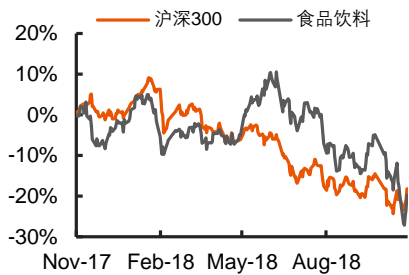


食品饮料行业三季报综述

从进攻转防御，优选绝对龙头过冬

中性（下调）

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*食品饮料*经济后周期影响显现，预计3Q增速多回落》
2018-10-12

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

摘要：次高端高增推动 15 家公司(剔茅五)3Q18 营收增 23%，低于 2Q18 的 30.7%但高于 3Q17 的 20.6%，略高于合并预收款后计算的 20%。销售费用率同比升 1.1PCT 表明竞争应在加剧。3Q18，持有茅台、洋河基金数量、仓位继续上升并接近历史峰值。10 月下旬长沙秋糖会已确认渠道库存有压力、需求增速下行、茅五控量挺价难度骤升，行业景气度下行至少会延续至 2019 年，优选绝对龙头茅台、洋河过冬。

■ **3Q18 营收增 23%环比回落，结构升级是主驱动力。**3Q18，剔除茅台、五粮液后 15 家公司营收同比增约 23%，略低于 2Q18 增速但高于 3Q17 的 20.6%，预收款变化计入营收合并计算，同比增速略放缓至 20%。3Q18，15 家公司归母净利润同增 28.9%，净利率同比升 1.1Pct，其中毛利率升 4.1Pct，营收增长主要是因次高端高速增长推动，受基数因素影响，营业税金及附加比率同比升 3.7Pct，抵消毛利率上升大部分影响，销售费用率 20.6%同比升 +1.1Pct，反映竞争在加剧。

■ **估值风险释放较充分，茅台、洋河基金持仓上升。**至 11 月 2 日茅台、洋河、五粮液、泸州老窖当年 PE 较 17 年底降 29%、31%、48%、53%至 22.9、18.1、16.6、17.9 倍，接近 15、16 年水平，估值风险释放较充分。3Q18 末，茅台、五粮液、泸州老窖、洋河分列基金重仓第 2、7、15、17 位，重仓茅台、洋河公司基金数量继续上升，两者占基金股票净值比例已近历史高值，五粮液、泸州老窖则较 17 年高点大幅回落。估值变化和机构持仓或反映了市场对行业景气度的认知变化。

■ **行业景气度正下行，预计至少延续至 2019 年。**2014 年底，五粮液批价见底开始回升，叠加补库存，白酒行业逐步复苏，延续至 2016 年。2H16，经济带动消费需求增速明显回升，茅台 2H16 也开始控量挺价，行业价格天花板大幅抬升，产品结构升级进程加速，涨价潮下渠道库存投资动力增强，助推白酒行业增速持续抬升，直到 1H18。随着经济增速下行对白酒需求负面影响显现，10 月下旬长沙秋糖会调研已确认渠道库存压力。需求增速下行难反转、渠道去库存存时间、茅五控量挺价难度显著上升，行业景气度下行至少应会延续至 2019 全年。

■ **优选茅台、洋河过冬。**53 度普飞当前一批价约 1650-1700 元/瓶，较 969 元/瓶出厂价高 60%+，较竞品高 100%+，足够为渠道提供缓冲和保护，亦为酒厂选择新价量平衡点提供了空间。靠渠道利差、涨价、消费升级抢量，未来量、价空间仍可看翻倍，是确定性高的优质成长股。中国白酒“宽口细长颈大肚瓶”价格带需求分布中，梦之蓝、天之蓝、海之蓝完整覆盖整个“细长颈”价格带，在相应价格带上，梦之蓝销量行业第二且已很接近剑南春，天之蓝和海之蓝则均已行业第一。新一轮行业调整中，洋河只要自身不犯大错，做好攻防转换，正是提升份额好机会，甚至可能完全锁定中国白酒 100-700 元/瓶价格带竞争格局。

- **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费不达预期，导致终端销量增速放缓，批价下跌；2、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对品牌信心会下降，且信心重塑需较长一段时间；3、烈性酒税收政策风险：如果烈性酒适用税率上调，可能影响净利润增速。

正文目录

一、	3Q18 行业营收增速回落，增长来自次高端	5
1.1	3Q18 营收增速环比回落，预收款调整影响暂小	5
1.2	升级推动毛利率大升，销售费用率升表明竞争应在加剧	6
1.3	高端增速开始慢于整体，洋河在高端酒之外表现抢眼	7
二、	从进攻转防御，优选绝对龙头过冬	10
2.1	宏观趋降，茅五价盘有所松动，次高端增长动能有所减弱	10
2.2	估值风险释放较充分，茅台、洋河基金持仓继续上升	11
2.3	选股策略：从进攻转防御、优选绝对龙头过冬	13
三、	风险提示	14
3.1	宏观经济增速放缓导致白酒行业增速放缓	14
3.2	爆发食品安全问题影响企业运行	14
3.3	白酒税收政策变化风险	14

