

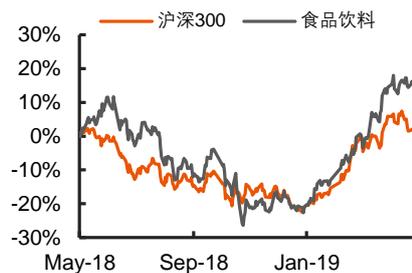
食品饮料行业白酒 2018 年年报及 2019 年一季报业绩综述

18 年行业加速升级，锁定龙头分享成长

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋爽秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 摘要：**消费升级和茅五涨价推动，18年白酒行业均价加速上涨，26家白酒公司营收同增24.8%，1Q19延续快速增长势头，但竞争应在加剧，份额加速向龙头集中。1Q19，白酒估值和机构持仓均明显回升，未来仍有空间。行业成长前景明确，在全市场估值排序或仍在上升过程中，锁定龙头公司分享成长或仍是最好策略。高端的贵州茅台、五粮液、泸州老窖均值得关注，尤其是估值较便宜且正持续推动改革的五粮液；产品组合聚焦次高端的公司更可能分享此价格带的快速成长，我们重点跟踪公司中，建议关注洋河。
- 消费升级推动行业快速增长。**2018年，茅台、五粮液、国窖1573三款高端产品营收增速高达30%，剔除三者后，我们统计的26家白酒公司营收增长24.8%，主要由均价大涨驱动。有可比数据17家公司（剔茅台、五粮液、国窖1573三款产品后）18年均价上涨22%，高于17年的18.7%。有可比数据的20家公司18年销量同比增长13.9%，扣除专注低端酒的顺鑫农业后，19家公司销量同比仅增1.3%，全行业销量应在继续下降。
- 1Q19保持了快速增长，竞争或在加剧。**1Q19，17家白酒上市公司营收增22.9%，扣茅台、五粮液后，15家公司增20.4%，保持快速增长但延续了增速小幅下滑趋势。1Q19，17家公司归母净利润同比增27.1%，扣茅台、五粮液后，15家公司增20%仅与营收持平，因毛利率同比持平，销售费用率同比升约1Pct，表明竞争或在加剧。
- 行业加速向龙头集中。**18年，茅台五粮液批价持续上涨，绝大多数酒企加快产品升级速度以跟上行业趋势，但销量此消彼涨表明，份额或正加速向龙头企业集中，为抢占份额，多数酒企也加大了扩张力度。
- 估值和机构持仓均回升。**1Q19，茅台、五粮液、泸州老窖当年PE较18年底均快速回升，洋河略降。1Q19，茅台、五粮液、泸州老窖、洋河分列基金重仓第2、3、22、29位，重仓茅台、五粮液、泸州老窖的基金数量及三者占基金股票净值比例均快速回升，但仍不及历史峰值。往未来看，优质白酒公司估值仍有上升空间，机构持仓也可能保持高位。
- 锁定龙头，分享成长。**消费升级+集中度提升驱动，白酒行业成长前景明确，拥有最强品牌+符合趋势的产品组合+渠道竞争力优势的龙头公司尤其如此，是分享中国经济成长优质标的。同时，或许是经济增长前景和市场资金结构变化共同驱动，白酒为代表食品饮料公司在全市场估值排序逐年上升。分析商业模式和中长期成长前景，这一趋势很可能会

继续。综合，锁定龙头公司分享成长或仍是最好策略。高端的贵州茅台、五粮液、泸州老窖均值得关注，尤其是估值较便宜且正持续推动改革的五粮液；产品组合聚焦次高端的公司更可能分享此价格带的快速成长，我们重点跟踪公司中，建议关注洋河。

- **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费不达预期，导致终端销量增速放缓，批价下跌；2、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对品牌信心会下降，且信心重塑需较长一段时间；3、烈性酒税收政策风险：如果烈性酒适用税率上调，可能影响净利润增速。

正文目录

一、	消费升级推动行业快速增长，1Q19 趋势仍好	5
1.1	均价大涨推动行业快速增长，预收款调整影响微小	5
1.2	竞争加剧，销售费用率上升	7
二、	行业加速分化：产品加速高档化、市场份额快速变化	8
2.1	产品组合分化：聚焦高档	8
2.2	销量分化：市场份额加速重构	9
2.3	区域：省外扩张力度普遍加强	10
三、	投资策略：锁定龙头，分享成长	11
3.1	消费增速降中趋稳，茅五价盘坚挺，次高端增速放缓但仍快	11
3.2	1Q19 年估值和机构持仓双双回升	13
3.3	选股策略：锁定龙头，享受成长	14
四、	风险提示	15
4.1	宏观经济增速放缓导致白酒行业增速放缓	15
4.2	爆发食品安全问题影响企业运行	15
4.3	白酒税收政策变化风险	15

