

行业研究/深度研究

2019年05月06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

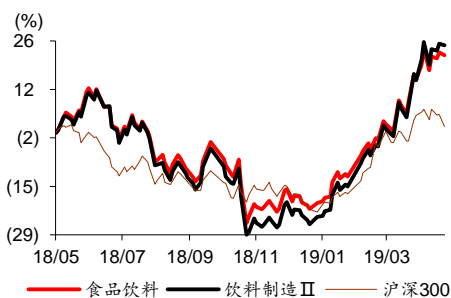
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

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

相关研究

- 1 《青岛啤酒(600600,买入): 销量增长超预期, 高端增长强劲》2019.04
- 2 《华致酒行(300755,增持): 单店收入提升+ 前瞻性备货计划》2019.04
- 3 《中炬高新(600872,增持): 美味鲜利润超预期, 运营效率提升》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

业绩稳定增长带动估值持续修复

白酒行业 2018 年报及 2019 年一季报总结

2018 年度白酒行业股价出现回调, 2019Q1 估值实现修复

2018 年白酒股价整体出现回调, 但仍然跑赢沪深 300 指数。2018 年白酒板块下滑 23.4%, 跑赢沪深 300 指数 1.9 个百分点。2019 年第一季度, 白酒终端需求的持续增长促使行业估值实现修复, 白酒板块股价上升 55.8%, 在食品饮料各子板块中位列第二, 白酒板块跑赢沪深 300 指数 27.2 个百分点。我们预计, 2019 年高端酒需求将不断增长, 终端将保持供需紧平衡状态, 产品一批价或将持续提升, 高端白酒企业业绩有望持续攀升。2019 年, 我们重点推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖。

2018 年白酒公司业绩保持较快增长, 2019Q1 地产酒业绩领跑板块

2018 年全年, 白酒上市公司总体营业收入为 2085.97 亿元, 同比增长 25.54%; 净利润为 733.13 亿元, 同比增长 33.86%, 业绩增速虽然保持较快增长, 但是较 2017 年增速有所回落。2019 年一季度, 白酒行业上市公司营业收入为 760.77 亿元, 同比增长 22.74%, 较上年同期下降 4.91 个百分点; 净利润为 288.41 亿元, 同比增长 27.42%, 较上年同期下降 9.95 个百分点。其中, 地产酒业绩和股价增幅领跑白酒行业, 2019 年一季度, 古井贡酒、今世缘和老白干酒营业收入同比增速分别为 43.3%、31.1%和 55.8%, 归母净利润同比增速分别为 34.4%、26.0%和 57.1%。

2019Q1 白酒持仓占比有所提升, 贵州茅台独占鳌头

2019 年一季度, 在白酒板块业绩持续增长的带动下, 板块持仓占比有所上升, 白酒板块基金重仓市值 1011.8 亿元, 较 2018 年报的 528.1 亿元增加了 490.7 亿元; 占机构持仓总市值的比例为 5.08%, 较 2018 年末增加 1.54pct。食品饮料行业内, 机构持仓比例最高的十只股票中白酒股占据八席位置, 与 2018 年报相比增加三席。截止 2019 年第一季度, 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 0.36pct, 占基金持仓比例 1.98%。

茅台 18 年初提价打开行业涨价空间, 行业毛利率持续提升

2018 年初贵州茅台出厂价提升 18% 左右, 打开了白酒涨价空间, 贵州茅台终端持续紧缺状态也彰显了高端白酒需求持续增长。白酒行业受益于高端白酒价格上升带来的价格上移和消费升级, 产品价格整体有所提升。2018 年白酒行业毛利率提升至 77.2%, 较上年同期提高了 3 个百分点。2019Q1 白酒行业毛利率同比增加 0.5pct, 提升至 75.9%。

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

业绩整体高增，二三线利润增速更快	4
2018 年白酒板块股价涨幅出现回调	4
2018 度白酒板块股价涨幅跑赢沪深 300 指数 1.9pct	4
2019 第一季度白酒板块股价估值修复，股价实现回升	5
2019Q1 白酒板块上涨 55.8%，跑赢深 300 指数 27.2pct	5
2019Q1 白酒板块持仓比例上升	6
2019 第一季度白酒板块基金重仓市值扩张 491 亿元，持仓比例上升 1.54pct ..	6
2019Q1 地产酒白酒股价平均涨幅 75.80%，古井贡酒领跑白酒板块	7
白酒板块业绩保持较快增长，毛利率水平有所提升	8
白酒行业 2018 全年营业收入和净利润保持较快增长	8
白酒行业 2019 第一季度营业收入和净利润有放缓趋势	9
白酒行业毛利率及净利率仍处于上升趋势	10
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	11
重点公司点评	13
贵州茅台：Q1 实现开门红，净利率有所提升	13
五粮液：业绩实现开门红，毛利率有所提升	14
泸州老窖：结构持续优化，净利率显著提升	15
山西汾酒：市场费用投入加大，省外增速较快	16
舍得酒业：市场投入加大，净利率有所回落	17
今世缘：公司经营指标亮眼，业绩再提速	18
风险提示	19

图表目录

图表 1： 食品饮料行业各板块 2018 年度涨幅	4
图表 2： 2018 年食品饮料子板块股价涨幅情况	5
图表 3： 2019 年第一季度食品饮料行业各板块涨跌幅	5
图表 4： 2019 年第一季度食品饮料子板块股价涨幅情况	6
图表 5： 2018 年和 2019 年一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	6
图表 6： 2018 年年末和 2019 年一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	7
图表 7： 白酒板块 2018 年及 2019 年第一季度涨跌幅情况	7
图表 8： 2018 以及 2019 年第一季度地产酒股价领涨白酒板块	8
图表 9： 2015-2018 年白酒行业营业收入及同比增速情况（亿元）	8
图表 10： 2015-2018 年白酒行业净利润及同比增速情况（亿元）	8
图表 11： 2018 年公司收入同比变化情况	9
图表 12： 2016Q1-2019Q1 白酒行业营收及同比增速情况	9

图表 13: 2016Q1-2019Q1 白酒行业净利润及同比增速情况.....	9
图表 14: 2019 年第一季度公司营业收入增速情况	10
图表 15: 2015 年-2018 年白酒上市公司毛利率情况	10
图表 16: 2015 年-2018 年白酒上市公司费用率情况	10
图表 17: 白酒行业毛利率 2019Q1 同比增加 0.5 个百分点	11
图表 18: 白酒行业费用率 2019Q1 同比减少 0.01 个百分点	11
图表 19: 2016 -2018 年白酒上市公司预收账款及增速	11
图表 20: 2018 年白酒企业预收账款占行业总额情况	11
图表 21: 2018 年上市白酒企业财务数据 (亿元)	12
图表 22: 2019Q1 上市白酒企业财务数据 (亿元)	12
图表 23: 2014-2019 年 Q1 贵州茅台营业收入及增速 (亿元)	13
图表 24: 2014-2018 年 Q1 贵州茅台归母净利润及增速 (亿元)	13
图表 25: 2014-2019Q1 五粮液营业收入及增速 (亿元)	14
图表 26: 2014-2019Q1 五粮液毛利率情况	14
图表 27: 2013-2019Q1 泸州老窖营业收入及增速 (亿元)	15
图表 28: 2013-2019Q1 泸州老窖毛利率情况.....	15
图表 29: 2013-2019Q1 山西汾酒营业收入及增速 (亿元)	16
图表 30: 2014-2019Q1 山西汾酒毛利率情况.....	16
图表 31: 2014-2019Q1 舍得酒业营业收入及增速 (亿元)	17
图表 32: 2014-2019Q1 舍得酒业归母净利润走势 (亿元)	17
图表 33: 2014-2019Q1 今世缘营业收入及增速 (亿元)	18
图表 34: 2014-2019Q1 今世缘毛利率情况	18

