

食品饮料

 高档酒引领行业延续快增，优势品牌强者愈强
白酒行业 2019 年中报总结

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

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

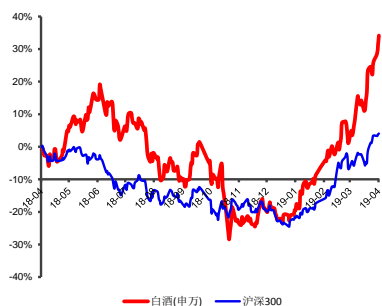
Email: xiongwx@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@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	32.48	27.72	1.60	买入
五粮液	92.12	2.55	3.47	4.56	5.77	35.0	26.55	31.12	24.59	1.72	买入
古井贡酒	111.0	2.28	3.37	4.42	5.57	31.6	32.94	28.40	22.54	1.68	买入
顺鑫农业	52.91	0.77	1.30	2.27	2.95	25.0	40.70	22.78	17.53	0.35	买入
口子窖	58.57	1.86	2.55	3.08	3.59	28.4	22.97	21.61	18.54	1.43	买入

备注：股价为 2019 年 9 月 2 日收盘价。

投资要点

- 行业总结：行业延续增长势头，盈利能力进一步增强。**从板块数据来看，19H1 白酒板块营收和净利润分别同比增长 19.04% 和 25.88%，继续大幅跑赢全行业（19H1 收入+7.3%），行业集中度进一步提升。从上市公司数据来看，第一，高端酒继续表现最优，茅台供不应求、价格持续上行带动高端酒整体需求旺盛，亦符合我们的判断，高端酒未来仍将是业绩表现确定性最强的板块；第二，二三线酒分化加剧，部分酒企由于竞争加剧而短期增速放缓；第三，利润增速普遍快于收入增速，一方面来自于提价和产品结构升级，另一方面增值税下调红利开始显现。从盈利能力来看，19H1 板块毛利率同比+0.69pct，费用率同比-0.80pct，净利率同比+1.55pct，毛利率提升和费用率下行共同驱动盈利能力进一步增强，其中部分二三线酒企盈利能力略有下滑，同样表明竞争加剧致短期盈利水平分化。
- 行业展望：预收款打款积极，现金流表现靓丽，高端酒强者愈强。**19H1 板块预收账款同比+14.89%，整体回款势头依然健康，反应需求端继续维持良性，其中茅台同比+23.30%，经销商打款意愿强烈，五粮液同比-1.47%，主要是 6 月份对第八代普五实施按月打款政策所致，实际上第八代推出后持续受到经销商追捧，老窖、汾酒、水井等预收款同样表现优异；19H1 板块经营现金流净额同比+59.42%，整体表现靓丽，但同样存在一线酒强劲、二三线酒分化的特征，进一步反映强势酒企优势更加明显的趋势。
- 持仓与估值：仓位续创新高，估值中枢有望持续上移。**截止 2019 年二季度末，食品饮料的基金持仓比例为 19.63%，环比提升 4.56pct，其中，白酒板块持仓比例为 15.54%，环比提升 4.24pct，持仓比例创下历史新高，也是二季度食品饮料板块持仓水平提升的主要贡献力量。从估值水平来看，目前白酒板块 PE-TTM 约为 35，已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，未来名酒估值中枢有望持续上移，未来板块估值在 20-35 倍区间波动将成为常态。
- 投资建议：业绩估值双击，板块有望持续取得超额收益。**今年以来板块迎来双击行情，截至 8 月底申万白酒指数涨幅 102.03%，远远跑赢大盘。业绩层面来看，19Q2 板块整体延续了 Q1 快速增长的势头，但是板块内部分化进一步加剧，高端酒业业绩确定性最强，二三线酒企由于竞

争加剧而更多呈现结构性机会，低端酒龙头顺鑫继续收割省外份额。估值层面来看，19Q2 板块估值持续上行，进一步验证了我们关于板块估值中枢上行的判断。展望未来，我们继续维持板块结构性繁荣的观点不变，行业整体有望持续稳健增长，优势品牌将尽享消费升级带来的品牌集中红利，考虑到当前需求持续旺盛，白酒板块有望提前迎来估值切换，当前名酒对应 2020 年的 PE 基本在 18-27 倍。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。我们认为，高端酒和部分区域龙头有望表现更优，持续重点推荐茅台、五粮液、老窖、古井、口子、顺鑫、汾酒、今世缘等优质酒企。

