

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

龙头业绩坚韧，把握消费复苏

——白酒行业 2019 年报及 2020 年一季报总结

2020 年 5 月 25 日

分析师：

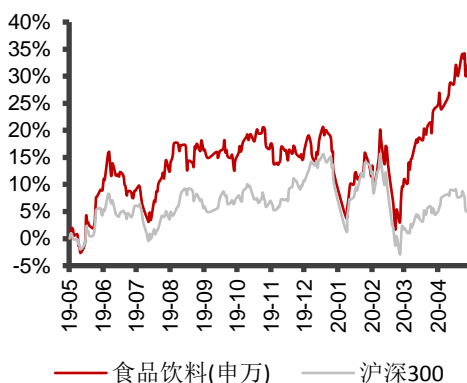
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

食品饮料与沪深 300 指数涨跌幅走势图



行业评级

强于大市

相关报告

- 1、五粮液（000858）：普五量价齐升，2020 年开局顺利 20200429
- 2、贵州茅台（600519）：盈利超预期，软实力持续提升 20200423
- 3、对近期茅台一批价格波动的思考 20200325
- 4、疫情短期冲击板块，积极应变趋势不改 20200221

内容提要：

2019 年白酒板块业绩兼具成长与稳健。行业基本面来看，白酒产量自 2003 年以来首次负增长，但结构升级推动收入、净利润持续增长，且增速边际下滑幅度小于大部分行业，盈利能力保持优秀。上市酒企营收、净利润分别同增 16.12%、17.74%，集中度提升，两极分化持续。高端白酒均实现量价齐升，毛利率净利率均提升，盈利能力进一步增强，改革红利持续释放。大部分次高端白酒酒企主产品均延续较高增速，但由于竞争加剧，净利率增速下滑较为明显，洋河处于调整期，改革效果开始显现。今世缘及古井两家地域龙头酒企收入增速亮眼，产品结构升级明显，费用投放情况分化。民酒龙头顺鑫收入增速下滑幅度较大，全国化基本完成，增长进入平台期，后续集中度提升及产品结构提升仍有空间。

2020 年一季度板块因疫情扰动预期承压，龙头业绩稳定。板块营收、净利润分别同增 1%，9%，若剔除茅台、五粮液，其余公司收入和净利润分别同比下降 13%和 6%，疫情影响之下白酒公司普遍业绩承压，但影响在市场预期之内，业绩稳定性与白酒公司销售规模高度相关。合并 2019 年四季度与 2020 年一季度来看，上市公司回款质量受到影响但仍然优秀。疫情下，板块盈利能力短期承压。

投资建议：短期来看，随着两会的召开，预计社交性消费将持续修复，端午迎来补偿式消费预期不断升温，或成为板块短期催化剂；同时，品牌力、渠道力强且战略制定得当的龙头公司将明显受益于消费恢复，行业马太效应加剧。中长期来看，疫情大概率不会对行业造成周期性改变，行业集中度提升、品牌消费者数量增长、产品结构持续升级等逻辑未变，预计核心龙头公司未来业绩仍具比较优势。建议关注行业地位稳固、业绩确定较强的茅台、五粮液，高端化稳步推进、低端产品受影响较小的山西汾酒以及品牌影响力不断增强的泸州老窖。

风险提示：国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化。

目录

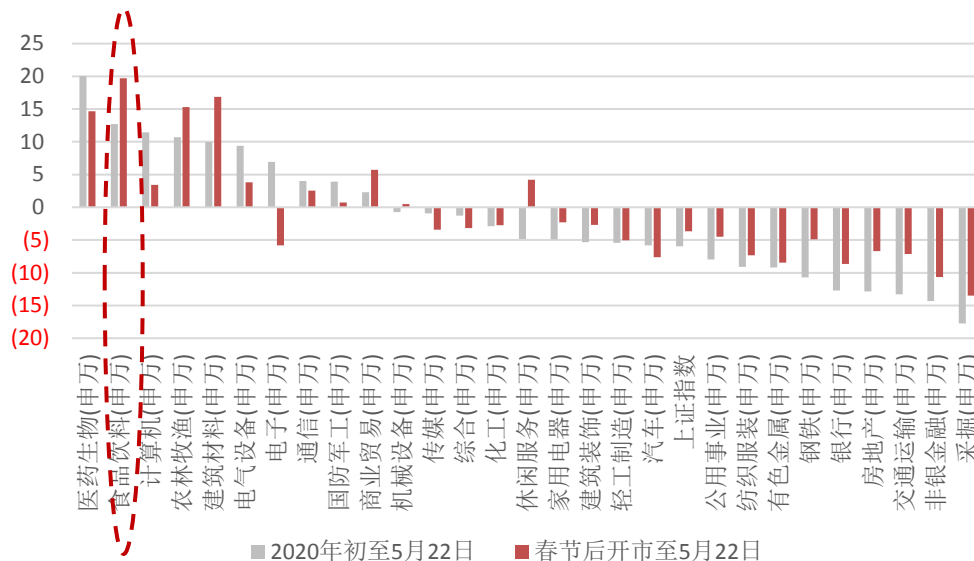
1、近期白酒板块情况回顾	4
2、2019 年板块业绩回顾：兼具成长与稳健	7
2.1 行业基本面：产量下滑，结构升级持续	7
2.2 上市酒企从体量看集中度提升，两极分化持续	9
2.3 高端白酒：茅台稳健，五泸冲刺	11
2.4 次高端：增速仍快，但边际竞争压力提升	14
2.5 地域龙头快速成长，低端龙头增速下滑	17
3、2020 年一季度业绩回顾：预期内承压，龙头业绩稳定	19
3.1 业绩稳定性与销售规模高度相关	19
3.2 盈利能力短期承压	21
4、投资建议	22
4.1 疫情下马太效应加剧	22
4.2 社交恢复预期提升	23
4.3 中长期逻辑未改	24
5、风险提示	26

图表目录

图 1: 2020 年初至 5 月 22 日及春节后开市至 5 月 22 日申万一级行业累计收益率 (%)	4
图 2: 2020 年初至 5 月 22 日及春节后开市至 5 月 22 日食品饮料子板块累计收益率 (%)	4
图 3: 2020 年 2 月 3 日至 5 月 22 日白酒公司涨跌幅 (%)	5
图 4: 2020 年 2 月 3 日至 5 月 22 日不同档次白酒股票累计收益率	5
图 5: 白酒板块及申万 28 个一级行业 PE 对比	6
图 6: SARS 期间白酒及全体 A 股 PEttm 走势 (倍)	6
图 7: 新冠疫情期间白酒及全体 A 股 PEttm 走势 (倍)	6
图 8: 全国白酒产量及增长率	7
图 9: 规模以上白酒生产经营指标 (%)	7
图 10: 白酒板块及申万 28 个一级行业营收增速对比	8
图 11: 白酒板块及申万 28 个一级行业归母净利润增速对比	8
图 12: 白酒板块及申万 28 个一级行业 ROE 对比	9
图 13: 白酒板块个股营收及增速对比	10
图 14: 白酒板块 2015 年、2019 年营收对比及 5 年复合增长率	10
图 15: 高端白酒营业总收入同比增长率 (%)	11
图 16: 高端白酒归属母公司股东的净利润 (%)	11
图 17: 茅台酒销量、收入及吨价增速 (%)	12
图 18: 高端白酒一批价格变动 (元/瓶)	12
图 19: 高端白酒销售毛利率 (%)	13
图 20: 高端白酒净资产收益率 (扣除非经常损益) (%)	13
图 21: 次高端白酒营业总收入同比增长率 (%)	14
图 22: 次高端白酒归母净利率同比增长率 (%)	14
图 23: 次高端白酒销售毛利率 (%)	16
图 24: 次高端白酒销售净利率 (%)	16
图 25: 地域性白酒营业总收入同比增长率 (%)	17
图 26: 地域性白酒归母净利率同比增长率 (%)	17
图 27: 地域性白酒销售毛利率 (%)	18
图 28: 地域性白酒销售净利率 (%)	18
图 29: 2020 Q1 白酒上市公司营收情况	20
图 30: 2020Q1 白酒上市公司归母净利润情况	20
图 31: 2020 年一季度上市白酒公司回款质量对比	21
图 32: 2003-05 年白酒公司收入、归母净利润增速	22
图 33: 2013-15 年部分白酒公司收入、归母净利润增速	22
图 34: 2004-2018 年白酒上市公司一季度收入、归母净利润占全年比重 (%)	24
图 35: 2018 年核心白酒公司单季度营业收入占比	24
图 36: 白酒板块 2001-19 年营收、归母净利润增速变化	25
表 1: 茅台酒基酒产量及销量预测	11
表 2: 部分次高端品牌及其他品牌次高端产品增速对比	16
表 3: 部分公司低端酒业业绩情况	19
表 4: 部分核心公司 2020 年业绩目标	23
表 5: 重点公司估值情况	25

1、近期白酒板块情况回顾

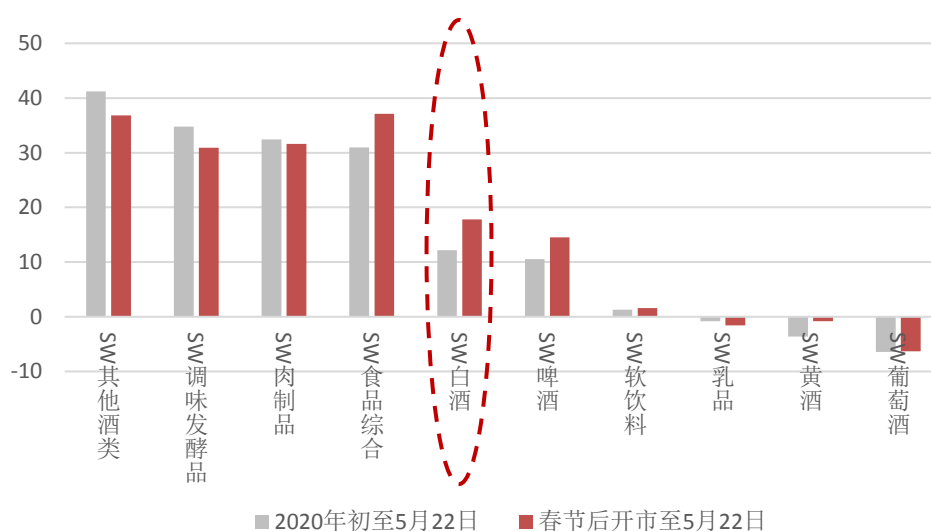
图 1：2020 年初至 5 月 22 日及春节后开市至 5 月 22 日申万一级行业累计收益率（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

