



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

公司业绩持续向好，次高端白酒表现亮眼

——白酒行业中报回顾

2018年9月19日

分析师：

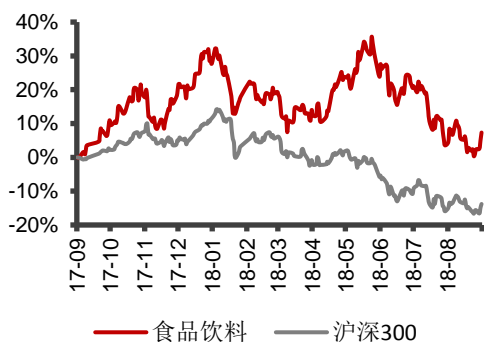
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

食品饮料与上证综指走势图



行业评级

中性

相关报告

- 1、板块基本面未变，估值回落性价比提升：食品饮料行业周度报告 20180820
- 2、行业供需无忧，关注旺季备货机遇：食品饮料行业周度报告 20180814
- 3、旺季来临，龙头公司业绩增长稳健：食品饮料行业周度报告 20180803

内容提要：

- 2018年上半年，白酒产量增速继续下降。二季度末，众多名优酒企纷纷采取控货提价的策略。除茅台外，名优白酒未形成卖方市场，企业通过控量实现价格上行，提高渠道盈利能力，调节供需关系。主动控货使公司业绩和渠道发展更加健康，也客观拉长了行业周期。
- 收入方面，白酒上市公司整体运营向好，二季度收入增长加速，淡季不淡。规模上预计今年顺鑫农业、山西汾酒、古井贡酒将晋级百亿阵营。产品结构方面，高端及超高端产品营收增长继续提速，次高端及中档酒各公司业绩有所分化，部分品牌的低档酒营收高歌猛进。市场方面，我们认为行业第二次全国化进程面向二线白酒开启。
- 盈利能力方面，高端白酒整体向好。次高端，汾酒在低端市场开疆扩土，以量取胜，其余品牌呈现量价齐升态势。中端及大众酒则分化加剧，老白干、顺鑫农业及古井贡酒品牌带动销量，获高速增长。
- 费用方面，板块营业成本增速低于营收增速，销售费用增长成为成本增长的主要因素，行业竞争形势不断激烈。税金及附加仍高增长，预计消费税新规对板块公司报表的影响今年基本可以消化完毕。
- 预收账款次高端独占鳌头，部分名优酒企预收款下降为公司主动干预的结果，“蓄水池”质量的提升有利于长期稳定发展。
- 风险提示：食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

目录

1、宏观及食品饮料板块整体情况	4
1.1 宏观情况	4
1.2 食品饮料板块	5
2、白酒板块	8
2.1 主动控货拉长行业周期	9
2.2 板块收入加速增长，名优酒全国化进程加速	9
2.2.1 次高端增速亮眼，百亿阵营或再添3家	9
2.2.2 高端继续稳步快速增长，次高端寻求差异化经营	11
2.2.3 市场方面：名酒省外增长耀眼，全国化加速	12
2.3 板块盈利能力持续向好，次高端增速名列前茅	12
2.4 销售费用普遍提高，竞争加剧门槛提高，消费税新规基本消化	15
2.4.1 板块营业成本增速低于营收增速	15
2.4.2 名优酒企销售费用增长，竞争升级	16
2.4.3 税金及附加仍高增长，但增速现回落迹象	17
2.5 预收账款次高端独占鳌头，部分优质企业减量增质	17
2.6 重点公司	19
2.6.1 茅台：供需向好，系列酒增速亮眼	19
2.6.2 五粮液：动销率健康，提价可期	19
2.6.3 汾酒：高端、大众两端高速增长，国企改革提升内部治理	20
3、风险提示	20

图表目录

图 1: 城镇社会消费品零售总额	4
图 2: 乡村社会消费品零售总额	4
图 3: 全国百家大型零售企业零售额 (%)	5
图 4: 全国百家大型零售企业食品类零售额 (%)	5
图 5: 食品制造收入、利润情况	5
图 6: 酒、饮料和精制茶制造收入、利润情况	5
图 7: 食品饮料行业毛利率趋势 (%)	6
图 8: 2018H1 申万一级行业营收增长 (%)	7
图 9: 2018H1 申万一级行业营业利润增长 (%)	7
图 10: 2018H1 申万一级行业扣非归母净利润增长 (%)	7
图 11: 2018H1 食品饮料子板块营收增长 (%)	7
图 12: 2018H1 食品饮料子板块归母净利润增长 (%)	7
图 13: 2018H1 食品饮料板块经营现金流量净额增长 (%)	7
图 14: 食品饮料子板块营收占比变动 (%)	8
图 15: 白酒产量变动	9
图 16: 白酒销量及库存变动	9
图 17: 2018H1 白酒上市公司营收增长 (%)	10
图 18: 2018H1 白酒上市公司营收规模 (万元)	10
图 19: 食品饮料单季度营收增长变动 (%)	10
图 20: 白酒板块单季度净利润增长变动 (%)	13
图 21: 白酒板块单季度销售毛利率变动 (%)	13
图 22: 白酒板块单季度 ROE 变动 (%)	13
图 23: 2018H1 白酒上市公司净利润增长 (%)	13
图 24: 2018H1 白酒上市公司毛利率增长 (%)	14
图 25: 2018H1 白酒上市公司 ROE 增长 (%)	14
图 26: 2018H1 白酒上市公司三费率变动 (%)	15
图 27: 2018H1 白酒上市公司营业成本增长 (%)	15
图 28: 2018H1 白酒上市公司销售费用增长 (%)	16
图 29: 2018H1 白酒上市公司税金及附加增长 (%)	16
表 1: 部分酒企不同价位产品 2018H1 营收增长 (%)	12
表 2: 白酒上市公司税金及附加季度增长变化	17
表 3: 白酒上市公司预收款增长变化	18
表 4: 重点公司估值情况	20

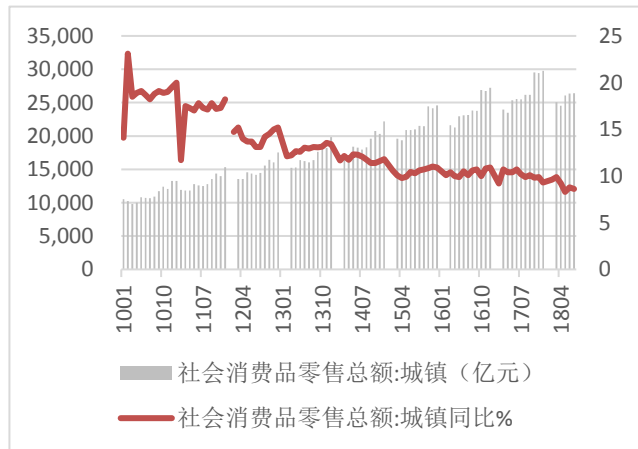
1、宏观及食品饮料板块整体情况

1.1 宏观情况

受国内经济增速下行影响，虽然消费升级趋势明显，社会消费品零售总额同比增长仍然处于下降通道中，已从2011年7月的15%一路跌至2018年7月的8.8%。由于7月份数据低于市场预期，A股市场消费板块大幅下跌体现市场悲观情绪。但8月份社会消费品零售总额31542亿元，同比增长9.0%，增速环比高出0.2pct，其中城镇增长8.8%；乡村增长10.2%。前期市场对食品饮料板块极度悲观的前提是未来经济前景不明朗，消费将持续下滑，最新公布的8月份消费数据在一定程度上缓和了这一预期。

