

行业分化加剧，高端白酒强者恒强

——白酒行业 2019 年半年报业绩综述

行业动态

◆**业绩综述：**整体来看，2019H1 白酒板块的中报表现符合我们对行业“景气略有回落，分化加剧、名酒增长动能更强”的判断。在较高基数水平上，2019Q2 白酒板块收入和净利润增速均出现一定环比回落，但整体利润增速仍快于收入，净利率水平同比仍有提升。相较于其他价格带，高端白酒无论是增长速度还是质量都明显优于整体水平，景气度最为确定。

◆**利润表：**增速环比略有回落，高端酒表现最优。2019H1 白酒板块合计实现收入和归母净利润分别为 1283.14 亿/422.9 亿，分别同比增长 19.2%/25.8%。分价格带来看，高端/次高端/中高端白酒 2019H1 合计收入同比增速为 21.0%/15.7%/17.7%；利润同比增速为 29.0%/14.8%/24.2%，高端白酒表现最为亮眼。2019H1 板块销售费用率和管理费用率同时下降，叠加毛利率小幅提升，共同推动板块整体盈利能力提升，延续 2015 年以来的上升趋势。2019H1 板块合计扣非净利率为 32.2%，同比提升 2.0pcts，其中 2019Q2 扣非净利率为 34.5%，同比提升 1.8pcts。

◆**资产负债表：**预收保持高位，应收进一步改善。2019Q2 白酒板块的预收账款绝对额为 286.9 亿，相对于上年同期增加 36.9 亿，继续保持在相对高位。分价格带对比来看，高端白酒/次高端白酒/中高端白酒截止到 2019Q2 的预收款绝对额为 180.0 亿/35.2 亿/71.7 亿，高端白酒的良好预收账款表现主要得益于贵州茅台预收款的大幅增长。2019Q2 白酒板块应收账款合计为 247.9 亿元，相较于上年同期下降 36.3 亿元，延续上季度同比下降趋势。分价格带对比来看，高端白酒/次高端白酒/中高端白酒截止到 2019Q2 的应收账款分别为 184.2 亿/34.4 亿/29.3 亿，但高端白酒应收账款较上年同期减少幅度较大，应收明显改善。

◆**现金流量表：**高端酒经营现金流入项表现远优于同业。2019Q2 白酒板块现金流量表中“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计分别为 544.9 亿，同比增长 25.3%，快于同期收入增速，增长的高质量得以体现。2019Q2 经营活动现金流净额增速快于营业收入同比增速，这主要归因于：1) **预收账款确认方面**，2019Q2 白酒板块的预收账款绝对额为 286.9 亿，环比 2019Q1 仅小幅下降 6.3 亿，表现好于上年同期；2) **应收款项确认方面**，2019Q2 白酒板块的应收款项继 2019 年一季度再次呈现同比下降，同时环比也下降超 15 亿，而上年同期环比小幅增加。分价格带对比来看，高端白酒/次高端白酒/中高端白酒截止到 2019Q2 现金流量表中“销售商品、提供劳务收到的现金”项的绝对额为 348.3 亿/85.7 亿/110.6 亿。

◆**投资策略：**目前中秋动销反馈正面，高端白酒价格仍在上升通道，次高端和中高端白酒价格相对稳定、库存可控。年初以来白酒板块超额收益明显，但是基本面预期与估值水平仍在合理区间，维持白酒行业“买入”评级，建议重点关注贵州茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡酒/山西汾酒等。

◆**风险提示：**经济放缓、物价下行、食品安全问题、成本上涨等风险。

买入（维持）

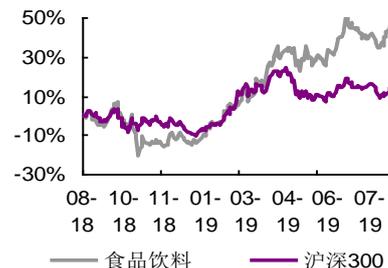
分析师

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebsecn.com

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebsecn.com

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

白酒行业十年复盘之 2018 年——景气度略有回落，行业分化加剧——光大食品饮料行业周报 20190901

..... 2019-09-01

白酒行业十年复盘之 2017 年——全面高景气——光大食品饮料行业周报 20190824

..... 2019-08-24

白酒行业十年复盘之 2016 年——开启新一轮复苏周期——光大食品饮料行业周报 20190817

..... 2019-08-17

白酒行业十年复盘之 2017 年——全面高景气-光大食品饮料行业周报 20190824

..... 2019-08-24

目 录

1、 业绩综述	5
2、 利润表：增速环比略有回落，高端酒表现最优	6
2.1、 收入表现：环比略有回落，中高端分化加剧	6
2.2、 利润表现：增速快于收入，高端酒净利率提升最快	9
2.3、 利润归因分析：销售费用率、管理费用率同时下降，毛利率小幅提升	12
3、 资产负债表：预收保持高位，应收进一步改善	13
3.1、 预收表现：同比略有回升，保持相对高位	13
3.2、 应收表现：持续下降，逐步改善	15
4、 现金流量表：高端酒经营现金流入项表现远优于同业	17
5、 投资建议	20
6、 风险提示	20

图表目录

图 1：2015 年以来上半年白酒板块收入增速及变化情况	7
图 2：2015 年以来二季度白酒板块收入增速及变化情况	7
图 3：2015 年以来单季度白酒板块收入增速变化情况	7
图 4：不同价格带 2019H1 合计收入增速对比	8
图 5：不同价格带 2018H1/2019H1 合计收入增速对比	8
图 6：不同价格带 2016 年以来的二季度收入增速对比	8
图 7：不同价格带 2016 年以来的上半年收入增速对比	8
图 8：2015 年以来二季度白酒板块利润增速变化情况	9
图 9：2015 年以来上半年白酒板块利润增速变化情况	9
图 10：2015 年以来单季度白酒板块归母净利润增速变化情况	10
图 11：不同价格带 2019H1 合计净利润增速对比	10
图 12：不同价格带 2018H1/2019H1 净利润增速对比	10
图 13：不同价格带近年来二季度的归母净利润增速对比	11
图 14：不同价格带近三年上半年的归母净利润增速对比	11
图 15：2019Q2 白酒板块的扣非净利率同比提升 2.0%	12
图 16：2015 年以来白酒板块销售费用率变化	13
图 17：2015 年以来白酒板块管理费用率变化	13
图 18：2015 年以来白酒板块毛利率变化	13
图 19：2015 年以来白酒板块销售税金率变化	13
图 20：2015 年以来白酒板块的季度预收账款整体表现	14
图 21：2015 年以来高端白酒的季度预收账款表现	14
图 22：预收款还原之后的高端白酒收入增速对比	14
图 23：2015 年以来次高端白酒的季度预收账款表现	15
图 24：预收款还原之后的次高端白酒收入增速对比	15
图 25：2015 年以来中高端白酒的季度预收账款表现	15
图 26：预收款还原之后的中高端白酒收入增速对比	15
图 27：2015 年以来白酒板块应收款项的整体表现	16
图 28：2015 年以来高端白酒的季度应收款项表现	16
图 29：2015 年以来次高端白酒的季度应收款项表现	16
图 30：2015 年以来中高端白酒的季度应收款项表现	17
图 31：2015 年以来白酒板块的经营活动现金流入项表现	17
图 32：2016 年以来销售商品、提供劳务收到的现金与收入同比增速对比	18
图 33：2015 年以来高端白酒经营活动现金流入表现	18
图 34：高端白酒经营活动现金流入与收入同比增速对比	18
图 35：2015 年以来次高端白酒经营活动现金流入表现	19
图 36：次高端白酒经营活动现金流入与收入增速对比	19