业绩整体高增，二三线利润增速更快

2018 年，白酒板块业绩整体保持较快增长，高端和次高端白酒业绩领跑白酒板块。2018 年初贵州茅台出厂价提升 18% 左右，打开了白酒涨价空间，贵州茅台终端持续紧缺状态也彰显了高端白酒需求持续增长。2018 年贵州茅台、五粮液和泸州老窖营业收入同比增速分别为 26.5%、32.6% 和 25.6%；归母净利润同比增速分别为 30.4%、39.19%、34.91%。次高端白酒加码终端渠道建设，加大渠道下沉力度，业绩保持快速增长。2018 年，水井坊、舍得酒业、山西汾酒、酒鬼酒营业收入同比增速分别为 37.6%、35.0%、55.4% 和 35.1%，净利润同比增速分别为 72.7%、162.4%、55.3% 和 27.9%。

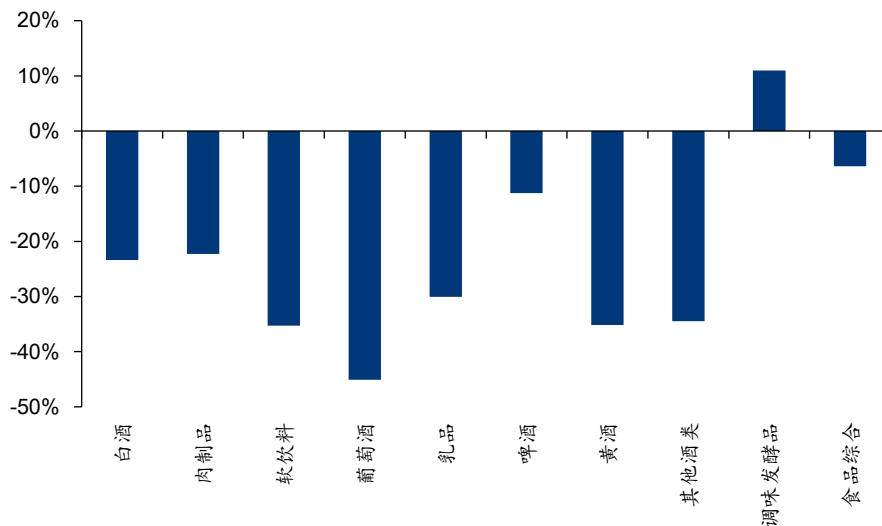
2019 年第一季度，白酒板块业绩继续保持较快增长，板块估值不断修复。白酒行业上市公司营业收入为 760.8 亿元，同比增长 22.7%，净利润为 288.4 亿元，同比增长 27.4%。其中，地产酒业绩和股价增幅领跑白酒行业，2019 年一季度，古井贡酒、今世缘和老白干酒营业收入同比增速分别为 43.3%、31.1% 和 55.8%，归母净利润同比增速分别为 34.4%、26.0% 和 57.1%。我们预计，2019 年高端酒需求将不断增长，终端将保持供需紧平衡状态，产品一批价或将持续提升，高端白酒企业业绩有望持续攀升。2019 年，我们重点推荐贵州茅台、五粮液和泸州老窖。

2018 年白酒板块股价涨幅出现回调

2018 度白酒板块股价涨幅跑赢沪深 300 指数 1.9pct

2018 年白酒股价整体出现回调，但仍然跑赢沪深 300 指数。2018 年白酒板块下滑 23.4%，跑赢沪深 300 指数 1.9 个百分点，在食品饮料各子板块中位列调味品、食品综合、啤酒和肉制品之后。2018 年 Q4，白酒板块股价下滑 22.0%，跑输沪深 300 指数 9.5 个百分点，在食品饮料各子板块排名倒数第二位。

图表1：食品饮料行业各板块 2018 年度涨幅



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表2：2018年食品饮料子板块股价涨幅情况

子行业	2018全年跑赢沪深				
	2018年全年 (%)	300指数 (pct)	PE (TTM)	PS (TTM)	第4季度涨跌幅 (%)
白酒	-23.4	1.9	20.8	6.7	-22.0
肉制品	-22.3	3.0	19.4	1.5	-9.2
软饮料	-35.3	-10.0	31.1	3.3	-12.4
葡萄酒	-45.1	-19.8	38.6	3.7	-22.7
乳品	-30.0	-4.7	24.1	1.6	-10.7
啤酒	-11.3	14.1	44.0	2.0	-4.1
黄酒	-35.2	-9.9	32.9	3.1	-11.2
其他酒类	-34.4	-9.1	65.8	3.5	-19.8
调味发酵品	11.0	36.3	39.9	8.3	-12.3
食品综合	-6.4	18.9	27.2	2.1	-10.6
食品饮料板块整体	-22.0	3.4	22.7	3.9	-17.7

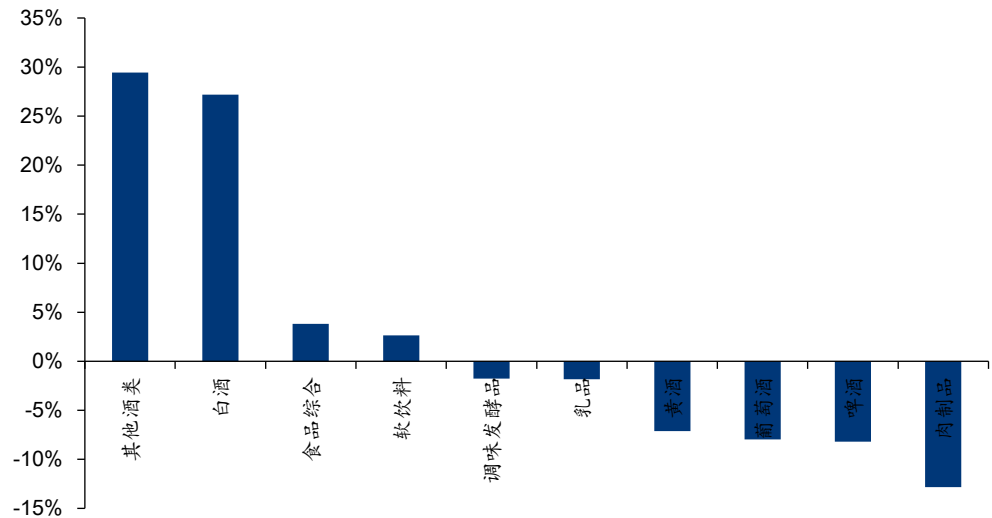
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 第一季度白酒板块股价估值修复，股价实现回升

2019Q1 白酒板块上涨 55.8%，跑赢深 300 指数 27.2pct

2019 第一季度，白酒终端需求的持续增长促使行业估值实现修复，食品饮料板块股价整体上涨 32.4%，其中，白酒板块股价上升 55.8%，在食品饮料各子板块中位列第二，白酒板块跑赢沪深 300 指数 27.2 个百分点。

图表3：2019 年第一季度食品饮料行业各板块涨跌幅



资料来源:Wind，华泰证券研究所

图表4： 2019 第一季度食品饮料子板块股价涨幅情况

子行业	2019 第一季度跑赢沪深300指数			
	2019 第一季度 (%)	(pct)	PE (TTM)	PS (TTM)
白酒	55.8	27.2	30.0	10.0
肉制品	15.8	-12.8	22.2	1.7
软饮料	31.3	2.6	38.6	4.3
葡萄酒	20.7	-8.0	49.1	4.5
乳品	26.8	-1.8	29.6	2.0
啤酒	20.4	-8.2	54.1	2.4
黄酒	21.5	-7.1	39.9	3.7
其他酒类	58.0	29.4	136.0	5.2
调味发酵品	26.9	-1.8	48.4	10.3
食品综合	32.4	3.8	36.6	2.7
食品饮料板块整体	43.6	15.0	31.0	5.4

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019Q1 白酒板块持仓比例上升

2019 第一季度白酒板块基金重仓市值扩张 491 亿元，持仓比例上升 1.54pct

2019 年第一季度，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上升，2019 年一季报白酒板块基金重仓市值 1011.8 亿元，较 2018 年报的 528.1 亿元增加了 490.7 亿元；占机构持仓总市值的比例为 5.08%，较 2018 年末增加 1.54pct。