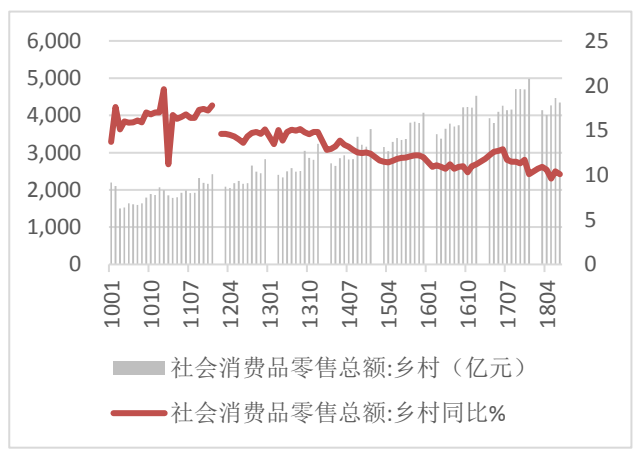
此外，与乡村相比，城镇居民的消费增速下降更快，2017年7月后同比增长再未超过9%，2018年3-5月份下行加速。乡村消费2016年10月至2017年6月出现一波回升，而后回落，2018年以来增速在10%上下波动，低线城市市场依然具有明显的比较优势，在未来一段时间将是推动消费升级及品牌集中的主力市场，消费板块的马太效应仍将持续。

图 1：城镇社会消费品零售总额



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：乡村社会消费品零售总额

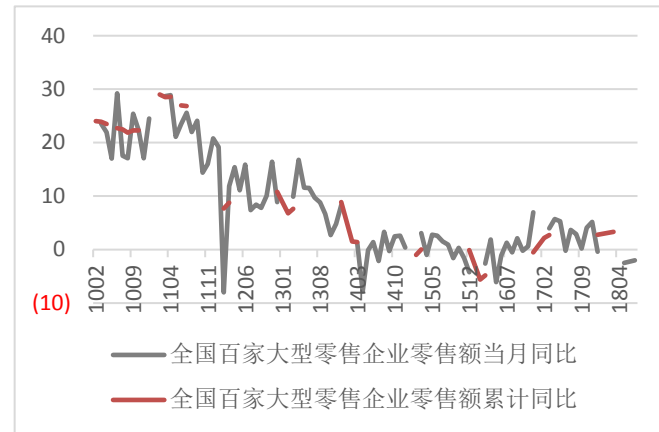


资料来源：WIND，国开证券研究部

相应地，近几年食品饮料行业整体需求延续低迷状态，自2013年6月以来，大型零售企业食品类商品销售额单月同比增长再未逾越10%，但相较2016年频繁出现负增长，近两年无论整体零售额还是食品类零售额都呈现出企稳的趋势。需要提到的是，百家大型零售企业数据近年受到线上零售崛起的冲击，实际整体零售情况将稍乐观于零售企业数据。

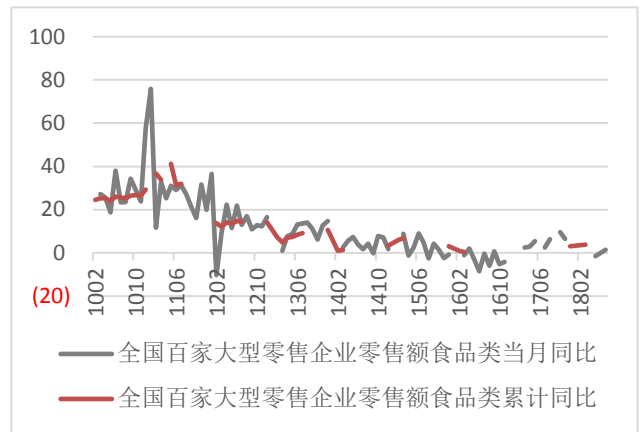
总体来看，食品饮料行业2018年的宏观大环境较2017年更加低迷，乡村消费好于城市，但市场前期过度悲观，近期或将有所修复。

图 3: 全国百家大型零售企业零售额 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 4: 全国百家大型零售企业食品类零售额 (%)

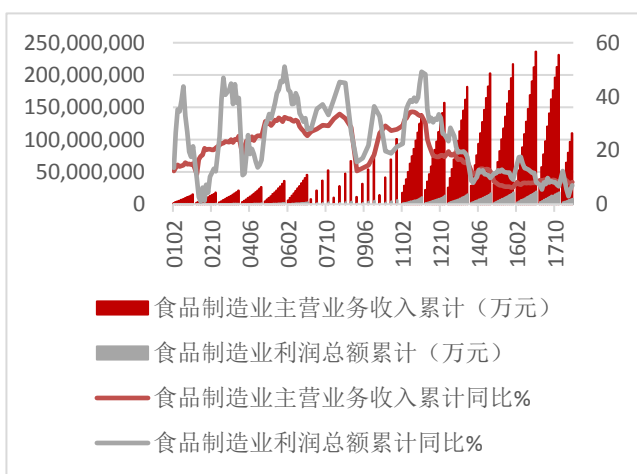


资料来源: WIND, 国开证券研究部

1.2 食品饮料板块

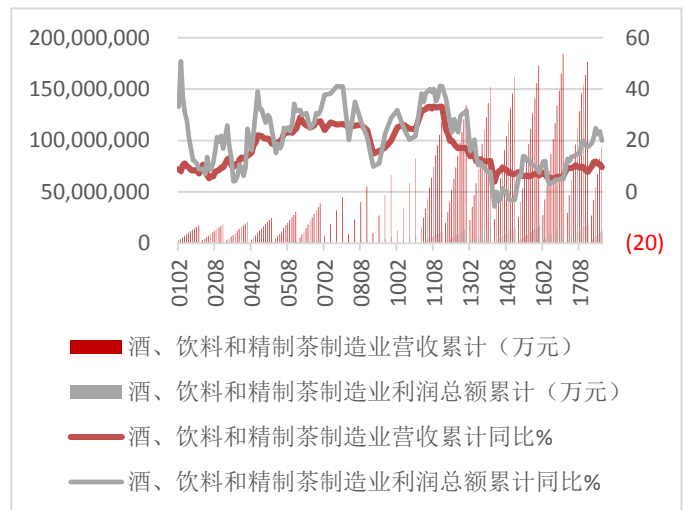
行业整体财务方面, 2011年末至今, 食品制造行业与酒、饮料和精制茶制造业业绩增速呈现明显的L型, 两行业于2011年11月进入下行通道, 2014-2015年前后触底企稳。食品制造行业主营业务收入、利润在底部仍处于下降通道, 增速从2014年第三季度的10%、12%缓慢下降至2018年7月的5.4%、7%。行业整体毛利率在2017年底下滑至历史低位后小幅回升至均值附近。

图 5: 食品制造收入、利润情况



资料来源: WIND, 国开证券研究部

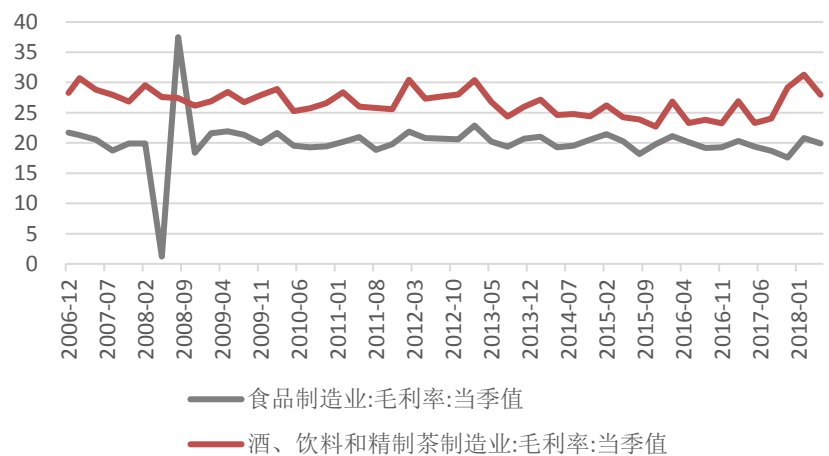
图 6: 酒、饮料和精制茶制造收入、利润情况



资料来源: WIND, 国开证券研究部

另外，受“三公消费”的影响，2013年末酒、饮料和精制茶制造业财务数据呈断崖式下降，2014年春节旺季期间利润率更是出现5.71%的负增长。但是随着近几年消费升级和个人消费的崛起，行业2016年开始回暖，2017年二季度利润增速突破10%，2018年7月利润总额累计同比上升20%。行业整体毛利率自2017年5月开始小幅改善，在2018年春节期间达到31.29%，突破10年来高点。

