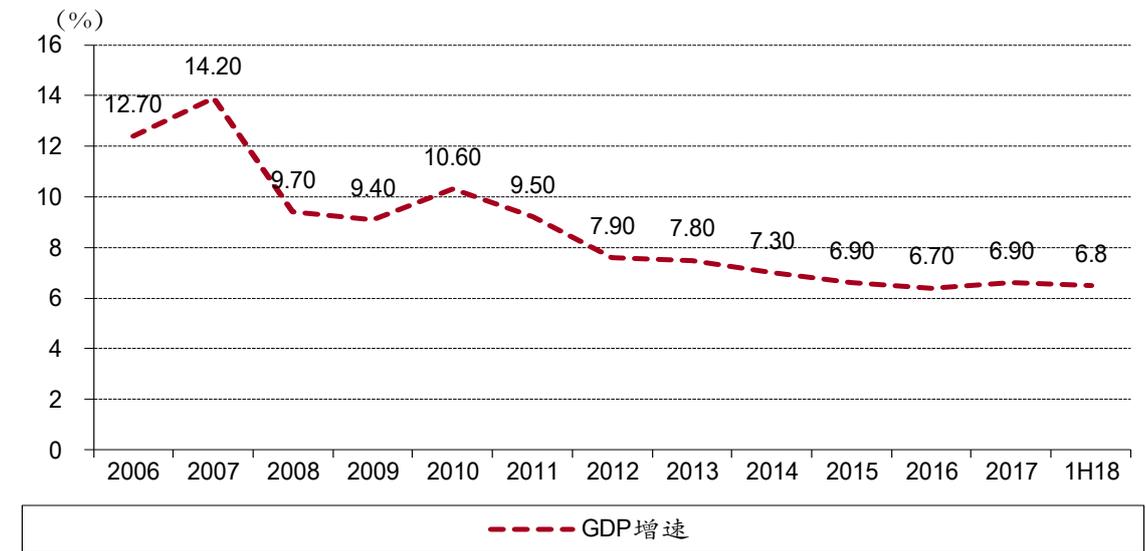
图表 5. 白酒上市公司 18 年上半年广告费用投放对比



资料来源：万得数据及中银证券

投资者对经济的担忧增加，我们判断对白酒的影响总体可控。11年-12年 GDP 增速明显放缓，从 9.5% 降至 7.9%，导致白酒行业收入增速从 11 年 40% 降到 12 年 26%。13 年增速大幅下降则与经济无关，而是出现了整风运动这种突发事件。如果 19 年经济放缓，会导致行业增速从 18 年的 16% 小幅下降至 10%，同时上市公司还可继续超越行业 10pct。

图表 6. 中国 GDP 增速



资料来源：万得数据及中银证券



图表 7. 2002-1H18 白酒行业收入增速



资料来源：万得数据、国家统计局及中银证券

**财富效应仅是短期扰动因素。**根据我们近期的白酒渠道草根调研，有经销商反馈消费意愿减弱，我们判断财富效应可能是短期需求扰动因素。4月份至今A股跌幅较大，同时18年各地房价也表现低迷。而根据我们历史调研记录判断，财富效应对短期需求的影响较大，如15年6月份、16年1月份都表现较为明显。

当前行业还有一个有利的发展条件，随着技术的进步，渠道监控手段发达，相对而言库存风险小于12年，如18年水井坊、舍得酒业、泸州老窖等都有提前去库存的动作，不用担心渠道崩盘的风险。

综合上述分析，我们判断，如果19年经济放缓，渠道扩张红利减弱，上市公司会降速，不过也仅是从30%降到20%，但出现个位数增长、甚至下滑的概率较小。

### 白酒中秋销售可保持较快增长，主力品种价格坚挺，个股不乏亮点

我们近期跟踪的白酒中秋销售情况关注几点：

- 1、受财富效应和渠道扩张速度放缓的影响，18年中秋需求增速可能慢于17年中秋和18年春节，但无需悲观，预计3Q18上市公司总体可以增15-20%，如果剔除基数较高的茅台，预计可增20-30%。
- 2、8-9月主力产品价格维持坚挺。现阶段茅台一批价1700元，同比升300元以上，五粮液一批价820-830元，同比升10-20元。
- 3、个股来看，舍得酒业、顺鑫农业、山西汾酒可能是亮点。估计3Q18顺鑫农业、山西汾酒白酒营收可增50%左右，舍得酒业回升至30%。



