

行业研究/深度研究

2018年11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

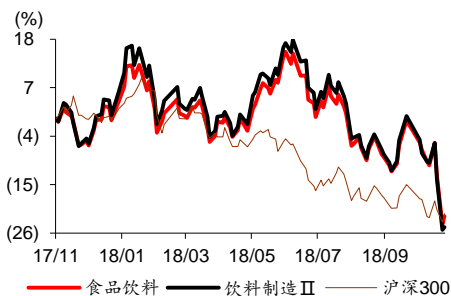
**李晴** 021-28972093  
联系人 liqing3@htsc.com

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

相关研究

- 1《双汇发展(000895,买入): 短期行业扰动不改中长期成长逻辑》2018.11
- 2《重庆啤酒(600132,买入): 盈利能力提升, 主销区加速成长》2018.10
- 3《今世缘(603369,买入): 公司经营指标亮眼, 业绩再提速》2018.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 终端需求放缓, 行业估值下调

## 白酒行业 2018 年三季度报总结

### 终端需求不确定加大, 白酒板块第三季度业绩放缓

2018 第三季度, 受终端动销增速放缓影响, 白酒板块业绩整体有所回落, 白酒板块估值下调。在整体消费市场疲弱, 消费者的消费意愿趋向谨慎的背景下, 作为高端消费代表的茅台酒的市场需求增速呈现放缓的趋势。次高端白酒中, 除了舍得酒业以外, 水井坊、山西汾酒、酒鬼酒营业收入同比增速均较 Q2 出现不同程度的下降。地产酒由于所在区域市场需求不同导致收入增速差异较大, 古井贡酒、口子窖等徽酒 Q3 业绩环比明显回落; 而江苏区域白酒今世缘则表现亮眼, Q3 营业收入同比增长 35.60%, 增速环比持续提升。我们继续推荐今世缘、洋河股份。

### 2018Q2 白酒持仓占比减少, 板块龙头持仓出现分化

2018 年第三季度, 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中, 白酒板块持仓占比有所减少, 2018 年三季度白酒板块基金重仓市值 840 亿元, 较 2018 半年报的 922 亿元减少了 82 亿元; 占机构持仓总市值的比例为 4.89%, 较 2018 上半年末减少 0.26pct。截止 2018 年第三季度, 食品饮料板块重仓市值比例最高的个股为贵州茅台, 机构持仓贵州茅台提升 0.24pct, 占基金持仓比例 2.2%。其余白酒股票有不同程度的加减仓, 如五粮液 (-0.24pct), 泸州老窖 (-0.15pct), 洋河股份 (+0.13pct), 投资者对白酒板块龙头公司的判断出现分歧。

### 前三季度上市公司增速整体保持较快增长, 增速有所回落

2018 年前三季度, 白酒上市公司总体营业收入为 1545.46 亿元, 同比增长 24.68%; 净利润为 538.82 亿元, 同比增长 30.42%。行业增速虽然仍然保持较快增长, 但是较 2017 年增速有所回落。由于 2017 年第三季度基数较高, 2018 年第三季度白酒行业业绩增速明显下降。第三季度, 白酒行业上市公司营业收入为 480.72 亿元, 同比增长 12.53%, 较上年同期下降 36.82 个百分点; 净利润为 169.21 亿元, 同比增长 12.09%, 较上年同期下降 73.54 个百分点。

### 产品结构优化叠加价格提升, 白酒行业毛利率及净利率持续上升

2018 年前三季度, 茅台、洋河、口子窖等公司不同程度的提高了产品出厂价, 叠加产品结构升级, 2018 前三季度白酒行业毛利率提升至 76.7%, 较上年同期提高了 2.7 个百分点; 白酒上市公司费用率有所下降, 前三季度费用率为 17.5%, 较上年同期下降 1.5 个百分点; 在毛利率提升和费用率下降的共同作用下, 净利率水平为 33.2%, 较上年同期提高了 2.2 个百分点。前三季度, 由于茅台和五粮液预收账款分别下降 63.04 亿元和 24.86 亿元, 白酒行业 2018 前三季度预收账款规模同比下降 20.47%。剔除这两家公司的影响后, 白酒行业预收账款同比增长 21.31%。

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

终端需求不确定加大，白酒板块第三季度业绩放缓 .....	4
2018 第三季度白酒板块股价估值下调，股价回落 .....	4
2018Q3 白酒板块下跌 6.1%，跑输沪深 300 指数 3.4pct .....	4
2018Q1-Q3 白酒板块股价下跌 1.8%，跑赢沪深 300 指数 12.9pct .....	4
2018Q3 白酒板块持仓比例减少 .....	5
2018 第三季度白酒板块基金重仓市值缩减 82 亿，持仓比例下降 0.26pct .....	5
2018Q3 次高端白酒股价平均跌幅 20.21%，顺鑫农业领跑白酒板块 .....	6
白酒板块业绩增速放缓，毛利率水平有所提升 .....	7
白酒行业 2018 前三季度营业收入和净利润保持较快增长 .....	7
白酒行业 2018 第三季度营业收入和净利润下滑明显 .....	7
白酒行业毛利率及净利率仍处于上升趋势 .....	8
白酒行业预收账款同比下降，次高端白酒预收账款同比大幅提升 .....	9
重点公司点评 .....	11
贵州茅台：消费环境和高基数给 Q3 增长带来压力 .....	11
五粮液：毛利率持续提升，业绩符合预期 .....	12
泸州老窖：业绩提速，毛利率水平再创新高 .....	13
山西汾酒：低价酒快速增长，毛利率环比回落 .....	14
洋河股份：毛利率稳步提升，业绩符合预期 .....	15
舍得酒业：低档酒深度调整，净利率持续提升 .....	16
今世缘：公司经营指标亮眼，业绩再提速 .....	17
风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 食品饮料行业各板块 2018 年第三季度涨跌幅.....	4
图表 2: 2018 前三季度食品饮料子板块股价涨幅情况.....	5
图表 3: 2018 年上半年和 2018 年三季度机构重仓板块市值占基金股票持仓市值比例及变动情况.....	5
图表 4: 2018 前三季度机构重仓持股情况.....	5
图表 5: 白酒板块 2018 前三季度涨跌幅情况.....	6
图表 6: 2018 前三季度次高端酒和二线酒股价领涨白酒板块.....	6
图表 7: 2018 前三季度白酒行业营业收入及同比增速情况 (亿元).....	7
图表 8: 2018 前三季度白酒行业净利润及同比增速入情况 (亿元).....	7
图表 9: 2018 前三季度白酒公司营收变动情况.....	7
图表 10: 2016Q3-2018Q3 白酒行业营收及同比增速情况.....	8
图表 11: 2016Q3-2018Q3 白酒行业净利润及同比增速情况.....	8
图表 12: 2018Q3 白酒公司营收变动情况.....	8
图表 13: 2015 年-2018 年 Q1-Q3 白酒上市公司毛利率情况.....	9
图表 14: 2015 年-2018 年 Q1-Q3 白酒上市公司费用率情况.....	9
图表 15: 白酒行业毛利率 2018Q3 同比增加 3.6 个百分点.....	9
图表 16: 白酒行业费用率 2018Q3 同比增加 0.64 个百分点.....	9
图表 17: 2016 -20181-Q3 白酒上市公司预收账款及增速.....	9
图表 18: 2018 前三季度白酒企业预收账款占行业总额情况.....	9
图表 19: 2018 前三季度上市白酒企业财务数据 (亿元).....	10
图表 20: 2018Q3 上市白酒企业财务数据 (亿元).....	10
图表 21: 贵州茅台季度收入及增速情况.....	11
图表 22: 贵州茅台季度净利及增速情况.....	11
图表 23: 2013-2018 年前三季度五粮液营业收入及增速 (亿元).....	12
图表 24: 2013-2018 年前三季度五粮液毛利率走势.....	12
图表 25: 2013-2018 年前三季度泸州老窖营业收入及增速 (亿元).....	13
图表 26: 2013-2018 年前三季度泸州老窖毛利率走势.....	13
图表 27: 2013-2018 年前三季度山西汾酒营业收入及增速 (亿元).....	14
图表 28: 2013-2018 年前三季度山西汾酒毛利率走势.....	14
图表 29: 2013-2018 年前三季度洋河股份营业收入及增速 (亿元).....	15
图表 30: 2013-2018 年前三季度洋河股份毛利率走势.....	15
图表 31: 2013-2018 年前三季度舍得酒业营业收入及增速 (亿元).....	16
图表 32: 2013-2018 年前三季度舍得酒业归母净利润走势 (亿元).....	16
图表 33: 2013-2018 年前三季度今世缘营业收入及增速 (亿元).....	17
图表 34: 2013-2018 年前三季度今世缘毛利率走势.....	17