图 37：2015 年以来中高端白酒经营活动现金流入表现.....	19
图 38：中高端白酒经营活动现金流入与收入增速对比.....	19
表 1：白酒行业上市公司 2019H1 的业绩表现总览.....	5
表 2：白酒行业上市公司 2019Q2 的业绩表现总览.....	6
表 3：2019Q2 上市公司之间的收入增速分化加剧.....	9
表 4：上市公司 2019Q2 归母净利润表润同比增速表现.....	11

1、业绩综述

整体来看，2019H1 白酒板块的中报表现符合我们对于行业“景气略有回落，分化加剧、名酒增长动能更强”的判断。在较高的基数水平上，2019Q2 白酒板块收入和净利润增速均出现了一定的环比回落，但整体利润增速仍快于收入，净利率水平同比仍有提升。相较于其他价格带，高端白酒无论是增长的速度还是质量都明显优于整体水平，景气度最为确定。

1) 高基数背景下整体收入和利润增速环比有所回落，增长质量仍有保证：2019Q2 白酒板块合计收入和归母净利润分别同比增长 14.6%和 22.2%，相较于 2019Q1 有所回落。但是整个上半年来看，2019H1 白酒板块合计收入和归母净利润分别同比增长 19.2%和 25.8%，在较高的基数水平上，仍实现了较为稳定的增长。同时合计预收账款出现回升，应收款项继续呈现环比改善的态势，2019Q2 “销售商品、提供劳务收到的现金”项合计相较于上年同期增长 25.3%，快于季度合计收入 14.6%同比增速。

2) 高端白酒表现最优，分化加剧：2019Q2 高端白酒板块的合计收入和净利润分别同比增长 17.0%和 40.0%，收入和利润的绝对增幅均领先于其他白酒公司，现金流表现也最为优秀。行业分化的加剧在次高度酒和中高端酒中充分体现，次高端白酒无论是增长的速度还是现金流表现均体现出持续承压的态势，山西汾酒通过自下而上的改革体现出良好的增长动能。中高端白酒的挤压式增长同样明显，古井贡酒/口子窖/今世缘等区域名酒积极拉升品牌形象，布局次高端价格带，享受省内基地市场消费升级红利，延续良好的增长势头，其他区域白酒表现乏善可陈，市场份额持续被压缩。

表 1：白酒行业上市公司 2019H1 的业绩表现总览

	2019H1 营业总收入同比	2019H1 还原预收款之后收入同比	2019H1 销售商品、提供劳务收到的现金同比	2019H1 归母净利润同比
贵州茅台	16.8%	27.5%	25.2%	26.6%
五粮液	26.7%	18.1%	62.5%	31.3%
泸州老窖	24.8%	37.9%	32.1%	39.8%
高端白酒合计	21.0%	25.1%	37.0%	29.0%
洋河股份	10.0%	7.3%	-6.5%	11.5%
山西汾酒	26.5%	25.4%	96.0%	27.0%
水井坊	26.5%	31.4%	30.2%	27.0%
舍得酒业	19.9%	15.2%	0.4%	11.8%
酒鬼酒	35.4%	32.7%	40.7%	36.1%
次高端白酒合计	15.7%	14.1%	16.1%	14.8%
顺鑫农业	16.4%	12.4%	6.2%	34.6%
古井贡酒	25.2%	7.7%	28.4%	39.9%
今世缘	29.4%	23.1%	18.2%	25.2%
口子窖	12.0%	7.1%	11.5%	22.0%
迎驾贡酒	8.6%	4.1%	2.7%	16.4%
伊力特	-5.7%	1.1%	4.2%	-6.4%
金种子酒	-7.8%	-2.3%	-4.7%	-629.2%
老白干酒	34.3%	19.2%	20.6%	32.7%
金徽酒	2.6%	3.4%	2.6%	-14.4%
中高端白酒合计	17.7%	10.4%	12.1%	24.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：顺鑫农业包含地产、屠宰等其他主营业务；均为 2019H1 的合计同比数据

表 2：白酒行业上市公司 2019Q2 的业绩表现总览

	2019Q2 营业总收入同比	2019Q2 还原预收款之后收入同比	2019Q2 销售商品、提供劳务收到的现金同比	2019Q2 归母净利润同比
贵州茅台	10.9%	38.3%	34.9%	20.3%
五粮液	27.1%	43.4%	51.1%	33.7%
泸州老窖	26.0%	40.8%	54.2%	36.0%
高端白酒合计	17.0%	40.0%	41.4%	24.5%
洋河股份	2.1%	-10.5%	-11.8%	2.0%
山西汾酒	28.7%	35.8%	8.9%	37.7%
水井坊	29.3%	39.5%	28.7%	7.5%
舍得酒业	5.0%	78.7%	15.0%	2.1%
酒鬼酒	40.5%	47.4%	50.0%	60.1%
次高端白酒合计	11.3%	7.6%	-1.1%	26.7%
顺鑫农业	12.0%	14.1%	2.5%	89.9%
古井贡酒	4.3%	-0.9%	11.8%	49.3%
今世缘	26.5%	29.1%	26.1%	24.1%
口子窖	16.3%	8.4%	30.7%	23.0%
迎驾贡酒	19.6%	9.7%	9.7%	57.8%
伊力特	-12.0%	33.4%	23.7%	-44.8%
金种子酒	-10.0%	2.5%	-14.5%	2834.8%
老白干酒	12.3%	-15.5%	-2.6%	7.1%
金徽酒	-1.9%	-12.7%	-5.3%	-29.2%
中高端白酒合计	10.3%	8.6%	8.9%	26.7%

资料来源：资料来源：Wind，光大证券研究所 注：顺鑫农业包含地产、屠宰等其他主营业务；均为 2019Q2 的合计同比数据

2、利润表：增速环比略有回落，高端酒表现最优

2.1、收入表现：环比略有回落，中高端分化加剧

我们以本轮白酒复苏元年 2015 年作为复盘的起点，2019H1 整个白酒板块合计实现收入 1283.14 亿，同比增长 19.2%，增速较上年同期下降 12.3pcts；其中 2019Q2 白酒板块合计实现收入 517.72 亿，同比增长 14.6%，增速较上年同期下降 21.8pcts、环比 2019Q1 增速放缓 8pcts。2018 年下半年开始，行业景气度平稳回落，在去年同期较高的基数水平上，2019Q2 的板块收入增速放缓符合预期。