图 7: 食品饮料行业毛利率趋势 (%)

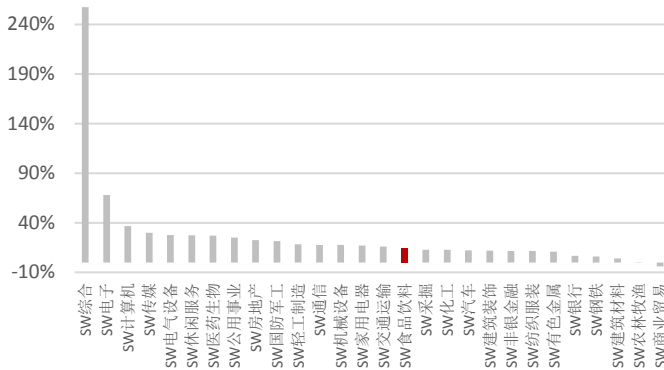


资料来源: WIND, 国开证券研究部

上市公司方面，食品饮料板块财务数据在2018年上半年排名中部，板块实现营收2953亿元，同比增长14.81%；营业利润724亿元，同比增长35.26%；扣非归母净利润504亿元，同比增长33.28%；以上三项分别在申万28个一级行业中排名第18、14和13名，利润增速排名高于收入增速主要系板块公司成本增长幅度较小所致，以5.79%排名第25。

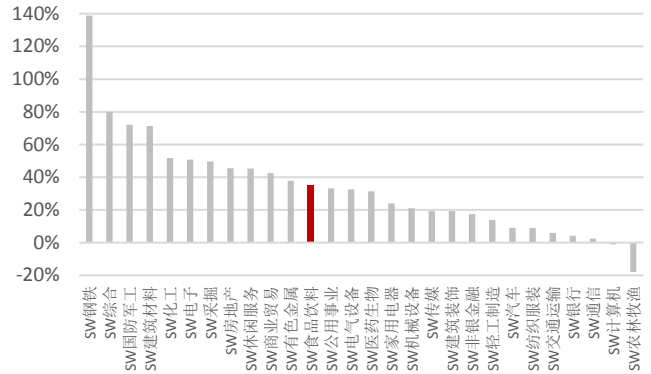
子板块中，主营收入与归母净利润同比增速仅其他酒类同比下滑，其余板块均实现增长。其中白酒表现最为亮眼，营收、归母净利润分别增长31.29%、40.35%，位列第一。营业收入方面，共有包括白酒、软饮料、调味发酵品、乳制品及食品综合5个子板块增速超10%；盈利能力方面，则以白酒、软饮料、调味发酵品、肉制品及食品综合领先，增速超20%。其中，受益于猪价下行，肉制品加工享受成本端红利，利润增速大幅超越收入增速；而乳制品板块由于蒙牛、伊利竞相在世界杯期间大幅增加广告投放，明显削弱盈利能力，13.07%的收入增速仅换取8.98%的归母净利润增长。

图 8: 2018H1 申万一级行业营收增长 (%)



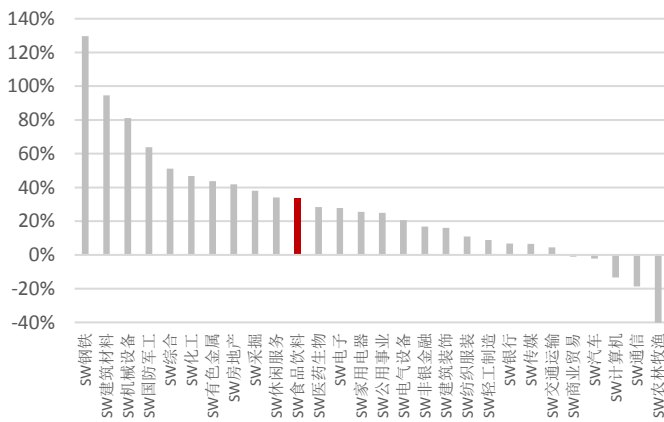
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 9: 2018H1 申万一级行业营业利润增长 (%)



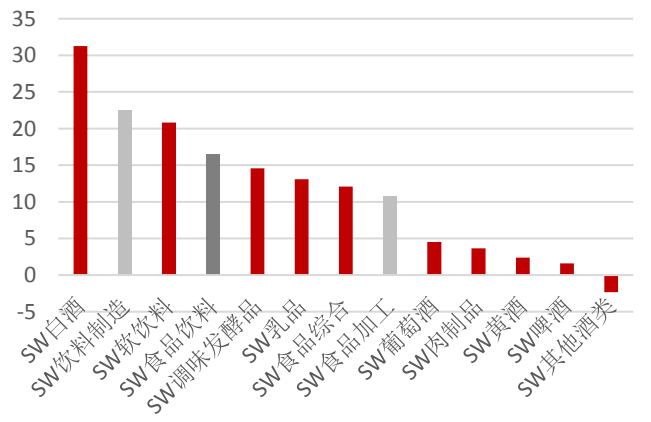
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 10: 2018H1 申万一级行业扣非归母净利润增长 (%)



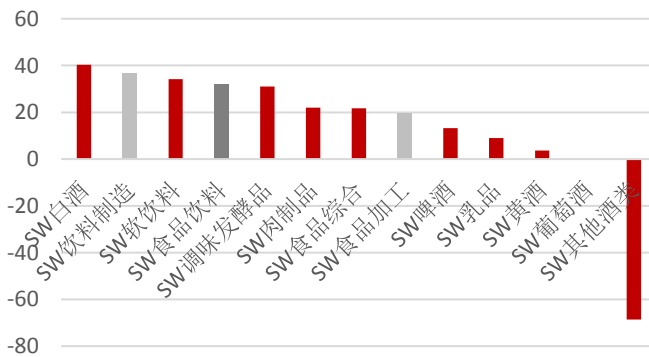
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 11: 2018H1 食品饮料子板块营收增长 (%)



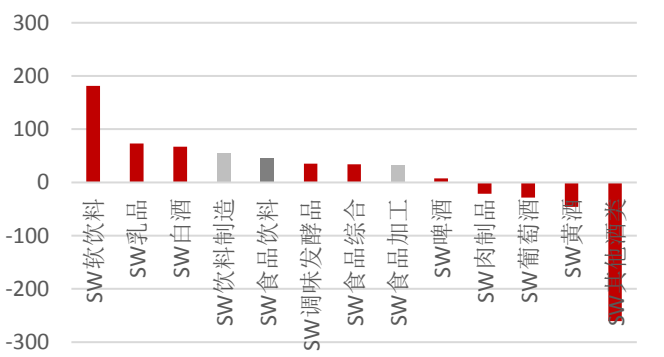
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 12: 2018H1 食品饮料子板块归母净利润增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 13: 2018H1 食品饮料板块经营现金流量净额增长 (%)

