

# 食品饮料行业

以预收款和现金流判断白酒行业拐点，以 ROE 判断公司竞争力

## ● 消费品中的周期品，预收款和现金流是判断行业拐点的最好指标

白酒兼具消费品和周期品双重属性，行业周期与宏观经济周期紧密相关。白酒龙头净利润增速与 GDP 增速相关性高，自 2000 年以来经历了三轮周期（05-08 年、09-14 年、15-18 年），白酒板块也经历三轮牛市。

预收款和经营现金流净额是周期的先行指标，整体来看领先股价拐点约 3-7 个月。04Q4 预收款增速转正、05Q2 经营现金流净额增速转正，06 年 2 月进入第一轮牛市；07Q4 预收款和经营现金流净额负增长，08 年 3 月底牛市结束。08Q4 预收款和现金流增速转正，09 年 5 月进入第二轮牛市；12Q1 现金流负增长、12Q2 预收款负增长，12 年 11 月牛市结束。14Q3 现金流转正、15Q1 预收款转正，15 年 4 月进入第三轮牛市；17Q3 预收款负增长、17Q4 现金流在低基数下继续负增长，18 年 6 月牛市结束。

白酒的周期性源于宏观经济波动和自身库存周期的双重叠加，一方面名优白酒的消费与经济活动密切相关，另外一方面名优白酒无保质期的特点也加大了库存周期的波动幅度。白酒先款后货的销售方式使得预收款成为衡量白酒景气度的先行指标，同时也是酒企用于调节利润表的主要工具。除此之外，行业进入下行期时，酒企还可以通过放松票据政策等多种方式抵御收入和利润下滑。因此经营现金流净额才能如实反映行业所处阶段，经营现金流净额增速领先于净利润增速，从历史数据来看领先 1-3 个季度。

## ● 快消品中的奢侈品，名优白酒高毛利率、净利率、ROE 有望长期维持

名优白酒普遍具有 20%+ 的 ROE，源于其 20%+ 的高净利率。以龙头贵州茅台为例，其 ROE 中枢在 30%，净利率、资产周转率和权益乘数中枢分别为 50%、0.56 次和 1.41 倍，可见高 ROE 主要来自于高净利率。

名优白酒的高净利率源于 70%+ 的高毛利率和可控的费用率。1) 高毛利率源于名优白酒奢侈品的属性，产品可以脱离成本定价，品牌由历史造就、行业壁垒高，售价可随居民收入提升而不断提高。白酒上市公司整体毛利率从 2000 年的不到 50% 上升到 2017 年的 74% 左右。2) 可控的费用率源于名优白酒产品单一且难以复制的特点，无需大量重复营销，在费用投放上具有规模效应。因此，名优白酒的高净利率和高 ROE 有望长期维持。

## ● 贵州茅台和洋河股份的 ROE 高且稳定，是白酒板块长期投资最佳选择

贵州茅台和洋河股份具有行业最高最稳定的 ROE，近 9 年平均 ROE 均达 34%，在 13-15 年调整期仍保持在 20%+。贵州茅台具有行业最强的品牌力，体现为最高的毛利率和预收款占比；其通过开放经销权和释放预收款顺利渡过调整期。洋河股份具有行业领先的渠道力，其对经销商的返利能够定期或不定期的结算，体现出其强大的渠道管控制；调整期通过释放前期未结算的返利保障净利率和 ROE 的稳定。高且稳定的 ROE 预示着两家企业具有穿越周期的能力，是白酒板块长期投资最佳选择，建议关注。

## ● 风险提示：宏观经济大幅放缓，结构升级低于预期，食品安全风险。

行业评级

买入

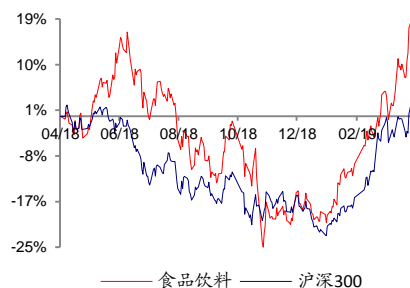
前次评级

买入

报告日期

2019-04-06

### 相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

王文丹



SAC 执证号: S0260516110001

SFC CE No. BGA506



01059136617



wangwendan@gf.com.cn

### 相关研究:

食品饮料行业:中产阶级崛起, 2018-09-18

我国有望产生多家消费品巨头

食品饮料行业:消费品投资方 2018-09-14

方法论:用 ROE 选公司, PE 定买点

联系人:

袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/4	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
贵州茅台	600519	买入	人民币	865.00	895	28.02	33.74	31	26	12	16	31.20	30.80
五粮液	000858	买入	人民币	100.23	99	3.45	4.49	29	22	8	14	21.10	22.70
洋河股份	002304	买入	人民币	125.00	--	5.53	6.51	23	19	17	14	24.60	25.00
泸州老窖	000568	买入	人民币	67.90	--	2.37	2.93	29	23	19	16	20.30	22.00

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 茅台五粮液 18 年采用已披露年报数据

## 目录索引

一、消费品中的周期品，预收款和现金流是判断行业拐点的最好指标 .....	7
1、白酒具有一定的周期品属性，预收款和现金流是判断拐点的最好指标 .....	7
2、周期性源于经济波动和库存周期的叠加，预收款和现金流的领先性则源于先款后货的特点 .....	11
二、快消品中的奢侈品，高毛利率、高净利率、高 ROE 有望长期维持 .....	15
1、名优白酒兼具奢侈品与快消品双重属性，普遍高的 ROE 有望维持 .....	15
2、名优白酒毛利率、净利率持续提升，保障 ROE 维持高位 .....	17
(1) 名优白酒具有 70%+ 的高毛利率，源于奢侈品和快消品的双重属性 .....	18
(2) 名优白酒具有 20%+ 的高净利率，源于产品单一且无法复制的属性 .....	19
三、茅台和洋河的 ROE 高且稳定，是白酒板块长期投资最佳选择 .....	22
1、茅台具有高且稳定的 ROE，源于其具有行业中最强的品牌力 .....	23
(1) 茅台的高 ROE 源于其具有行业中最强的品牌力 .....	23
(2) 调整期茅台 ROE 仍保持稳定，品牌力保障其能够穿越周期 .....	25
2、洋河具有高且稳定的 ROE，源于其具有行业领先的渠道力 .....	28
(1) 强大的渠道管理能力，使洋河具有稳定的净利率和较高的权益乘数 .....	28
(2) 强渠道力使洋河能够穿越周期，但品牌力仍有较大提升空间 .....	31
四、可比公司估值 .....	34
风险提示 .....	34

## 图表索引

图 1: 白酒龙头净利润增速与 GDP 增速相关性高, 具有较强的周期性.....	7
图 2: 从股价上来看, 白酒板块自 2000 年以来经历三轮牛市.....	7
图 3: 预收款增速转正预示着行业转暖, 转负预示着行业景气度已至高点, 整体看领先股价 3-7 个月.....	8
图 4: 经营现金流净额增速转正预示行业转暖, 负增长预示行业景气度已至高点, 整体看领先股价 3-7 个月.....	8
图 5: 04Q4 预收款增速转正、05Q2 现金流增速转正, 07Q4 预收款和现金流负增长.....	9
图 6: 第一轮牛市于 06 年 2 月开启, 08 年 3 月结束.....	9
图 7: 08Q4 预收款和现金流增速转正, 12Q1 现金流负增长、12Q2 预收款负增长.....	10
图 8: 第二轮牛市于 09 年 5 月底开启, 12 年 11 月结束.....	10
图 9: 14Q3 现金流转正、15Q1 预收款转正, 17Q3 预收款出现负增长、17Q4 现金流在低基数下负增长.....	10
图 10: 第三轮牛市于 15 年 4 月开启, 18 年 6 月底结束.....	10
图 11: 名优白酒品牌的收入波动性高于白酒行业.....	11
图 12: 用于自饮的牛栏山收入增速与行业周期并不贴合, 08 年和 18 年经济下行期增速反而加快.....	11
图 13: 营业总成本+所得税和现金流出增速往往不同步, 说明酒企往往会对费用和成本进行跨期确认.....	12
图 14: 经营现金流净额增速领先净利润增速 1-3 个季度.....	12
图 15: 经营现金流净额 TTM 增速领先净利润 TTM 增速 1-3 个季度.....	13
图 16: 酒企占用上游资金量相对较少, 应付账款及票据-预付账款占比收入在 5% 上下波动.....	13
图 17: 预收款增速往往领先于收入增速.....	13
图 18: 由于茅台 17 年 H2 改变打款政策, 剔除茅台后预收款增速同样领先于收入增速.....	14
图 19: 预收款占比收入中枢在 20%, 对利润表影响较大.....	14
图 20: 14 年下半年开始票据占比逐渐提升以短期补贴经销商, 16 年开始逐渐下降.....	14
图 21: 由于留存基酒原因, 白酒龙头存货增速与周期相关性弱.....	14
图 22: 经营性营运资本增速走势基本与白酒周期呈反向变化.....	15
图 23: 名优白酒企业普遍有着 20%+ 的 ROE.....	16
图 24: 以茅台为例, 其周转率中枢在 0.56 次, 权益乘数在 1.41 倍, 可见高 ROE 主要来自高净利率.....	16
图 25: 名优白酒企业毛利率多在 70%+.....	16
图 26: 名优白酒企业净利率普遍在 20%+.....	16
图 27: 奢侈品行业中多家企业均维持了普遍高的 ROE (%), ROE 中枢在 15% 以上.....	17

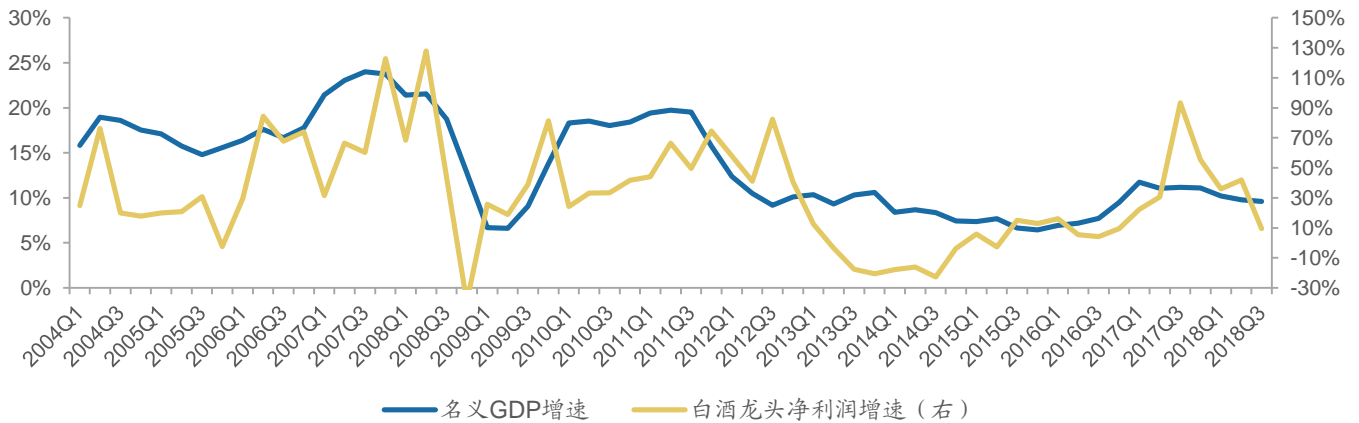
图 28:名优白酒与奢侈品具有类似的商业模式,借鉴奢侈品行业的财务表现,预计普遍高的 ROE 有望维持 .....	17
图 29: 奢侈品和快消品的双重属性,叠加产品单一且不可复制特点,使得名优白酒维持了较高的 ROE .....	17
图 30: 以贵州茅台为例,白酒板块成本主要是农产品等直接材料 .....	18
图 31: 三家奢侈品龙头企业毛利率 (%) 常年稳定在 60%-65%左右 .....	18
图 32: 农产品作为大宗商品,价格不会长期上涨 .....	19
图 33: 茅台酒售价跟随人均收入提升而不断提升 .....	19
图 34: 白酒行业的毛利率从 2000 年的低于 50%不断提升到 2017 年的 74%左右 .....	19
图 35: 白酒板块净利率从 2000 年的 17%上升至 2017 年的 33% .....	20
图 36: 白酒费用率整体可控,仅在 02-03 年、08 年、13-14 年销售费用率同比大幅上升 .....	20
图 37: 高端化妆品有着 70%+的高毛利率 (%) .....	21
图 38: 高端化妆品企业基本无规模效应,净利率 (%) 远远低于名优白酒 .....	21
图 39: 高端化妆品企业出现“赢家通吃”,仅有雅诗兰黛长期维持高于 15%的 ROE (%) .....	21
图 40: 雅诗兰黛的高 ROE 来自于其 10%以上的净利率和 1.1 次以上的周转率 .....	21
图 41: 奢侈品龙头的净利率 (%) 仍能维持在 10%+ .....	22
图 42: 名优白酒与奢侈品有普遍高的 ROE,高档化妆品行业仅龙头凭借强大渠道营销能力出现高 ROE .....	22
图 43: 茅台具有近 50%的净利率,明显高于其他品牌 .....	23
图 44: 茅台资产周转率 (次) 在行业中属中游水平 .....	23
图 45: 茅台权益乘数 (倍) 在行业中属于中游水平 .....	23
图 46: 酱香酒吨成本明显高于浓香型、清香型白酒,但整体看成本端波动幅度较小 .....	24
图 47: 尽管贵州茅台吨成本更高,但品牌力强,具备行业定价权,仍具有行业最高的毛利率 .....	24
图 48: 茅台具有行业最低的销售费用率 (%) .....	24
图 49: 泸州老窖 14 年明显加大了股利支付率 (%) .....	25
图 50: 相比竞争对手,茅台并未下调出厂价 (元/瓶) .....	25
图 51: 相比竞争对手,茅台净利率仍旧维持高位,保障了 ROE 未出现大幅下降 .....	25
图 52: 相比竞争对手,茅台在调整期资产周转率 (次) 下降幅度有限 .....	25
图 53: 相比竞争对手,茅台在调整期权益乘数 (倍) 下降幅度有限 .....	26
图 54: 调整期茅台经销商基本无利可图,渠道利润率下降至个位数 .....	27
图 55: 2015 年,茅台短期开放票据,以让利经销商 .....	27
图 56: 12 年底-14 年底,茅台预收款占比收入均低于 20% .....	27
图 57: 12-15 年茅台收入和净利润均保持正增长 .....	27
图 58: 从经销商的角度来看,愿意提前打款源于某类品牌能够提供更高的利差和更快的动销 .....	28
图 59: 三大高端酒占白酒板块预收款比例,茅台在 13 年之后反超五粮液,预示高端龙头易主 .....	28
图 60: 茅台资产负债率在调整期有所下降,但剔除预收款后的资产负债率有所上 .....	

