



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
山西汾酒	600809.SH	76	买入
贵州茅台	600519.SH	1,142.49	买入
顺鑫农业	000860.SZ	51.45	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年09月06日当地货币收市价为标准

白酒行业 2019 年半年报综述

增速小幅回落，名酒维持高景气

白酒行业增速小幅回落，名酒维持高景气，领跑食品饮料板块。产品结构维持升级趋势。全国化扩张背景下，费用投放力度加强。2Q19白酒基金仓位重新上升。继续持有优质品种，等待催化剂。重点推荐：山西汾酒、贵州茅台、顺鑫农业。

主要观点及投资建议

- **白酒继续领跑食品饮料板块。**19年上半年白酒上市公司营收、净利分别增19.4%、25.6%，营收增速超行业8.9pct，超食品饮料上市公司营收、净利分别为5.8pct、4.3pct，在主要子行业中营收增速最快。其它酒类中，啤酒业绩回暖，营收增速6.2%。葡萄酒未见好转迹象，营收下滑11.8%。黄酒营收下滑4.8%。
- **产品结构维持升级趋势。**披露产品结构、且实现增长12家公司中，6家公司中高价产品增速明显高于中低价，2家增速差不多，4家中低档酒增速更快，山西汾酒玻汾快速放量，成为重要增长点。19年茅台缺货，价格持续上行，多个品牌白酒上调了出厂价或零售指导价。
- **全国化扩张背景下，费用投放力度加强。**19年上半年白酒上市公司销售费用率同比小幅降0.2pct，如果剔除茅五，其它白酒销售费用率同比上升0.8pct，主要由于全国化扩张加剧，同时提价背景下，费用支持短期有所增加，上半年上市公司普遍加大了广告宣传投入和渠道支持力度。19年上半年经销商数量普遍实现增长，渠道继续扩张，进一步下沉。名酒全国扩张继续推进，汾酒增长换挡至省外，今世缘省内外齐头并进，西北龙头表现偏弱。
- **2Q19白酒基金仓位继续上升。**根据我们估算，2Q19食品饮料板块基金全仓仓位12.2%，环比增1.6pct，白酒板块全仓仓位8.3%，环比增1.0pct。2Q19白酒公司基金重仓家数与市值双升，部分公司增长翻倍。茅台、五粮液、泸州老窖重仓家数分别环比增405家、250家、82家。
- **投资建议：**继续持有优质品种，等待催化剂。重点推荐，山西汾酒、贵州茅台、顺鑫农业。建议关注：迎驾贡酒、口子窖。
- **风险提示：**茅台放量导致价格出现明显回落。由于草根调研样本点有限，白酒库存可能超预期。

相关研究报告

《白酒行业 2018 年报、2019 年 1 季报总结》
20190513

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料制造

汤玮亮

(86755) 82560506
weiliang.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

邓天娇

(8610) 66229391
tianjiao.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002



目录

白酒增速小幅回落，名酒维持高景气.....	5
产品结构维持升级趋势.....	8
全国化扩张背景下，费用投放力度加强.....	12
2Q19 白酒基金仓位继续上升.....	15
投资建议：持有优质品种，等待催化剂.....	17
风险提示.....	18
附：白酒中报重要信息整理.....	20