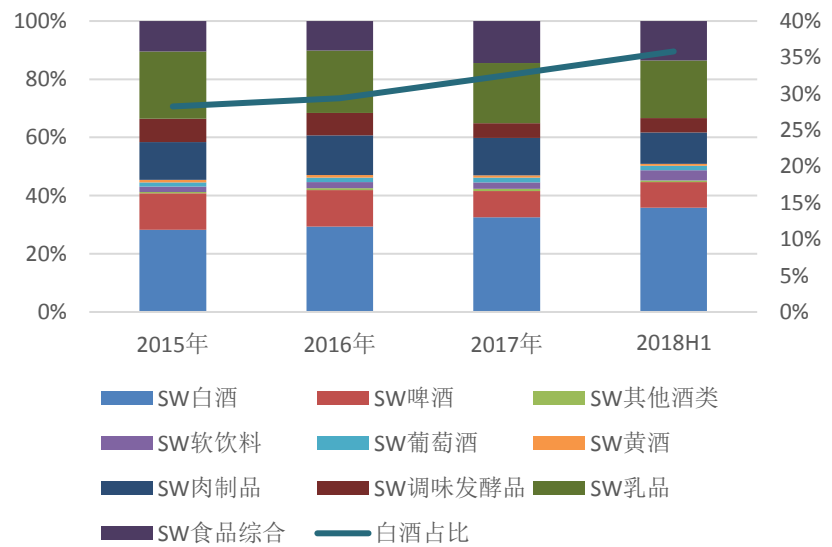


资料来源: WIND, 国开证券研究部

2、白酒板块

食品饮料板块中白酒板块营业收入占比最高，且由于近年来行业景气度较高，板块营业收入占比持续提升，2018年一季度已上升至35.82%。因此，白酒板块业绩的变动会对整个板块产生明显影响。此外，自2016年白酒行业复苏以来，板块已成为市场焦点，因此，本篇报告将重点分析此板块上半年业绩及未来趋势。

图 14：食品饮料子板块营收结构变动（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

我们从两个角度对白酒的18家上市公司做出分类：

一、以主要产品价格档次分类

高端：贵州茅台、五粮液、泸州老窖；

次高端：山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒；

中端：洋河股份、古井贡酒、今世缘、口子窖、老白干酒、金徽酒；

低端（大众）：顺鑫农业、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒、甘肃皇台（ST皇台）。

二、以规模及影响力分类

一线：贵州茅台、五粮液、泸州老窖；

二线：洋河股份、顺鑫农业、山西汾酒、古井贡酒；

区域龙头（三线）：舍得酒业、老白干酒、水井坊、口子窖、今世缘；
其他（四线）：酒鬼酒、伊力特、金徽酒、金种子酒、迎驾贡酒、甘肃皇台（ST 皇台）。

2.1 主动控货拉长行业周期

2018年上半年，白酒产量增速继续下降，其中4个月环比负增长，6月份同比出现负增长，产量与去年相比下降明显。销量方面，与前几年较为平稳的增长相比，自2017年四季度白酒销量出现大幅下滑，2018年上半年白酒累计销量仅为2017年同期的73.3%。同时，行业库存也有所下降，并未出现滞销，因此可以判断白酒企业多实行“控货+主动去库存”的策略。

图 15: 白酒产量变动

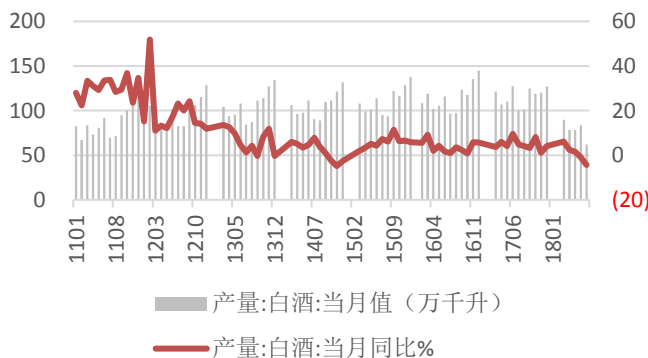
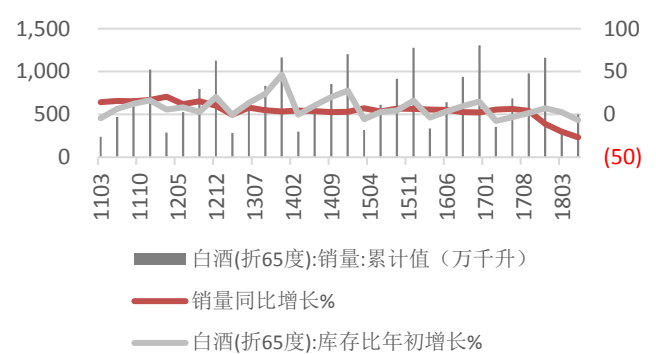


图 16: 白酒销量及库存变动



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

二季度末，众多名优酒企纷纷采取控货提价的策略，5月份水井进行控货，6月份五粮液部分渠道提价；汾酒对青花全面停货；老窖西南区建议渠道价提升至810元。除茅台外，名优白酒未形成卖方市场，企业通过控量实现价格上行，提高渠道盈利能力，调节供需关系。主动控货使公司业绩和渠道发展更加健康，也客观拉长了行业周期。

2.2 板块收入加速增长，名优酒全国化进程加速

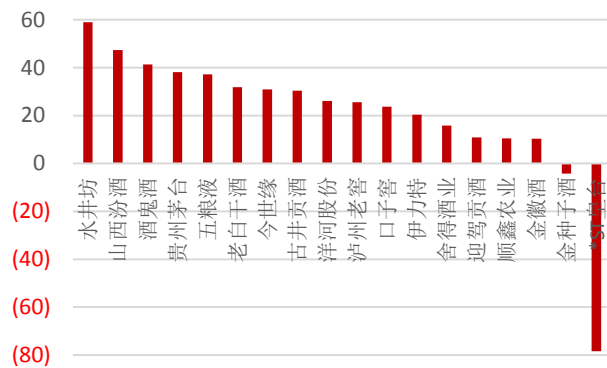
2.2.1 次高端增速亮眼，百亿阵营或再添3家

整体来看，2018年上半年白酒上市公司整体运营向好，实现营业收入1057.76亿元，同比增长31.29%，白酒营业收入占总收入的94.55%。其中2018年一季度、二季度分别增长27.86%、36.36%，二季度收入增长加速，淡季不淡。

个股方面，除金种子酒与ST皇台外，其他公司均实现营业收入正增长，其中68%的公司营收增长超20%，水井坊(18.97%)、山西汾酒(47.38%)、酒鬼酒(41.26%)、贵州茅台(38.06%)及五粮液(37.13%)收入增速排名前五。

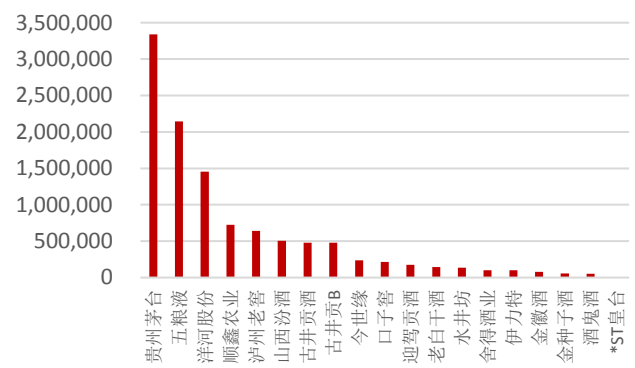
从规模上看，贵州茅台、五粮液及洋河分别以334亿元、214亿元、145亿元稳稳排在前三甲，顺鑫农业、泸州老窖、山西汾酒及古井贡酒为第二梯队，营收在50亿元附近。据此推测，第二梯队的三家公司大概率都将在2018年破百亿，自此白酒百亿营收大营将有7家公司，其他公司则仍有较大差距。