升 .....	28
图 61: 洋河的净利率明显高于汾酒、水井坊等次高端酒企 .....	29
图 62: 上行期洋河净利率并不高于五粮液和老窖, 但调整期更加稳定 .....	29
图 63: 洋河的资产周转率 (次) 随着收入规模扩大后逐渐下降 .....	29
图 64: 洋河的权益乘数 (倍) 高于五粮液和泸州老窖 .....	29
图 65: 深度营销模式下, 09-12 年收入的高速增长伴随着费用的高速增长 .....	30
图 66: 12 年之前洋河销售费用率与五粮液不相上下, 13-15 年费用率仍保持稳定 .....	30
图 67: 12 年在消耗预收款后, 洋河开始消耗未结算折扣 .....	30
图 68: 消耗未结算折扣降低了毛利率 .....	30
图 69: 2013 年五粮液逆势提升出厂价, 14 年又降价 .....	32
图 70: 返利导致 2013-2014 年五粮液销售费用率出现大幅上升 .....	32
图 71: 消耗预收款后资产负债率下降 .....	32
图 72: 收入大幅下降导致资产周转率出现下降 .....	32
图 73: 调整期五粮液向大商倾斜, 前五经销商销售占比有所提升 .....	32
图 74: 2013 年 9 月逆势提出厂价, 2014 年大幅降价 .....	33
图 75: 柴泉模式下老窖毛利率在 09-12 年并未上升 .....	33
图 76: 调整期老窖收入和预收款均大幅下降 .....	33
图 77: 调整期老窖资产周转率和负债率均下降 .....	33
表 1: 以茅台为例, 储存年份越久, 产品价格越高 .....	11
表 2: 帝亚吉欧的主力品牌定价也仅仅相当于中端白酒的定价 .....	18
表 3: 茅台和洋河近 9 年平均 ROE (%) 行业最高, 且在 13-15 年调整期仍稳定在 20% 以上 .....	22
表 4: 茅台于 2013 年开放经销权, 依赖品牌力逆势扩张经销商网络 .....	26
表 5: 大部分酒企将渠道支持计入销售费用, 部分酒企用来抵扣收入, 洋河采用抵扣收入的方式 .....	31
表 6: 可比公司估值 .....	34

## 一、消费品中的周期品，预收款和现金流是判断行业拐点的最好指标

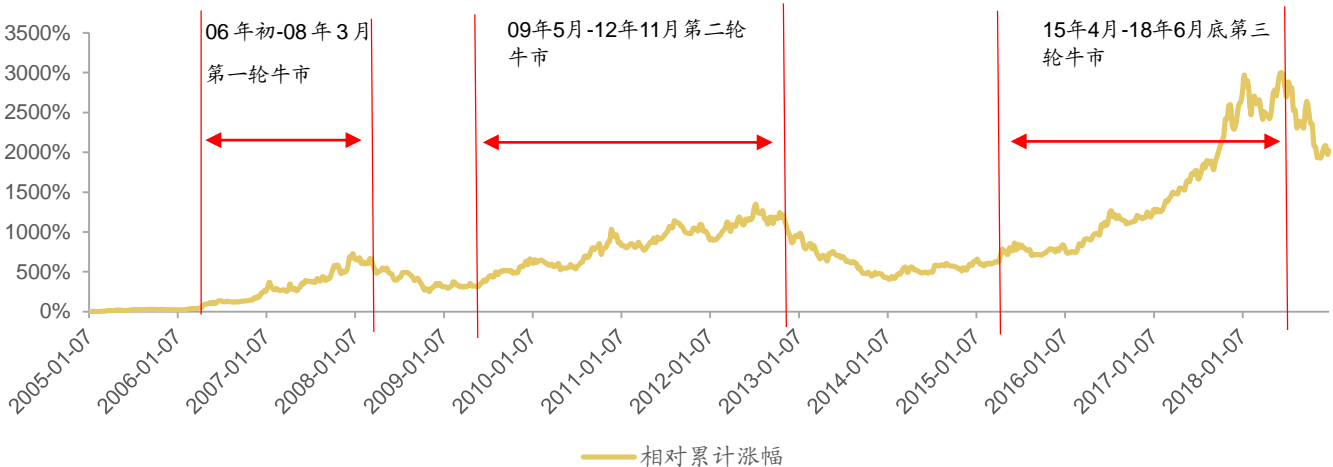
**1、白酒具有一定的周期品属性，预收款和现金流是判断拐点的最好指标**  
白酒具有消费品和周期品双重属性，行业周期与宏观经济周期紧密相关，自2000年以来历经了三轮周期。白酒自2000年起一共经历过三轮周期，从三轮周期来看，白酒与宏观经济和行业政策紧密相关。从上市公司财务数据来看，白酒龙头（茅五泸洋）净利润增速与GDP增速相关性较高，说明白酒具有较强的周期性。从股价的表现上来看，白酒行业也经历了三轮牛市，第一轮牛市于06年初开始，08年3月结束；第二轮牛市于09年5月开始，12年11月结束；第三轮牛市于15年4月开始，18年6月底结束。开始的标志是相对收益率快速的上行，结束的标志是相对收益率结束一段时间的震荡开启单边下跌。

图 1：白酒龙头净利润增速与GDP增速相关性高，具有较强的周期性



资料来源：wind，广发证券发展研究中心，备注：白酒龙头包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖和洋河股份，GDP增速采用名义增速

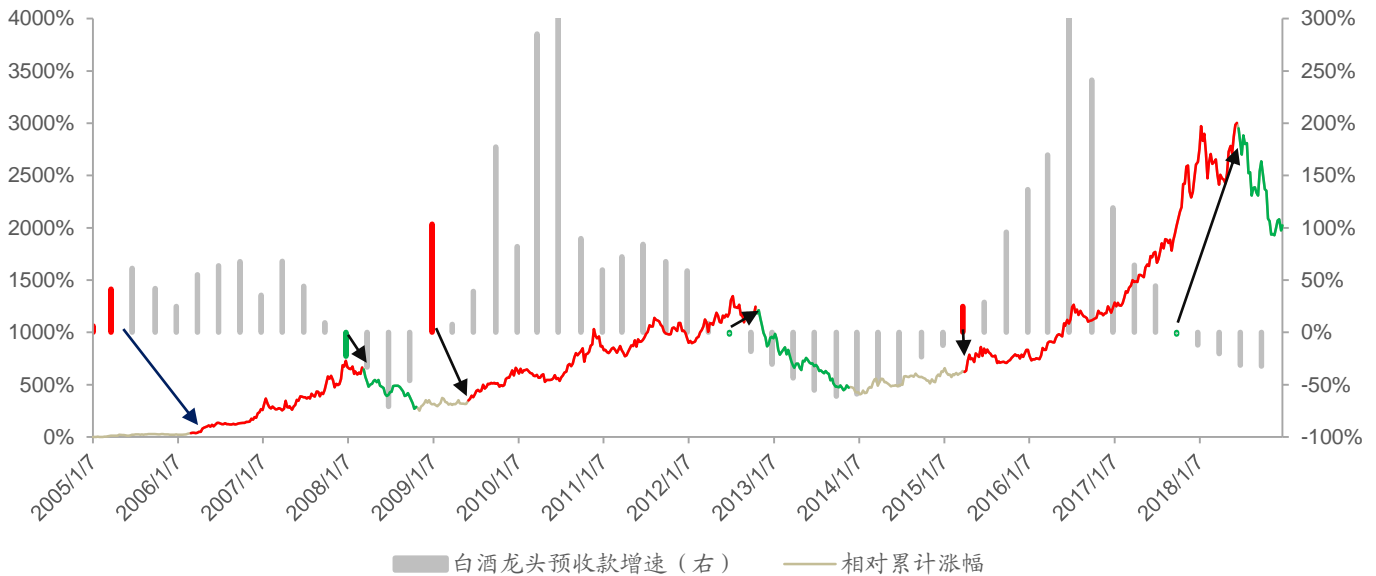
图 2：从股价上来看，白酒板块自2000年以来经历三轮牛市



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

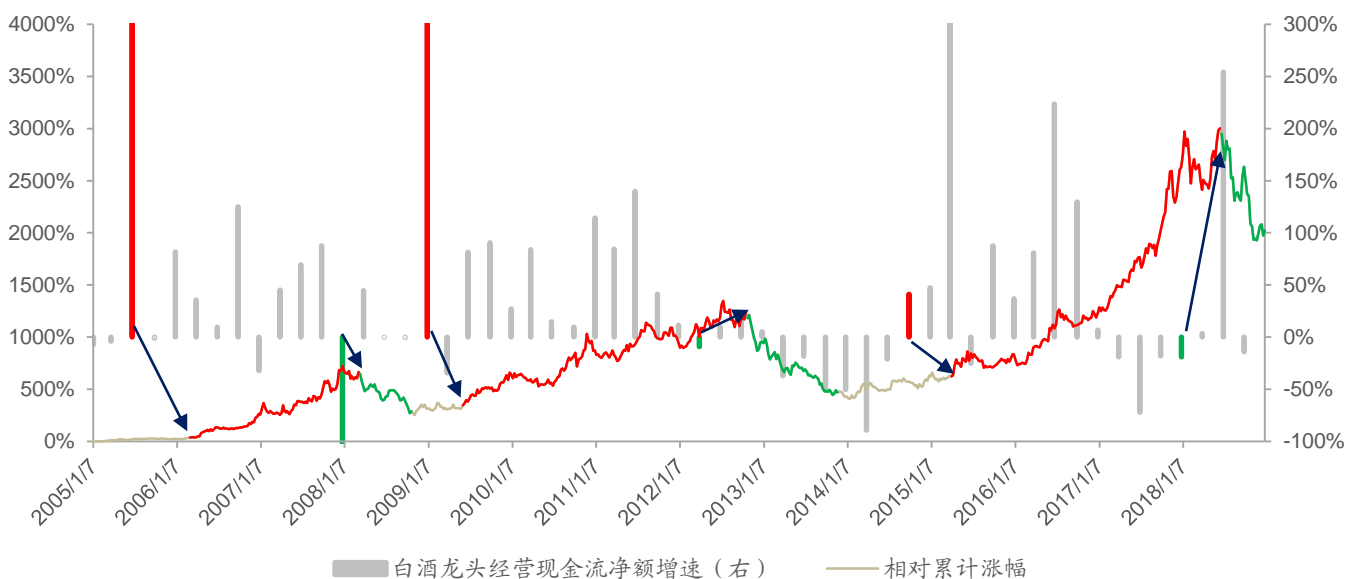
预收款和经营现金流净额是周期拐点的领先指标，领先股价3-7个月。回顾白酒行业过去十余年的发展，几乎每轮周期都会持续3-4年，而预收款和经营现金流净额是白酒周期的领先指标。预收款增速转正和经营现金流净额大幅正增长是周期即将开启的标志，预收款增速转负和经营现金流净额增速负增长是周期即将结束的标志。从三轮周期来看，预收款和现金流净额增速两个指标领先二级市场股价3-7个月，虽然财报披露会晚1-4个月不等，但两个指标仍具有一定的领先意义。

图 3：预收款增速转正预示着行业转暖，转负预示着行业景气度已至高点，整体看领先股价3-7个月



资料来源：wind，广发证券发展研究中心，备注：红线表示上涨，绿线表示下跌，相对累计涨幅指相对沪深300的累计涨幅，下同

图 4：经营现金流净额增速转正预示行业转暖，负增长预示行业景气度已至高点，整体看领先股价3-7个月

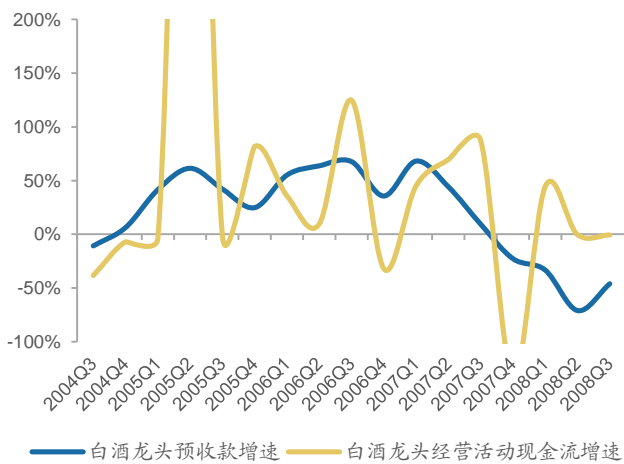


资料来源：wind，广发证券发展研究中心，备注：经营现金流净额增速因季节错位或基数原因波动较大，我们认为可用于作辅助指标。



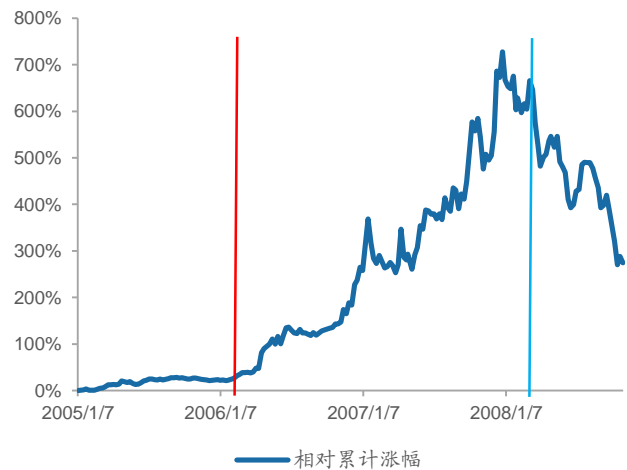
**(1) 第一轮牛市 (06年2月-08年3月底): 04Q4预收款增速转正、05Q2现金流增速转正, 07Q4预收款和现金流负增长。**04Q4白酒龙头的预收款开始小幅正增长, 在05年增长也不断加速; 05Q2经营现金流净额大幅正增长, 预示着白酒行业转暖。从06年初开始, 白酒指数加速上涨, 进入了第一轮白酒牛市, 二级市场股价滞后了预收款和现金流6个月左右。07Q4开始, 预收款开始出现负增长, 经营现金流净额也出现大幅负增长, 行业景气度已经达到高点, 08年3月开始股价也结束了震荡, 开始单边下跌, 二级市场滞后了3个月左右。如果从05年半年报披露后买入(茅五泸半年报于05年8月中旬披露完毕), 持有至07年年报披露后(08年3月中旬披露完毕)卖出。持有两年零7个月回报率达793%, 相对大盘回报率453%。

图 5: 04Q4预收款增速转正、05Q2现金流增速转正, 07Q4预收款和现金流负增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

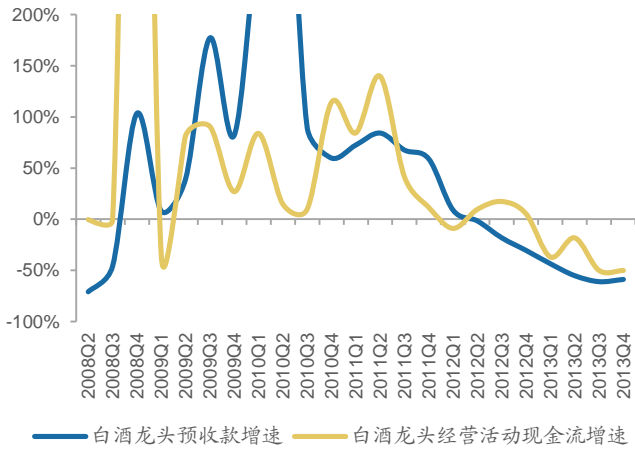
图 6: 第一轮牛市于06年2月开启, 08年3月结束



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

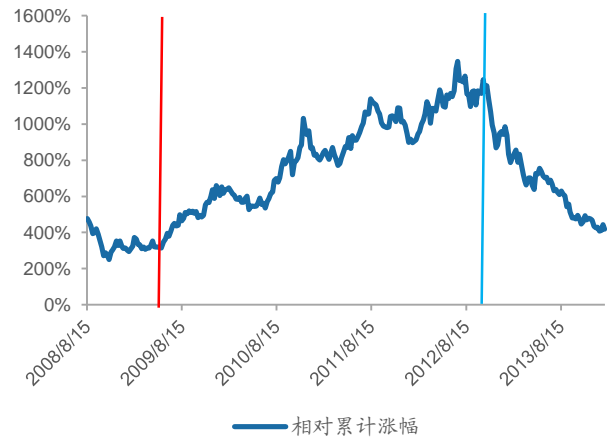
**(2) 第二轮牛市 (09年5月-12年11月): 08Q4预收款和现金流增速转正, 12Q1现金流负增长、12Q2预收款负增长。**08Q4预收款和现金流增速开始正增长, 预示行业转暖。白酒指数从09年5月底开始迅速上涨, 白酒行业进入第二轮牛市, 二级市场股价滞后了5个月左右。12Q1开始现金流出现了负增长, 预收款增速也出现大幅度的放缓, 12Q2开始预收款出现负增长, 说明行业景气度已经达到了高点, 12年11月股价也结束了震荡, 开始单边下跌, 二级市场股价滞后了5个月左右。如果从08年年报披露后买入(茅五泸年报于09年4月中旬披露完毕), 持有至12年半年报披露后(茅五泸洋12年8月下旬披露完毕)卖出。持有三年零4个月回报率达133%, 相对大盘回报率146%。

