

食品饮料

 不惧调整，风光依旧
白酒行业年报一季报总结

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

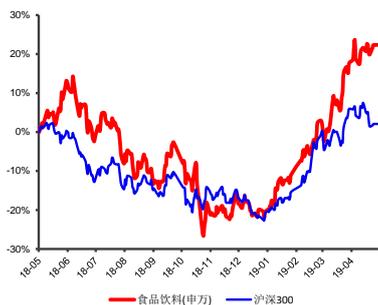
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@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

- 《白酒行业深度报告：从“稳增长”再议白酒的投资机会》
- 《白酒估值体系的再思考：白酒周期属性弱化，估值中枢有望上移》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
贵州茅台	906	21.56	28.02	35.06	41.08	36.1	32.33	25.84	22.05	1.60	买入
五粮液	92.12	2.55	3.47	4.46	5.33	35.0	26.55	20.65	17.28	1.72	买入
古井贡酒	111.0	2.28	3.37	4.42	5.57	31.6	32.94	25.11	19.93	1.68	买入
顺鑫农业	52.91	0.77	1.30	2.27	2.95	25.0	40.70	23.31	17.94	0.35	买入
口子窖	58.57	1.86	2.55	3.05	3.57	28.4	22.97	19.20	16.41	1.43	买入

备注：股价为2019年5月6日收盘价。

投资要点

- 行业总结：周期向上，风光依旧。**2018年白酒板块虽有波折甚至危言耸听，但是大趋势依旧向上，彰显出行业强大的韧性和造血能力。2018年白酒上市公司收入同比增长25.53%，净利润同比增长33.57%；19Q1白酒板块收入同比增长22.26%，净利润同比增长27.87%。虽然19Q1环比18年全年略有下降，但环比18Q3已明显回暖，行业经历短期调整后重回稳健增长。与全行业2018年12.88%的收入增速相比，上市酒企增速明显更快，表明行业集中度进一步提升，消费升级背景下名酒优势将持续放大。从上市公司数据来看，一线白酒表现更优，主要是茅台供需偏紧背景下高端酒普遍动销回暖；二三线白酒业绩进一步分化，其中徽酒龙头古井、口子产品结构显著换挡升级，而苏酒梦之蓝、国缘同样表现更为突出，因此结构升级是二三线酒企实现突围的重要动能。从盈利能力来看，2018年以来白酒板块毛利率持续提升，同时费用使用效率强化，推动净利率整体进一步上行，其中一线酒企净利率全面提升，表明高端酒优势进一步扩大；部分二三线酒企净利率有所下滑，主要是为扩张份额加大费用投放，竞争加剧致短期盈利水平分化。
- 行业展望：预收款打款积极+现金流靓丽，强者愈强趋势明显。**2018年白酒板块预收账款为387.44亿元，同比提升13.50%，19Q1白酒板块预收款为293.58亿元，同比下降3.59%，其中茅、五打款积极，茅台3月下旬经销商已支付4-6月货款，五粮液去年底经销商集中打了今年1-5月货款，其余酒企预收款大多亦保持正增长，表明酒企整体回款趋势仍旧健康，反映需求端继续保持良性状态。2018年白酒板块经营性净现金流为776.01亿元，同比提升51.11%，19Q1白酒板块经营性净现金流为136.30亿元，同比提升20.85%，板块现金流持续表现优异，其中除茅台19Q1因存放中央银行和同业款项增加导致现金流下降以外，其余酒企同样呈现出高端酒增长、二三线酒企分化的特征，进一步反映强势酒企优势更加明显的趋势。
- 持仓与估值：仓位回升创新高，估值修复至中枢位置。**截止2019年一季度末，食品饮料的基金持仓比例为15.07%，环比提升3.49pct，其中，白酒板块持仓比例为11.30%，环比大幅提升4.45pct，持仓比例创下2015年以来最高水平，也是一季度食品饮料板块持仓水平提升的主要贡献力量。估值水平来看，目前白酒板块PE-TTM约为30，自去年年底以来持续回升，目前已修复至历史估值中枢的水平。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。

- **投资建议：品牌集中、结构升级时代加速到来，持续看好优质酒企投资前景。**2018 年年报和 2019 年一季报表明，在经历 18Q3 的短暂调整之后，18Q4 和 19Q1 行业迅速回暖，各家酒企及时作出应对，四季度以来需求明显复苏。我们认为，这一方面与宏观经济边际回暖有关，投资增速回升下商务活动增加提振了白酒的消费需求；另一方面在消费升级的大背景下，白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，因此我们看到，具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在 18Q4 以来的本轮行业复苏中表现更为优异。**当前名酒对应 2019 年 PE 基本在 20-25 倍的合理水平，在国家鼓励消费，降税等背景下，消费信心有望继续保持，相较于医药和家电等消费领域，白酒更优，板块有望持续超预期获取超额收益。持续重点推荐品牌优势的一线酒企（茅、五、泸）和真正能够持续结构升级的二三线酒企（古、口、洋、顺鑫、汾酒）。**
- **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

行业总结：短期扰动后回归稳健，进入品牌集中+结构升级时代	- 4 -
行业重回稳健增长，强势品牌表现更优，产品结构升级明显	- 4 -
毛利率继续上行+费用率稳步下行，盈利能力整体提升但内部分化	- 6 -
行业展望：预收款打款积极+现金流靓丽，强者愈强趋势明显	- 9 -
预收款小幅波动，茅、五打款积极，整体回款趋势依然健康	- 9 -
现金流整体靓丽，高端酒表现更为优异	- 10 -
持仓与估值：仓位回升创新高，估值修复至中枢位置	- 12 -
持仓：白酒仓位显著回升，创下 2015 年以来新高	- 12 -
估值：估值回升至历史中枢水平，未来板块估值中枢有望上移	- 12 -
投资建议	- 13 -
品牌集中、结构升级时代加速到来，持续看好优质酒企投资前景	- 13 -
风险提示	- 14 -