## 终端需求不确定加大，白酒板块第三季度业绩放缓

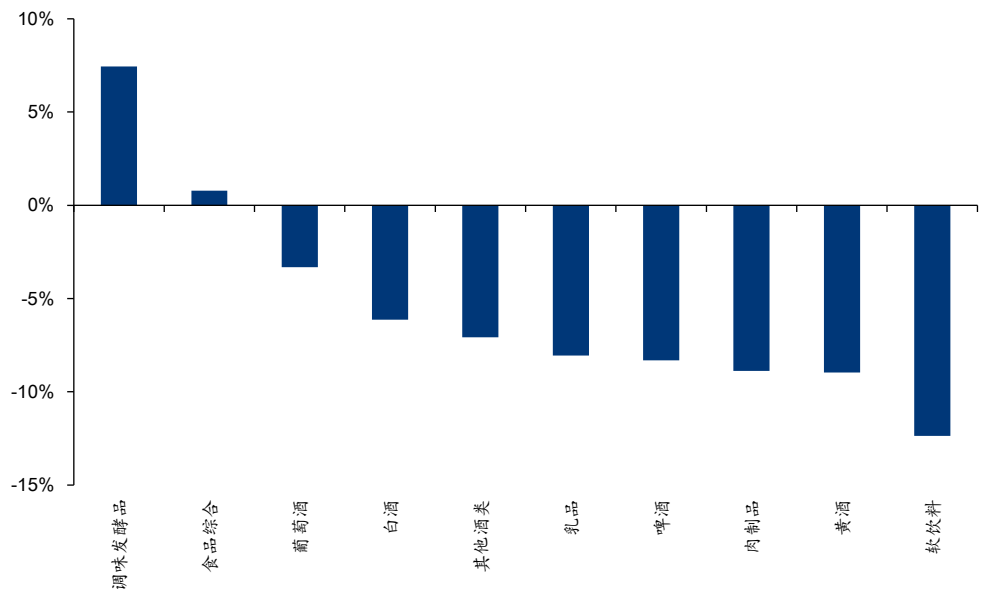
2018 第三季度，受终端动销增速放缓影响，白酒板块业绩整体有所回落，白酒板块估值下调。高端白酒中，贵州茅台 18Q3 单季收入增速为 3.81%，相较于 18Q1 和 18Q2 分别为 32.21%和 45.56%的收入增速有较为明显的下降。在整体消费市场疲弱，消费者的消费意愿趋向谨慎的背景下，作为高端消费代表的茅台酒的市场需求增速呈现放缓的趋势。次高端白酒中，除了舍得酒业以外，水井坊、山西汾酒、酒鬼酒营业收入同比增速均较 Q2 出现不同程度的下降。地产酒由于所在区域市场需求不同导致收入增速差异较大，古井贡酒、口子窖等徽酒 Q3 业绩环比明显回落；而江苏区域白酒今世缘则表现亮眼，Q3 营业收入同比增长 35.60%，增速环比持续提升。

## 2018 第三季度白酒板块股价估值下调，股价回落

### 2018Q3 白酒板块下跌 6.1%，跑输沪深 300 指数 3.4pct

2018 第三季度，食品饮料板块股价整体回落 5.32%，其中，白酒板块股价下跌 6.1%，在食品饮料各子板块中位列第四，白酒板块跑输沪深 300 指数 3.4 个百分点。

图表1：食品饮料行业各板块 2018 年第三季度涨跌幅



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

### 2018Q1-Q3 白酒板块股价下跌 1.8%，跑赢沪深 300 指数 12.9pct

前三季度，白酒板块股价下跌 1.8%，跑赢大盘 12.9 个百分点，在食品饮料各子板块中涨幅位列第三。截至 9 月 30 日，白酒行业 PE (TTM) 为 27.3 倍，较 6 月 30 日的 31 倍有所回调；PS (TTM) 为 8.9 倍，较 6 月 30 日的 10 倍也出现回落。

**图表2：2018 前三季度食品饮料子板块股价涨幅情况**

子行业	2018 前三季度跑赢				
	2018 前三季度 (%)	大盘 (pct)	PE (TTM)	PS (TTM)	第3 季度涨跌幅 (%)
白酒	-1.8	12.9	27.3	8.9	-6.1
肉制品	-14.4	0.3	20.8	1.6	-8.9
软饮料	-26.1	-11.4	34.8	3.2	-12.4
葡萄酒	-29.0	-14.3	49.4	5.0	-3.3
乳品	-21.7	-7.0	26.7	1.8	-8.0
啤酒	-7.4	7.3	48.2	2.1	-8.3
黄酒	-27.0	-12.3	35.3	3.5	-9.0
其他酒类	-18.3	-3.6	80.4	4.1	-7.1
调味发酵品	26.5	41.2	46.2	9.8	7.4
食品综合	4.8	19.4	35.5	2.5	0.8
食品饮料板块整体	-5.2	9.5	28.3	4.8	-5.3

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2018Q3 白酒板块持仓比例减少****2018 第三季度白酒板块基金重仓市值缩减 82 亿，持仓比例下降 0.26pct**

2018 年第三季度，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中，白酒板块持仓占比有所减少，2018 年三季报白酒板块基金重仓市值 840 亿元，较 2018 半年报的 922 亿元减少了 82 亿元；占机构持仓总市值的比例为 4.89%，较 2018 上半年末减少 0.26pct。

食品饮料行业内，机构持仓比例最高的十只股票中白酒股仍占据八席位置，与 2018 年中报保持一致。截止 2018 年第三季度，食品饮料板块重仓市值比例最高的个股为贵州茅台，机构持仓贵州茅台提升 0.24pct，占基金持仓比例 2.2%。其余白酒股票有不同程度的加减仓，如五粮液 (-0.24pct)，泸州老窖 (-0.15pct)，洋河股份 (+0.13pct)，2018 第三季度机构投资者对白酒板块龙头公司的判断出现分歧。

**图表3：2018 年上半年和 2018 年第三季度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	2018/06/30	2018/09/30	机构持仓比例变动 (pct)
白酒	5.15%	4.89%	-0.26
黄酒	0.00%	0.00%	0.00
啤酒	0.08%	0.07%	-0.01
葡萄酒	0.01%	0.01%	0.00
其他酒类	0.01%	0.00%	-0.01
其他饮料	0.05%	0.03%	-0.02
总计	5.29%	4.99%	-0.03

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 前三季度机构重仓持股情况**

2018Q3 食品饮料		2018 中报食品		2018Q3A 股十		2018 中报 A 股	
十大重仓	重仓比例 (%)	饮料十大重仓	重仓比例 (%)	大重仓	重仓比例 (%)	十大重仓	重仓比例 (%)
贵州茅台	2.20	贵州茅台	1.96	中国平安	3.14	中国平安	1.98
伊利股份	1.15	伊利股份	1.22	贵州茅台	2.20	贵州茅台	1.96
五粮液	0.76	五粮液	1.00	招商银行	1.47	美的集团	1.26
泸州老窖	0.50	泸州老窖	0.65	伊利股份	1.15	格力电器	1.24
洋河股份	0.49	洋河股份	0.36	格力电器	0.99	伊利股份	1.22
顺鑫农业	0.26	口子窖	0.26	美的集团	0.81	招商银行	1.01
口子窖	0.22	山西汾酒	0.23	五粮液	0.76	五粮液	1.00
中炬高新	0.22	水井坊	0.17	保利地产	0.66	分众传媒	0.90
古井贡酒	0.18	古井贡酒	0.17	长春高新	0.63	恒瑞医药	0.71
双汇发展	0.16	双汇发展	0.15	中国太保	0.57	泸州老窖	0.65