图表目录

图表 1	17 家白酒公司 3Q18 营收增 14.1%.....	5
图表 2	扣茅、五后 15 家公司 3Q18 营收增速降至 22.9%.....	5
图表 3	预收款合并计算后增 20%略慢于报表的 23%，但影响不大，企业间差异明显.....	5
图表 4	17 家白酒公司 3Q18 归母净利增 11.7%.....	6
图表 5	扣茅、五后 15 家公司 3Q18 归母净利增 28.9%.....	6
图表 6	茅、五外公司 3Q18 销售净利率升 1.1Pct 至 24.2%.....	6
图表 7	茅、五外公司 3Q18 毛利率升 4.1Pct 至 73.8%.....	6
图表 8	3Q18 营业税金及附加比率同比仍升 3.7Pct.....	7
图表 9	茅、五外公司 3Q18 销售费用率升 1.1Pct 至 20.6%.....	7
图表 10	规模效应致 3Q18 管理费用率同比降 1.2pct.....	7
图表 11	1-3Q18 高端酒增速三年来首次慢于整体.....	8
图表 12	高端酒占 18 家公司营收半壁江山.....	8
图表 13	1-3Q18 次高端及以上产品增长动能依然强劲，剑南春开始显著放缓.....	9
图表 14	白酒需求分布像宽口细长颈大肚瓶，细长颈处（次高端）增速自然容易快.....	9
图表 15	9 月城市、乡村社消零售总额同比增 9%、10.5%.....	10
图表 16	消费者信心指数 2H18 明显回落，2H16 以来首次.....	10
图表 17	2018 年 9 月，绝对额计算，餐饮收入当月同比+3.5%；规上-6.5%；规下+7.5%..	10
图表 18	3Q18 固定资产投资增速明显下降.....	10
图表 19	茅台批价 3Q18 以来盘整为主，近期开始回落.....	11
图表 20	五粮液批价 10 月以来再次回落.....	11
图表 21	贵州茅台等四公司当年 PE 均已大幅回落.....	11
图表 22	3Q18 持茅台、洋河基金数量明显上升.....	11
图表 23	基金持有茅台、洋河市值占基金净利比例上升.....	12
图表 24	四白酒公司在基金重仓股中排序在历史峰值.....	12
图表 25	14-18 年，茅台、五粮液、洋河股价年复合涨幅排名前三位.....	12
图表 26	白酒盈利预测和评级表.....	13

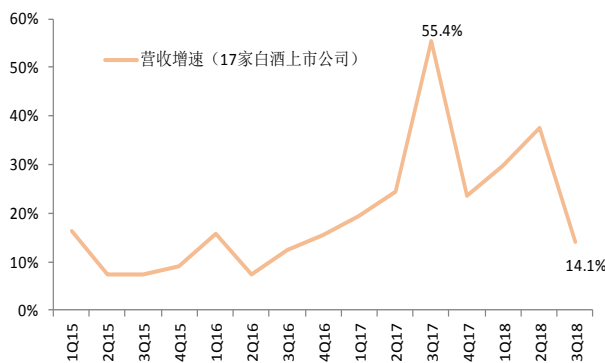
一、3Q18 行业营收增速回落，增长来自次高端

1.1 3Q18 营收增速环比回落，预收款调整影响暂小

3Q18 营收增速环比下降，预收款调整影响暂小。17 家白酒公司 3Q18 营收同比增 14.1%，剔除茅台、五粮液后，15 家公司营收同比增约 23%，低于 2Q18 的 30.7%但高于 3Q17 的 20.6%。将预收款变化计入营收合并计算，剔除茅台、五粮液后 15 公司同比增约 20%，略慢于 23%的财报增速，影响不算大。但公司间差异较明显，如舍得、老窖、汾酒、五粮液报表营收增速明显高于预收款调整后计算的增速，古井、今世缘、茅台营收增速明显慢于预收款调整后计算的增速。

行业景气度开始回落。10 月下旬长沙秋糖会上，洋河、汾酒等几大酒厂同时表示，将放缓出货速度，减轻渠道库存压力。经济增速持续回落对白酒行业景气度负面影响被确认，考虑基数效应、渠道库存去化需时间，影响应至少会延续至 2019 年，具体表现将取决于酒厂 4Q18、1Q19 实际发货情况，及 19 年春节大旺季需求情况。

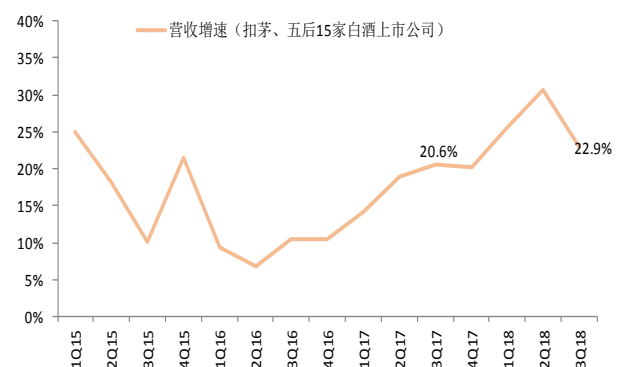
图表1 17家白酒公司3Q18营收增14.1%



备注：不含顺鑫农业、皇台、

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

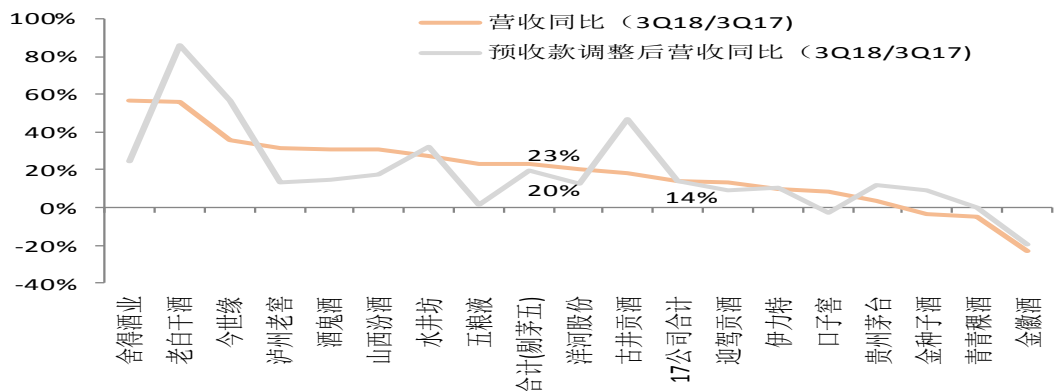
图表2 扣茅、五后15家公司3Q18营收增速降至22.9%



备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表3 预收款合并计算后增20%略慢于报表的23%，但影响不大，企业间差异明显