图表目录

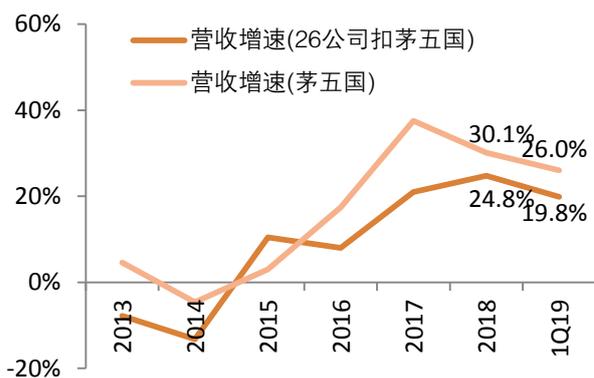
图表 1	18 年 26 家公司（扣茅、五、国三产品）营收增 24.8%	5
图表 2	1Q19 扣茅、五后 15 家公司增速继续下滑至 20.4%	5
图表 3	18 年 20 家公司销量增约 13.9%，剔除顺鑫后 19 家公司增约 1.3%.....	5
图表 4	扣顺、茅、五、国后 18 家公司 18 年均价涨 22%.....	6
图表 5	17 家白酒上市公司 1Q19 营收增 22.9%，扣茅、五后增速继续下滑至 20.4%	6
图表 6	预收款因素拉高整体增速（剔除茅台、五粮液）仅约 3Pct，影响较小.....	6
图表 7	17 家白酒上市公司 1Q19 归母净利增 27.1%	7
图表 8	扣茅、五后 15 家公司 1Q19 归母净利增 20%.....	7
图表 9	茅、五外公司 1Q19 毛利率微升 0.1Pct 至 73.1%	7
图表 10	茅、五外公司 1Q19 销售费用率同比升 1Pct 至 15.6%	7
图表 11	规模效应致管理费用率继续小降	8
图表 12	营业税金及附加比率 1Q19 小降	8
图表 13	10 家公司增速快于整体，且主要靠批价 200 元以上产品驱动	9
图表 14	绝大多数公司高档（中高档）产品增速快于公司整体	9
图表 15	2018 年 10 家销量下滑，10 家销量增长	10
图表 16	2018 年多数公司省外增长且增速快于省内	10
图表 17	3 月城市、乡村社消零售总额同比增 8.5%、9.4%	11
图表 18	消费者信心指数创历史新高	11
图表 19	2019 年 3 月，餐饮收入当月同比+9.5%；限额以上+7.5%，同比均回落较明显	11
图表 20	1Q19GDP 增速小幅回落	11
图表 21	茅台批价 19 年坚挺	12
图表 22	五粮液批价 3 月以来快速上升	12
图表 23	白酒需求分布像宽口细长颈大肚瓶，18 年口略窄、颈变长且变粗 错误!未定义书签。	
图表 24	贵州茅台当年 PE 从 8.8 倍回升至 19 年约 27 倍	13
图表 25	1Q19 年持茅台基金数量回升至 724 家	13
图表 26	基金持有四白酒市值占持股总市值比例低于峰值	13
图表 27	四白酒公司在基金重仓股中排序已达历史峰值	13
图表 28	古井贡、五粮液、泸州老窖、口子窖、今世缘等公司 19 年至今涨幅排前	14
图表 29	白酒盈利预测和评级表	15

一、消费升级推动行业快速增长，1Q19 趋势仍好

1.1 均价大涨推动行业快速增长，预收款调整影响微小

均价大涨推动行业快速增长。2018 年，剔除茅台、五粮液、国窖 1573 三款产品后，我们统计的 26 家白酒公司营收增长 24.8%，比 17 年再次加快，茅台、五粮液、国窖 1573 三款高端产品营收增速虽环比下降，但仍高达 30%。营收快速增长主要由均价大涨驱动，有可比数据 17 家公司（剔除茅台、五粮液、国窖 1573 三款产品后）18 年均价上涨 22%，高于 17 年的 18.7%。而观察销量端，有可比数据的 20 家公司 2018 年销量同比增长 13.9%，但扣除专注低端酒的顺鑫农业后，19 家公司销量同比仅增 1.3%，进一步剔除茅台、五粮液、国窖 1573 三款高端产品，增速低于 1%。我们能观察到的均是龙头公司，代表行业最好水平，据此可判断，白酒行业 18 年增长主要由价格驱动，大部分又来自消费升级带来的产品结构快速升级。随着茅台、五粮液持续挺价，全行业 18 年升级速度创了近年新高。同时，我们判断，行业整体销量应在下滑，顺鑫农业这类专注低端酒的公司则通过收割市场份额实现了快速增长。

图表1 18年26家公司(扣茅、五、国三产品)营收增24.8%



备注：年度数据为26家公司，19家独立上市公司加习酒、西凤、白云边、枝江、章贡、黄山头、刘伶醉；1Q19为17家上市公司。

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

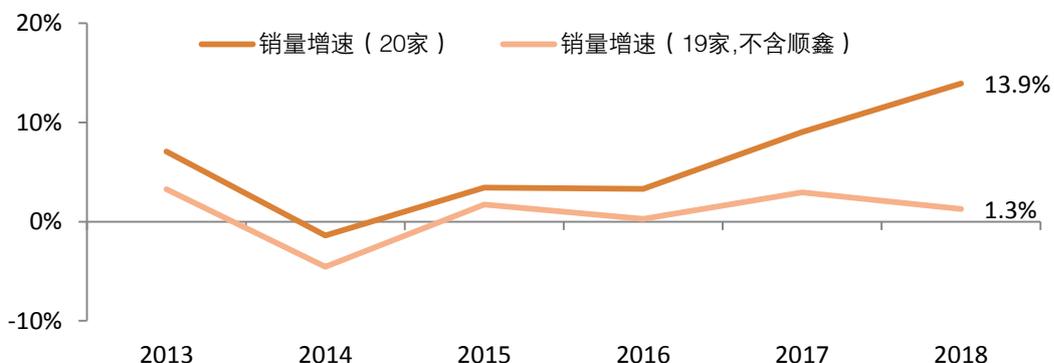
图表2 1Q19扣茅、五后15家公司增速继续下滑至20.4%



备注：17家上市公司不含顺鑫农业、ST皇台。

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表3 18年20家公司销量增约13.9%，剔除顺鑫后19家公司增约1.3%



备注：20家白酒公司，含独立上市19家和枝江酒业。

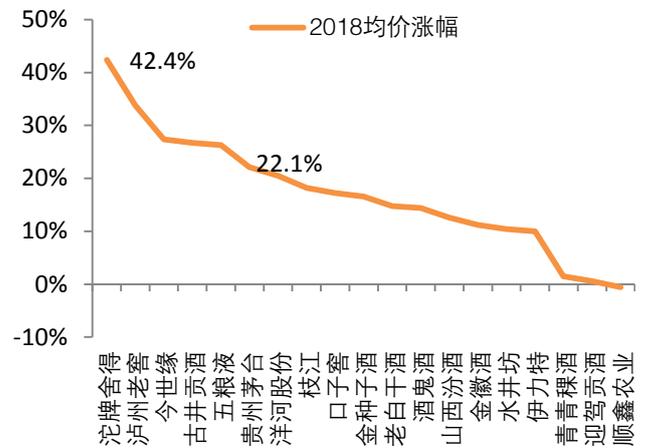
资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表4 扣顺、茅、五、国后 17 家公司 18 年均价涨 22%