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

**2018Q3 次高端白酒股价平均跌幅 20.21%，顺鑫农业领跑白酒板块**

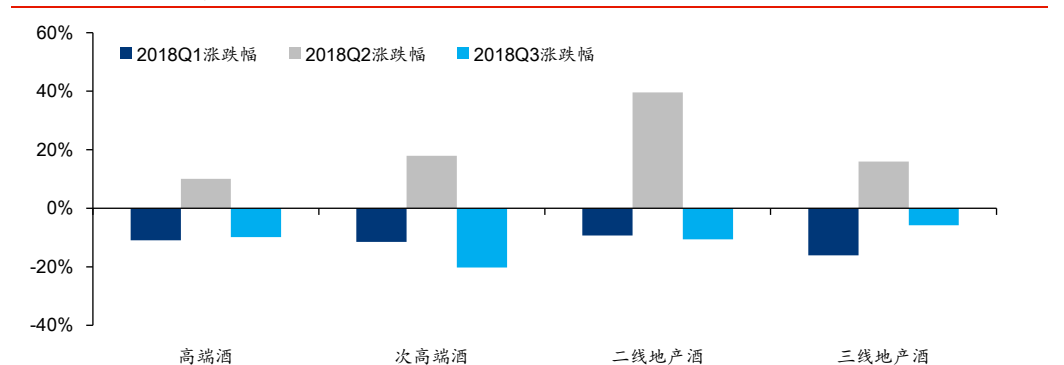
2018年第三季度，白酒板块股价均出现不同幅度的下跌。高端白酒股价平均下跌9.8%，但三家龙头公司表现差异较大。其中，贵州茅台股价表现较为坚挺，Q3微跌0.2%，前三季度仍保持6.33%的正收益；泸州老窖Q3股价下跌20.29%，前三季度股价下跌27.07%。次高端板块由于估值相对较高，第三季度整体回调较大，Q3跌幅为20.21%；二线地产酒在第二季度冲高后也出现回落，Q3股价下跌10.63%，但前三季度仍保持20.05%的正收益；三线白酒股整体表现好于白酒板块平均，其中顺鑫农业表现亮眼，Q3股价仍上涨21.6%，领跑白酒板块。

**图表5：白酒板块2018前三季度涨跌幅情况**

	2018Q1 涨跌幅	2018Q2 涨跌幅	2018Q3 涨跌幅
贵州茅台	-1.99%	8.52%	-0.20%
五粮液	-16.93%	14.53%	-8.92%
泸州老窖	-14.02%	7.24%	-20.29%
山西汾酒	-3.54%	14.41%	-23.85%
洋河股份	-6.10%	24.08%	-2.74%
水井坊	-8.93%	29.59%	-25.09%
舍得酒业	-23.38%	0.95%	-22.58%
酒鬼酒	-15.75%	20.85%	-26.77%
口子窖	-6.30%	42.41%	-15.13%
古井贡酒	-10.64%	53.02%	-6.25%
伊力特	-19.94%	20.27%	-17.06%
今世缘	1.29%	47.09%	-12.40%
老白干酒	-21.44%	15.80%	-8.75%
金种子酒	-15.08%	-0.92%	-14.86%
青青稞酒	-15.31%	-2.09%	1.91%
迎驾贡酒	-13.42%	24.97%	-12.96%
顺鑫农业	5.93%	85.18%	21.60%
金徽酒	-10.36%	3.42%	-7.14%
皇台酒业	-44.33%	-19.25%	-11.84%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表6：2018前三季度次高端酒和二线酒股价领涨白酒板块**



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

资料来源：Wind，华泰证券研究所。



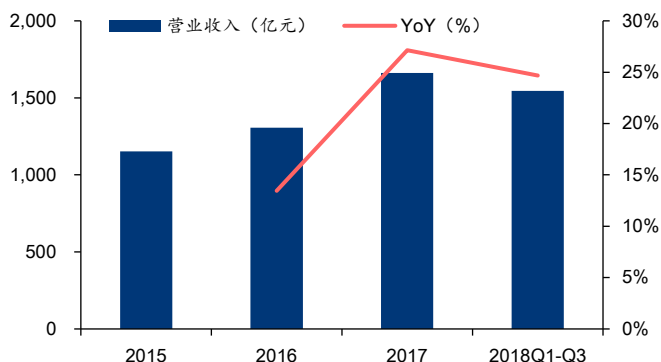
## 白酒板块业绩增速放缓，毛利率水平有所提升

### 白酒行业 2018 前三季度营业收入和净利润保持较快增长

2018 年前三季度，白酒上市公司总体营业收入为 1545.46 亿元，同比增长 24.68%；净利润为 538.82 亿元，同比增长 30.42%。行业增速虽然仍然保持较快增长，但是较 2017 年增速有所回落。

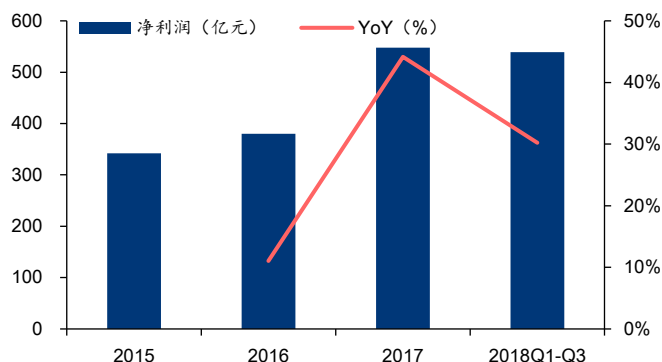
分公司看，前三季度，次高端白酒营业收入同比增速较快，其中水井坊以 45.36% 位列首位，山西汾酒以 42.41% 位列第二位，老白干酒因为报告期内与丰联酒业合并报表，营业收入同比增速达到 40.58%。

图表7：2018 前三季度白酒行业营业收入及同比增速情况（亿元）



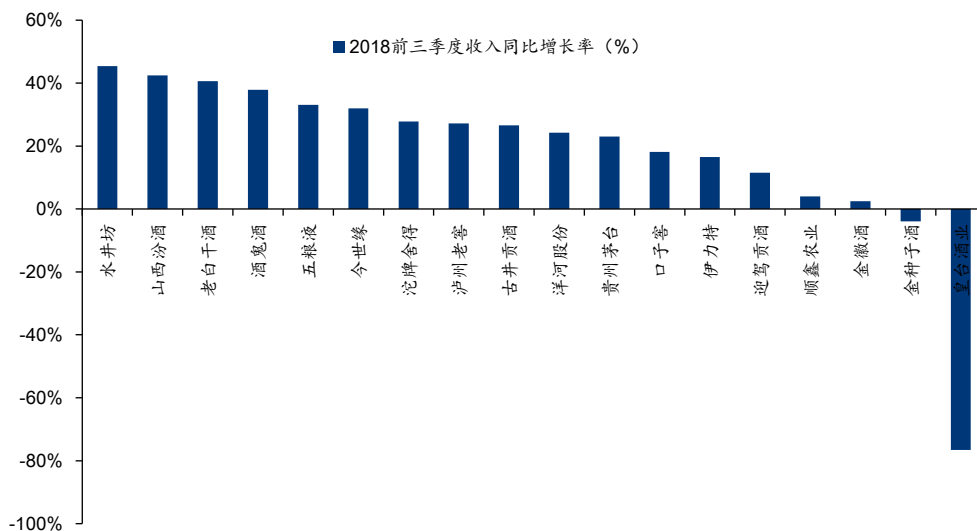
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表8：2018 前三季度白酒行业净利润及同比增速情况（亿元）



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表9：2018 前三季度白酒公司营收变动情况



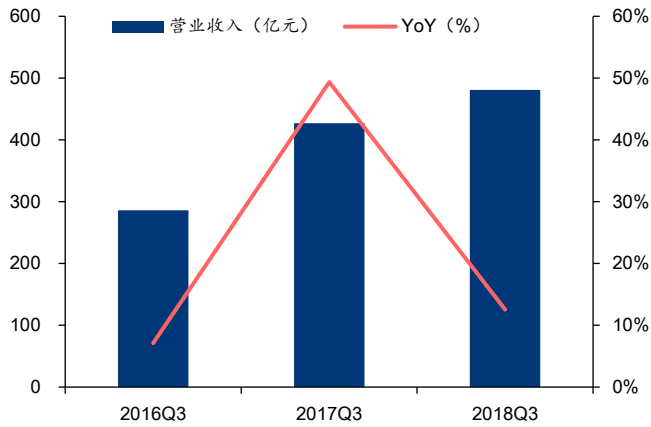
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