备注：不含顺鑫农业、皇台

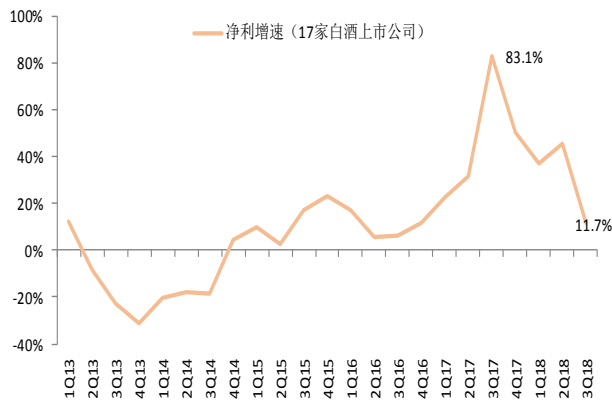
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 升级推动毛利率大升，销售费用率升表明竞争应在加剧

3Q18 归母净利增速快于营收，系毛利率上涨推动，主因产品结构升级和涨价。17 家公司 3Q18 归母净利同比增 11.7%，扣茅台、五粮液后，15 家公司增 28.9% 高于营收增速，净利率同比升 1.1Pct。其中毛利率提升是主因，扣茅台、五粮液后 15 家公司 3Q18 毛利率升 4.1Pct 至 73.8%，这是因为次高端继续高速增长，以及酒厂直接涨价，推动产品结构持续升级。随着营收快速增长，规模效应下管理费用率继续下降，亦有助于提升净利率。

消费税率上升拖累净利增速，后续应再无明显影响。17 年 5 月 1 日起，各白酒厂统一了应税价格计算比率，五粮液、泸州老窖、洋河股份等实际税率显著上升，但各家酒厂体现在报表上的时间不一样，受此影响，3Q18 营业税金及附加比率同比仍升 3.7Pct，抵消了毛利率上升的大部分影响。随着基数正常化，4Q18 开始此因素应不会再有明显影响，利好行业净利率上升。

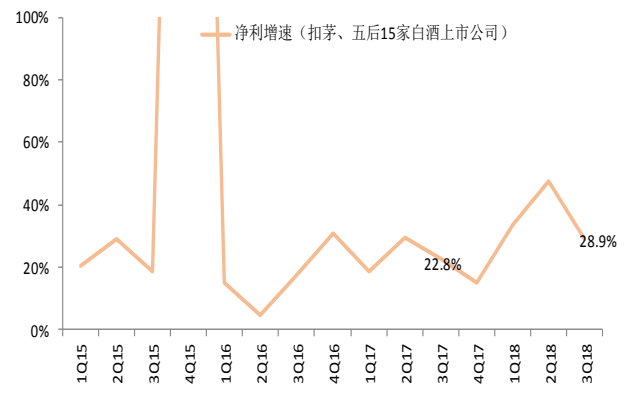
图表4 17家白酒公司3Q18归母净利增11.7%



备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

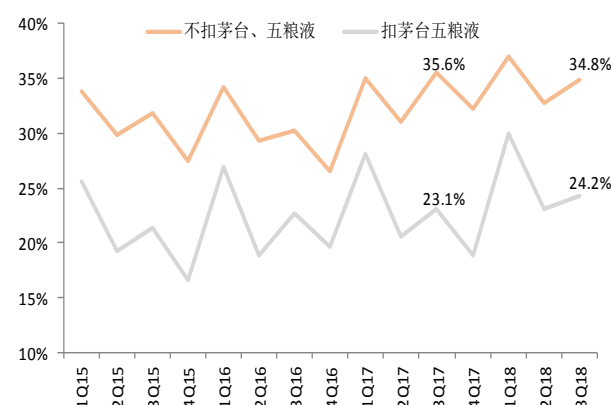
图表5 扣茅、五后15家公司3Q18归母净利增28.9%



备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

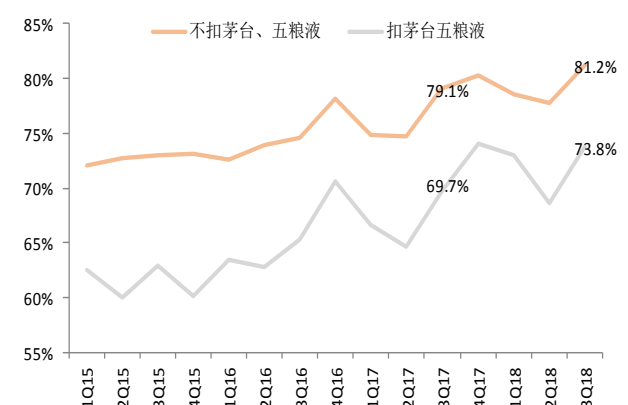
图表6 茅、五外公司3Q18销售净利率升1.1Pct至24.2%



备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表7 茅、五外公司3Q18毛利率升4.1Pct至73.8%