图 17: 2018H1 白酒上市公司营收增长 (%)



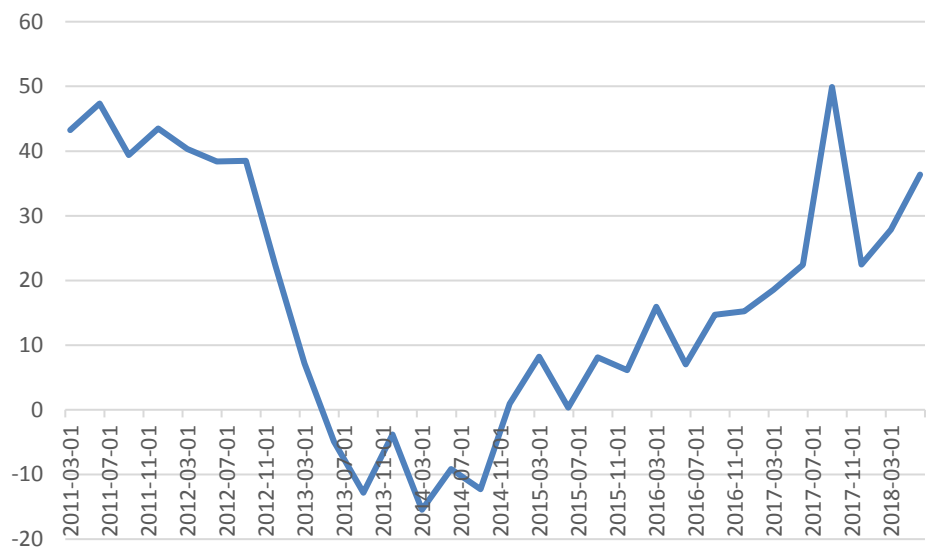
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 18: 2018H1 白酒上市公司营收规模 (万元)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 19: 食品饮料单季度营收增长变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

与一线白酒相比，在消费升级、次高端白酒扩容的背景下，行业二三线白酒增速更加突出，2018上半年水井坊以59%的营收增速排名板块第一，酒鬼酒、老白干、今世缘也表现亮眼，营收同比分别增41%、32%、31%。相比较而言，品牌、渠道较弱的三四线酒企依然艰难，行业分化继续加剧。大众酒及地方性品牌迎驾贡酒、金种子、伊力特、皇台酒业增长很低或下滑。在“少喝酒、喝好酒”和消费升级的趋势下，行业集中度继续提升，马太效应凸显。

2.2.2 高端继续稳步快速增长，次高端寻求差异化经营

产品结构方面，以茅台酒为首的白酒高端及超高端产品营收增长继续提速，几乎所有品牌高端白酒都同比增长超20%，其中古井贡酒的古8预计翻倍，今世缘的国缘v6、洋河梦之蓝也大幅上涨超50%。而传统高端茅台、五粮液、泸州老窖优势突出，增速均超30%，继续强势扩张。汾酒2018年4-5月青花系列保持了70-80%的高增速，老白汾30-40%增长。高端及超高端白酒营收持续高增长，显示出白酒市场需求依然良好。

次高端及中档酒的业绩各公司有所分化。茅台系列酒超预期增长，营收大幅跃升56.86%，五粮液及泸州老窖次高端增幅也超过25%，一线白酒强势进军中高端市场，今年上半年斩获大量市场份额，也说明消费者对于品牌意识进一步提升，品牌进一步产生溢价。

二三线白酒方面，今年上半年，水井坊开始加速高端产品典藏大师版和超高端产品水井坊·菁翠的市场化运营；酒鬼酒高度柔和红坛酒鬼酒营业收入增长57%，占总营收的67%；舍得的高端系列同比大幅增长84.75%；今世缘确立了国缘“中国高端中度白酒”的定位。第二梯队的次高端酒企正通过多年来培育挖掘的细分市场精准定位客户群，尽力避免同质化，通过差异化经营增强品牌认同度及产品溢价。

大众酒业绩最为分化，其中顺鑫农业、舍得酒业及山西汾酒通过渠道深耕及产品布局，低档酒营收在2018年上半年高歌猛进。我们不认同消费降级的说法，纵向比较低档酒的价格中枢在持续上移，并且集中度在明显提高，消费者更加在意品牌及特色。当前，牛栏山二锅头仅占低端酒市场的3%左右，随着名酒化的进一步深化及低线城市消费的崛起，我们认为大众酒市场大有可为。

表 1: 部分酒企不同价位产品 2018H1 营收增长 (%)

公司	高端+超高端 (600 元以上)	次高端+中档酒 (100-600 元)	低档酒 (100 元以下)	其他 (如药酒、配制酒)
茅台	35.86%	56.67%	——	42.23%
五粮液*	30%	25%	——	——
泸州老窖	33.41%	27.33%	12.82%	-26.01%
山西汾酒	33.53%	——	84.16%	11.64%
洋河股份*	50%	20%	5%	——
古井贡酒*	100%	30%	20%	——
今世缘	50.95%	24.22%	16.12%	4.72%
口子窖	27.38%	-12.14%	-21.89%	-23.66%
舍得酒业	17.84%	17.84%	99.01%	-68.08%
迎驾贡酒	——	22.17%	-3.86%	——
水井坊*	23%	66%	——	——
老白干	——	32.19%	21.98%	4.69%
伊力特*	31%	2.58%	32.86%	——
金徽酒	——	29.40%	-34%	——
酒鬼酒	——	24.22%	5.56%	——

注: 带*系作者预测值

资料来源: WIND, 国开证券研究部

2.2.3 市场方面: 名酒省外增长耀眼, 全国化加速

在18家上市酒企中, 除了全国化程度较高的茅台、五粮液外, 其他企业的省外市场均实现了高速增长。顺鑫农业的省外市场占比达58.70%, 同比增长71.31%, 省外占比首次超过北京地区。汾酒的省外增长达52.97%; 酒鬼酒、口子窖、洋河省外酒类营收同比增长均超30%。随着区域酒企资本的壮大、品牌声誉的提升与渠道的扩大及下沉, 在如今消费者品牌意识越发强化的市场环境下厚积薄发, 我们认为行业第二次全国化进程面向二线白酒开启。

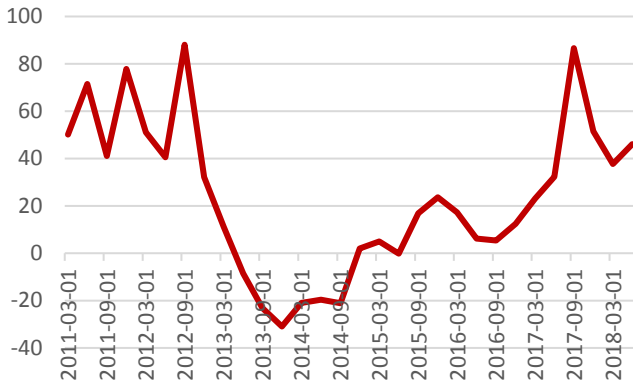
2.3 板块盈利能力持续向好, 次高端增速名列前茅

2018年上半年, 白酒18家上市公司实现净利润353亿元, 同比增长40%, 环比上升15pct, 同比上升13pct。2012年四季度白酒板块净利润增速呈断崖式下跌, 并在2013年中旬至2014年末处于负增长。经过一年的修复, 2016年中旬, 板块真正进入复苏时代, 净利润增长率快速上扬, 2017年三季度达87%。2018年上半年, 板块增速有所回落, 一季度、二季度同比增速分别为38%、46%, 但放眼近10年, 仍处于高增长阶段。