### 白酒行业 2018 第三季度营业收入和净利润下滑明显

由于 2017 年第三季度基数较高，2018 年第三季度白酒行业业绩增速明显下降。第三季度，白酒行业上市公司营业收入为 480.72 亿元，同比增长 12.53%，较上年同期下降 36.82 个百分点；净利润为 169.21 亿元，同比增长 12.09%，较上年同期下降 73.54 个百分点。

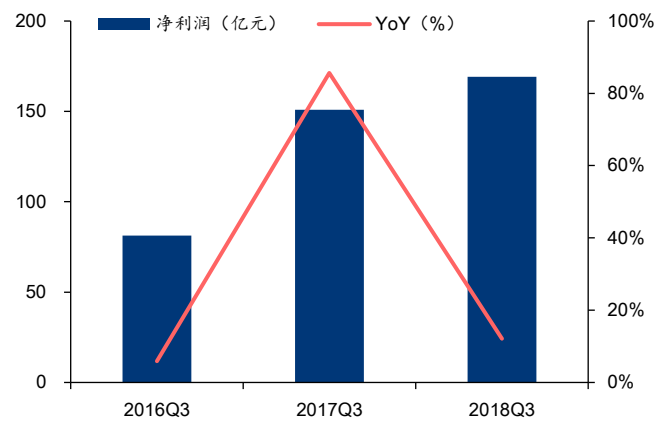
分公司来看，由于上年同期基数较低，2018Q3 舍得酒业营业收入同比增长 56.77%，位居首位；老白干酒由于与丰联酒业合并报表，Q3 营业收入同比增长 56.22%；今世缘由于国缘系列持续放量，营业收入同比增长 35.6%，位居第三位。

**图表10: 2016Q3-2018Q3 白酒行业营收及同比增速情况**



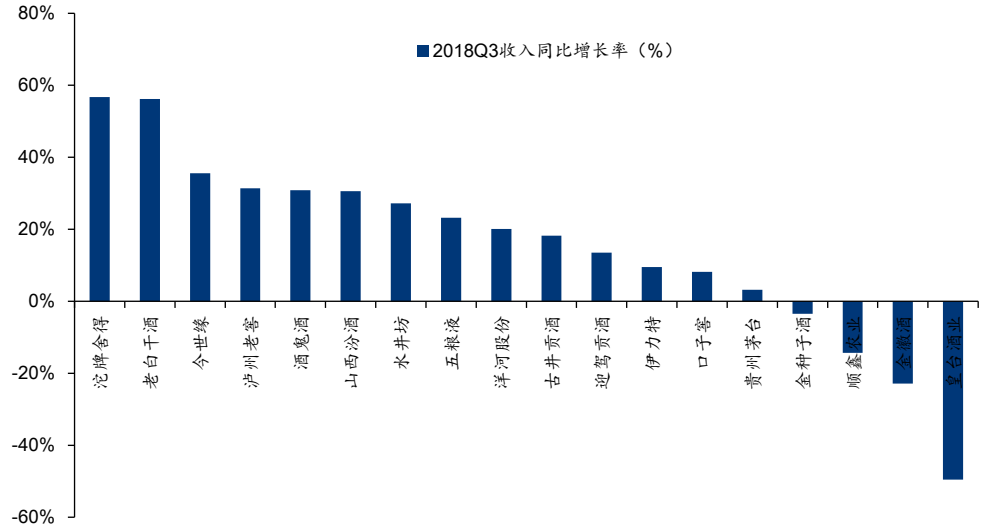
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

**图表11: 2016Q3-2018Q3 白酒行业净利润及同比增速情况**



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

**图表12: 2018Q3 白酒公司营收变动情况**



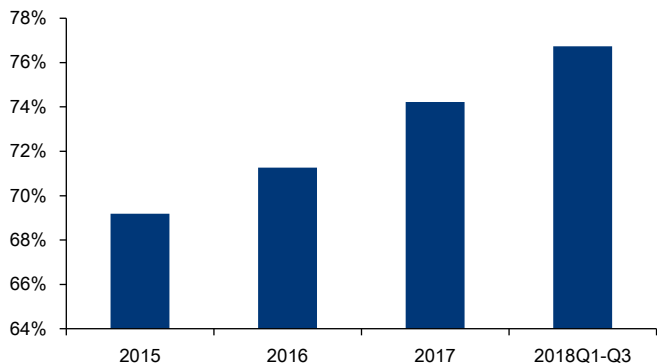
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

**白酒行业毛利率及净利率仍处于上升趋势**

2018 年前三季度，茅台、洋河、口子窖等公司不同程度的提高了产品出厂价，叠加产品结构升级，2018 前三季度白酒行业毛利率提升至 76.7%，较上年同期提高了 2.7 个百分点；白酒上市公司费用率有所下降，前三季度费用率为 17.5%，较上年同期下降 1.5 个百分点；在毛利率提升和费用率下降的共同作用下，净利率水平为 33.2%，较上年同期提高了 2.2 个百分点。

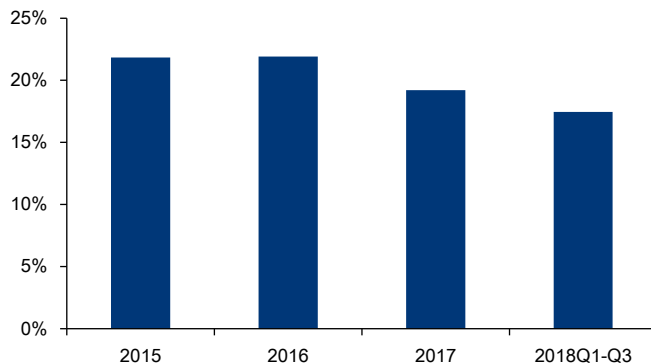


图表13: 2015年-2018年Q1-Q3白酒上市公司毛利率情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

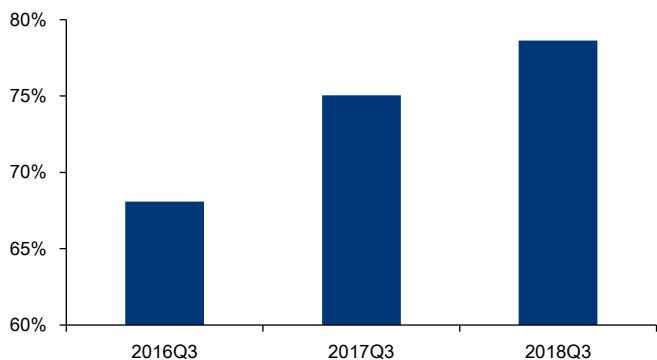
图表14: 2015年-2018年Q1-Q3白酒上市公司费用率情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

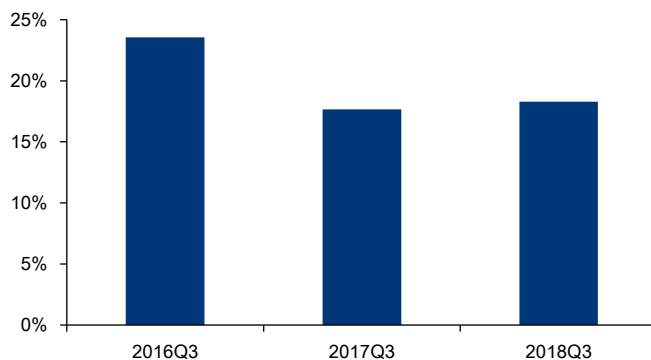
从单季度来看, 2018Q3白酒行业毛利率同比增加3.6pct, 提升至78.6%; 期间费用率同比上升0.64pct, 增至18.29%。

图表15: 白酒行业毛利率2018Q3同比增加3.6个百分点



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表16: 白酒行业费用率2018Q3同比增加0.64个百分点