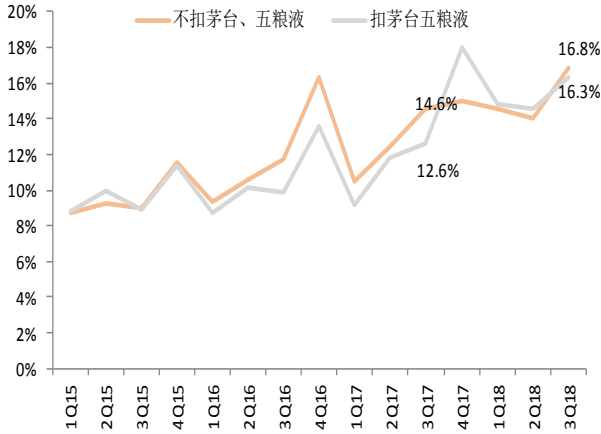


备注：不含顺鑫农业、皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

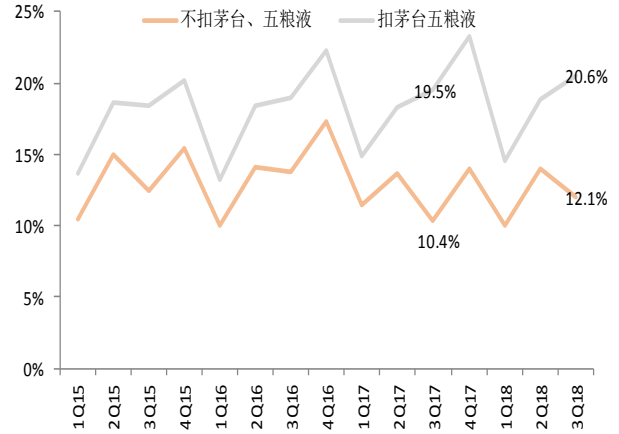
销售费用率整体小幅上升,竞争应正加剧。扣茅台、五粮液后,15家白酒公司3Q18销售费用率20.6%同比+1.1Pct,小幅上升。17家公司中,5家下降,12家上升,其中青青稞酒、伊力特、水井坊、泸州老窖等变动幅度较大。经济增速下滑拖累了需求增速,终端竞争18年以来显著上升,往后看,竞争加剧可能推动费用率进一步上升。

图表8 3Q18营业税金及附加比率同比仍升3.7Pct



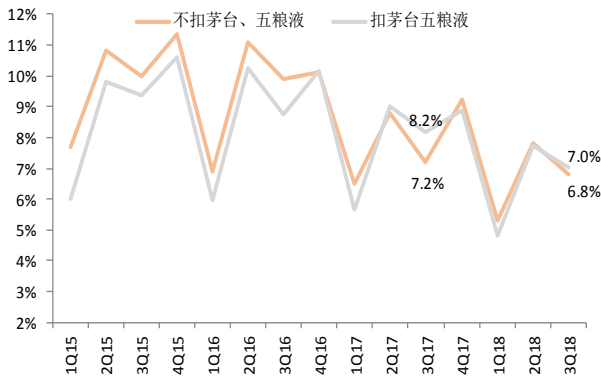
备注: 不含顺鑫农业、皇台、西凤、枝江、章贡、刘伶醉、黄山头
资料来源: 平安证券研究所、公司公告、Wind

图表9 茅、五外公司3Q18销售费用率升1.1Pct至20.6%



备注: 不含顺鑫农业、皇台、西凤、枝江、章贡、刘伶醉、黄山头
资料来源: 平安证券研究所、公司公告、Wind

图表10 规模效应致3Q18管理费用率同比降1.2pct



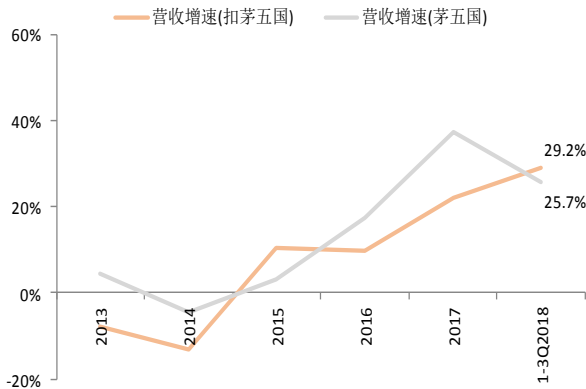
备注: 不含顺鑫农业、皇台、西凤、枝江、章贡、刘伶醉、黄山头
资料来源: 平安证券研究所、公司公告、Wind

1.3 高端增速开始慢于整体, 洋河在高端酒之外表现抢眼

受茅台拖累, 高端酒增速3Q18开始慢于整体。1-3Q18, 茅台、五粮液、国窖三款高端产品营收同比增25.7%, 扣除三者后, 18家公司营收增29.2%较17年继续加速。高端酒增速慢于整体是三年来首次, 主要是茅台3Q18营收同比仅增约3%拖累, 但这应与其3Q17基数异常高有关, 趋势需观察。

高端酒营收占 18 家公司半壁江山，高端酒之外洋河表现抢眼。茅台、五粮液、国窖三款产品 1-3Q18 营收约 723 亿元，占 18 家公司营收的 50%，其中茅台又占到三款产品的 64%，影响举足轻重。扣除三款高端酒产品后，洋河 1-3Q18 营收占 18 家公司其余产品的 27%，较 17 年上升约 3PCT，主要是受益于次高端产品梦之蓝持续高增长，及新江苏战略推动省外持续扩张。

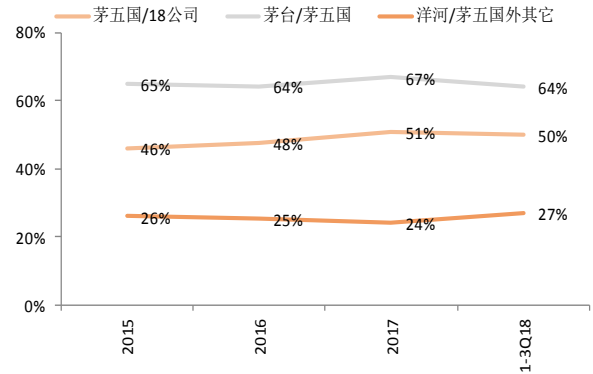
图表11 1-3Q18高端酒增速三年来首次慢于整体



备注：18家公司不含皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表12 高端酒占18家公司营收半壁江山