2020年初至5月22日，食品饮料板块上涨12.69%，在申万28个一级行业中排名第2。新冠肺炎疫情于2020年春节全面爆发，市场出现较大波动，春节后开市（即2020年2月3日）至5月22日，食品饮料板块上涨19.72%，在申万28个一级行业中排名第1，疫情期间走势明显领先市场。

图 2：2020 年初至 5 月 22 日及春节后开市至 5 月 22 日食品饮料子板块累计收益率（%）

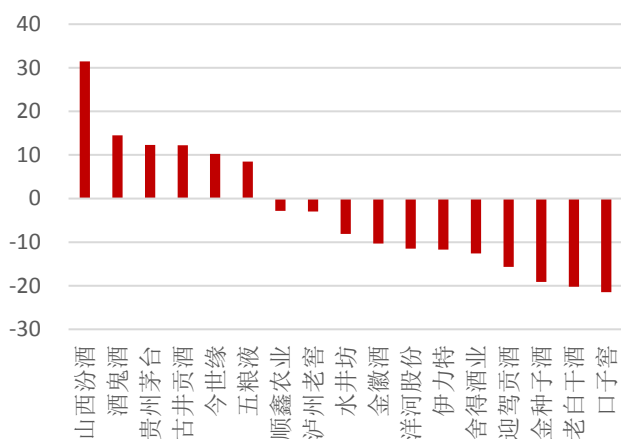


资料来源：WIND，国开证券研究部

2020年初至5月22日，食品饮料10个子板块共7个上涨，其中其他酒类（41.19%）、调味发酵品（34.76%）及肉制品（32.43%）排名前三，白酒以12.19%的涨幅排名第5，葡萄酒下跌6.45%，排名垫底。白酒板块收益率较低主要系2019年涨幅居前、业绩增速下降及疫情影响所致。

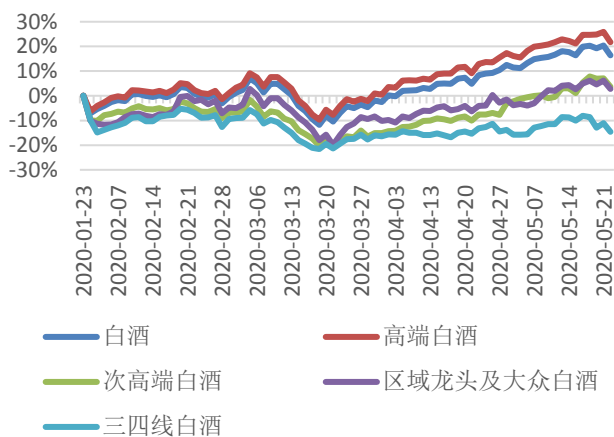
2020年2月3日至5月22日，具有必需消费属性的子板块，如肉制品（31.60%）、食品综合（37.12%）、调味发酵品（30.89%）等，期间累计收益率均明显领先市场，而白酒的领先走势则得益于龙头公司的稳健表现以及疫情爆发时点稍晚于白酒消费密集期。

图 3：2020 年 2 月 3 日至 5 月 22 日白酒公司涨跌幅（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 4：2020 年 2 月 3 日至 5 月 22 日不同档次白酒股票累计收益率



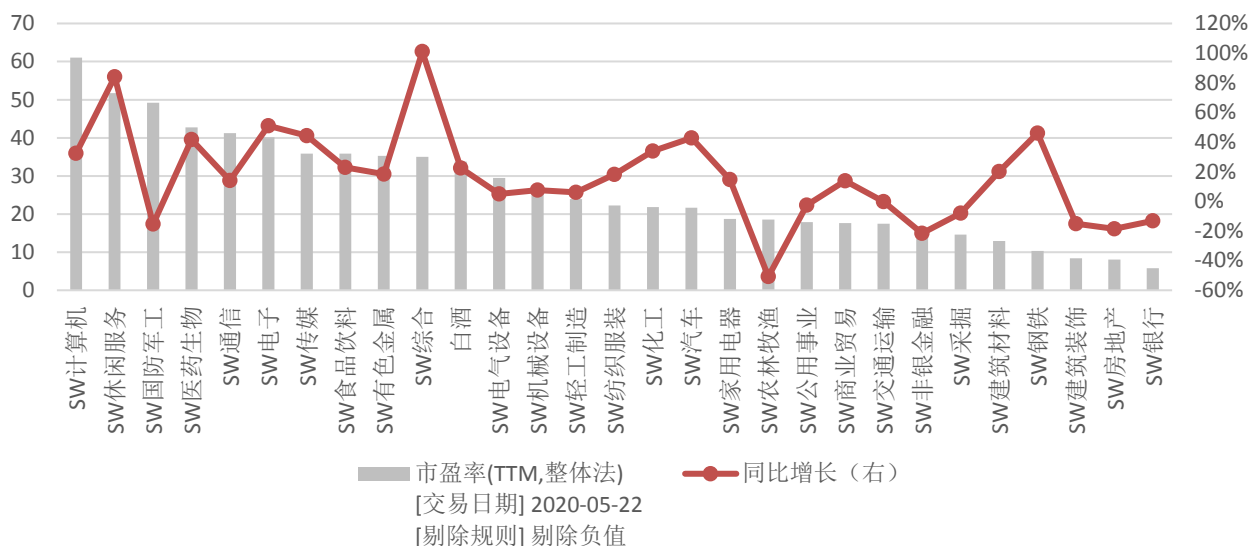
资料来源：WIND，国开证券研究部

具体来看，2020年2月3日至5月22日，除皇台外，17只白酒股中仅6只上涨，其中山西汾酒（31.44%）、酒鬼酒（13.50%）及贵州茅台（12.27%）涨幅居前。高端白酒公司股价走势则明显领先与其他白酒公司，录得21.68%的正收益，次高端、地域性白酒公司累计收益率分别为3.7%及2.7%，三四线白酒下跌14.56%。由于高端白酒所占权重较大，白酒板块走势整体表现较好，但实则分化较大。

估值方面，白酒板块2019年初由外资掀起了估值修复的行情，此后进入震荡调整的状态，2019年四季度，随着三季度业绩的披露及厂商经销商大会的召开，市场预期行业增速趋缓，估值增速缓慢回落。2020年5月22日，食品饮料行业板块市盈率（TTM，整体法）为35.83倍，同比提升23%（期间累计收益率34.00%），在申万28个一级行业中排名第8，同比下降1名；白酒板块市盈率（TTM，整体法）为33.75倍，略低于板块平均

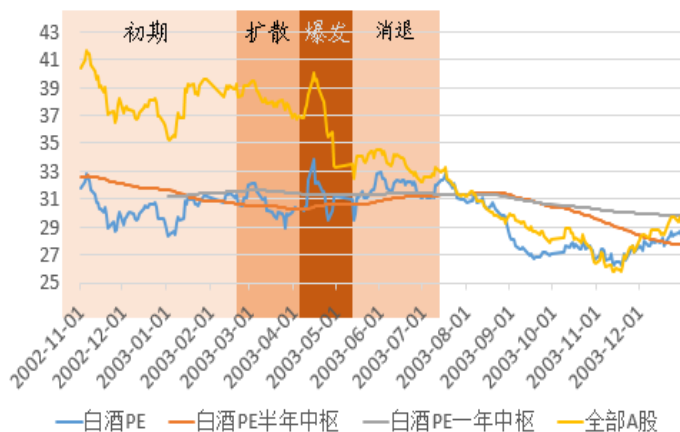
水平，同比提升22.55%（期间累计收益率38.22%），在子板块中排名第5，同比提升1名。由于业绩稳健提升，板块估值增速明显低于收益率。

图 5：白酒板块及申万 28 个一级行业 PE 对比



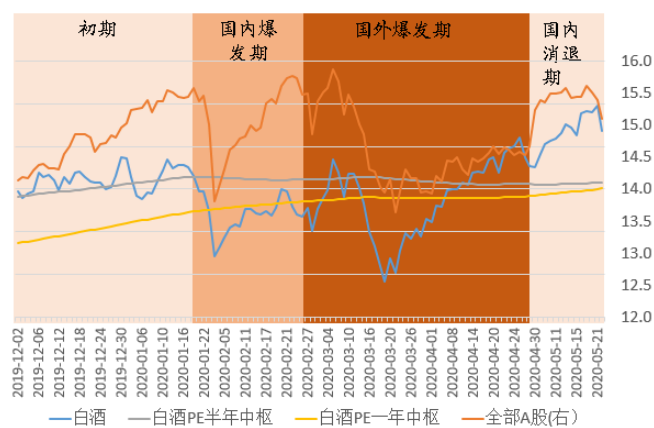
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 6：SARS 期间白酒及全体 A 股 PETtm 走势 (倍)



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 7：新冠疫情期间白酒及全体 A 股 PETtm 走势 (倍)



资料来源：WIND，国开证券研究部

2020 年新冠肺炎疫情爆发，与非典疫情有相似之处，因此我们对 SARS 期间白酒走势进行了复盘。总体来看，2003 年白酒板块的估值变化较为平稳，波动性小于全体 A 股。在 SARS 期间，白酒 PETtm 在 28.5-32.9 倍之间波动，即使在疫情的扩散期及爆发期波动也较小。但全体 A 股的 PETtm 波动则较大，疫情初期，白酒板块相对全体 A 股的估值溢价率仅为 78%，