- **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：行业延续增长势头，盈利能力进一步增强	- 4 -
行业继续快速增长，高端酒表现仍最为抢眼	- 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加剧	- 6 -
行业展望：预收款打款积极，现金流表现靓丽，高端酒强者愈强	- 8 -
预收款整体健康，高端酒打款积极	- 8 -
现金流整体靓丽，高端酒表现更为优异	- 9 -
持仓与估值：仓位续创新高，估值中枢有望持续上移	- 9 -
持仓：板块持仓继续大幅提升，持仓比例和超配水平均创历史新高	- 9 -
估值：估值升至历史中枢靠上水平，未来板块估值中枢有望上移	- 10 -
投资建议	- 11 -
风险提示	- 13 -

图表目录

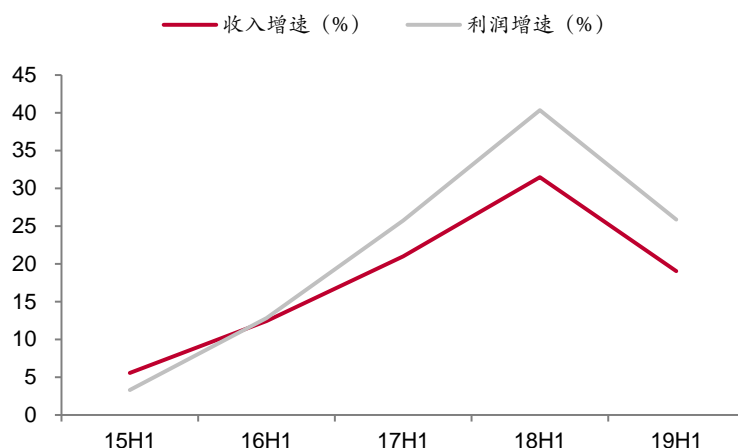
图表 1：19H1 板块业绩继续保持快速增长	- 4 -
图表 2：19H1 一线白酒表现更为优异	- 5 -
图表 3：19Q2 板块延续了 Q1 快速增长的趋势	- 5 -
图表 4：19H1 板块毛利率同比提升 0.69pct	- 6 -
图表 5：19H1 板块期间费用率同比下降 0.80pct	- 6 -
图表 6：19H1 酒企盈利能力继续提升	- 7 -
图表 7：19H1 酒企费用率下行	- 7 -
图表 8：19Q2 酒企密集提价	- 8 -
图表 9：19H1 板块预收款同比增长 14.89%	- 8 -
图表 10：19H1 板块经营活动现金流净额同比增长 59.42%	- 9 -
图表 11：19Q2 食品饮料板块持仓市值再度大幅提升	- 10 -
图表 12：19Q2 食品饮料持仓比例升至 19.63%	- 10 -
图表 13：19Q2 食品饮料超配比例升至 12.16%	- 10 -
图表 14：白酒板块 TTM 估值回升至约 35 倍	- 11 -
图表 15：重点白酒公司盈利预测表	- 12 -

行业总结：行业延续增长势头，盈利能力进一步增强

行业继续快速增长，高端酒表现仍最为抢眼

- 板块整体：**板块保持快速增长，行业集中度进一步提升。2019 年上半年白酒板块实现收入 1288.73 亿元，同比增长 19.04%，实现净利润 443.02 亿元，同比增长 25.88%，虽然环比 18H1 有所回落，但板块整体依旧保持快速增长。值得注意的是，与国家统计局公布的 19H1 全行业 7.3% 的收入增速和 18.3% 的利润增速相比，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 1：19H1 板块业绩继续保持快速增长



来源：wind、中泰证券研究所

- 上市公司数据：**一线名酒继续表现最优，利润表现普遍好于收入表现。上市公司数据来看主要存在两个特征：第一，一线白酒业绩表现依然最优，茅、五、泸净利润增速分别为 27%、31%、40%，得益于茅台持续缺货带动高端酒整体需求旺盛，五粮液和老窖业绩超预期，这也符合我们一直以来的判断，高端酒未来仍将是业绩表现确定性最强的板块；第二，利润增速普遍快于收入增速，我们可以看到大多数酒企利润表现明显更优，我们认为一方面来自于二季度名酒纷纷提价、产品结构持续升级，另一方面表明增值税下调红利开始释放，预计未来板块利润表现更具看点。