图 7: 08Q4预收款和现金流增速转正, 12Q1现金流负增长、12Q2预收款负增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

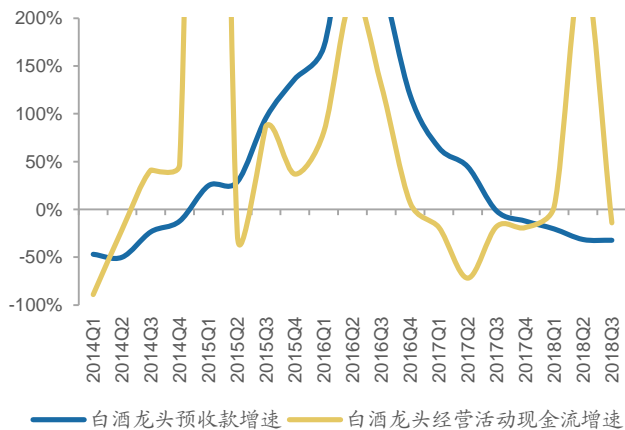
图 8: 第二轮牛市于09年5月底开启, 12年11月结束



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

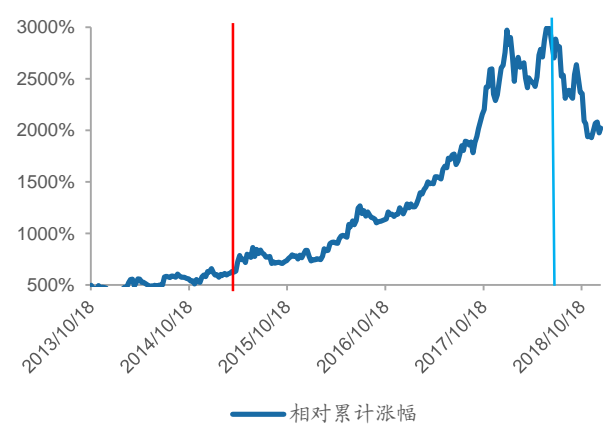
**(3) 第三轮牛市 (15年4月-18年6月): 14Q3现金流转正、15Q1预收款转正, 17Q3预收款出现负增长、17Q4现金流在低基数下负增长。** 14Q3现金流转正, 同时预收款降幅也大幅收窄, 15Q1预收款增速正增长, 预示行业转暖。白酒指数也从15年4月开始进入快速上涨阶段, 二级市场股价滞后了约1-7个月 (从14Q3算起则是4-7个月)。17Q3预收款出现负增长, 17Q4现金流在低基数下继续负增长, 说明行业景气度已经到了高点。18年6月底白酒指数结束震荡开始单边下跌, 二级市场滞后了6个月左右。如果从15年一季报披露后买入 (茅五泸洋年报于15年4月下旬披露完毕), 持有至17年年报披露后 (18年4月下旬披露完毕) 卖出。持有三年回报率达**131%**, 相对大盘回报率达**152%**。

图 9: 14Q3现金流转正、15Q1预收款转正, 17Q3预收款出现负增长、17Q4现金流在低基数下负增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 第三轮牛市于15年4月开启, 18年6月底结束



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 2、周期性源于经济波动和库存周期的叠加，预收款和现金流的领先性则源于先款后货的特点

名优白酒的消费与经济活动密切相关，无保质期的特点又进一步增大了库存周期的影响。名优白酒的消费与经济活动密切相关，其消费一大部分来自于政商务活动中的宴请送礼（2013年后政务消费占比大幅下降），这导致了名优白酒受到经济周期和政策的影响更大。从微观财务数据上看，名优白酒的收入波动性高于行业整体，光瓶酒仅仅用于自饮，以光瓶酒龙头牛栏山为例，可以看出其收入波动与行业周期并不完全贴合。除此之外，名优白酒没有保质期，酒存储年份越久价值越高，这衍生出了两个特点：第一，价格上行期渠道可以囤货以追求未来更高的利差，增加了渠道中的库存；第二，消费者提前囤货的行为产生了社会库存。一旦价格因经济波动进入下跌阶段库存周期会加大经济周期的影响，因此，白酒的周期实际上是经济波动与自身库存周期共同叠加而产生的。

图 11：名优白酒品牌的收入波动性高于白酒行业

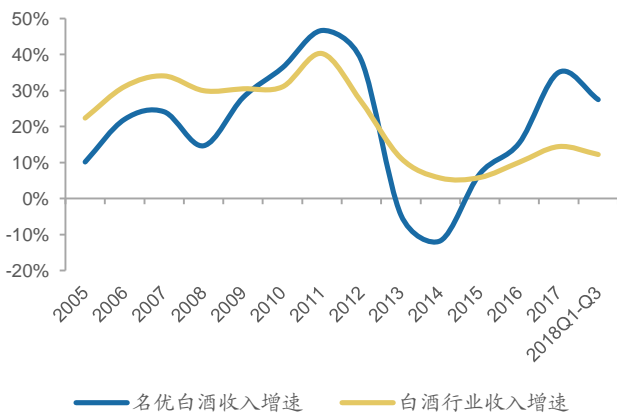
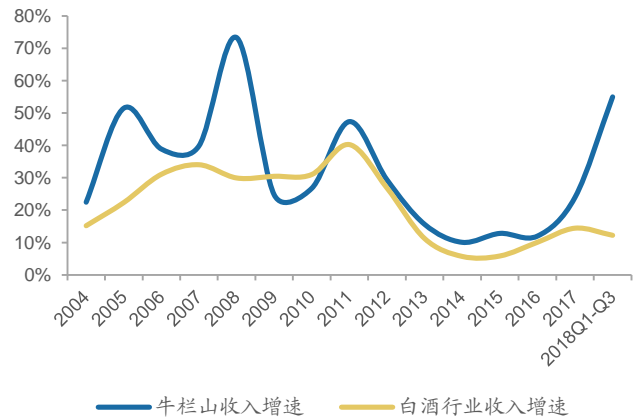


图 12：用于自饮的牛栏山收入增速与行业周期并不贴合，08年和18年经济下行期增速反而加快



数据来源：wind，广发证券发展研究中心，备注：名优白酒主要为茅五泸洋水井汾酒舍得酒鬼

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 1：以茅台为例，储存年份越久，产品价格越高

产品	出厂时间	零售价 (元/箱)
飞天茅台	2015	15620
	2014	17580
	2013	18680
	2012	22580
	2011	22850
	2010	25800
	2009	29400
	2008	32140

数据来源：贵州茅台京东自营旗舰店，广发证券发展研究中心

酒企采用预收款、票据以及费用的跨期确认来抵御周期波动，因此现金流比利润表更早体现出真实销售情况。对经销商来说，行业进入上行期时，下游经销商能够最早感受到行业景气度，会提前打款以追求尽早拿货，而行业进入下行期时会减少打款消化库存；而对酒企来说，其每年的计划都在年初制定，行业进入调整时无法及时调整目标，因此也有调节报表的动机，两方面的原因共同导致了现金流入和收入增速可能会出现差距。酒企现金流出一般会涉及到跨季度之间成本和费用确认，但从行业整体来看，行业下行期酒企为维持较好的利润增速可能会延迟确认成本和费用，因此现金净额与净利润增速差距往往比现金回款和收入增速之间的差距更大，白酒龙头经营现金流净额的拐点往往领先净利润拐点1-3个季度。例如，2012Q1经营现金流净额负增长，但净利润增速仍旧维持高位，12Q4才开始有所放缓，13Q1才开始大幅放缓，领先3个季度；再如，本轮牛市起点，14Q3开始经营现金流净额开始大幅正增长，但净利润增速15Q1才出现正增长，对于牛市终点，17Q4经营现金流净额仍旧负增长，18Q1基本零增长，而净利润增速18Q3才开始大幅放缓，领先2-3个季度。由于单季度数据波动幅度较大，我们采用TTM平滑后现金流同样领先于净利润增速。

图 13: 营业总成本+所得税和现金流出增速往往不同步，说明酒企往往会对费用和成本进行跨期确认

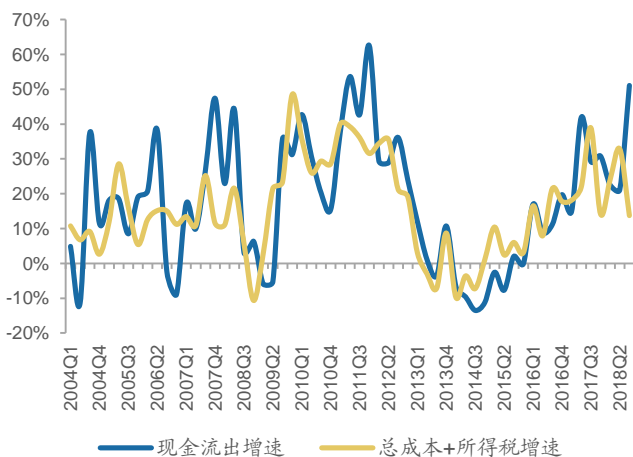
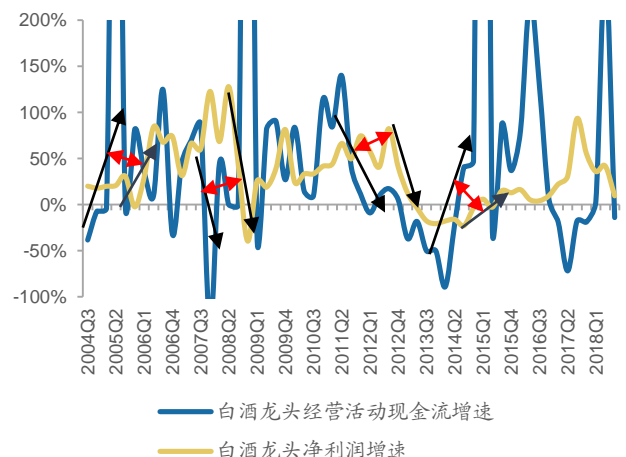


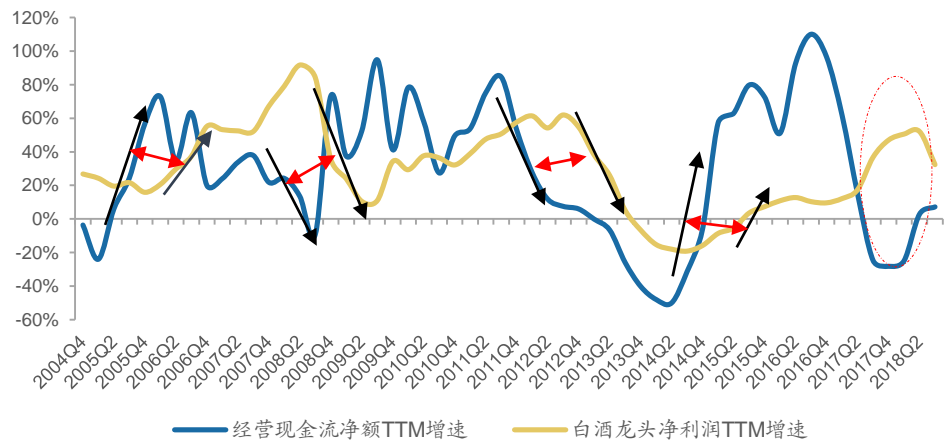
图 14: 经营现金流净额增速领先净利润增速1-3个季度



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 经营现金流净额TTM增速领先净利润TTM增速1-3个季度



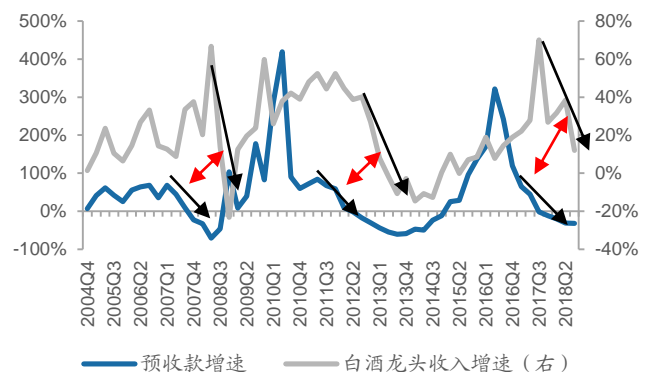
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心, 备注: TTM指最近四个季度的已披露财报的单季度相应指标之和。

先款后货的销售方式使得预收款成为衡量白酒景气度的先行指标，也是酒企调节利润表的主要工具。白酒的产业链条较短，上游为农产品，酒企议价权较强势，因此，应付账款及票据-预付账款一般为正值，说明酒企能够占用上游资金，但农产品一般价格低廉，所以占用的资金量和收入相比占比较低，近十余年占比一直在5%上下波动。酒企下游则依赖经销商进行分销，且具有先打款后发货的特点，因此预收款是白酒景气度的先行指标，往往领先于收入增速，行业上行期预收款率先恢复增长，酒企逐步确认收入，并不断积累预收款，下行期经销商减少打款，同时酒企开始消耗之前累积的预收款确认收入，预收款会率先放缓。白酒龙头中茅台曾在17H2改变打款政策，但剔除茅台后该规律同样适用。除此之外，从历史三轮周期来看，预收款占比收入（对收入进行季度TTM平滑处理）中枢在20%，对利润表影响较大。因此，预收款是酒企调节利润表的主要工具，也是现金流量表和利润表产生差距的主要原因。

图 16: 酒企占用上游资金量相对较少，应付账款及票据-预付账款占比收入在5%上下波动



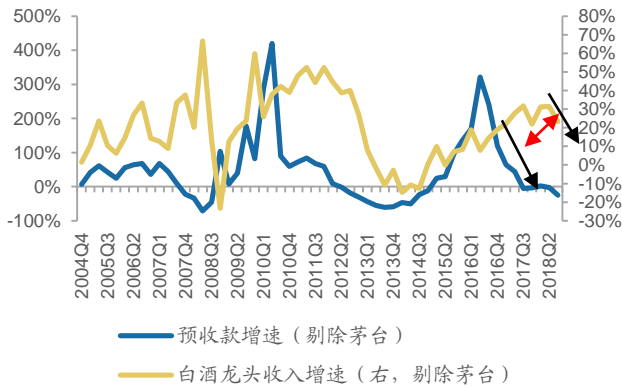
图 17: 预收款增速往往领先于收入增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

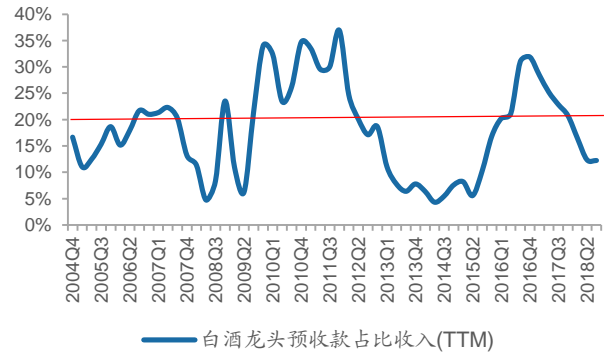
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 由于茅台17年H2改变打款政策, 剔除茅台后预收款增速同样领先于收入增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 2017年Q2之后剔除茅台

