

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 白酒龙头地位稳固，后续估值或重构

——白酒行业 2019 年中期策略

2019 年 5 月 16 日

分析师：

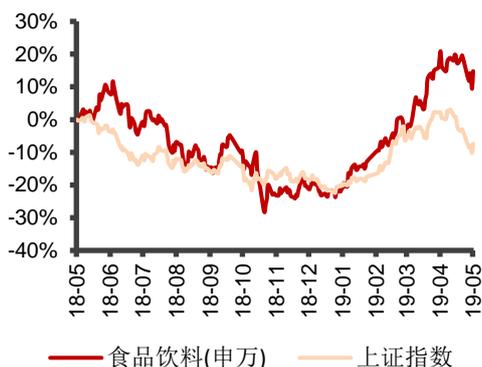
黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

食品饮料与上证综指涨跌幅走势图



行业评级

强于大市

相关报告

- 1、行业增速整体放缓，中低端增长可期：白酒行业 2019 年度策略
- 2、行业增长有所放缓，景气度仍高：食品饮料 2018 年 3 季度报点评
- 3、公司业绩持续向好，次高端白酒表现亮眼：行业中报回顾

内容提要：

**消费整体向好，减税对行业产生实质利好。**1、目前中国经济还在探底阶段，但我们预计白酒行业即将迎来新的周期。2、下调增值税将会为白酒公司带来较为实质的利好。

**行业整体基本面未变，上市公司业绩稳定。**从 2018 年及 2019 年一季度业绩来看，食品饮料行业营收、归母净利润增速及 ROE 排名均靠前，成长能力及稳定性具有比较优势。白酒板块 ROE2019 年一季度排名市场第一。

**高端白酒量价齐升，卖方市场稳固。**1、业绩稳定增长，市场占有率提升。三家公司业绩实现开门红。2、卖方市场稳固，三家公司吨价显著上涨，盈利能力持续增强。**大众品明星市占率提升，全国化加速。**1、消费升级红利逐步扩大，价低质高的品牌光瓶酒开始成为消费大趋势。2、牛栏山销售基本呈全国化铺开态势，汾酒加速外埠市场拓展。**二三线名酒出现分化，持续结构升级的公司将得到突破。**1、部分公司持续较高增长，2019 年一季度业绩出现分化。2、名优酒企费用率提升，竞争加剧。大部分名优酒企正在致力于提升品牌形象从而向中高端价格带发展或扩大优势，持续结构升级的公司或能有更大突破。

投资建议：

1、行业基本面未变，马太效应加剧。一二线白酒企业的业绩增速将持续领先行业平均水平，而此次库存周期也会在龙头市占率提升中平稳度过。

2、高端白酒公司策略调整利好长期发展。泸州老窖最早进行改革，目前品牌公司+五大单品策略的效果开始显现。五粮液数字化赋能+万店工程+机构扁平化改革力度与进度均超预期。茅台推进营销体制转型升级，直营与社会渠道共同发展、“稳市场、稳价格、稳预期”等政策趋势较为明确，有利于长远发展。

3、各大国际指数扩容将进一步提升板块地位，后续估值仍有提升空间。中国资本市场的国际化 2019 年加速，预计超过 4500 亿人民币的外资会在年内陆续到位。白酒在中国市场的地位不可替代，成长能力较强，势必成为外资投资的焦点。此后外资持股份额或将易升难降，板块的估值后续仍有提升空间。

**建议关注**地位稳固、业绩成长性较为确定的茅台、五粮液、泸州老窖以及成长能力较好的古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫。

**风险提示：**食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

## 目录

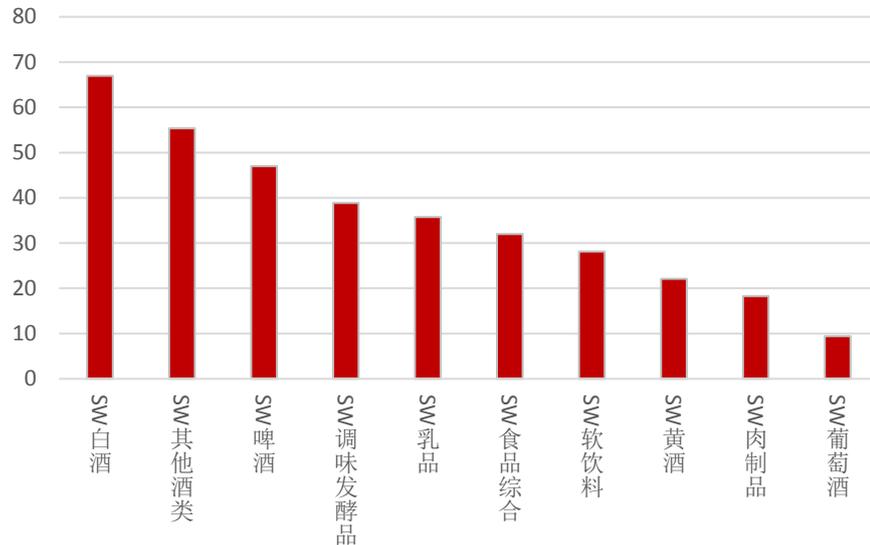
1、近期白酒板块情况回顾 .....	4
2、宏观环境及白酒板块财务横向对比.....	7
2.1 行业发展有望向好.....	7
2.2 减税对行业产生较为实质的利好.....	7
3、白酒板块 2018 年及 2019 年一季度业绩回顾.....	9
3.1 行业整体基本面未变，上市公司业绩稳定.....	9
3.2 高端白酒量价齐升，卖方市场稳固.....	10
3.3 大众品明星市占率提升，全国化加速.....	12
3.4 二三线名酒出现分化，持续结构升级的公司将得到突破.....	15
4、投资建议.....	17
5、风险提示.....	19