备注：17家上市公司不含顺鑫农业、ST皇台。
资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

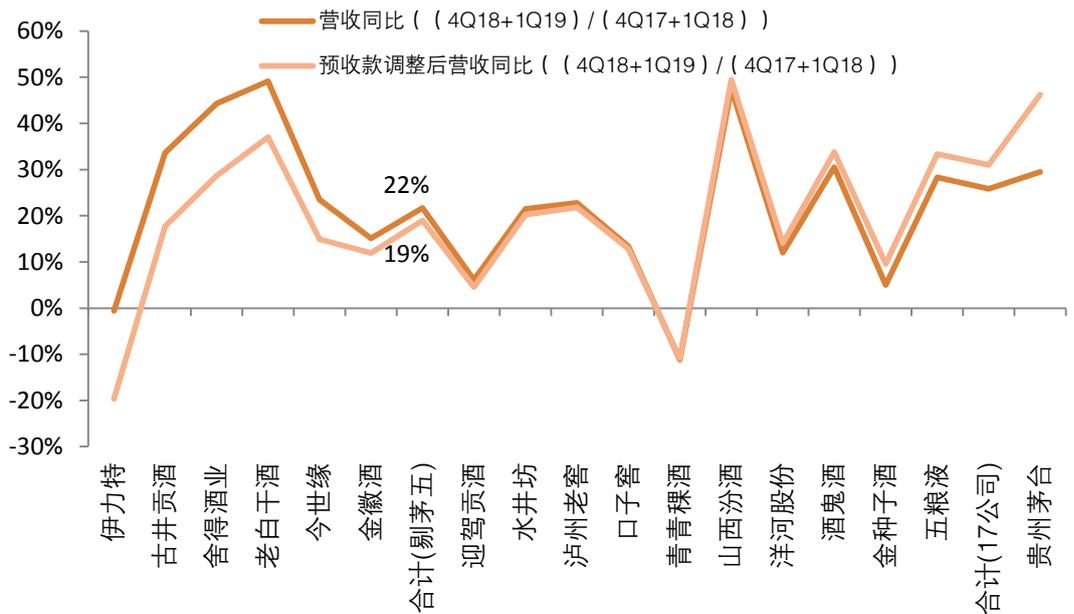
图表5 各酒厂均价 18 年普遍大涨



备注：水井坊剔除了低档酒影响。
资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

1Q19 保持了快速增长，预收款调整影响较小。4Q18、1Q19，17 家白酒上市公司（不含顺鑫、ST 皇台）营收增 30.2%、22.9%，扣茅台、五粮液后，15 家公司增 23.8%、20.4%，增速有小幅下滑趋势，但保持了快速增长。用 1Q 末预收款减上年度 3Q 末预收款，扣税后加回（上年度 4Q+1Q）**营收**，再计算，扣茅、五后 15 家数据可比公司 $(4Q18+1Q19)/(4Q17+1Q18)$ 营收增速为 22%，预收款调整前增速为 19%，影响较小。重点公司中，茅台、五粮液调整后增速为 46%、33%，明显高于调整前的 30%、28%，但这两家公司预收款确认方法与其他白酒公司差异大，其他公司难复制。总的来看，行业 1Q19 保持了高景气度，显著好于 18 年底时 1Q19 明显放缓的预期。

图表6 预收款因素拉高整体增速（剔除茅台、五粮液）仅约 3Pct，影响较小



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 竞争加剧，销售费用率上升

1Q19 净利增速与营收基本持平。4Q18、1Q19，17 家公司归母净利同比增 44.3%、27.1%，扣茅台、五粮液后，15 家公司增 37.1%、20%，4Q18 增速仍明显高于营收，但 1Q19 净利增速仅与营收持平。观察毛利率指标，扣除茅台、五粮液后，1Q19 毛利率同比基本持平。在产品结构快速升级背景下，很可能的原因是，企业加大了费用投放，部分费用的财务处理方式会拉低毛利率，典型如酒鬼酒提高了内参酒对外销售的价格折扣，从这个角度来看，费用竞争显然在加剧。

图表7 17 家白酒上市公司 1Q19 归母净利增 27.1%



备注：不含顺鑫农业、ST皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

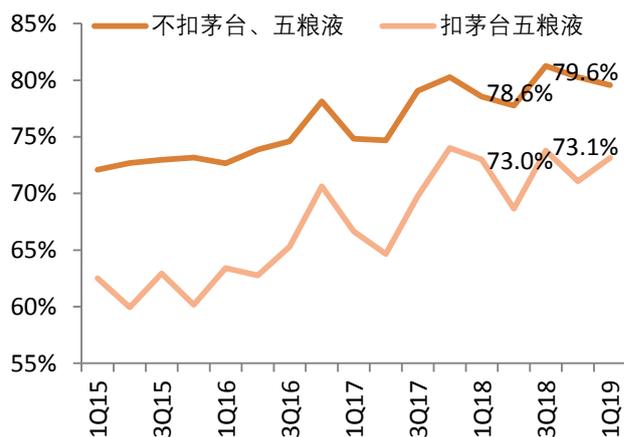
图表8 扣茅、五后 15 家公司 1Q19 归母净利增 20%



备注：不含顺鑫农业、ST皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

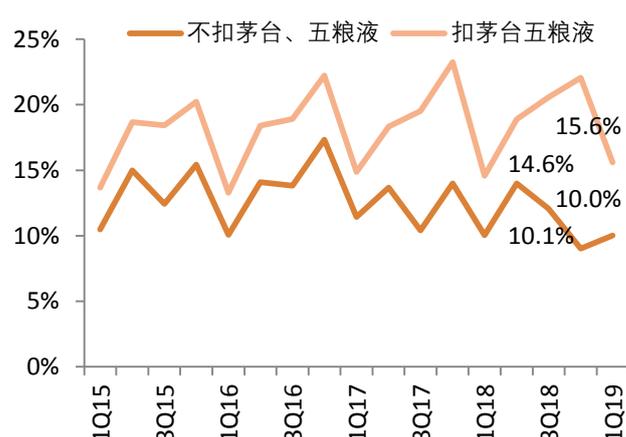
图表9 茅、五外公司 1Q19 毛利率微升 0.1Pct 至 73.1%



备注：17家公司不含鑫农业、ST皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表10 茅、五外公司 1Q19 销售费用率同比升 1Pct 至 15.6%