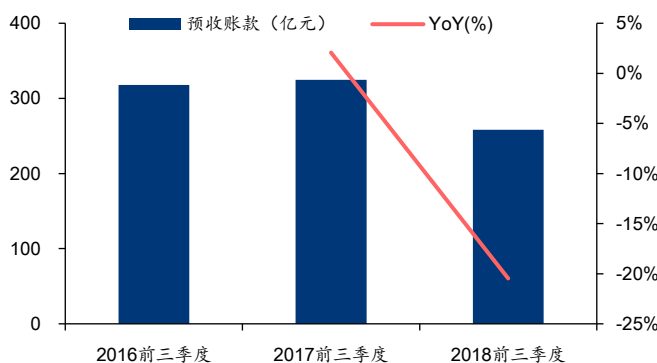


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

**白酒行业预收账款同比下降, 次高端白酒预收账款同比大幅提升**

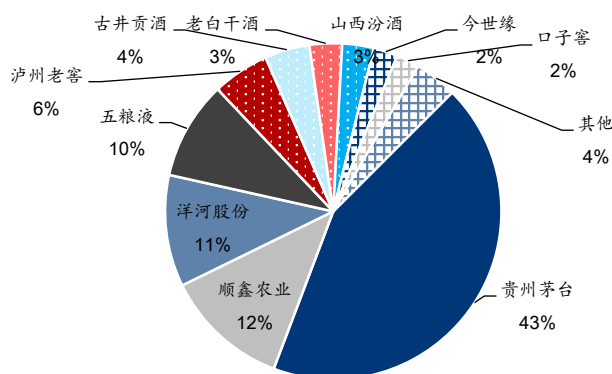
前三季度, 由于茅台和五粮液预收账款分别下降63.04亿元和24.86亿元, 白酒行业2018前三季度预收账款规模同比下降20.47%。剔除这两家公司的影响后, 白酒行业预收账款同比增长21.31%。从预收账款占比来看, 高端白酒系列依旧占据行业61.73%的份额, 其中茅台以43.25%大幅领先。

图表17: 2016-20181-Q3白酒上市公司预收账款及增速



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表18: 2018前三季度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: 2018前三季度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	522.4	23.1%	247.3	23.8%	91.1%	54.31	11.9%	0.51	47.3%	0.27	111.7	-36.1%
五粮液	292.5	33.1%	94.9	36.3%	73.5%	25.66	13.5%	-3.17	32.5%	0.77	24.4	-50.5%
洋河股份	209.7	24.2%	70.4	26.1%	73.0%	54.63	15.5%	-1.51	33.6%	0.50	27.7	13.4%
顺鑫农业	92.0	4.0%	5.4	97.0%	38.2%	-21.36	17.7%	-2.58	5.8%	2.75	31.0	30.0%
泸州老窖	92.6	27.2%	27.5	37.7%	76.9%	21.60	26.0%	1.05	29.7%	2.26	14.1	-1.6%
古井贡酒	67.6	26.5%	12.6	57.5%	77.9%	14.88	39.4%	-1.36	18.6%	3.65	11.1	78.7%
山西汾酒	69.2	42.4%	12.6	56.9%	69.4%	29.16	23.1%	-1.91	18.3%	1.69	7.9	56.0%
口子窖	32.1	18.1%	11.4	26.7%	74.3%	26.04	11.7%	-0.21	35.6%	2.40	5.7	4.6%
迎驾贡酒	24.4	11.6%	5.0	16.4%	60.2%	-17.71	18.7%	0.61	20.4%	0.85	3.0	7.7%
今世缘	31.6	32.0%	10.3	32.6%	72.7%	28.19	17.5%	-2.66	32.6%	0.15	6.0	79.4%
老白干酒	24.3	40.6%	2.4	109.2%	62.7%	-4.39	36.0%	-1.50	10.0%	3.29	8.1	21.5%
水井坊	21.4	45.4%	4.6	90.2%	81.6%	40.78	39.1%	3.50	21.6%	5.10	0.4	-25.6%
伊力特	15.0	16.5%	2.9	12.9%	47.8%	-25.01	6.8%	0.38	19.3%	-0.62	1.7	37.0%
舍得酒业	15.9	27.8%	2.7	186.0%	72.1%	24.31	37.0%	-13.28	17.2%	9.50	1.8	-35.3%
金徽酒	9.7	2.5%	1.6	-9.2%	62.5%	-3.91	25.9%	0.80	16.6%	-2.14	1.6	40.0%
青青稞酒	9.5	1.7%	0.9	-21.2%	65.9%	21.02	35.5%	-2.46	9.1%	-2.66	0.4	87.5%
金种子酒	8.0	-4.0%	0.0	-67.4%	46.7%	-4.55	33.4%	-2.05	0.2%	-0.40	0.9	-35.6%
酒鬼酒	7.6	37.8%	1.6	38.3%	77.8%	75.22	36.5%	-1.73	21.2%	0.08	0.6	-46.5%
*ST 皇台	0.1	-76.6%	-0.4	-37.8%	-49.4%	-49.40	328.0%	216.71	-441.0%	-275.08	0.2	2.1%
白酒合计	1545.5	24.68%	513.8	29.9%	-	-	-	-	-	-	258.2	-20.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 2018Q3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	188.4	3.2%	89.7	2.7%	91.4%	1.10	10.0%	0.76	47.6%	-0.23
五粮液	78.3	23.2%	23.8	19.6%	75.2%	5.43	15.1%	1.82	30.5%	-0.91
泸州老窖	28.4	31.4%	7.7	45.5%	81.5%	0.22	35.2%	2.08	27.1%	2.64
洋河股份	64.2	20.1%	20.3	21.5%	76.5%	9.18	19.2%	-2.28	31.7%	0.37
顺鑫农业	19.7	-14.3%	0.6	99.2%	32.3%	0.20	13.0%	-5.74	2.8%	1.59
古井贡酒	19.8	18.3%	3.6	46.1%	77.3%	1.36	41.3%	0.43	18.4%	3.50
山西汾酒	18.7	30.6%	3.3	60.2%	68.9%	3.51	24.4%	-1.36	17.4%	3.23
迎驾贡酒	7.0	13.5%	1.2	18.0%	58.3%	0.77	23.3%	1.38	16.5%	0.63
口子窖	10.5	8.2%	4.1	8.8%	74.2%	1.95	9.2%	3.28	38.9%	0.22
老白干酒	9.7	56.2%	1.0	41.4%	62.9%	1.44	34.4%	2.40	10.1%	-1.05
伊力特	5.0	9.5%	0.7	-21.8%	46.9%	3.73	7.0%	4.15	14.8%	-5.93
水井坊	8.0	27.2%	2.0	51.6%	82.3%	2.27	36.9%	1.35	24.3%	3.91
今世缘	8.0	35.6%	1.7	36.5%	74.8%	2.24	26.9%	-6.76	21.6%	0.14
金种子酒	2.5	-3.4%	0.0	3912.9%	41.5%	-7.20	31.6%	-4.80	-1.8%	-1.72
舍得酒业	5.7	56.8%	1.1	223.5%	76.9%	-2.77	43.9%	-12.93	18.8%	9.68
金徽酒	1.7	-22.8%	0.0	-91.9%	60.7%	-2.45	45.5%	15.44	1.6%	-14.08
青青稞酒	2.5	-4.8%	0.0	-128.5%	64.8%	-4.89	47.1%	-4.64	-0.5%	-2.14
酒鬼酒	2.4	30.8%	0.5	38.5%	76.7%	-1.06	38.0%	-0.82	19.7%	1.09
*ST 皇台	0.0	-49.6%	-0.1	-5.9%	-196.2%	-239.07	737.2%	298.15	-943.0%	-437.74
白酒合计	480.7	12.5%	161.2	11.9%	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 重点公司点评

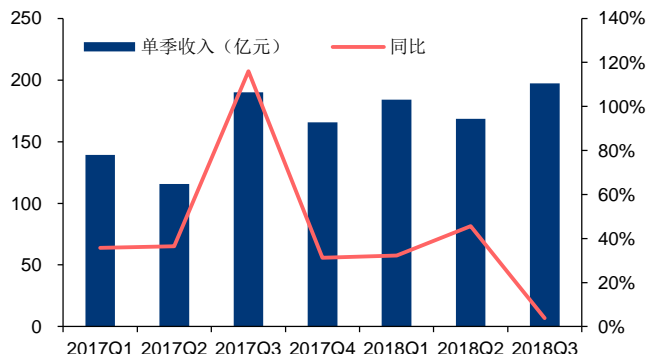
### 贵州茅台：消费环境和高基数给 Q3 增长带来压力

贵州茅台前3季度实现收入522.42亿元，同比增长23.07%；实现归属于上市公司股东的净利润247.34亿元，同比增长23.77%；实现扣非净利润249.29亿元，同比增长24.11%。其中Q3单季度实现收入197.18亿元，同比增长3.81%；实现归属于上市公司股东的净利润89.69亿元，同比增长2.71%。由于白酒行业整体需求增速放缓，公司业绩低于此前的预期。