毛利率方面, 2018年一季度、二季度板块平均毛利率分别为76.35%、

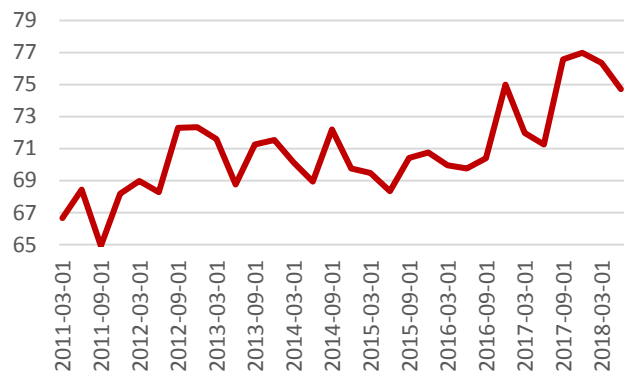
74.71%，同比增长4.37pct、3.45pct。通过产品结构升级及控货提价等政策，板块毛利率自2015年二季度开始结束波动，震荡增长。

图 20: 白酒板块单季度净利润增长变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

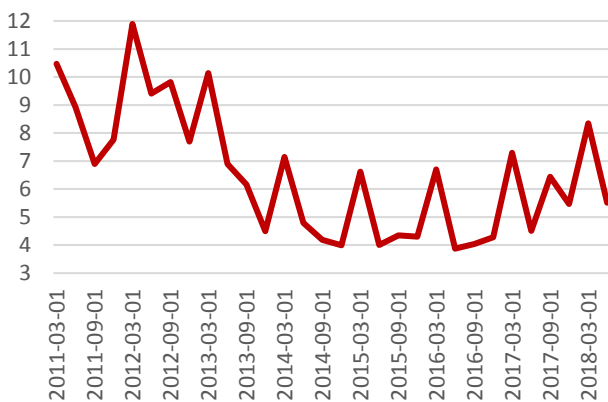
图 21: 白酒板块单季度销售毛利率变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

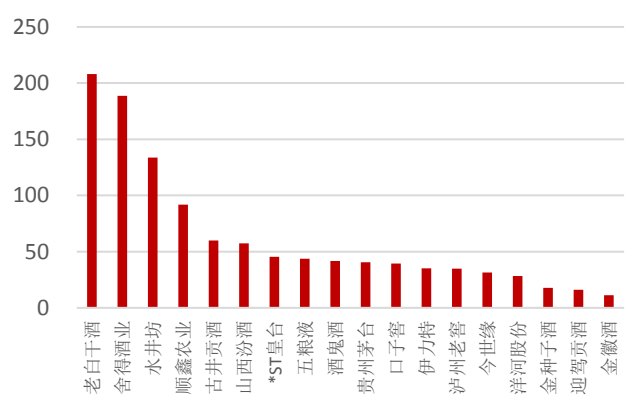
净资产收益率方面, 2018年一季度、二季度板块ROE分别为8.35%、5.51%, 同比增长14.38%、22.17%, 板块18家公司盈利能力提升淡季略快于旺季。板块ROE自2016年开始出现改善, 但与2013年之前相比, 仍然处于低位。总体来看, 板块内公司盈利能力仍处于上升通道, 无需对行业基本面过度担忧。

图 22: 白酒板块单季度 ROE 变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 23: 2018H1 白酒上市公司净利润增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

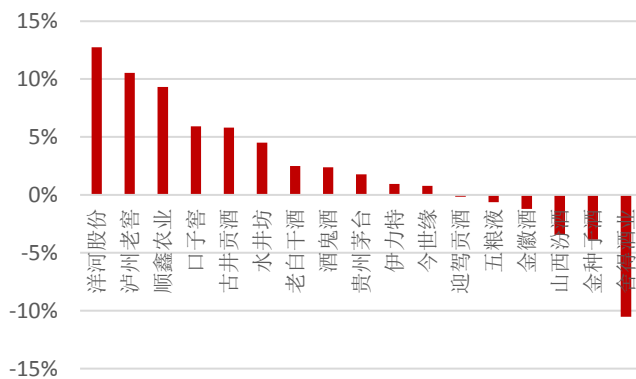
具体到个股，18家公司均实现净利润同比增长，其中12家公司增长继续提速，金种子酒与皇台酒业实现净利润由负转正，而山西汾酒（+56%，-12pct）、舍得酒业（+166%，-3pct）、金徽酒（11%，-13pct）、酒鬼酒（38%，-75pct）四家公司增速较2017年同期下滑。

按不同档次分类，次高端酒企均处于板块增长的上位段，高端茅五泸分别排名第12、9、15名，位列中位段，中端及低端酒企则分化严重，其中老白干、顺鑫农业及古井贡表现亮眼，迎驾贡酒、金徽酒净利润增长垫底。

毛利率方面，板块内公司涨跌不一，其中11家公司毛利率实现同比上涨，7家公司下滑。茅台、五粮液及山西汾酒由于扩展中端市场，系列酒销量大涨，但与高端产品相比毛利低，因此上述公司毛利率增速不高。而几乎所有中端酒企都顺应消费升级，调整企业策略，重点推进高端产品，其中洋河梦系列及古井古8市场增速最快，带动公司毛利率大幅上涨。低端酒方面，市场渠道更为突出的顺鑫农业凭借产品价格中枢上移，盈利能力增强。而金种子酒毛利率则同比下降近4%。净资产收益率方面，除泸州老窖因资产负债率上升导致ROE同比下降外，其他公司均实现正增长。

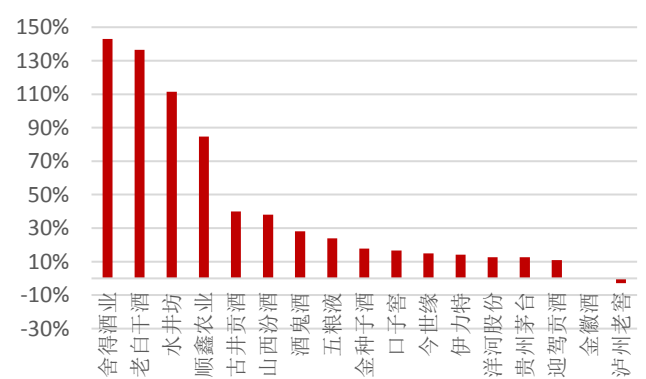
总体来说，高端白酒整体向好，但由于需求明显向茅台、五粮液集中，泸州老窖经营相对较为艰辛。次高端整体盈利能力高速增长，汾酒在低端市场开疆扩土，以量取胜，其余品牌呈现量价齐升态势。中端及大众酒则分化加剧，老白干、顺鑫农业及古井贡酒品牌带动销量，获高速增长。

图 24: 2018H1 白酒上市公司毛利率增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 25: 2018H1 白酒上市公司 ROE 增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2.4 销售费用普遍提高，竞争加剧门槛提高，消费税新规基本消化

2.4.1 板块营业成本增速低于营收增速

2018年上半年，白酒板块营业成本共计157.42亿，同比增长12.87%，远低于营收的31.29%，主要是由于行业景气度高，产品终端价格中枢上移，渠道盈利能力不断改善，厂家对经销商补贴减少所致。三费方面，板块销售费用/营业收入一季度、二季度分别为9.8%及13.7%，同比分别-1.6pct、+0.6pct，二季度部分公司加大品牌宣传，短期着眼于备战中秋国庆旺季，长期发展上则是利用淡季增强品牌声誉。随着老白干、茅台、五粮液等公司混改及部分公司改变管理模式后，板块公司治理能力不断改善，自2015年以来，板块管理费用/营业费用中枢震荡中小幅下移。

图 26: 2018H1 白酒上市公司三费率变动 (%)