图表 2: 19H1 一线白酒表现更为优异

层级	公司名称	收入/亿元			净利润/亿元		
		2018H1	2019H1	同比 (%)	2018H1	2019H1	同比 (%)
一线白酒	贵州茅台	352.51	411.73	16.80	157.64	199.51	26.56
	五粮液	214.21	271.51	26.75	71.10	93.36	31.30
	泸州老窖	64.20	80.13	24.81	19.67	27.50	39.80
二线白酒	洋河股份	145.43	159.99	10.01	50.05	55.82	11.52
	山西汾酒	50.42	63.77	26.49	9.37	11.90	26.99
	古井贡酒	47.83	59.88	25.19	8.92	12.48	39.88
三线白酒	口子窖	21.59	24.19	12.04	7.33	8.95	22.02
	水井坊	13.36	16.90	26.47	2.67	3.40	26.97
	舍得酒业	10.18	12.21	19.87	1.66	1.85	11.81
	酒鬼酒	5.24	7.09	35.41	1.14	1.56	36.13
	今世缘	23.62	30.57	29.40	8.56	10.72	25.23
	老白干酒	14.59	19.59	34.33	1.46	1.94	32.67
	顺鑫农业	72.33	84.16	16.36	4.81	6.48	34.64
	伊力特	9.97	9.40	-5.72	2.16	2.02	-6.38
	迎驾贡酒	17.33	18.82	8.59	3.82	4.45	16.42
	金徽酒	7.94	8.15	2.62	1.58	1.35	-14.37
	金种子酒	5.49	5.06	-7.80	0.06	-0.32	-629.21
	青青稞酒	6.99	5.42	-22.46	0.88	0.22	-74.51
	*ST皇台	0.08	0.17	103.13	-0.30	-0.16	45.32

来源: wind、中泰证券研究所

- 环比数据: Q2 整体延续 Q1 快速增长势头, 板块内部分化加剧。整体来看, Q2 延续了 Q1 行业复苏、增速回升的趋势, 行业淡季需求继续保持良性。具体来看, 19Q2 各家上市公司表现不一, 高端酒板块表现较为稳健, 业绩增速继续保持 25% 以上的快速增长; 二三线白酒分化明显, 部分酒企收入增速降至个位数, 反映出中高端、次高端板块竞争加剧。但是从利润端来看, Q2 酒企利润增速相较于 Q1 而言大多有所加速, 增值税下降带来的利润红利开始显现。

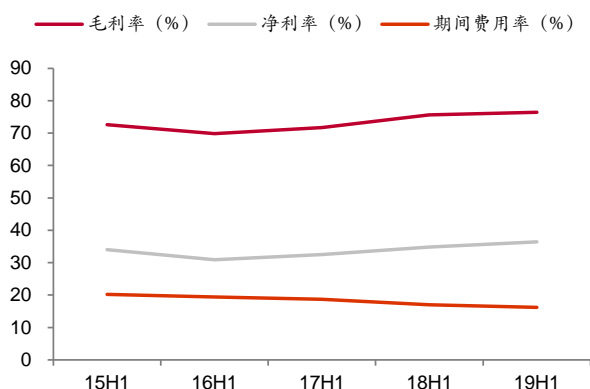
图表 3: 19Q2 板块延续了 Q1 快速增长的趋势

层级	公司名称	收入			净利润		
		19Q2 同比 (%)	19Q1 同比 (%)	18Q4 同比 (%)	19Q2 同比 (%)	19Q1 同比 (%)	18Q4 同比 (%)
一线白酒	贵州茅台	10.89	22.21	34.12	26.56	31.91	47.56
	五粮液	27.08	26.57	31.32	31.30	30.26	43.59
	泸州老窖	26.01	23.72	21.76	39.80	43.08	31.05
二线白酒	洋河股份	2.08	14.18	5.08	11.52	15.70	2.96
	山西汾酒	26.30	20.12	63.83	26.28	22.58	38.18
	古井贡酒	4.34	43.31	18.43	39.88	34.82	25.12
三线白酒	口子窖	16.25	8.97	19.61	22.03	21.43	84.00
	水井坊	29.30	24.25	17.91	26.97	41.16	26.66
	舍得酒业	5.04	34.06	57.70	11.81	21.53	42.86
	酒鬼酒	40.49	30.46	30.57	36.13	16.18	3.25
	今世缘	26.55	31.07	3.10	25.23	26.00	3.61
	老白干酒	12.34	55.81	42.99	32.67	57.14	126.83
	顺鑫农业	11.99	19.95	-0.49	34.64	17.17	25.13
	伊力特	-12.00	0.09	-1.09	-6.38	23.83	42.83
	迎驾贡酒	19.64	2.70	10.23	16.42	9.02	17.47
	金徽酒	-1.92	5.48	27.08	-14.37	-9.92	28.73
	金种子酒	-9.98	-6.08	12.48	-629.21	21.45	3,024.29
	青青稞酒	-21.23	-23.05	3.63	-74.51	-41.84	110.16
	*ST皇台	1,641.28	-7.73	129.28	45.32	50.53	55.44