图 1: 2015 年以来上半年白酒板块收入增速及变化情况



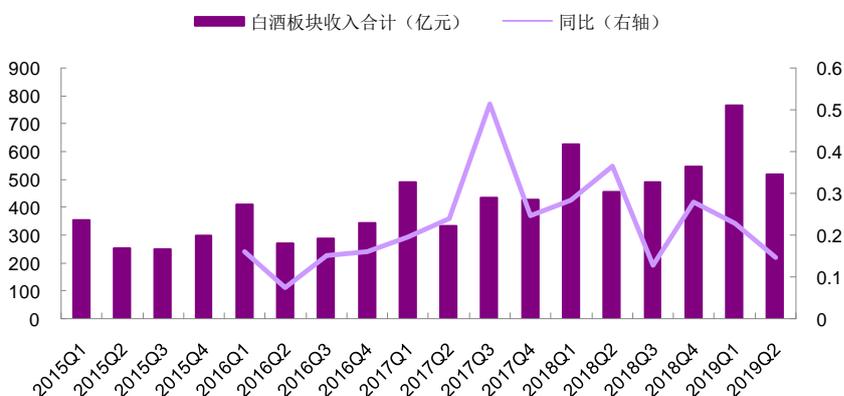
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 2015 年以来二季度白酒板块收入增速及变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

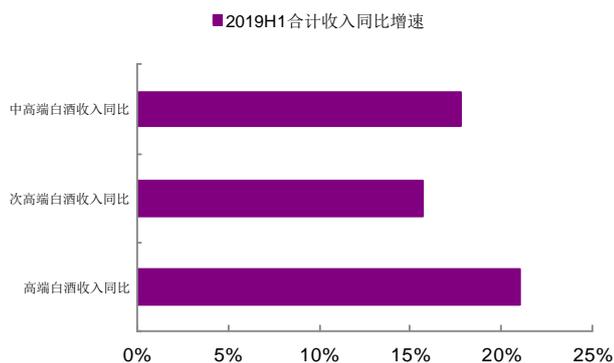
图 3: 2015 年以来单季度白酒板块收入增速变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

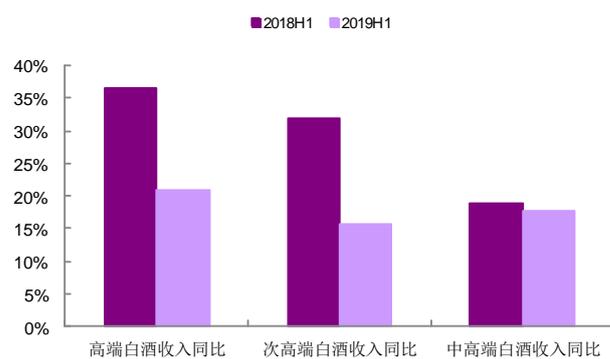
分价格带来看, 2019H1 合计收入同比增速上: 高端白酒 (21.0%) > 中高端白酒 (17.7%) > 次高端白酒 (15.7%); 和上年同期的增速对比上, 三个价格带白酒均出现一定程度增速放缓现象, 其中次高端白酒 (-16.1pcts) > 高端白酒 (-15.5pcts) > 中高端白酒 (-1.2pcts)。高端白酒的收入波动主要由于在供给短缺的情况下, 茅台单二季度收入增速的放缓。2019Q2 以来飞天茅台的一批价格稳步上涨, 普五和国窖 1573 的价格同步跟随上涨, 高端白酒的景气度仍为各价格带中最确定的。在行业景气度平稳回落的过程中, 次高端持续承压, 中高端白酒则展现出一定的稳健增长能力。

图 4：不同价格带 2019H1 合计收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

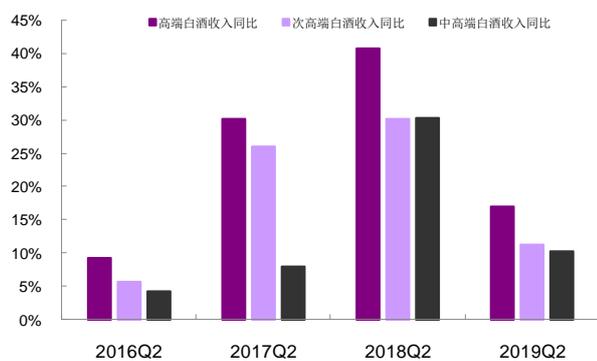
图 5：不同价格带 2018H1/2019H1 合计收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

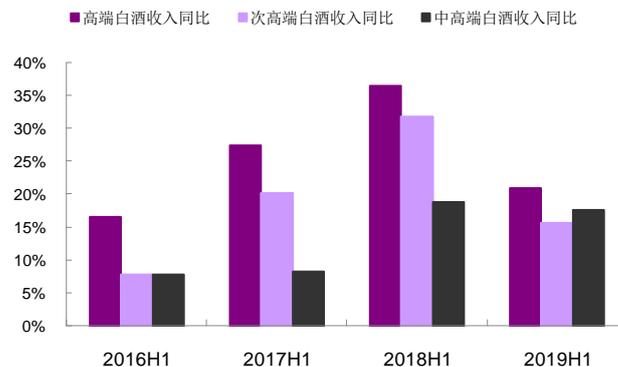
具体来看，高端白酒三大品牌（贵州茅台、五粮液、泸州老窖，下同）2019H1 合计实现收入 763.37 亿，同比增长 21.0%，相较于上年同期的增速下降 15.5pcts。其中，高端白酒在 2019Q2 合计实现收入 320.97 亿，同比增长 17.0%，相较于上年同期的增速下降 23.7pcts。次高端价格带品牌（洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业和酒鬼酒，下同）2019H1 分别合计实现收入和 259.95 亿，同比增长 15.7%，相较于上年同期的增速下降 16.1pcts。其中，次高端酒在 2019Q2 合计实现收入 90.74 亿，同比增长 11.3%，相较于上年同期的增速下降 18.8pcts。中高端价格带品牌（除高端和次高端外的所有品牌，下同）2019H1 合计实现收入 259.83 亿，同比增长 17.7%，相较于上年同期的增速下降 1.2pcts。其中，中高端酒在 2019Q2 合计实现收入 106.01 亿，同比增长 10.3%，相较于上年同期的增速下降 20.0pcts。

图 6：不同价格带 2016 年以来的二季度收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：不同价格带 2016 年以来的上半年收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

从公司角度来看，2019Q2 收入增速最快的分别为酒鬼酒（40.5%）、水井坊（29.3%）和山西汾酒（28.7%），其中酒鬼酒主要受益于高端产品内参的放量；同时 2019Q2 收入增速最慢的分别为伊力特（-12.0%）、金种子酒（-10.0%）和金徽酒（-1.9%）。虽然白酒行业的整体收入仍在高基数上实现两位数增长，但是分化表现加剧，以中高端价格带白酒为代表，此价格带中今世缘 2019Q2 收入增速为 26.5%，收入表现远好于以上所述的伊力特和金种子酒，中高端酒市场份额加速集中。