但在爆发期全体A股PEttm一度由近40倍下跌至33倍，在疫情结束后，白酒板块PE与A股平均水平基本一致。

此次新冠肺炎疫情中，白酒板块的走势与SARS期间有一些不同之处：1、整体估值水平更高，这主要是由于在优质资产较为紧缺的背景下，板块业绩的成长性及稳定性为板块带来了估值溢价；2、期间波动更小，是由于此次疫情爆发时点为春节，对高端龙头公司的业绩冲击较小；3、国内疫情消退期到来后估值上涨，一是五一劳动节前一天降低疫情防控等级，消费复苏预期升温；二是中国领先与其他国家走出疫情，市场情绪得到提振；三是业绩披露后，龙头业绩表现稳定，茅台、五粮液、汾酒等公司估值提升明显。因此，此次白酒板块PE并未出现非典疫情期间的大幅下跌，而是持续领先市场。

2、2019 年板块业绩回顾：兼具成长与稳健

2.1 行业基本面：产量下滑，结构升级持续

图 8：全国白酒产量及增长率

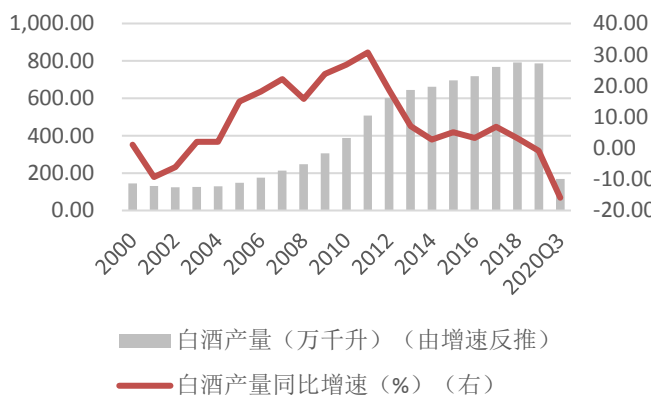
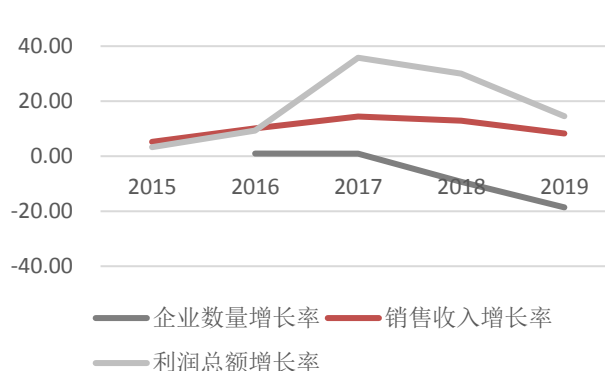


图 9：规模以上白酒生产经营指标（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

产量下滑，马太效应加剧

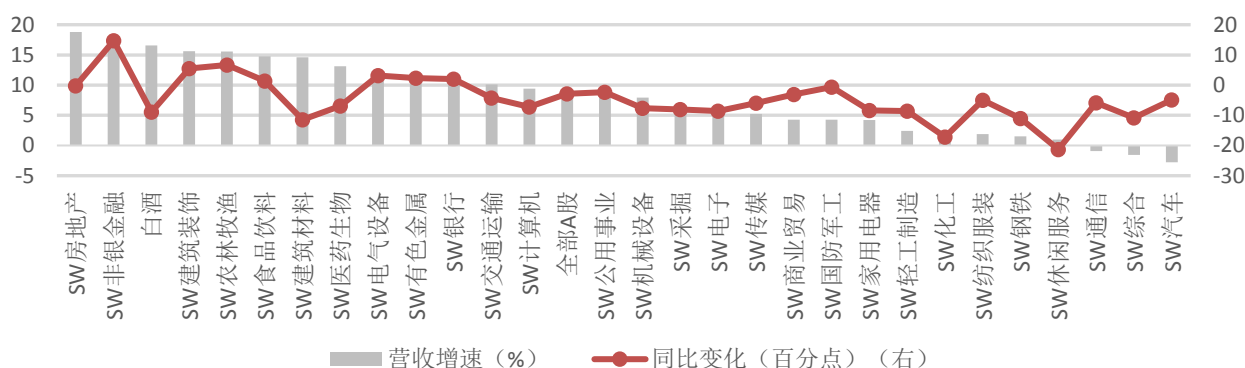
2019年1-12月，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量785.95万千升，同比下降0.76%，这是自2003年以来，白酒产量首次出现负增长。由于今年年初爆发新冠肺炎疫情，无论复工复产还是消费需求均较同期下滑，因此可以预见，今年白酒产量大概率继续下降。与此同时，根据国家统计，2019年纳入其统计范畴的规模以上白酒企业数量为1176家，同比大

幅下降18.61%，降幅明显高于产量下滑，行业集中度加速提升。

结构升级持续，利润增速有所下滑

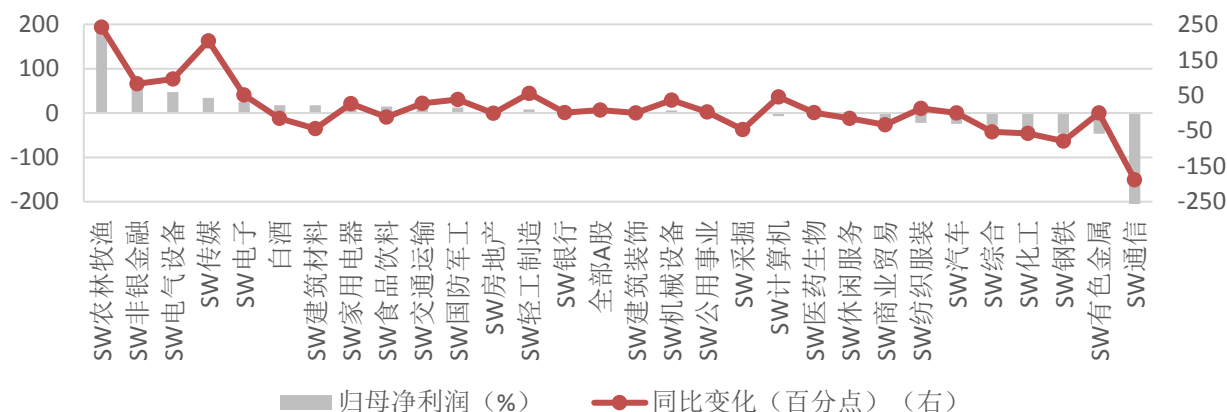
2019年1-12月，全国规模以上白酒企业累计完成销售收入5,617.82亿元，同比增长8.24%，增速较去年同期下降4.64个百分点，由行业产量推算出行业吨酒价格约为7.14亿元/万千升，同比增长9.07%。全国规模以上白酒企业累计完成利润总额1404.09亿元，同比增长14.54%，仍高于销售收入增速，较去年同期下降15.44个百分点。可以看到，吨价的上涨更多的是由主动提价、上调产品结构等产生，消费升级态势持续，行业毛利率及净利率均继续提升，但边际增速下降。

图 10：白酒板块及申万 28 个一级行业营收增速对比



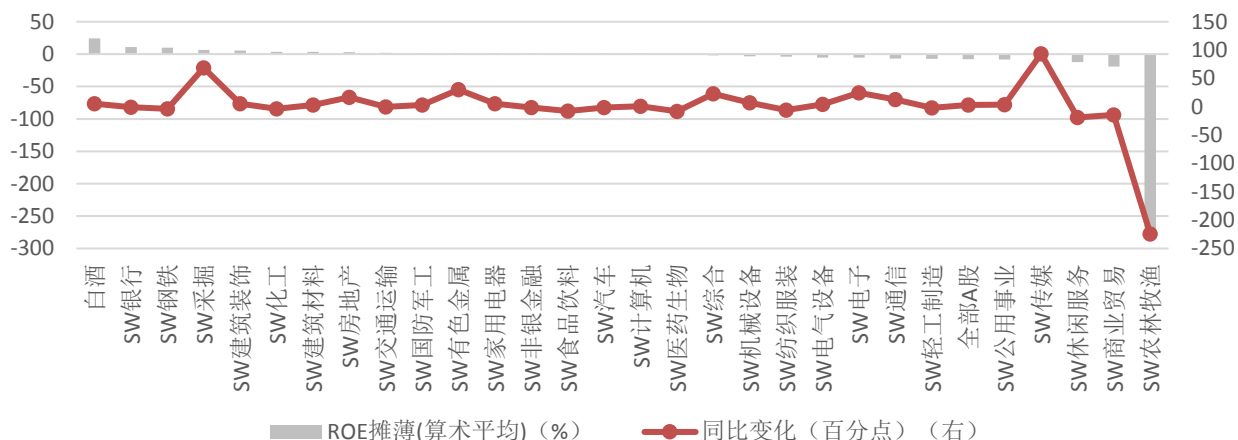
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 11：白酒板块及申万 28 个一级行业归母净利润增速对比



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 12: 白酒板块及申万 28 个一级行业 ROE 对比



资料来源: WIND, 国开证券研究部

板块业绩增速边际下滑幅度小于大部分行业，盈利能力保持优秀

2019 年 A 股白酒板块实现收入 2463.70 亿元，同比增长 16.12%，实现稳增长。收入增速方面，若直观的与一级行业对比，白酒板块收入增速仅处于房地产及非银板块之后，增速高于食品饮料板块；申万四级行业中白酒在 227 个行业中排名第 39，处于 17.6% 分位上。与 2018 年同期相比，2019 年增速下滑了 9 个百分点，增速方面，与我们预期一致，边际变化排名第 95，位于 42% 分位上，增速的下滑幅度小于大部分行业。

2019 年 A 股白酒板块实现净利润 822.43 亿元，同比增长 17.74%，增速快于收入增速，主要系上市公司产品吨价整体上移、结构升级仍在持续导致。整体板块的净利润增速在预期内下滑了 15.3 个百分点，边际变化排名第 64 名，位于 28% 分位，下滑程度小于大部分行业，且名次上看较收入表现更好。