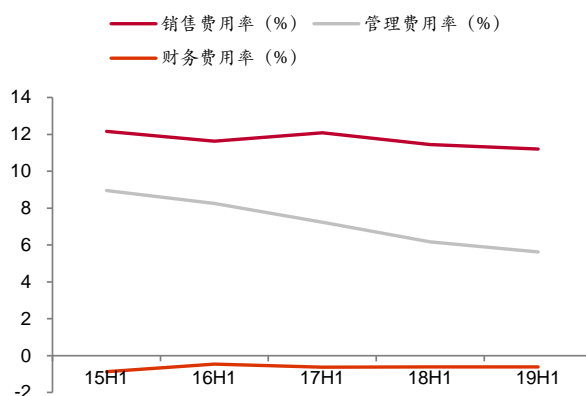
来源: wind、中泰证券研究所

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加剧

- 白酒板块毛利率继续走高，费用率持续下行，盈利能力进一步提升。**从财务指标来看，19H1 白酒板块毛利率为 76.55%，同比提升 0.69pct，主要是产品提价和结构升级共同推动，预计未来酒企毛利率仍将呈稳步上行态势；期间费用率为 16.21%，同比下降 0.80pct，其中销售费用率和管理费用率分别下降 0.25 和 0.55pct，规模效应是管理费用率下降的主要因素之一，同时酒企费用使用效率进一步强化；净利率为 36.53%，同比提升 1.55pct，毛利率提升和费用率下降共同驱动盈利能力进一步提升。

图表 4: 19H1 板块毛利率同比提升 0.69pct


来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 19H1 板块期间费用率同比下降 0.80pct


来源: wind、中泰证券研究所

- 提价和结构升级带动毛利率上行，高端酒盈利能力提升最为明显。**毛利率方面，2018 年在排名靠前的 13 家酒企中，有 8 家毛利率有所提升，一方面二季度名酒密集提价，茅台、五粮液批价上行为其他酒企打开空间，另一方面得益于产品结构进一步提升，部分酒企毛利率因原材料等成本上行而略有回落。费用率方面，前 13 家酒企中有 7 家出现下降，表明整体费用投放效率进一步提升。净利率方面，前 13 家酒企中有 9 家有所提升，且下滑的公司均集中于二三线酒企，主要是二三线酒企中部分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 6: 19H1 酒企盈利能力持续提升

层级	公司名称	毛利率%			净利率%		
		2018H1	2019H1	同比	2018H1	2019H1	同比
一线白酒	贵州茅台	90.94	91.87	0.92	50.67	53.68	3.01
	五粮液	72.84	73.81	0.98	34.84	36.12	1.28
	泸州老窖	74.91	79.70	4.79	31.71	34.69	2.98
二线白酒	洋河股份	71.50	70.95	-0.55	34.42	34.91	0.49
	山西汾酒	69.65	71.46	1.81	20.04	19.84	-0.19
	古井贡酒	78.20	76.72	-1.48	19.14	21.29	2.15
三线白酒	口子窖	74.39	75.94	1.55	33.96	36.99	3.03
	水井坊	81.14	82.21	1.07	20.02	20.10	0.08
	沱牌舍得	69.42	74.52	5.10	17.68	16.52	-1.16
	酒鬼酒	78.35	77.59	-0.76	21.87	21.98	0.12
	今世缘	71.93	71.96	0.03	36.29	35.11	-1.18
	老白干酒	62.64	61.62	-1.02	10.03	9.91	-0.12
	顺鑫农业	39.75	36.82	-2.93	6.62	7.75	1.13
	伊力特	48.27	51.32	3.05	21.90	21.68	-0.22
	迎驾贡酒	61.02	62.96	1.94	22.06	23.65	1.59
	金徽酒	62.95	57.89	-5.06	19.85	16.56	-3.29
	金种子酒	49.03	41.39	-7.64	1.20	-6.17	-7.36
	青青稞酒	66.34	64.86	-1.48	12.22	2.83	-9.38
*ST皇台	-26.66	63.44	90.10	-363.18	-97.81	265.37	