图表目录

图表 1. 酒类 2018 年、19 年 1 季度、19 年 2 季度和 19 年上半年收入增速变化.....	5
图表 2. 1H19 白酒行业与上市公司营收增速对比.....	5
图表 3. 1H19 白酒行业与上市公司利润增速对比.....	5
图表 4. 白酒上市公司营收增速变化.....	6
图表 5. 白酒上市公司现金流净额同比增速对比.....	6
图表 6. 白酒上市公司现金流净额（剔除茅五）增速对比.....	6
图表 7. 白酒上市公司预收账款季度环比变化.....	7
图表 8. 白酒上市公司预收账款剔除茅五季度环比变化.....	7
图表 9. 白酒上市公司应收账款&应收票据季度环比变化.....	7
图表 10. 白酒上市公司应收剔除茅五季度环比变化.....	7
图表 11. 白酒上市公司产品分档次收入增速.....	8
图表 12. 白酒 19 年上半年提价情况梳理.....	9
续 图表 12. 白酒 19 年上半年提价情况梳理.....	10
图表 13. 19 年上半年白酒上市公司毛利率增 0.7 pct，其中 2Q19 同比增 0.8 pct.....	10
图表 14. 白酒上市公司 18 年上半年、19 年上半年毛利率对比.....	11
图表 15. 高端和次高端产品报表销量增速估算.....	11
图表 16. 19 年上半年白酒上市公司销售费用率同比降 0.2pct.....	12
图表 17. 19 年上半年白酒上市公司剔除茅五销售费用率同比增 0.6pct.....	12
图表 18. 白酒上市公司 19 年上半年广告费用投放对比.....	13
图表 19. 白酒上市公司销售费用率对比.....	13
图表 20. 白酒上市公司 19 年上半年经销商数量对比.....	13
图表 21. 白酒上市公司产品分区域收入增速.....	14
图表 22. 1H19 白酒股票重仓基金数量.....	15
图表 23. 全口径基金持仓食品饮料板块估算市值占比.....	15
图表 24. 全口径基金持仓白酒板块估算市值占比.....	15
图表 25. 贵州茅台重仓口径基金仓位变化.....	16
图表 26. 五粮液重仓口径基金仓位变化.....	16
图表 27. 山西汾酒重仓口径基金仓位变化.....	16
图表 28. 泸州老窖重仓口径基金仓位变化.....	16
图表 29. 中国与全球烈性酒 19 年 PE 对比.....	17
图表 30. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM).....	17
附录图表 31. 报告中提及上市公司估值表.....	19
图表 32. 白酒上市公司产品策略.....	20



图表 33. 白酒上市公司营销策略.....	21
续 图表 33. 白酒上市公司营销策略.....	22
图表 34. 白酒上市公司渠道策略.....	23
续 图表 34. 白酒上市公司渠道策略.....	24

白酒增速小幅回落，名酒维持高景气

白酒继续领跑食品饮料板块。19年上半年白酒上市公司营收、净利分别增 19.4%、25.6%，营收增速超行业 8.9pct，超食品饮料上市公司营收、净利分别为 5.8pct、4.3pct，在主要子行业中营收增速最快。其它酒类中，啤酒业绩回暖，营收增速 6.2%。葡萄酒未见好转迹象，营收下滑 11.8%。黄酒营收下滑 4.8%。

19年上半年白酒业绩表现符合我们2018年末年度策略报告的判断：受渠道扩张红利减弱的影响，2019年白酒上市公司将小幅降速，但不会大幅失速。品牌白酒集中度进一步提升，以上市公司为主体的品牌白酒景气度高，虽然 1H19 增速低于 1H18，但明显超出年初的市场预期。

2 季度白酒营收增速回落，净利增速维持高位，增长质量较好。其中 2 季度营收较 1 季度环比降 8.5pct 至 14.5%，净利环比降 5.8pct 至 22%。若剔除权重较大的茅台和五粮液，2Q19 营收和净利分别增长 15.9%、24%，环比 1Q19 分别降 6.7pct、1.2pct。

消费习惯和营销模式的变化，推动品牌白酒集中度快速提升，1H19 上市公司市占率继续上升。2018 年上市公司营收增速超行业水平 12.7pct，19 年上半年超越 8.9pct。

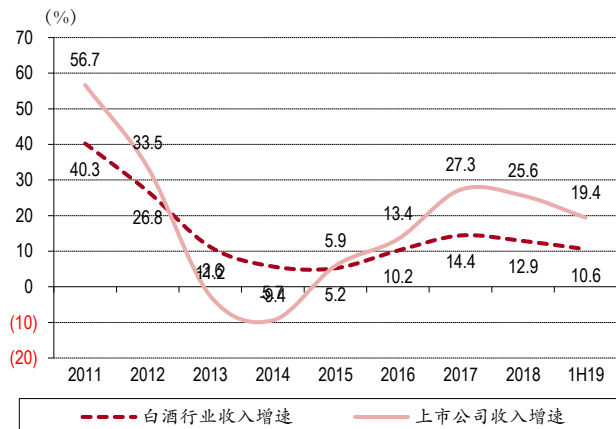
品牌名酒占据了价格制高点，随着占比的提升，预计行业盈利能力可持续提升。由于营销模式变化，地方酒企缺乏有效的营销手段，因此如果把上市公司合在一起看，总体面临的竞争压力反而小于 2009-2012 年。名酒对消费者的谈判能力较强，随着名酒占比的提升，预计行业盈利能力可持续提升。