## 图表目录

图 1: 2019.1.1-5.16 食品饮料子板块累计收益率 (%)	4
图 2: 2019 年 5 月 16 日申万 28 个一级行业 PE 及年初至 5 月 15 日增长	5
图 3: 2019 年 5 月 16 日食品饮料子行业 PE 及年初至 5 月 15 日增长	5
图 4: 白酒公司市盈率走势 (倍)	6
图 5: 白酒公司分组市盈率走势 (倍)	6
图 6: 社会消费品零售总额及增长率	7
图 7: 消费对 GDP 累计同比贡献率 (%)	7
图 8: 全国白酒产量及增长率	9
图 9: 规模以上白酒生产经营指标 (%)	9
图 10: 高端白酒营业总收入同比增长率 (%)	11
图 11: 高端白酒归属母公司股东的净利润 (%)	11
图 12: 2018 年高端白酒收入、销量及价格增速 (%)	12
图 13: 高端白酒销售毛利率 (%)	12
图 14: 高端白酒净资产收益率(扣除非经常损益) (%)	12
图 15: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒收入增速 (%)	13
图 16: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒毛利率 (%)	13
图 17: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒省外业务占比 (%)	14
图 18: 部分大众酒市场占有率对比 (%)	14
图 19: 牛栏山及山西汾酒低价酒收入占公司业务收入比例 (%)	15
图 20: 2018 年二三线名酒业绩增长及 ROE (%)	15
图 21: 2019 年一季度二三线名酒业绩增长及 ROE (%)	15
图 22: 2018 年二三线名酒销售收入及增速	16
表 1: 增值税下调对白酒公司影响测算	8
表 2: 食品饮料子板块 2018 年及 2019 年一季度财务指标比较 (%)	10
表 3: 2018 年二三线名酒销量及平均价格对比	16
表 4: 二三线名酒预收款增长及占比	17
表 5: 重点公司估值情况	18

## 1、近期白酒板块情况回顾

图 1：2019.1.1-5.16 食品饮料子板块累计收益率（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

2019年1月1日至4月30日，食品饮料10个子板块收益率均高于10%，其中白酒以67.7%排名第一，其他酒类（56.51%）、啤酒（36.63%）分列二、三名，黄酒（11.06%）排名垫底。白酒明显领跑板块验证了我们此前的判断。

估值方面，食品饮料板块自2018年10月30日起，由外资掀起了估值修复的行情，四个半月的时间里，板块的PE增幅达40.19%，在申万一级行业中排名第4，仅落后农林牧渔、通信及非银板块。由于外资对龙头白酒大幅度增持，白酒在板块中领涨，PE四个半月间增长了43.93%。然而即使如此，我们依然认为白酒估值仍有上升空间。

2019年4月30日，食品饮料行业市盈率为30.32倍，在申万28个一级行业中排名第六，环比2019年初提高3名。可以看到与收益率排名相比，板块的估值实则不高。

板块中，其他酒类（57.12倍）、调味发酵品（50.16倍）及啤酒（48.75倍）排名前三，白酒虽然在2019年前四个月市盈率增长（42.56%）在板块中排名第二，但绝对值仅以29.14倍排名板块第七。在申万227个三级行业中，白酒排名第97，即42.7%，环比2019年初上升20名，排名的提升较为明显，但与其优秀的盈利能力及稳定的业绩增长相比估值水平仍

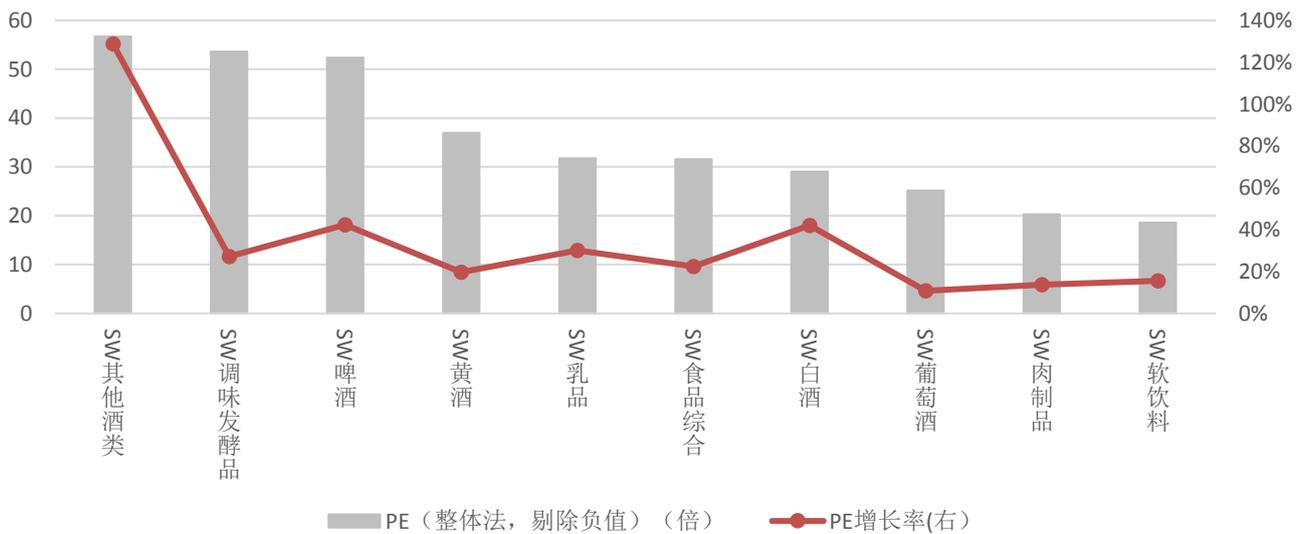
然较低。

图 2：2019 年 5 月 16 日申万 28 个一级行业 PE 及年初至 5 月 15 日增长



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 3：2019 年 5 月 16 日食品饮料子行业 PE 及年初至 5 月 15 日增长



资料来源：WIND，国开证券研究部

截至2019年4月30日，白酒板块整体市盈率（剔除负值）为29.14倍，略高于历史平均水平，分别超越一年中枢及三年中枢11.87%及5.25%。分产品来看，自2015年以来，高端白酒公司的估值稳步回升，在整体子板