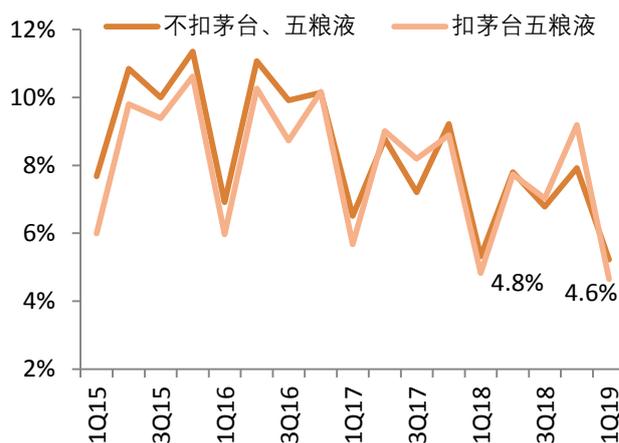


备注：17家公司不含鑫农业、ST皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

1Q19 销售费用率回升，印证竞争应在加剧。17 家白酒公司 4Q18、1Q19 销售费用率为 9%、10%，同比降 5 Pct、0.1Pct，但主要是茅台、五粮液的影响，扣除两者后，15 家公司销售费用率分别为 22.1%、15.6%，4Q18 同比降 1.2Pct，1Q19 同比升 1Pct。年末更易受全年费用结算影响，1Q19 费用率上升更具代表性，再参考毛利率情况，表明行业费用竞争在加剧。受益于规模效应，管理费用率继续小幅下降。

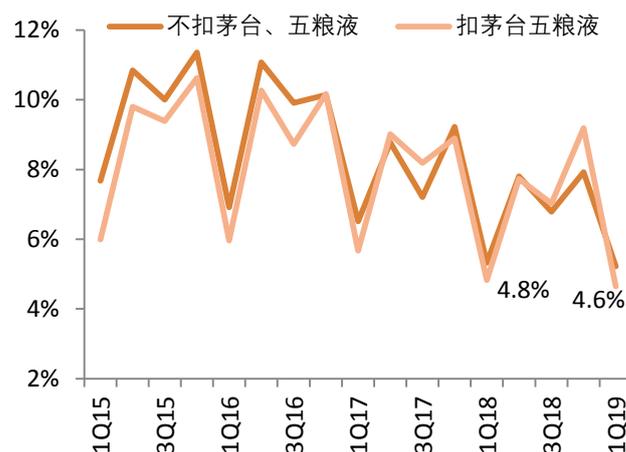
图表11 规模效应致管理费用率继续小降



备注：17家公司不含鑫农业、ST皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表12 营业税金及附加比率 1Q19 小降



备注：17家公司不含鑫农业、ST皇台

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

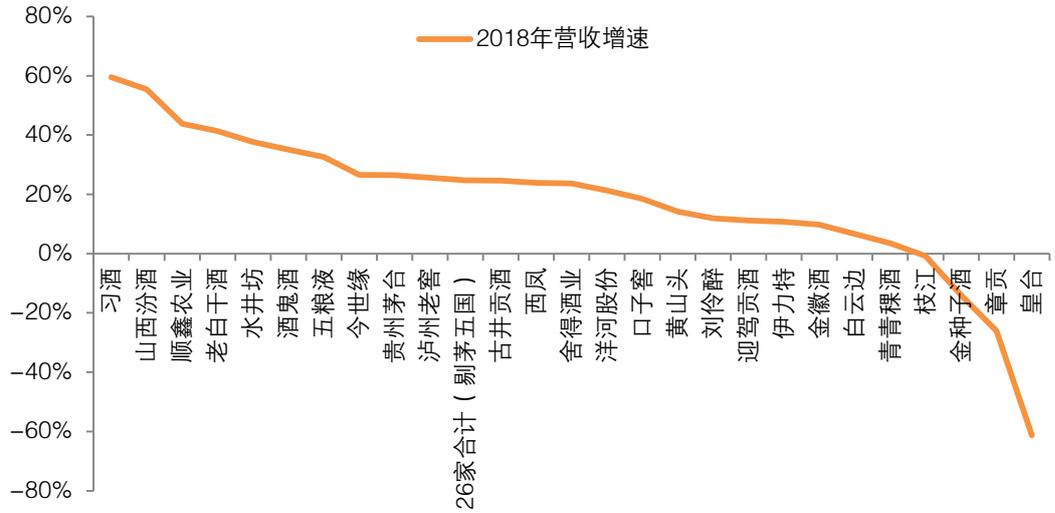
二、行业加速分化：产品加速高档化、市场份额快速变化

2.1 产品组合分化：聚焦高档

批价 200 元以上产品是驱动增长主力，助推行业加速向龙头集中。26 家公司中，10 家公司 2018 年营收增速超均值。其中，老白干是因收购丰联酒业后并表，内生增长仅个位数，顺鑫是专注低端的唯一代表，汾酒是全产品线均保持快速增长，其余的习酒、水井坊、泸州老窖、酒鬼酒、今世缘、茅台、五粮液、泸州老窖均主要靠批价 200 元以上产品驱动。调研显示，此情况 1Q19 表现仍明显。值得注意的是，26 家公司中 4 家 18 年营收同比下降，分别是皇台、章贡、金种子、枝江，另有 3 家营收增速低于 10%，分别是青青稞酒、金徽酒、白云边。这些企业至少是省内二线龙头，青青稞酒、白云边更是省内龙头。这表明，市场快速变化正推动企业分化加剧，即使原来的头部企业也开始逐步丢失份额，行业加速向龙头集中。