受到整体消费环境和高基数影响，18Q3收入增速明显下降。贵州茅台18Q3单季收入增速为3.81%，相较于18Q1和18Q2分别为32.21%和45.56%的收入增速有较为明显的下降。在整体消费市场疲弱，消费者的消费意愿趋向谨慎的背景下，作为高端消费代表的茅台酒的\*\*市场需求增速呈现放缓的趋势。与此同时，17Q3贵州茅台单季收入增速为115.95%，是2017年全年增速最高的季度，高收入基数也给18Q3的收入增长带来了一定的压力。

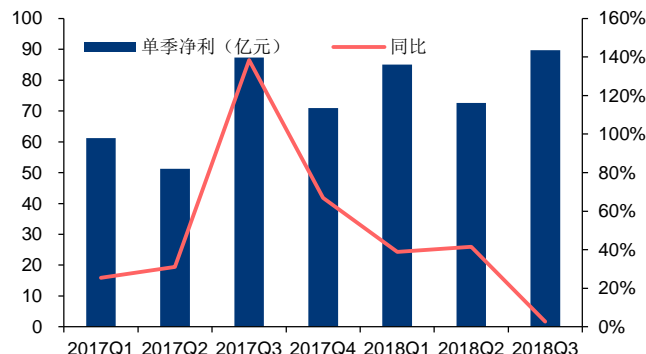
18Q3经销商打款政策的放松助力价格稳定和预收款止跌回升。在进入18Q3前贵州茅台基本要求经销商以月度为频率打款，临近中秋节和国庆假期的消费旺季，贵州茅台开始允许经销商以季度为单位打款并加快整体的发货节奏，尽力满足市场的消费需求。在打款政策放松的背景下，飞天茅台的产品价格在旺季基本保持了稳定。与此同时，18Q3贵州茅台的预收款为111.68亿元，环比18Q2上升12.28亿元，增加的幅度为12.35%，结束了贵州茅台预收款此前连续5个季度下降的局面。

图表21：贵州茅台季度收入及增速情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表22：贵州茅台季度净利及增速情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 五粮液：毛利率持续提升，业绩符合预期

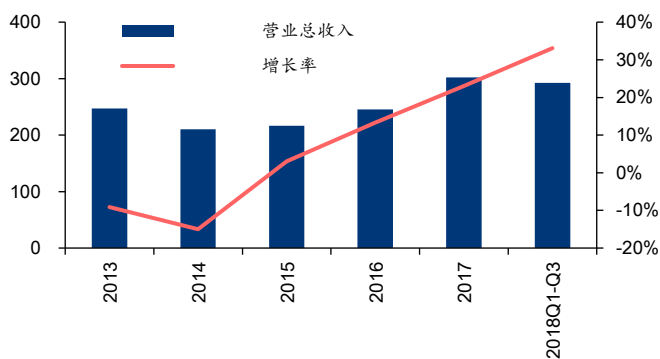
2018 年前三季度五粮液实现营业收入 292.5 亿元，同比增加 33.09%；实现归母净利润 94.94 亿元，同比增加 36.32%；基本每股收益 2.47 元，经营业绩符合预期。单三季度，公司实现营业收入 78.29 亿元，同比增长 23.17%；归母净利润 23.58 亿元，同比增长 19.61%；由于去年同期基数较高，因此三季度增速环比放缓。2018 前三季度，公司继续推进提质增效，加大产品终端价格的管控，突出打造全国性的战略大单品和区域性的重点产品，经营业绩稳步增长。

毛利率水平创近三年新高，预收账款持续回落。受销售货品增长影响，前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 264.39 亿元，同比增长 20.41%；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，公司产品结构不断提升，前三季度销售毛利率为 73.47%，较上年同期提升了 2.36 个百分点，毛利率水平近三年新高。前三季度，公司预收账款为 24.40 亿元，较年初 46.46 亿元下降 22.06 亿元。

经销商直接补贴转为终端市场打造，销售费用率同比有所回落。公司 52 度五粮液等核心产品实现终端顺价销售以来，今年减少了对经销商补贴的直接投入，转变为对终端市场打造的投入。2018 年前三季度，公司销售费用为 30.77 亿元，同比增长 14.11%；销售费用率为 10.52%，较上年同期下降 1.65 个百分点；公司管理效率实现进一步优化，前三季度，公司管理费用为 16.74 亿元，同比增长 6.60%，管理费用率为 5.72%，较上年同期下降 1.62 个百分点。

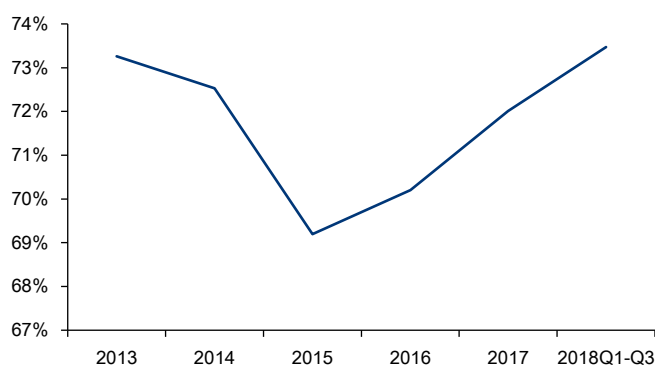
针对经销商推出承兑汇票免贴息政策，应收票据同比大幅增长。公司为了减轻经销商资金压力及提高经销商盈利空间，在年初制定了收取银行承兑汇票免贴息政策，即经销商在完成全年打款计划一定比例则可使用一定金额一定期限的银行承兑汇票免贴息。年初经销商执行计划热情高涨，一部分经销商使用较长期限的银行承兑汇票享受免贴息。前三季度，公司应收票据为 143.20 亿元，同比增长 37.24%，占资产总额的比例为 18.81%，较上年同期提高了 3.02 个百分点。

图表23： 2013-2018 年前三季度五粮液营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24： 2013-2018 年前三季度五粮液毛利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 泸州老窖：业绩提速，毛利率水平再创新高

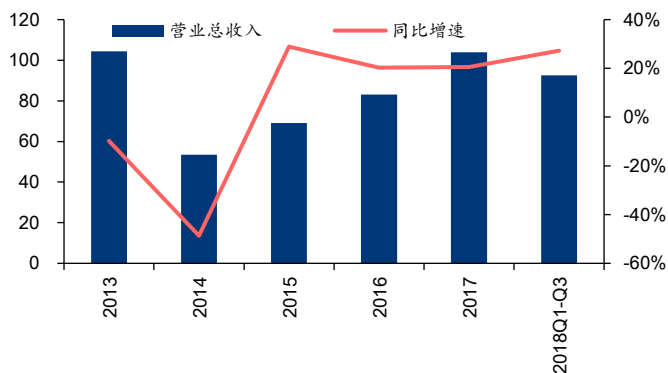
2018年前三季度泸州老窖实现营业收入92.63亿元，同比增加27.24%；实现归母净利润27.51亿元，同比增加37.73%；基本每股收益1.88元，同比增长32.53%，经营业绩符合预期。单三季度，公司实现营业收入28.42亿元，同比增长31.36%；归母净利润为7.72亿元，同比增长45.49%；经营业绩较上半年有所提速。2018前三季度，公司继续加强品牌塑造，重视消费者培育，运营能力不断提升。

产品结构持续升级，毛利率水平再创新高。2018年前三季度，公司继续实施五大单品战略，核心产品国窖1573适度控制发货节奏以保证价格稳定，同时公司启动针对特曲的品牌复兴计划，尤其加强特曲品牌培育的投入，特曲实现较快增长。前三季度，公司产品结构继续提升，整体毛利率达到76.93%，较上年同期提高了4.59个百分点，毛利率水平再创历史新高。

公司加大销售费用投入，销售净利率实现提升。前三季度，公司加大广告投入和市场营销力度，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。2018年前三季度，公司销售费用达到20.83亿元，同比增长42.41%，销售费用率为22.48%，较上年同期提高2.39个百分点；管理费用为4.89亿元，同比增长28.40%，管理费用率为5.28%，较上年同期下降0.46个百分点；公司销售净利率为30.42%，较上年同期提高了2.24个百分点。