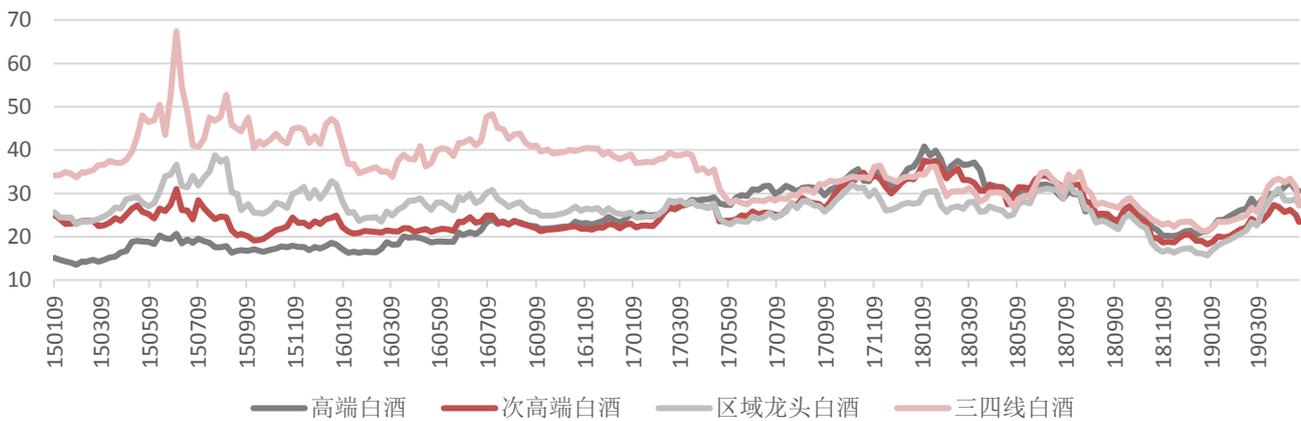
块中从垫底变为第一名，我们认为这主要是由于消费升级使得市场向头部品牌快速集中，高端白酒的业绩呈现出了快速恢复、稳定性增强的趋势。另外，大众酒方面，由于顺鑫农业不断的聚焦主业，牛栏山正在快速成为全国化的民酒龙头，估值快速向一线白酒公司靠拢。而次高端和地域性酒企方面，由于竞争加剧及业绩分化，估值在白酒板块中的排名出现下移。

图 4: 白酒公司市盈率走势 (倍)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 5: 白酒公司分组市盈率走势 (倍)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

## 2、宏观环境及白酒板块财务横向对比

### 2.1 行业发展有望向好

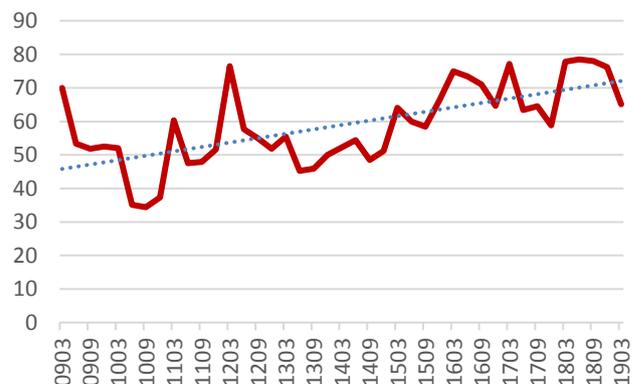
从1992年开始，白酒大体上经历了2个大周期。从GDP及社会消费品零售总额增速来看，自1992年以进一步深化改革开放为开端，我国经历了2年左右的经济快速增长，消费增速不断提升，在此阶段，大部分白酒公司量价齐升，五粮液、沱牌等公司初步确立了领先地位。1994-1995年，由于信用过度膨胀中国经历了经济危机，叠加此后的亚洲金融危机，中国消费增速持续下滑，在此期间，白酒行业亦出现较大幅度调整。经过近七年的修复，中国经济自2002年因加入WTO及国内深化改革开始企稳回升，白酒又一次迎来黄金发展阶段。白酒的产量增长于2011年再次出现转折，由于经济增速下滑，政府压缩开支，2012年八项规定出台，高端白酒受到沉重打击。整体上看，目前白酒的产量增速仅10%上下，我们判断行业仍然处于第二个大周期之中，但2012-2018年已经过去6年，叠加中国经济及消费增速或将企稳，中长期来看，白酒行业产量及业绩增速有望改善。

图 6：社会消费品零售总额及增长率



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 7：消费对 GDP 累计同比贡献率 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

### 2.2 减税对行业产生较为实质的利好

2019年3月5日，十三届全国人大二次会议政府工作报告中提出自4月1日

起，制造业等行业的税率将从16%降至13%。当前白酒税收主要由增值税与消费税构成，虽然增值税是价外税，并不直接影响利润多少，但可以通过影响收入和税金及附加间接影响利润。

增值税下调对净利润的利好程度主要由上游供应商价格及厂商的出厂价调整来决定。白酒公司的上游主要为包装印刷业及粮食种植业，由于行业竞争激烈、公司自有包装子公司、国家农业补助等因素，白酒供应商的议价能力较弱，预计厂商的不含税成本受影响不大。厂商与经销商的博弈方面，我们判断部分厂商会通过折扣、费用支持等途径与经销商分享增值税下调带来的利润增厚，但是利润空间仍可观。目前高端白酒的卖方市场地位稳固，供需仍然偏紧，厂家定价能力较强，且五粮液、泸州老窖的价格提升也不会因为降税而停止。二三线白酒仍然在寻求结构化升级及品牌形象提升，增值税下调不会影响整体价格策略。因此，我们认为下调增值税将会为白酒公司带来较为实质的利好。

我们以2018年业绩为基准，对白酒上市公司进行了增值税对利润的影响测算。假设产品价格不变，进项税和销项税的税率一致，即增值税减税部分则为利润增厚部分。我们分别测算了厂商实际享受减税3%、2%、1%三档，预计大部分公司将会享受到2%左右的实际减税。