食品饮料行业内，机构持仓比例最高的十只股票中白酒股占据八席位置，与 2018 年报相比增加三席。截止 2019 年第一季度，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 0.36pct，占基金持仓比例 1.98%。其余白酒股票有不同程度的加减仓，如五粮液 (+0.68pct)，泸州老窖 (+0.17pct)，洋河股份 (-0.08pct)，2019 第一季度机构投资者对白酒板块龙头公司的判断仍存分歧。

图表5： 2018 年和 2019 年一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	2018/12/31 (%)	2019/3/31 (%)	机构持仓比例变动 (pct)
白酒	3.38	4.98	1.60
黄酒	0.00	-	-0.00
啤酒	0.14	0.09	-0.05
葡萄酒	0.01	0.01	-0.00
其他酒类	-	-	-
其他饮料	0.02	0.01	-0.01
总计	3.54	5.08	1.54

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6： 2018年年末和2019年一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

2018年 白酒十大 重仓	重仓比例 (%)	2019Q1		2018年 食品饮料十 大重仓	重仓比例 (%)	2019Q1 年报食品 饮料十大 重仓		重仓比 例 (%)
		白酒十大 重仓	重仓比例 (%)			食品饮料十 大重仓	重仓比例 (%)	
贵州茅台	1.62	贵州茅台	1.98	贵州茅台	1.62	贵州茅台	1.98	
五粮液	0.50	五粮液	1.18	伊利股份	1.06	五粮液	1.18	
泸州老窖	0.43	泸州老窖	0.60	五粮液	0.50	伊利股份	1.08	
洋河股份	0.33	洋河股份	0.25	泸州老窖	0.43	泸州老窖	0.60	
口子窖	0.15	顺鑫农业	0.23	洋河股份	0.33	洋河股份	0.25	
顺鑫农业	0.12	古井贡酒	0.21	中炬高新	0.22	顺鑫农业	0.23	
山西汾酒	0.08	山西汾酒	0.18	双汇发展	0.20	古井贡酒	0.21	
古井贡酒	0.05	口子窖	0.17	口子窖	0.15	山西汾酒	0.18	
水井坊	0.04	今世缘	0.09	汤臣倍健	0.13	口子窖	0.17	
今世缘	0.02	老白干酒	0.04	顺鑫农业	0.12	中炬高新	0.17	

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

2019Q1 地产酒白酒股价平均涨幅 75.80%，古井贡酒领跑白酒板块

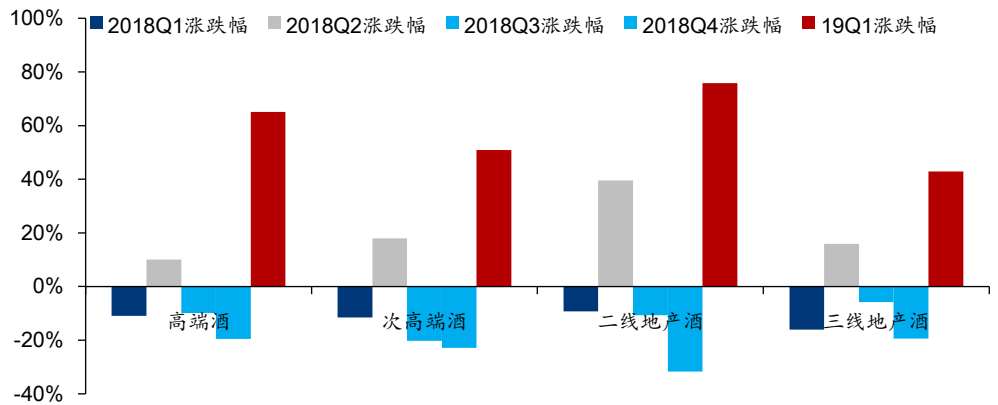
2019年第一季度，白酒板块股价均出现不同幅度的上涨。高端白酒股价平均上涨 65.07%，其中贵州茅台、五粮液和泸州老窖一季度股价分别上涨 44.7%、86.7%和 63.7%；次高端板块股价平均涨幅为 50.93%；地产酒终端需求持续提升带动股价快速上涨，一季度股价平均上涨 75.8%，其中古井贡酒、今世缘分别上涨 99.2%和 98.1%，领跑白酒板块；三线白酒股整体表现不及白酒板块平均。

图表7： 白酒板块 2018年及 2019 第一季度涨跌幅情况

	2018Q1 涨跌幅	2018Q2 涨跌幅	2018Q3 涨跌幅	2018Q4 涨跌幅	2019Q1 涨跌幅
贵州茅台	-2.0%	8.5%	-0.2%	-19.2%	44.7%
五粮液	-16.9%	14.5%	-8.9%	-25.1%	86.7%
泸州老窖	-14.0%	7.2%	-20.3%	-14.4%	63.7%
山西汾酒	-3.5%	14.4%	-23.9%	-25.9%	72.5%
洋河股份	-6.1%	24.1%	-2.7%	-26.0%	37.7%
水井坊	-8.9%	29.6%	-25.1%	-22.6%	41.7%
舍得酒业	-23.4%	1.0%	-22.6%	-18.2%	41.1%
酒鬼酒	-15.8%	20.9%	-26.8%	-21.4%	61.6%
口子窖	-6.3%	42.4%	-15.1%	-31.9%	55.1%
古井贡酒	-10.6%	53.0%	-6.3%	-35.2%	99.2%
伊力特	-19.9%	20.3%	-17.1%	-29.6%	64.6%
今世缘	1.3%	47.1%	-12.4%	-27.6%	98.1%
老白干酒	-21.4%	15.8%	-8.8%	-32.2%	50.8%
金种子酒	-15.1%	-0.9%	-14.9%	-16.9%	71.1%
青青稞酒	-15.3%	-2.1%	1.9%	-16.3%	23.5%
迎驾贡酒	-13.4%	25.0%	-13.0%	-11.8%	28.8%
顺鑫农业	5.9%	85.2%	21.6%	-30.1%	90.1%
金徽酒	-10.4%	3.4%	-7.1%	-23.9%	36.0%
皇台酒业	-44.3%	-19.2%	-11.8%	-7.4%	-13.9%

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表8： 2018 以及 2019 第一季度地产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。

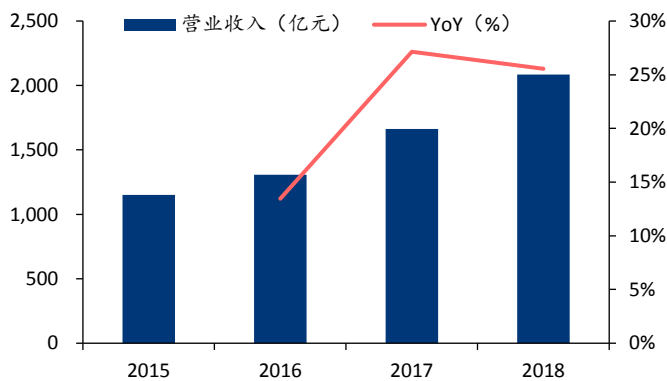
白酒板块业绩保持较快增长，毛利率水平有所提升

白酒行业 2018 全年营业收入和净利润保持较快增长

2018 年全年，白酒上市公司总体营业收入为 2085.97 亿元，同比增长 25.54%；净利润为 733.13 亿元，同比增长 33.86%。行业业绩增速虽然保持较快增长，但是较 2017 年增速有所回落。

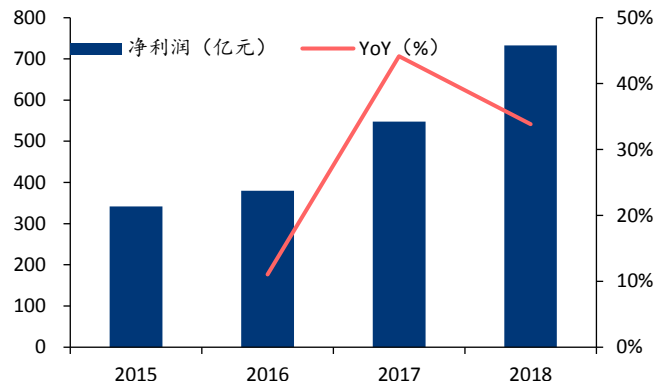
分公司看，次高端白酒营业收入同比增速较快，其中山西汾酒以 55.39%位列首位，老白干酒以 41.34%位列第二位，水井坊以 37.62%位列第三位。