备注：18家公司不含皇台

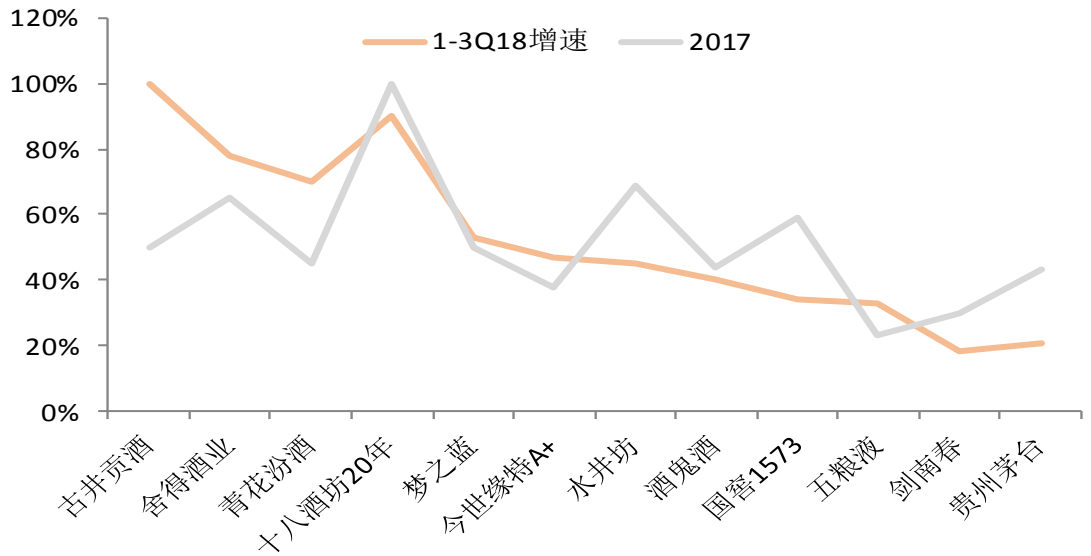
资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

头部效应明显，新一轮洗牌在即。18 家公司中，7 家营收增速跑赢均值（剔茅台、五粮液），其中，金种子酒、青青稞酒、金徽酒三家 3Q18 营收同比甚至是下降的。上市公司已是中国最优质白酒公司代表，它们间差异如此之大，非上市白酒公司差异可能更明显。14 年开始业务超跌后出现自然复苏，2H16 开始需求整体上升，双重迭加推动了白酒行业新一轮繁荣。经济增速正持续向下，18 年中秋国庆开始，白酒行业已再次面临去库存压力，这很可能意味着行业开始新一轮洗牌，集中度或加速提升。

次高端仍是决定 1-3Q18 增速快慢主要原因。短期看，茅台、五粮液、国窖 1573 三大高端酒格局难有大变化，茅台量价策略对后两者产生决定性作用，五粮液量价选择又再影响国窖 1573。高端酒往下，批价 200-700 元/瓶价格带（次高端）产品成为增长绝对主力，也是这一轮复苏中企业分化的主要解释因子，聚焦此价格带的水井坊、梦之蓝、舍得、青花、酒鬼、今世缘、口子窖等均高速增长，1-3Q18 仍延续了这种趋势。

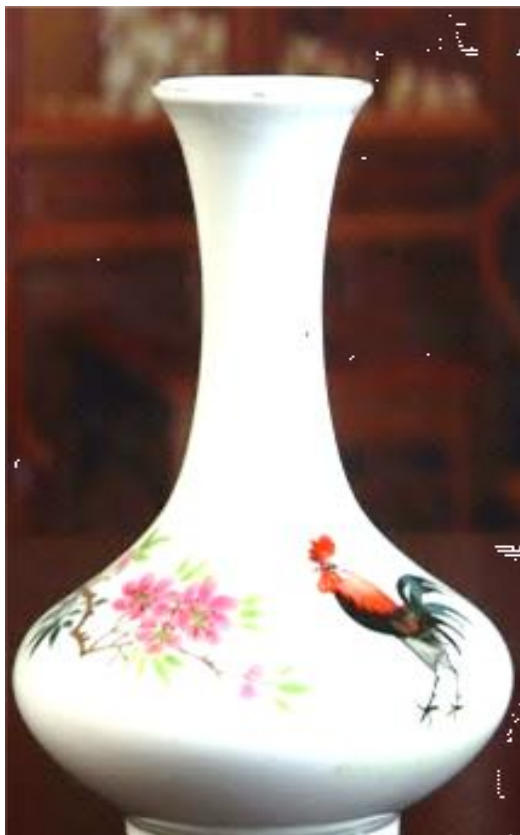
次高端增长动能或有放缓，但快速增长趋势应将延续。次高端快速增长动力至少有三方面：一是高端酒价格天花板抬升；二是消费升级推动；三是白酒行业当前需求量分布仍是宽口细长颈大肚瓶，次高端价格带处于细长颈部分，销量基数小，增速自然容易快。国窖、五粮液出厂价基本锁定了高档酒价格天花板底线，居民收入上升决定消费升级具有持续性，次高端这个“细长颈”一年更比一年粗会导致增速自然降低，且渠道去库存也可能降低短期增速。综合，展望 2019 年及之后，次高端快速增长趋势仍会延续，但短期行业增速应会放缓，19 年酒厂出货端和报表端放慢程度可能更大一些。