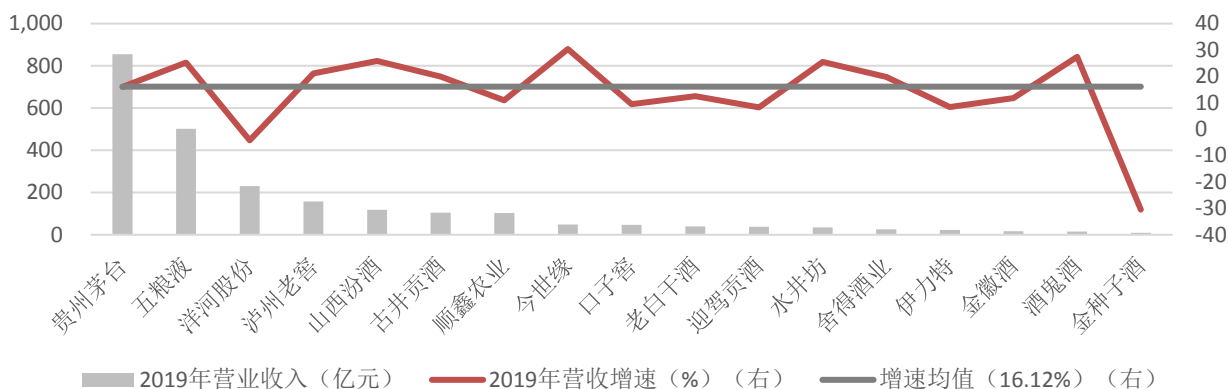
盈利能力方面，白酒板块 24.15% 的 ROE 继续保持领先，在申万四级行业中排名第二，仅次于其他文化传媒行业，盈利能力优秀且稳定。

2.2 上市酒企从体量看集中度提升，两极分化持续

2019 年，随着汾酒、古井及顺鑫白酒业务的收入均突破百亿，白酒年收入百亿俱乐部成员扩大为 7 家，平均收入增速为 16.87%，超上市公司平均水平（16.12%），除皇台外其他白酒公司收入平均增速为 15.66%，低

于百亿级白酒公司1.05个百分点，龙头增速普遍更快。

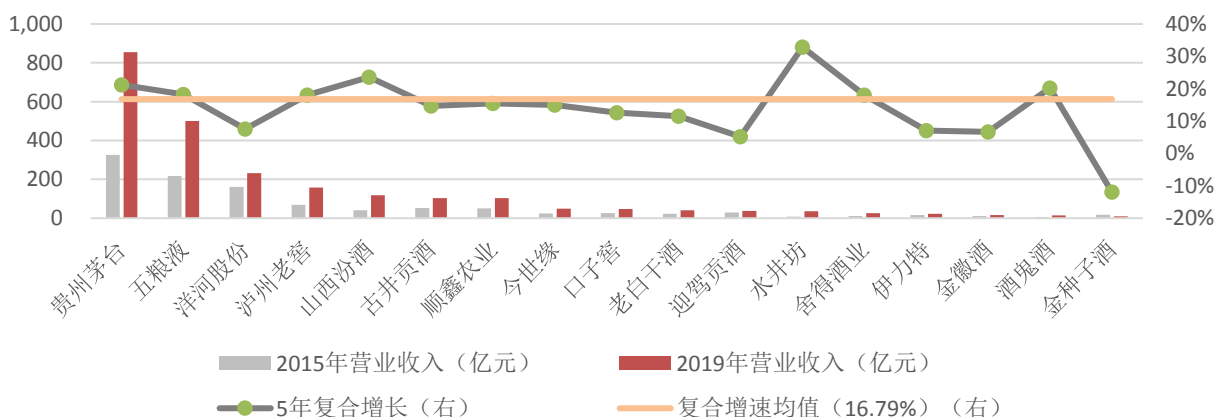
图 13: 上市白酒公司营收及增速对比



资料来源: WIND, 国开证券研究部

本轮白酒行业复苏起点为2015-2016年，2015年白酒上市公司收入差距较小，其中超过百亿元的仅有茅台（327亿元）、五粮液（217亿元）及洋河（161亿元），50-100亿元区间仅有泸州老窖（69亿元），其余公司营收均小于50亿元。2019年，白酒公司的收入差距拉开，其中茅五两家公司超过500亿元，100-200亿元区间5家公司，其余公司均小于50亿元。白酒上市公司（除皇台）近5年营收复合增长为16.79%，百亿以上公司71%实现收入翻番，其他白酒公司仅40%翻番。龙头公司优势近五年快速扩大，且两极分化态势仍在持续。

图 14: 白酒板块 2015 年、2019 年营收对比及 5 年复合增长率



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2.3 高端白酒：茅台稳健，五泸冲刺

2.3.1 龙头增速现差异，吨价提升逻辑不同

整体来说，茅台、五粮液、泸州老窖三家公司的高端产品均实现了量价齐升，其中茅台酒在产品未提价的背景下营收增速达15.75%，五粮液及泸州老窖的高端产品营收则维持了25%以上的较高增速。

图 15: 高端白酒营业总收入同比增长率(%)

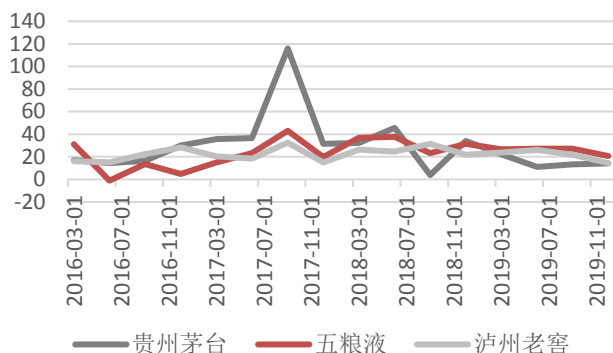
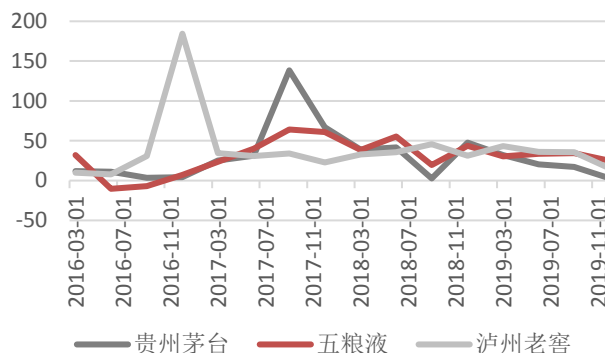


图 16: 高端白酒归属母公司股东的净利润(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

茅台酒可销售量进入瓶颈期，增速由直营化及结构升级贡献。受到上一轮行业低谷期的影响，2014-16年茅台酒产量基数较低，因工艺原因，对应2018-20年成品产量受到限制，因此销量进入阶段性瓶颈，2019年增速6.46%。系列酒方面，公司2019年加大改革力度，销量仅增长1.04%。因此公司营收增速更多来源于吨价的提升，公司卖方市场地位稳固，茅台酒、系列酒吨价分别上涨8.73%、16.92%，与我们的预期基本一致，吨价的提升一是由于渠道改革（直营化）增厚利润空间，二是由于公司整体的产品结构不断提升，尤其王子酒、赖茅、汉酱等系列酒超10亿的大单品结构明显上移。

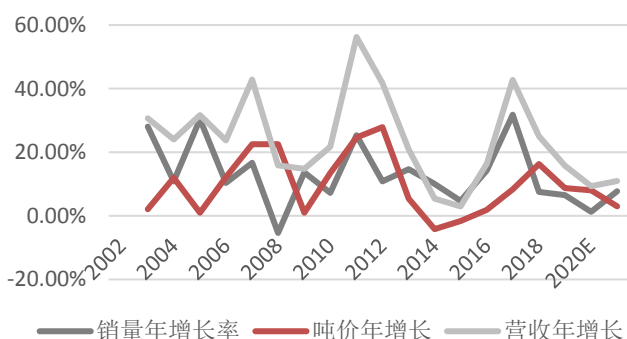
表 1: 茅台酒基酒产量及销量预测

年份	茅台酒基酒产量 (吨)	产量年增长率	对应销售年份	茅台酒销量 (吨)	与 4 年前基酒产量比值	销量年增长率
2006	13,839.00	10.36%	2010	10,930.00	0.79	7.21%
2007	16,865.00	21.87%	2011	13,700.00	0.81	25.34%
2008	20,431.00	21.14%	2012	15,188.00	0.74	10.86%
2009	23,004.00	12.59%	2013	17,415.00	0.76	14.66%

2010	26,284.00	14.26%	2014	19,165.00	0.73	10.05%
2011	30,026.00	14.24%	2015	20,065.00	0.67	4.70%
2012	33,600.00	11.90%	2016	22,917.66	0.68	14.22%
2013	38,425.00	14.36%	2017	30,205.52	0.79	31.80%
2014	38,745.00	0.83%	2018	32,463.95	0.84	7.48%
2015	38,700.00	-0.12%	2019	34,562.46	0.89	6.46%
2016	39,312.53	1.58%	2020E	34,988.15	0.89	1.23%
2017	42,828.59	8.94%	2021E	37,689.16	0.88	7.72%

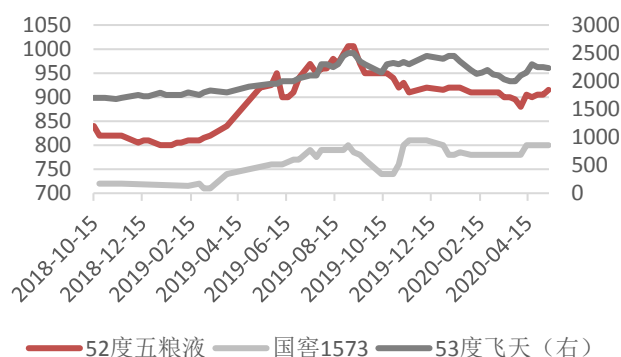
资料来源：公司公告，国开证券研究部

图 17：茅台酒销量、收入及吨价增速(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 18：高端白酒一批价格变动（元/瓶）