表 3：2019Q2 上市公司之间的收入增速分化加剧

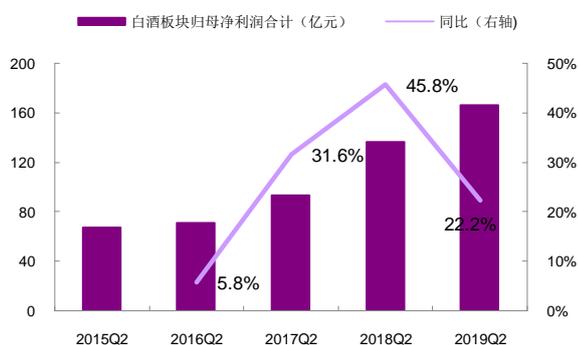
营业收入 (亿元)	2018Q2	同比	2019Q2	同比	2019H1	同比
贵州茅台	168.56	45.6%	186.92	10.9%	411.73	16.8%
五粮液	75.24	37.7%	95.61	27.1%	271.51	26.7%
泸州老窖	30.50	24.7%	38.44	26.0%	80.13	24.8%
高端白酒合计	274.30	40.8%	320.97	17.0%	763.37	21.0%
洋河股份	50.05	27.0%	51.09	2.1%	159.99	10.0%
山西汾酒	18.02	45.3%	23.20	28.7%	63.77	26.5%
水井坊	5.88	33.0%	7.60	29.3%	16.90	26.5%
舍得酒业	4.98	10.0%	5.23	5.0%	12.21	19.9%
酒鬼酒	2.58	36.6%	3.63	40.5%	7.09	35.4%
次高端白酒合计	81.51	30.1%	90.74	11.3%	259.95	15.7%
顺鑫农业	32.60	20.5%	36.51	12.0%	84.16	16.4%
古井贡酒	22.23	48.5%	23.20	4.3%	59.88	25.2%
今世缘	8.71	30.5%	11.02	26.5%	30.57	29.4%
口子窖	9.09	27.5%	10.57	16.3%	24.19	12.0%
迎驾贡酒	6.03	8.9%	7.22	19.6%	18.82	8.6%
伊力特	4.80	36.3%	4.22	-12.0%	9.40	-5.7%
金种子酒	2.42	7.3%	2.18	-10.0%	5.06	-7.8%
老白干酒	7.21	75.1%	8.10	12.3%	19.59	34.3%
金徽酒	3.07	19.1%	3.01	-1.9%	8.15	2.6%
中高端白酒合计	96.15	30.2%	106.01	10.3%	259.83	17.7%

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：顺鑫农业包含地产、屠宰等其他主营业务

2.2、利润表现：增速快于收入，高端酒净利率提升最快

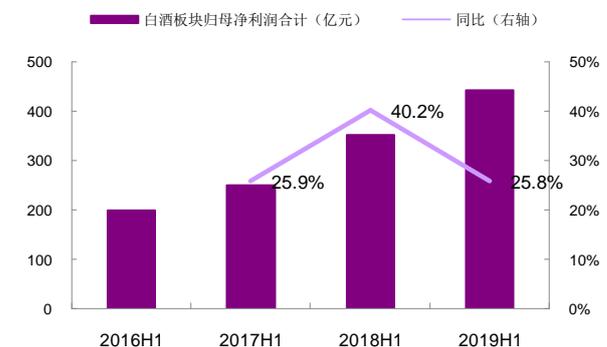
板块整体利润表现伴随收入增速回落，但是绝对增速仍快于收入。2019H1 整个白酒板块合计实现归母净利润 422.96 亿，同比增长 25.8%，增速较上年同期下降 14.3pcts；其中 2019Q2 白酒板块合计实现归母净利润 166.59 亿，同比增长 22.2%，增速较上年同期下降 23.5pcts、环比 2019Q1 增速放缓 5.9pcts。

图 8：2015 年以来二季度白酒板块利润增速变化情况



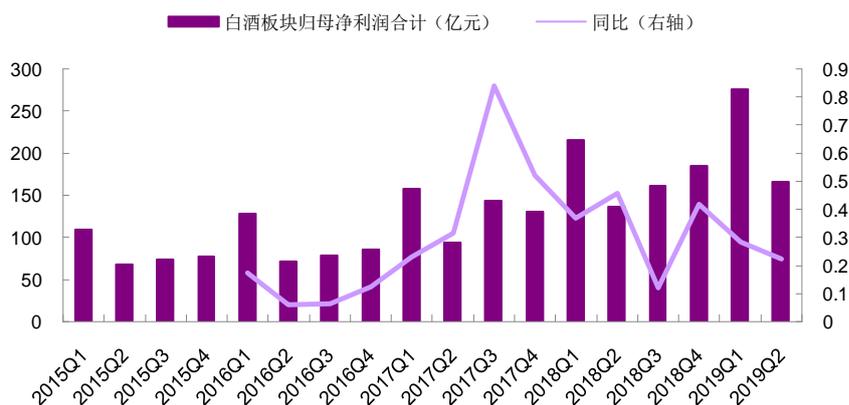
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：2015 年以来上半年白酒板块利润增速变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

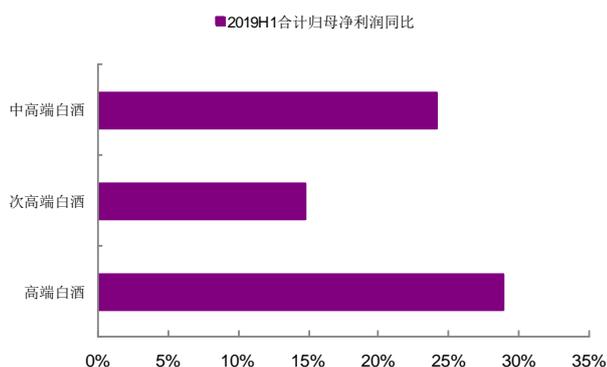
图 10：2015 年以来单季度白酒板块归母净利润增速变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