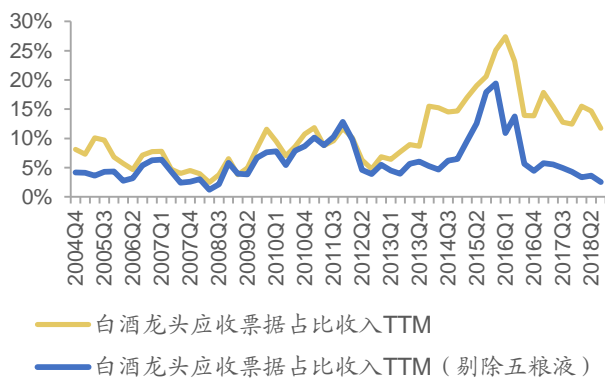
图 19: 预收款占比收入中枢在20%, 对利润表影响较大



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

应收票据是酒企让利渠道经销商的工具, 与预收账款配合使用达到熨平周期的作用。一般经销商有盈利压力时, 酒企会放松打款政策, 允许使用票据, 对经销商来说, 票据相当于借用上游酒企的信用经营, 本质上为酒企让利渠道经销商。票据这一工具从08年第二轮周期开始被较多的使用, 以白酒龙头的季度数据来看(对收入进行季度TTM平滑处理), 在2013年公司消耗了预收款之后, 2014年龙头公司开始对渠道使用票据进行补贴, 后随着景气度的提升, 票据占比逐渐下降, 由于五粮液渠道利差较小导致票据占比仍高, 但其余几家龙头企业票据占比已逐渐回归正常(5%水平)。经营性营运资本(经营性流动资产减去经营性流动负债)可以综合预收款和票据两个指标, 酒企的经营性流动资产主要是应收票据和存货, 而经营性流动负债主要是预收款。由于留存基酒原因, 导致存货增速和周期相关性弱、对经营营运资本波动贡献小, 而预收款和票据起到熨平周期的作用, 因此经营性营运资本增速往往与白酒周期有相反的走势。

图 20: 14年下半年开始票据占比逐渐提升以短期补贴经销商, 16年开始逐渐下降



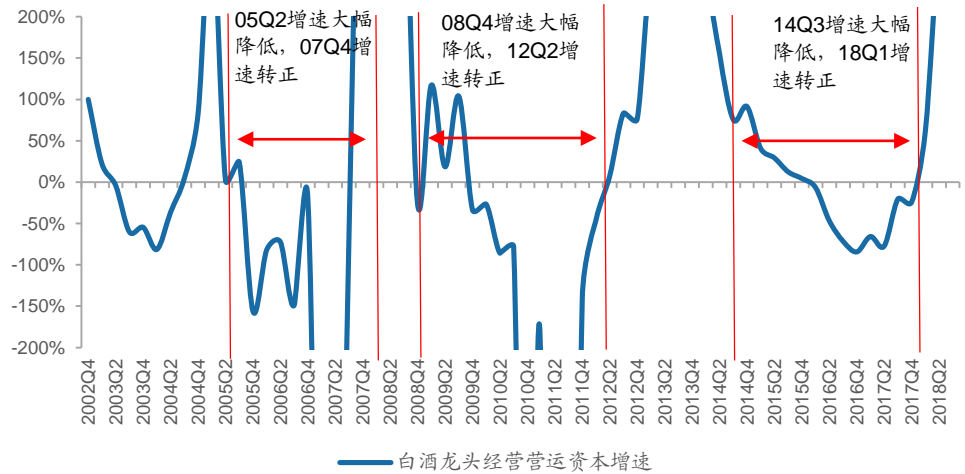
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 由于留存基酒原因, 白酒龙头存货增速与周期相关性弱



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 经营性营运资本增速走势基本与白酒周期呈反向变化



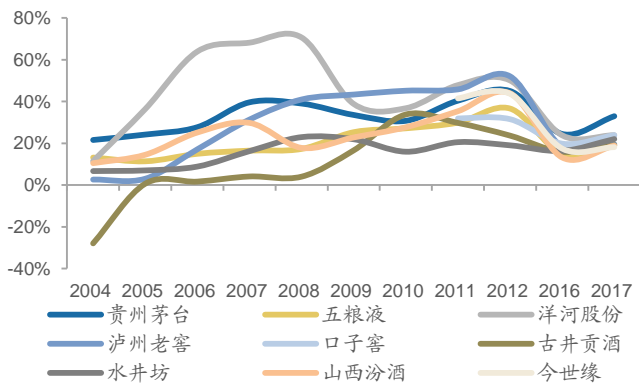
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

## 二、快消品中的奢侈品，高毛利率、高净利率、高 ROE 有望长期维持

### 1、名优白酒兼具奢侈品与快消品双重属性，普遍高的 ROE 有望维持

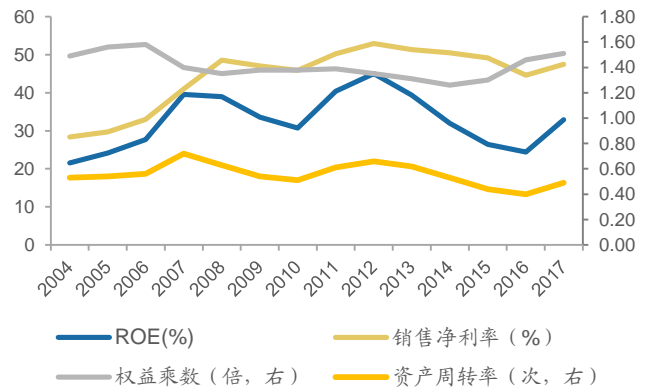
十余家名优白酒企业 ROE 普遍高于 20%，高 ROE 源于高净利率。根据我们所发布的《消费品投资方法论：用 ROE 选公司，PE 定买点》，白酒行业在整个消费品中具有比较特殊的行业属性，大多数消费品行业只有行业龙头能够保持较高的 ROE，而白酒行业则是行业中多数企业均有较高的 ROE。剔除掉 13-15 年三年调整期，十余家名优白酒企业普遍具有 20% 以上的 ROE，考虑到剑南春、郎酒等名酒企业还未上市，实际数量更多。根据对上市名优酒企进行杜邦拆分，其高 ROE 主要得益于名优白酒企业普遍具有较高的盈利能力，体现为 70%+ 的高毛利率和 20%+ 的高净利率。

图 23: 名优白酒企业普遍有着20%+的ROE



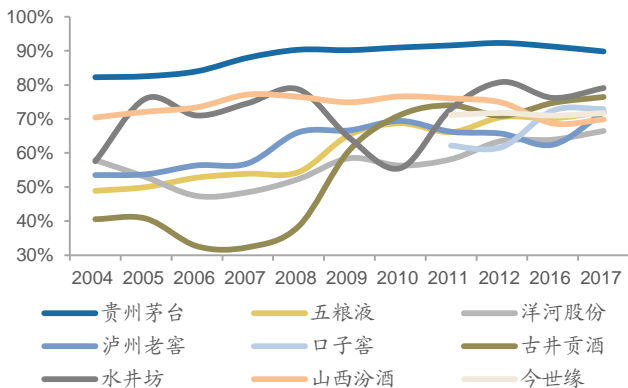
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 以茅台为例, 其周转率中枢在0.56次, 权益乘数在1.41倍, 可见高ROE主要来自高净利率



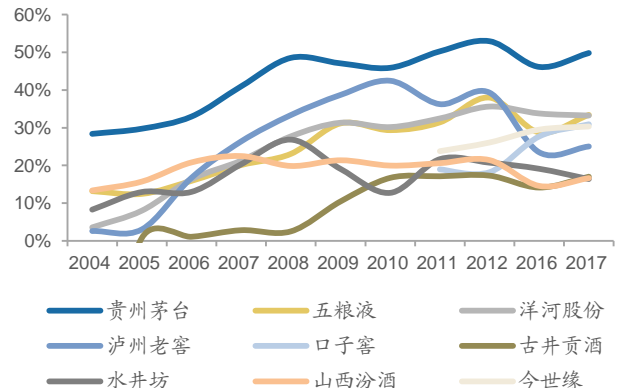
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 名优白酒企业毛利率多在70%+



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 名优白酒企业净利率普遍在20%+

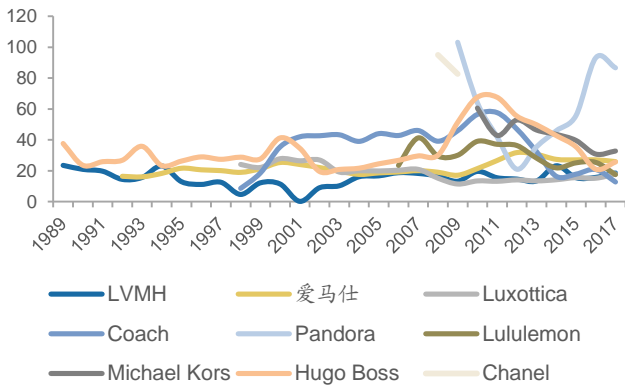


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

名优白酒兼具奢侈品和快消品双重属性, 普遍高的ROE有望维持。名优白酒企业之所以能够实现普遍高的ROE, 我们认为主要是源于名优白酒所具有的奢侈品属性。大众消费品, 如酱油、乳品、大众日化等等行业, 其产品与产品之间并无明显不同。在竞争过程中, 渠道力最强或产品性价比最高的企业会胜出形成行业龙头, 一旦行业出现龙头, 龙头的市占率会不断提升, 最终行业形成双寡头或者单寡头, 出现“赢家通吃”, 因此只有行业龙头才会出现高ROE。但不同于大众品, 奢侈品企业不会出现“赢家通吃”, 一方面每个奢侈品品牌均具有一定的独特性, 每个奢侈品品牌均在营销中突出其独特性; 另外一方面, 即便是奢侈品企业出现了龙头, 为了保证其产品的稀缺性, 不会无限制的放量抢占市场; 最后, 奢侈品价格带宽, 可以容纳更多的企业, 共同导致了奢侈品企业ROE普遍较高, 能够长期共存, ROE中枢在15%以上。而对于名优白酒来说, 历史造就了每一个品牌均具有天然的独特性; 据搜狐网, 茅台董事长李保芳称至2020年茅台酒产能达到5.6万吨后, 在较长一个时期就不再增加产能; 名优白酒的主力价格带较宽, 从200元/瓶到2000元/瓶左右。可见名优白酒和奢侈品具有类似的商业模式, 普遍高的ROE未来有望维持。



图 27: 奢侈品行业中多家企业均维持了普遍高的ROE (%)，ROE中枢在15%以上



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 28: 名优白酒与奢侈品具有类似的商业模式, 借鉴奢侈品行业的财务表现, 预计普遍高的ROE有望维持

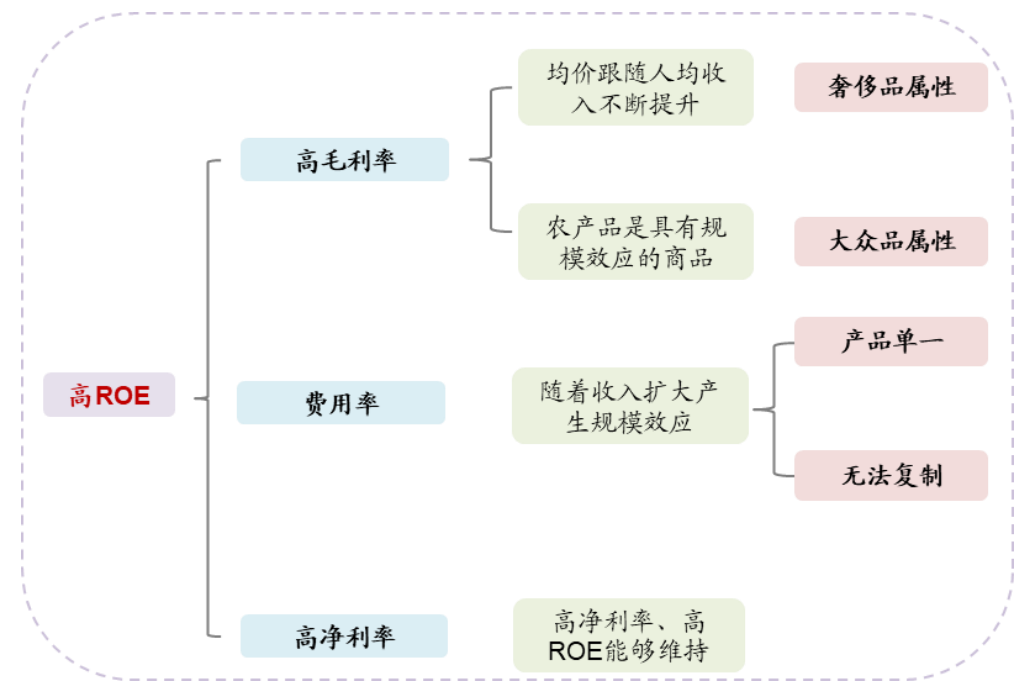
	名优白酒	奢侈品
品牌&产品的独特性	酿造环境、工艺使其具有天然独特性	独特性源于历史积淀及持续的营销
竞争格局	相对不激烈, 龙头有控量的需求	龙头为突出稀缺性不会无限制放量
价格带	较宽, 从高端到次高端	较宽, 从极奢、重奢到轻奢
资产回报率	普遍高ROE	普遍较高的ROE

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 2、名优白酒毛利率、净利率持续提升, 保障 ROE 维持高位

名优白酒高毛利率源于其奢侈品和快消品的双重属性, 高净利率则源自产品单一和无法复制的属性。根据第一部分的杜邦拆分, 名优白酒品牌的高ROE来自于高净利率, 高净利率来自于高毛利率和可控的费用率。我们认为高毛利率来源于名优白酒销售端的奢侈品属性和成本端的快消品属性; 而可控的费用率来源于名优白酒产品单一且无法复制的属性, 使得ROE维持在高位。

图 29: 奢侈品和快消品的双重属性, 叠加产品单一且不可复制特点, 使得名优白酒维持了较高的ROE



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

**(1) 名优白酒具有 70%+ 的高毛利率，源于奢侈品和快消品的双重属性**

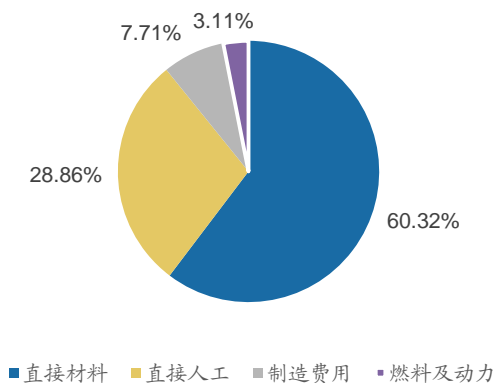
名优白酒为特殊的奢侈品，毛利率既高于海外烈酒龙头也高于奢侈品龙头。海外烈酒龙头帝亚吉欧在经过多年的高端化后其毛利率也仅仅相当于区域中端酒企，稳定在60%左右（据Bloomberg）。这主要是因为洋酒和白酒的消费属性不同，洋酒和白酒虽然都有上瘾的属性，但是洋酒在海外并没有社交和礼品属性，难以奢侈品化，导致洋酒的消费者定位是大众消费品，帝亚吉欧的主力产品价位也只达到200-300元人民币/瓶左右（一瓶规格通常在750ML，折算后价格更低）。但白酒与海外奢侈品企业比较，又具有特殊的快消品属性。海外主要的奢侈品企业，如LVMH集团、历峰集团、开云集团三大奢侈品龙头，尽管其品牌也经历过多年的打造，且定价昂贵，但产品本身并非是不可复制的，因此奢侈品均需要在生产过程中提高成本保持产品的高端地位和独特性，本质上其竞争的焦点不在于销售端而在于成本端，是一种变相的价格竞争。这也导致了奢侈品龙头毛利率普遍在65%左右，仅相当于中端酒企。而名优白酒品牌在成本端主要为农产品等材料，生产工艺常年不变，这一点和洋酒以及大多数快消品类似，因此，名优白酒与洋酒等消费品相比定价更高，与奢侈品相比成本更低，因此，普遍具有70%以上的极高的毛利率。

