

食品饮料

白酒周期属性弱化，估值中枢有望上移

白酒估值体系的再思考

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

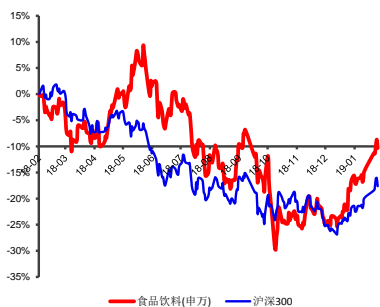
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比



相关报告

- 《周观点 12: 春糖白酒反馈良性，09 年行情再现？》
- 《周观点 11: 茅台跨年打款强化增长确定性，春糖催化在即》
- 《周观点 10: 一季报前瞻及增值税减税影响分析》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
贵州茅台	788	13.3	21.56	27.03	31.64	42.2	27.9	29.2	24.9	0.71	买入
五粮液	87.9	1.79	2.55	3.54	4.08	19.3	29.8	24.8	21.5	0.71	买入
古井贡酒	103	1.65	2.28	3.26	3.82	27.6	35.2	31.6	27.0	0.47	买入
顺鑫农业	58.3	0.72	0.77	1.35	2.03	30.4	25.0	43.2	28.7	0.70	买入

备注：股价为 2019 年 3 月 27 日收盘价。

投资要点

- **我们的思考：预期再度修正的背后是行业逻辑发生变化。** 本届春糖会上，渠道普遍反馈一季度销售好于预期，名酒收入普遍有双位数增长，部分企业可以达到 20%-30%，行业预期重回良性。那么从去年秋糖到今年春糖，仅 2 个季度，为什么市场预期发生了 2 次大幅修正呢？我们认为市场低估了产业的自我调节能力，正是因为去年三季度经销商谨慎，所以四季度才会不压货而努力去库存，为春节良性动销奠定基础，白酒的库存周期正在减弱。实际上，预期修正的背后是行业逻辑的变化，由总量经济高速增长驱动的白酒量价齐升的时代已经过去，消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代正在到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利。我们认为白酒周期性减弱，业绩波动性将减小，对应估值波动幅度有望收窄，加上 MSCI 纳入带来外资持续流入的确定性，我们认为未来名酒估值区间将长期落在 20-30 倍区间，持续看好优质酒企的投资前景。
- **春糖见闻：春糖反馈良性，行业继续稳健前行。** 渠道反馈春节以来动销良性且库存处于较低水平，名酒对 19 年规划积极，具体调研见闻如下：**1) 经销商层面**，第一，经销商队伍更加稳定，名优酒经销商更换较少；第二，过去经销商资金较为分散，现在资金更加集中白酒主业；第三，随着春节动销普遍超预期，经销商信心亦逐渐恢复。**2) 厂家层面**，第一，厂家对量价信息、渠道库存、消费者信息的应对和控制能力有所增强；第二，厂家政策更加收放自如，如通过放松价格管控提升经销商积极性。**3) 消费者层面**，第一，消费时间段更加集中，春节旺季明显缩短但消费显著集中；第二，低频消费者逐渐崛起，春节低频消费者对名酒购买增多。
- **研究体系再思考：白酒周期性减弱，进入结构升级、品牌集中时代。** 从基本面来看，本轮周期白酒周期性减弱，一方面消费需求转向以大众消费为主，消费群体趋于稳定，另一方面从厂家到终端店对压货的诉求明显更弱，且消费升级取代总量经济成为驱动白酒下一阶段增长的主要动力，因此行业周期性趋于弱化，白酒消费随经济的波动性减小。从资金面来看，过去板块缺乏重价值而轻趋势的长线投资者，而外资正在扮演这一角色，进入 2019 年外资对白酒板块的配置明显提速，随着 MSCI 比例逐渐放开以及 A 股国际化不断推进，外资长期流入 A 股趋势不改，白酒板块有望持续享受外资流入红利。进一步地，基本面和资金面的变化将作用于估值体系，一方面周期性减弱导致业绩波动程度减小，名酒增长具备确定性，另一方面外资的逢低介入将会对板块估值形成托底作

用，因此我们认为未来板块估值体系将呈现出“区间收窄、中枢上移”的特征，过去估值在 10-30 倍之间波动，未来有望在 15-30 倍甚至 20-30 倍之间波动。

- **核心公司推荐：名酒表现稳健，持续看好优质酒企投资机会。** **高端酒方面**，茅台经销商已可以支付 4-6 月份的货款，对一季度业绩形成支撑，预计一季度收入有望实现 12%-15% 的增长；五粮液春节动销好、库存低，渠道信心明显增强，老版普五已完成配额的 56%，预计一季度收入有望实现近 20% 的增长；老窖库存经停货后有所消化，批价亦逐渐回升，挺价控货策略明显见效，预计一季度业绩有望实现 20% 的增长。 **次高端酒方面**，汾酒春节动销整体超预期，湖南翻倍增长，北京市场增速约 30%，库存良性，预计一季度收入有望实现约 30% 的增长；今世缘春节动销强劲，南京市场增速超 40%，省内仍处于快速上升期，预计一季度乃至全年业绩增速均有望达到 25%-30%。 **中高端酒方面**，古井春节回款超额完成既定目标，古 8 快速增长，库存整体良性，预计 19 年销售公司收入规划增速 25%，一季度回款任务占比 45%；口子窖春节合肥市场同比增速约 20%，节后库存水平较低，经销商仍有补货需求，预计一季度收入有望实现 15% 的增长。 **低端酒方面**，顺鑫江浙沪地区春节预计完成全年目标的 50%，库存约 1 个月，20-30 元产品占比持续提升，预计一季度业绩有望实现 40% 的增长。
- **风险提示：**中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。