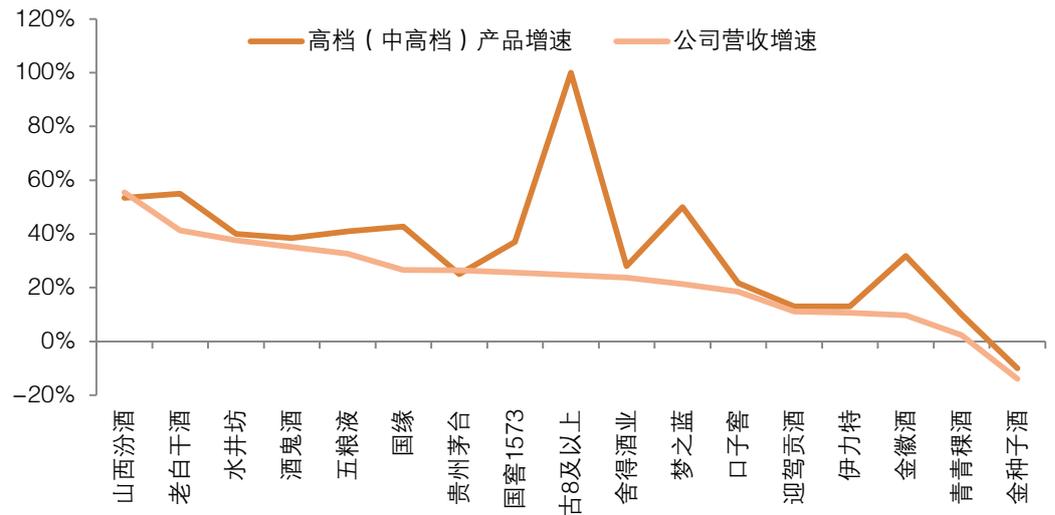
几乎所有酒企都在快速升级产品。2018 年 17 家有数据公司中，14 家公司高档（中高档）产品增速均明显快于公司整体，均价普遍大幅上涨。另外三家公司中，茅台、汾酒中高档产品增速仅略慢于公司整体，且茅台的系列酒定价实际已达到次高端价格带；汾酒高端产品青花增速有 60%，低档玻汾确实在放量，在抢 30-50 元零售价产品的市场份额，这类似牛栏山抢 15 元/瓶市场的份额；仅金种子酒中高档产品下滑，但金种子酒中高档产品价格本身很低，不到 100 元/瓶，本身是市场被挤出对象。在消费升级驱动下，快速升级产品成为酒企的共同选择。

图表13 10家公司增速快于整体，且主要靠批价200元以上产品驱动



资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

图表14 绝大多数公司高档(中高档)产品增速快于公司整体



备注：横座标为产品名者代表该产品增速，为公司名者代表公司高档(中高档)产品增速。

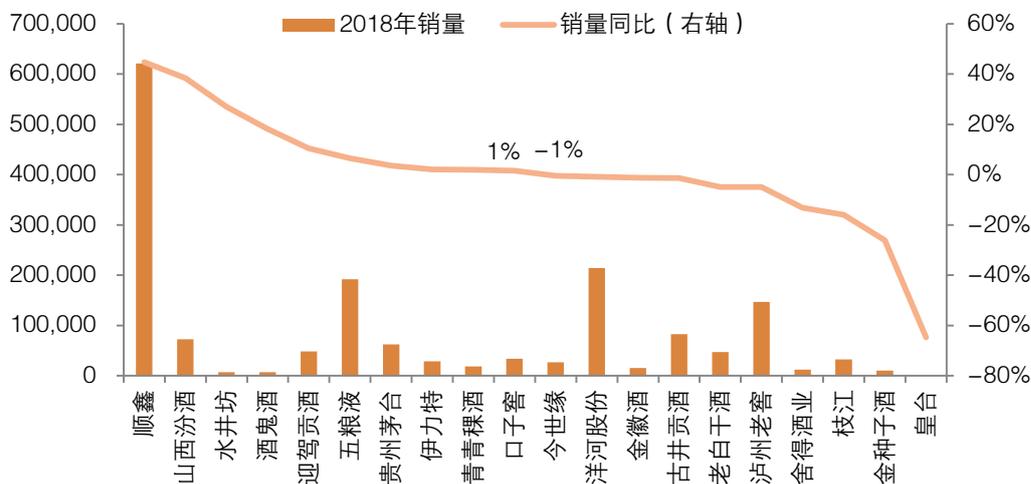
资料来源：WIND，公司公告，平安证券研究所

2.2 销量分化：市场份额加速重构

市场份额加速重构。2018年，顺鑫销量最大达62万吨，同比增45%，其余19家公司白酒总销量约106万吨，同比增1.3%，20家公司中，销量增长、下降的各10家。销量增长三类：一是低档产品（零售价50元/瓶以下）放量的，包含增速最快的顺鑫农业和山西汾酒，以及五粮液、迎驾贡；二是次高端及以上产品占比高且持续增长的，如水井坊、酒鬼酒、茅台、口子窖；三是次高端及以上产品占比小，正调整产品结构，但公司整体仍在增长的，如青稞酒、伊力特等。销量下跌两类：一是产品全面下滑的，如金种子酒、枝江、皇台；二是次高端及以上产品持续增长，但大力度削减低端产品的，如泸州老窖、沱牌等。公司间销量此消彼涨，或表明各价格带市场份额正快速重构。一方面，作为行业最优秀公司，上市公司普遍快速升级产品，在增量市场上快速抢占份额，次高端

价格带正是代表；另一方面，在低档产品（零售价 50 元/瓶以下）为代表的存量市场上，部分企业如泸州老窖、枝江、金种子酒退出，部分企业则加速收割市场份额，如顺鑫农业的牛栏山、汾酒的玻汾等。

图表15 2018年10家销量下滑，10家销量增长



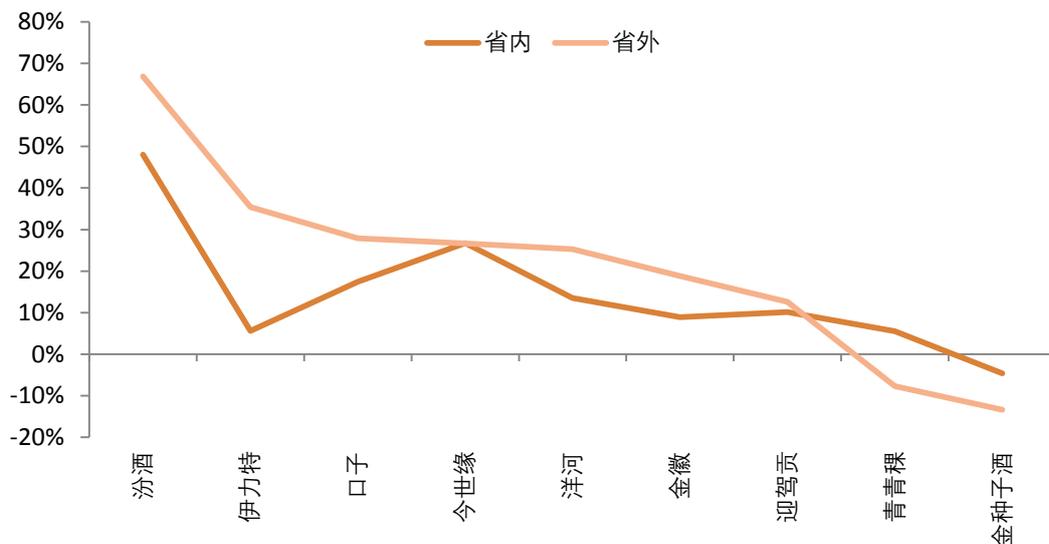
备注：顺鑫农业为牛栏山，枝江酒业是维维股份并表子公司，老白干酒未包含丰联酒业，古井贡未剔除黄鹤楼。