表 2: 帝亚吉欧的主力品牌定价也仅仅相当于中端白酒的定价

烈酒品牌	单价(元/瓶)	定位	品类	2018年销售额(亿美元)	所在品类世界销售额排名
尊尼获加	>190	高端+超高端	威士忌	53.4	1
斯米诺	>42	中端	伏特加	37.3	1
皇冠	>108	超高端	威士忌	24.9	4
摩根船长	>79	中端	朗姆	21.4	2
百利	>85	中端	利口酒	16.1	1
诗塔珂	>368	超高端	伏特加	10	4
坎特一号	>165	超高端	伏特加	7.4	8
珍宝	>75	中端	威士忌	7.2	10

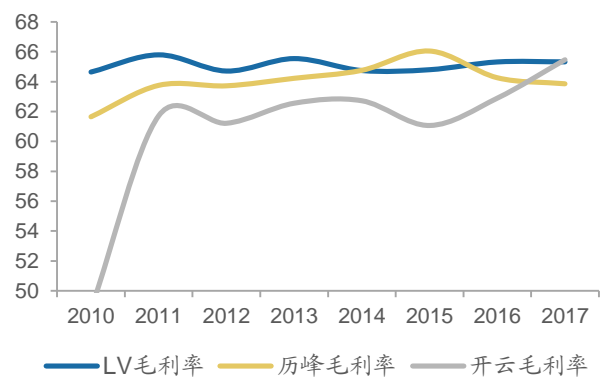
数据来源：帝亚吉欧财报，Bloomberg，广发证券发展研究中心，备注：该品牌定位数据来源于美国烈酒协会品牌定位分类

图 30: 以贵州茅台为例，白酒板块成本主要是农产品等直接材料



数据来源：贵州茅台2018年年报，广发证券发展研究中心

图 31: 三家奢侈品龙头企业毛利率(%)常年稳定在60%-65%左右



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

成本端具有快消品属性，销售端具有奢侈品属性，导致白酒的毛利率随着人均收入提升有望不断提升。白酒的酿造工艺并不会随着时间变化，而农产品是一类在种植上具有规模优势的大宗商品，价格具有周期性，但却不会长期上涨，以小麦为例，18年国际小麦价格与上世纪70年代相比剔除通胀后甚至有所下降。因此，白酒的单位生产成本在未来也不会大幅提升，事实上，这一点和大部分快消品如软饮料、肉制品等等类似。但白酒在销售端具有奢侈品的特点，因此价格很难下降，而且会随着人均收入的不断提升而提升，过去近20年以来，白酒板块的毛利率稳步提升，从2000年的不到50%提升到2017年的74%左右。我们认为，只要白酒的这两个属性不变，未来毛利率仍有望持续提升。

图 32: 农产品作为大宗商品，价格不会长期上涨

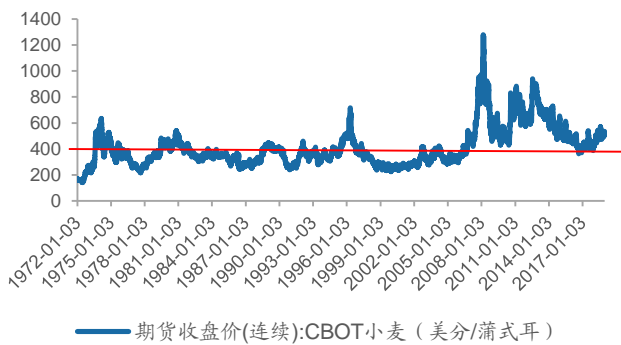
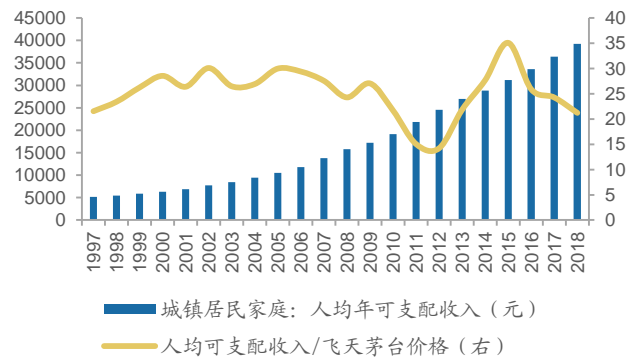


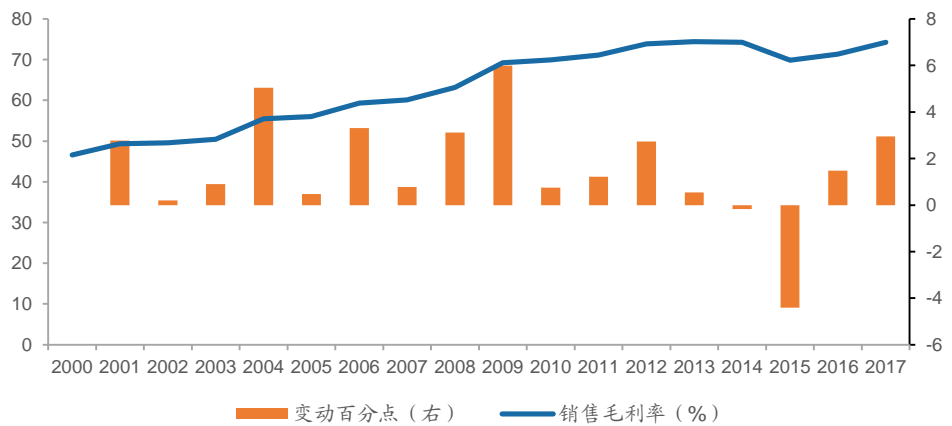
图 33: 茅台酒售价跟随人均收入提升而不断提升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 34: 白酒行业的毛利率从2000年的低于50%不断提升到2017年的74%左右



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

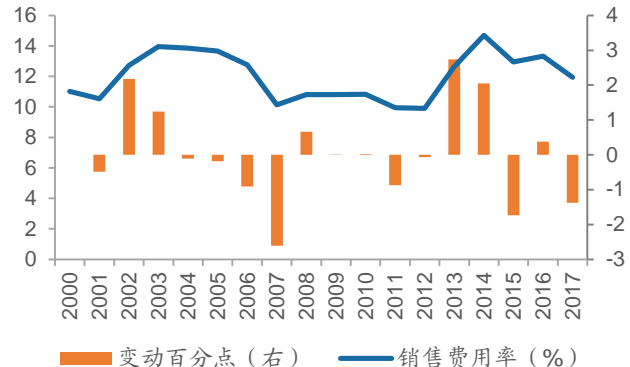
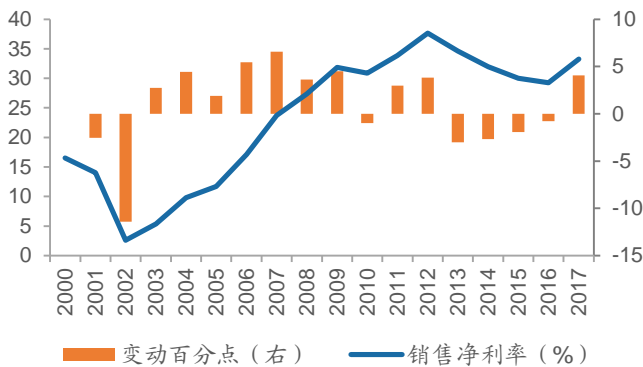
**(2) 名优白酒具有 20%+ 的高净利率，源于产品单一且无法复制的属性**

名优白酒高净利率源于高毛利率和整体可控的费用率，费用率仅会在行业下行期出现上升。名优白酒行业虽然具有周期性，但由于奢侈品的属性，意味着名优白酒企业均有控量保价的需求，因此毛利率对周期不敏感。同时，根据上文，销售端的奢侈品属性和成本端的快消品属性共同造成了毛利率能不断提升，白酒板块的毛利率稳步提升，从2000年的不到50%提升到2017年的74%左右，带动了白酒板块净

利率从2000年的17%提升到2017年的33%左右。之所以毛利率的提升能够反应在净利率的提升上面，主要原因在于白酒行业的费用率整体是可控的，白酒板块销售费用率的中枢处在10%-15%之间，仅仅在行业下行期酒企会通过加大投放费用以抵御周期波动，如02-03年、08年和13-14年费用率均同比出现较大幅度上升。

图 35: 白酒板块净利率从2000年的17%上升至2017年的33%

图 36: 白酒费用率整体可控，仅在02-03年、08年、13-14年销售费用率同比大幅上升

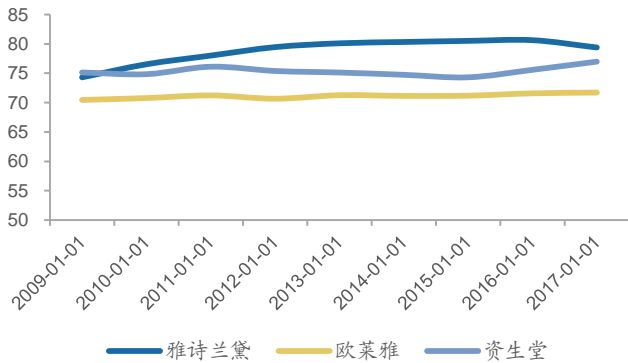


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

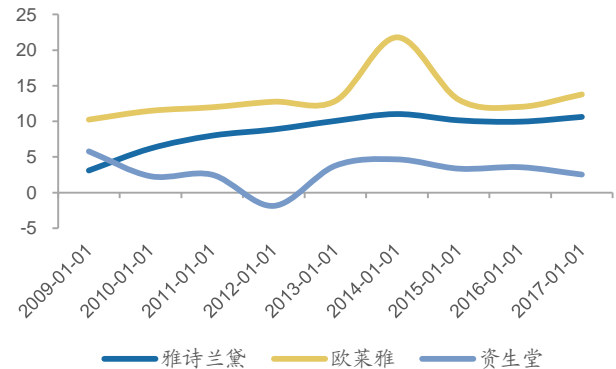
名优白酒品牌具有产品单一且难以复制的特点，无需大量重复营销使得费用投放具有规模效应。我们认为名优白酒费用率之所以整体可控，主要是由名优白酒的产品单一且难以复制所决定的。例如，高端化妆品和名优白酒实际上有着类似的行业属性，均属于快速消费品，且化妆品本身的生产成本也较低，两者之间有着同样的高毛利率，如雅诗兰黛、欧莱雅等高端化妆品企业毛利率均在70%-80%左右，相当于高端和次高端白酒的水平，但净利率水平却明显更低。主要因高端化妆品具有很强的时尚属性且相互之间容易模仿，需要企业不断更迭产品并重复的营销以维持住原有客户并拓宽新客户，而这与名优白酒品牌有着本质的不同。名优白酒产品单一，目前的茅台酒与几十年前的茅台酒并无明显不同，且不同的名优白酒之间均难以互相复制，产品由当地环境以及工艺决定。因此，白酒产品的单一性和不可复制性决定了其无需大量重复营销，名优白酒数量不会再生，只会减少不会增加，这就决定了未来白酒的高净利率能够长期维持，甚至在毛利率提升和规模扩大后费用率下降进而不断提升。

图 37: 高端化妆品有着70%+的高毛利率(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

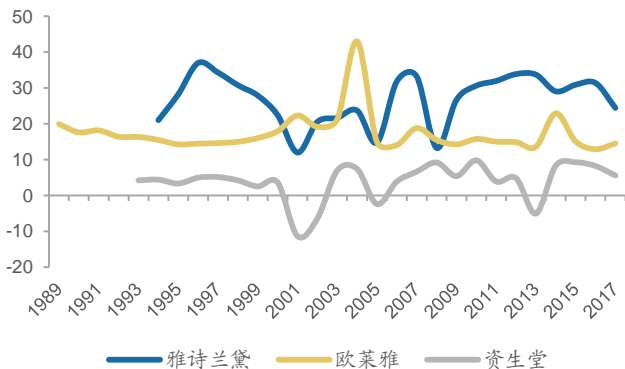
图 38: 高端化妆品企业基本无规模效应, 净利率(%) 远远低于名优白酒



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

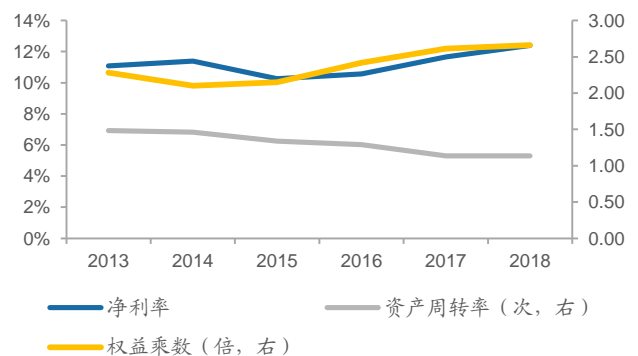
总体来看, 特殊的商业模式造就了名优白酒企业具有普遍高的ROE。与名优白酒品牌相比, 奢侈品企业为突出自身产品的不可复制性和独特性, 均会在生产端和营销端投入较多, 因此一定程度上牺牲了部分净利率换取产品的独特性, 但却仍能维持多家企业普遍较高的ROE。而高端化妆品的可复制性强以及更迭过快, 因大量营销投入牺牲了净利率, 一旦丧失高净利率进入周转率的竞争之中, 商业模式便更加类似于大众消费品, 因此会出现仅仅有渠道力强的行业龙头能够实现高ROE, 这也是大多数大众消费品的行业特点(参见我们所发布的《消费品投资方法论: 用ROE选公司, PE定买点》)。而对于名优白酒来说, 多种特性使得其具有了特殊的商业模式, 行业内出现了普遍高的ROE。

图 39: 高端化妆品企业出现“赢家通吃”, 仅有雅诗兰黛长期维持高于15%的ROE (%)



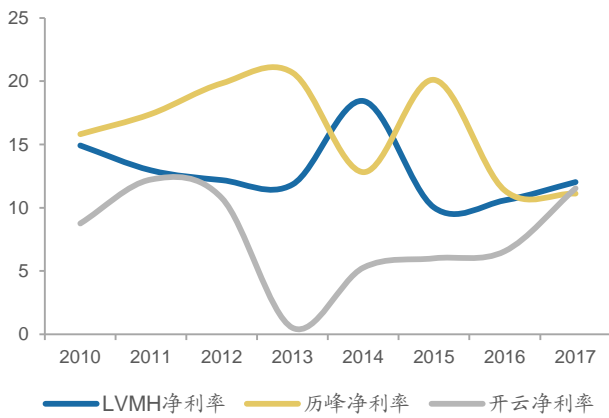
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 40: 雅诗兰黛的高ROE来自于其10%以上的净利率和1.1次以上的周转率



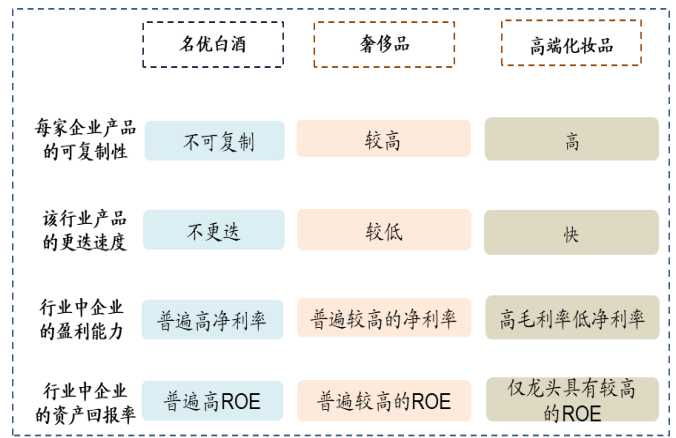
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 41: 奢侈品龙头的净利率 (%) 仍能维持在10%+