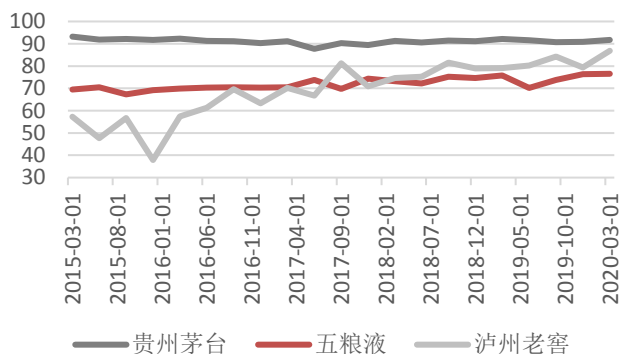
资料来源：WIND，国开证券研究部

五粮液第八代新品顺利导入，量价齐升，体量快速提升。2019年一季度，公司推出第八代五粮液，价格方面，通过限售第七代五粮液、推出第七代收藏版、对老版本的收藏价值给予明确指引，实现第七代产品价格的提升，叠加第八代五粮液口感的明显改善，新品平稳导入，2019年3月-6月，经典五粮液一批价由800元/瓶一度上涨至950元/瓶，环比增幅约18.8%，同比增幅约12.5%；产量方面，公司完成2.5万吨的销售量同比增长约25%，超额完成目标（2.3万吨），我们推断五粮液整体营收增长35-40%，体量快速上涨。此外，由于顺利挺价，公司渠道利润改善明显，因此预收快速上涨，若考虑预收，五粮液为板块体量增长最快的公司。

国窖多次提价，巩固高端品牌地位。2019年，泸州老窖国窖及其他高端酒实现营收85.96亿元，同比增长34.78%，保持较快增长，营收占比达54.35%，同比提升5.5个百分点，占比实现过半。公司坚持两轮驱动及聚

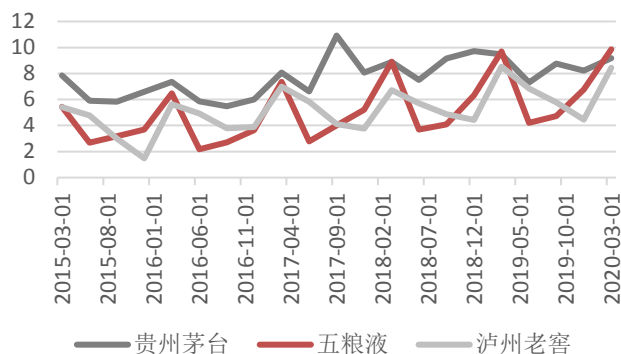
焦大单品的品牌策略，国窖坚定实施终端配额制和价格熔断机制，多次提价顺利落地，渠道利润不断改善。

图 19: 高端白酒销售毛利率(%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 20: 高端白酒净资产收益率(扣除非经常损益)(%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

毛利率净利率均提升，盈利能力进一步增强。由于吨价的提升，高端白酒公司的毛利率均有所提升。费用率方面，三家公司保持稳定，销售费用率均有小幅提升，在收入增速放缓的背景下，均加大文化建设力度，进一步巩固高端形象与地位，为中长期发展做铺垫。管理费用率方面，除了正在加速改革的茅台外，五粮液、老窖数据有所下降，改革红利开始释放。在毛利率提升、费用率下降的双重作用下，高端白酒的净利率均提升，盈利能力进一步增强，其中泸州老窖表现最为突出。

2.3.2 改革红利将持续

茅台直营化加速，后续利润有提升空间。公司2018年启动渠道改革，逐步淘汰不合格茅台酒经销商，2019年着重清理系列酒经销商，招揽能力强、新经销商，下半年开始加大直营直供力度。但由于直营化于8月开始逐步落地，因此2019年直营销销售量占比4.1%，较同期提升有限（0.29个百分点），但随着茅台酒及高端系列酒直营渠道的加码，两渠道吨价差拉开，2019年直营吨价/批发代理吨价为2.17，而2018年的比值为1.6。预计未来直营、商超、电商、特通渠道等渠道的投放量会继续提升，出厂均价及产品结构提升仍将支撑吨价稳步上涨。

五粮液数字化改革开展较为顺利。2019年公司加速营销改革，一方面，营销组织更加扁平、专业，总部建立品牌事业部，设立15个专业职能，区域将原有7大营销中心改为21个营销战区，下设60个营销基地；另一

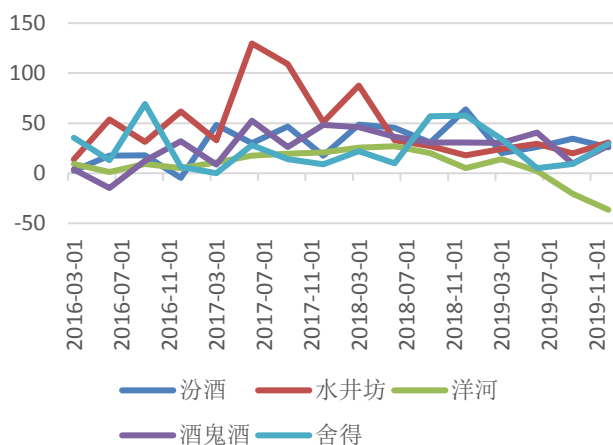
方面，公司加快营销数字化转型，先后与阿里巴巴、华为等合作建立数字化营销系统，通过推出第八代五粮液顺利导入控盘分利模式，大幅提升对渠道及终端的把控力。系列酒方面，公司完成了系列酒、特头曲、五粮醇公司的整合，成立五粮浓香系列酒公司，并对产品进一步梳理、精简，聚焦五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四大单品。

泸州老窖坚定不移执行双品牌、五大单品策略，巩固改革成果。2019年，公司坚持两轮驱动及聚焦大单品的品牌策略，国窖收入持续占比提升，坚定控盘分利；特曲全面升级包装，成功提价；其他大单品方面，窖龄酒逐渐理顺渠道，头曲二曲营销模式定型。2020年，公司将坚持双品牌战略和大单品战略不变，进一步巩固和明确“双品牌、三品系、五大单品”品牌体系，并着手布局大光瓶战略，营销改革红利将继续释放，品牌价值持续提升可期。

高端白酒公司的营销改革方案均开始落地，目标不约而同指向增强对渠道的掌控力及品牌化管理，随着改革的进一步深化，预计后续改革红利将持续，或将体现为吨价提升、费用率下降、盈利能力进一步增强。

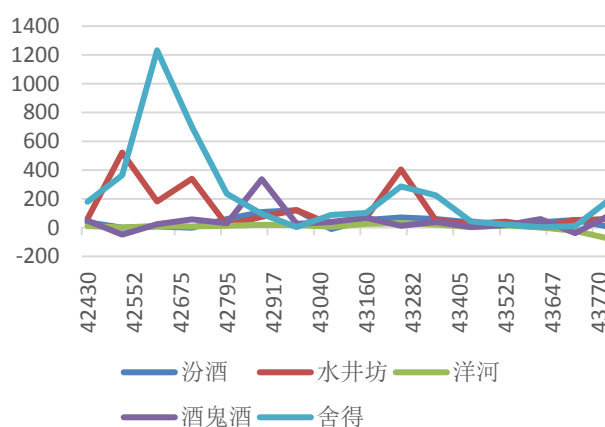
2.4 次高端：增速仍快，但边际竞争压力提升

图 21：次高端白酒营业总收入同比增长率(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 22：次高端白酒归母净利润同比增长率(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

大部分公司持续较高增长。2019年，全国化次高端白酒整体业绩表现维持高速增长态势，若不计洋河业绩，次高端营业收入实现195.81亿元，

同比增长25.05%，其中酒鬼酒、汾酒、水井坊营收增速分列白酒板块2-4名，增速均超25%，舍得营收增速19.79%排名第8。

除洋河外，其他次高端白酒主产品均延续较高增速。汾酒方面，公司三年国改完美收官，实现集团整体上市。分产品看，汾酒占公司收入的88%，同比增长15.01%，青花及玻汾两头明显放量。公司全国化扩张进程顺利，省内和省外市场分别同比增长8.65%、47.65%，省外收入占比50.75%，同比提升7.63pcts，首次超过省内。水井坊方面，2019年营收同比增长25.5%，销量同比增长25.6%，整体来看吨价基本与2018年持平。公司低档酒及基酒销售收入同比增长77.75%，占比大幅提升，拉低了公司吨价，但公司次高端井台和臻酿八号（包括2019年新品）仍然保持了较快增长，增速达29%，次高端品牌仍然持续了结构升级的趋势。酒鬼酒方面，2019年公司内参、酒鬼和湘泉三款产品增速差距较小，分别增长35.4%、29.2%和36.2%。舍得顺利达成股权激励解锁条件，中高端（舍得系列为主）收入22.02亿，增长23.1%，次高端实现稳增长，低档沱牌系列收入8.55亿，增长41.8%，结构整体有所提升。

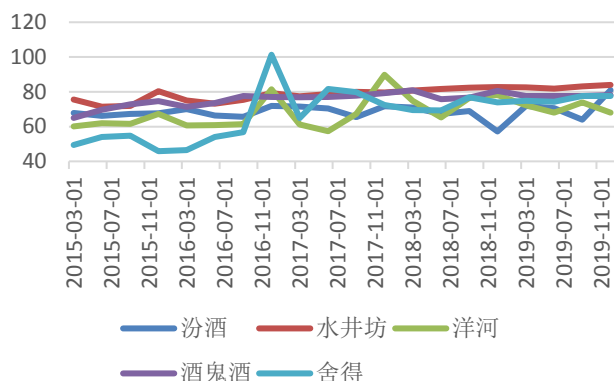
2019年，洋河收入表现欠佳，主要是由于销售体系问题集中爆发。公司2013年行业低谷后，将销售模式改革为深分销，有利于渠道下沉及渗透率提升，但渠道职能较弱，更为适合具有快消品属性的低端白酒，与公司高端化战略有所矛盾，导致近年来产品更新换代及挺价不顺利，渠道利润不断下滑，叠加对经销商考核较重，2019年厂商矛盾爆发，库存一度高至5-6个月。2019年下半年起，公司进入深度调整阶段，主动控货消化库存，进行刮骨疗伤，省内压力较大。结合渠道调研反馈，目前终端库存情况良好，价盘与渠道利润均有提升，渠道推力逐渐增强，改革效果开始显现，2020年营收大概率企稳。