资料来源：平安证券研究所、公司公告、Wind

2.3 区域：省外扩张力度普遍加强

普遍加强省外扩张力度。2018年，9家公司披露了分省内外的区域数据，7家省外增长且增速均高于省内，仅金种子酒和青青稞酒省外下滑。这可能表明，随着16、17年复苏速度加快，18年更多企业开始加强省外投入力度，典型如汾酒、伊力特、口子窖等，这可能正推动竞争在全国范围内进一步加剧，也可解释为何部分省的龙头企业增速缓慢。

图表16 2018年多数公司省外增长且增速快于省内



资料来源：平安证券研究所，公司公告，WIND

三、投资策略：锁定龙头，分享成长

3.1 消费增速降中趋稳，茅五价盘坚挺，次高端增速放缓但仍快

消费增速降中趋稳。1Q19，社消零售增速较18年同期仍降，3月城、乡社零增速同比增8.5%、9.4%，同比放缓。但另一方面，1Q19消费者信心指数大幅回升并创近年新高，这可能与18年减个税有关。

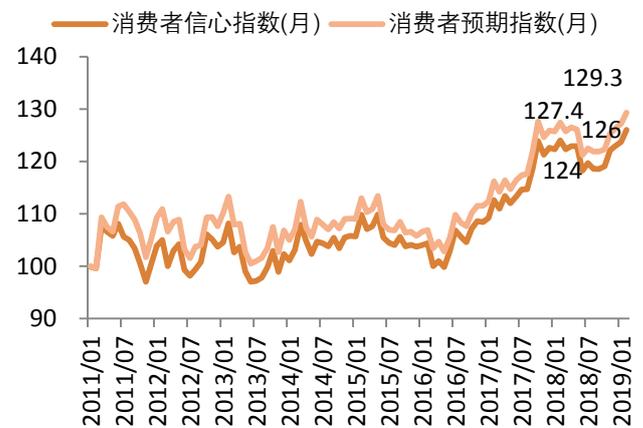
餐饮增速延续放缓趋势，投资增速低位回升。19年3月限额以上餐饮同比增7.5%，增速较18年3月低约3个百分点，但环比2H18回升。19年3月餐饮企业整体增速为9.5%，比18年同期低约1个百分点。1Q19GDP增6.4%，小幅回落，固定资产增速低位回升，同比增2.6%，房地产投资完成额明显回升。

图表17 3月城市、乡村社消零售总额同比增8.5%、9.4%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表18 消费者信心指数创历史新高



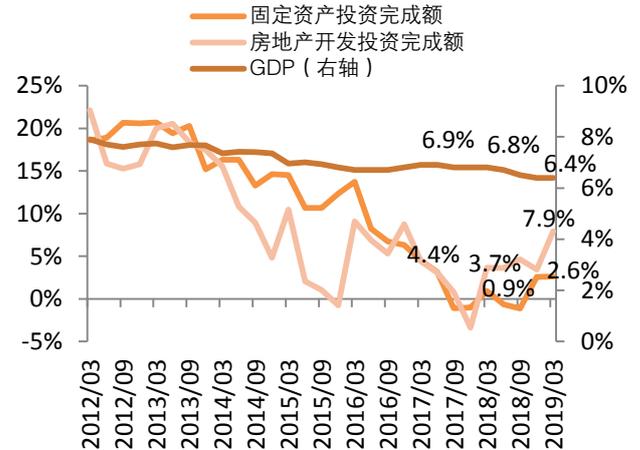
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表19 2019年3月，餐饮收入当月同比+9.5%；限额以上+7.5%，同比均回落较明显



资料来源：平安证券研究所、Wind

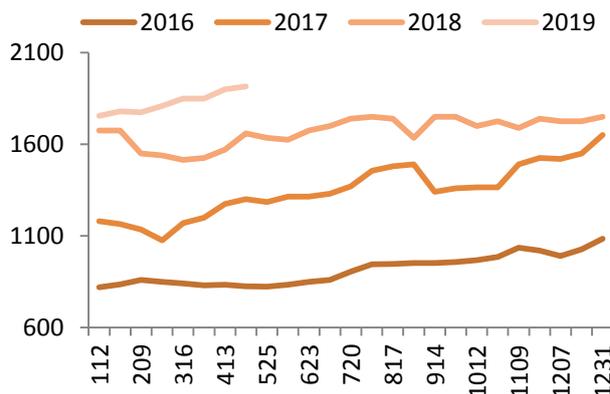
图表20 1Q19GDP增速小幅回落



资料来源：平安证券研究所、Wind

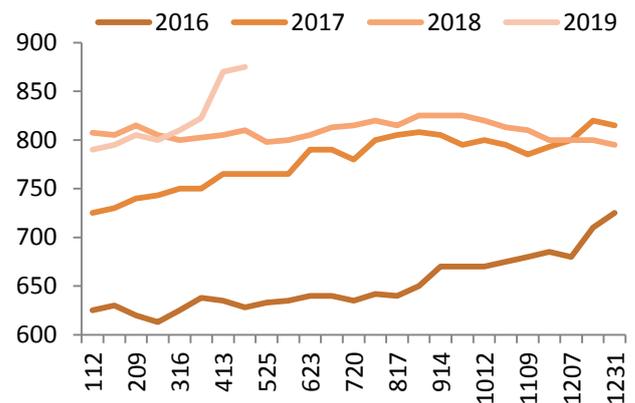
19年至今茅台、五粮液批价坚挺，五粮液涨价再次抬高了次高端价格天花板。4Q18至今，茅台严格控制出货，取消476家经销商进一步压缩了市场供给，批价大幅上升，4月已超1900元/瓶，渠道端也反馈货物明显较往年紧张。酒厂4月以来在加速推进直营落地，供给短缺压力最快5月可开始缓解。五粮液3月以来大力度挺价，管理、渠道、产品等多方面的深层次改革也在加速，批价快速大幅上升，5月已接近900元/瓶。6月开始，五粮液酒厂将推第8代五粮液酒，预计出厂价上涨至879-899元/瓶。对次高端及以下产品而言，五粮液涨价再次抬高了价格天花板，为各酒厂老产品涨价和开发新价格带提供了好机会。