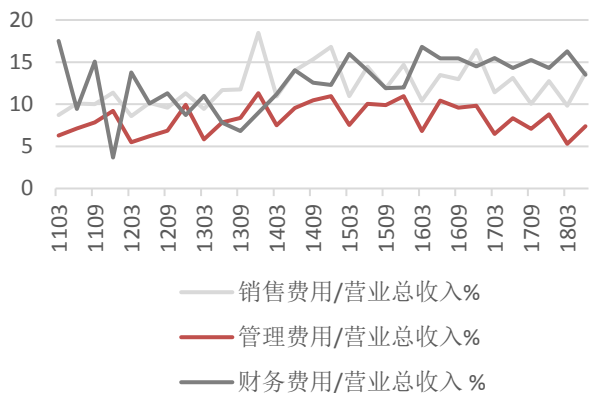
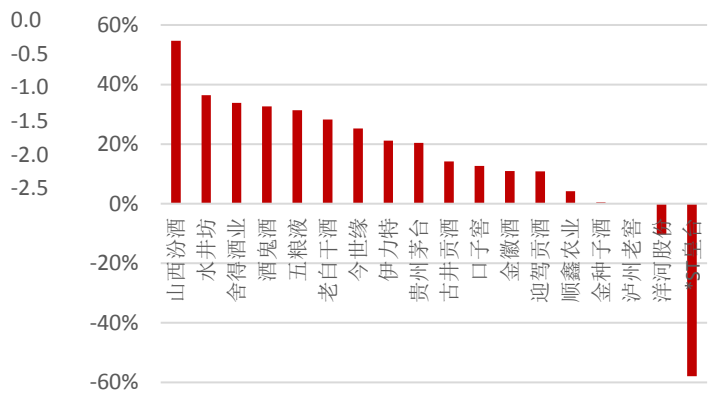


图 27: 2018H1 白酒上市公司营业成本增长 (%)

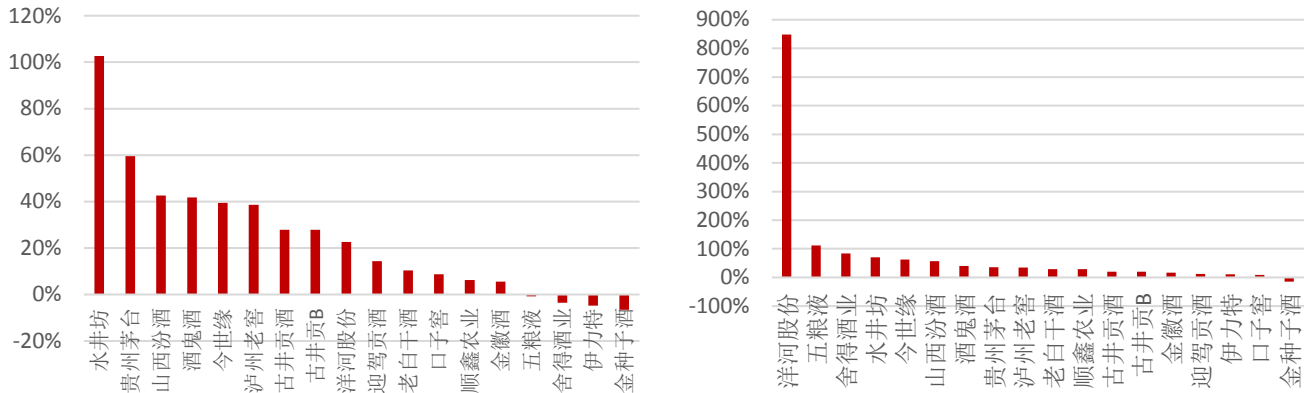


资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

具体到个股，以山西汾酒为首的次高端白酒位列成本增速的前4位，同比均超过40%。这主要是由于次高端销售量的高速增长使公司各项费用增加以及除舍得以外其余3家大幅提高销售费用所致。高端白酒营业成本增长较为分散，茅台、泸州老窖、五粮液分列上中下三梯队。中端白酒较大众白酒营业成本增长更高，洋河成本同比下降主要是消费税的核算方式发生变化所致。

图 28: 2018H1 白酒上市公司销售费用增长 (%) 图 29: 2018H1 白酒上市公司税金及附加增长 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

2.4.2 名优酒企销售费用增长, 竞争升级

值得注意的是,上半年上市酒企销售费用增长成为成本增长的主要因素,板块半数公司销售费用同比增长超20%。从规模看,包括3家高端白酒及古井贡、洋河,共5家公司销售费用达10亿以上,山西汾酒、顺鑫农业紧随其后,营销费用前7名的企业恰好是营收前7名。高端及次高端名酒去年开始明显扩容,大众白酒也在今年开始复苏,消费场景从商务宴请逐渐转移到家庭、朋友聚会上,提升产品文化氛围与底蕴、增加品牌认同度成为今年名优酒企的重点策略。与此同时,除了技术壁垒外,资本也成为企业竞争的必备战资,行业竞争门槛不断提高,竞争形势也不断激烈。

其中水井坊销售费用涨幅排名第一,16亿元的规模紧随茅台及五粮液之后排名第三。公司品牌建设的活动具有一定行业代表性,包括冠名打造纪录片或文博节目、组织大型品鉴会等。根据之前披露的计划,水井坊今年将投入13亿的广告费用及约2亿的线下推广费用,也就是说,下半年公司销售费用会有更大的增幅。

但是名优酒企高企的营销费用也为业绩带来一定的负面影响。虽然次高端正在快速扩容,但在激烈的竞争态势之下,布局高端市场,意味着要投入更多的成本,且投入增速大概率高于收入增速。销售费用的持续增加,不仅影响企业的盈利能力,也影响了经营性现金流净额的变化。在当前宏观经济较为萧条的情况下,水井坊频推高端产品,大幅增加销售成本,但与传统高端酒企相比品牌声誉及渠道实力仍有差距,因此公司业绩或将承压。

2.4.3 税金及附加仍高增长，但增速现回落迹象

板块上半年税金及附加上涨较为明显，主要由于销售收入增加及2017年白酒消费税率新规导致。

按照2017年5月消费税新规，从价税按照生产环节价格（最低计税价格为最后一级销售单位对外销售价格的60%）的20%、从量税按照销量每公斤1元计算缴纳。2017年之前消费税率低于12%的酒企主要为五粮液、泸州老窖、水井坊、舍得酒业、今世缘、洋河股份和皇台酒业，消费税调整主要影响川酒和苏酒。2018年上半年，12家公司2018H1税金及附加增速高于营业收入增长，上述公司增幅较大。但是2018年二季度较一季度相比，已有半数公司同比增速下降，我们预计消费税新规对板块公司报表的影响今年基本可以消化完毕。

表 2：白酒上市公司税金及附加季度增长变化

证券简称	2017Q1 同比增长	2017Q2 同比增长	2017Q3 同比增长	2017Q4 同比增长	2018Q1 同比增长	2018Q2 同比增长
洋河股份	25.87%	68.49%	137.79%	691.47%	956.24%	642.25%
今世缘	24.15%	43.47%	49.19%	106.80%	45.83%	124.28%
舍得酒业	-5.90%	32.78%	13.97%	87.87%	118.39%	63.54%
老白干酒	8.91%	4.67%	6.35%	9.32%	7.19%	63.32%
五粮液	11.80%	87.84%	70.16%	103.67%	156.54%	60.78%
贵州茅台	67.14%	41.08%	77.27%	-31.36%	27.99%	46.21%
古井贡酒	25.94%	32.82%	25.54%	0.76%	3.76%	44.91%
酒鬼酒	19.65%	85.45%	46.71%	42.50%	43.79%	36.76%
金徽酒	4.69%	10.35%	2.22%	0.60%	7.51%	33.77%
山西汾酒	19.86%	46.44%	51.24%	23.04%	84.90%	31.34%
泸州老窖	90.05%	59.82%	48.47%	70.14%	50.87%	22.66%
伊力特	2.50%	-1.03%	6.56%	10.43%	1.21%	20.80%
水井坊	42.03%	247.84%	136.92%	37.86%	183.17%	11.90%
口子窖	24.10%	39.95%	28.60%	46.36%	7.00%	10.99%
顺鑫农业	-16.13%	9.42%	-1.65%	8.62%	42.13%	10.54%
迎驾贡酒	3.96%	9.01%	9.18%	-6.20%	15.01%	6.81%
金种子酒	-24.41%	-14.01%	-15.64%	4.69%	-23.27%	1.00%
*ST 皇台	92.41%	191.30%	20.19%	94.25%	-62.56%	-73.56%