值得注意的是，若考虑预收账款，汾酒、水井、酒鬼三家次高端酒企收入规模体量增长分列板块的2、3、4名，仅低于五粮液，次高端经销商的打款积极性提升，酒企掌握经销商资源的能力增强。

费用率变化呈现分化，净利润增速较高，但增速下滑幅度较大。次高端白酒中，水井毛利率排名最高，达82.87%，而变化方面，汾酒、舍得提升幅度最大，分别8.62%、4.93%，毛利实现快速提升主要得益于结构化升级进展顺利。费用率方面，2019年水井、舍得、酒鬼三家公司整体费

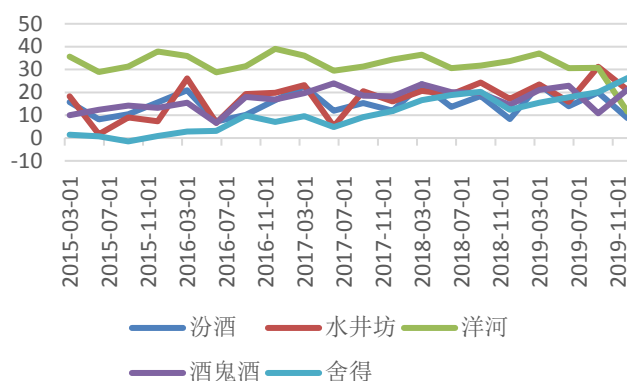
用率分列白酒板块第3、4、6名，销售费用仍为主要费用支出，但三家公司的费用率同比均有所下降，与前期基数较高、2019年收入增长提升费投效率有关；而费用率水平较低的洋河、汾酒分别同比提升14%、18%，洋河主要因主动调整渠道，汾酒主要系推动全国化、高端化所致。

图 23: 次高端白酒销售毛利率(%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 24: 次高端白酒销售净利率(%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

净利润增速方面，除洋河外，其余四家次高端白酒均排名板块前列，平均增速达34.12%，实现持续快速增长，印证次高端市场结构升级仍有上升空间，但是增速边际下滑幅度较大，符合我们的预期，在高端品牌降维打击及地域性白酒品牌向上突围的夹击下，次高端白酒市场竞争升级。

表 2: 部分次高端品牌及其他品牌次高端产品增速对比

分类	公司	代表产品	营收 (亿元)	营收增速 (%)	毛利率 (%)	毛利变化 (百分点)
全国化次高端品牌	水井坊	水井坊品牌系列	34.07	24.99	83.78	0.91
	酒鬼酒	酒鬼系列	10.05	29.19	80.35	-1.25
	舍得	舍得系列	22.02	23.07	84.05	2.2
	汾酒*	青花系列	40-45	30-40	——	——
高端及地域性品牌	茅台	王子、汉酱、迎宾	95.42	18.14	72.2	1.15
	泸州老窖	特曲、窖龄酒	37.49	2.01	82.2	2.49
	今世缘	国缘	27.16	47.2	83.31	-0.31

资料来源: 公司公告, 国开证券研究部

注: 汾酒相关产品数值系作者估算值

由于次高端市场容量空间及结构升级不断被验证，传统优势品牌不在次高端档位的公司也在近年快速布局该细分市场。高端白酒公司中，茅台的酱香系列酒自2016-19年快速扩大销售规模，4年复合增速达45.54%，2019年增速下滑主要原因为产量进入瓶颈阶段及主动调整经销商。由于

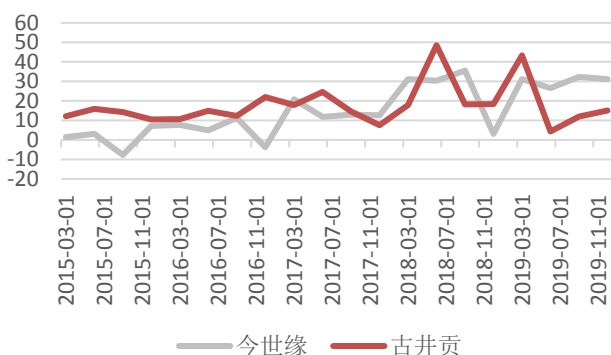
工艺原因，五粮液、泸州老窖的次高端白酒品牌更有历史，但在上轮行业下行期受影响较大，目前均在营销改革及品牌重塑中，增速较低，但可以预见，后续凭借着高端品牌影响力，其次高端产品增速有望向好。地域龙头方面，安徽、江苏等白酒消费大省消费升级趋势不改，主场作战的地域性龙头公司凭借着省内突出的品牌认知度及渠道力成为最受益标的，今世缘的国缘系列、古井贡的8年及以上产品均呈现较高增速。我们认为后续次高端白酒市场排位战仍将持续，全国性次高端品牌中，体量较大、品牌力及渠道力较强的洋河、汾酒具有较大竞争优势。

2.5 地域龙头快速成长，低端龙头增速下滑

地域龙头收入增速后来者居上

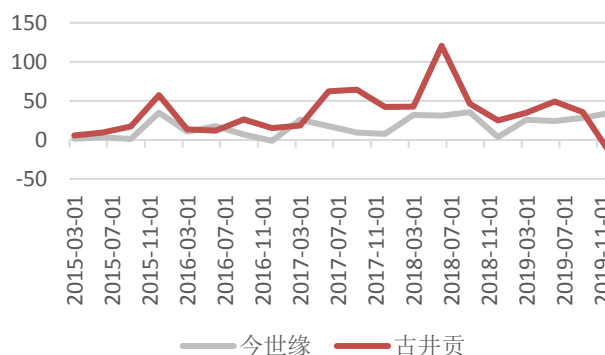
2019年，江苏龙头今世缘及安徽龙头古井贡业绩表现亮眼，其中今世缘收入增速达30.35%，排名全部上市白酒第一，也是唯一收入增速边际提升的白酒公司；古井贡酒收入顺利突破百亿，收入体量超越牛栏山排名第6，而古井的收入增速边际下降幅度也较小，仅排在泸州老窖之后。总体来说，两家优秀地域龙头的收入体量持续快速扩张，增速后来者居上。但值得注意的是，在竞争压力加大、行业增速下降的背景下，两公司预收账款下降幅度较大（古井贡-53.9%，今世缘-20.74%）。

图 25：地域性白酒营业总收入同比增长率(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 26：地域性白酒归母净利润同比增长率(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

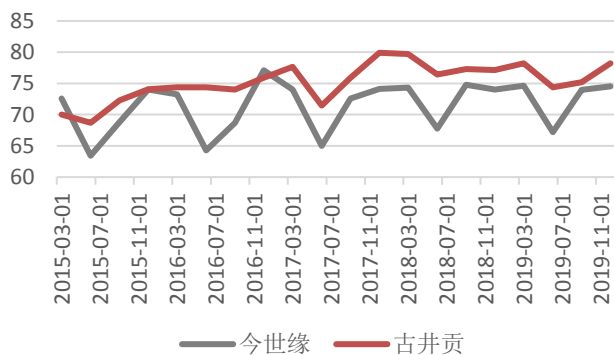
产品方面，两公司次高端均快速上涨。今世缘特A+类收入同比增长47.2%，占比55.77%，占比首次过半。古井贡在中高价位产品（古井8及以上）

布局适当，维持快速增长态势，次高端产品古井20明显发力。两公司均抓住了省内消费升级需求，产品结构实现进一步提升。

分销售区域看，两公司在省外市场均实现了较高增长。今世缘省外布局刚刚起步，收入3.1亿元，同比上涨54.96%，在上海山东等市场布局较为顺利。古井华北、华南两市场收入增速分别为27.6%及41.6%，招商开展顺利，或成为后续快速成长引擎。但省内市场方面，体量较小的今世缘表现出了更强的成长能力，同比增长29.2%，其中淮海大区（原徐州大区）增速最快，达68.34%；古井省内市场保持较快增长（同比增长18.6%），增速边际稍有下滑。

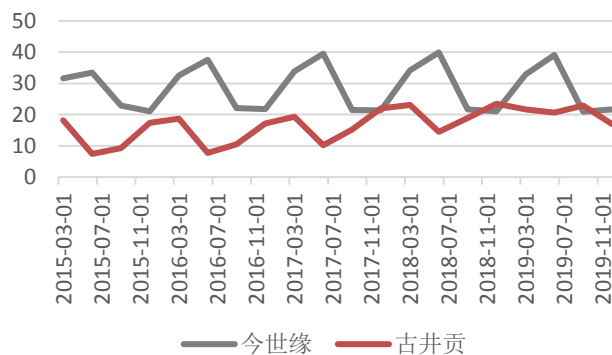
费用投放情况分化。毛利率方面，虽然结构升级吨价提升，但由于原材料成本涨幅较大，今世缘毛利率基本同比持平，古井则下降1个百分点。费用率方面，今世缘大幅增加广告投入，与提升品牌形象及省内竞争增强有关，营销费用率增加1.84个百分点，古井贡酒则在2020年春节较早的背景下实现销售费用率小幅下降。由于费用投放的分化，古井实现净利润的小幅提升，而今世缘净利润小幅下降。

图 27：地域性白酒销售毛利率(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 28：地域性白酒销售净利率(%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

整体来看，我们认为两家地域龙头公司的成长性突出，省内快速提升市占率，省外积极布局，效果良好，但随着体量的增大及行业整体增速的下滑，后续竞争压力或将提升。

低端酒增速大幅下滑

顺鑫农业旗下牛栏山仍是低端白酒的绝对龙头，2019年营收超百亿，销售量约占行业的10%。收入增速方面，公司2019年收入增速为10.9%，较2018年增速有较大下降，低于市场预期，公司全国化基本完成，增长

进入平台期。量价方面，公司白酒销售量同比提升15.56%，销售规模进一步扩大，全国化稳步推进；吨价为14338元/千升，较2018年下降4.03%，虽部分地区产品结构升级，但总体来说，公司仍处于以低价酒拓展市场的阶段。