内容目录

春糖见闻：春糖反馈良性，行业继续稳健前行	- 5 -
总体感受：春糖强化信心，预期再度修正的背后是行业逻辑的变化	- 5 -
经销商层面：经销商稳定且资金集中主业，信心逐渐恢复	- 5 -
公司层面：厂家控制力增强且政策更加灵活	- 6 -
消费者层面：消费显著集中，低频消费者贡献力量	- 6 -
研究体系再思考：白酒周期性减弱，进入结构升级、品牌集中时代	- 6 -
基本面：周期性减弱，总量驱动到结构驱动，量价齐升到量缩价升	- 6 -
资金面：外资正成为板块的长线投资者，未来有望持续加大配置	- 9 -
估值体系：区间收窄，中枢上移	- 10 -
核心公司推荐：名酒表现稳健，持续看好优质酒企投资机会	- 13 -
一季报前瞻：名酒收入普遍双位数增长，有望实现开门红	- 13 -
公司推荐：持续看好优质酒企的投资前景	- 13 -
投资建议	- 16 -
风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1：过去半年间板块预期两度大幅修正	- 5 -
图表 2：03-12 年 GDP 构成中投资贡献显著	- 7 -
图表 3：03-12 年固投增速保持较高水平	- 7 -
图表 4：03-12 年白酒行业产量保持快速增长	- 7 -
图表 5：白酒消费结构（2012 年）以政商消费为主	- 7 -
图表 6：近年来消费升级趋势明显	- 8 -
图表 7：居民对白酒消费能力提升	- 8 -
图表 8：当前白酒消费结构以大众消费为主	- 8 -
图表 9：当前库存水平比上一轮更为良性	- 8 -
图表 10：过去板块投资者结构缺乏长线投资者	- 9 -
图表 11：2018Q4 外资逆势加仓茅台	- 10 -
图表 12：2018Q4 外资逆势加仓五粮液	- 10 -
图表 13：2019 年以来外资加速流入白酒板块	- 10 -
图表 14：白酒龙头护城河保障高盈利能力	- 11 -
图表 15：白酒龙头业绩增长具有持续性	- 12 -
图表 16：外资买入对白酒估值形成“托底”作用	- 12 -
图表 17：国内白酒龙头相比海外龙头存在估值折价	- 12 -

图表 18: 白酒上市公司一季报前瞻 - 13 -

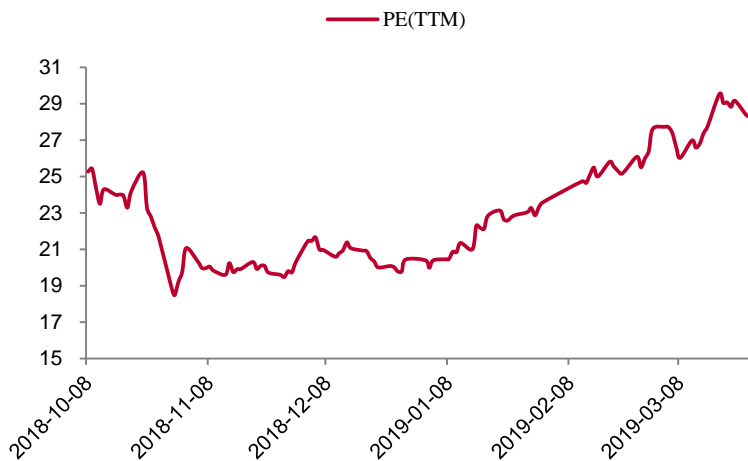
图表 19: 重点公司盈利预测表 - 16 -

春糖见闻：春糖反馈良性，行业继续稳健前行

总体感受：春糖强化信心，预期再度修正的背后是行业逻辑的变化

- 第 100 届全国春季糖酒会在成都盛大召开，我们参会主要有两点感受：
 - 1) 19 年春节后，我们四省实地调研多家经销商，普遍反馈一季度的销售好于预期，此次春糖会再次验证了我们对于行业良性的判断，名酒收入普遍有双位数增长，部分企业可以达到 20%-30%。
 - 2) 从 18 年三季度秋糖会到今年春糖会，仅 2 个季度，为什么市场预期发生了 2 次大幅修正呢？我们认为市场低估了产业的自我调节能力，正是因为去年三季度经销商谨慎，所以四季度才会不压货努力去库存，为春节良性动销奠定基础。白酒的库存周期正在减弱，一方面白酒的二批、三批商逐渐消失，另一方面厂家变坐商为行商，且渠道心态和预期正在改变，使得库存周期逐渐弱化。
 - 3) 我们认为行业逻辑正在发生变化，由总量经济高速增长驱动的白酒量价齐升的时代已经过去，由消费升级驱动的白酒品牌集中、结构升级的时代正在到来。白酒行业周期性趋于弱化，业绩波动性会变小，对应估值波动幅度会收窄，加上 MSCI 纳入带来外资持续流入的确定性，我们认为未来名酒估值区间将长期落在 20-30 倍区间，持续看好优质企业投资前景。

图表 1：过去半年间板块预期两度大幅修正



来源：wind、中泰证券研究所

经销商层面：经销商稳定且资金集中主业，信心逐渐恢复

- 经销商层面主要有两点变化：1) **经销队伍稳定**。名优酒经销商更换较少，团队比较稳定，有助于保持销售体系的稳定性和连续性。2) **经销商资金集中主业**。过去经销商资金较为分散，往往用于买房投资，而现在资产回报率普遍减弱，经销商资金更加集中白酒主业。总结来看，相较于往年而言，经销商经营更加稳健、专注，虽然部分经销商在节前还有一定观望心态，但随着春节动销普遍超预期，经销商信心亦逐渐恢复。

公司层面：厂家控制力增强且政策更加灵活

- 公司层面来看，主要有两点变化：**1) 厂家运营能力增强**。厂家对量价信息、渠道库存、消费者信息的应对和控制能力比以前更强，部分公司通过数字化管理对各区域货品进行控制。**2) 厂家政策更加收放自如**。以五粮液为例，今年春节期间公司放松了价格管控，降低了控价、查货力度，经销商卖货动力足积极性高。总结来看，今年酒企对渠道和终端的控制力增强，但厂家并非滥用这种权力将市场“管死”，而是根据当下消费形势采取了更为灵活的政策，从而更好地调动经销商积极性。

消费者层面：消费显著集中，低频消费者贡献力量

- 消费者层面，同样主要有两点变化：**1) 消费时间更加集中**。过去春节旺季共持续三、四周时间，现在缩短为 10 天之内，旺季时间明显缩短但消费显著集中。**2) 低频消费群体逐渐崛起**。低频消费者指的是那些一年消费 1-2 次名酒的消费者，每次购买 2 瓶居多，且集中于春节和中秋，对于这些消费者而言，今年春节名酒（除茅台外）价格相比去年有所下降，性价比进一步凸显，因此今年春节低频消费者购买增多，而且这也是一个长期的趋势，未来随着消费升级，低频消费群体将日益壮大。