图表9： 2015-2018 年白酒行业营业收入及同比增速情况 (亿元)



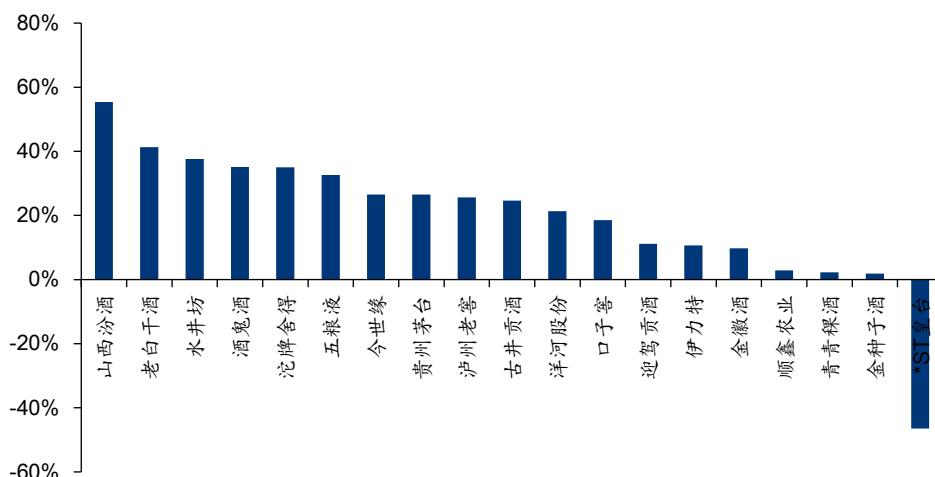
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表10： 2015-2018 年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11： 2018年公司收入同比变化情况



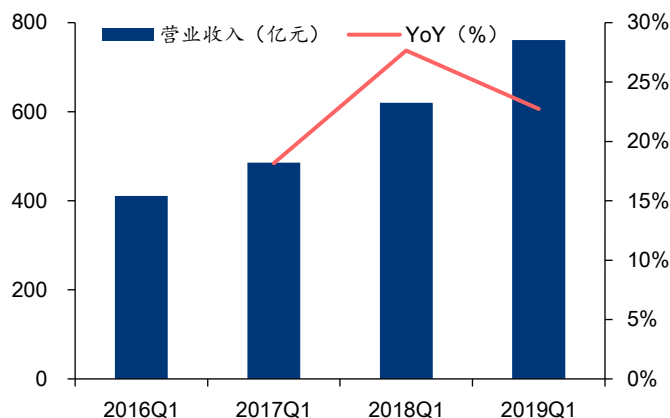
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

白酒行业 2019 第一季度营业收入和净利润有放缓趋势

由于 2018 年第一季度基数较高，2019 年第一季度白酒行业业绩增速有所放缓。第一季度，白酒行业上市公司营业收入为 760.77 亿元，同比增长 22.74%，较上年同期下降 4.91 个百分点；净利润为 288.41 亿元，同比增长 27.42%，较上年同期下降 9.95 个百分点。

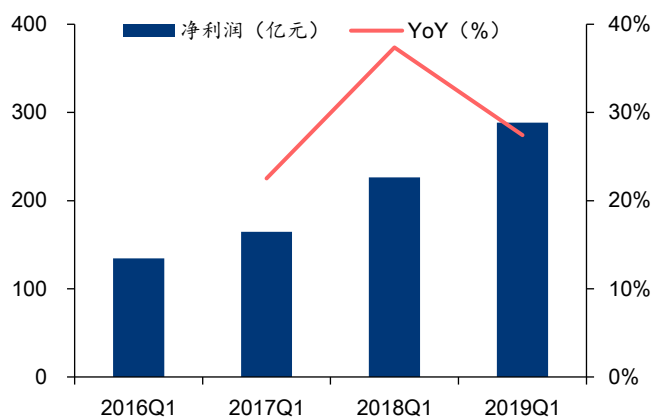
分公司看，次高端白酒营业收入同比增速较快，其中老白干酒以 55.81%位列首位，古井贡酒 43.31%位列第二位，舍得酒业以 34.06%位列第三位。

图表12： 2016Q1-2019Q1 白酒行业营收及同比增速情况



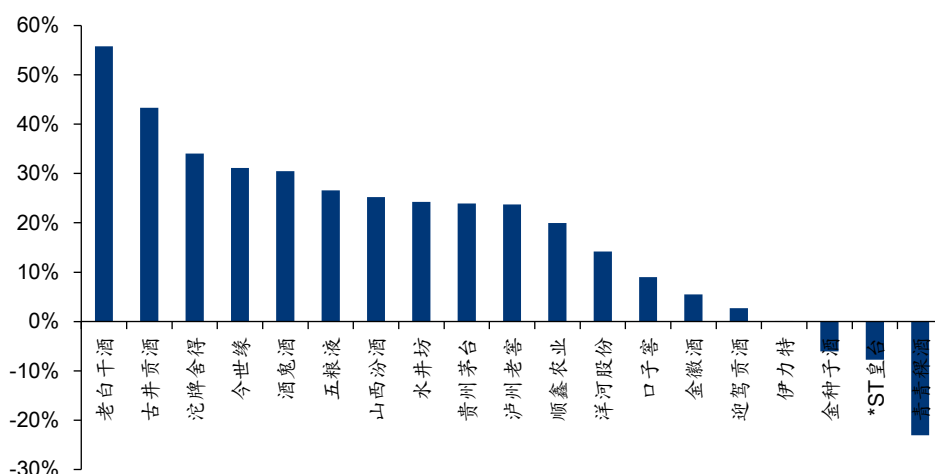
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表13： 2016Q1-2019Q1 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14: 2019年第一季度公司营业收入增速情况

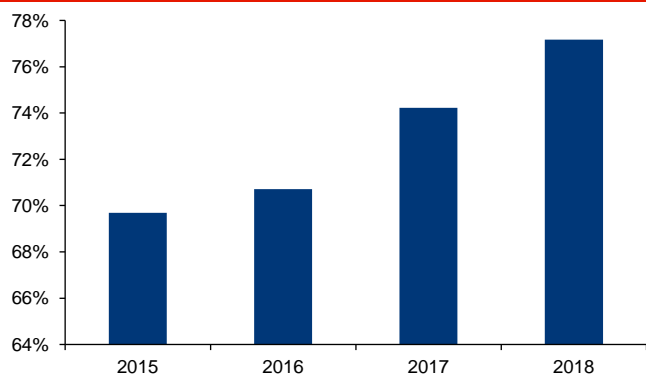


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

白酒行业毛利率及净利率仍处于上升趋势

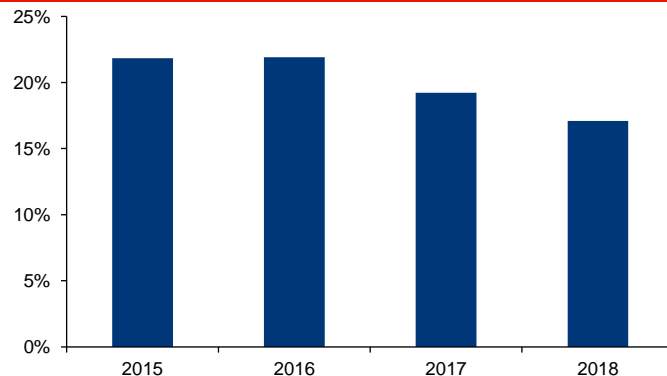
2018年,茅台、洋河、口子窖等公司不同程度的提高了产品出厂价,叠加产品结构升级,2018年白酒行业毛利率提升至77.2%,较上年同期提高了3个百分点;白酒上市公司费用率有所下降,全年费用率为17.1%,较上年同期下降2.1个百分点。但值得注意的是,2018年白酒企业税金及附加占收入的比例为14.8%,较上年同期提升了2.1个百分点;2018年白酒企业净利率水平为33.5%,较上年同期提高了2个百分点。