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 42: 名优白酒与奢侈品有普遍高的ROE, 高档化妆品行业仅龙头凭借强大渠道营销能力出现高ROE



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

### 三、茅台和洋河的 ROE 高且稳定，是白酒板块长期投资最佳选择

长期投资以ROE高且稳定两个角度衡量，建议关注具有品牌力溢价的茅台和渠道力溢价的洋河。名优白酒品牌兼具奢侈品的属性使得其具有持续提价的能力，普遍较高的ROE能够长期维持。但白酒行业又具有周期品属性，周期下行时ROE会出现短期下降，因此从长期投资视角来看，具有高且稳定的ROE的酒企应当是首选。我们将名优白酒企业上市以来的历年ROE进行统计，其中茅台和洋河的平均ROE行业中最高，且在白酒行业最大的一次调整期中下跌幅度最小，因此从长期投资的角度来看，应当首选茅台和洋河。我们认为茅台的高且稳定的ROE来自于其品牌力溢价，洋河的则来自于渠道力溢价。

表 3: 茅台和洋河近 9 年平均 ROE (%) 行业中最高，且在 13-15 年调整期仍稳定在 20%以上

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	洋河股份	山西汾酒	水井坊	舍得酒业	古井贡酒	口子窖	今世缘
平均 ROE	33.88	23.03	31.25	33.53	23.28	9.28	5.01	20.79	18.82	21.57
2004	21.57	13.17	2.62		10.47	6.68	0.85	-27.94		
2005	24.16	11.37	3.01		14.49	7.00	0.89	0.63		
2006	27.70	14.95	17.11		25.15	8.83	1.19	1.65		
2007	39.60	16.47	31.33		29.75	16.22	2.42	4.09		
2008	39.01	17.29	40.95		17.78	22.94	2.38	4.01		
2009	33.55	25.30	43.32	38.83	22.79	21.91	3.02	16.60		
2010	30.74	27.15	45.16	36.76	27.66	15.95	4.19	33.78		
2011	40.39	29.88	45.80	47.84	35.34	20.52	10.05	29.73		
2012	45.00	36.61	52.04	50.06	43.93	19.00	16.94	23.65		
2013	<b>39.43</b>	<b>23.71</b>	<b>33.92</b>	<b>31.18</b>	<b>26.02</b>	<b>-10.43</b>	<b>0.51</b>	<b>17.48</b>		

2014	31.96	15.45	8.68	24.29	9.22	-28.88	0.60	15.07		22.14
2015	26.42	14.93	14.74	25.15	12.52	7.11	0.32	15.88	20.36	18.09
2016	24.44	15.01	18.10	23.79	13.18	16.34	3.51	15.91	19.81	17.44
2017	32.95	19.27	19.52	23.85	18.89	22.00	5.97	19.06	23.88	18.14

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 考虑到 09 年洋河才上市, 我们采用 09-17 年近 9 年的数据

## 1、茅台具有高且稳定的 ROE，源于其具有行业中最强的品牌力

### (1) 茅台的高 ROE 源于其具有行业中最强的品牌力

以杜邦分解来看, 茅台的高 ROE 来源于高净利率。对茅台的 ROE 进行杜邦分析, 其高 ROE 主要源于其具有行业中最高的净利率, 以 2017 年为例, 茅台净利率近 50%, 明显高于其他白酒品牌。但茅台的资产周转率和权益乘数却在行业中均属于中游水平。由此可见, 茅台的高 ROE 主要源于高净利率。

图 43: 茅台具有近 50% 的净利率, 明显高于其他品牌

图 44: 茅台资产周转率 (次) 在行业中属中游水平



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心。

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

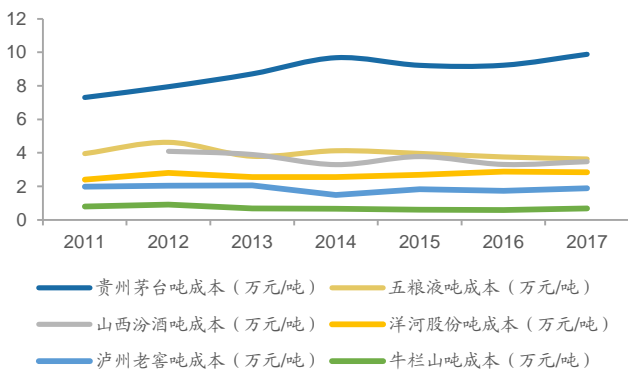
图 45: 茅台权益乘数 (倍) 在行业中属于中游水平



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

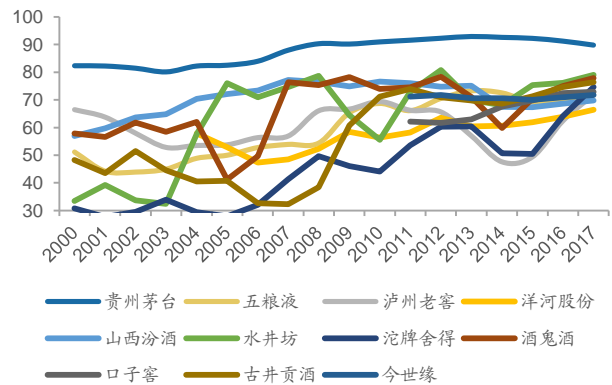
高净利率来自于高毛利率和低费用率，意味着行业中最强的品牌力。对茅台的净利率进一步拆分，高净利率源于高毛利率和低费用率，但由于费用率与收入规模有关，难以直接用于衡量品牌力。对毛利率进一步拆分，影响毛利率的为吨价和吨成本。从成本端来看，据前文所述，白酒行业由于上游成本主要是农产品等材料，价格低廉，对不同酒企之间净利率造成的影响并不大，唯一对不同酒企的吨成本造成较大影响的主要是生产工艺的不同，但整体来看，白酒成本端波动性较低、刚性较强，对净利率的影响较小。因此净利率主要取决于出厂价，由于白酒奢侈品的属性，出厂价高低则取决于白酒品牌力的高低。由于毛利率=1-吨成本/出厂价，因此，品牌力的高低往往与毛利率的高低成正比。尽管贵州茅台吨生产成本较高，但因品牌力强，具备行业定价权，可以脱离成本定价，贵州茅台毛利率明显高于其余白酒企业。从毛利率来看，贵州茅台具有行业最强的品牌力。

图 46: 酱香酒吨成本明显高于浓香型、清香型白酒，但整体看成本端波动幅度较小



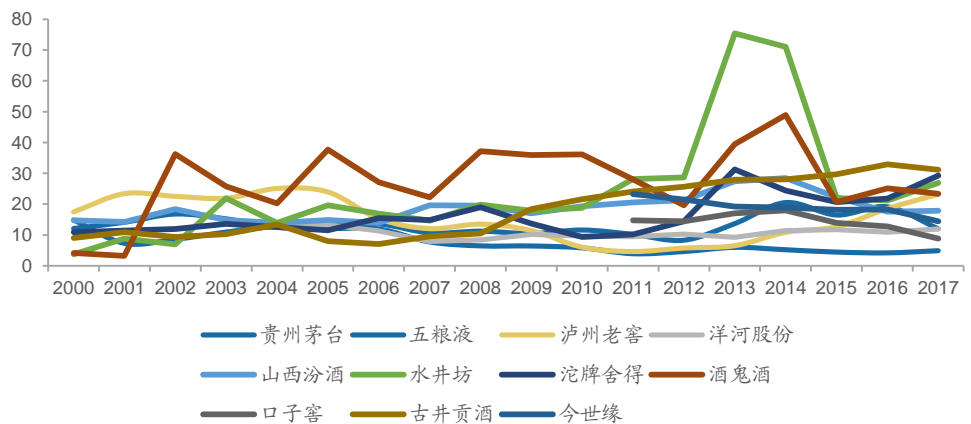
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 尽管贵州茅台吨成本更高，但品牌力强，具备行业定价权，仍具有行业最高的毛利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 48: 茅台具有行业最低的销售费用率 (%)



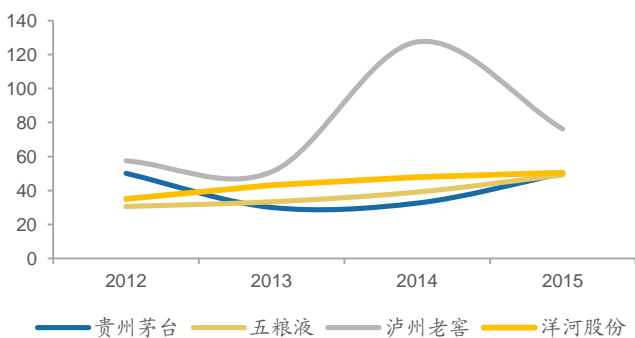
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心



**(2) 调整期茅台 ROE 仍保持稳定，品牌力保障其能够穿越周期**

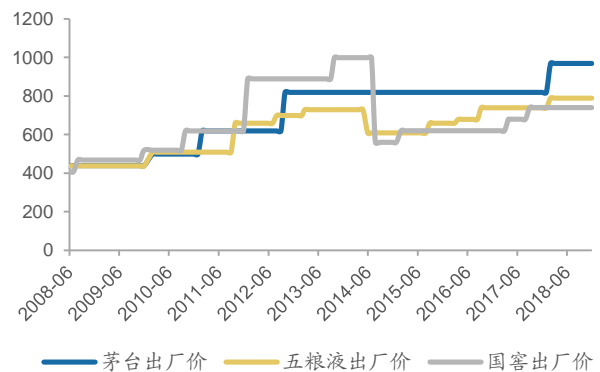
品牌力保障了茅台高净利率并未明显下降，在调整期ROE仍能保持20%以上。2013-2015年的调整期是白酒行业近十年来经历的最大程度的一次下行期，相比较竞争对手，茅台的ROE仍能保持在20%以上，五粮液和老窖均下降至15%、10%以内，且老窖还是在加大分红率降低净资产后实现的个位数的ROE。拆分来看，得益于强势的品牌力，茅台在调整期并未降低出厂价，同时费用率也并未大幅提升，因此净利率并未出现明显下降，高净利率得以维持。同时，相比竞争对手，茅台资产周转率和权益乘数下降幅度也有限，使得ROE即便在调整期仍旧维持在高位。

图 49: 泸州老窖14年明显加大了股利支付率 (%)



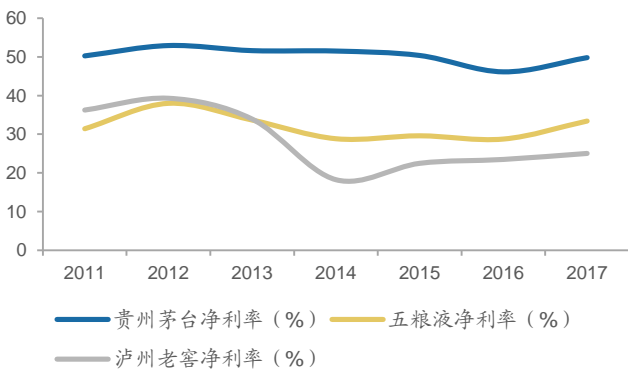
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 50: 相比竞争对手，茅台并未下调出厂价 (元/瓶)



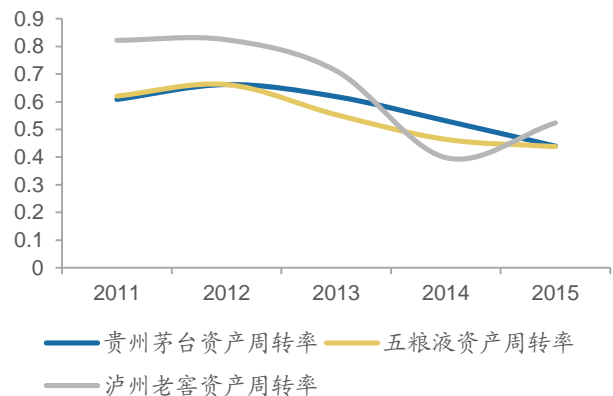
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 51: 相比竞争对手，茅台净利率仍旧维持高位，保障了ROE未出现大幅下降



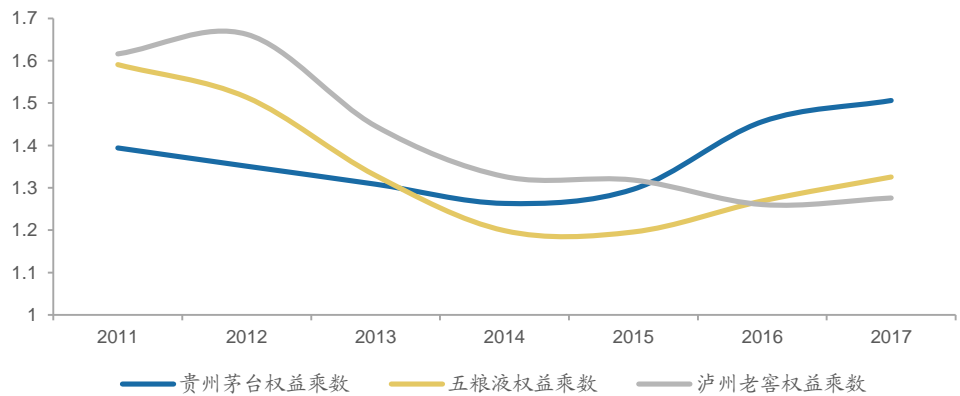
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 52 相比竞争对手，茅台在调整期资产周转率(次)下降幅度有限



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 53: 相比竞争对手, 茅台在调整期权益乘数(倍)下降幅度有限



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

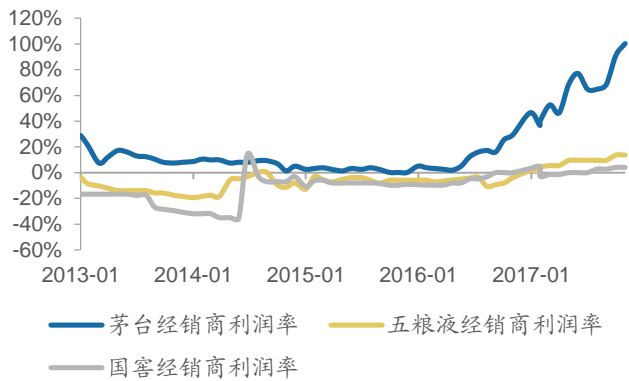
茅台通过释放预收款、开放经销权以及短期放开票据政策平稳渡过调整期, 实现收入和利润平稳增长维持了资产周转率。相比竞争对手, 茅台在13-15年三年调整期收入仍旧保持了正增长, 维持了资产周转率不至于大幅下降。而茅台在调整期维持收入增长主要通过三种途径: 1) 开放经销权; 2) 释放预收款; 3) 15年曾短期放开票据政策。2012年三公消费受限后高端酒销售受阻, 2012年底茅台便开始大量释放预收款, 预收款占比收入从11年的38%下降至12年底的19%, 13年-14年进一步下降至9.8%、4.6%。在2013年, 茅台通过开放经销权来扩大民间消费市场, 据网易财经, 茅台在2013年7月宣布只要当年以999元/瓶进货30吨飞天茅台, 次年就可以成为茅台经销商, 享受来年3吨819元/瓶的出厂价, 之后又多次放开经销权。而对于经销商而言, 由于当年7月茅台批价已经下降至930元左右, 经销商当年基本无利可图, 经销商打款完全基于对茅台品牌力的认可以及未来盈利的预期。直到2015年, 茅台经销商利润率已经下降至5%以内, 茅台才短期放开票据政策以让利经销商。这显示出茅台经销商群体的稳定性以及带来此稳定性的强大品牌力。强大的品牌力使得茅台平稳渡过调整期, 净利润和营业收入均未出现下降, 维持了资产周转率。