图表21 茅台批价 19年坚挺



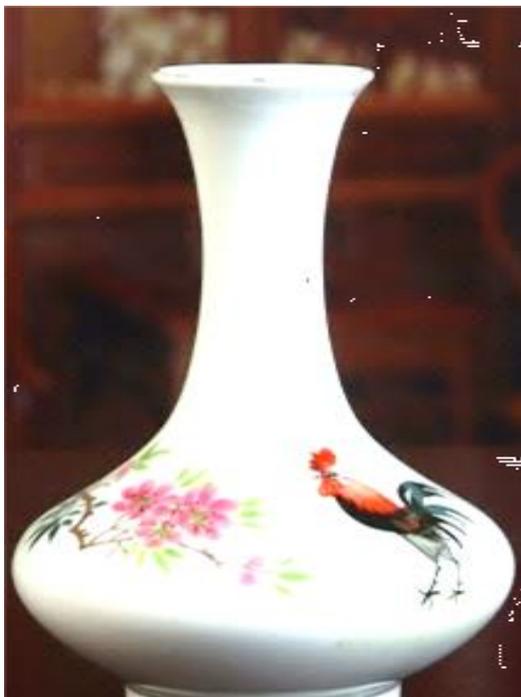
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表22 五粮液批价 3月以来快速上升



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表23 白酒需求分布像宽口细长颈大肚瓶，18年口略窄、颈变长且变粗



2018：瓶口变细，颈变长且变粗

- 1900+，2.9万吨：高度茅台。18年量持平，合理预期量年增个位数
- 700-900，2.6万吨：52度五粮液+酒鬼内参等。18年量增20%，合理预期量年增个位数
- 400-700，1.5万吨：低度五粮液+低度1573+梦6+43度茅台等。18年量增50%，合理预期量年增30-50%
- 300-400，5.0万吨：普剑+梦3+井台+舍得+国缘特A+等。18年量增25%，合理预期量年增20%
- 200-300，7.0万吨：天之蓝+水井坊8号+国缘特A+汾酒20年等。18年量增20%，合理预期量年增20%
- 100-200，25-30万吨：海之蓝+年份原浆5年+其他地方名酒主力产品。18年量增个位数，合理预期量年增个位数
- 100元以下，400-500万吨。18年量降中个位数，合理预期量年降个位数

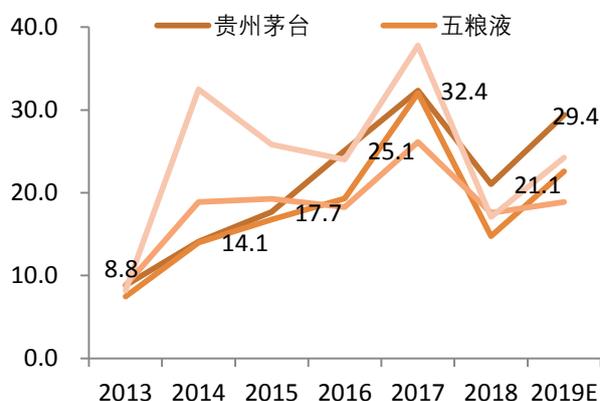
备注：价格是指批发价，销量数据是平安估算，基本形态应接近

资料来源：平安证券研究所

次高端增速有所放缓，但预计仍能保持快速增长。白酒总量下降是大趋势，增长主要靠消费升级，故各价格带需求增速主要取决于更低档次产品升级的速度。分价格带观察2018年需求量变化，增速最快的是400-700元/瓶价格带，销量增速达到约50%，这一方面应是受益于五粮液、国窖1573持续涨价，另一方面也因为原来基数很小；增速其次是200-400元/瓶价格带，销量增速能达到20-25%，这主要是因为200元/瓶以下销量远高于200-400元/瓶销量，故200元/瓶以下只要每年升级一点，就能推动200-400元/瓶带的销量快速增长，这也是过去几年次高端快速增长最主要原因；2018年700-900元/瓶市场销量增速也达到了20%，这应该是受益于茅台控量且批价大涨，未来受茅台影响仍大。总体来看，随着200-700元/瓶的次高端价格带基数变大，更低端产品消费升级带来的增速可能逐步放缓，但预计仍能保持20%上下的增速。据我们观察，1Q19次高端整体出厂增速仍有20-30%。

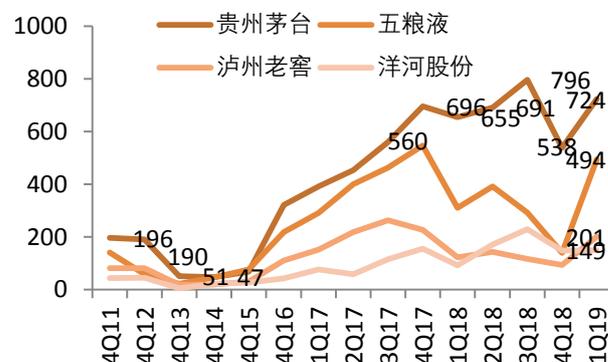
3.2 1Q19 年估值和机构持仓双双回升

图表24 贵州茅台当年 PE 从 8.8 倍回升至 19 年约 27 倍



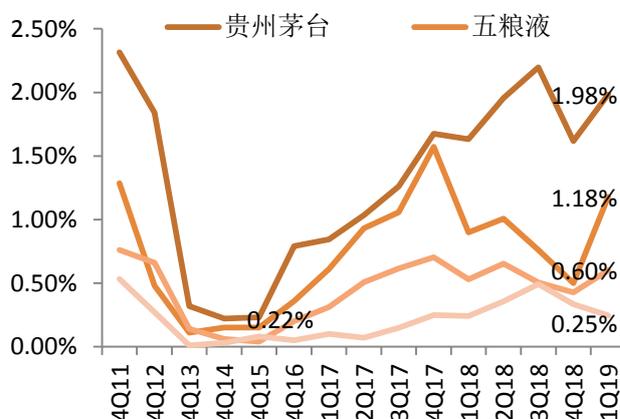
备注：19年业绩预测均取WIND平均值，PE为年末股价/当年EPS。
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表25 1Q19 年持茅台基金数量回升至 724 家