**表 1: 增值税下调对白酒公司影响测算**

证券简称	增值税减税额（万元）			净利润增厚空间（%）		
	实际享受 减税点 3%	实际享受 减税点 2%	实际享受 减税点 1%	实际享受 减税点 3%	实际享受 减税点 2%	实际享受 减税点 1%
金种子酒	838.50	559.00	279.50	8.16%	5.44%	2.72%
山西汾酒	5,875.35	3,916.90	1,958.45	3.77%	2.51%	1.26%
老白干酒	1,214.66	809.77	404.89	3.47%	2.31%	1.16%
酒鬼酒	748.38	498.92	249.46	3.36%	2.24%	1.12%
迎驾贡酒	1,950.90	1,300.60	650.30	2.50%	1.67%	0.83%
口子窖	3,666.64	2,444.43	1,222.21	2.39%	1.59%	0.80%
泸州老窖	7,804.14	5,202.76	2,601.38	2.22%	1.48%	0.74%
舍得酒业	790.23	526.82	263.41	2.12%	1.41%	0.71%
古井贡酒	3,038.03	2,025.35	1,012.68	1.75%	1.16%	0.58%
五粮液	20,066.52	13,377.68	6,688.84	1.43%	0.95%	0.48%
水井坊	804.15	536.10	268.05	1.39%	0.93%	0.46%
贵州茅台	48,094.23	32,062.82	16,031.41	1.27%	0.85%	0.42%
顺鑫农业	832.65	555.10	277.55	1.14%	0.76%	0.38%
伊力特	298.73	199.16	99.58	0.69%	0.46%	0.23%

洋河股份	3,546.86	2,364.57	1,182.29	0.44%	0.29%	0.15%
金徽酒	41.56	27.71	13.85	0.16%	0.11%	0.05%
今世缘	87.06	58.04	29.02	0.08%	0.05%	0.03%

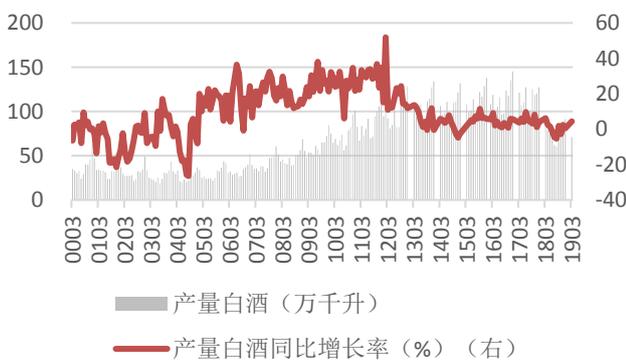
资料来源：WIND，国开证券研究部

### 3、白酒板块 2018 年及 2019 年一季度业绩回顾

#### 3.1 行业整体基本面未变，上市公司业绩稳定

整体来看，行业目前基本面没有变化。自2012年遭遇八项规定重创后，产量增速大幅下滑，2015年后增速有所企稳，但经过三年的增长，2018年行业整体产量又一次出现负增长，引发市场担忧。我们认为，经历了三年复苏，尤其是2017年全行业的高基数、库存提升、竞争加剧，使得2018年三季度进入了阶段性的调整期，放眼大周期看，行业仍然在L型底部，但也无需担忧。第一，由于消费的持续升级及开始实行的增值税下调，行业的利润增长2019年或维持较高增速，较大幅度超越销量增速，行业整体盈利能力会得到持续提升。第二，马太效应加剧，强者更强，利好大部分上市公司。

图 8：全国白酒产量及增长率



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 9：规模以上白酒生产经营指标（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

从2018年及2019年一季度业绩来看，食品饮料行业成长能力及稳定性具有比较优势。食品饮料板块2018年营收、归母净利润增速及ROE分别为

13.48%、26.13%、19.20%，在28个申万一级行业中分别排名第11、第5及第2名，2019年一季度分别排名第12、第10及第1名，板块的盈利能力仍然傲视群雄。

聚焦白酒板块，2018年板块ROE达24.82%，在227个申万三级行业中排名第4，2019年一季度则超越非金属新材料、空调及肉制品跃升第一。白酒行业的营收、净利润增长也较为亮眼，2018年营收、利润总额增长为25.47%、33.39%，分别排申万三级行业中的14.5%及18.5%，2019年一季度在高基数下分别排在16.7%及26.9%。在食品饮料子行业中，上述指标白酒均排名前两名，大部分公司2019年一季度业绩迎来开门红。

表 2: 食品饮料子板块 2018 年及 2019 年一季度财务指标比较 (%)

	2018 营收增长率	2019Q1 营收增长率	2018 利润总额增长率	2019Q1 利润总额增长率	2018ROE 摊薄(整体法)	2019Q1ROE 摊薄(整体法)	2018ROE 增长率	2019Q1ROE 增长率
白酒	25.47	22.33	33.39	27.53	24.82	8.97	12.32	3.10
调味发酵品	13.02	13.48	23.27	17.18	21.27	6.80	10.51	0.77
肉制品	2.83	6.14	6.63	14.82	25.80	6.77	11.02	26.44
软饮料	4.93	0.11	8.58	-7.32	17.17	5.51	-4.40	30.93
乳品	11.40	14.39	7.86	12.31	13.41	5.23	2.45	4.36
食品综合	12.29	8.79	17.25	15.92	11.94	3.60	3.06	1.90
葡萄酒	3.01	-8.00	-2.41	-0.47	6.44	3.17	-12.29	-4.83
啤酒	1.90	8.03	3.10	17.34	4.50	2.25	-10.76	19.27
黄酒	-2.65	-9.06	-24.45	-17.65	3.07	1.89	-31.39	-18.36
其他酒类	-9.60	-3.79	546.08	58.46	5.32	1.43	1,612.08	176.09

资料来源: WIND, 国开证券研究部

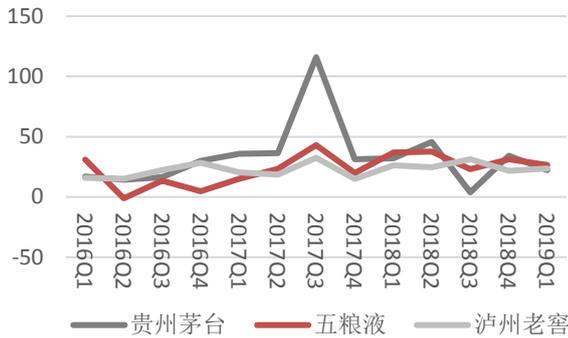
### 3.2 高端白酒量价齐升，卖方市场稳固

业绩稳定增长，市场占有率提升。高端白酒2018年业绩在2017年的高基数下仍然实现了较为稳定的增长，虽然茅台在2018年三季度收入增长不达预期，但四季度的强劲需求仍使全年业绩超26%，超出市场预期，也高于公司23%的业绩预报。