图表15: 2015年-2018年白酒上市公司毛利率情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

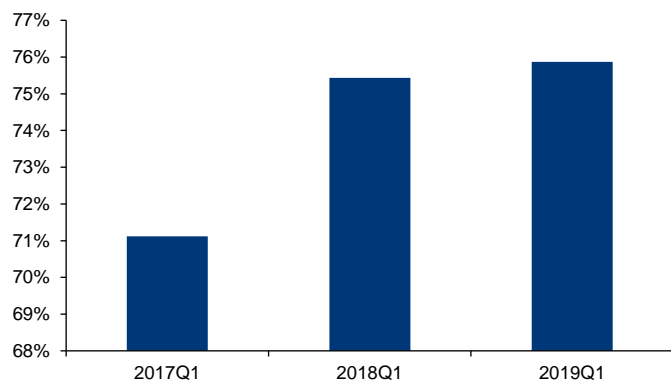
图表16: 2015年-2018年白酒上市公司费用率情况



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

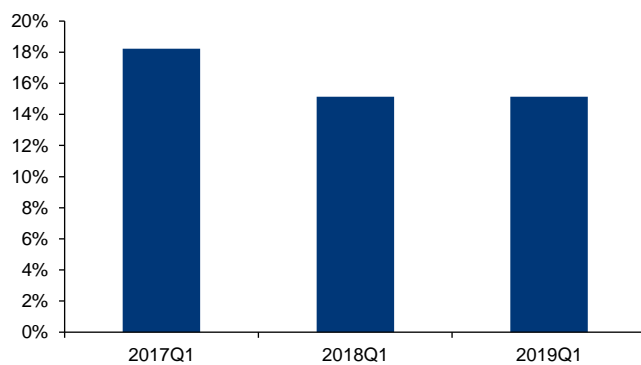
2019Q1白酒行业毛利率同比增加0.5pct,提升至75.9%;期间费用率为15.15%,与上年同期基本持平。

图表17: 白酒行业毛利率 2019Q1 同比增加 0.5 个百分点



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表18: 白酒行业费用率 2019Q1 同比减少 0.01 个百分点

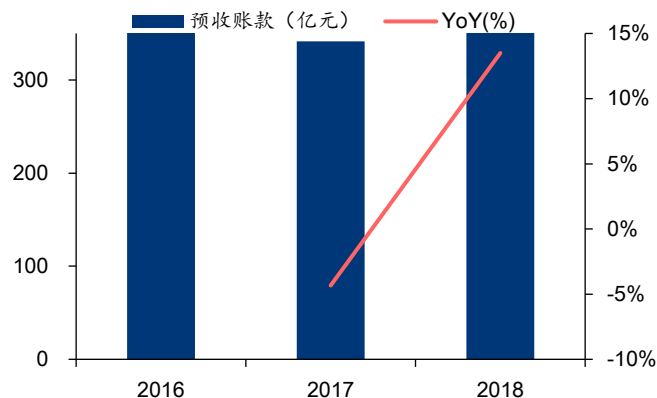


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

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

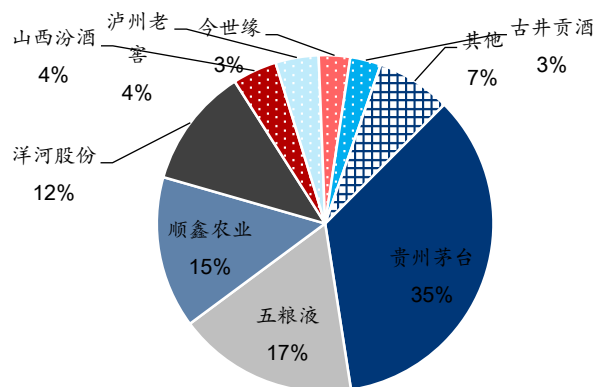
2018年, 由于五粮液和顺鑫农业预收账款分别上升 20.61 亿元和 18.68 亿元, 白酒行业、2018 年预收账款规模同比上升 13.50%。剔除这两家公司的影响后, 白酒行业预收账款同比增长 2.64%。从预收账款占比来看, 高端白酒系列依旧占据行业 56.5% 的份额, 其中茅台以 35.0% 大幅领先。

图表19: 2016 -2018 年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20: 2018 年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21: 2018年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	736.4	26.5%	352.0	30.0%	91.1%	53.81	10.3%	-2.28	47.8%	1.29	135.8	-5.9%
五粮液	400.3	32.6%	133.8	38.4%	73.8%	29.95	12.8%	-3.79	33.4%	1.39	67.1	44.4%
洋河股份	241.6	21.3%	81.2	22.5%	73.7%	53.72	17.5%	-2.01	33.6%	0.32	44.7	6.4%
顺鑫农业	120.7	2.9%	7.4	69.8%	40.0%	-23.76	17.1%	-0.88	6.2%	2.43	56.5	49.4%
泸州老窖	130.6	25.6%	34.9	36.3%	77.5%	26.29	30.3%	2.70	26.7%	2.09	16.0	-18.0%
古井贡酒	86.9	24.7%	17.0	47.6%	77.8%	17.25	38.0%	-1.44	19.5%	3.03	11.5	128.4%
山西汾酒	93.8	55.4%	14.7	55.4%	66.2%	22.72	23.9%	-2.81	15.6%	0.00	16.5	81.2%
口子窖	42.7	18.5%	15.3	37.6%	74.4%	21.54	12.0%	-1.69	35.9%	4.99	9.2	7.2%
迎驾贡酒	34.9	11.2%	7.8	16.8%	60.9%	-6.53	17.8%	0.25	22.3%	1.08	4.8	1.0%
今世缘	37.4	26.6%	11.5	28.4%	72.9%	19.28	20.0%	-0.75	30.8%	0.45	11.7	43.4%
老白干酒	35.8	41.3%	3.5	114.3%	61.2%	-2.74	35.6%	-2.27	9.8%	3.33	4.3	-14.9%
水井坊	28.2	37.6%	5.8	72.7%	81.9%	37.16	39.5%	2.09	20.6%	4.18	1.6	-5.2%
伊力特	21.2	10.7%	4.3	21.1%	49.0%	-14.70	10.1%	3.43	20.1%	1.73	1.2	-57.7%
舍得酒业	22.1	35.0%	3.4	138.1%	72.6%	21.37	40.2%	-7.31	15.4%	6.69	2.5	28.5%
金徽酒	14.6	9.7%	2.6	2.2%	62.3%	-2.66	24.9%	0.42	17.7%	-1.30	1.3	-17.4%
青青稞酒	13.5	2.3%	1.1	-214.2%	66.6%	14.98	38.5%	-5.26	8.0%	15.12	0.4	192.2%
金种子酒	13.1	1.9%	1.0	1144.1%	51.2%	-1.82	30.1%	-6.61	7.8%	7.12	0.8	-13.3%
酒鬼酒	11.9	35.1%	2.2	26.5%	78.8%	76.88	39.3%	2.57	18.8%	-1.29	1.5	9.7%
*ST 皇台	0.3	-46.5%	-1.0	-49.1%	24.1%	24.07	216.1%	81.64	-374.7%	19.46	0.0	-71.2%
白酒合计	2086	25.54%	698.5	33.6%	-	-	-	-	-	-	387.4	13.5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 2019Q1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	216.4	23.9%	112.2	31.9%	92.1%	0.81	10.8%	-1.53	51.8%	3.14
五粮液	175.9	26.6%	64.8	30.3%	75.8%	2.59	9.7%	0.06	36.8%	1.04
泸州老窖	41.7	23.7%	15.1	43.1%	79.2%	4.49	19.4%	-1.53	36.3%	4.92
洋河股份	108.9	14.2%	40.2	15.7%	72.3%	-2.49	11.2%	-0.32	36.9%	0.49
顺鑫农业	47.7	19.9%	4.3	17.2%	38.4%	-4.76	15.0%	-1.68	9.0%	-0.21
古井贡酒	36.7	43.3%	7.8	34.8%	78.2%	-1.52	35.9%	0.14	21.4%	-1.34
山西汾酒	40.6	25.2%	8.8	23.6%	71.9%	0.99	26.2%	4.90	21.6%	-0.29
迎驾贡酒	11.6	2.7%	3.5	9.0%	67.2%	1.75	12.6%	0.19	30.5%	1.77
口子窖	13.6	9.0%	5.4	21.4%	77.8%	3.09	12.1%	-0.14	40.0%	4.11
老白干酒	11.5	55.8%	1.2	57.1%	60.9%	-0.99	33.5%	-0.79	10.2%	0.09
伊力特	5.2	0.1%	1.5	23.8%	52.8%	2.75	5.5%	0.51	28.8%	5.52
水井坊	9.3	24.2%	2.2	41.2%	82.6%	1.79	35.2%	-3.99	23.5%	2.82
今世缘	19.5	31.1%	6.4	26.0%	74.6%	0.30	18.0%	0.44	32.8%	-1.34
金种子酒	2.9	-6.1%	0.1	21.5%	45.6%	-5.18	28.6%	-8.90	3.1%	0.71
舍得酒业	7.0	34.1%	1.0	21.5%	74.8%	5.29	37.8%	3.95	14.4%	-1.49
金徽酒	5.1	5.5%	1.1	-9.9%	58.0%	-3.96	16.7%	0.94	21.2%	-3.63
青青稞酒	3.7	-23.0%	0.5	-41.8%	64.9%	-2.69	32.1%	6.63	13.8%	-4.46
酒鬼酒	3.5	30.5%	0.7	16.2%	77.6%	-3.27	32.7%	-1.44	21.0%	-2.58
*ST 皇台	0.1	-7.7%	-0.1	-50.5%	47.0%	46.84	121.5%	-32.52	-91.4%	79.06
白酒合计	760.8	22.7%	276.9	27.9%	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