图表目录

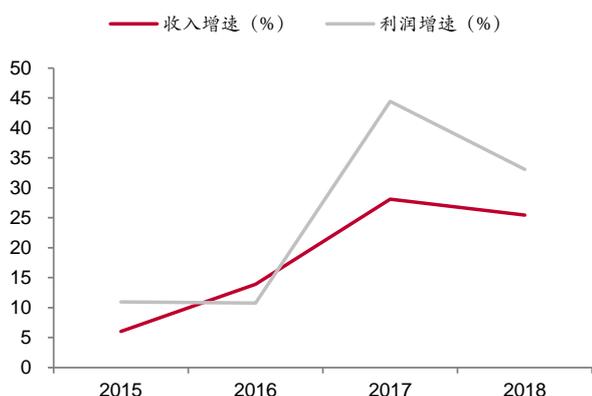
图表 1：2018 年白酒板块收入和利润延续稳健增长	- 4 -
图表 2：19Q1 白酒板块收入和利润 继续快速增长	- 4 -
图表 3：2018 年一线白酒业绩表现更为靓丽	- 5 -
图表 4：19Q1 一线白酒业绩表现更为靓丽	- 5 -
图表 5：优势酒企在本轮行业复苏中表现更为优异	- 6 -
图表 6：2018 年白酒板块毛利率同比提高 2.95pct	- 7 -
图表 7：2018 年白酒板块费用率同比下降 2.03pct	- 7 -
图表 8：19Q1 白酒板块毛利率同比提高 0.68pct	- 7 -
图表 9：19Q1 白酒板块费用率同比下降 0.14pct	- 7 -
图表 10：2018 年酒企毛利率进一步走高	- 8 -
图表 11：19Q1 酒企毛利率延续上行趋势	- 8 -
图表 11：2018 年和 19Q1 期间费用率持续回落	- 9 -
图表 12：2018 年酒企预收账款同比提升 13.50%（亿元）	- 10 -
图表 12：19Q1 酒企预收账款同比小幅下降 3.59%（亿元）	- 10 -
图表 12：2018 年酒企经营性净现金流同比提升 51.11%（亿元）	- 11 -
图表 12：19Q1 酒企经营性净现金流同比提升 20.85%（亿元）	- 11 -
图表 1：19Q1 白酒板块持仓市值大幅提升	- 12 -
图表 2：19Q1 白酒增持明显	- 12 -
图表 18：白酒板块 TTM 估值回升至约 30 倍	- 12 -
图表 19：重点白酒公司盈利预测表	- 14 -

行业总结：短期扰动后回归稳健，进入品牌集中+结构升级时代

行业重回稳健增长，强势品牌表现更优，产品结构升级明显

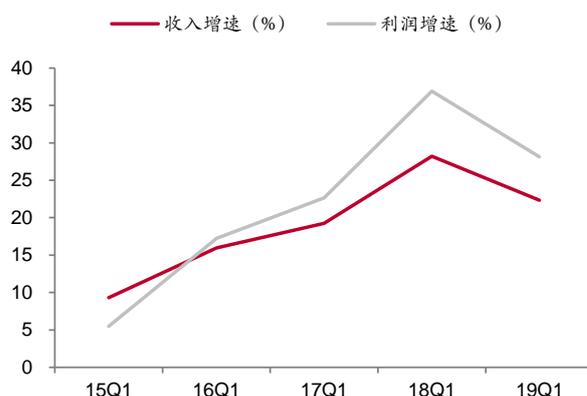
- 行业整体：行业短期波动后重回稳健增长，份额进一步向品牌集中。**2018年白酒板块实现收入 2121.62 亿元，同比增长 25.53%，实现净利润 698.52 亿元，同比增长 33.57%，较 2017 年分别下降 2.53 和 9.88pct；19Q1 白酒板块实现收入 769.15 亿元，同比增长 22.26%，实现净利润 276.82 亿元，同比增长 27.87%，较 2018 年全年分别下降 3.27 和 5.70pct。虽然 19Q1 环比 18 年全年有所下降，但一方面是 18Q1 板块业绩基数较高，另一方面环比 18Q3 已大幅回暖，行业重回稳健增长。值得注意的是，与中酒协公布的全行业 2018 年 12.88% 的收入增速相比，上市酒企增速明显更快，表明行业集中度进一步提升，消费升级背景下名酒优势将持续放大。

图表 1：2018 年白酒板块收入和利润延续稳健增长



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：19Q1 白酒板块收入和利润 继续快速增长



来源：wind、中泰证券研究所

- 上市公司数据：一线白酒表现更优，二三线酒企结构升级明显。**从上市公司数据来看，一线名酒方面，2018 年和 19Q1 一线名酒收入增速均超过 20%，净利润增速均超过 30%，整体表现明显优于二三线酒企，主要是茅台供需偏紧背景下高端酒普遍动销回暖，从节后批价持续回升可见一斑，近来飞天和普五批价已进一步上行至 1900 元以上及 900 元左右。此外，一线名酒均呈现出净利润增速超过收入增速的特征，我们认为名酒直接或变相提价（产品结构升级）以及费用管控能力提高共同拉升了整体盈利水平。二三线白酒业绩进一步分化，其中徽酒龙头古井、口子业绩双双超预期，主要是产品结构显著换挡升级，古井 8 年、口子 10 年及以上产品放量增长，而苏酒梦之蓝、国缘等高价位产品同样表现更为突出，因此结构升级是二三线酒企实现突围的重要动能。