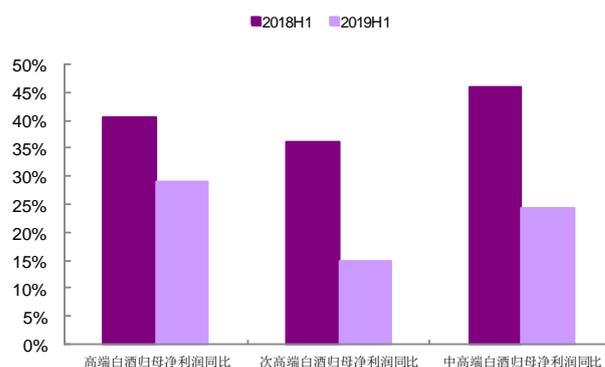
分价格带来看，2019H1 合计归母净利润同比增速：高端白酒 (29.0%) > 中高端白酒 (24.2%) > 次高端白酒 (14.8%)；和上年同期的增速对比上，三个价格带白酒同样出现一定程度的增速放缓现象，其中中高端白酒 (-21.6pcts) > 次高端白酒 (-21.2pcts) > 高端白酒 (-11.5pcts)。其中在 2019Q2 合计归母净利润同比增速：中高端白酒 (26.7%) > 高端白酒 (24.5%) > 次高端白酒 (7.9%)；和上年同期的增速对比上，中高端白酒 (-41.1pcts) > 次高端白酒 (-36.4pcts) > 高端白酒 (-19.2pcts)。从绝对增速上来看，高端白酒依然保持景气度优势，次高端的增速放缓最明显。但是不同于收入端的稳健表现，中高端白酒的利润增速有一定的放缓，一方面是由于去年同期的高基数效应，另一方面，在行业景气平稳回落的背景下，挤压式增长带来的高费用投放影响了利润表现。

图 11：不同价格带 2019H1 合计净利润增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：不同价格带 2018H1/2019H1 净利润增速对比

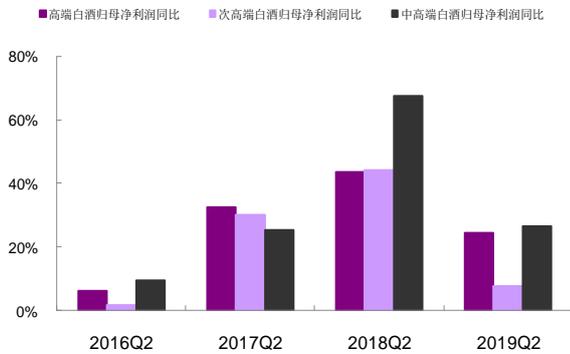


资料来源：Wind，光大证券研究所

具体来看，高端白酒 2019H1 合计实现归母净利润 320.36 亿，同比增长 29.0%，相较于上年同期的增速下降 11.5pcts。其中，高端白酒在 2019Q2 合计实现归母净利润 128.25 亿，同比增长 24.5%，相较于上年同期的增速下降 19.2pcts。次高端价格带白酒 2019H1 合计实现归母净利润 74.53 亿，同比增长 14.8%，相较于上年同期的增速下降 21.2pcts。其中，次高端白酒在 2019Q2 合计实现归母净利润 21.63 亿，同比增长 7.9%，相较于上年同期的增速下降 36.4pcts。中高端价格带白酒 2019H1 合计实现归母净利润

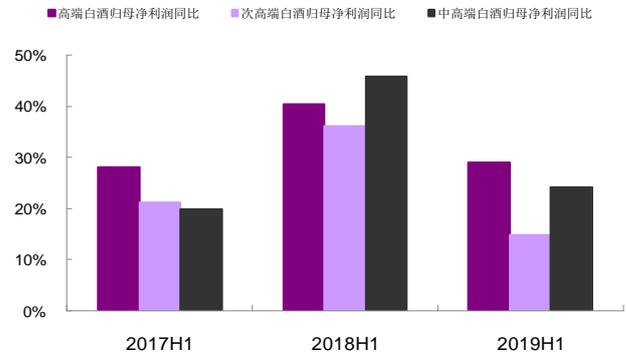
48.07 亿，同比增长 24.2%，相较于上年同期的增速下降 21.6pcts。其中，中高端白酒在 2019Q2 合计实现归母净利润 16.71 亿，同比增长 26.7%，相较于上年同期的增速下降 41.1pcts

图 13: 不同价格带近年来第二季度的归母净利润增速对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 不同价格带近三年上半年的归母净利润增速对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

从公司角度来看，2019Q2 归母净利润增速最快的分别为金种子酒 (2834.8%)、顺鑫农业 (89.9%) 和迎驾贡酒 (57.8%)，其中金种子主要是因为基数较低，而顺鑫农业得益于白酒营销渠道网络进一步下沉，在全国化道路上更进一步。高端白酒中，贵州茅台增速在二季度略有回落是因为上半年渠道调整使得发货节奏放缓，五粮液和老窖的利润同比增速均在 30% 以上，表现亮眼；同期归母净利润增速相对较慢的分别为伊力特 (-44.8%)、金徽酒 (-29.2%) 和洋河股份 (2.0%)，上市公司在利润增速上的分化程度较收入端更为明显。

表 4: 上市公司 2019Q2 归母净利润表润同比增速表现

归母净利润 (亿元)	2018Q2	同比	2019Q2	同比	2019H1	同比
贵州茅台	72.57	41.5%	87.30	20.3%	199.51	26.6%
五粮液	21.39	55.2%	28.61	33.7%	93.36	31.3%
泸州老窖	9.08	35.7%	12.35	36.0%	27.50	39.8%
高端白酒合计	103.05	43.6%	128.25	24.5%	320.36	29.0%
洋河股份	15.30	31.3%	15.61	2.0%	55.82	11.5%
山西汾酒	2.27	69.5%	3.13	37.7%	11.90	27.0%
水井坊	1.13	404.0%	1.21	7.5%	3.40	27.0%
舍得酒业	0.83	286.8%	0.85	2.1%	1.85	11.8%
酒鬼酒	0.52	13.5%	0.83	60.1%	1.56	36.1%
次高端白酒合计	20.05	44.3%	21.63	7.9%	74.53	14.8%
顺鑫农业	1.16	104.0%	2.19	89.9%	6.48	34.6%
古井贡酒	3.11	120.6%	4.65	49.3%	12.48	39.9%
今世缘	3.47	31.5%	4.31	24.1%	10.72	25.2%
口子窖	2.85	43.2%	3.50	23.0%	8.95	22.0%
迎驾贡酒	0.58	40.5%	0.91	57.8%	4.45	16.4%
伊力特	0.95	88.1%	0.52	-44.8%	2.02	-6.4%
金种子酒	-0.01	13.5%	-0.41	2834.8%	-0.32	-629.2%
老白干酒	0.71	1058.6%	0.77	7.1%	1.94	32.7%
金徽酒	0.36	29.4%	0.26	-29.2%	1.35	-14.4%
中高端白酒合计	13.18	67.8%	16.71	26.7%	48.07	24.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：顺鑫农业为整体利润

2.3、利润归因分析：销售费用率、管理费用率同时下降，毛利率小幅提升

2019H1 白酒板块整体扣非净利率为 34.5%，相较于上年同期分别提升 1.8pcts。其中，2019Q2 板块整体扣非净利率为 32.2%，相较于上年同期提升 2.0pcts。2019 年上半年继续延续 2015 年以来的净利率上升趋势。分价格带来看，2019Q2 的合计扣非净利率方面：高端白酒（40.0%）>次高端白酒（23.8%）>中高端白酒（15.8%）；和上年同期对比方面，高端白酒（+2.4pcts）>中高端白酒（+2.1pcts）>次高端白酒（-0.8pcts），次高端白酒是唯一 2019Q2 合计扣非净利率出现同比下降的价格带。