研究体系再思考：白酒周期性减弱，进入结构升级、品牌集中时代

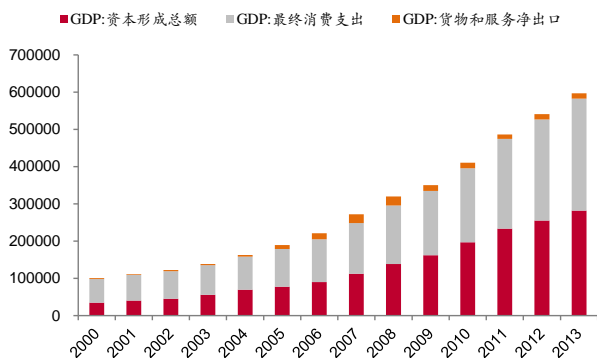
基本面：周期性减弱，总量驱动到结构驱动，量价齐升到量缩价升

- 白酒的周期性有所减弱。相较于白酒上一轮大周期（2003-2012 年），本轮周期（2016 年至今）白酒的周期性有所减弱，具体分析如下：
- 为何上一轮周期白酒的周期性强？
 - 1) 从经济环境来看，2003-2012 年我国经济处于高速增长期，且经济主要由投资拉动。03-12 年我国 GDP 保持快速增长，大多数年份增速在 10% 以上；在构成 GDP 的三驾马车中，投资占据重要比重，固投增速始终保持在 20% 以上，房地产开发投资增速、基建投资增速持续高位。虽然 2008 年经历经济危机，但年底 4 万亿经济计划的出台拉动 GDP 与投资增速迅速回暖，经济高景气下频繁的商业商务活动大力拉动了白酒需求。
 - 2) 从产业环境来看，期间我国白酒行业产能迅速增加，价格随之走高。白酒行业技术和资本门槛相对较低，在高价格、高毛利的利益驱动下，各类酒企产能不断扩张，业外投机资本也纷纷至沓来，十年间白酒产量从 331 万千升激增至 1153 万千升。同时，白酒产品价格也大幅飙升，茅台价格从最初不足 300 元上升至最高接近 2000 元，量价齐升推动我国白酒行业飞速发展。

3) 从需求端来看, 政商需求主导, 库存水平较高。消费需求方面, 2003-2012 年我国白酒需求以政商消费为主, 固投、地产投资拉动白酒政务、商务需求升温, 因此白酒需求与经济相关性较大, 如 2008 年经济危机期间白酒需求随经济下行而迅速回落; 库存需求方面, 行业景气背景下白酒价格带逐渐拉升, 渠道商开始囤积投机赚取价格差价, 使市场大量存货并没有被消费, 因此库存整体处于高位。

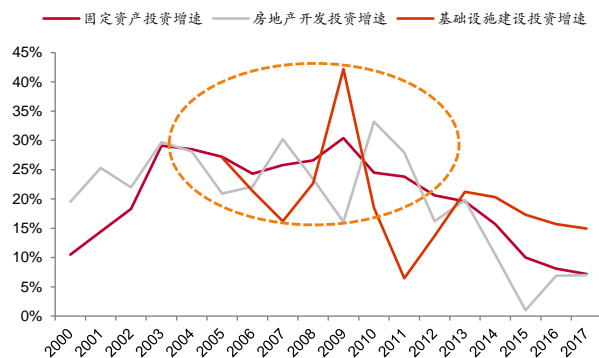
综上, 2003-2012 年白酒行业周期性明显, 一方面其推力主要是投资主导下的经济高速增长, 另一方面政商主导的需求结构与较高的库存水平决定了白酒景气度与经济相关性高, 因此上轮周期白酒周期性较强。

图表 2: 03-12 年 GDP 构成中投资贡献显著



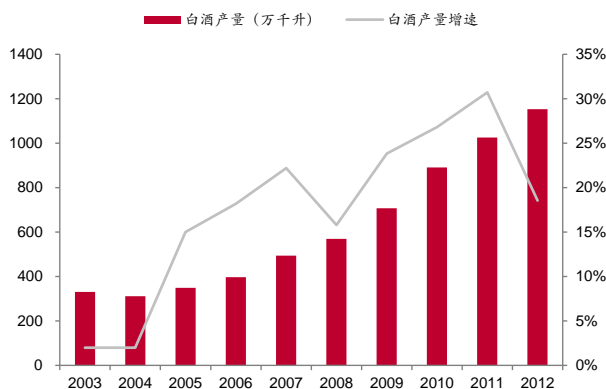
来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 03-12 年固投增速保持较高水平



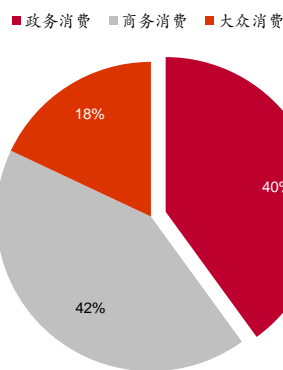
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 03-12 年白酒行业产量保持快速增长



来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 白酒消费结构 (2012 年) 以政商消费为主



来源: wind、中泰证券研究所

■ 为何本轮周期白酒的周期性减弱?

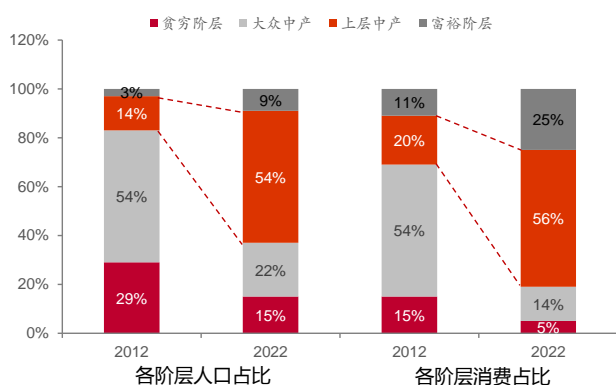
1) 从经济环境来看, 经济受投资的驱动作用减弱, 消费贡献增强, 消费升级趋势明显。本轮宏观经济总量告别高速增长, GDP 增速维持在 6.5%-7%, 投资活动热度下降, 固投、房地产增速从此前 20% 左右放缓至个位数。与此同时, 我国经济结构逐渐转型, 消费对 GDP 的贡献从 2012 年的 50% 升至 2017 年的 54%, 居民人均收入快速提升, 中产阶级迅速扩容, 可以看到当前茅台价格与人均收入之比位于历史较低水平, 表明居民对白酒消费能力增强, 消费升级是白酒新一轮上涨的主要推动力。