图表 3: 2018 年一线白酒业绩表现更为靓丽

层级	公司名称	收入/亿元			净利润/亿元		
		2017	2018	同比 (%)	2017	2018	同比 (%)
一线白酒	贵州茅台	610.63	771.99	26.43	270.79	352.04	30.00
	五粮液	301.87	400.30	32.61	96.74	133.84	38.36
	泸州老窖	103.95	130.55	25.60	25.58	34.86	36.27
二线白酒	洋河股份	199.18	241.60	21.30	66.27	81.15	22.45
	山西汾酒	60.37	93.82	55.39	9.44	14.67	55.36
	古井贡酒	69.68	86.86	24.65	11.49	16.95	47.57
三线白酒	口子窖	36.03	42.69	18.50	11.14	15.33	37.62
	水井坊	20.48	28.19	37.62	3.35	5.79	72.72
	沱牌舍得	16.38	22.12	35.02	1.44	3.42	138.05
	酒鬼酒	8.78	11.87	35.13	1.76	2.23	26.45
	今世缘	29.57	37.41	26.49	8.96	11.51	28.45
	老白干酒	25.35	35.83	41.34	1.64	3.50	114.26
	顺鑫农业	117.34	120.74	2.90	4.38	7.44	69.78
	伊力特	19.19	21.24	10.70	3.53	4.28	21.10
	迎驾贡酒	31.38	34.89	11.17	6.67	7.79	16.81
	金徽酒	13.33	14.62	9.72	2.53	2.59	2.24
	金种子酒	12.90	13.15	1.89	0.08	1.02	1144.09
	青青稞酒	13.18	13.49	2.29	-0.94	1.08	214.24
	*ST皇台	0.48	0.25	-46.47	-1.88	-0.95	49.11

来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 19Q1 一线白酒业绩表现更为靓丽

层级	公司名称	收入/亿元			净利润/亿元		
		2018Q1	2019Q1	同比 (%)	2018Q1	2019Q1	同比 (%)
一线白酒	贵州茅台	183.95	224.81	22.21	85.07	112.21	31.91
	五粮液	138.98	175.90	26.57	49.71	64.75	30.26
	泸州老窖	33.70	41.69	23.72	10.59	15.15	43.08
二线白酒	洋河股份	95.38	108.90	14.18	34.75	40.21	15.70
	山西汾酒	32.40	40.58	25.24	7.10	8.77	23.57
	古井贡酒	25.60	36.69	43.31	5.81	7.83	34.82
三线白酒	口子窖	12.50	13.62	8.97	4.49	5.45	21.43
	水井坊	7.48	9.30	24.25	1.55	2.19	41.16
	舍得酒业	5.20	6.97	34.06	0.83	1.01	21.53
	酒鬼酒	2.65	3.46	30.46	0.63	0.73	16.18
	今世缘	14.92	19.55	31.07	5.09	6.41	26.00
	老白干酒	7.38	11.49	55.81	0.75	1.17	57.14
	顺鑫农业	39.73	47.65	19.95	3.66	4.29	17.17
	伊力特	5.18	5.18	0.09	1.21	1.49	23.83
	迎驾贡酒	11.30	11.60	2.70	3.24	3.53	9.02
	金徽酒	4.87	5.14	5.48	1.21	1.09	-9.92
	金种子酒	3.07	2.89	-6.08	0.07	0.09	21.45
	青青稞酒	4.75	3.66	-23.05	0.87	0.50	-41.84
	*ST皇台	0.08	0.07	-7.73	-0.13	-0.06	50.53

来源: wind、中泰证券研究所

- 环比数据：优势酒企在本轮行业复苏中表现更为优异。**从环比数据来看，18Q3 行业呈现整体增速放缓的态势，但是 18Q4 和 19Q1 行业迅速回暖，各家酒企面对行业调整及时作出应对，四季度以来需求明显复苏。我们认为，这一方面与宏观经济一定程度上转暖有关，投资增速回升下商务、社交活动的增加提振了白酒的消费需求；另一方面，在消费升级的大背景下，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，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利。因此，我们可以看到，具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在本轮的行业复苏中表现更为优异，19Q1 茅、五、泸净利润增速分别为 32%、30%、43%，我们持续看好优质酒企的投资前景。

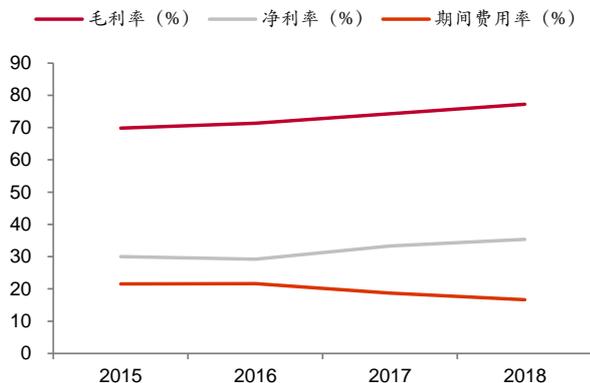
图表 5：优势酒企在本轮行业复苏中表现更为优异

层级	公司名称	收入			净利润		
		19Q1 同比 (%)	18Q4 同比 (%)	18Q3 同比 (%)	19Q1 同比 (%)	18Q4 同比 (%)	18Q3 同比 (%)
一线白酒	贵州茅台	22.21	34.12	3.81	31.91	47.56	2.71
	五粮液	26.57	31.32	23.17	30.26	43.59	19.61
	泸州老窖	23.72	21.76	31.36	43.08	31.05	45.49
二线白酒	洋河股份	14.18	5.08	20.11	15.70	2.96	21.53
	山西汾酒	20.12	63.83	30.58	22.58	38.18	60.24
	古井贡酒	43.31	18.43	18.25	34.82	25.12	46.14
三线白酒	口子窖	8.97	19.61	8.15	21.43	84.00	8.77
	水井坊	24.25	17.91	27.21	41.16	26.66	51.56
	舍得酒业	34.06	57.70	56.77	21.53	42.86	223.55
	酒鬼酒	30.46	30.57	30.81	16.18	3.25	38.46
	今世缘	31.07	3.10	35.49	26.00	3.61	35.45
	老白干酒	55.81	42.99	56.22	57.14	126.83	41.42
	顺鑫农业	19.95	-0.49	-14.34	17.17	25.13	99.25
	伊力特	0.09	-1.09	9.47	23.83	42.83	-21.83
	迎驾贡酒	2.70	10.23	13.50	9.02	17.47	18.04
	金徽酒	5.48	27.08	-22.83	-9.92	28.73	-91.92
	金种子酒	-6.08	12.48	-3.44	21.45	3,024.29	-3,912.87
	青青稞酒	-23.05	3.63	-4.85	-41.84	110.16	-128.53
*ST 皇台	-7.73	129.28	-49.59	50.53	55.44	5.92	