表 3：部分公司低端酒业绩情况

公司	代表产品	营收（亿元）	营收增速（%）	毛利率（%）	毛利变化(百分点)
牛栏山	陈酿、精酿、牛栏山二锅头等	102.9	10.9	48.1	-1.6
五粮液	尖庄、五粮醇等	66.3	-12.3	52.2	1.4
汾酒*	玻汾	35.0	50.0	51.0	——
泸州老窖	头曲、二曲	32.7	16.5	48.4	5.9
舍得	舍得玻瓶	3.4	-6.0	39.1	5.8
酒鬼酒	湘泉系列	1.5	36.2		
口子窖	口子酒系列	1.0	39.2	36.3	22.8
水井坊	低端及基酒	0.4	77.8	60.4	6.2

资料来源：公司公告，国开证券研究部

注：汾酒相关产品数值系作者估算值

2019年多数销售规模较大的白酒公司的低端酒增速均较低，高端白酒品牌正在加码中高端品牌形象的巩固及提升，低端酒发展相对谨慎，地域性白酒的发展目标则主要为产品结构升级。值得注意的是，次高端白酒的低价位产品普遍在2019年取得了较快增长，我们认为这正说明低端白酒消费者的品牌意识在不断增强，集中度将加速提升。由于以次高端产品为主的白酒公司发展策略仍会倾向中高端产品的发展，其低端产品销售增长空间有限，牛栏山仍将是集中度提升的最大收益标的。

盈利能力方面，由于白酒吨价下滑、包装材料成本显著增长，牛栏山毛利率下降，叠加费用率基本持平，我们估计净利率较2018年有0.5个百分点的下滑，但随着结构升级及提价的落实，公司盈利能力未来仍有提升空间。

3、2020 年一季度业绩回顾：预期内承压，龙头业绩稳定

3.1 业绩稳定性与销售规模高度相关

2020年一季度板块营收、净利润分别同增1%，9%，若剔除茅台、五粮液，其余公司收入和净利润分别同比下降13%和6%，疫情影响之下白酒公司普遍业绩承压，但影响在市场预期之内。

图 29: 2020 Q1 白酒上市公司营收情况

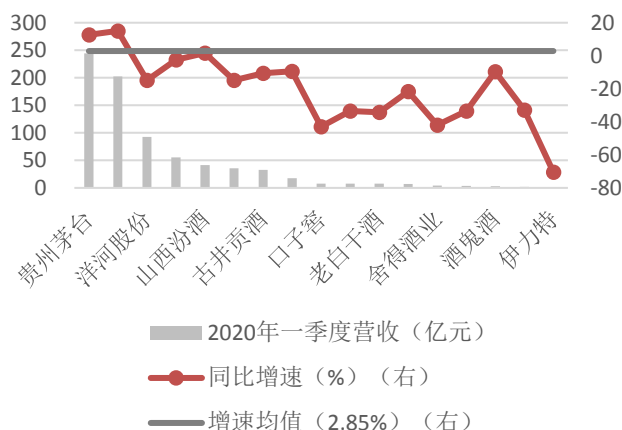
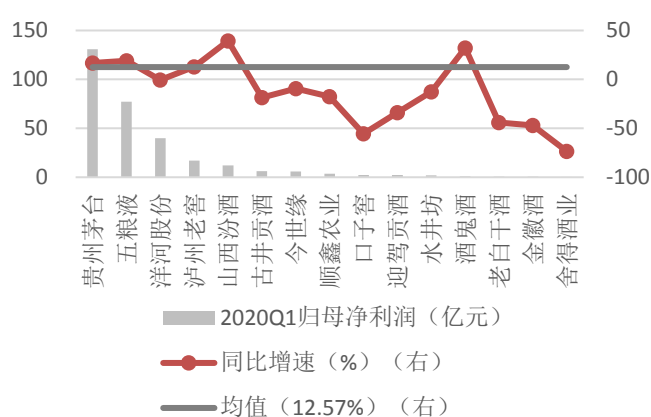


图 30: 2020Q1 白酒上市公司归母净利润情况



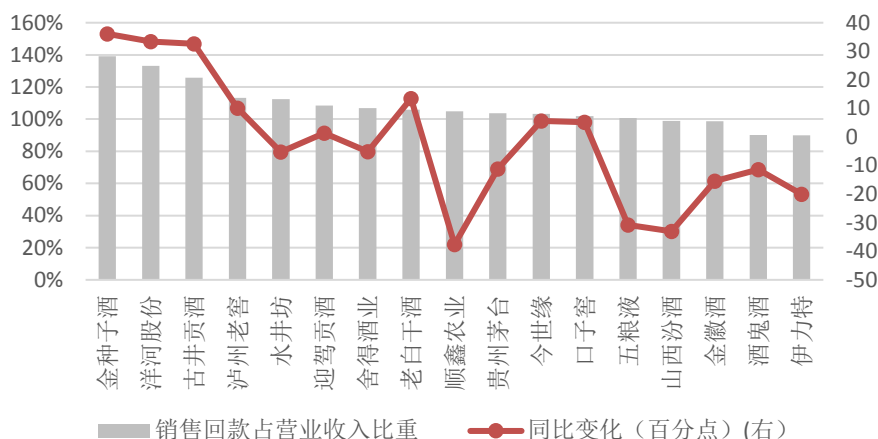
资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

我们观察到, 2020年一季度业绩稳定性与白酒公司销售规模高度相关, 因此将上市白酒公司按2019年营收规模分为四组进行分析。第一组(营收300亿元以上): 茅台、五粮液; 第二组(营收100-300亿元): 洋河、泸州老窖、汾酒、古井、顺鑫; 第三组(营收30-50亿元): 今世缘、口子窖、老白干、迎驾贡酒、水井坊; 第四组: 其他酒企。

2020年一季度, 第一组五粮液、茅台营收增速分列第一第二, 受疫情影响相对最小。龙头业绩稳定增长, 我们认为原因有二: 一是两公司主要产品均为高端白酒, 具有节前消费的特点, 在疫情爆发前已经基本完成旺季销售任务; 二是供求关系方面, 茅台卖方市场地位稳固, 为首家交易解冻的公司, 目前一批价格不断上涨, 五粮液库存同比较低, 营销机制大幅改善。第二组公司表现有所分化, 汾酒营收小幅增长, 顺鑫白酒板块营收下降2%左右, 表现较为稳定, 一方面低端白酒自饮率提供安全垫, 另一方面汾酒2019年末开始调整产品结构, 次高端销量增速较高。老窖高端白酒销售额占比过半但业绩浮动较大, 主要是由于公司2020年1月10号对国窖系列进行控货提价, 技术挺价遭遇疫情, 销售及策略执行承压。洋河目前则仍处于改革阶段, 疫情对改革进度产生一定影响。第三组白酒公司明显收入增速排名靠后。组内公司主要产品多在100-300元/瓶的中档价位, 主要旺季消费场景为走亲访友及喜宴等, 受到疫情冲击消费场景消失, 除酒鬼酒外, 营收下降幅度在21-42%之间。酒鬼酒收入同比仅下滑9%, 主要是由于高端产品内参推广顺利, 2020年一季度收入占比达50%以上。

图 31：2020 年一季度上市白酒公司回款质量对比



资料来源：WIND，国开证券研究部

回款质量方面，2020年一季度白酒公司的预收款（合同负债）及现金流受到一定影响，公司之间出现分化。2020年一季度末，白酒行业预收账款（合同负债）合计281亿元，同比下降0.54%，低于营收增速，主要是由于突发疫情下厂商主动减轻渠道压力，调整经销商打款节奏，大部分公司未要求经销商节后交付货款。现金流方面，白酒板块销售回款609亿元，同比下降19%，经营性现金流净额-3.4亿元，较去年同期减少139亿。销售回款/营业收入仅6家公司超100%，仅古井、口子窖、舍得及老白干四家公司同比提升，但我们认为主要由2020年春节有所提前，公司确认收入节奏导致，合并2019年四季度与2020年一季度来看，17家白酒公司中销售回款/营业收入比值小于100%的公司为5家，回款质量仍然优秀，9家公司数值有所下降，疫情仍然造成影响。

3.2 盈利能力短期承压

2020年一季度，板块毛利率整体同比保持平稳，其中老白干、酒鬼酒、老窖、迎驾贡等公司毛利有所上升，与部分礼品酒节前消费、节前提价等因素有关。

费用率方面，受疫情影响节后白酒销售基本停滞，大部分高端、次高端白酒公司选择费用投放较少，而销售体量较小的公司则选择提前加强品牌宣传和氛围营造等投入，抢抓疫情后恢复性消费，致使销售费用率提升。另外，除茅台、五粮液及顺鑫三家公司，其他公司管理费用率均有

所上升。

净利润方面，白酒公司分化加剧，净利润同比增长的公司包括茅台、五粮液、老窖、汾酒及酒鬼，主力产品均为高端及次高端白酒，除酒鬼外，其余公司利润增速均下滑，疫情对本地市场薄弱、体量较小、品牌力较弱的酒企形成的冲击较大。此外，古井贡酒旗下黄鹤楼大本营身处湖北，受冲击较大。

4、投资建议

4.1 疫情下马太效应加剧

行业历次经历重大负面事件时，例如非典疫情、塑化剂、控制三公消费等，虽然所有公司均会受到影响，但龙头酒企会迎来快速提升市占率的窗口期。非典疫情期间（2003-05年），顺鑫、汾酒、茅台等公司营业收入快速提升，其中顺鑫旗下牛栏山进行了有效的品牌建设及营销体系改革，汾酒走出“朔州毒酒”事件阴影成功进行高端化改革，茅台依靠快速壮大的营销队伍、品牌力，在竞争对手策略失误的背景下快速成长。2013-15年行业深度调整期间，老白干、古井、顺鑫及茅台等公司营收增速表现突出，其中老白干、顺鑫牛栏山均属品牌力卓越的中低档白酒，受行业影响较小+低端市场品牌化使两公司快速成长，古井依靠清晰的定位及精细渠道运作快速提升省内市占率，茅台则继续坚守大单品战略，凭借品牌影响力及消费粘性平稳度过行业低谷并率先复苏。