2) 从产业环境来看, 产量增速放缓, 价格显著回升。我国白酒产量进入到低速增长阶段, 行业挤压式增长导致中小产能加速挤出, 同时, 从厂家到终端店对压货的诉求明显更弱。此外, 在经历 2012-2015 年白酒价格泡沫破裂后, 2016 年以来名酒价格逐渐回升, 茅台批价已从约 900 元回升至约 1800 元, 量缩价升成为本轮周期白酒行业的显著特点。

3) 从需求端来看, 大众消费崛起, 库存普遍良性。消费需求方面, 当前我国消费结构向好, 政务消费从 12 年占比 40% 降至目前 5%, 大众消费崛起且底盘扎实, 受益于消费升级, 居民购买力短期内不会受到经济放缓的影响; 库存需求方面, 实际上高库存的情况下库存波动对白酒需求的影响很大, 上轮调整库存最高在 5-6 月水平, 因此去库存对酒企业绩带来很大影响, 而当前酒企库存水平普遍处于良性, 故不存在去库存的潜在风险。

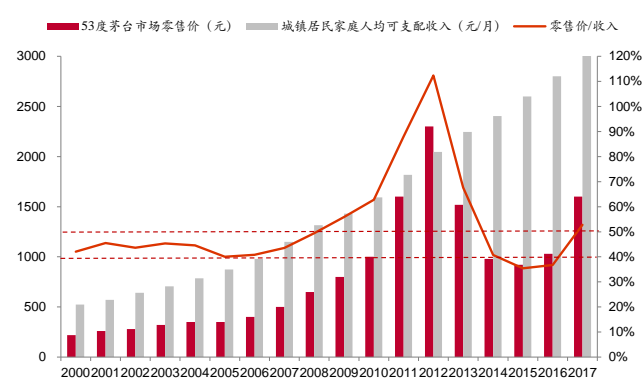
综上, 2016 年以来白酒行业周期性减弱。白酒需求转向大众消费为主, 消费群体趋于稳定, 且从厂家到终端店对压货的诉求明显更弱, 因此行业的周期性在减弱, 白酒消费随经济的波动性减小。

图表 6: 近年来消费升级趋势明显



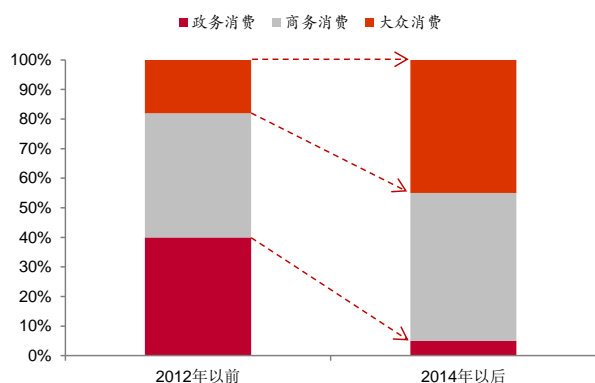
来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 居民对白酒消费能力提升



来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 当前白酒消费结构以大众消费为主



来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 当前库存水平比上一轮更为良性

品牌	2015年3月底库存 (月)	2016年4月底库存 (月)
飞天茅台	1.5	2-3周
普五	4	2-3
洋河蓝色经典	2.5	3
山西汾酒青花系列	3-4	2-3
水井坊甄酿8号	3-5	2-4
酒鬼酒中高端	4-6	2
沱牌舍得中高端	3-4	3

来源: 中泰证券研究所

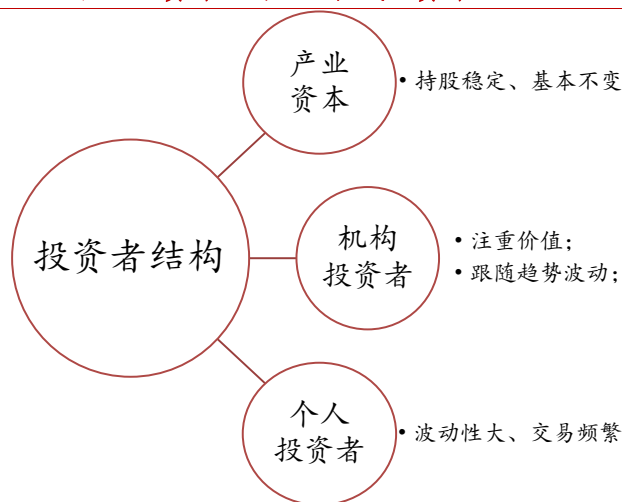
- 白酒周期性减弱的结果是什么? 我国白酒将进入结构升级、品牌集中时代。目前我国总量经济增速放缓, 量价齐升的时代已经过去。但随着我国经济结构逐渐转型, 在消费升级的大趋势下, 结构升级、品牌集中成

为驱动白酒下一阶段增长的主要动力，进入量缩价升时代，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利。因此，在今后对于白酒的研究中，我们应该淡化经济波动的周期性影响，而更加重视酒企自身内在价值，拥有强品牌力和渠道力的优势酒企的业绩能够穿越周期。

资金面：外资真正成为板块的长线投资者，未来有望持续加大配置

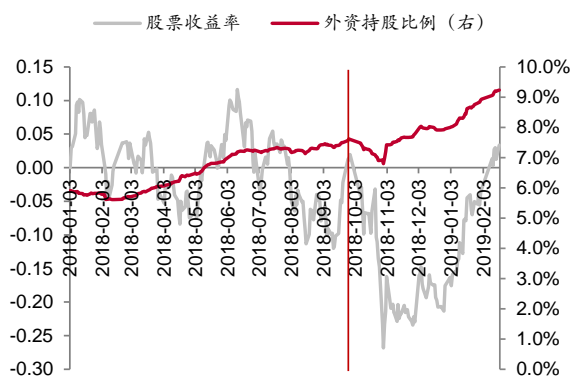
- **过去板块缺乏重价值而轻趋势的长线投资者。**过往板块的投资者结构主要由产业资本、机构投资者和个人投资者构成，其中产业资本持股稳定、基本不变，个人投资者交易频繁、波动性较大，而机构投资者虽然重视价值，但其持股往往跟随趋势波动，因此板块缺乏重价值而轻趋势的长线投资者。