图表 1. 酒类 2018 年、19 年 1 季度、19 年 2 季度和 19 年上半年收入增速变化

(%)	营收增速				净利增速			
	2018	1Q19	2Q19	1H19	2018	1Q19	2Q19	1H19
食品饮料	13.5	14.0	13.1	13.6	25.4	23.1	18.7	21.3
白酒	25.6	23.0	14.5	19.4	33.3	27.8	22.0	25.6
葡萄酒	1.8	(9.1)	(16.1)	(11.8)	(6.3)	1.8	(1.7)	1.0
啤酒	1.9	7.1	5.4	6.2	(3.9)	22.0	18.8	20.0
黄酒	(2.6)	(8.9)	3.6	(4.8)	(30.0)	(17.3)	75.1	(15.1)

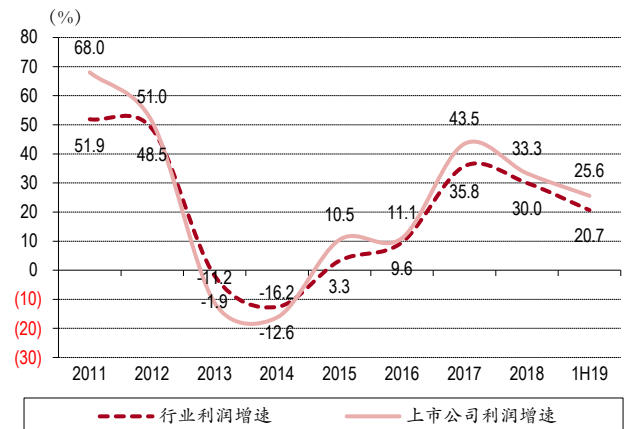
资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 1H19 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

图表 3. 1H19 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

白酒上市公司 19 年中报业绩总体符合预期，上市公司间分化加大，名酒维持高景气度。18 家上市公司中，2019 年上半年 13 家营收增速超过 10%，而 2018 年 14 家。顺鑫农业、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、酒鬼酒、迎驾贡酒超市场预期，舍得酒业、伊力特、金徽酒低于市场预期。2009-2012 年景气周期大量白酒公司受益，而本轮景气周期仅有少数品牌白酒受益，受益范围明显不同，名酒虹吸效应明显。

图表 4. 白酒上市公司营收增速变化

(%)	2018	1Q19	2Q19	1H19
酒鬼酒	35.1	30.5	40.5	35.4
老白干酒	41.3	55.8	12.3	34.3
今世缘	26.6	31.1	26.6	29.4
五粮液	32.6	26.6	27.1	26.7
水井坊	37.6	24.2	29.3	26.5
古井贡酒	24.7	43.3	4.3	25.2
泸州老窖	25.6	23.7	26.0	24.8
山西汾酒	47.5	20.1	26.3	22.3
舍得酒业	35.0	34.1	5.0	19.9
贵州茅台	26.5	23.9	12.0	18.2
口子窖	18.5	9.0	16.3	12.0
洋河股份	21.3	14.2	2.1	10.0
迎驾贡酒	11.2	2.7	19.6	8.6
金徽酒	9.7	5.5	(1.9)	2.6
伊力特	10.7	0.1	(12.0)	(5.7)
金种子酒	1.9	(6.1)	(10.0)	(7.8)
青青稞酒	2.3	(23.0)	(21.2)	(22.5)