图 15：2019Q2 白酒板块的扣非净利率同比提升 2.0%

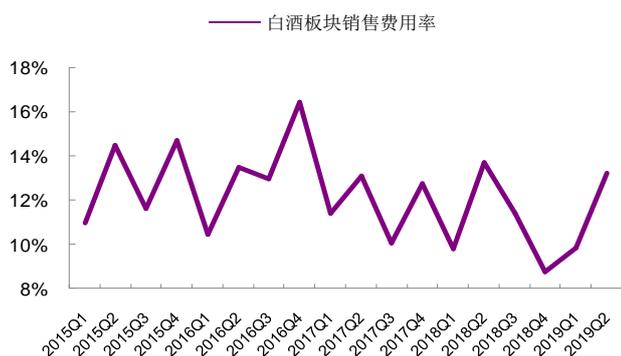


资料来源：Wind，光大证券研究所

销售费用率和管理费用率同时下降，叠加毛利率小幅提升，共同推动板块整体盈利能力提升：1) 销售费用率方面，2019Q2 白酒板块销售费用率为 13.2%，同比小幅下降 0.5pcts；其中高端/次高端/中高端白酒的销售费用率分别为 10.4%/18.6%/17.3%，分别同比-0.5pcts /+3.2pcts /-3.0pcts。2) 管理费用率方面，2019Q2 白酒板块管理费用率为 6.3%，同比小幅下降 1.0pcts；其中高端/次高端/中高端白酒的管理费用率分别为 6.0%/8.4%/5.5%，分别同比-1.5pcts/-0.1pcts/-0.5pcts。3) 毛利率方面，2019Q2 白酒板块毛利率为 74.2%，同比小幅提升 1.0pcts；其中高端/次高端/中高端白酒的毛利率分别为 81.4%/70.6%/55.5%，分别同比+0.7pcts /+3.1pcts /-1.0pcts。

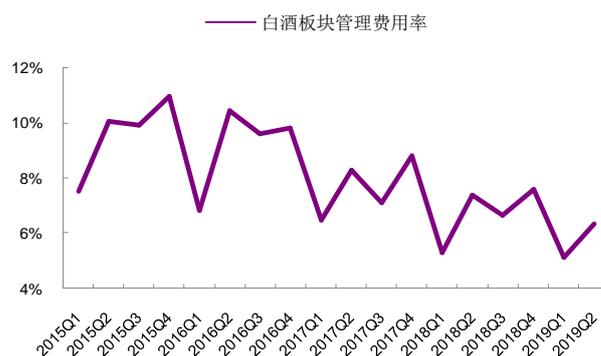
此外，销售税金比率方面，2019Q2 白酒板块销售税金比率为 13.3%，同比持平；其中高端/次高端/中高端白酒的销售税金比率分别为 13.2%/15.3%/12.5%，分别同比+0.2pcts/-1.5pcts/-0.5pcts。

图 16: 2015 年以来白酒板块销售费用率变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 2015 年以来白酒板块管理费用率变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 18: 2015 年以来白酒板块毛利率变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: 2015 年以来白酒板块销售税金率变化



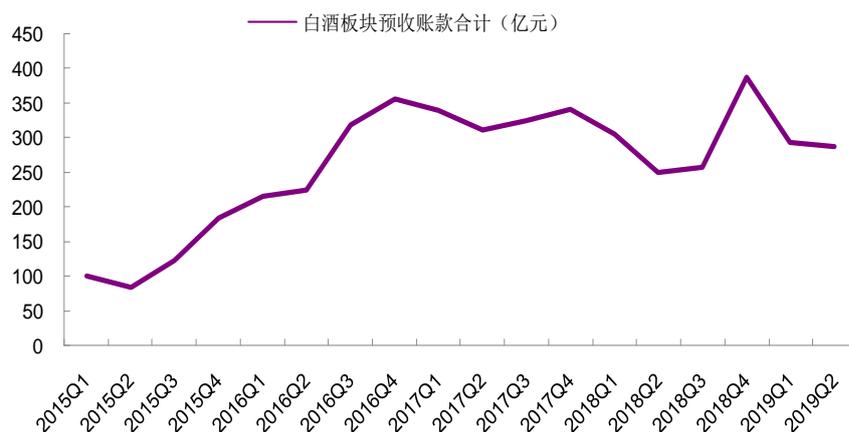
资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、资产负债表: 预收保持高位, 应收进一步改善

3.1、预收表现: 同比略有回升, 保持相对高位

由于白酒企业基本采用先款后货的发货方式, 因此预收账款的变化通常可以作为渠道打款积极性即行业景气度的验证指标之一。但是 2018 年以来茅台开始严格按照按月打款 (2019Q2 开始茅台放开打款政策, 接受跨月份打款), 此外今年 6 月初开始发货的第八代普五也开始实行按月打款, 预收款对于渠道积极性的指标性意义有所弱化。截止到 2019Q2 白酒板块的预收账款绝对额为 286.9 亿, 相对于上年同期增加 36.9 亿、环比 2019Q1 仅小幅下降了 6.3 亿, 依然保持在相对高位。

图 20: 2015 年以来白酒板块的季度预收账款整体表现



资料来源: Wind, 光大证券研究所

分价格带对比来看, 截止到 2019Q2 的预收款绝对额: 高端白酒 (180.0 亿) > 中高端白酒 (71.7 亿) > 次高端白酒 (35.2 亿); 但是和上年同期的对比上, 高端白酒 (+25.5 亿) > 中高端白酒 (+7.6 亿) > 次高端白酒 (+3.9 亿), 高端白酒的良好预收账款表现主要得益于贵州茅台预收款的大幅增长, 中高端价格带表现最好的是顺鑫农业, 同比增长超过 15 亿。

高端白酒:2019Q2 的合计预收账款为 180.0 亿元, 同比增加 25.5 亿元; 其中贵州茅台的预收账款同比增加 23.2 亿, 为最主要的增量贡献来源。2019 年为贵州茅台的渠道结构重组元年, 预收款增加体现渠道对茅台酒动销前景的充分信心。如果将预收款进行收入还原, 2019Q2 的高端白酒还原后收入分别为 325.2 亿, 同比增长 40.0%, 明显快于报表口径 17.0% 的高端白酒合计收入增速。

图 21: 2015 年以来高端白酒的季度预收账款表现



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 22: 预收款还原之后的高端白酒收入增速对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