图表 10：过去板块投资者结构缺乏长线投资者

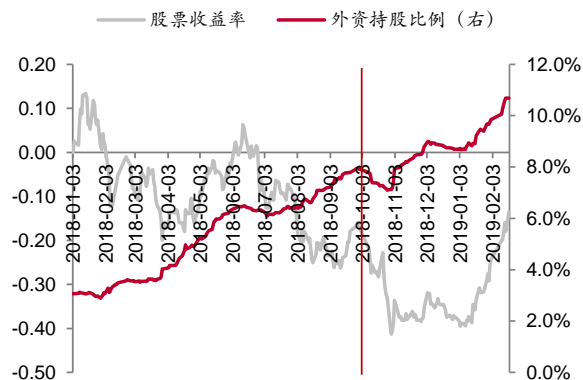


来源：wind、中泰证券研究所

- **外资符合长线投资者特征，白酒板块持续受到外资青睐。**相对而言，外资更加注重企业基本面，且持股并非跟随趋势剧烈波动，例如，2018年四季度板块股价持续下跌，而外资却持续逆势加仓，与内资减仓形成鲜明对比，表明外资并非趋势投资者，因此我们认为外资符合长线投资者的特征。根据我们的研究，外资更青睐低估值、高盈利、大市值、高股息的股票，而白酒板块完美匹配这些特征，白酒板块具备稳固的行业格局、突出的经营壁垒、出色的现金流以及稳健的成长性，在整个A股市场中都较为稀缺，因而持续受到外资青睐。

图表 11: 2018Q4 外资逆势加仓茅台


来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 2018Q4 外资逆势加仓五粮液


来源: wind、中泰证券研究所

- **外资加速流入板块，当前距离 30% 上限仍有充足增持空间，未来有望持续加大配置。**进入 2019 年，外资对白酒板块的配置明显提速，年初至今对茅台/五粮液/洋河/顺鑫的持股比例分别提升 1.6/1.4/0.8/0.7pct，推动板块估值修复持续演绎。短期来看，今年 5 月、8 月、11 月 MSCI 将 A 股相关标纳入因子由 5% 逐步提高至 20%，被动配置资金会持续流入；长期来看，外资当前对龙头酒企 10% 的持股比例距离 30% 的持股上限仍有充足的增持空间。虽然在当前茅台 25 倍、五粮液 20 倍的点位部分外资出现一些分歧波动，但随着 MSCI 比例逐渐放开以及 A 股国际化不断推进，外资长期流入 A 股趋势不改。我们认为，白酒板块有望持续享受外资流入红利，外资有望成为板块的长线投资者，有助于修复并重构板块估值体系。

图表 13: 2019 年以来外资加速流入白酒板块

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q1 - 2018Q4
贵州茅台	6.05%	7.24%	7.60%	7.95%	9.48%	1.53%
水井坊	7.31%	13.70%	8.18%	8.71%	10.11%	1.40%
五粮液	4.03%	6.33%	7.94%	8.69%	10.01%	1.32%
顺鑫农业	0.20%	0.78%	2.41%	6.16%	7.07%	0.91%
洋河股份	4.53%	5.80%	6.27%	6.51%	7.24%	0.73%
山西汾酒	0.18%	0.58%	0.63%	0.90%	1.48%	0.58%
泸州老窖	2.49%	2.91%	2.02%	3.27%	3.77%	0.50%
口子窖	1.80%	3.26%	1.85%	2.23%	1.99%	-0.24%
古井贡酒	0.33%	0.17%	0.64%	1.07%	0.66%	-0.41%

来源: wind、中泰证券研究所

估值体系：区间收窄，中枢上移

- 基于以上基本面和资金面的分析，一方面白酒公司业绩波动减弱，另一方面外资持续流入对板块形成托底，我们认为 A 股白酒公司的估值体系有待重构，具体分析如下：

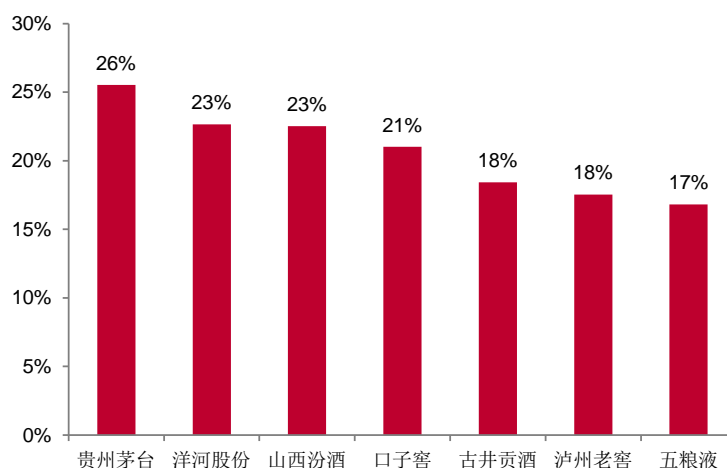
■ 过去的白酒估值体系存在哪些缺陷？

1) 过去过度重视经济周期对估值的影响。过去认为白酒周期性强，随经济波动大，因此在经济增速放缓的时候估值随之走低，而现在白酒周期性减弱，因此应淡化经济周期波动对估值的影响；

2) 过去只注重高增速，而忽视了“确定性”。传统估值体系认为，只有高增速的公司才能给予高估值，但实际上对于白酒板块来说，尽管行业发展进入成熟期，但仍能保持 15%-20%左右的持续增长，这对于 6000 亿元体量的行业而言已实属不易，理应不能只按照成长性给予估值，而要将持续增长的确定性也考虑在内；

3) 过去未考虑白酒的格局溢价以及龙头溢价。白酒行业壁垒高、格局好，经过多年发展名酒的价格占位基本确立，未来很难有新的品牌能突破这种格局，且龙头具有强定价权，名酒理应享受“护城河”带来的溢价，而当前市场尚未充分认识这一点。