不仅茅台业绩亮眼，2018年五粮液、泸州老窖营业收入增速分别为32.61%、25.6%，均超自身及市场预期。同期行业整体收入增速12.88%，

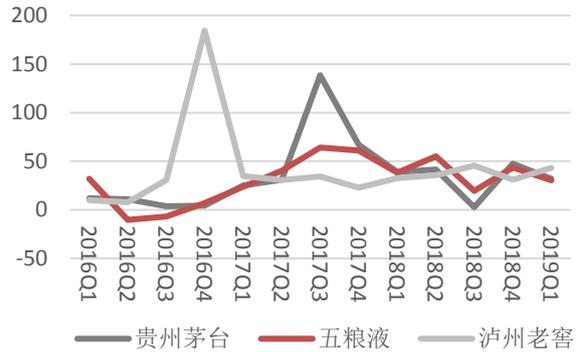
白酒上市公司整体25.47%，远超行业平均水平。2019年一季度，茅台、五粮液、泸州老窖的营收增长分别为22.21%、26.57%及23.72%，增速均超过20%，在高基数下实现开门红。

图 10: 高端白酒营业总收入同比增长率(%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 11: 高端白酒归属母公司股东的净利润(%)

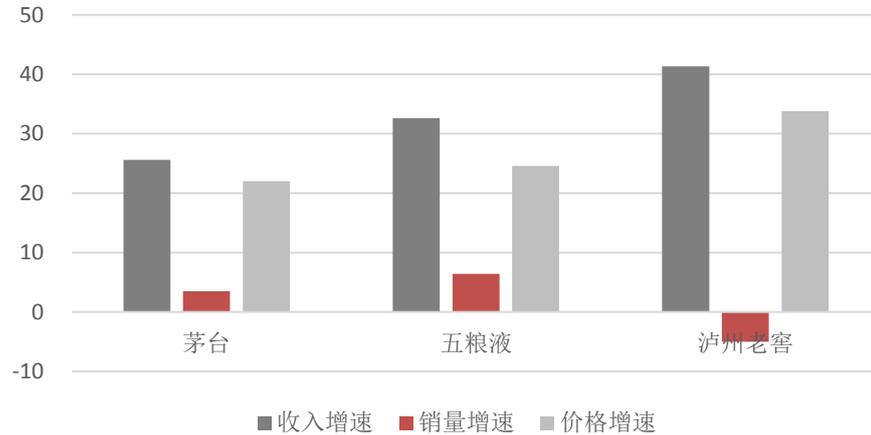


资料来源: WIND, 国开证券研究部

卖方市场稳固，三家公司吨价显著上涨，盈利能力持续增强。三家公司吨价的提升主要原因有二：一是在2017年底至2018年初均上调了高端产品的出厂价，普飞、普五、国窖1573分别提升了18.3%、7%及9.5%。二是结构升级明显，贵州茅台的非标产品、五粮液的1618及低度五粮液无论在价格还是销量上都实现了较为可观的增长，而国窖系列收入占比已经接近50%，较同期提升了约3个百分点。吨价的上涨使得三家公司的销售毛利率稳步提升，五粮液及老窖的ROE快速上移。而支撑三大公司盈利能力增强的本质原因实际上是高端白酒极为稳固的卖方市场地位。

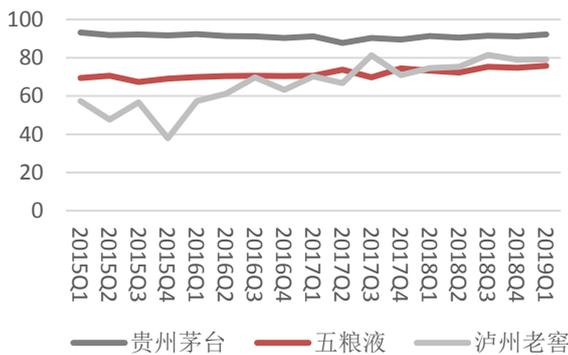
在高需求下，茅台已经维持了近3年的缺货状态，目前虽处于淡季，其一批价格仍维持1900元，与2019年春节比小幅上升，与2018年情况相近，终端价格与建议零售价价差不断扩大。泸州老窖为了提升品牌价值，自2018年10月起全线控货，一批价格目前已经提升至760元附近，稀缺度及市场认可度显著提升。五粮液则是趁竞品或缺货或控货期间推出第七代五粮液收藏版，量价齐升。实际上，高端白酒一批价格的增长，就是经销商与消费者需求及信心的增长。此外，茅五泸三家公司净经营现金流的同比增长分别为87%、26%、16%，较高的增速也印证了经销商打款的积极性。

图 12: 2018 年高端白酒收入、销量及价格增速 (%)



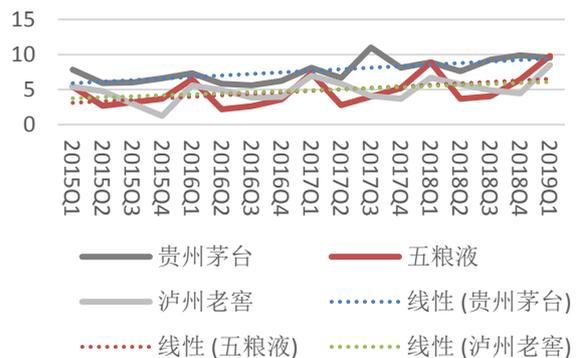
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 13: 高端白酒销售毛利率 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 14: 高端白酒净资产收益率(扣除非经常损益)(%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