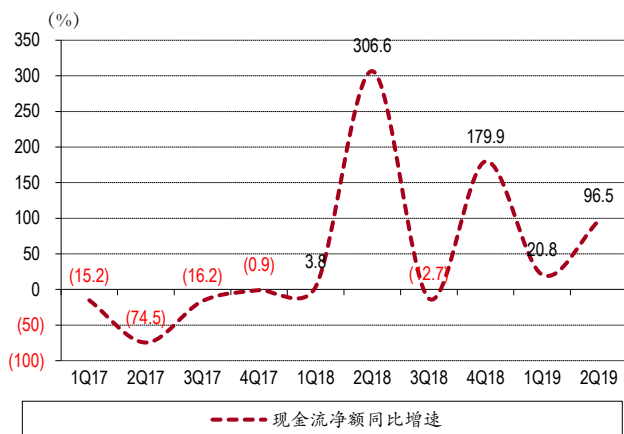
资料来源：万得，中银国际证券

18 家上市公司中现金流净额 1Q19、2Q19 增幅分别为 20.8%、96.5%，剔除茅台、五粮液后其它白酒 1Q19 增幅为 14.4%，2Q19 同比由正转负，但绝对额变化不大，无需担心。

19 年 2 季度，预收账款环比降 6 亿，属正常的季节性回落，降幅明显小于上年的降幅 54 亿。18 年 2 季度茅台、五粮液受打款政策的影响降幅较大，19 年 2 季度恢复正常。剔除茅五后预收款环比降 9.8 亿，变化不大。

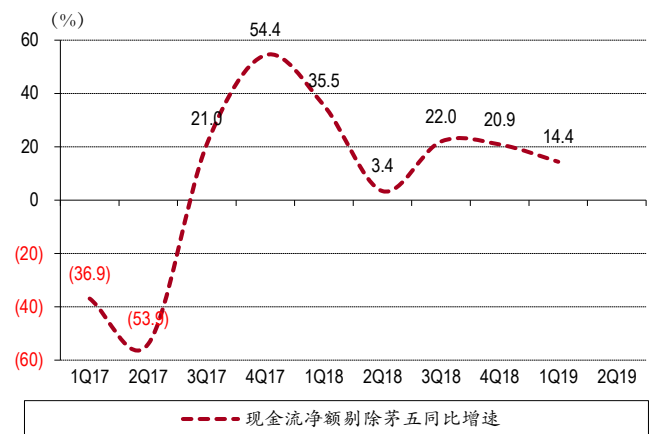
19 年 1、2 季度应收票据+应收账款环比降 8.4 亿、15.5 亿，部分公司减少了银行承兑汇票使用，提高了现金收款的比例。

图表 5. 白酒上市公司现金流净额同比增速对比



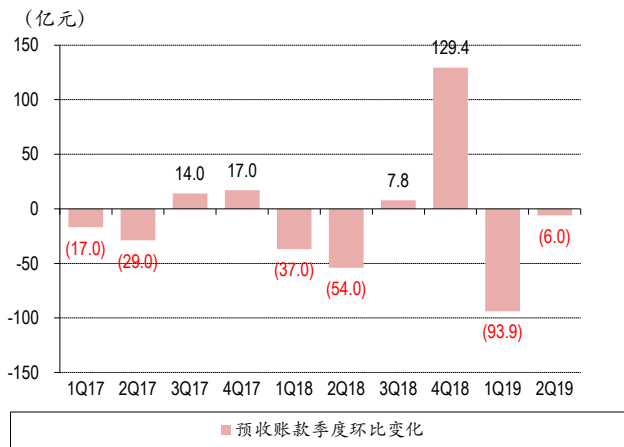
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 白酒上市公司现金流净额（剔除茅五）增速对比



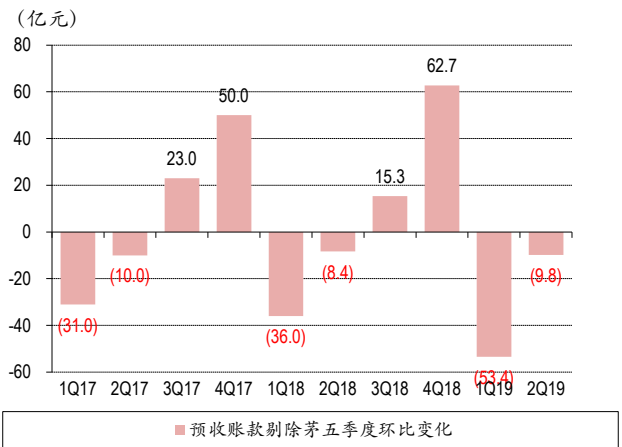
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 白酒上市公司预收账款季度环比变化