图表13 1-3Q18次高端及以上产品增长动能依然强劲，剑南春开始显著放缓



资料来源：平安证券研究所，公司公告，WIND

图表14 白酒需求分布像宽口细长颈大肚瓶，细长颈处（次高端）增速自然容易快



2017：口略宽，400-700 增速最快

1000+：2.9 吨，+10%，高度茅台

700-1000：2.1 万吨，+20%，52 度五粮液+52 度国窖+酒鬼内参等

400-700：1 万吨，+56%，低度 1573+52 度以外五粮液+梦之蓝 6+43 度茅台等

300-400：3.7 万吨，+40%：普剑+梦 3+梦 3+国缘特 A+井台+水晶舍得等

200-300，3.9 万吨，+20%：天之蓝+臻酿 8 号+红花郎 10 年+汾酒 20 年等

100-200，25-30 万吨，+10%：海之蓝+年份原浆 5 年+其他地方名酒

100 元以下，400-500 万吨

备注：价格是指批发价，销量数据是平安估算，基本形态应接近

资料来源：平安证券研究所

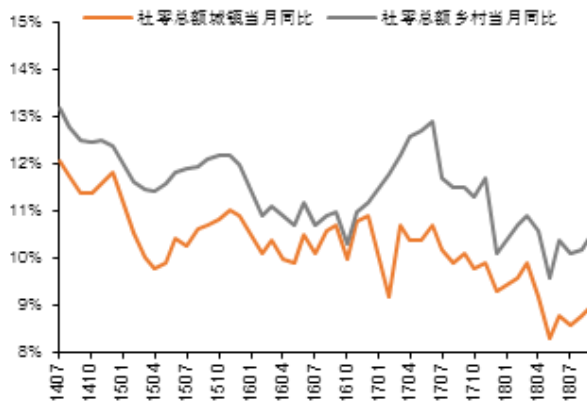
二、从进攻转防御，优选绝对龙头过冬

2.1 宏观趋降，茅五价盘有所松动，次高端增长动能有所减弱

消费增速稳中趋降。2H18，社消零售增速较17年同期明显有所下降，但9月仍基本维持在10%水平。消费者信心指数自2H18开始明显回落，是2H16以来首次。

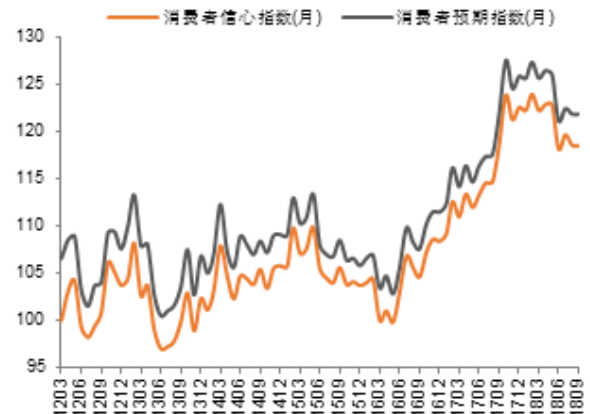
高端餐饮增速2H18明显放缓，大众餐饮增速延续放缓趋势，投资增速持续低位。18年9月限额以上餐饮同比增6.9%，增速与2H17大体稳定。但考虑18年统计局数据幸存者偏差情况严重，我们按绝对值计算，同比降幅高达6.5%。真实值或介于公布的值+6.9%和按绝对值计算的-6.5%两者之间，但餐饮增速2H18以来应在明显放缓。限额以下餐饮则延续了增速下行趋势。3Q18GDP增速回落到6.5%，固定资产增速同比下滑到降1.1%，房地产投资完成额受买地支出上升影响增速略有回升。

图15 9月城市、乡村社消零售总额同比增9%、10.5%



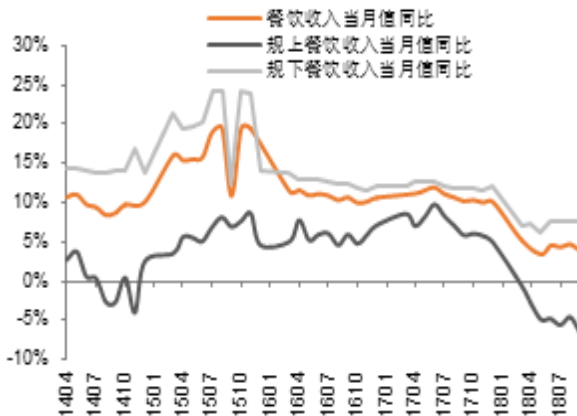
资料来源：平安证券研究所、Wind

图16 消费者信心指数2H18明显回落，2H16以来首次



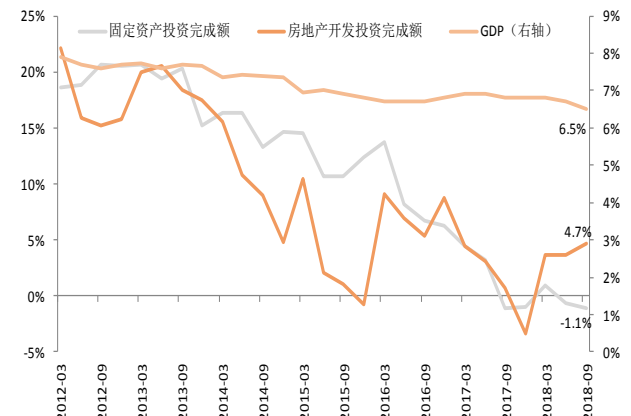
资料来源：平安证券研究所、Wind

图17 2018年9月，绝对额计算，餐饮收入当月同比+3.5%；规上-6.5%；规下+7.5%



资料来源：平安证券研究所、Wind

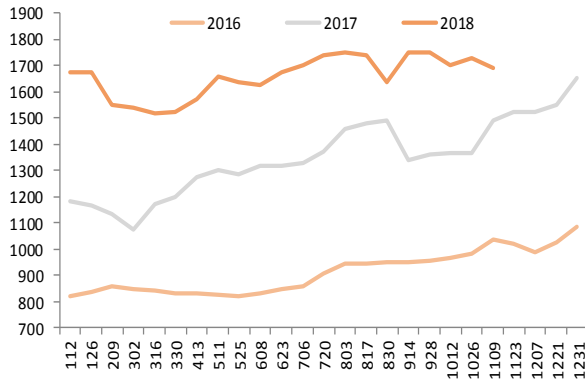
图18 3Q18固定资产投资增速明显下降



资料来源：平安证券研究所、Wind

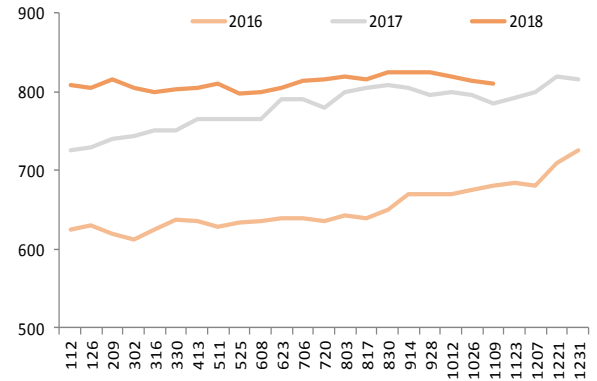
茅、五价盘有所松动，五粮液锁定次高端价格天花板底线。3Q18至今，茅台虽仍严格控制出货，但批价未环比上升，近期甚至开始回落，渠道端也反馈货物较往年更充裕。我们了解，酒厂为完成年度出货任务，增加出货的压力正持续上升。五粮液因发货增加等原因，10月以来批价再次明显回落，但其出厂价是789元/瓶，下行空间应不大。五粮液下调出厂价可能性并不大，故基本锁定了下行空间，对次高端及更下面产品而言，出现价格挤压的风险短期内并不明显。