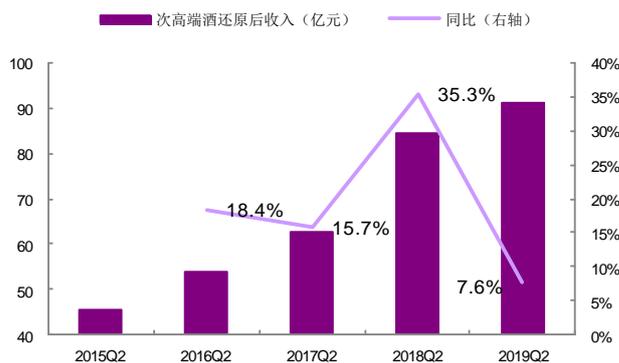
次高端白酒:2019Q2 的合计预收账款为 35.2 亿元, 同比增加 3.9 亿元; 其中山西汾酒同比增长 6.6 亿元, 洋河股份、舍得酒业和酒鬼酒的预收款均同比小幅下降。如果将预收款进行收入还原, 2019Q2 的次高端白酒还原后收入为 91.0 亿, 同比增长 7.6%, 慢于报表口径 11.3% 的合计收入增速。

图 23：2015 年以来次高端白酒的季度预收账款表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

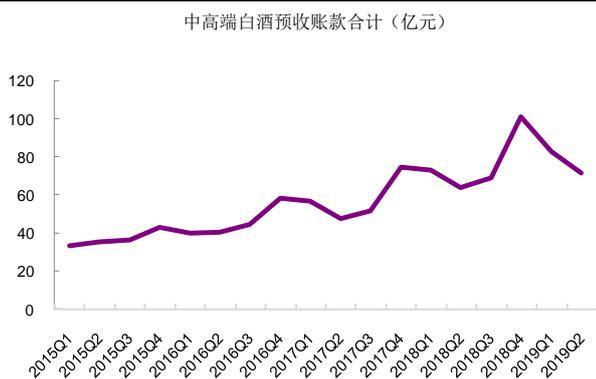
图 24：预收款还原之后的次高端白酒收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

中高端白酒:2019Q2 的合计预收账款为 83.1 亿元,同比增加 10 亿元;其中顺鑫农业表现最为亮眼,同比增长 15.1 亿元,其他中高端酒品牌中除今世缘和金种子酒的预收款有小幅增加外,预收款均有小幅下降。如果将预收款进行收入还原,2019Q2 的中高端白酒还原后收入为 95.9 亿,同比增长 8.6%,略慢于报表口径 10.3%的合计收入增速。

图 25：2015 年以来中高端白酒的季度预收账款表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：预收款还原之后的中高端白酒收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、应收表现：持续下降，逐步改善

虽然白酒一般采用先款后货的发货形式,但是也会根据实际情况对经销商进行票据等信用政策的放松,体现在财务报表上就是应收票据(以五粮液为代表),因此应收款项主要是应收票据,应收账款的占比很小。和预收账款一样,应收款项同样可以作为白酒渠道积极性的验证指标之一来看待。2019Q2 白酒板块的应收款项合计为 247.9 亿元,相较于上年同期下降 36.3 亿元,延续 2019Q1 的同比下降趋势。

图 27：2015 年以来白酒板块应收款项的整体表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

分价格带对比来看,截止到 2019Q2 的应收款项绝对额:高端白酒(184.2 亿) > 次高端白酒 (34.4 亿) > 中高端白酒 (29.3 亿), 高端白酒的应收款项远高于其他价格带, 主要是因为五粮液的应收款项是整个白酒板块最主要的组成部分, 但是由于五粮液今年开始对经销商使用银行承兑汇票作进一步规范, 大幅缩减票据使用总额度, 应收账款明显减少; 和上年同期的对比上, 高端白酒 (-24.0 亿) > 次高端白酒 (-7.3 亿) > 中高端白酒 (-5.0 亿), 高端白酒 (五粮液同比下降近 20 亿) 和次高端白酒 (山西汾酒同比下降 10 亿) 和中高端白酒 (古井贡酒同比下降近 6 亿) 的应收款项均同比出现了较为明显的下降。

图 28：2015 年以来高端白酒的季度应收款项表现



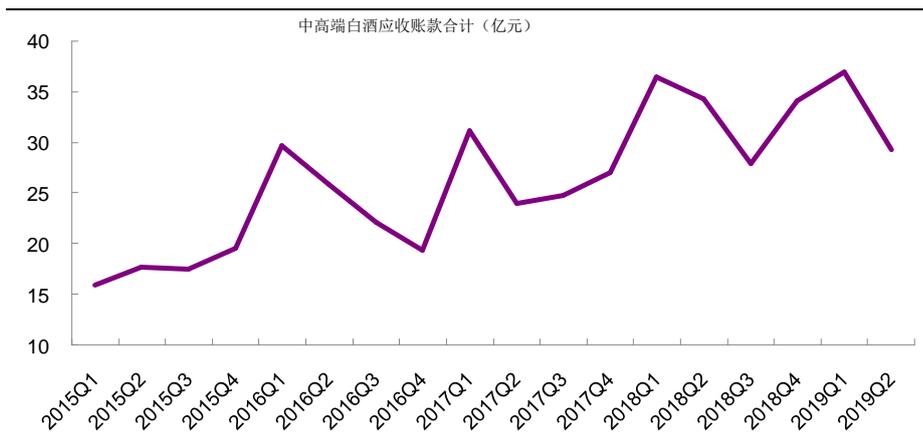
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：2015 年以来次高端白酒的季度应收款项表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30：2015 年以来中高端白酒的季度应收账款表现



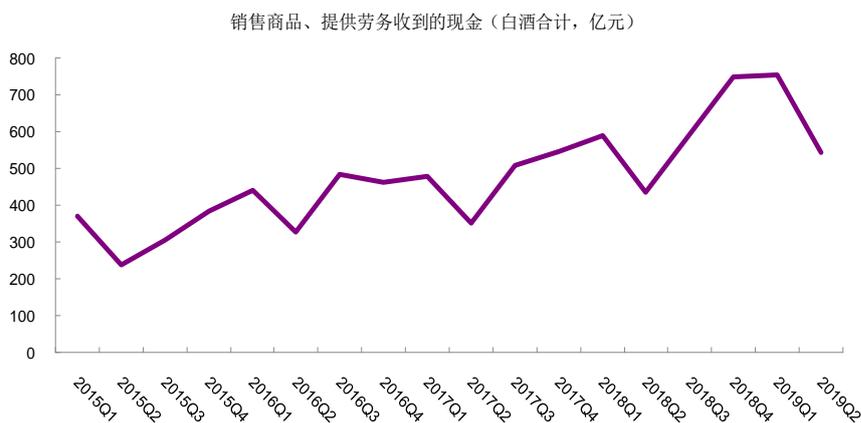
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、现金流量表：高端酒经营现金流入项表现远优于同业

一般情况下，上市公司的收入同比增速应该与现金流量表中经营活动产生的现金流量里面的“销售商品、提供劳务收到的现金”的同比增速相对应。若收入增速高于“销售商品、提供劳务收到的现金”的同比增速，则说明收入的增长可能依赖于应收款项的确认等因素，增长质量难以保证。

整体来看，2019H1 白酒板块现金流量表中“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计 1299.9 亿，同比增长 27.0%，快于同期收入增速，体现出较好的增长质量。