资料来源：WIND，国开证券研究部

2.5 预收账款次高端独占鳌头，部分优质企业减量增质

作为酒企资金“蓄水池”的预收款今年产生分化。上半年共有9家公司预收账款增长超20%，其中山西汾酒以120%的增长独占鳌头，而包括茅台、五粮液等7家公司预收款下滑。从公司分类看，大众酒企表现最为优秀，

除金种子外，其余公司均排名上位段，实现30%以上增长。中档酒公司表现较为稳定，除老白干略有下降外，大部分公司排名中位段，且超70%公司预收款上涨超20%。一二线白酒的预收账款变化不一，汾酒及老窖分列第1及第5名，但其他公司“蓄水池”均缩水。

我们判断，部分名优酒企预收款下降为公司主动干预的结果。例如，今年起，茅台要求经销商按月打款，明确发货计划，增强动销管理，使得经销商无需向厂商提前高额汇款。主动干预将提高经销商的资金利用率，增强渠道信心，我们预计四季度厂商预收账款变动会稳定下来，“蓄水池”质量的提升有利于长期稳定发展，将为厂商及经销商带来双赢结果。

表 3：白酒上市公司预收款增长变化

证券简称	2015H1 同比增长	2016H1 同比增长	2017H1 同比增长	2018H1 同比增长
山西汾酒	68.32%	-2.35%	25.64%	120.79%
顺鑫农业	-23.41%	14.54%	28.69%	64.94%
洋河股份	-22.79%	620.77%	29.26%	40.69%
伊力特	-45.37%	-9.82%	71.69%	36.93%
泸州老窖	-18.01%	-38.96%	22.91%	34.38%
金徽酒	---	---	-7.28%	30.72%
今世缘	-27.45%	-1.90%	80.29%	30.56%
口子窖	---	32.48%	97.06%	30.00%
*ST 皇台	25.24%	62.51%	-56.61%	20.90%
迎驾贡酒	---	66.89%	-15.36%	18.20%
古井贡酒	101.47%	79.26%	-30.57%	9.22%
老白干酒	9.22%	-48.36%	76.10%	-5.69%
舍得酒业	24.03%	-18.18%	5.11%	-9.30%
酒鬼酒	12.75%	21.32%	-28.49%	-17.80%
五粮液	-47.71%	610.32%	24.77%	-19.82%
贵州茅台	329.44%	391.39%	54.86%	-44.09%
金种子酒	-34.74%	-41.79%	-0.80%	-45.44%
水井坊	-32.51%	15.40%	91.84%	-52.55%

资料来源：WIND，国开证券研究部

总体来看，白酒行业高景气度持续，高端、次高端酒企营收继续加速增长，盈利能力不断增强，中端酒企表现稳定，作为大众酒领导者顺鑫农业也开始厚积薄发。虽然次高端竞争较2017年有所加剧，销售费用率提升幅度较大，但普遍酒企成本增速小于收入增速。

白酒公司双节旺季备战情况陆续反馈，名优酒企经销商普遍对销售情况充满信心。前期板块的调整体现了消费数据疲软对板块带来的悲观预期，而8月份的消费数据逆转了这一预期。目前名酒估值调整至20x上下，我

们判断行业基本面依然向好，相对优势明显。建议关注库存低、业绩确定的茅台、五粮液、洋河以及成长性确定的汾酒、顺鑫农业。

2.6 重点公司

2.6.1 茅台：供需向好，系列酒增速亮眼

公司二季度业绩增长较一季度明显加速，盈利能力进一步提高。

市场供给方面，公司上半年茅台酒投放力度不大，但营收实现较快增长，主要归功于2017年末主力产品提价及系列酒的快速增长。

公司预收账款环比虽持续回落，但仍在合理水平之上，主要因公司改变打款政策，减少了经销商资金的占用，利好长期可持续发展。

产品方面，公司继续推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场策略。上半年，茅台系列酒收入39.93亿元，同比增长56.67%，收入占比已达到12%，将成为推动公司未来收入增长的重要来源。

今年以来茅台酒供需关系一直比较紧张，尤其二季度茅台云商升级，批价上行明显，已突破1700元，茅台需求仍然旺盛。由于全年产量一定并严格控制价格，下半年公司业绩增速可能放缓，但整体需求和成长性仍乐观。

2.6.2 五粮液：动销率健康，提价可期

公司业绩高速增长主要归功于消费升级下普五销售量的快速提升及公司产品聚焦策略的顺利推进。2018 一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅上涨35.16%，年初春节旺季需求向好，经销商打款积极，而经历了近期的停货，中秋国庆旺季公司动销率可期。

公司上半年实现净利润同比增长55.10%，超市场预期。实现酒类毛利率连续三年上升、ROE连续四年上涨，且增速持续加快。盈利能力不断增强主要是公司严控发货节奏确保价格稳步上涨所致。

淡季大力度提升品牌，销售费用上涨但费用率下降；新税基影响基本消化完毕。产品涨价带来的经销商利润增厚，公司返利补贴减少，销售费用率连续六个季度下降。二季度税金及附加同比增速放缓。

整体来看，公司通过严控发货节奏使动销率健康、需求继续向好，出厂价与批价在旺季继续上扬为大概率事件，量价齐升可期，维持推荐评级。

2.6.3 汾酒：高端、大众两端高速增长，国企改革提升内部治理

山西汾酒上半年收入34.2亿元，同比增长41.2%；归母净利润6.02亿元，同比增加67.6%。公司净利增速为预告上限，创近四年新高。

今年以来，公司采用“抓两头稳中间”的策略，一季度青花和玻汾快速放量，其中青花增速高达50%，青花30翻倍增长；二季度公司侧重市场调整，协助省外经销商转型并通过阶段性控货有效推动了青花价格体系的恢复。而省内受益于煤炭经济恢复带动的需求回暖以及消费升级，市场对于公司聚焦青花系列反应非常乐观，看好后续市场爆发。

同时，公司借国企改革持续推进市场化和运营效率提升，截止目前，公司在团队建设、员工激励等方面都取得了初步成效，动力充足，再叠加省内经济及餐饮业的复苏改善，内外兼具，蓄势待发，建议重点关注。

表 4：重点公司估值情况

证券简称	收盘价（元）	EPS 一致预期（元/股）			PE（倍）		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
	2018/9/18						
贵州茅台	642.90	28.95	35.18	42.60	22.21	18.27	15.09
五粮液	61.53	3.2	3.8	4.5	19.23	16.19	13.67
山西汾酒	43.03	1.78	2.42	3.17	24.17	17.78	13.57
洋河股份	107.65	5.57	6.85	8.24	19.33	15.72	13.06
顺鑫农业	39.51	1.40	1.94	2.56	28.22	20.37	15.43

注：除五粮液外，上述公司2018-2020年EPS、PE系Wind一致预期。五粮液2018-2020年EPS、PE系作者初步预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

3、风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场波动风险。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层