图表19 茅台批价3Q18以来盘整为主，近期开始回落



资料来源：平安证券研究所、Wind

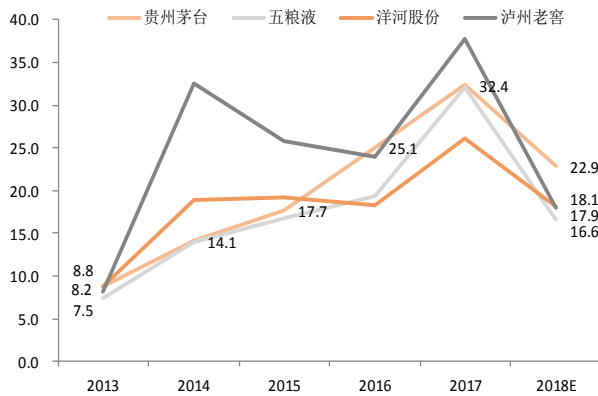
图表20 五粮液批价10月以来再次回落



资料来源：平安证券研究所、Wind

2.2 估值风险释放较充分，茅台、洋河基金持仓继续上升

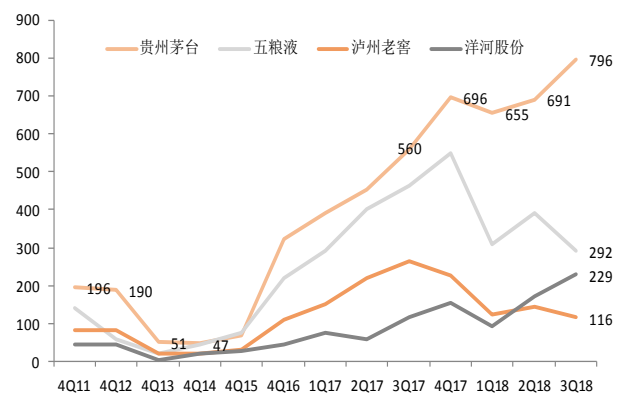
图表21 贵州茅台等四公司当年PE均已大幅回落



备注：PE为年末股价/当年EPS，18年为11月2日收盘价/18年平安预测EPS

资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表22 3Q18持茅台、洋河基金数量明显上升



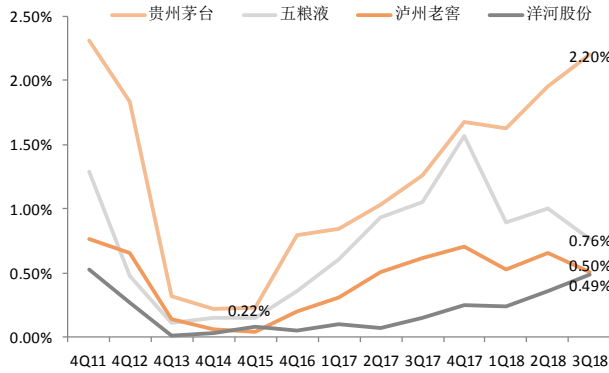
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

18年估值风险释放较充分。年末收盘价/当年EPS，茅台13年末PE仅8.8倍，此后逐年回升，17年末到37.8倍高点，按11月2日收盘价计算18年回落到了22.9倍。五粮液、泸州老窖情况类似，但18年估值降幅更大，按平安预测EPS和11月2日收盘价计算，两者18年PE约为16.6、17.9倍，比17年末降48%、53%，明显高于茅台、洋河的降幅29%、31%，或许反应了市场对于行业景气度下行的担忧。现在当年PE已接近15、16年水平，估值风险释放应已较充分。

仓位维持高位，但分化明显。观察市值占基金持股比例，茅台和洋河自14年底以来稳定增长，3Q18

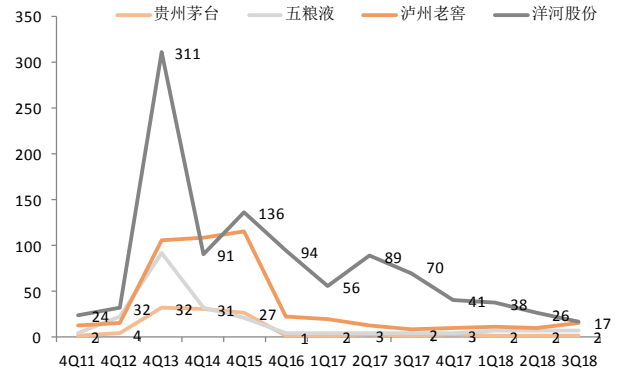
继续上升，均接近4Q11历史峰值，五粮液、泸州老窖较17年高点显著下降。换个角度看，3Q18持有茅台基金数升至796家，遥遥领先，洋河上升到229家，大幅超越泸州老窖的116家，已较接近五粮液的292家。茅台、五粮液、泸州老窖、洋河3Q18分别是基金第2、7、15、17大重仓股，基金重仓股中排序均处历史峰值，。

图表23 基金持有茅台、洋河市值占基金净利比例上升



资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表24 四白酒公司在基金重仓股中排序在历史峰值



资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表25 14-18年，茅台、五粮液、洋河股价年复合涨幅排名前三位