来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 19H1 酒企费用率下行

层级	公司名称	费用率			销售费用率		
		2018H1	2019H1	同比	2018H1	2019H1	同比
一线白酒	贵州茅台	13.94	12.04	-1.90	6.24	4.83	-1.41
	五粮液	13.12	12.01	-1.11	10.06	9.76	-0.31
	泸州老窖	22.45	22.53	0.08	18.56	19.20	0.64
二线白酒	洋河股份	13.97	14.35	0.38	8.07	8.57	0.50
	山西汾酒	22.79	27.34	4.55	17.99	21.57	3.58
	古井贡酒	38.84	35.95	-2.88	33.39	30.74	-2.66
三线白酒	口子窖	13.07	13.78	0.71	9.18	9.47	0.29
	水井坊	40.49	38.93	-1.56	31.37	32.00	0.63
	沱牌舍得	33.08	40.12	7.05	21.80	25.40	3.60
	酒鬼酒	35.82	31.82	-3.99	26.51	25.70	-0.82
	今世缘	14.49	14.62	0.14	12.48	12.85	0.37
	老白干酒	37.46	35.03	-2.43	28.12	26.17	-1.95
	顺鑫农业	18.92	15.86	-3.06	12.18	10.17	-2.01
	伊力特	7.27	11.12	3.84	5.06	8.12	3.06
	迎驾贡酒	16.85	18.19	1.34	12.61	13.55	0.93
	金徽酒	22.14	23.02	0.88	14.07	13.26	-0.80
	金种子酒	35.80	38.64	2.84	27.23	28.65	1.42
	青青稞酒	32.41	44.69	12.29	22.39	30.19	7.80
*ST皇台	264.58	119.37	-145.21	27.08	13.03	-14.04	

来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 19Q2 酒企密集提价

公司	提价行为
五粮液	第七代普五终端供货价939元/瓶，零售价1099元/瓶；收藏版供货价969元/瓶，零售价1399元/瓶；第八代普五供货价959元/瓶，建议零售价1199元/瓶
洋河股份	洋河将大幅提高海之蓝、天之蓝、梦之蓝、双沟珍宝坊供货指导价，最高上涨幅度超20%
山西汾酒	5月和7月分两次提高价格体系，53°青花30汾酒开票价提高30元/瓶，终端供货价提高30元/瓶，终端建议零售价提高50元/瓶
郎酒	青花郎出厂价提升79元，未来目标零售价为1500元/瓶
古井贡酒	暂停接收古16产品订单，古20产品提价幅度不低于30元/瓶
泸州老窖	湖南、重庆、山东等地区将停货，同时终端配送价调至860元，建议终端团购价为919元
剑南春	水晶剑提价20元/瓶
今世缘	国缘四开零售价及团购价提价30元/瓶，对开提价20元/瓶

来源：微酒、中泰证券研究所

行业展望：预收款打款积极，现金流表现靓丽，高端酒强者愈强

预收款整体健康，高端酒打款积极

- 2019H1 白酒板块预收账款为 287.54 亿元，同比提升 14.89%，除茅台外其他酒企预收款总额同比增长 9.34%，整体回款势头依然健康，反映需求端继续保持良性状态。从上市公司来看，贵州茅台预收款为 122.57 亿元，同比增长 23.30%，经销商打款意愿强烈，五粮液预收款同比下降 1.47%，主要是 6 月份对第八代普五实施按月打款政策所致，实际上经销商备货积极，老窖、汾酒、水井等预收款同样表现优异。

图表 9: 19H1 板块预收款同比增长 14.89%

公司名称	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	19H1 同比
贵州茅台	40.45	8.35	5.44	23.37	114.81	177.80	99.40	122.57	23.30%
五粮液	74.80	33.86	11.89	6.22	44.17	55.11	44.19	43.54	-1.47%
泸州老窖	23.81	20.67	13.24	10.85	6.62	8.14	10.94	13.92	27.23%
洋河股份	6.72	2.41	2.03	1.57	11.32	14.63	20.58	17.79	-13.53%
山西汾酒	5.57	2.84	1.80	3.03	2.96	3.71	8.20	14.81	80.56%
古井贡酒	0.82	2.34	2.93	5.91	10.59	7.35	8.03	5.17	-35.62%
口子窖	0.00	0.00	0.00	1.73	2.29	4.50	5.86	5.15	-12.12%
水井坊	0.50	0.14	0.46	0.31	0.36	0.69	0.33	0.59	82.20%
沱牌舍得	1.71	1.43	1.36	1.69	1.38	1.46	1.32	1.26	-4.75%
酒鬼酒	4.64	0.82	1.13	1.28	1.55	1.11	0.91	0.74	-18.25%
今世缘	0.00	0.00	1.42	1.03	1.01	1.82	2.37	3.07	29.41%
老白干酒	5.42	6.96	6.75	7.38	3.81	6.71	6.33	3.30	-47.90%
顺鑫农业	2.91	8.66	18.48	14.15	16.21	20.87	34.41	49.55	43.99%
伊力特	2.61	0.81	1.32	0.72	0.65	1.12	1.53	0.71	-53.65%
迎驾贡酒	0.00	0.00	0.00	1.79	2.99	2.53	2.99	2.13	-28.62%
金徽酒	0.00	0.00	0.00	0.00	1.32	1.22	1.60	1.40	-12.23%
金种子酒	1.11	1.40	4.65	3.04	1.77	1.75	0.96	1.17	22.52%
青青稞酒	0.23	0.26	0.15	0.09	0.12	0.20	0.23	0.64	183.22%
*ST皇台	0.15	0.07	0.10	0.13	0.21	0.09	0.11	0.01	-87.90%
合计	171.46	91.03	73.17	84.27	224.14	310.81	250.28	287.54	14.89%