图表 14: 白酒龙头护城河保障高盈利能力



来源: wind、中泰证券研究所

■ 未来白酒估值体系有望呈现什么特征？

1) 从基本面来看，根据上文分析，当前白酒周期性减弱，盈利随经济波动程度减小，名酒业绩增长具备确定性，优势酒企的业绩将穿越周期。白酒龙头有望凭借其护城河抵御行业增速下降带来的盈利下降，消费升级以及份额提升的大逻辑清晰，长期增长空间充足。因此，板块估值波动有望更为平稳，整体区间有望收窄。

2) 从资金面来看，根据上文分析，随着 A 股逐渐放开，外资持续流入板块的概率较大。那么外资会在什么情况下入场呢？我们观察外资流入的历史表现可以发现，外资在板块“低估”的情况下就会加速入场，这一现象在去年四季度板块估值明显回落的情况下演绎的非常明显。那么我们可以预见到，未来板块估值一旦落入“便宜”的区间，外资就会进场“抄底”，例如一旦茅台跌至 20 倍以下、五粮液跌至 16 倍以下就会加大买入，且越跌越买。因此，外资的逢低买入会对板块估值形成“托底”作用，估值中枢有望上移。

综上，我们认为未来板块估值体系将呈现出“区间收窄、中枢上移”的特征，过去板块估值在 10-30 倍之间波动，未来有望在 15-30 倍甚至 20-30

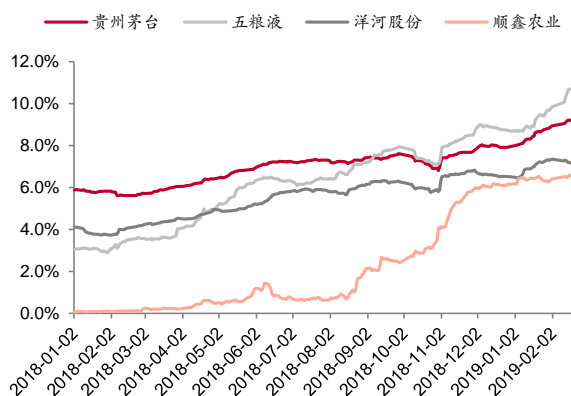
倍之间波动。

图表 15: 白酒龙头业绩增长具有持续性

	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
贵州茅台	1.00%	7.84%	61.97%	23.77%
五粮液	5.85%	9.85%	42.58%	36.32%
泸州老窖	67.42%	30.89%	30.69%	37.73%
洋河股份	19.03%	8.61%	13.73%	26.11%
古井贡酒	19.85%	15.94%	38.46%	57.46%
口子窖	43.41%	29.41%	42.15%	26.68%
山西汾酒	46.34%	16.24%	56.02%	56.89%
顺鑫农业	4.68%	9.65%	6.25%	97.03%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: 外资买入对白酒估值形成“托底”作用

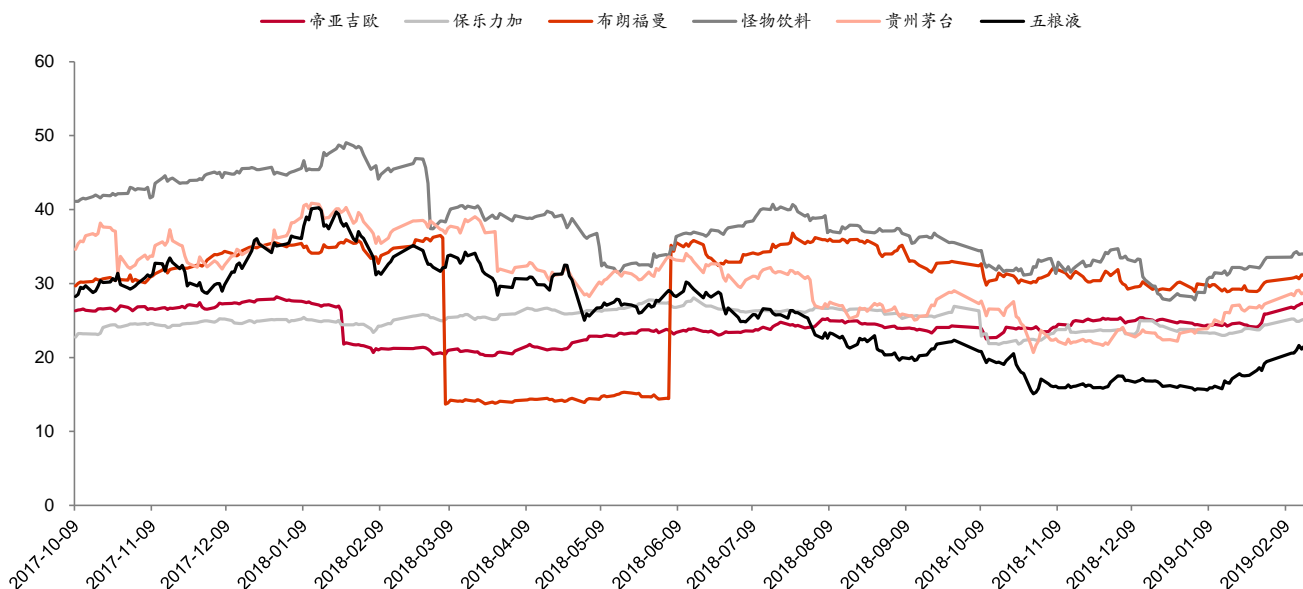


来源: wind、中泰证券研究所

■ **从海外烈酒龙头帝亚吉欧看 A 股白酒估值体系未来方向**

国内白酒龙头成长性更高、估值更低，未来估值有望向海外龙头看齐。对比海外烈酒龙头帝亚吉欧，近 5 年收入和利润基本保持个位数增长，且波动性较大，2% 的股息率亦非亮眼，但 PE 基本稳定在 25 倍左右，另一巨头保乐力加的估值也基本围绕 25 倍波动。反观国内名酒，19 年大多依然能够保持 15% 以上的增速，成长性明显好于海外酒企，而估值在大多数时间内存在一定折价。因此，我们认为 A 股食品饮料龙头估值有望向国际巨头的估值水平看齐，整体波动区间有望收窄，中枢稳步向 20 倍甚至 25 倍上移。