表 4: 茅台于2013年开放经销权, 依赖品牌力逆势扩张经销商网络

时间	经销商政策
2013.7	当年以 999 元/瓶进货 30 吨飞天茅台, 一次打款 6365.6 万元, 次年就可成为茅台经销商, 享受 819 元/瓶的出厂价
2013.11	方案 1: 凡原有老经销商在 12 月底前按 999 元/瓶打款进货一吨飞天茅台酒, 可再按 819 元/瓶配给 20%, 明年这 20% 自动增加到经销商计划内, 以此类推
2013.11	方案 2: 凡在 12 月底前按厂价 819 元/瓶打款进年份酒一吨, 明年按 819 元/瓶增加一吨飞天茅台的计划, 以此类推
2014.4	两年内卖出 20 吨飞天茅台就能获得经销商资格。20 吨飞天茅台中, 有 85% 的飞天茅台产品进货价格为 999 元/瓶, 15% 的产品为 819 元/瓶
2014.6	在空白市场区域, 经销商以团购价 999 元/瓶向公司采购 1.5 吨飞天茅台, 随后再以经销价 819 元/瓶向公司采购 3 吨, 即可具有经销商资格

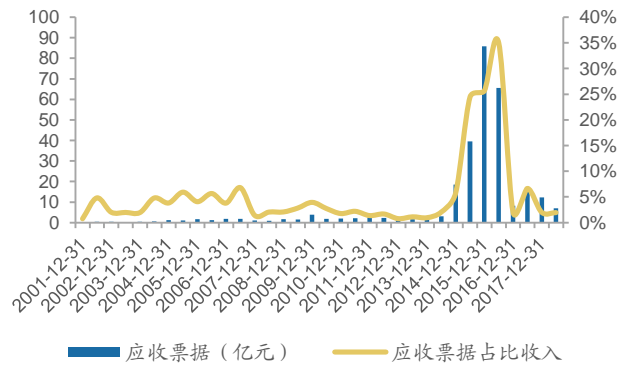
数据来源: 网易财经等媒体, 广发证券发展研究中心

图 54: 调整期茅台经销商基本无利可图, 渠道利润率下降至个位数



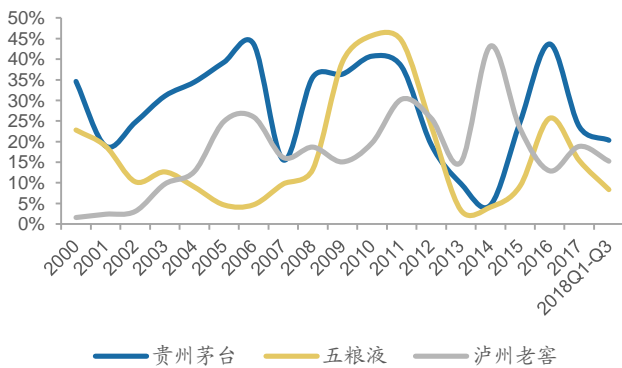
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 55: 2015年, 茅台短期开放票据, 以让利经销商



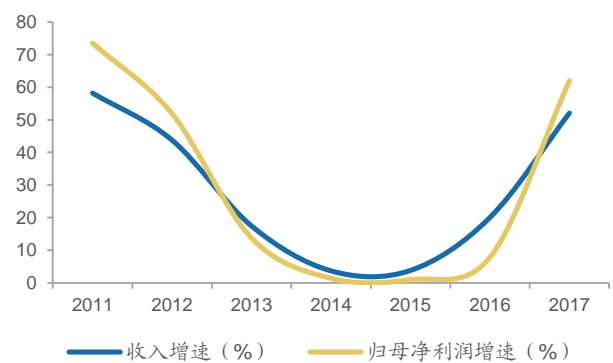
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 56: 12年底-14年底, 茅台预收款占比收入均低于20%



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 57: 12-15年茅台收入和净利润均保持正增长

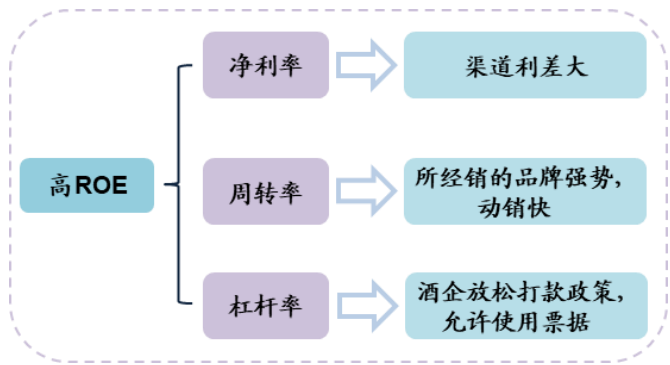


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

茅台的品牌拉力大, 使其能够在行业上行期不断积累预收款进行业绩“蓄水”。从酒企的角度来说, 白酒行业具有周期属性, 因此对于酒企来说, 在行业上升期可以通过预收款蓄水, 以保证在行业下行期不至于出现业绩大幅下降。而预收款本质是对下游资金的无偿占用, 从下游经销商的角度来说, 其经营某类品牌的目的是为了赚取高的ROE, 当ROE大于资金成本时经销商才愿意提前打款。而高ROE, 以杜邦拆分来看, 来自3个方面, 高净利率、高周转率以及高杠杆率。经销商的高净利率来自于高的渠道利润率; 高周转率主要来自于较快的动销, 这是酒企强势品牌力的体现; 而杠杆率, 除了经销商自身风险偏好之外, 决定因素在于酒企是否允许使用票据。因此, 经销商愿意提前打款原因在于某类品牌能够为其提供更高的渠道利差或者更快的动销, 而票据政策本质为酒企利用自身信用给经销商加杠杆, 是为了弥补前两者的缺失。从高端酒企预收账款占比来看, 贵州茅台预收账款占整个白酒板块的比例平均维持在30%以上, 尤其在13年之后, 再次超越五粮液, 保持在行业第一位, 预示着高端龙头易主。从预收款占比收入来看, 茅台预收款占比基本长期保

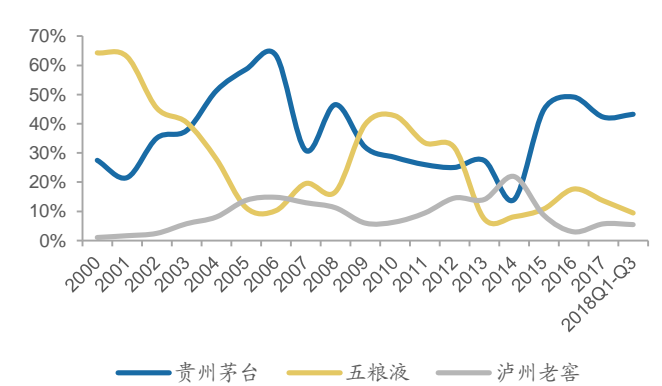
持20%以上，一方面是因为品牌最强势动销较快，另外一方面也是因为其品牌力带来了较高的零售价和渠道利差，为经销商提供了高净利率。同时，预收款相当于占款经营，公司的权益乘数中部分由预收款贡献，因此释放预收款虽然维持了周转率但一定程度上降低了公司杠杆率，因此茅台权益乘数在14年下降至1.26倍，在15年预收款重新开始蓄水后才回升。

图 58: 从经销商的角度来看，愿意提前打款源于某类品牌能够提供更高的利差和更快的动销



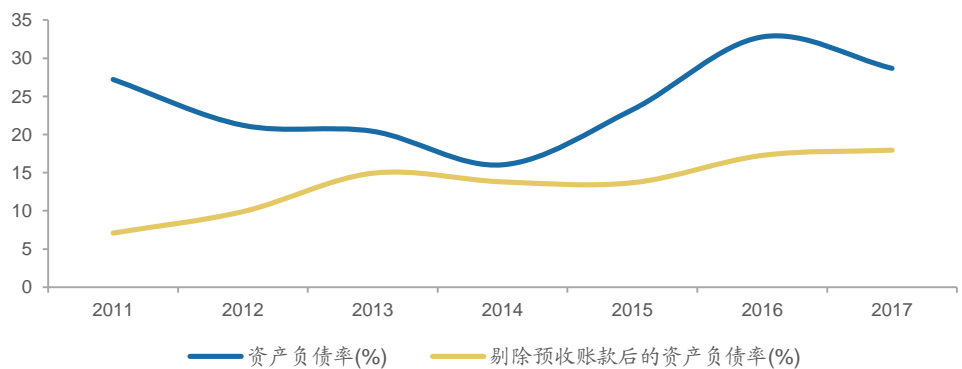
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 59: 三大高端酒占白酒板块预收款比例，茅台在13年之后反超五粮液，预示高端龙头易主



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 60: 茅台资产负债率在调整期有所下降，但剔除预收款后的资产负债率有所上升



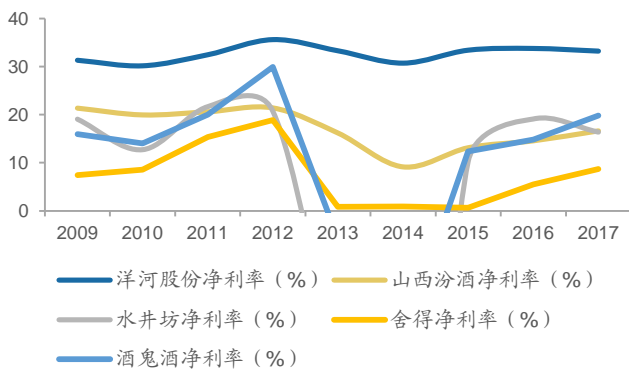
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 2、洋河具有高且稳定的 ROE，源于其具有行业领先的渠道力

(1) 强大的渠道管理能力，使洋河具有稳定的净利率和较高的权益乘数  
以杜邦分解来看，洋河高且稳定的ROE来自于其稳定的净利率和较高的权益乘数。自洋河上市以来，洋河拥有行业中仅次于茅台的平均ROE，我们用杜邦拆解对洋河的ROE进行进一步拆分。从净利率来看，洋河的净利率明显高于汾酒、水井坊、舍得等次高端酒企，主要是由于收入规模效应下费用率更低；但洋河的平均净

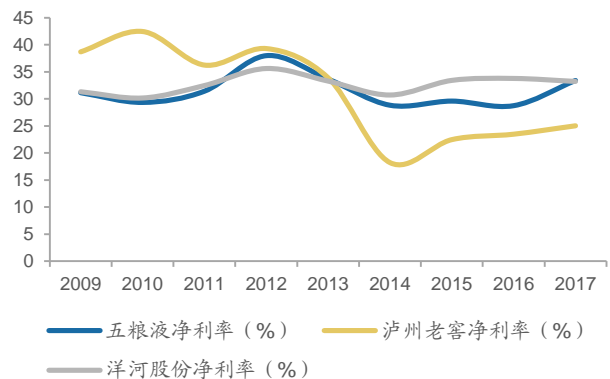
利率相较于五粮液和泸州老窖两家高端酒企也更高，这主要是由于洋河在调整期仍旧保持了净利率的稳定，而其余两家企业尽管在上行期净利率高于洋河，但在调整期净利率大幅下降导致平均净利率低于洋河。洋河的资产周转率随着收入规模扩大后逐渐下降，目前已经明显低于收入规模更小的泸州老窖，但洋河的权益乘数在四家龙头中最高。因此，稳定的净利率和较高的权益乘数使得洋河具有了行业中仅次于茅台的高ROE。

图 61: 洋河的净利率明显高于汾酒、水井坊等次高端酒企



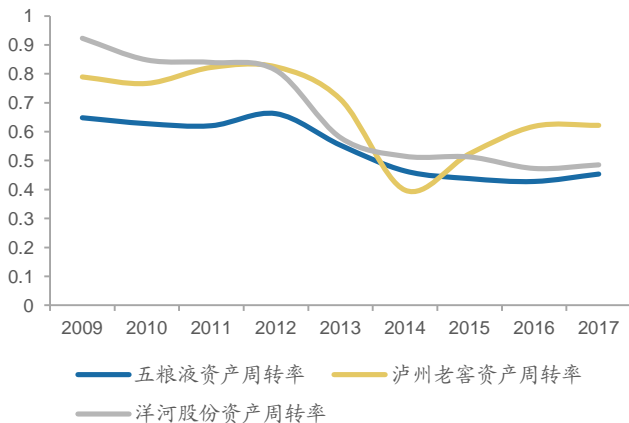
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 62: 上行期洋河净利率并不高于五粮液和老窖, 但调整期更加稳定



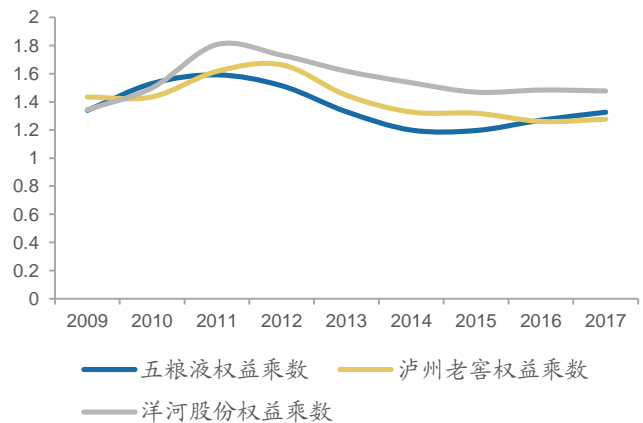
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 63: 洋河的资产周转率 (次) 随着收入规模扩大后逐渐下降



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 64: 洋河的权益乘数 (倍) 高于五粮液和泸州老窖

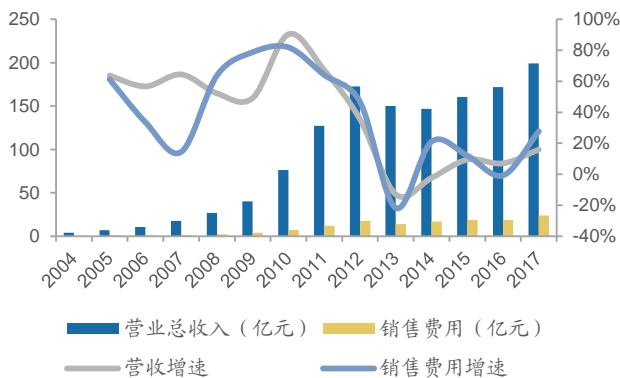


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

稳定的净利率和较高的权益乘数来自于洋河领先行业的渠道管理能力。据洋河股份招股书，洋河作为深度营销典范，通过厂商“1+1”模式与经销商共同开发市场。深度营销战略需要公司投入大量费用和人力，因此，洋河在09-12年的第二轮牛市中的高速增长伴随着费用和人员的高速增长，但其销售费用率却明显偏低，与同期的五粮液相差不大（五粮液收入规模更大，且为大商制，费用率本身偏低）。据洋河股份年报，我们认为原因在于公司在销售时给予经销商一定比例的折扣，并定期或