图 32：2003-05 年白酒公司收入、归母净利润增速

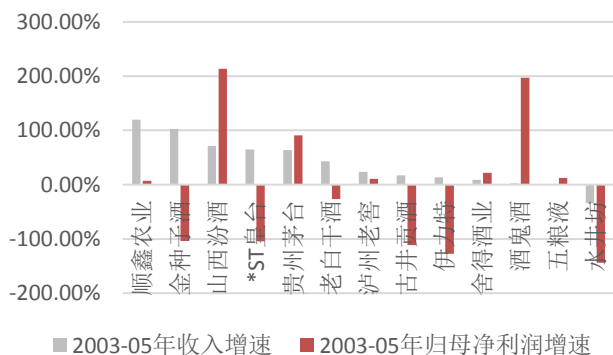
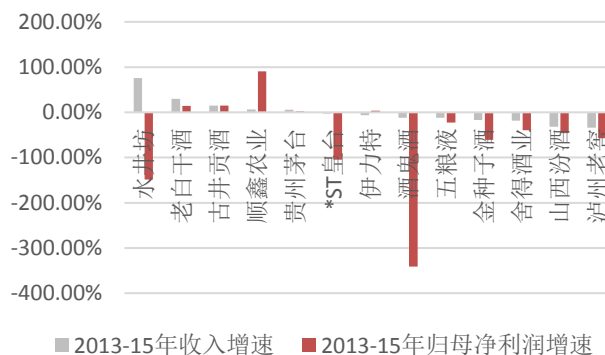


图 33：2013-15 年部分白酒公司收入、归母净利润增速



资料来源：WIND，国开证券研究部

资料来源：WIND，国开证券研究部

2020年新冠疫情爆发后，各公司的复工复产、动销恢复、渠道资金压力、运营情况等均出现了必然的分化，比如卖方市场地位最为稳固的茅台便率先进行了工厂复工复产，五粮液、国窖的动销领先恢复。因此，无论疫情后续如何发展，我们认为品牌力、渠道力强且战略制定得当的龙头公司在此次事件中大概率能进一步扩大市占率、掌控核心渠道资源，以茅台、五粮液、汾酒为代表的核心白酒公司2020年目标设置积极，彰显龙头公司信心及底气，行业马太效应将加剧。

表 4：部分核心公司 2020 年业绩目标

公司	目标
汾酒	力争营业收入增长 20%左右。
茅台	10%左右
五粮液	双位数
泸州老窖	排名不变
洋河	2020 年营业收入力争保平
水井坊	争取 2020 年可以实现主营业务收入及净利润与 2019 年同比基本持平的经营目标
古井	2020 年计划实现营业收入 116.00 亿元，较上年增长 11.36%；2020 年计划实现利润总额 29.90 亿元，较上年增长 4.08%
今世缘	营收、净利润均增长 10%

资料来源：公司公告，国开证券研究部

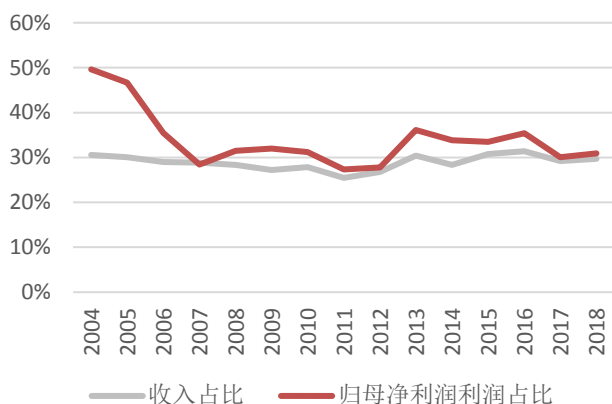
4.2 社交恢复预期提升

一般来说，白酒消费具有明显的季节性，其中一季度的春节及三至四季度的中秋国庆为传统消费旺季。近15年（2004-2018年），白酒上市公司一季度收入占全年比重较为稳定，平均为28.92%。2018年，除皇台外，其他17家上市白酒企业中，有7家公司一季度收入占全年30%以上，洋河、今世缘两家江苏公司一季度收入近40%。此次疫情春节期间在国内爆发，且3月后在国外愈发严重导致国内输入压力剧增，白酒销售受到了较为严重的影响，市场一度对白酒2020年业绩较为悲观。但我们认为，此次疫情虽然对行业全年业绩有冲击，程度或小于预期。

随着国内疫情逐渐稳定及输入性疫情防控工作的常规化，4月30日，中国全部省市均将防疫应急响应等级降为二级或以下，随即五一期间商务部重点检测的零售企业日均销售额降幅同比收窄至6.7%，较清明节增长约32%；五一期间餐饮住宿消费恢复至去年同期的7成，恢复程度较清明假期提高约2成，根据经销商反馈，部分市场宴席放开后白酒消费显著回升，社交性消费恢复程度超此前预期。我们认为，随着近年来国民可支配收入

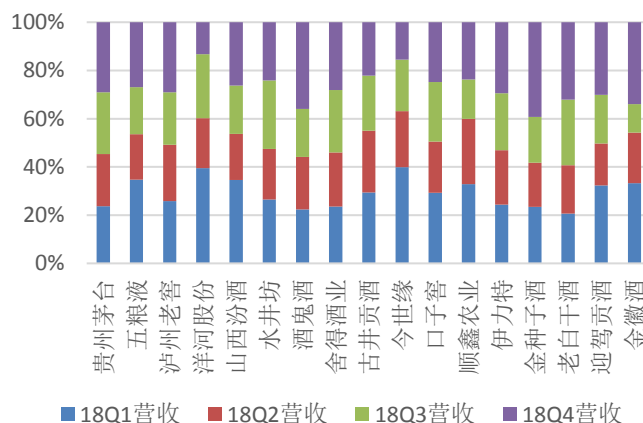
入不断增长、对社交性消费需求不断提升，在此次新冠疫情的影响下，白酒本应属于春节旺季的销售额不会完全消失，将在管控放开后迎来补偿性消费，春节旺季消费将后移、分散。

图 34：2004-2018 年白酒上市公司一季度收入、归母净利润占全年比重（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 35：2018 年核心白酒公司单季度营业收入占比



资料来源：WIND，国开证券研究部

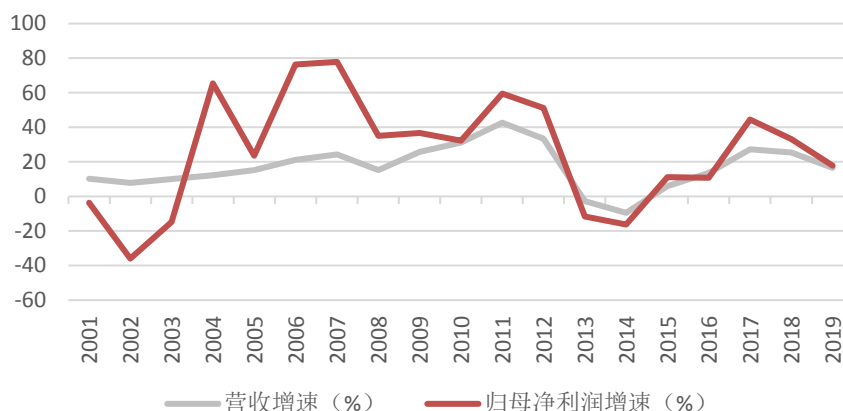
2020年5月9日，国务院联防联控机制印发《关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见》，提出在落实防控措施前提下，全面开放商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所；采取预约、限流等方式，开放公园、旅游景点、运动场所，图书馆、博物馆、美术馆等室内场馆，以及影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所，可举办各类必要的会议、会展活动等。此外，因疫情推推迟的“两会”在5月21日正式召开，会后社交性消费将持续修复，端午迎来补偿式消费的预期不断升温，或成为板块短期催化剂。

4.3 中长期逻辑未改

复盘非典疫情对行业的影响，2003年核心白酒企业业绩在疫情的扩散期及爆发期受到了显著影响，但随着7月份疫情的结束，板块业绩迅速修复，整体来看，2003年业绩并未改变行业周期趋势，收入增长较2002年提速2.2个百分点，归母净利润下滑幅度收窄21个百分点，正式开启白酒发展“黄金十年”。我们认为，基于非典疫情的经验，此次我国防疫工作更为果断有效，而公司层面，白酒公司应对疫情更有经验，叠加经历2013-15年行业低谷后公司对体制机制的完善或改革以及新技术、新消费习惯带来的数字化管理及新兴渠道，行业核心公司的韧性更强，因此我们判断即使新冠疫情较非典疫情影响更为深远，也大概率不会带来行业的周

期性变化。

图 36：白酒板块 2001-19 年营收、归母净利润增速变化



资料来源：WIND，国开证券研究部

2015-19年，白酒行业实现整体收入的较快增长主要来源于对2013-15年行业低谷的恢复性增长及消费升级。近5年白酒的消费场景及消费结构发生了较大变化，一是居民财务的累计叠加政务消费的管控，个人消费者占比有所上升，二是随着人们健康理念的提升及对美好生活的不断追求，“喝少点、喝好点”成为行业趋势。随着恢复性增长的告一段落，与2015-19年相比，我们认为2020-24年白酒行业增速大概率回落。但相比增速，我们认为更应该关注高端白酒增强品牌力积累潜在客户、次高端、地域性白酒巩固及扩张地盘的效果。相对其他行业，白酒核心上市公司集中度的提升、消费者及潜在消费者数量的增长、产品结构持续升级等逻辑未变，未来业绩仍具有比较优势。

建议关注行业地位稳固、业绩确定较强的茅台、五粮液，高端化稳步推进、低端产品受影响较小的山西汾酒以及品牌影响力不断增强的泸州老窖。

表 5：重点公司估值情况

证券名称	收盘价 (元)	EPS 一致预期 (元/股)		PE (倍)	
	2020/5/22	2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	1328.20	36.78	42.78	36.11	31.05
五粮液	144.25	5.20	6.03	27.74	23.92
山西汾酒	117.90	2.79	3.46	42.19	34.06
泸州老窖	84.08	3.46	3.82	24.30	22.01

注：茅台、五粮液、泸州老窖2020-2021年EPS、PE系作者预测值，汾酒数值系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究部

5、风险提示

国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧导致行业盈利能力下降；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；国内二级市场风险；国内外宏观经济形势急剧恶化。

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