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

- 2019H1 白酒板块经营性净现金流为 367.47 亿元，同比增长 59.42%，板块现金流继续表现优异。这一方面离不开酒企销售继续快速增长，如茅台经营净现金流同比增长 35.82%，又与酒企收到的现金增加有关，如五粮液经营净现金流同比增长 1302%，主要是银行承兑汇票到期收现增加及贷款中收取的现金比例提高所致。从上市公司来看，现金流回款指标同样呈现出一线酒强劲、二三线酒分化的特征，进一步反映强势酒企优势更加明显的趋势。

图表 10: 19H1 板块经营活动现金流净额同比增长 59.42%

公司名称	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	19H1 同比
贵州茅台	44.60	52.15	42.89	49.02	136.04	69.35	177.35	240.87	35.82%
五粮液	39.48	14.98	-18.27	31.17	43.11	31.65	5.97	83.66	1302.14%
泸州老窖	22.72	6.87	11.77	-12.34	15.62	13.48	4.10	17.07	316.36%
洋河股份	28.53	24.33	13.00	29.03	28.44	8.76	16.59	-5.10	-130.75%
山西汾酒	6.52	-2.50	3.49	2.82	1.16	1.71	-0.15	16.91	11626.57%
古井贡酒	1.48	1.43	-0.76	3.36	3.26	4.25	6.69	10.42	55.73%
口子窖	0.00	0.00	-0.93	0.34	-0.28	2.86	0.05	1.96	3976.65%
水井坊	0.54	-2.72	-0.95	0.36	0.88	1.07	-0.12	5.04	4330.77%
沱牌舍得	2.94	0.78	-0.91	0.05	0.10	0.42	1.42	-1.39	-198.24%
酒鬼酒	3.02	-3.46	-1.17	1.10	0.49	-0.03	0.75	1.22	62.63%
今世缘	0.00	1.27	1.31	2.76	4.20	4.74	3.95	2.98	-24.48%
老白干酒	-1.28	-0.07	1.13	1.37	-1.73	-3.34	0.19	-1.79	-1046.09%
顺鑫农业	-2.75	5.10	4.93	4.28	6.16	6.31	14.84	-1.64	-111.05%
伊力特	1.94	0.71	-0.32	0.66	2.26	0.11	0.60	-0.20	-133.79%
迎驾贡酒	0.00	0.00	-0.08	0.35	0.84	-0.82	-0.35	-1.76	-406.51%
金徽酒	0.00	0.00	0.00	0.92	0.89	-0.56	0.74	2.10	182.86%
金种子酒	3.33	2.31	-0.40	2.84	-1.63	-2.00	-2.15	-1.78	17.36%
青青稞酒	2.16	1.57	0.95	1.84	1.75	-0.38	0.04	-0.99	-2503.97%
*ST皇台	0.02	0.04	-0.16	0.04	-0.44	-0.18	-0.01	-0.12	-1926.04%
合计	153.24	102.79	55.51	119.97	241.11	137.42	230.50	367.47	59.42%