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年(至11月2日)	14-18年复合增速
顺鑫农业	22%	14%	4%	-12%	87%	19%
今世缘	14%	22%	-1%	20%	1%	11%
古井贡酒	68%	-1%	25%	46%	-8%	23%
洋河股份	101%	24%	6%	67%	-11%	31%
贵州茅台	67%	29%	56%	112%	-13%	44%
迎驾贡酒	0%	78%	-26%	-16%	-13%	-1%
上证指数	53%	9%	-12%	6.56%	-19%	5%
青青稞酒	9%	7%	-15%	-20%	-23%	-9%
创业板指数	0%	1%	0%	0%	-23%	-5%
口子窖	0%	86%	-24%	45%	-23%	9%
金徽酒	0%	0%	97%	-24%	-25%	2%
五粮液	43%	29%	29%	136%	-32%	31%
水井坊	-4%	30%	51%	148%	-35%	25%
老白干酒	91%	22%	-2%	34%	-36%	14%
泸州老窖	8%	37%	25%	104%	-37%	19%
山西汾酒	22%	-16%	32%	132%	-38%	14%
金种子酒	16%	-14%	-8%	-16%	-39%	-14%
伊力特	15%	22%	2%	64%	-41%	7%
酒鬼酒	4%	22%	15%	34%	-42%	3%
舍得酒业	24%	23%	-1%	107%	-54%	7%
*ST 皇台	59%	14%	26%	-20%	-61%	-7%

资料来源：WIND，平安证券研究所

2.3 选股策略：从进攻转防御、优选绝对龙头过冬

行业景气度正下行，预计延续至 2019 年。12 年末严查三公消费，直接导致了茅台、五粮液批价腰斩，行业猛去库存陷入寒冬。14 年底，五粮液批价见底回升，白酒行业逐步恢复至正常状态，叠加库存回补，行业增速持续回升并延续至 16 年。2H16 开始，多因素推动经济开启一轮小阳春，消费需求增速明显回升，茅台自 2H16 开始控量挺价，行业价格天花板大幅抬升，产品结构升级进程加速，涨价潮下渠道库存投资动力大增，合力推动白酒行业增速持续上升，直到 1H18。随着经济增速下行对白酒需求负面影响开始显现，渠道库存压力 3Q18 已出现，需求增速下行、茅五控量挺价难度骤升，行业景气度正在下行，且至少延续至 2019 年。不论从企业经营或股票投资角度看，可能都是进攻转防御的时候，建议优选绝对龙头过冬，茅台和洋河。

茅台仍是优质成长股，行业寒冬可能带来更好投资时点。53 度普飞当前一批价约 1650-1700 元/瓶，较 969 元/瓶出厂价高 60%+，较主竞品约 810 元/瓶批价高约 100%+。往后看，如批价因量增或需求端走软而下跌，超 700 元/瓶价差为渠道提供了足够缓冲和保护，且随着其与主竞品一批价差缩小，其掌控选择新价量平衡点的主动权。假设批价差代表品牌力，茅台高端白酒领先优势已非常明显，靠收渠道利差、涨价、消费升级抢量，未来量、价空间均可看翻倍，是确定性高的优质成长股。

洋河是“细长颈”升级最大赢家，分享行业成长优质标的。洋河 2018 年蓝色经典营收估计达 180-190 亿元，在中国白酒“宽口细长颈大肚瓶”各价格带需求分布中，梦之蓝、天之蓝、海之蓝完整覆盖 100-700 元/瓶的“细长颈”价格带。350-700 元/瓶价格带上，梦之蓝销量行业第二，且已很接近剑南春，天之蓝和海之蓝则分别在 250-350 元/瓶、100-200/瓶均已行业第一。规模领先背后是庞大销售网络、巨大消费人群、品牌高认知度优势，也体现了公司产品体系设计、渠道精细且快速调整、品牌持续投入的领先优势。新一轮行业调整中，洋河只要自身不犯大错，做好攻防转换，又一次提升份额好机会，甚至可能锁定中国白酒 100-700 元/瓶价格带竞争格局。

图表26 白酒盈利预测和评级表

股票名称	股票价格 (元)			2017A			2018E			评级
	11月2日	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E			
贵州茅台	599.90	21.56	26.20	30.13	27.8	22.9	19.9	推荐		
五粮液	53.69	2.49	3.23	3.45	21.5	16.6	15.5	推荐		
洋河股份	100.68	4.40	5.55	6.47	22.9	18.1	15.6	推荐		
老白干酒	14.15	0.25	0.53	0.73	57.6	26.6	19.3	推荐		
山西汾酒	34.84	1.09	1.71	1.97	32.0	20.3	17.7	推荐		
水井坊	30.12	0.69	1.21	1.42	43.9	24.8	21.3	中性		
泸州老窖	41.00	1.75	2.29	2.52	23.5	17.9	16.3	中性		
酒鬼酒	15.81	0.54	0.78	0.82	29.2	20.2	19.3	中性		

资料来源: wind、平安证券研究所估算

三、风险提示

3.1 宏观经济增速放缓导致白酒行业增速放缓

白酒需求受经济活跃度影响较大，16年以来白酒行业收入加速增长伴随着经济增速加快。如果后续因各种原因，中国经济增速出现放缓，经济活跃度下降，可能导致白酒行业收入增速放缓，且渠道库存变化会放大这种波动。

3.2 爆发食品安全问题影响企业运行

尽管在食品饮料中白酒出现食品安全问题概率小，但难以完全避免。如果出现食品安全问题，可能影响消费者短期信心和消费行业，进而导致渠道库存积累和厂家出货放缓问题，甚至对企业品牌产生长期负面影响。

3.3 白酒税收政策变化风险

我国白酒消费税率是20%，但历史原因在计算消费税时，采用的价格仅为实际出厂价的60%，相当于实际税率仅为12%。如果白酒税收政策调整，要求计算消费税价格为实际出厂价，则会影响白酒企业利润。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033