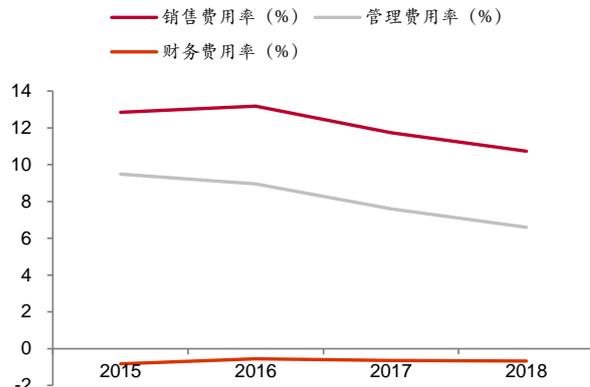
来源：wind、中泰证券研究所

毛利率继续上行+费用率稳步下行，盈利能力整体提升但内部分化

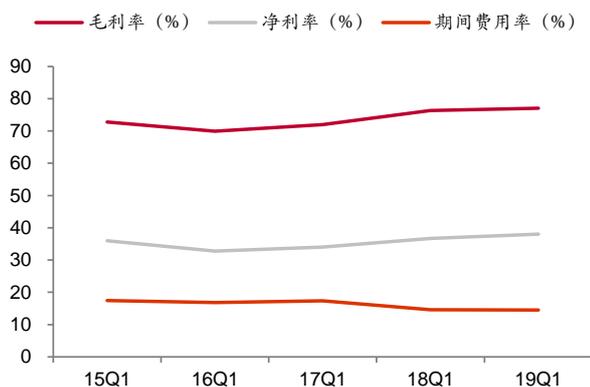
- 白酒板块毛利率继续走高，费用率有所回落，盈利能力持续提升。**受益产品结构升级和提价效应，2018 年白酒板块毛利率继续大幅提升，同时费用使用效率强化，推动净利率水平快速走高。具体来看，2018 年白酒板块毛利率为 77.24%，同比提高 2.95pct；期间费用率为 16.67%，同比下降 2.03pct，主要是销售费用率和管理费用率均同比下降 1.00pct；净利率为 35.33%，同比提高 2.04pct。19Q1 白酒板块毛利率为 77.03%，同比提高 0.68pct；期间费用率为 14.50%，同比下降 0.14pct；净利率为 38.03%，同比提高 1.37pct。

图表 6: 2018 年白酒板块毛利率同比提高 2.95pct


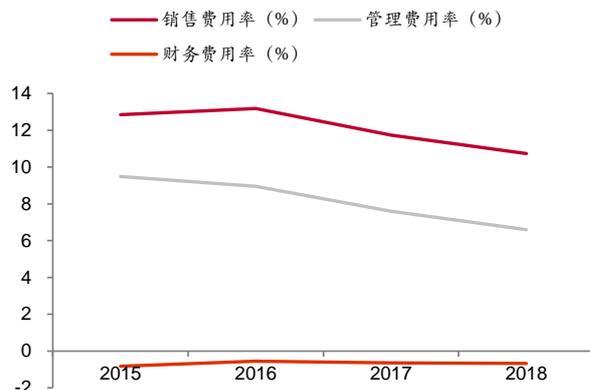
来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 2018 年白酒板块费用率同比下降 2.03pct


来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 19Q1 白酒板块毛利率同比提高 0.68pct


来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 19Q1 白酒板块费用率同比下降 0.14pct


来源: wind、中泰证券研究所

- 高端酒盈利能力进一步增强，次高端竞争加剧盈利水平分化。**毛利率方面，2018 年在排名靠前的 13 家酒企中，有 10 家毛利率有所提升，而汾酒、舍得毛利率下降则分别系个性化品牌并表和玻璃业务并表所致，因此从主营产品来看上市酒企的产品结构均有所上移，19Q1 前 13 家酒企中有 8 家毛利率有所提升，部分酒企毛利率因成本上升而略有回落；费用率方面，2018 年和 19Q1 在前 13 家酒企中分别有 10 家和 8 家出现下降，与毛利率普遍提升形成鲜明对比，表明费用投放效率进一步提升；净利率方面，2018 和 19Q1 在前 13 家酒企中分别有 11 家和 6 家有所提升，且净利率下滑的公司均集中于二三线酒企，主要是部分次高端酒企为扩张市场份额，今年以来加大费用投放，表明次高端板块竞争加剧，而一线酒企盈利能力稳步提升，表明**高端酒优势进一步扩大**。