此外, 值得注意的是, 由于消费税的调整, 三家公司2018年税金及附加增幅较大。2019年, 随着该因素对财务表现的影响基本缓解以及增值税下调, 高端白酒的利润空间进一步被打开。

### 3.3 大众品明星市占率提升, 全国化加速

消费升级红利逐步扩大。白酒最后一个享受消费升级的档位是低档白酒(即大众酒)。2015-2016年, 业态分散及宏观不景气使得大量小厂退出, 低档酒总产量下滑。而遭遇八项规定的被动降价后, 名优酒企为了

快速重塑品牌形象，将更多的资源倾斜给中高端产品，大部分厂家的低端白酒均呈现增长低迷的状态。然而随着低线城市居民及农村居民可支配收入的不断提升，消费者对大众酒品质产生了更高要求，对品牌的依赖程度更高，价低质高的品牌光瓶酒开始成为消费大趋势。

在此背景下，主打低端白酒、规模效应显著且品质优良的牛栏山以及口味出众、性价比极高的汾酒玻汾自2016年以来收入增速及销售增幅显著。可以看到，汾酒的低价酒及牛栏山的收入增速相关度极高，在2017年年底同时提速，并在2018年中分别达到84%及62%的增速顶峰，2018年全年分别为60%、44%，大幅超越市场预期。

由于2018年受到消费税上调、纸箱、玻璃等包材涨价等影响，牛栏山及玻汾的毛利率受到一定影响。另外，牛栏山毛利率的降低更多地与其调费用投放方式（即经销商承担市场推广费用、厂商提高产品折扣）有关；玻汾毛利率下降则与其开始全国化布局，营销费提高有关。但随着消费税上调对利润增速的影响基本结束、增值税下调，包材2019年价格或稳定以及规模效应的不断增强，我们认为牛栏山与玻汾的盈利能力在2019年将持续提升。

图 15: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒收入增速 (%)

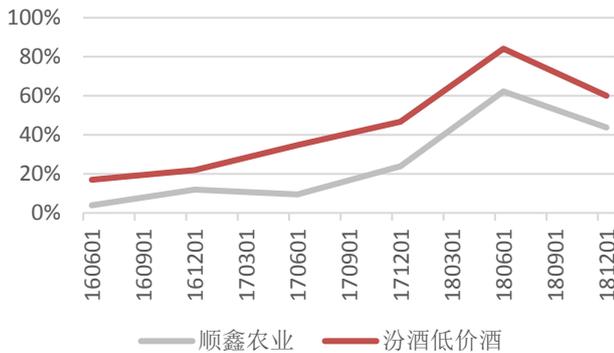
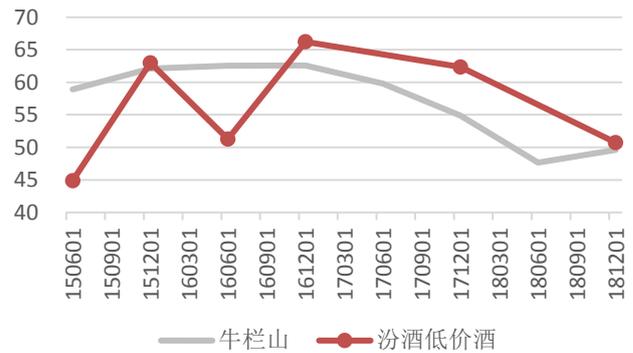


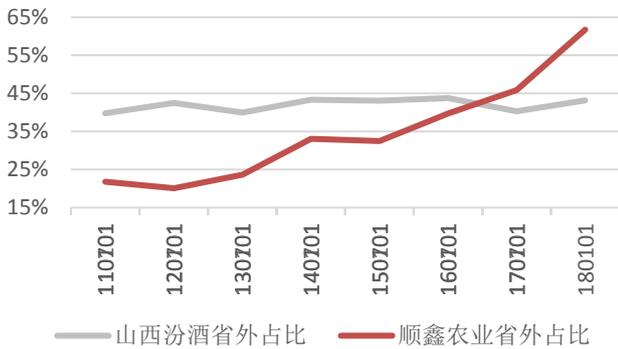
图 16: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒毛利率 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

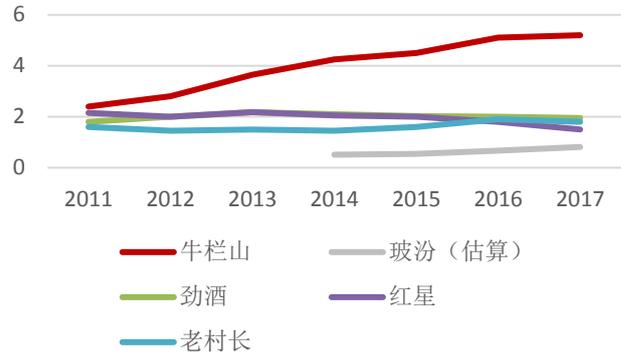
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 17: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒省外业务占比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 18: 部分大众酒市场占有率对比 (%)