重点公司点评

贵州茅台：Q1 实现开门红，净利率有所提升

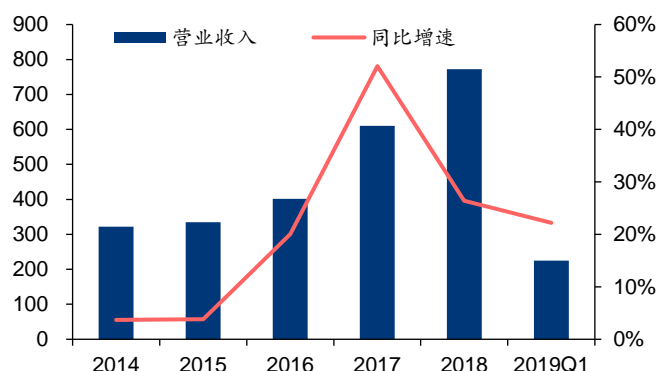
2019年一季度公司实现营业总收入 224.8 亿元，同比增长 22.21%；实现归母净利润 112.2 亿元，同比增长 31.91%，公司业绩超出此前公布的营业收入增速 20%、净利润增速 30% 的一季度主要经营数据预告。

2019年一季度，公司茅台酒实现收入 194.98 亿元，占白酒收入的 90%，收入占比较 2018 年底提升 1 个百分点；系列酒实现收入 21.3 亿元，占白酒收入的 10%。销售渠道来看，一季度公司直销收入 10.92 亿元，占白酒收入的 5%；批发渠道实现收入 205.38 亿元，占白酒收入的 95%。茅台酒销售占比的提升带动公司毛利率水平持续提高，2019年一季度，公司毛利率达到 92.11%，较上年同期提高了 0.8 个百分点。

为进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力，公司对部分酱香系列酒经销商进行了清理和淘汰，一季度减少酱香系列酒经销商 533 家，淘汰数量较 2018 年全年的 437 家继续扩大。2019年一季度，公司国内经销商数量为 2454 个，国外经销商数量为 115 个。

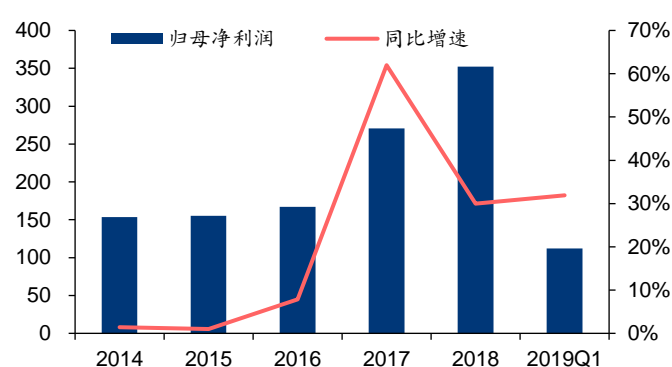
我们认为，2019年，公司将通过加大直营门店发货量、向全国大型商超公开招标等方式，扩大产品直销比例，公司业绩将保持较快增长。

图表23： 2014-2019年 Q1 贵州茅台营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24： 2014-2018年 Q1 贵州茅台归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

五粮液：业绩实现开门红，毛利率有所提升

2019年一季度，公司实现营业收入175.90亿元，同比增长26.57%；实现归母净利润64.75亿元，同比增长30.26%；基本每股收益为1.67元，业绩符合我们预期。报告期内，公司加大产品线清理力度，资源聚焦核心单品，强化品牌营销，进一步提高了公司的品牌价值，巩固了浓香型高端白酒市场的龙头地位。

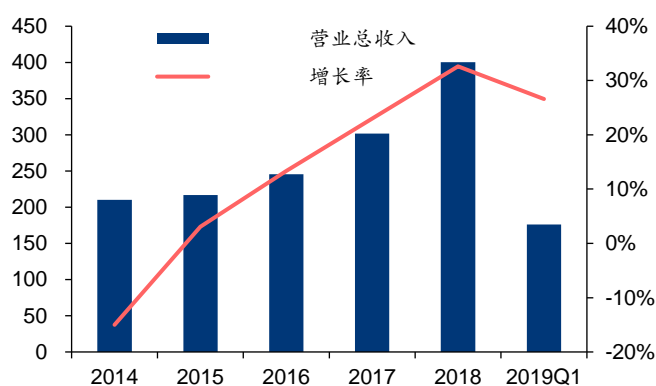
3月18日，五粮液品牌经销商营销工作会在成都召开，会上第八代经典五粮液正式亮相，这是五粮液在1995年推出晶质多棱瓶的52度五粮液后的再一次产品端的重大变革，停产将赋予老包装52度五粮液稀缺属性，这将有助于价格企稳和反弹。从终端表现来看，第八代五粮液亮相以来，第七代五粮液产品一批价不断提升，经销商打款积极性大幅提升。2019年一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金达到176.98亿元，同比增长69.94%，增速较上年同期提高了34.78个百分点；公司经营活动产生的现金流量净额为79.27亿元，同比增长230.55%。

2019年一季度，公司预收账款48.53亿元，较上年同期下降9.19亿元，较2018年末下降18.54亿元；公司应收票据158.91亿元，较上年同期下降13.05亿元，较2018年末下降2.44亿元；公司应收账款为3.25亿元，较上年同期增加1.72亿元，较2018年末增加1.98亿元。

渠道方面，公司加速扁平化，成立营销战区，同时加快数字化平台建设，进一步为一线营销组织和经销商持续赋能，加强对终端的管控。2019年一季度，公司销售费用12.74亿元，同比增长27.0%，销售费用率为7.24%，较上年同期基本持平。公司管理费用7.77亿元，同比增长32.70%，管理费用率为4.41%，较上年同期提高0.13个百分点。2019年一季度，公司毛利率为75.78%，较上年同期提高了2.59个百分点；公司净利润率为38.72%，较上年同期提高了1.20个百分点。