图表 10: 2018 年酒企毛利率进一步走高

层级	公司名称	毛利率%			净利率%		
		2017	2018	同比	2017	2018	同比
一线白酒	贵州茅台	89.80	91.14	1.35	49.82	51.37	1.55
	五粮液	72.01	73.80	1.80	33.41	35.07	1.66
	泸州老窖	71.93	77.53	5.60	25.03	26.89	1.86
二线白酒	洋河股份	66.46	73.70	7.25	33.23	33.59	0.36
	山西汾酒	69.84	66.21	-3.62	16.63	16.63	-0.01
	古井贡酒	76.43	77.76	1.33	17.01	20.04	3.03
三线白酒	口子窖	72.90	74.37	1.47	30.91	35.90	4.99
	水井坊	79.06	81.87	2.80	16.38	20.55	4.18
	沱牌舍得	74.62	72.63	-1.99	8.67	16.86	8.18
	酒鬼酒	77.94	78.83	0.89	19.83	18.76	-1.07
	今世缘	71.71	72.87	1.16	30.33	30.80	0.47
	老白干酒	62.42	61.15	-1.27	6.45	9.78	3.33
	顺鑫农业	33.92	39.96	6.04	3.77	6.03	2.26
	伊力特	47.73	49.01	1.28	18.60	20.42	1.82
	迎驾贡酒	60.64	60.92	0.29	21.26	22.34	1.08
	金徽酒	63.01	62.30	-0.71	18.98	17.68	-1.30
	金种子酒	52.75	51.25	-1.50	0.71	7.82	7.11
	青青稞酒	65.67	66.60	0.93	-7.47	7.55	15.01
	*ST皇台	36.07	24.07	-12.00	-394.14	-374.71	19.43

来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 19Q1 酒企毛利率延续上行趋势

层级	公司名称	毛利率%			净利率%		
		2018Q1	2019Q1	同比	2018Q1	2019Q1	同比
一线白酒	贵州茅台	91.31	92.11	0.81	57.53	59.36	1.83
	五粮液	73.19	75.78	2.59	43.66	45.00	1.34
	泸州老窖	74.67	79.15	4.49	41.76	42.14	0.38
二线白酒	洋河股份	74.79	72.29	-2.49	43.49	43.11	-0.39
	山西汾酒	70.95	71.94	0.99	28.17	26.86	-1.31
	古井贡酒	79.73	78.21	-1.52	27.10	25.43	-1.67
三线白酒	口子窖	74.74	77.83	3.09	42.51	46.61	4.11
	水井坊	80.79	82.58	1.79	24.18	27.92	3.74
	沱牌舍得	69.46	74.76	5.29	19.65	18.05	-1.59
	酒鬼酒	80.86	77.59	-3.27	27.95	25.11	-2.84
	今世缘	74.35	74.65	0.30	39.69	38.69	-1.01
	老白干酒	61.90	60.91	-0.99	11.89	12.04	0.16
	顺鑫农业	43.15	38.38	-4.76	10.66	10.05	-0.62
	伊力特	50.06	52.81	2.75	26.27	33.71	7.44
	迎驾贡酒	65.41	67.16	1.75	33.88	35.73	1.85
	金徽酒	62.00	58.04	-3.96	29.07	24.68	-4.40
	金种子酒	50.75	45.57	-5.18	2.87	3.64	0.77
	青青稞酒	67.61	64.92	-2.69	21.66	15.53	-6.13
	*ST皇台	0.15	46.99	46.84	-204.23	-109.82	94.40

来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 2018 年和 19Q1 期间费用率持续回落

层级	公司名称	2018Q1	2019Q1	同比	2017	2018	同比
一线白酒	贵州茅台	12.29	10.80	-1.49	13.14	10.75	-2.39
	五粮液	9.60	9.78	0.18	16.58	12.79	-3.79
	泸州老窖	20.89	19.61	-1.28	27.65	30.35	2.70
二线白酒	洋河股份	11.47	11.27	-0.20	19.51	17.50	-2.01
	山西汾酒	21.28	26.28	4.99	26.69	23.88	-2.81
	古井贡酒	35.75	36.07	0.32	39.43	37.99	-1.44
三线白酒	口子窖	12.24	12.17	-0.07	13.70	12.02	-1.69
	水井坊	39.18	35.18	-3.99	37.39	39.48	2.09
	沱牌舍得	33.90	38.70	4.80	47.52	40.21	-7.31
	酒鬼酒	34.15	32.71	-1.44	36.74	39.31	2.57
	今世缘	17.58	18.09	0.51	20.77	20.01	-0.76
	老白干酒	34.26	33.94	-0.31	37.90	35.62	-2.27
	顺鑫农业	16.67	15.07	-1.60	17.96	17.08	-0.88
	伊力特	4.95	6.14	1.19	6.64	10.07	3.43
	迎驾贡酒	12.39	12.91	0.52	17.53	17.78	0.25
	金徽酒	15.79	17.34	1.55	24.50	24.92	0.42
	金种子酒	37.53	30.86	-6.67	36.69	30.08	-6.61
	青青稞酒	25.50	33.15	7.65	43.80	38.54	-5.26
	*ST皇台	154.05	121.53	-32.52	134.46	216.10	81.64

来源: wind、中泰证券研究所

行业展望: 预收款打款积极+现金流靓丽, 强者愈强趋势明显

预收款小幅波动, 茅、五打款积极, 整体回款趋势依然健康

- 2018 年白酒板块预收账款为 387.44 亿元, 同比提升 13.50%, 其中贵州茅台预收款为 135.77 亿元, 同比下降 5.91%, 但环比提升 21.57%, 五粮液预收款为 67.07 亿元, 同比提升 44.36%, 表明二者回款势头均保持强劲, 其余酒企预收款大多亦保持正增长。19Q1 白酒板块预收款为 293.58 亿元, 同比下降 3.59%, 主要是茅台和五粮液预收款均有所下滑, 分别同比下降 13.57% 和 15.91%, 但均属于对预收款的正常确认, 实际上, 茅台 3 月下旬经销商已支付 4-6 月的货款, 五粮液去年年底经销商集中打了今年 1-5 月货款, 表明酒企回款趋势仍旧健康, 反映需求端继续保持良性状态。

图表 13: 2018 年酒企预收账款同比提升 13.50% (亿元)