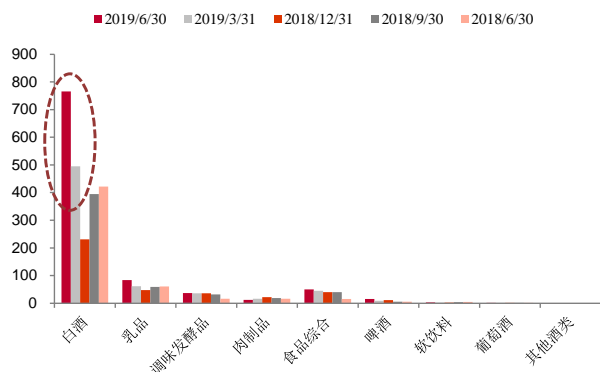
来源: wind、中泰证券研究所

持仓与估值：仓位续创新高，估值中枢有望持续上移

持仓：板块持仓继续大幅提升，持仓比例和超配水平均创历史新高

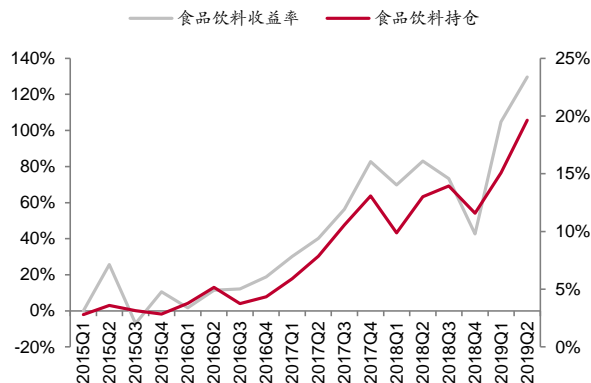
- 二季度板块再获大幅增持，持仓比例创历史新高。依据我们策略组测算，截止 2019 年二季度末，食品饮料的基金持仓比例为 19.63%，环比提升 4.56pct，同比去年二季度末提升 6.62pct，板块持仓比例和持仓市值超过 2012 年高点，创下历史新高。2019 年上半年以来，白酒行业催化剂不断，先是春节期间白酒动销情况显著回暖，紧接着 3 月春糖会上酒企和渠道均反馈积极，再到 4 月中下旬名酒年报和一季报接连超预期，进而 5 月以来名酒纷纷提价、淡季不淡，行业自此进入结构性繁荣时代，公募基金持仓意愿也随之增强，板块加仓明显，推动二季度板块持仓创历史新高。

图表 11: 19Q2 食品饮料板块持仓市值再度大幅提升



来源: wind、中泰证券研究所

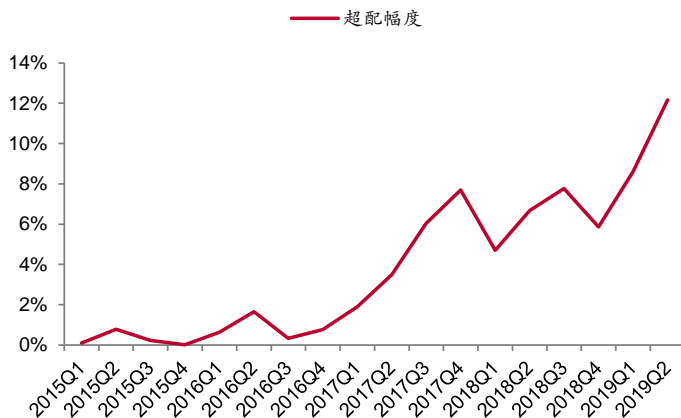
图表 12: 19Q2 食品饮料持仓比例升至 19.63%



来源: wind、中泰证券研究所

- **板块超配比例升至 12.16%，续创新高。**近年来行业始终处于超配水平，随着二季度板块持仓比例继续大幅提升，基金对板块的超配力度也进一步增加，超配比例由 8.61% 升至 12.16%，环比提升 3.55pct，同样创下历史最高水平。

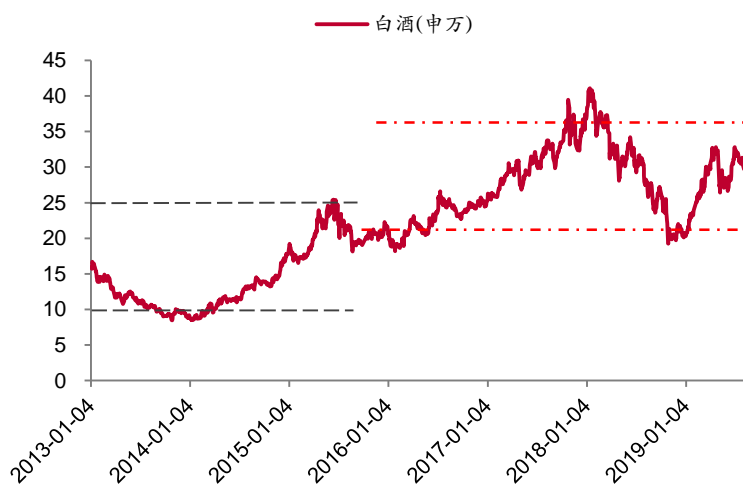
图表 13: 19Q2 食品饮料超配比例升至 12.16%



来源: wind、中泰证券研究所

估值: 估值升至历史中枢靠上水平，未来板块估值中枢有望上移

- 目前白酒板块 PE-TTM 约为 35，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，未来名酒估值中枢有望上移，我们认为未来名酒估值区间将长期落在 20-35 倍区间，考虑到行业需求持续旺盛，白酒板块有望提前迎来估值切换，当前名酒对应 2020 年的 PE 基本在 18-27 倍，建议以更长远的眼光看待板块投资价值。