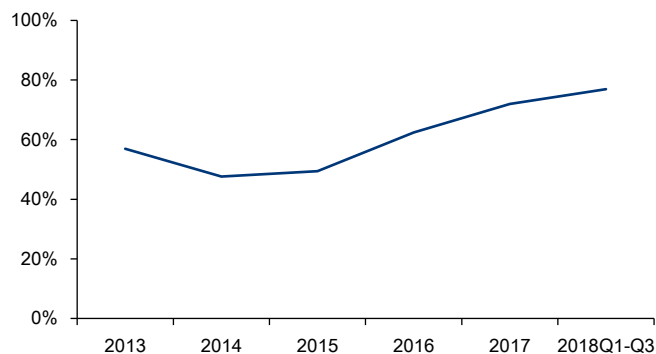
公司加大研发投入，推动转化科研创新。由于产品销售增加，前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为107.73亿元，同比增长23.03%。受中秋、国庆销售旺季的影响，公司预收款项有所增加，2018年前三季度公司预收账款为14.12亿元，与去年同期基本持平，但较上半年的10.94亿增加了3.18亿元。

图表25：2013-2018年前三季度泸州老窖营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26：2013-2018年前三季度泸州老窖毛利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 山西汾酒：低价酒快速增长，毛利率环比回落

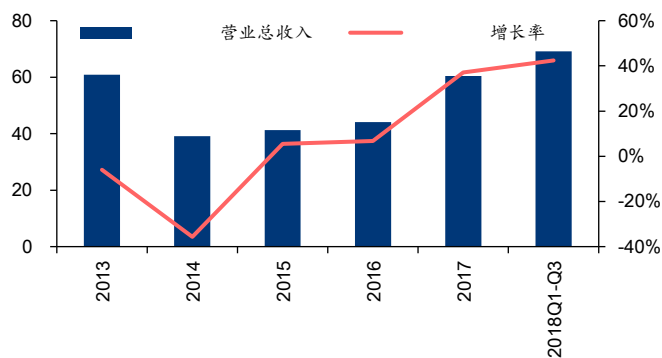
2018年前三季度，山西汾酒实现营业收入69.15亿元，同比增加42.41%；实现归母净利润12.64亿元，同比增加56.89%；基本每股收益1.46元，经营业绩低于预期。单三季度，山西汾酒实现销售收入为18.74亿元，同比增长30.58%；归母净利润为3.27亿元，同比增长60.24%。

低价白酒销量增速快于中高价白酒，销售毛利率继续回落。前三季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金为57.52亿元，同比增长31.45%，低于营业收入42.41%的增速。由于经销商预交货款增加，前三季度公司预收账款为7.87亿元，同比增长56.16%，较上半年8.20亿元小幅回落。分产品看，公司低价白酒继续保持高速增长，其中，中高端白酒实现营收41.91亿元，同比增长27.05%；低端白酒实现营业收入24.80亿元，同比增长86.31%；配制酒实现营业收入1.99亿元，同比增长4.94%。低端白酒增速较快导致公司整体毛利率环比继续回落，前三季度毛利率为69.44%，低于上半年69.65%的毛利率水平。

销售费用率同比小幅下降，销售净利率提升至19.59%。前三季度，公司加大广告费用的投放，同时提高市场费用审批和核报效率。2018年前三季度，公司销售费用为12.41亿元，同比增长37.67%，销售费用率为17.94%，较上年同期下降0.62个百分点，环比下降0.05个百分点。在产品销售较快增长以及销售费用率稳步下降的共同作用下，前三季度公司销售净利率为19.59%，较上年同期提高1.83个百分点。

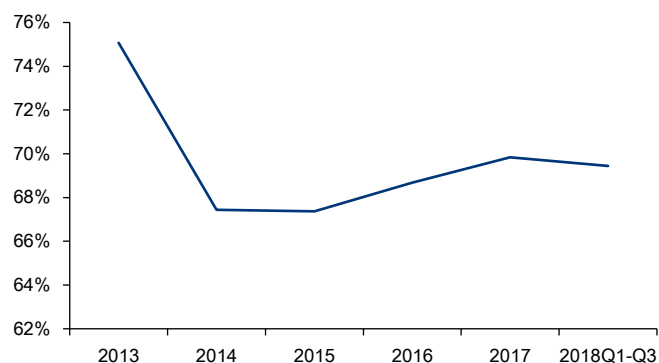
省外市场拓展力度加大，经销商代理仍为主要销售渠道。2018年以来，公司加大对省外潜力市场的投放力度，省外销售收入占比稳步提升。分区域看，前三季度公司省内营收41.57亿元，同比增长41.73%，收入占比为60.52%；省外收入27.12亿元，同比增长43.82%，收入占比为39.48%，较上年同期的39.13%提升了0.35个百分点。分销售渠道看，经销商代理仍然为主要方式，代理渠道销售收入为66.03亿元，收入占比为96.11%。

图表27：2013-2018年前三季度山西汾酒营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28：2013-2018年前三季度山西汾酒毛利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所



## 洋河股份：毛利率稳步提升，业绩符合预期

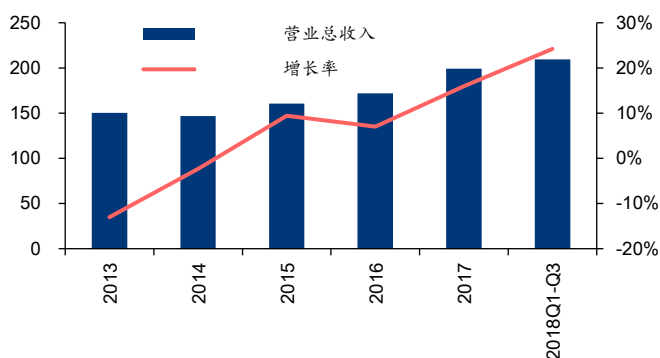
2018年前三季度洋河股份实现营业收入209.66亿元，同比增加24.22%；实现归母净利润70.39亿元，同比增加26.10%；扣非后的归母净利润为65.39亿元，同比增长23.25%；基本每股收益4.67元，同比增加26.22%，经营业绩符合预期。单三季度，公司实现营业收入64.23亿元，同比增长20.11%；实现归母净利润为20.34亿元，同比增长21.53%。报告期内，公司着重提升产品力、品牌力、渠道力，进一步夯实企业发展基础，实现公司稳健成长。

预收账款环比提高，现金流量净额同比大幅提升。2018前三季度，预收账款为27.72亿元，同比增加13.37%，相较于上半年20.58亿增加7.14亿元，主要是由于本期末预收经销商贷款增加。由于商品销售增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金为222.90亿元，同比增长24.91%，与营业收入增速保持一致；公司经营活动产生的现金流量净额58.74亿元，同比增长36.95%，现金流的健康有利于公司可持续发展。

公司产品结构优化以及价格上涨，毛利率提升至73.04%。另外自2017年9月1日起，受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影响，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，以及本期公司核心高端产品梦之蓝系列产品销售占比增加，今年前三季度公司毛利率为73.04%，较上年同期提升了10.79个百分点。此外，公司产品价格提升也带动了毛利率的上升，7月1日起，公司上调海之蓝、天之蓝和梦之蓝三大核心单品的出厂价和终端供货价。

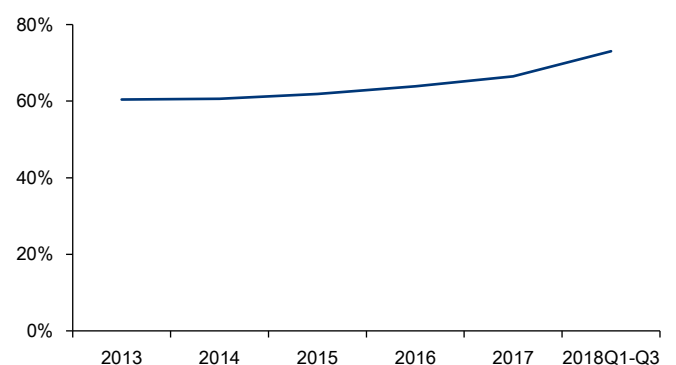
公司继续加大营销力度，销售费用率较上半年有所提升。2018年前三季度，公司继续加大营销力度，有序推进明星工程、梦之蓝梦想汇等各项工作，积极创新品牌传播方式，推动了梦之蓝等高端品牌形象升级，产品品牌形象得到进一步提升。2018年前三季度，公司销售费用达到19.82亿元，同比增长23.48%，销售费用率为9.46%，较上半年的8.07%提升了1.39个百分点。