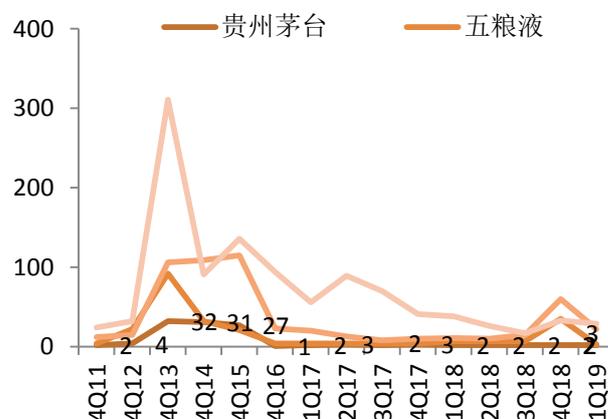
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表26 基金持有四白市市值占持股总市值比例低于峰值



资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表27 四白酒公司在基金重仓股中排序已达历史峰值



资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表28 古井贡、五粮液、泸州老窖、口子窖、今世缘等公司19年至今涨幅排名

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年(至5月6日)
古井贡酒	-1%	25%	46%	-17%	106%
五粮液	29%	29%	136%	-35%	81%
泸州老窖	37%	25%	104%	-37%	73%
口子窖	86%	-24%	45%	-23%	67%
今世缘	22%	-1%	20%	-5%	67%
顺鑫农业	14%	4%	-12%	67%	66%
贵州茅台	29%	56%	112%	-14%	54%
山西汾酒	-16%	32%	132%	-38%	49%
水井坊	30%	51%	148%	-32%	43%
*ST 皇台	14%	26%	-20%	-63%	43%
酒鬼酒	22%	15%	34%	-41%	37%
金种子酒	-14%	-8%	-16%	-40%	35%
老白干酒	22%	-2%	34%	-44%	28%
伊力特	22%	2%	64%	-44%	27%
创业板指数	1%	0%	0%	-29%	20%
上证指数	9%	-12%	6.6%	-25%	17%
金徽酒	0%	97%	-24%	-34%	16%
舍得酒业	23%	-1%	107%	-51%	16%
迎驾贡酒	78%	-26%	-16%	-17%	15%
洋河股份	24%	6%	67%	-16%	15%
青青稞酒	7%	-15%	-20%	-29%	4%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

1Q19估值和基金持仓回升。年末收盘价/当年EPS, 茅台13年末PE仅8.8倍, 此后逐年回升, 18年环比17年下降至21倍, 19年再次回升, 5月5日收盘价计算约当年27倍, 五粮液、泸州老窖情况相仿, 只有洋河19年PE环比18年末不升反略降, 四大公司中处于最低位。观察市值占基金持股比例, 四大白酒公司1Q19大幅反弹, 但仍未达历史峰值。换个角度, 1Q19持有四大白酒公司股票基金数量大幅回升, 持有茅台的基金有724家, 仅略低于3Q18, 历史次高。四公司在基金重仓股中排序则已达历史峰值, 茅台1Q19仍是基金第2大重仓股, 五粮液也升至第3。综合, 往后看, 白酒公司估值仍有上升空间, 机构持仓也可能维持高位。

3.3 选股策略: 锁定龙头, 享受成长

锁定龙头, 享受成长。消费升级+集中度提升驱动, 白酒行业成长前景仍明确, 拥有最强品牌+符合趋势的产品组合+渠道竞争力优势的龙头公司尤其如此, 仍是分享中国经济成长优质标的。另一方面, 或许是经济增长前景和市场资金结构变化共同驱动, 白酒为代表食品饮料公司在全市场估值排序逐年上升。分析商业模式和中长期成长前景, 这一趋势很可能会继续。综合来看, 锁定龙头公司分享成长或仍是最好策略。高端的贵州茅台、五粮液、泸州老窖均值得关注, 尤其是估值较便宜且正持续推动改革的五粮液; 产品组合聚焦次高端的公司更可能分享此价格带的快速成长, 我们重点跟踪公司中, 建议关注洋河、酒鬼。

茅台对行业影响大, 直营改革影响需观察。茅台批价走势对产业链运作影响大, 进而影响市场预期

和股价。故茅台正推进的直营改革如何落地并影响批价、2020年春节是否提高出厂价均需持续跟踪。

图表29 白酒盈利预测和评级表

股票名称	股票价格(元)		EPS			PE			评级
	5月7日	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	890.00	28.02	33.13	36.24	31.8	26.9	24.6	推荐	
五粮液	95.96	3.45	4.53	5.04	27.8	21.2	19.0	推荐	
洋河股份	113.65	5.38	6.10	7.10	21.1	18.6	16.0	推荐	
泸州老窖	72.32	2.38	3.21	3.81	30.4	22.5	19.0	推荐	
老白干酒	15.90	0.51	0.70	0.88	31.3	22.6	18.0	推荐	
山西汾酒	54.26	1.69	2.31	2.82	32.0	23.5	19.2	推荐	
酒鬼酒	21.99	0.69	0.84	1.09	32.1	26.3	20.3	中性	
水井坊	46.35	1.19	1.59	1.94	39.1	29.1	23.9	中性	

资料来源: wind、平安证券研究所估算

四、风险提示

4.1 宏观经济增速放缓导致白酒行业增速放缓

白酒需求受经济活跃度影响较大,如果后续因各种原因,中国经济增速出现放缓,经济活跃度下降,可能导致白酒行业收入增速放缓,且渠道库存变化会放大这种波动。

4.2 爆发食品安全问题影响企业运行

尽管在食品饮料中白酒出现食品安全问题概率小,但难以完全避免。如果出现食品安全问题,可能影响消费者短期信心和消费行业,进而导致渠道库存积累和厂家出货放缓问题,甚至对企业品牌产生长期负面影响。

4.3 白酒税收政策变化风险

我国白酒消费税率是20%,但历史原因在计算消费税时,采用的价格仅为实际出厂价的60%,相当于实际税率仅为12%。如果白酒税收政策调整,要求计算消费税价格为实际出厂价,则会影响白酒企业利润。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033