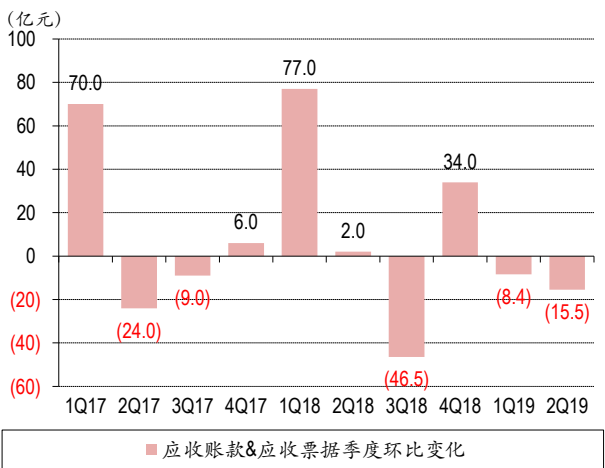
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. 白酒上市公司预收账款剔除茅五季度环比变化



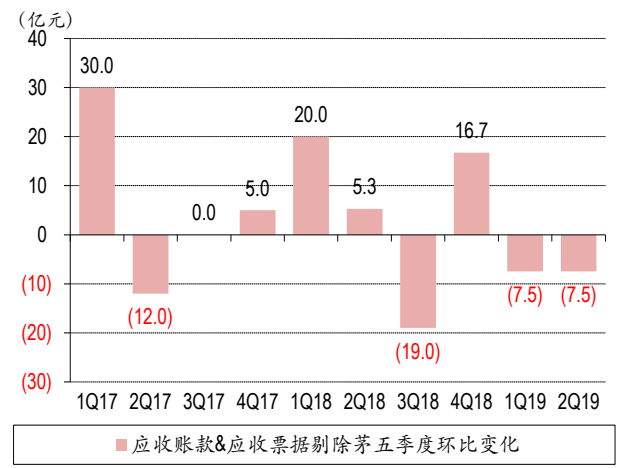
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 9. 白酒上市公司应收账款&应收票据季度环比变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 10. 白酒上市公司应收剔除茅五季度环比变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

产品结构维持升级趋势

产品结构维持升级趋势。随着消费习惯的改变，消费场景减少、频次降低，白酒人均消费量大概率逐年下降。但由于人均可支配收入的增长，酒类消费的预算上限反而逐年提高，因此产品结构出现了跳跃式的升级。

已披露产品结构、且营收实现增长 12 家公司中，6 家公司中高价产品增速明显高于中低价，2 家公司增速差不多。4 家中低档酒增速更快。茅五泸洋增长主要来源于高档酒，茅台、五粮液系列酒增速放缓，泸州老窖低档酒收入基本持平，洋河的海天系列增速较慢。低端酒中，山西汾酒玻汾快速放量，成为重要增长点，牛栏山低端陈酿的升级版快速放量。

19 年茅台缺货，价格持续上行，多个品牌白酒上调了出厂价或零售指导价。

图表 11. 白酒上市公司产品分档次收入增速

(%)	2017		2018		19 年 1 季度		19 年中报		备注
	中高档	中低档	中高档	中低档	中高档	中低档	中高档	中低档	
贵州茅台	43	172	25	40	24	26	18	17	茅台酒、系列酒
五粮液	23	27	41	13	—	—	—	—	<120 元/500ml 为中低档
泸州老窖	32	10	34	8	—	—	32	1	中高档酒包括 1573、特曲系列等
山西汾酒	33	47	47	48	20	33	—	—	<100 元/升为低档酒
口子窖	31	(8)	22	(23)	9	(2)	12	27	中低档酒是口子酒系列及老口子、口子美酒、口子坊等
迎驾贡酒	12	(6)	13	9	7	(7)	30	11	低档酒为百年迎驾贡系列、古坊系列、糟坊系列
今世缘	38	2	43	14	45	19	44	15	特 A+ 类为中高档酒，其他为中低档酒
水井坊	72	12	42	(26)	28	(43)	26	45	中高档为水井坊品牌系列，其他为中低档酒
舍得酒业	33	(46)	28	(40)	36	16	23	4	低档酒为大曲系列
金徽酒	23	(2)	32	0	9	(10)	24	(10)	中高档产品指对外售价在 100 元/500ml 以上的产品
酒鬼酒	—	—	36	31	—	—	39	42	湘泉系列为中低档酒，内参及酒鬼系列为中高档酒
青青稞酒	(6)	(12)	10	(19)	—	—	(29)	(3)	
伊力特	34	(10)	13	11	3	11	11	(22)	高档酒：王酒、老窖；中档酒：老陈酒、特曲
老白干	5	13	—	—	59	23	54	15	40 元以下(含 40 元)为低档产品
金种子酒	(14)	(15)	(10)	(23)	2	(50)	(21)	(35)	中高档：柔和系列、和泰系列、金种子系列