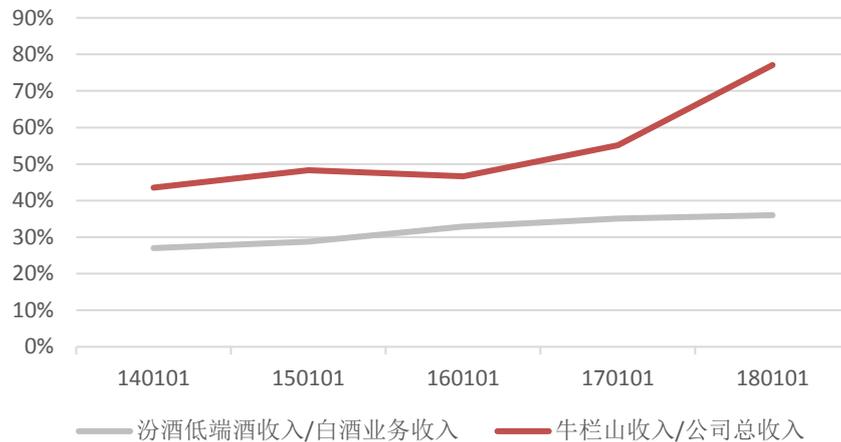


资料来源: WIND, 国开证券研究部

牛栏山销售基本呈全国化铺开态势，汾酒加速外埠市场拓展。自2011年起，牛栏山市占率快速提升，7年来从1.7%提升至逾5%，这主要是由于全国化布局以来外埠市场收入增速保持高增长。公司所有业务的外埠占比自2011年的22%上升至2018年的62%，而我们估计白酒外埠占比已从2011年的约30%提升至2018年的超70%。2018年，牛栏山突破亿元的省级市场达22个，较2017年增加4个，已经基本成为全国化品牌。2018年，公司外埠市场增速近70%，其中长三角地区营收、湖南等地增速迅猛。我们认为这是公司外埠业务快速发展的开端。2018年公司预收款增长49.37%，白酒业务预收款/营业收入约为1.9%，在板块中排名第三，经销商打款积极性较高，且公司是2018年为数不多的销售量超过生产量的公司，渠道动向良好。我们预计2019年公司外埠业务增速仍将突破50%，公司的目标也明确要将牛栏山打造成民酒第一酒。

玻汾方面，虽然从市占率不及排名靠前的大众酒品牌，但其发展速度不容小觑。首先，公司市占率自2015年提升速度在对比公司中最高（名酒旗下的纯粮酿造低端酒性价比高，且50元左右的光瓶开始为更多人接受）。其次，玻汾在公司内部营收占比不断提升，从2014年的27%已经提升至2018年的36%。2019年，公司战略性支持玻汾的发展，除中汾集团的10万吨产能外将继续建设10万吨基酒基地，玻汾已经被定为公司后续发展的主要力量。目前，玻汾已经站在全国化的起跑线上，公司明确2019年要谋划全国化市场的快速布局，与华润协同或为玻汾带来超预期发展。

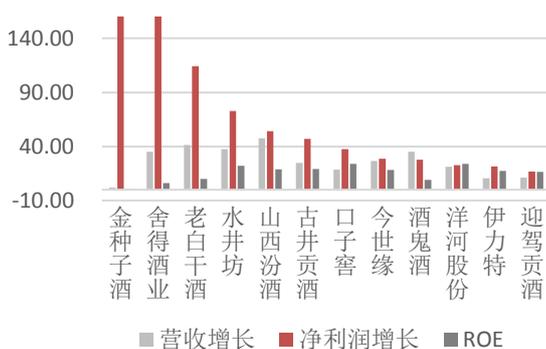
图 19: 牛栏山及山西汾酒低价酒收入占公司业务收入比例 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

### 3.4 二三线名酒出现分化, 持续结构升级的公司将得到突破

图 20: 2018 年二三线名酒业绩增长及 ROE (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 21: 2019 年一季度二三线名酒业绩增长及 ROE (%)

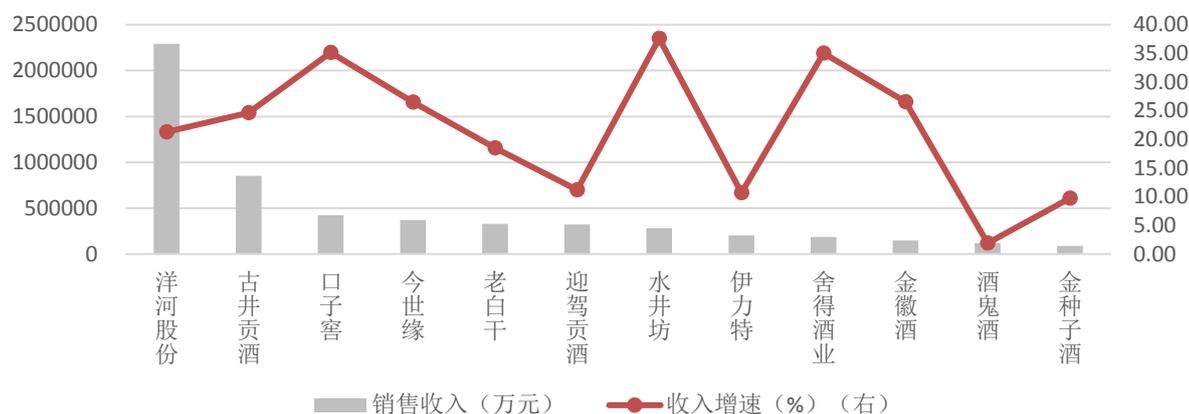


资料来源: WIND, 国开证券研究部

部分公司持续较高增长, 2019年一季度的业绩现分化。除皇台以外, 2018年二三线白酒上市公司均实现了营收、净利润双增长, 其中6家公司营收增速超25%, 5家公司净利润增速超50%, 净利润增速明显高于收入。2019年, 看到较为明显的分化, 收入增长排名前五的公司为老白干(56%)、古井贡(43%)、舍得(34%)、今世缘(31%)和酒鬼酒(30%), 净利润排名前五的为老白干(57%)、水井坊(41%)、古井贡(34%)、今世缘(26%)和舍得(25%)。而一季度金种子酒营收出现负增长, 金徽酒净利润同期下降。需要注意的是, 老白干的高增

速主要来自于丰联酒业的并表，长期来看增长可持续性较弱。

图 22： 2018 年二三线名酒销售收入及增速



资料来源：WIND，国开证券研究部

表 3： 2018 年二三线名酒销量及平均价格对比

证券名称	销量 (吨)	销量增速 (%)	平均价格 (万元/吨)	价格增速 (%)	增速排名
水井坊	9272.76	-12.70	30.34	57.70	1
酒鬼酒	6877.00	18.20	17.24	14.40	6
舍得酒业	11998.01	-13.20	15.42	42.40	2
今世缘	26812.00	-0.50	13.86	27.20	3
山西汾酒	72450.61	38.30	12.85	12.50	8
口子窖	33429.63	1.50	12.63	10.80	9
洋河股份	211606.75	-0.90	10.83	22.40	4
古井贡酒	82818.70	-1.40	10.29	21.10	5
金徽酒	15189.67	-1.30	9.63	6.30	11
金种子酒	10510.64	-26.20	8.33	14.40	7
伊力特	28813.42	2.00	7.09	2.70	12
迎驾贡酒	48271.42	10.40	6.68	-0.80	13
老白干	64003.44	28.70	5.13	9.80	10