图表 8. 部分白酒上市公司近况跟踪和 3Q18 前瞻

| 公司   | 白酒近况跟踪暨 3Q18 前瞻   |
|------|---|
| 五粮液  | 6 月控货后, 7-9 月一批价稳定在 820-830 元, 估计当前流通库存较低。8 月中旬陆续发货, 给前期已经打款的经销商发货。3 季度可受益于经销商数量的增长, 同时系列酒继续放量, 因此我们判断 3Q18 收入可增长 20-25%。   |
| 贵州茅台 | 当前一批价 1700 元左右。根据微酒新闻, 中秋节前市场投放量 7000 吨, 经销商 8 月底提前执行 9 月、10 月计划 (合并执行、一次性打款), 8-12 月陈年酒配额不占经销商合同计划。虽然上年同期基数较高, 但从集团和报表业绩的差异来看, 公司可能为 18 年下半年留出了余粮, 同时考虑到 3 季度投放量较大, 我们判断 3Q18 收入可增 10% 以上。 |
| 洋河股份 | 8 月 20 日, 洋河全面启动中秋国庆促销, 当天中秋销售配额完成率超 30%, 渠道备货热情高。海、天升级版中秋期间正式上市, 公司推进明星工程、梦之蓝梦想汇等各项工作, 推动了梦之蓝等高端品牌形象升级, 估计梦之蓝继续保持高速增长。我们判断 3Q18 收入可增 20-25%。   |
| 泸州老窖 | 预计 3Q18 收入按年初规划稳步推进, 收入增长 25% 左右。   |
| 顺鑫农业 | 受益于低端陈酿良好的渠道布局, 18 年中高端产品放量增长, 同时 2 季度末母公司预收款维持高位, 蓄水池充足。因此我们判断 3Q18 白酒收入有望保持 50% 左右的高增长。   |
| 山西汾酒 | 根据销售公司规划, 3 季度要完成 75-80% 的计划, 当前库存水平合理, 预计 3Q18 收入可增 50%。   |
| 舍得酒业 | 6-7 月控货去库存, 降至合理水平, 8 月份各地召开订货会, 我们判断公司回款情况较好, 估计白酒报表口径收入增 30% 左右, 销售口径增速更快。  |

资料来源: 万得数据及中银证券

### 投资建议: 股价已体现悲观预期, 回调带来优质公司布局机会

财富效应仅是短期扰动因素, 长期因素并未变化, 悲观预期已得到体现, 前期回调带来优质公司布局机会。我们认为, 消费升级和集中度提升的方向未发生变化, 经济下行和渠道扩张红利减弱, 可能导致增速放缓, 但不会导致需求下滑, 影响可控, 预计 2019-2020 年上市公司可增 15-20%, 优质公司增速更快, 当前估值已经回落至较低水平, 悲观预期得到体现, 带来优质公司布局机会。

**重点推荐:** 舍得酒业、山西汾酒、顺鑫农业、五粮液、贵州茅台。

### 风险提示

经济下滑对白酒行业的影响超预期。渠道库存超预期。

附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码      | 公司简称 | 评级 | 股价     | 市值    | 每股收益(元/股) |       | 市盈率(x) |       | 最新每股净资产 |
|-----------|------|----|--------|-------|-----------|-------|--------|-------|---------|
|           |      |    | (元)    | (亿元)  | 2017A     | 2018E | 2017A  | 2018E | (元/股)   |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 买入 | 631.98 | 7,939 | 21.56     | 29.01 | 29.3   | 21.8  | 74.3    |
| 000858.SZ | 五粮液  | 买入 | 59.98  | 2,328 | 2.49      | 3.38  | 24.1   | 17.7  | 14.7    |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 买入 | 43.21  | 374   | 1.09      | 1.90  | 39.6   | 22.7  | 5.9     |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 增持 | 104.40 | 1,573 | 4.40      | 5.50  | 23.7   | 19.0  | 20.3    |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 增持 | 40.31  | 590   | 1.75      | 2.35  | 23.1   | 16.8  | 10.5    |
| 600779.SH | 水井坊  | 增持 | 36.56  | 179   | 0.69      | 1.16  | 53.2   | 31.5  | 2.5     |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | 买入 | 38.50  | 220   | 0.77      | 1.22  | 50.1   | 33.0  | 11.3    |
| 600702.SH | 舍得酒业 | 买入 | 25.59  | 86    | 0.43      | 1.17  | 60.1   | 21.9  | 7.8     |

资料来源: 万得数据及中银证券

注: 股价截止日 2018 年 9 月 13 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371