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 12. 白酒 19 年上半年提价情况梳理

公司名称	提价日期	提价情况
五粮液	2019.5	39 度五粮液流通价 639 元/瓶；五粮液 1618 流通价 919 元/瓶。 第七代经典五粮液的终端供货价调整为 939 元/瓶，终端建议零售价 1099 元/瓶。 5 月份第七代经典五粮液收藏版上市，终端供货价 969 元/瓶，限量 2 件/店，终端建议零售价 1399 元/瓶。 6 月份第八代经典五粮液上市，终端供货价为 959 元/瓶；终端建议零售价 1199 元/瓶。同时，第七代经典五粮液的终端建议供货价 969 元/瓶，终端建议零售价 1399 元/瓶。第七代经典五粮液收藏版的终端建议供货价 999 元/瓶，终端建议零售价 1699 元/瓶。
	2019.06	自 2019 年 6 月 1 日起，对五粮特曲全系产品上调结算价格。所有五粮特曲产品根据不同品种和度数上调 20-32 元/瓶，具体价格按照当日订单系统新价格执行。 42 度五粮液开票价 669 元/瓶，且终端实际成交价不低于 719 元/瓶；6 月份 42 度五粮液供货价根据厂方规定的要求执行。此外，42 度五粮液建议零售价 799 元/瓶。
	2019.08	第八代经典五粮液零售价从 1199 上调至 1399 元/瓶。
	2019.01	38 度国窖 1573 经典装（规格 500ml*6）：建议北方区域供货价为 650 元/瓶，团购价 680 元/瓶，零售价为 799 元。
	2019.02	52 度老字号特曲 500ml*6：2、渠道层面：酒行、餐饮、商超在原供价基础上，上调 20 元/500ml；消费者层面：建议消费者成交价 52 度不低于 238 元/500ml（河南市场）。
泸州老窖	2019.02	38 度窖龄酒 30 年 500ml*6：建议团购价 220 元；建议零售价 238 元； 52 度窖龄酒 30 年 500ml*6：建议团购价 240 元；建议零售价 258 元。
	2019.04	百年泸州老窖窖龄 90：52 度、43 度、38 度三款产品的终端零售与团购价分别上调 50 元。
	2019.05	老字号特曲产品各度数结算价均上调 10 元/500 毫升，其它规格产品的价格按比例进行相应调整，各渠道价格体系同时作出相应调整。
	2019.05	5 月 10 日，国窖公司华北大区发布文件。
	2019.05	1、即日起，暂停山东区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运。 2、即日起，调整 38 度国窖 1573 酒终端配送价至 640 元每瓶，团购价为 680 每瓶；调整 52 度国窖 1573 酒终端配送价至 860 元每瓶。
	2019.05	5 月 25 日，泸州老窖国窖公司华中大区于当日下发通知，称为切实推进“终端配额制”，有效保障湖南区域广大核心经销商和终端的利益，决定： 1、即日起，暂停湖南区域国窖 1573 经典装订单接收及货物发运； 2、即日起，调整 52 度国窖 1573 酒终端配送价至 860 元/瓶，建议终端客户团购价为 919 元/瓶。
	2019.06	第九代泸州老窖老字号特曲(2014 版)库存作为纪念绝版产品。自 2019 年 6 月 30 日起，各度数产品结算价格上调 30 元/500ML，其他规格产品按比例进行相应调整。建议各经销商和渠道对库存绝版产品作相应价格调整。
	2019.08	52 度国窖 1573 经典装计划外提价 30 元每瓶，建议团购价为 919 元每瓶，终端建议零售价 1099 元每瓶； 38 度国窖 1573 酒计划外价格提升 30 元每瓶，建议团购价为 680 元每瓶，终端建议零售价为 799 元每瓶； 鉴于国窖 1573 产能呈现饱和，2019 年 8-9 月 52 及 38 度国窖经典装产品配额按扣减 30% 执行。 为推进国窖 1573“终端配额制”和“价格双轨制”营销战略，并切实保障国窖 1573 各级经销客户合理利润，现将 38 度/52 度国窖 1573 经典装（500ml）终端“熔断奖励”价格考核标准进行调整。
	2019.08	38 度国窖 1573 经典装（500ml）团购销售建议价格为 700 元/瓶；终端“熔断奖励”价格考核标准调整为：不低于 680 元/瓶。 52 度国窖 1573 经典装（500ml）团购销售建议价格为 919 元/瓶；终端“熔断奖励”价格考核标准调整为：不低于 900 元/瓶。
	郎酒	2019.05
2019.06		53°青花郎、44.8°青花郎、39°青花郎，三款产品（500ml*6 规格）的单瓶出厂价格均上调 79 元； 53°青花郎（规格为 3300ml*1）的单瓶出厂价上调 880 元。
2019.09		53°、44.8°、39°500ml 装红花郎（15）出厂价在原有价格基础上单瓶上调 49 元/瓶，53°1650ml 装大红花郎出厂价单瓶上调 169 元/瓶。同时，取消“十二赠一”品鉴酒配赠政策。
洋河	2019.05	5 月 21 日，洋河将在全国范围内大幅度提高经销商向终端供货指导价，最高上涨幅度超 20%，其中海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝和梦 3、梦 6 每箱涨价百元以上，梦 9 更是达到了千元/箱。
	2019.05	48°、53°青花汾 30 年汾酒（含升级版）统一上调开票价、终端供货价以及终端建议零售价。上调之后，48°、53°青花汾 30 年汾酒（含升级版）终端建议零售价为 738 元/瓶。
山西汾酒	2019.07	48°青花汾 30 年汾酒（含升级版）开票价上调 20 元/瓶，终端供货价上调 10 元/瓶，终端建议零售价格上涨 30 元/瓶达到 768 元/瓶； 53°青花汾 30 年汾酒（含升级版）开票价上调 30 元/瓶，终端供货价上调 30 元/瓶，终端建议零售价上调 50 元/瓶达到 788 元/瓶。