图表 17: 国内白酒龙头相比海外龙头存在估值折价



来源: wind、中泰证券研究所

核心公司推荐：名酒表现稳健，持续看好优质酒企投资机会

一季报前瞻：名酒收入普遍双位数增长，有望实现开门红

- 五粮液春节动销好、库存低，老版普五已完成配额的 56%，我们预计一季度收入有望实现近 20% 的增长；茅台经销商已可以支付 4-6 月份的货款，我们预计一季度收入有望实现 12%-15% 的增长；汾酒湖南反馈翻倍增长，北京市场增长 30%，我们预计一季度收入有望实现约 30% 的增长；古井/口子窖/洋河/今世缘预计一季度收入有望实现 20%/15%/12%/30% 的增长。

图表 18：白酒上市公司一季报前瞻

证券简称	收入预测						利润预测					
	2018Q4	YOY	2018	YOY	2019Q1	YOY	2018Q4	YOY	2018	YOY	2019Q1	YOY
贵州茅台	198.90	20%	748.60	23%	206.03	12%	92.24	30%	339.58	25%	97.83	15%
五粮液	107.54	31%	400.04	33%	163.99	18%	39.01	44%	133.95	38%	60.65	22%
泸州老窖	37.38	20%	130.01	25%	39.09	16%	7.01	25%	34.52	35%	12.70	20%
洋河股份	31.92	5%	241.57	21%	106.82	12%	11.29	8%	81.68	23%	39.96	15%
古井贡酒	17.38	7%	85.00	22%	30.72	20%	4.14	18%	16.70	45%	7.26	25%
山西汾酒	21.27	80%	90.42	50%	41.47	28%	2.08	50%	14.72	56%	9.44	33%
口子窖	9.50	7%	41.57	15%	14.37	15%	2.17	2%	13.58	22%	5.29	18%
水井坊	6.80	18%	28.19	38%	8.23	10%	1.17	27%	5.79	73%	1.73	12%
顺鑫农业	28.71	0%	120.74	3%	43.70	10%	2.08	25%	7.69	70%	5.12	40%
老白干酒	9.67	20%	33.98	34%	10.33	40%	1.04	123%	3.49	113%	1.08	45%
沱牌舍得	5.53	40%	21.42	31%	5.98	15%	0.75	55%	3.48	142%	0.93	12%
伊力特	7.59	20%	22.58	18%	5.80	12%	1.55	60%	4.45	26%	1.38	14%

来源：wind、中泰证券研究所

公司推荐：持续看好优质酒企的投资前景

- **贵州茅台：跨月打款强化增长确定性，中长期量价齐升空间可观**
 短期来看，茅台批价在 1800-1850 元继续保持坚挺，渠道反馈茅台经销商已支付 4-6 月份的货款，我们认为在一定程度上缓解货源紧张的同时，也将对一季度业绩形成支撑，缓解市场对于短期业绩的忧虑，我们预计一季度业绩有望实现 15% 的增长。中长期来看，第一，茅台核心优势在于超强品牌下的强定价权，公司经销商座谈会上强调文化茅台理念，将持续强化品牌张力。第二，茅台渠道价差充足、利润丰厚，未来可通过提价、增加直营占比的方式逐步将产业链利润逐渐回流，如近期公司取消 400 家违规经销商资格，其对应的额度有望通过直营渠道进行销售。第三，茅台供需偏紧格局将长期存在，未来 3-5 年产能扩至 5 万吨，量价方面均有可观增长空间。
- **五粮液：渠道反馈积极，新一代普五助力公司二次腾飞**
 公司 2018 年整体业绩符合预期，但预收账款环比大幅增长超出市场预期。我们预计高端酒发货量在 2 万吨以上，同比增长超过 20%，出厂价由 739 元提高到 789，均价提升约 7%。渠道普遍反馈普五春节动销好，库存水平较低，我们认为超预期主要来自于三个因素：茅五价差拉开后

普五性价比优势凸显、厂家放松价格管控后经销商出货积极性更高、去年公司梳理系列酒品牌对普五形成品牌保护。春糖期间五粮液正式发布第八代产品，我们预计出厂价约 879-889 元，相当于提价 12%左右，我们认为茅五价差充足、动销良性为提价提供有利条件。新品普五产品配额为 5250 吨，占整体配额 1.5 万吨的 35%，而老版普五已完成配额的 56%，收藏版占配额的 9%，我们预计公司一季度业绩仍有望超预期。本周普五一批价已上行至 820-830 元，经销商信心明显增强，随着控盘分利模式的稳步实施，我们认为下半年普五提价有望在渠道端逐步落地，看好量价齐升带动公司全年收入实现 25%增长的目标规划。

■ 泸州老窖：挺价控货见成效，全年稳健增长可期

公司今年春节期间整体表现超预期，动销良性，库存经过春节前停货后有所消化，现在基本在一个月左右，处于合理水平，批价节后也逐渐回升，挺价控货策略明显见效。我们预计公司一季度业绩实现 20% 增长，预计一季度国窖完成全年打款的 45% 以上。根据公司 2019 年营销计划，1) 品牌方面，2019 年公司目标“国窖 1573”和“泸州老窖”双品牌实现双百亿收入，继续推动“浓香国酒”和“浓香正宗”的品牌复兴；2) 市场方面，一方面公司五大单品主力团队将全面下沉至县区，另一方面继续扩张在华东华南的份额。我们认为，公司始终对行业保持着清醒的认识和前瞻的决策，随着动销、库存回归良性，公司将抓住行业分化的窗口期升品牌、扩市场。同时，茅台价差充足、五粮液换装提价为公司带来机遇，若普五提价成功国窖可采取跟随提价策略，我们看好公司 19 年业绩实现稳健增长。

■ 山西汾酒：春节动销良性，青花稳健、玻汾放量，老名酒有望迎来复苏

动销方面，汾酒今年春节动销整体超预期，湖南反馈翻倍增长，北京市场增速约 30%。库存方面，库存整体处于良性水平，北京市场约为一个月，相较于中秋两三个月的水平明显下降。产品占比方面，18 年青花占比约为 20%，巴拿马占比降至不到 50%，玻汾占比从 5% 提升至 30%。产品增速方面，18 年青花增长约 60%，老白汾、巴拿马、玻汾分别增长 27%、27.5%、36%（销售口径），未来青花系列仍将重点打造，玻汾提价后出厂价升至 30-40 元，18 年销量约为 4 万吨，19 年将继续加大投产，未来有望迎来爆发。渠道方面，公司继续加大渠道建设，18 年比 17 年增加 14 万终端，19 年力争达到 50 万终端，且增加 300 个营销人员。我们认为，作为历史文化底蕴最为深厚的名酒之一，汾酒品牌优势在持续放大，省外市场加速增长，今年春节以来动销势头较好、全国库存良性，同时减税进一步增厚利润空间，我们预计一季度有望实现 30% 的增长，19 年考核目标有望顺利实现，迎来品牌势能释放的窗口期。