资料来源：公司公告，国开证券研究部

名优酒企费用率提升，竞争加剧。2018年，13家二三线白酒中，汾酒、老白干、舍得、酒鬼酒及今世缘等5家白酒营业成本增速超20%；共有5家公司的营业成本增长速度超过营业收入，其中舍得、汾酒和老白干排名前三。酒鬼酒的销售费用增速达68.4%，排名第一，水井坊、山西汾酒和今世缘也均超30%，次高端竞争加剧。这主要是在经济增速较低迷的宏观形势下，商务宴请的频率降低，叠加前两年的高基数，次高端酒企业绩增长压力较大，迫使公司加大费用投放力度。

整体来看，大部分名优酒企正在致力于提升品牌形象，从而向中高端价格带发展或扩大优势，预收账款的增长率和预收账款占收入的比例也在一定程度上体现出大部分积极顺应消费升级的品牌经销商信心更足。我们认为，后续可以准确抓住市场动态，持续结构升级的公司或能有更大突破。

**表 4：二三线名酒预收款增长及占比**

证券代码	证券名称	2018 年预收账款 增长率	2019Q1 预收账款 增长率	预收款/收入*100
600197.SH	伊力特	12.44%	-70.92%	2.54
000596.SZ	古井贡酒	337.48%	34.79%	2.10
000860.SZ	顺鑫农业	7.92%	-33.45%	1.95
600702.SH	舍得酒业	-53.87%	61.01%	1.85
600559.SH	老白干酒	192.44%	67.17%	1.73
600199.SH	金种子酒	106.41%	44.86%	1.64
600519.SH	贵州茅台	49.52%	50.79%	1.61
600809.SH	山西汾酒	-44.96%	-25.15%	1.11
000568.SZ	泸州老窖	-30.63%	111.90%	1.05
000799.SZ	酒鬼酒	118.72%	442.57%	0.81
603919.SH	金徽酒	418.36%	0.56%	0.60
000858.SZ	五粮液	11.54%	-45.27%	0.55
600779.SH	水井坊	-86.06%	-85.87%	0.20
603369.SH	今世缘	-29.11%	108.74%	0.19
603198.SH	迎驾贡酒	13.79%	39.36%	0.16
603589.SH	口子窖	-8.15%	-49.21%	0.15
002304.SZ	洋河股份	-78.09%	-22.45%	0.08

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 4、投资建议

**行业基本面未变，马太效应加剧。**整体来看行业基本面没有发生改变，龙头公司业绩稳定，在A股市场上比较优势较为明显。自2012年八项规定实行以来，行业整体依然处于L型底部。但是，我们认为无论是对行业还是上市公司业绩均无需担心。第一，放眼大周期，行业经历数年调整后低位企稳，中长期来看，产量及业绩增速有望改善。第二，由于消费的持续升级及增值税下调，行业的利润增长2019年将继续超越销量增速，盈利能力得到进一步增强。第三，马太效应持续加剧。需求方面，由于消费升级，消费者对品牌的依赖度及对品质的追求提高，行业马太效应

加剧，大部分上市公司体现出强者更强的趋势。厂商竞争方面，在经历了三年复苏后，品牌价值重塑任务基本达成叠加中端市场的扩容趋势，大厂商开始通过加大费用投放力度、适度扩展上市公司产品线等策略提升市场占有率。我们判断，白酒行业集中度或加速提升，一二线白酒企业的业绩增速将持续领先行业平均水平，而此次库存周期也会在龙头市占率提升中平稳度过。

**高端白酒公司策略调整利好长期发展。**泸州老窖是最早进行改革的高端白酒公司，渠道改染泉变品牌公司，产品进行五大单品聚焦，快速地重塑了公司的高端品牌形象，区域及终端的管理效率也开始显现。2018年，五粮液开始策划通过新版五粮液的推出来进行数字化赋能，从而更好的掌控终端、优化渠道管理，目前万店工程与机构扁平化也在有序进行，改革力度与进度均超预期。而作为白酒风向标的茅台也在致力于推进营销体制转型升级，虽然新设立的集团营销公司引发市场担忧，但直营与社会渠道共同发展、“稳市场、稳价格、稳预期”等政策趋势较为明确，有利于茅台酒的长远发展。

**各大国际指数扩容将进一步提升板块地位，后续估值仍有提升空间。**5月14日，明晟公司(MSCI)如期公布了A股纳入MSCI比例首批从5%提高到10%的扩容名单。此外，富时罗素及标普道琼斯指数也会先后将中国A股纳入指数体系。中国资本市场的国际化2019年加速，预计超过4500亿人民币的外资会在年内陆续到位。由于中国白酒龙头公司无论在国际市场还是国内市场中，在基本面方面还是估值方面，都具有比较优势。此外，白酒在中国市场的地位不可替代，势必成为外资投资的焦点。虽然外资也会高抛低吸滚动获利，但行业的成长能力与稳定性将会更加吸引其中长期投资，此后外资持股份额或将易升难降，板块的估值后续仍有提升空间。

建议关注地位稳固、业绩成长性较为确定的茅台、五粮液、泸州老窖以及成长能力较好的古井贡酒、今世缘、山西汾酒、顺鑫。

表 5: 重点公司估值情况

证券名称	收盘价(元)	EPS 一致预期(元/股)		PE(倍)	
	2019/5/15	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	927.00	34.07	40.50	27.21	22.89
五粮液	109.90	4.35	5.24	25.29	20.96
泸州老窖	77.72	3.12	3.89	24.88	19.97

古井贡酒	117.25	4.36	5.48	26.89	21.41
今世缘	28.38	1.16	1.45	24.50	19.55
山西汾酒	59.27	2.20	2.74	26.90	21.66
顺鑫农业	57.86	2.04	2.61	28.40	22.13

注：除泸州老窖、五粮液外，其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。泸州老窖、五粮液2019-2020年EPS、PE系作者预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

## 5、风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场波动风险。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层