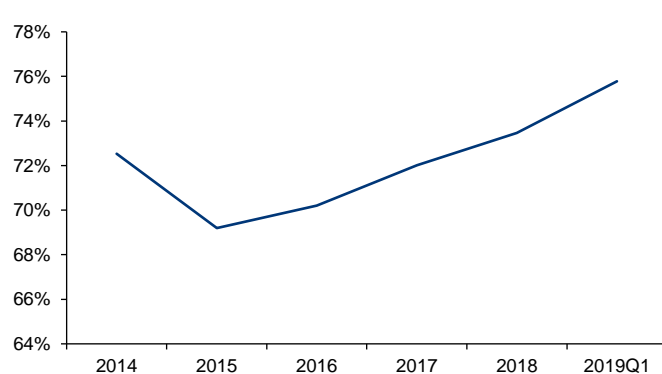
五粮液终端价格持续提升，凸显公司品牌力不断增强，我们预计第八代五粮液正式推出以后将推动公司产品一批价进一步提升，进而打开提价空间，公司业绩或将继续保持较快增长。

图表25：2014-2019Q1 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26：2014-2019Q1 五粮液毛利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

泸州老窖：结构持续优化，净利率显著提升

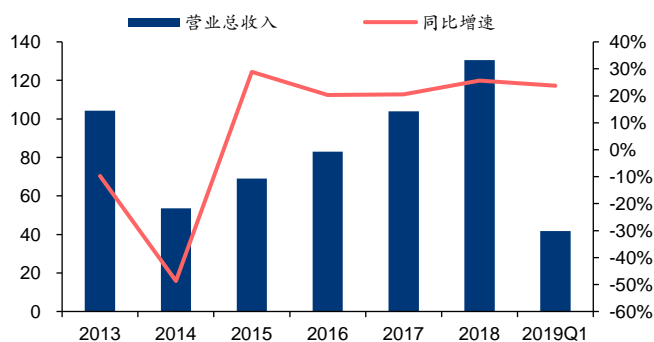
2018年度公司实现营业收入130.55亿元，同比增加25.60%；实现归母净利润34.86亿元，同比增加36.27%，业绩超出2017年制定的实现营业收入25%的年度经营目标，业绩符合我们预期。2019年一季度，公司营业收入41.69亿元，同比增长23.72%；归母净利润15.15亿元，同比增长43.08%。2019年是公司“十三五”战略三年冲刺期的决胜之年，公司2019年经营目标为实现营业收入同比增长15%-25%。

公司坚定实施竞争型营销战略和大单品战略，国窖1573实现高动销、高利润的良性增长，泸州老窖特曲和窖龄酒保持快速发展势头，头曲、二曲成功实现复苏。2018年，以国窖1573为代表的高档酒类产品营业收入63.78亿元，同比增长37.21%，占公司白酒收入的比重由2017年的44.72%提升至49.60%；中档酒类实现营业收入36.75亿元，同比增长27.83%；低档酒类实现收入28.07亿元，同比增长8.30%。高档酒类产品占比的提升带动公司整体毛利率较上年提升5.60个百分点，达到77.53%。2019年一季度，公司毛利率水平进一步提升至79.15%，毛利率水平创上市以来的新高。

2018年公司打响“品牌复兴”战役，在金砖国家工商论坛、俄罗斯世界杯、澳大利亚网球公开赛等活动植入宣传，加大了广告宣传和市场营销力度，公司销售费用为33.93亿元，同比增长40.67%，销售费用率为25.99%，较上年同期提升2.79个百分点。2019年一季度，公司销售费用7.06亿元，同比增长15.03%，销售费用率下降至16.93%。在毛利率大幅提升和费用率下降的双重影响下，2019年一季度公司销售净利率达到了37.28%，较2018年提升10.39个百分点。

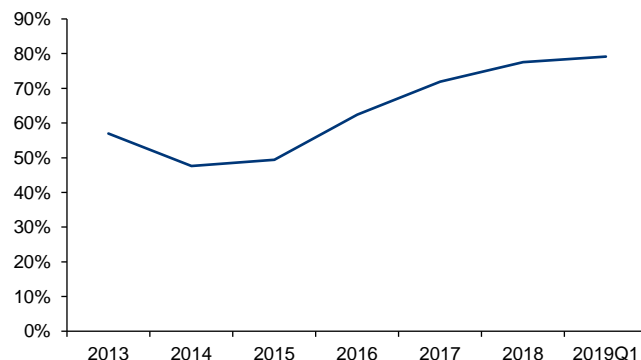
2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金148.28亿元，同比增长19.38%；2019年一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金为41.58亿元，同比增长16.20%。2018年公司应收票据23.88亿元，同比下降4.19%；2019年应收票据为27.48亿元，同比增长20.33%。由于提前收到经销商贷款，公司2018预收款为16.04亿元，2019年一季度，公司预收款小幅回落至12.86亿元。

图表27：2013-2019Q1 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28：2013-2019Q1 泸州老窖毛利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

山西汾酒：市场费用投入加大，省外增速较快

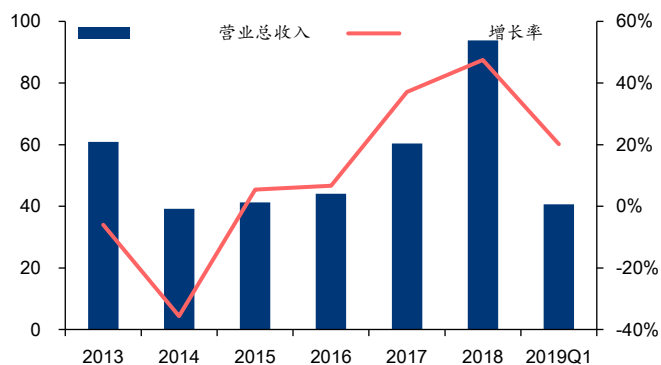
2018年度山西汾酒实现营业收入93.82亿元，同比增加47.48%；实现归母净利润14.67亿元，同比增加54.01%，业绩超出2017年制定的实现营业收入同比增长40%的目标，业绩符合我们预期。2019年一季度，公司营业收入40.58亿元，同比增长20.12%；归母净利润8.77亿元，同比增长22.58%。

2018年，公司积极调整产品结构，推出青花汾酒50和中国装等新品，对巴拿马系列产品进行升级，构建形象产品及全国化大单品。2018年，以青花、金奖系列和老白汾系列为代表的中高价产品营业收入56.71亿元，同比增长51.58%，吨酒价格达到30.50万元/吨，同比增长10.71%；普通汾酒为代表的低价产品营业收入23.60亿元，同比增长25.00%；竹叶青为代表的配置酒营业收入3.39亿元，同比增长52.50%。2019年一季度，中高价产品营业收入24.74亿元，同比增长19.63%；低价酒营业收入14.34亿元，同比增长32.53%；配置酒营业收入1.19亿元，同比增长60.82%。

中高价产品吨价提升带动产品毛利率水平达到75.18%，较上年同期提升2.84个百分点；低价产品毛利率为50.72%，较上年同期下降8.77个百分点，低价产品价格大幅下降导致公司整体毛利率水平较上年下降1.24个百分点至66.23%。2019年一季度，公司毛利率水平有所提升，达到71.94%。2018年，公司加大市场拓展费、终端建设费、广告宣传费的投入，销售费用为16.27亿元，同比增长42.75%，销售费用率为17.34%，较上年同期下降0.55个百分点；2019年一季度，公司继续加大市场投入，销售费用为8.42亿元，同比增长42.09%，销售费用率提高至20.74%。

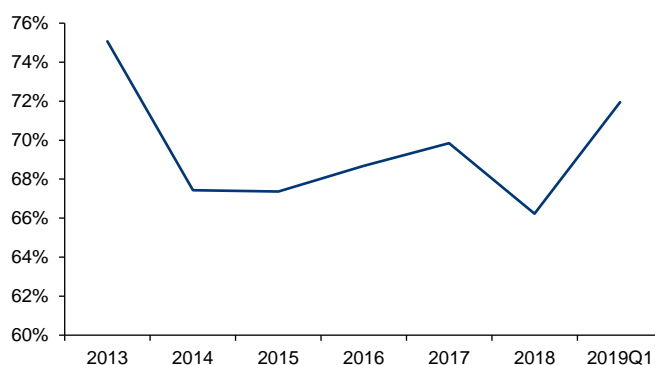
2018年，公司大本营市场山西省内营业收入52.87亿元，同比增长37.44%，占公司总收入的56.80%；省外市场加大渠道下沉力度，营业收入为40.21亿元，同比增长63.56%，占公司总收入的43.20%，占比较上年提高了2.93个百分点。2019年一季度，省内收入21.28亿元，同比增长12.12%，占比为52.59%；省外收入19.09亿元，同比增长44.72%，占比进一步提升至47.41%。