公司名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18同比
贵州茅台	50.91	30.45	14.76	82.62	175.41	144.29	135.77	-5.91%
五粮液	64.67	8.25	8.58	19.94	62.99	46.46	67.07	44.36%
泸州老窖	29.63	15.63	23.12	15.98	10.71	19.57	16.04	-18.03%
洋河股份	8.62	8.93	9.00	12.61	38.47	42.00	44.68	6.39%
山西汾酒	12.13	3.78	3.89	3.89	5.38	9.12	16.53	81.23%
古井贡酒	1.15	1.47	3.78	6.09	6.24	5.03	11.49	128.42%
口子窖	2.66	2.77	1.70	2.13	4.44	8.56	9.18	7.20%
水井坊	0.53	0.10	0.57	0.43	0.89	1.69	1.60	-5.20%
沱牌舍得	0.94	2.32	1.31	3.28	1.98	1.92	2.47	28.51%
酒鬼酒	3.49	1.13	1.91	1.91	1.54	1.40	1.54	9.70%
今世缘	3.03	3.79	3.30	3.15	4.86	8.15	11.68	43.42%
老白干酒	4.82	3.96	5.32	4.47	8.41	5.04	4.29	-14.90%
顺鑫农业	6.05	16.91	16.79	17.11	21.41	37.85	56.54	49.37%
伊力特	5.22	3.74	2.61	1.40	3.41	2.78	1.17	-57.73%
迎驾贡酒	5.91	3.54	4.19	4.23	4.79	4.79	4.83	0.96%
金徽酒	1.01	0.81	1.26	2.03	3.55	1.53	1.26	-17.42%
金种子酒	1.72	2.96	3.03	2.67	1.63	0.96	0.83	-13.32%
青青稞酒	0.77	0.50	0.10	0.28	0.63	0.15	0.43	192.15%
*ST皇台	0.07	0.09	0.11	0.11	0.10	0.07	0.02	-71.20%
合计	203.33	111.11	105.33	184.29	356.85	341.37	387.44	13.50%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 14: 19Q1 酒企预收账款同比小幅下降 3.59% (亿元)

公司名称	2012Q1	2013Q1	2014Q1	2015Q2	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	19Q1同比
贵州茅台	57.72	28.67	16.21	27.91	85.45	189.88	131.72	113.85	-13.57%
五粮液	77.90	38.63	15.67	7.78	68.26	62.37	57.72	48.53	-15.91%
泸州老窖	21.64	21.33	15.50	21.77	8.98	8.34	13.88	12.86	-7.37%
洋河股份	8.41	4.87	2.20	4.40	4.15	13.61	14.68	19.74	34.41%
山西汾酒	10.72	3.29	2.43	1.11	3.86	3.86	7.19	12.03	67.26%
古井贡酒	2.32	1.82	4.23	5.97	9.91	12.25	12.86	11.15	-13.25%
口子窖	0.00	0.00	0.00	0.00	2.03	3.60	4.84	4.89	0.88%
水井坊	0.67	0.26	0.09	0.90	0.81	1.01	0.69	0.41	-40.93%
沱牌舍得	1.29	1.54	1.59	1.46	2.13	2.10	3.84	1.50	-60.88%
酒鬼酒	3.27	1.96	1.07	1.66	1.58	1.15	1.37	1.20	-12.40%
今世缘	0.00	0.00	0.00	1.89	1.01	1.12	2.45	2.92	19.20%
老白干酒	4.99	5.93	7.65	5.94	2.87	8.60	6.48	5.69	-12.20%
顺鑫农业	2.55	9.89	17.79	16.82	16.84	24.03	37.01	51.66	39.58%
伊力特	2.51	3.76	1.88	0.54	0.60	1.56	3.80	1.19	-68.55%
迎驾贡酒	0.00	0.00	0.00	0.00	3.20	2.75	3.05	2.87	-5.63%
金徽酒	0.00	0.00	0.00	0.00	1.39	1.55	1.55	1.74	11.92%
金种子酒	1.06	0.46	2.99	2.40	2.11	1.58	1.13	1.01	-11.19%
青青稞酒	0.16	0.26	0.23	0.11	0.17	0.19	0.13	0.33	149.13%
*ST皇台	0.08	0.06	0.08	0.12	0.12	0.12	0.11	0.02	-81.96%
合计	195.28	122.73	89.59	100.79	215.46	339.68	304.50	293.58	-3.59%

来源: wind、中泰证券研究所

现金流整体靓丽，高端酒表现更为优异

- 2018 年白酒板块经营性净现金流为 776.01 亿元，同比提升 51.11%，19Q1 白酒板块经营性净现金流为 136.30 亿元，同比提升 20.85%，板块现金流持续表现优异。从上市公司来看，除茅台 19Q1 因存放中央银

行和同业款项增加导致现金流下降以外，其余酒企同样呈现出高端酒增长、二三线酒企分化的特征，进一步反映强势酒企优势更加明显的趋势。

图表 15: 2018 年酒企经营性净现金流同比提升 51.11% (亿元)

公司名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18同比
贵州茅台	119.21	126.55	126.33	174.36	374.51	221.53	413.85	86.82%
五粮液	87.50	14.59	7.95	66.91	116.97	97.66	123.17	26.12%
泸州老窖	47.81	12.27	13.07	1.53	26.25	36.93	42.98	16.37%
洋河股份	55.00	31.80	27.12	58.36	74.05	68.83	90.57	31.58%
山西汾酒	10.39	-3.06	4.16	4.28	5.86	8.96	9.66	7.75%
古井贡酒	10.87	6.38	3.87	7.90	11.83	9.31	14.41	54.78%
口子窖	4.23	2.78	1.05	5.36	6.40	15.69	11.20	-28.63%
水井坊	0.63	-4.41	-1.06	2.34	3.82	6.11	4.31	-29.49%
沱牌舍得	4.01	1.04	-1.48	1.21	2.30	4.26	4.43	4.13%
酒鬼酒	2.18	-4.68	-0.66	2.31	2.19	2.25	2.12	-5.71%
今世缘	7.37	4.95	4.73	7.02	9.25	10.01	11.21	11.96%
老白干酒	-0.42	-0.15	0.09	3.36	7.97	-1.55	4.49	-390.26%
顺鑫农业	-2.83	7.44	2.94	3.50	10.08	24.71	31.75	28.52%
伊力特	4.39	3.97	2.46	2.49	5.86	3.42	2.89	-15.62%
迎驾贡酒	6.28	2.99	4.28	4.00	7.04	6.80	8.92	31.11%
金徽酒	1.25	1.25	2.31	2.82	3.90	1.07	0.86	-19.48%
金种子酒	5.68	2.90	0.53	3.54	-1.82	-2.48	-1.84	-25.83%
青青稞酒	3.12	3.00	2.31	1.81	3.26	0.28	1.06	275.63%
*ST皇台	0.22	-0.10	-0.49	-0.99	0.18	-0.26	-0.03	-88.49%
合计	366.88	209.52	199.51	352.12	669.90	513.55	776.01	51.11%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: 19Q1 酒企经营性净现金流同比提升 20.85% (亿元)