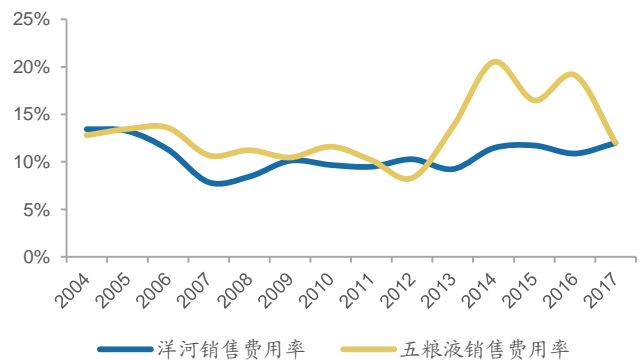
不定期结算,并以净额确认收入,对当期发生期末尚未结算折扣从销售收入中计提,计入其他应付款核算,所以财务指标表现为低毛利率、低销售费用率,较高的权益乘数,同时也降低了营收规模和从价消费税。进入行业调整期,洋河在2012年消耗了预收款后,开始消耗未结算的折扣,未结算的折扣13-14年出现环比下降,尽管毛利率有所下降,但由于控制住了费用率,净利率在调整期却并未大幅下降,仍维持在30%+。洋河的这种当期返利之后结算的安排实际上既是一种管控经销商的方式也是一种维持净利率稳定的方式,该模式下相当于在上行期通过未结算折扣捆绑了经销商,经销商不会轻易退出,在下行期消耗未结算折扣相当于降低经销商成本,也巩固了厂商之间的粘性;在上行期用未结算折扣蓄水并在下行期消耗维护了公司净利率的稳定,也保障了ROE的稳定。

图 65: 深度营销模式下, 09-12年收入的高速增长伴随着费用的高速增长



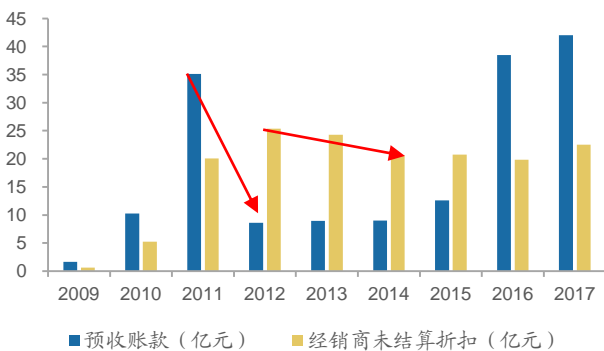
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 66: 12年之前洋河销售费用率与五粮液不相上下, 13-15年费用率仍保持稳定



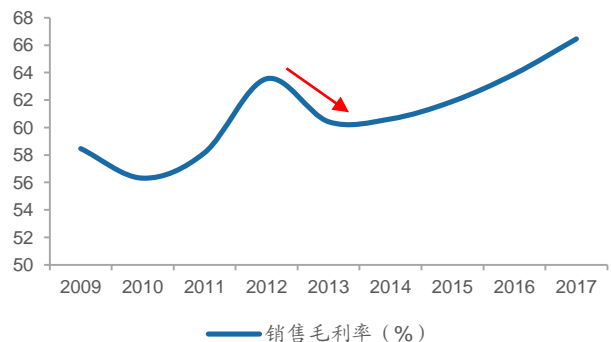
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 67: 12年在消耗预收款后, 洋河开始消耗未结算折扣



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 68: 消耗未结算折扣降低了毛利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**表 5: 大部分酒企将渠道支持计入销售费用, 部分酒企用来抵扣收入, 洋河采用抵扣收入的方式**

公司	渠道政策
贵州茅台、五粮液等	直接计入销售费用
牛栏山	2017 年 H2 之后用费用抵扣收入, 毛利率大幅下降
舍得酒业	2017 年 Q3 之后经销商折扣用来抵扣收入, 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。
洋河股份	根据营销政策, 以及经销商成品酒的销售情况, 给予经销商一定比例的折扣, 定期或不定期与经销商进行结算, 在结算时作为折扣计入已开具的销售发票中, 以扣除折扣后的发票金额(净额)确认销售收入, 根据权责发生制原则, 对当期已经发生期末尚未结算的折扣从销售收入中计提, 计入其他应付款核算。消费税计入成本, 至 2017 年 Q3 才转移出来。
口子窖	费用抵扣收入(让经销商承担费用, 厂家裸价出售)

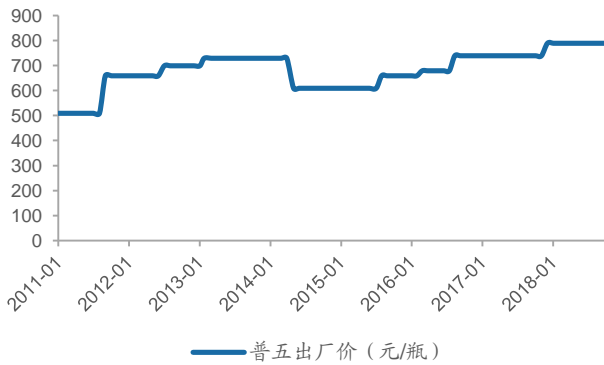
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## (2) 强渠道力使洋河能够穿越周期, 但品牌力仍有较大提升空间

对比五粮液和老窖在调整期表现, 凸显洋河的强渠道力能够助力其穿越周期。洋河的主力产品定位次高端价位段, 因此品牌力明显弱于茅五泸等一线高端酒企, 但洋河通过未结算返利的方式维持住了净利率的稳定, 保障ROE仍旧维持在20%+, 凸显了在名优白酒中渠道力的重要性, 但对比茅台通过释放预收款和开放经销权以未来的盈利便能吸引经销商, 显示出洋河较茅台品牌力还相差甚远, 未来提升空间仍大。

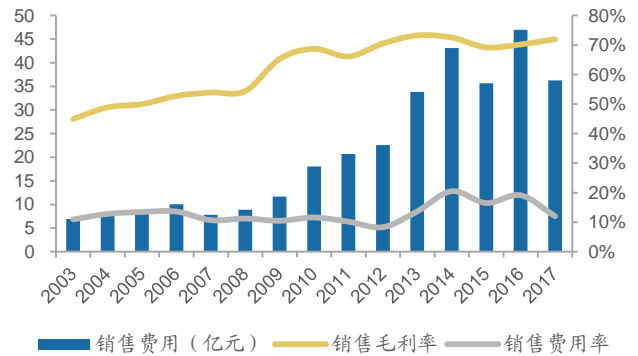
五粮液在调整期大商模式愈发巩固, 渠道管控能力进一步下降, 导致ROE大幅下降。从前五经销商销售占比来看, 五粮液一直较为依赖大商。而根据上文的ROE框架来看, 茅台的小商模式因为量小, 只能通过高利差获取高ROE, 但对于大商而言, 其通过低价出货可以提高动销速度, 同样可以获取高ROE, 因此, 普五的渠道利差在07年后便长期低于飞天茅台。进入调整期后, 大商为追求短期回款, 低价出货, 随后五粮液13年初逆势提出厂价意图倒逼零售价提升, 保障品牌力, 渠道价格出现倒挂, 公司只能通过当年返利的模式稳住经销商群体。2014年5月才降低出厂价, 为了解决经销商不盈利的问题, 开始向大商倾斜, 希望以“薄利多销”的方式稳住经销商毛利, 渠道管控能力进一步下降。由于五粮液渠道管控能力较弱, 只能将返利计入当年费用之中, 加上大幅降低出厂价使得净利率出现大幅下降, 收入的下降和预收款的消耗分别使得周转率和负债率均下降, ROE才出现了较大程度下降。

图 69: 2013年五粮液逆势提升出厂价, 14年又降价



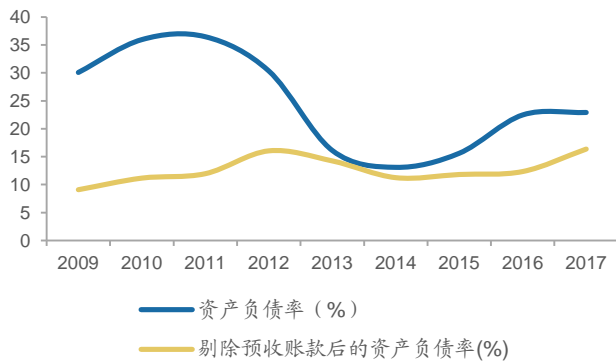
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 70: 返利导致2013-2014年五粮液销售费用率出现大幅上升



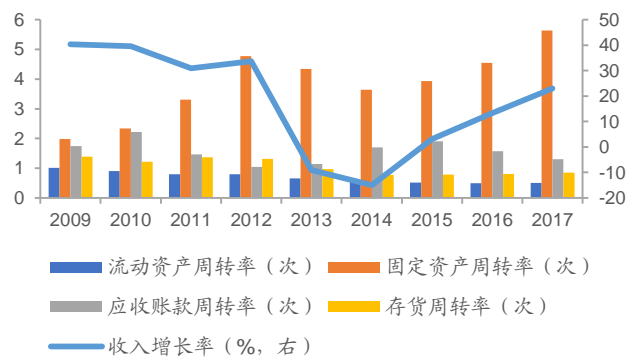
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 71: 消耗预收款后资产负债率下降



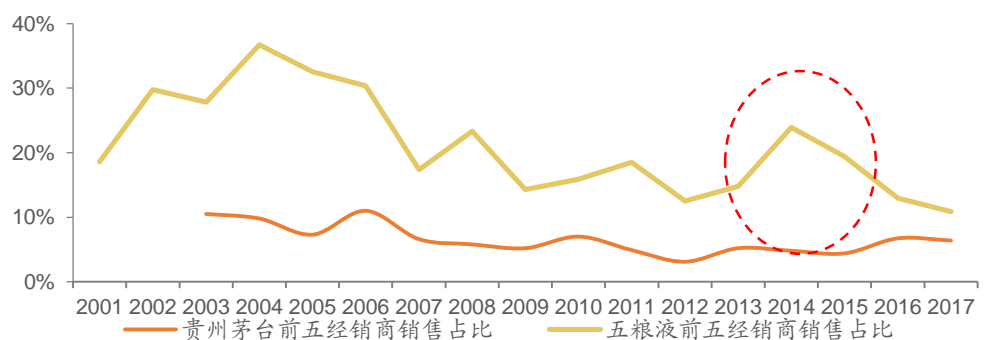
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 72: 收入大幅下降导致资产周转率出现下降



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 73: 调整期五粮液向大商倾斜, 前五经销商销售占比有所提升



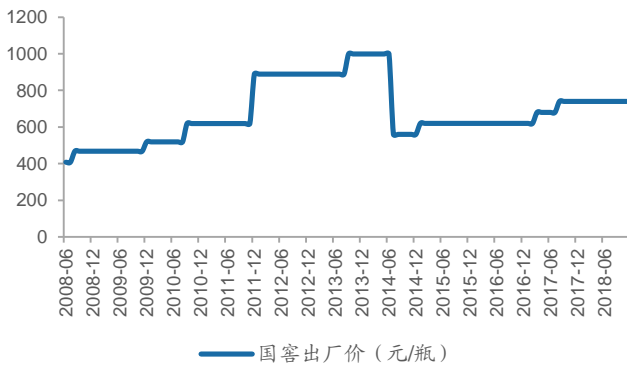
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 09年之前五粮液集团进出口公司负责淡储旺销功能, 我们已将其剔除

柴泉模式调整期弊端显现, 经销商大面积退出导致老窖收入利润大幅下降。据凤凰网, 泸州老窖自09年开始创立柴泉模式, 即经销商以当年订单量入股形成区域



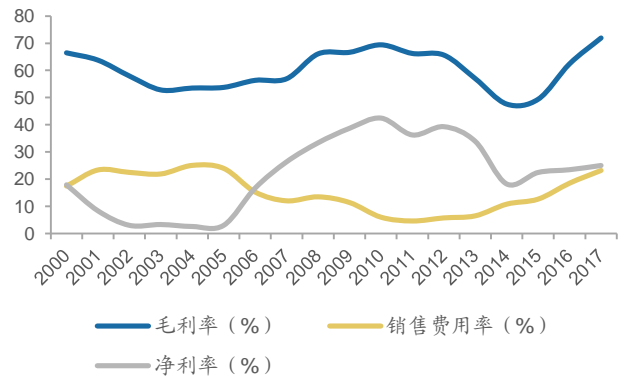
柒泉公司，公司以折扣价将产品出售给柒泉公司，具体销售工作则外包给柒泉公司负责。该种方式下企业捆绑了区域的优秀经销商，在行业上升期相当于渠道加杠杆，利用极少的费用撬动收入迅速提升，09-11年这段时间老窖销售费用绝对值甚至出现下降，直到12年才高于09年。柒泉模式下老窖和经销商建立起提价利益分享机制也导致了09-12年毛利率甚至略有下降。至2013年调整期柒泉模式劣势集中体现，经销商以低价出货导致渠道价格体系迅速紊乱，老窖逆势提出厂价进一步导致经销商信心丧失，13年底老窖收入和预收款分别下降9.74%和47.24%。据新浪财经，14年老窖纠正前期错误大幅降低出厂价，并组建特曲和窖龄专营公司以应对经销商大面积退出的状况，15年组建国窖专营公司，渠道模式进行彻底调整。高端酒降价以及销售遇阻导致公司毛利率和净利率大幅下降，收入大幅下降导致资产周转率迅速下降，老窖于2014年股利支付率达127.51%，降低了净资产以维系资产周转率，预收款下降导致权益乘数下降，共同导致ROE大幅下降。

图 74：2013年9月逆势提出厂价，2014年大幅降价



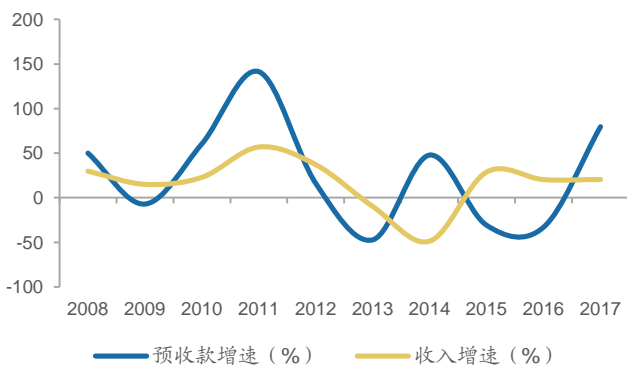
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 75：柒泉模式下老窖毛利率在09-12年并未上升



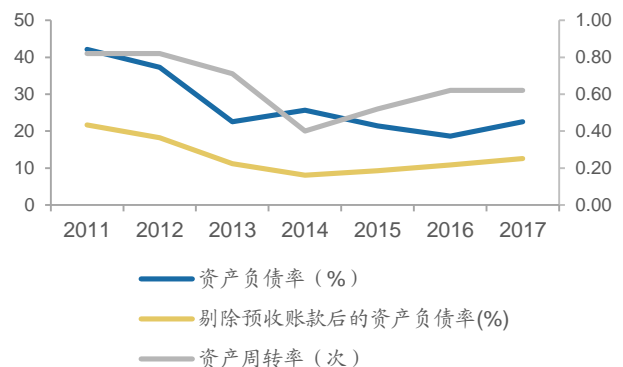
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 76：调整期老窖收入和预收款均大幅下降



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 77：调整期老窖资产周转率和负债率均下降



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## 四、可比公司估值

表 6: 可比公司估值

	归母净利润增长率 (%)					PE				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
帝亚吉欧	-8.32	5.92	-5.75	18.63	13.52	<b>20.06</b>	<b>19.38</b>	<b>23.31</b>	<b>20.97</b>	<b>22.37</b>
LVMH	64.38	-36.74	11.42	34.77	18.43	<b>11.73</b>	<b>20.38</b>	<b>22.90</b>	<b>22.98</b>	<b>20.43</b>
爱马仕	8.67	13.25	13.13	11.02	15.02	<b>35.78</b>	<b>33.45</b>	<b>37.04</b>	<b>38.14</b>	<b>36.43</b>
雅诗兰黛	18.07	-9.56	2.39	12.02	-11.29	<b>23.39</b>	<b>30.25</b>	<b>28.81</b>	<b>25.95</b>	<b>31.62</b>

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

### 风险提示

宏观经济放缓幅度超出预期，产品结构升级低于预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 张志遂：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。