图表29：2013-2019Q1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30：2014-2019Q1山西汾酒毛利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

舍得酒业：市场投入加大，净利率有所回落

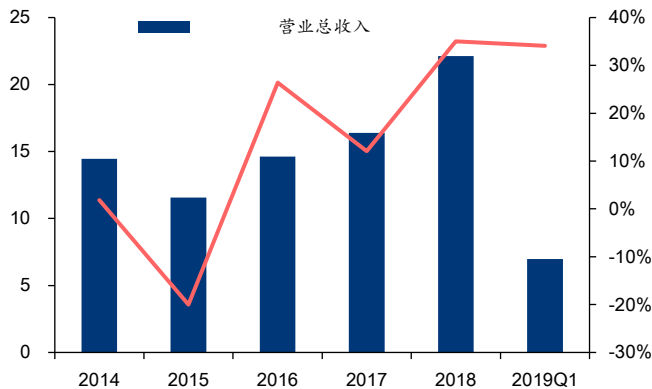
2019年一季度公司实现营业收入6.97亿元，同比增长34.06%；实现归母净利润1.01亿元，同比增长21.53%；基本每股收益0.3元，经营业绩基本符合预期。

报告期内，公司坚持“舍得”+“沱牌”双品牌运作。2019年一季度，公司中高档酒销售收入5.77亿元，同比增长36.01%，占白酒收入比重为97.3%，较上年同期小幅提升；低档酒持续改善，低档酒收入0.16亿元，同比增长15.78%；以天马玻璃为主的其他业务销售收入为1.04亿元。在产品结构持续优化的带动下，公司毛利率水平达到74.76%，较上年同期的69.46%提升了5.32个百分点。

2019年一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金为8.05亿元，同比下降8.56%；公司应收票据为1.19亿元，同比下降27.89%。一季度，公司预收账款1.50亿元，较2018年末的2.47亿元下降0.97亿。由于控股子公司四川天马玻璃有限公司应收货款增加，公司应收账款1.10亿元，较上年同期增加0.26亿元。

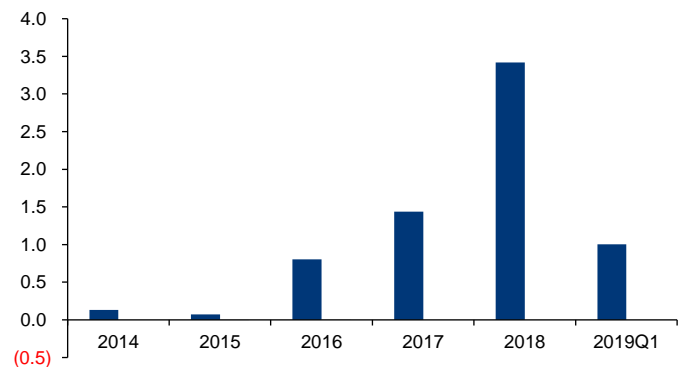
公司持续进行渠道深耕，加大市场费用的投放力度，2019年一季度，公司销售费用1.82亿元，同比增长50.50%，销售费用率为26.09%，较上年同期提高了2.85个百分点。在费用率提升的影响下，公司净利率为15.49%，较上年同期下降了1.01个百分点。2019年一季度，公司酒类产品新增经销商44家，退出经销商36家，报告期末共有经销商1,638家，较2018年年末增加8家。

图表31：2014-2019Q1 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32：2014-2019Q1 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

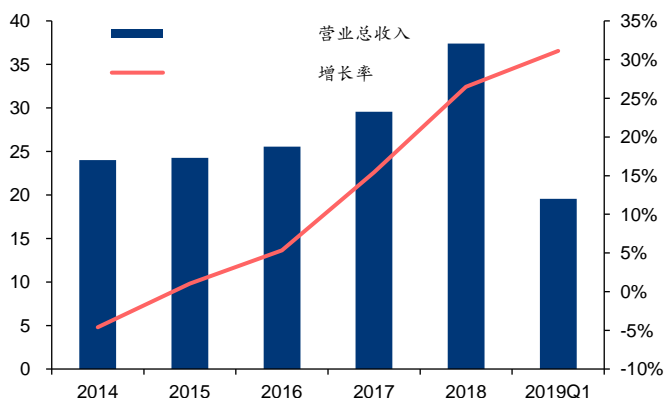
2018年度今世缘实现营业收入37.41亿元，同比增加26.49%；实现归母净利润11.51亿元，同比增加28.45%，业绩超出2017年制定的实现营业收入35亿、净利润10亿的年度经营目标，基本符合我们预期。2019年一季度，公司营业收入19.54亿元，同比增长31.12%；归母净利润6.41亿元，同比增长26.00%。公司2019年经营目标为实现营业收入48.5亿元左右、净利润14.3亿元左右，同比分别增长30%、25%左右，业绩目标再次提速，彰显公司对经营业绩增长的信心。

公司聚焦战略单品，产品结构持续升级，次高端品牌国缘占比进一步提升。2018年，以国缘对开、四开为代表的特A+类产品营业收入18.45亿元，同比增长42.7%，占公司白酒收入的比重由2017年的43.72%提升至49.33%，特A+类产品占比的提升带动公司整体毛利率较上年提升1.15个百分点，达到72.91%。2019年一季度，特A+类产品营业收入10.24亿元，同比增长44.86%，占公司白酒收入的比重进一步至52.6%，公司毛利率水平提升至74.68%。

由于春节订货预交贷款增加，公司预收账款同比大幅增长，2018年公司预收账款为11.68亿元，同比增长43.42%；由于公司部分预收账款确认为营业收入，2019年一季度预收账款回落至2.92亿元。公司渠道力方面致力于量质并举，推进了渠道下沉，实现了以厂家办事处主导下的厂商协同作战单元。2018年公司销售费用为5.86亿元，同比增长36.74%，销售费用率为15.65%，较上年同期提升1.17个百分点。2019年一季度，由于广告费用投放持续增加，公司销售费用3.10亿元，同比增长43.23%，销售费用率提升至15.87%。

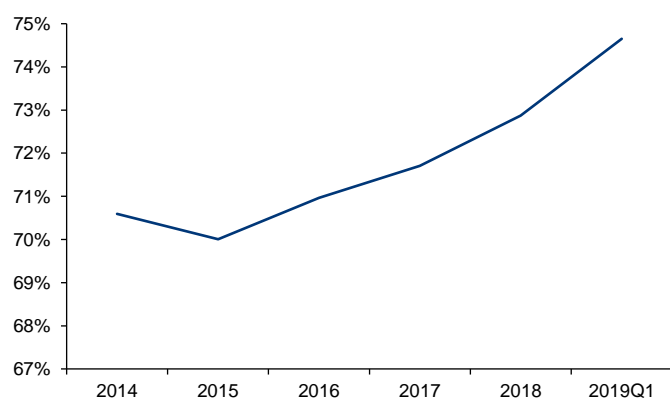
2018年，公司大本营淮安地区收入占比仍然位居首位，营业收入9.14亿元，占公司总收入的24.46%；南京地区增速较快，同比增速为52.14%。2019年一季度，南京地区拔得头筹，收入占比提升至28.2%。公司加大对省外市场的开拓力度，2019Q1省外市场实现收入1.12亿元，同比增长72.21%，收入占比从上年同期的6.9%提升至8.4%。从经销商规模来看，截至2019年一季度，省内经销商数量为325家，报告期内增加13家，减少3家；省外经销商数量为301家，报告期内增加48家，减少10家。

图表33：2014-2019Q1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34：2014-2019Q1今世缘毛利率情况



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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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