公司名称	2012Q1	2013Q1	2014Q1	2015Q2	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	19Q1同比
贵州茅台	13.40	7.90	1.74	21.12	74.36	61.09	49.36	11.89	-75.90%
五粮液	16.82	11.37	-22.02	19.32	7.60	18.44	23.98	79.27	230.55%
泸州老窖	6.04	1.95	9.15	-3.17	7.25	1.45	3.48	5.61	60.99%
洋河股份	29.40	20.15	15.63	25.98	25.16	11.70	18.92	1.23	-93.50%
山西汾酒	2.88	-0.96	2.29	0.68	0.49	-0.56	2.44	25.05	925.75%
古井贡酒	-0.44	4.81	0.86	3.08	4.76	6.49	1.94	10.11	421.05%
口子窖	0.00	0.00	0.00	-1.52	-0.94	1.98	-1.60	0.65	-140.50%
水井坊	0.11	-0.68	-0.62	1.12	0.75	1.69	-0.93	2.46	-364.51%
沱牌舍得	1.37	2.21	-0.58	0.95	0.61	0.97	2.48	-0.11	-104.40%
酒鬼酒	1.45	-1.81	-0.97	0.38	0.29	-0.25	-0.01	-0.06	534.34%
今世缘	0.00	0.41	0.05	2.24	2.61	1.94	1.49	-0.54	-136.45%
老白干酒	-0.65	0.22	2.08	1.40	-2.23	-0.97	0.87	-0.58	-166.55%
顺鑫农业	-0.27	7.04	4.77	4.24	3.31	6.52	8.74	2.37	-72.93%
伊力特	0.38	0.67	0.35	0.01	0.91	-0.13	1.71	0.71	-58.39%
迎驾贡酒	0.00	0.00	0.00	0.34	1.02	-0.10	0.02	-1.67	-10092.78%
金徽酒	0.00	0.00	0.00	0.38	0.89	-0.31	0.82	1.65	101.88%
金种子酒	0.46	1.23	-0.07	1.41	-0.58	-1.48	-1.84	-1.68	-8.57%
青青稞酒	2.12	2.16	1.65	2.62	1.87	0.19	0.92	-0.06	-106.22%
*ST皇台	0.06	-0.17	-0.18	0.02	-0.49	-0.03	0.00	0.00	-200.51%
合计	73.13	56.48	14.14	80.60	127.63	108.62	112.79	136.30	20.85%

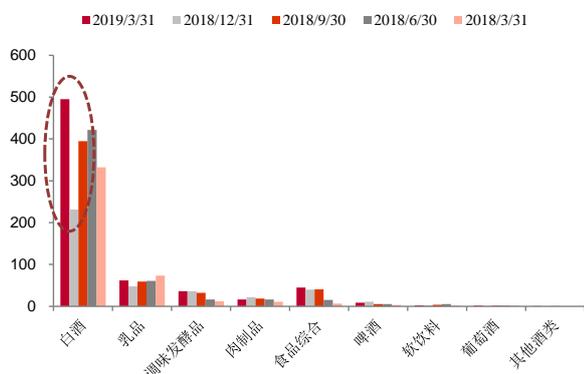
来源: wind、中泰证券研究所

持仓与估值：仓位回升创新高，估值修复至中枢位置

持仓：白酒仓位显著回升，创下 2015 年以来新高

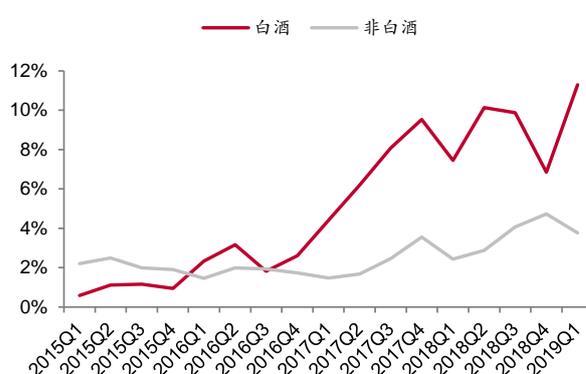
- 依据我们策略组测算，截止 2019 年一季度末，食品饮料的基金持仓比例为 15.07%，环比提升 3.49pct，同比去年一季度末提升 5.19pct，板块持仓比例和持仓市值均创下 2015 年以来的最高水平。其中，白酒板块基金持仓比例由 6.85% 升至 11.30%，环比大幅提升 4.45pct，持仓比例同样创下 2015 年以来最高水平，也是一季度食品饮料板块持仓水平提升的主要贡献力量。