图表 14: 白酒板块 TTM 估值回升至约 35 倍


来源: wind、中泰证券研究所

投资建议

- **投资建议: 业绩估值双击, 板块有望持续取得超额收益。**今年以来板块迎来双击行情, 年初至今板块涨幅 102.12%, 远远跑赢大盘。业绩层面来看, 19Q2 板块整体延续了 Q1 快速增长的势头, 但是板块内部分化进一步加剧, 高端酒业绩确定性最强, 二三线酒企由于竞争加剧而更多呈现结构性机会, 低端酒龙头顺鑫继续收割省外份额。估值层面来看, 19Q2 板块估值持续上行, 进一步验证了我们关于板块估值中枢上行的判断。展望未来, 我们继续维持板块结构性繁荣的观点不变, 行业整体有望持续稳健增长, 优势品牌将尽享消费升级带来的品牌集中红利, 高端酒和部分区域龙头有望表现更优, 考虑到行业需求持续旺盛, 白酒板块有望提前迎来估值切换, 当前名酒对应 2020 年的 PE 基本在 18-27 倍。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, 持续重点推荐茅台、五粮液、老窖、古井、口子、顺鑫、汾酒、今世缘等优质酒企。
- **贵州茅台: 量价齐升持续, 长期空间仍足。**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: 普五量价齐升, 业绩强劲增长。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 510/632/779 亿元, 同比增长 27%/24%/23%; 净利润分别为 177/224/281 亿元, 同比增长 32%/27%/26%, 对应 EPS 分别为 4.56/5.77/7.25 元。
- **泸州老窖: 中报再创辉煌, 双百亿指日可待。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 161.51/192.04/225.59 亿元, 同比增长

23.71%/18.90%/17.47%；净利润分别为 18.60/23.18/28.05 亿元，同比增长 34.91%/24.61%/22.27%，对应 EPS 分别为 3.21/4.00/4.89 元。

- **古井贡酒：产品结构持续升级，品牌张力不断提升。**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。
- **口子窖：二季度加速增长，新品值得期待。**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 18.5/21.5/24.9 亿元，同比增长 20.7%/16.4%/15.8%，对应 EPS 分别为 3.08/3.59/4.15 元。
- **山西汾酒：业绩略超预期，清香鼻祖加速回归。**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。
- **今世缘：业绩符合预期，品牌势能持续释放。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 48.56/60.99/74.94 亿元，同比增长 29.80%/25.62%/22.87%；净利润分别为 14.38/17.70/21.50 亿元，同比增长 24.97%/23.07%/21.46%，对应 EPS 分别为 1.15/1.41/1.72 元。
- **顺鑫农业：牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效。**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 1.75、2.27、2.69 元。

图表 15：重点白酒公司盈利预测表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	1138.76	14302.8	28.02	35.06	41.08	40.64	32.48	27.72
五粮液	141.89	5386.1	3.47	4.56	5.77	40.84	31.12	24.59
泸州老窖	98.07	1374.9	2.38	3.21	4.00	41.21	30.55	24.52
洋河股份	109.39	1648.5	5.39	6.15	7.13	20.31	17.79	15.34
古井贡酒	125.55	632.8	3.37	4.42	5.57	37.26	28.40	22.54
山西汾酒	79.10	685.0	1.69	2.15	2.68	46.69	36.79	29.51
口子窖	66.55	399.3	2.55	3.08	3.59	26.10	21.61	18.54
水井坊	47.68	233.2	1.19	1.55	1.86	40.20	30.76	25.63
沱牌舍得	27.90	94.0	1.02	1.24	1.61	27.30	22.50	17.33
顺鑫农业	51.72	295.3	1.30	2.27	2.95	39.65	22.78	17.53
伊力特	15.72	69.3	0.97	1.22	1.40	16.20	12.89	11.23
迎驾贡酒	19.51	156.1	0.97	1.05	1.11	20.11	18.58	17.58

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。