■ 今世缘：春节动销强劲，仍处于快速上升期

今世缘今年春节动销强劲，库存水平良性，国缘对开、四开继续快速增长，南京市场增速超过 40%，公司体量仍然较小，主要采取补丁战术，抢占空档价格带，目前仍处于快速上升期。公司的高成长主要在于对经销商把控较好，服务比洋河更到位，对价格管控也更好，因此渠道利润高于洋河，受益于此今世缘短期市场份额有望持续提升。公司将继续聚

焦大本营市场，一方面加大对省内空白市场的投入，另一方面开始对山东等省外市场形成突破，我们预计一季度乃至全年业绩增速均有望达到25%-30%。

■ **古井贡酒：渠道表现强劲，估值理应享受溢价**

根据节后省内外市场的走访，我们预计2019年销售公司收入规划增速25%，一季度回款任务占比45%，春节回款超额完成既定目标，春节期间乃至节后终端备货积极性较高，部分经销商仍在继续补货，整体渠道库存处于良性水平。古井具备强渠道管控能力，因而偏高库存运营模式有助于其抢占市场份额。从产品结构来看，200元以上的古8等产品继续保持快速增长，省内消费升级趋势并未放缓；从市场来看，省外江苏、山东、河北、上海等地发展势头明显好于前几年表现，可以看出古井品牌持续曝光带来的势能提升效应正在逐步体现。我们预计公司一季度业绩有望实现较好增长，有望超出市场预期。2018年古井集团收入已顺利完成百亿目标，我们认为2019年股份公司收入有望突破百亿大关，相对于一般地产酒，古井渠道管控能力突出，未来成长路径更为清晰，且省外扩张做的要更好，因此长期成长的天花板要更高，理应享受估值溢价，我们建议积极配置。

■ **口子窖：坚守稳健风格，渠道动销持续良性**

口子窖一直贯彻不压货的良性持续发展模式，细水长流，行业调整期业绩波动亦会更小，公司最重视的是产品品质、价格体系和经销商库存周转率。春节渠道反馈，合肥市场同比增速约20%，节后库存水平较低，由于公司对品控要求很高，春节期间部分货未发出来，后续经销商仍有补货需求。产品结构方面，去年口子窖系列包装进行了全面升级，今年春节口子窖10年增速约30%，6年增速约双位数，5年由于提价目标较高使得短期渠道接受存在阵痛，各市场表现差异较大，合肥市场5年增长相对较高，整体看5年增速较低。我们认为，省内市场主要通过开发县乡市场实现量增，省外市场通过试水省内大商派遣模式进行开拓，我们认为省内消费升级趋势不可逆，且是动态演绎的，口子窖的天花板远未到来。

■ **顺鑫农业：预收款创新高超预期，全国化进程持续加速**

公司2018年业绩符合预期，预收款再创历史新高，超出市场预期，牛栏山持续高增，全国化布局继续加速推进，预计长三角全年收入增速约60%。渠道反馈2019年江浙沪地区收入规划35%增长，我们预计春节期间完成全年目标的50%，目前库存1个多月低于往年。产品方面，2019年规划将老产品陈酿占比从72%降至65%，新产品占比提升至25%以上。随着20-30元产品在省外逐步推广以及渠道进一步下沉，我们预计2019年白酒收入增速仍有望实现20%-30%增长。短期来看，增值税减税将增厚公司利润，理论上将为公司提供约27%的利润空间，且房地产减亏有望进一步带来利润弹性；中长期来看，大本营市场结构升级，省外全国化保持高增，公司当前市占率低，未来有望持续收割竞品和地产酒份额。

投资建议

- 我们认为，目前我国总量经济增速放缓，由总量经济高速增长驱动的白酒量价齐升的时代已经过去。但在消费升级的大趋势下，结构升级、品牌集中成为驱动白酒下一阶段增长的主要动力，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利。我们认为白酒周期性正在减弱，业绩波动性将减小，对应估值波动幅度有望收窄，加上 MSCI 纳入带来外资持续流入的确定性，我们认为未来名酒估值区间将长期落在 20-30 倍区间，持续看好优质企业的投资前景。

图表 19: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
贵州茅台	788.50	9,905.1	21.56	27.03	31.64	36.69	36.2	29.2	24.9	21.5
五粮液	87.98	3,415.0	2.55	3.54	4.08	4.79	35.1	24.9	21.6	18.4
泸州老窖	61.54	901.4	1.75	2.37	2.75	3.23	40.0	26.0	22.4	19.1
洋河股份	117.92	1,777.0	4.40	5.38	6.16	7.17	26.4	21.9	19.1	16.4
古井贡酒	103.36	455.8	2.28	3.26	3.82	4.45	31.7	31.7	27.1	23.2
山西汾酒	57.97	501.9	1.09	1.72	2.10	2.50	51.4	33.7	27.6	23.2
口子窖	52.65	315.9	1.86	2.26	2.61	2.99	28.4	23.3	20.2	17.6
水井坊	42.46	207.4	0.69	1.22	1.59	2.00	71.7	34.8	26.7	21.2
舍得酒业	30.99	104.5	0.43	0.93	1.33	1.78	130.2	33.3	23.3	17.4
顺鑫农业	58.29	332.6	0.77	1.30	2.27	2.95	25.0	44.8	25.7	19.8
伊力特	19.25	84.9	0.80	1.07	1.34		34.2	18.0	14.4	
老白干酒	17.72	122.3	0.37	0.73	1.04		93.9	24.3	17.0	
迎驾贡酒	17.73	141.8	0.83	0.93	1.03		22.1	19.1	17.2	

来源：中泰证券研究所

风险提示

- **中高端酒动销不及预期:** 近年来各地白酒消费档次提升明显，但消费升级是一个相对缓慢的过程，若宏观经济出现一定程度的波动，白酒消费可能受存在一定影响，中高端酒动销存在不及预期的可能。
- **三公消费限制力度持续加大:** 尽管公务消费占比逐年走低，但是改革依旧进行，不排除部分区域或者单位继续出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风，进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险:** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。