图表 17：19Q1 白酒板块持仓市值大幅提升



来源：wind、中泰证券研究所

图表 18：19Q1 白酒增持明显

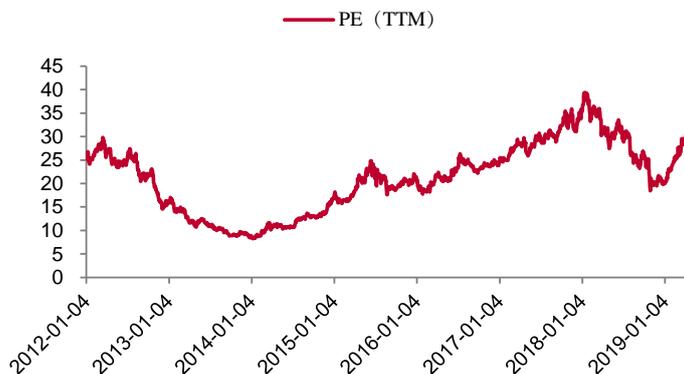


来源：wind、中泰证券研究所

估值：估值回升至历史中枢水平，未来板块估值中枢有望上移

- 目前白酒板块 PE-TTM 约为 30，自去年年底以来持续回升，目前已回升至历史估值中枢靠上的水平。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，当前名酒对应 2019 年的 PE 基本在 20-25 倍，建议以更长远的眼光看待板块投资价值。

图表 19：白酒板块 TTM 估值回升至约 30 倍



来源：wind、中泰证券研究所

投资建议

品牌集中、结构升级时代加速到来，持续看好优质酒企投资前景

- 2018 年年报和 2019 年一季报表明，在经历 18Q3 的短暂调整之后，18Q4 和 19Q1 行业迅速回暖，各家酒企及时作出应对，四季度以来需求明显复苏。我们认为，这一方面与宏观经济边际回暖有关，投资增速回升下商务活动增加提振了白酒的消费需求；另一方面在消费升级的大背景下，白酒品牌集中、结构升级的时代正在加速到来，优势品牌将尽享消费升级带来的结构性红利，因此我们看到，具有品牌、渠道壁垒的优势酒企在 18Q4 以来的本轮行业复苏中表现更为优异。**当前名酒对应 2019 年 PE 基本在 20-25 倍的合理水平，在国家鼓励消费，降税等背景下，消费信心有望继续保持，相较于医药和家电等消费领域，白酒更优，板块有望持续超预期获取超额收益。持续重点推荐品牌优势的一线酒企（茅、五、泸）和真正能够持续结构升级的二三线酒企（古、口、洋、顺鑫、汾酒）。**
- **贵州茅台：业绩再超预期，剑指千亿目标。**我们预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 913/1062/1230 亿元，同比增长 18%/16%/16%；净利润分别为 440/516/601 亿元，同比增长 25%/17%/16%，对应 EPS 分别为 35.06/41.08/47.84 元。
- **五粮液：开门红顺利实现，新品顺价可待。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 500/590/688 亿元，同比增长 25%/18%/17%；净利润分别为 173/207/244 亿元，同比增长 29%/20%/18%，对应 EPS 分别为 4.46/5.33/6.28 元。
- **泸州老窖：国窖快速增长，决胜年加速前进。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 158/188/221 亿元，同比增长 21%/19%/17%；净利润分别为 46/57/70 亿元，同比增长 31%/25%/22%，对应 EPS 分别为 3.11/3.88/4.75 元。
- **口子窖：利润增速超预期，结构换档加速升级。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 49.1/56.2/64.2 亿元，同比增长 15.1%/14.5%/14.1%；净利润分别为 18.3/21.4/24.9 亿元，同比增长 19.5%/16.8%/16.4%，对应 EPS 分别为 3.05/3.57/4.15 元。
- **古井贡酒：收入加速增长，品牌势能显著提升。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 109/132/158 亿元，同比增长 25%/22%/20%；净利润分别为 22/28/35 亿元，同比增长 31%/26%/25%，对应 EPS 分别为 4.42/5.57/6.97 元。
- **洋河股份：梦系列继续高增，全国化空间仍足。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 272.63/312.84/356.04 亿元，同比增长 12.85%/14.75%/13.81%；净利润分别为 92.64/107.47/123.03 亿元，同比增长 14.16%/16.01%/14.48%，对应 EPS 分别为 6.15/7.13/8.16 元。
- **顺鑫农业：业绩符合预期，牛栏山继续稳健增长。**我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 139.70、165.19、188.57 亿元，同比增长 15.70%、18.24%、14.16%；实现净利润分别为 12.95、16.82、19.98 亿元，同比增长 73.97%、29.93%、18.75%，对应 EPS 分别为 2.27、2.95、3.50

元。

- **山西汾酒：持续保持高增长，后劲仍足。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 116.55/138.28/162.42 亿元，同比增长 24.23%/18.65%/17.45%；净利润分别为 18.60/23.18/28.05 亿元，同比增长 26.82%/24.60%/21.03%，对应 EPS 分别为 2.15/2.68/3.24 元。

图表 20：重点白酒公司盈利预测表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
			2017A	2018A	2019E	2017A	2018E	2019E
贵州茅台	974.00	12233.4	21.56	28.02	33.05	45.2	34.8	29.5
五粮液	102.36	3885.6	2.55	3.47	4.25	40.1	29.5	24.1
泸州老窖	77.88	1091.9	1.75	2.38	2.75	44.5	32.7	28.3
洋河股份	117.66	1773.1	4.40	5.39	6.16	26.7	21.8	19.1
古井贡酒	117.55	592.5	2.28	3.37	3.82	51.6	34.9	30.8
山西汾酒	57.43	497.3	1.09	1.69	2.10	52.7	33.9	27.3
口子窖	64.99	389.9	1.86	2.55	3.05	34.9	25.5	21.3
水井坊	50.39	246.4	0.69	1.19	1.59	73.0	42.5	31.7
沱牌舍得	29.35	98.9	0.43	1.02	1.33	68.3	28.7	22.1
顺鑫农业	58.00	331.2	0.77	1.30	2.27	75.3	44.5	25.6
伊力特	17.18	75.8	0.80	0.97	1.34	21.5	17.7	12.8
老白干酒	17.05	74.7	0.37	0.54	1.04	46.1	31.6	16.4
迎驾贡酒	17.95	143.6	0.83	0.97	1.03	21.6	18.5	17.4

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。