图 31：2015 年以来白酒板块的经营活动现金流入项表现

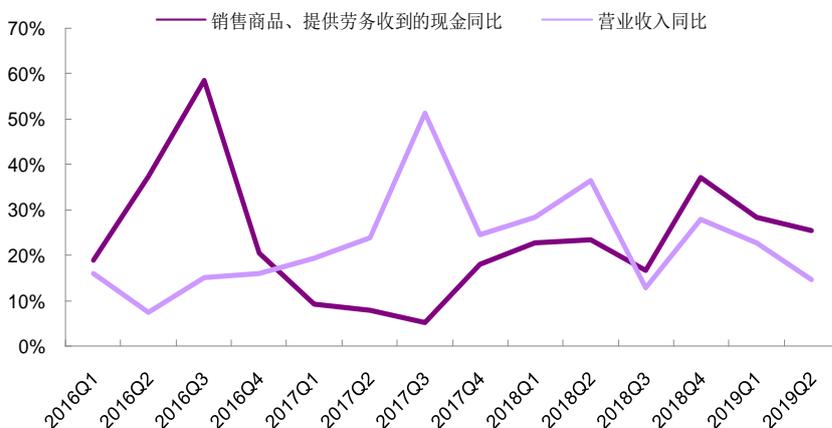


资料来源：Wind，光大证券研究所

对于白酒上市公司而言，经营活动现金流量净额与营业收入同比增速的偏差主要有两个原因：1) 预收账款的确认，2019Q2 白酒板块的预收账款绝对额为 286.9 亿，环比 2019Q1 仅小幅下降 6.3 亿，而 2018Q2 的预收账款环比 2018Q1 下降近 50 亿；2) 应收款项的确认，2019Q2 白酒板块的应收款项继 2019 年一季度再次呈现同比下降，同时环比也下降超 15 亿，而

2018Q2 的应收账款环比 2018Q1 小幅增加 2.3 亿，当期“销售商品、提供劳务收到的现金”项增速快于营业收入同比增速。

图 32：2016 年以来销售商品、提供劳务收到的现金与收入同比增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

分价格带对比来看，截止到 2019Q2 现金流量表中“销售商品、提供劳务收到的现金”项的绝对额：高端白酒（348.3 亿）>中高端白酒（110.6 亿）>次高端白酒（85.7 亿）；“销售商品、提供劳务收到的现金”项和上年同期的增速方面，高端白酒（+22.3%）>中高端白酒（-16.6%）>次高端白酒（-35.7%）；“销售商品、提供劳务收到的现金”项同比增速和收入合计同比增速对比上，高端白酒（+20.4pcts）>中高端白酒（-8.8pcts）>次高端白酒（-16.8pcts）。

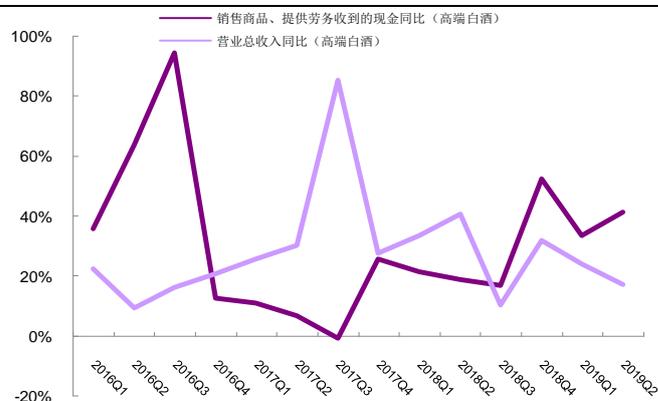
高端白酒：2019Q2“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计达到 348.3 亿元，同比增长 41.4%，远快于合计收入 21.0%的同比增速。结合高端白酒的资产负债表表现，高端白酒的预收账款同比和环比均有增加，使得收入确认放缓，叠加应收款项的持续改善，两者共同推动了“销售商品、提供劳务收到的现金”项确认得快于收入的同比增速。2019Q2 高端白酒行业预收款项同比和环比分别增加 25.5 亿/4.8 亿，同期高端白酒应收款项同比和环比分别下降 24 亿/10.8 亿。

图 33：2015 年以来高端白酒经营活动现金流入表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 34：高端白酒经营活动现金流入与收入同比增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

次高端白酒：2019Q2“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计达到85.73亿元，同比下降1.1%，远慢于同期收入15.7%的同比增速。结合次高端白酒的资产负债表现，2019Q1-2019Q2次高端酒单季度预收账款的上涨幅度慢于上年同期，即收入确认速度比上年同期加快。虽然2019Q1-2019Q2次高端酒单季度应收账款呈环比下降，但由于下降幅度有限，因此总体而言次高端酒预收账款确认成“销售商品、提供劳务收到的现金”速度不及收入确认速度快。

图 35：2015 年以来次高端白酒经营活动现金流入表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 36：次高端白酒经营活动现金流入与收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

中高端白酒：2019Q2“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计达到110.63亿元，同比增加8.9%，慢于同期收入17.7%的同比增速。结合中高端白酒的资产负债表现，2019Q1-2019Q2中高端酒单季度预收账款的上涨幅度慢于上年同期，即收入确认速度比上年同期加快。虽然2019Q2中高端酒单季度应收账款同比和环比均下降，但由于2017Q3-2019Q1中高端酒单季度应收账款持续同比有增加，因此总体而言中高端酒预收账款确认成“销售商品、提供劳务收到的现金”速度不及收入确认速度快。

图 37：2015 年以来中高端白酒经营活动现金流入表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 38：中高端白酒经营活动现金流入与收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、投资建议

2019H1 白酒板块的中报表现符合我们对于行业“景气略有回落，分化加剧、名酒增长动能更强”的判断，高端白酒无论是在增长速度还是增长质量上都远优于行业平均水平，景气度最为确定；次高端白酒在景气缓慢回落的过程中增速放缓明显，但是山西汾酒通过自下而上的改革展现良好的增长动能；中高端白酒的挤压式增长同样明显，品牌价值具备张力、产品体系布局完善的龙头企业有望享受省内基地市场消费升级红利，持续抢占市场份额。目前中秋动销反馈正面，高端白酒的价格仍在上升通道，次高端和中高端白酒的价格相对稳定、库存可控。虽然年初以来白酒板块超额收益明显，但是基本面预期与估值水平仍在合理区间，维持白酒行业“买入”评级，建议重点关注贵州茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡酒/山西汾酒等。

6、风险提示

经济增速放缓压力加大。如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

物价下行风险。食品饮料行业的超额收益与物价水平关系密切，若未来物价进入持续下行时期，对食品板块将会产生压制性影响。

成本大幅上涨。一方面粮食等生产原材料成本的提高，另一方面成品包装使用的包材成本上升，都会对公司盈利能力及产品策略产生较大影响。

食品安全问题。如果食品安全问题出现，不仅相关公司生产经营或将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