图表29：2013-2018年前三季度洋河股份营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：2013-2018年前三季度洋河股份毛利率走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 舍得酒业：低档酒深度调整，净利率持续提升

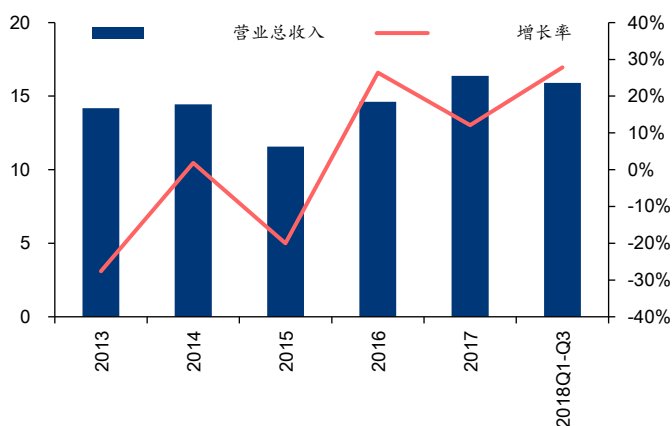
2018年前三季度公司实现营业收入15.89亿元，同比增长27.82%；实现归母净利润2.73亿元，同比增长186.01%；扣非后的归母净利润2.37亿元，同比增长163.4%。公司自2017年10月1日开始执行修订后的收入会计政策，对当期已经发生期末尚未结算的经销商折扣从销售收入中计提，计入其他应付款核算。若剔除上述会计政策变更的影响，前三季度公司酒类产品营收为15.54亿元，同比增长39.25%，公司业绩符合预期。

中高档酒收入增速明显提速，销售毛利率环比提升。前三季度，公司继续调整产品结构，加强对品味舍得、智慧舍得的文化白酒定位和品牌宣传，其中，以舍得系列为主的公司中高档酒销售收入12.86亿元，同比增长28.17%，增速较上半年的17.84%明显提速；沱牌系列持续深度调整，公司低档酒收入0.38亿元，同比下降66.52%；除白酒外的天马玻璃销售收入为2.65亿元。在产品结构持续优化的带动下，公司毛利率水平达到72.12%，较上半年的69.42%提升了2.7个百分点。

销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加，预收账款环比小幅增加。受公司酒类收入增长的带动，前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为20.52亿元，同比增长43.90%；由于经销商预交货款增加，公司预收账款1.79亿元，上半年为1.32亿元，增加0.47亿。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，前三季度公司其他应付款5.10亿元，较期初新增0.82亿元。

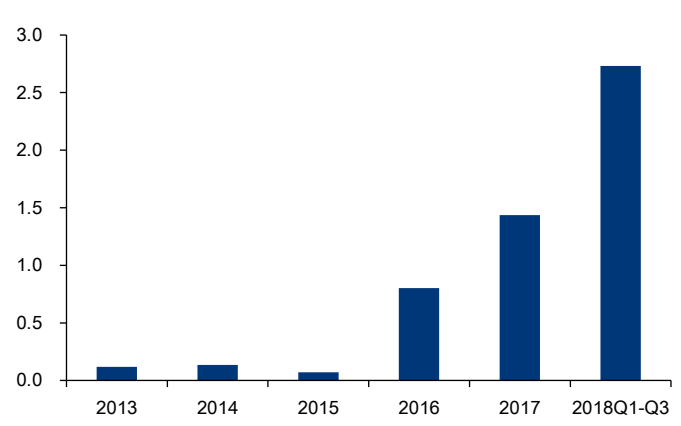
销售费用同比回落，销售净利率环比持续提升。前三季度，公司加强对营销人员的管控，提升终端营销效率，公司销售费用4.00亿元，与上年同期基本持平，销售费用率为25.18%，较上年同期回落5.56个百分点。受本期销售增加及消费税计税基础调整影响，前三季度公司税金及附加为2.41亿元，同比增长81.33%，税金及附加占营业收入的比重为15.15%，较上半年的17.79%有所回落。在销售费用率下降的带动下，公司净利润率为18.62%，较上半年的17.68%持续提升。

图表31：2013-2018年前三季度舍得酒业营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：2013-2018年前三季度舍得酒业归母净利润走势（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 今世缘：公司经营指标亮眼，业绩再提速

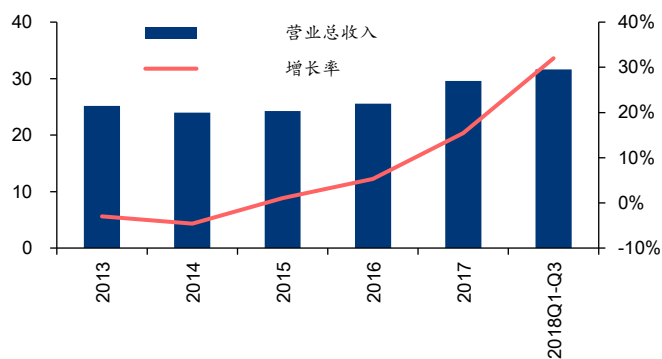
2018 年前三季度今世缘实现营业收入 31.59 亿元，同比增加 32.01%；实现归母净利润 10.29 亿元，同比增加 32.19%；基本每股收益 0.82 元，经营业绩符合预期。单三季度，公司实现营业收入 8.00 亿元，同比增长 35.49%；归母净利润为 1.73 亿元，同比增长 35.45%，业绩较上半年有所提速。我们认为，公司在省内市场的销售稳扎稳打，带动了产品力的提升，也助推业绩的提速。

特 A+ 产品收入继续高速增长，毛利率同比有所提升。公司重新定位国缘系列为“中国高端中度白酒”创领者，公司也于 8 月 19 日推出国缘水晶 V 系列，使得国缘品牌在全国化、高端化战略实施上更进一步。前三季度，以国缘对开、四开为代表的特 A+ 类产品营业收入 15.61 亿元，同比增长 46.61%；以国缘柔雅、单开等为代表的特 A 类产品营业收入 10.79 亿元，同比增长 27.73%；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。前三季度，公司毛利率水平达到 72.66%，较上年同期提升了 1.51 个百分点。

预收账款同比增长 79.36%，销售费用率同比下降。前三季度，由于在中秋节销售旺季持续发力，公司预收账款为 5.98 亿元，较上半年增加 3.61 亿元，较上年同期增长 79.36%。伴随销售收入增长以及公司销售渠道建设投入加大，2018 年前三季度，公司销售费用为 4.56 亿元，同比增长 27.49%，销售费用率为 14.43%，较上年同期下降 0.53 个百分点；由于经销商采用银行承兑汇票结算较多及赊销增加所致，公司应收票据及应收账款为 0.88 亿元，同比增长 87.28%。

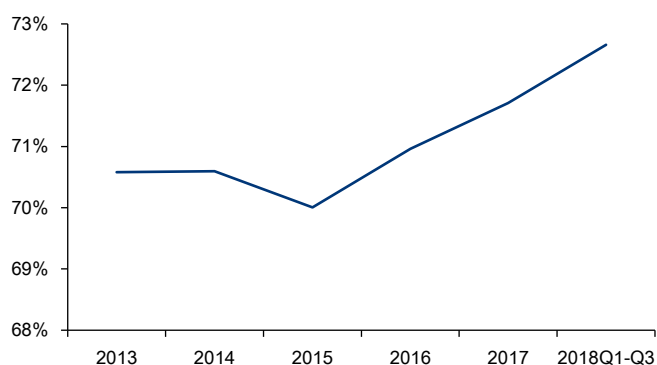
淮安地区收入占比仍居首位，南京地区收入持续高速增长。2018 年前三季度，公司大本营淮安地区收入占比仍然位居首位，营业收入 7.13 亿元，同比增长 12.98%，占公司总收入的 23.91%；南京地区持续高速增长，营业收入 6.63 亿元，同比增长 62.41%，收入占比提升至 22.28%。省外实现营业收入 1.64 亿元，同比增长 31.8%。从经销商规模来看，截至 2018 年前三季度，省内经销商数量为 310 家，报告期内增加 45 家，减少 32 家；省外经销商数量为 290 家，报告期内增加 72 家，减少 46 家。

图表33： 2013-2018 年前三季度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34： 2013-2018 年前三季度今世缘毛利率走势



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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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