资料来源：公司公告，微酒新闻，糖酒快讯，酒说，中银国际证券

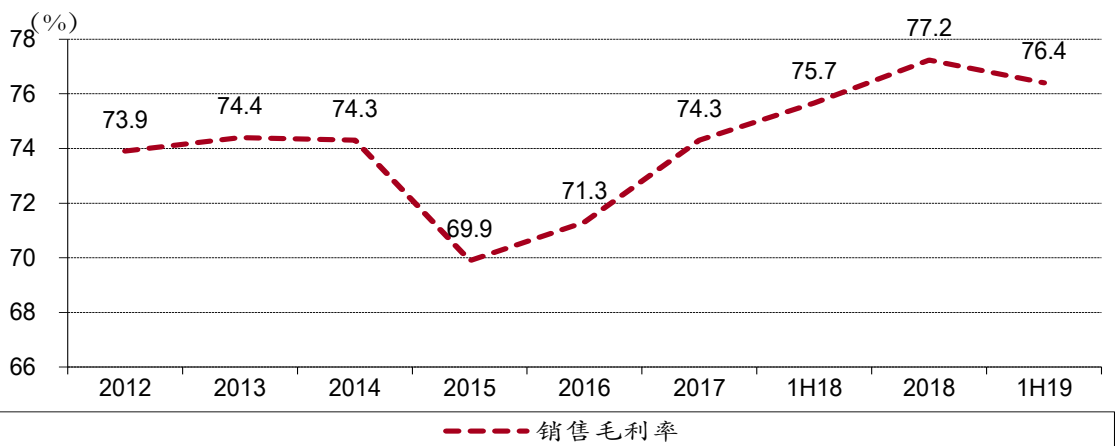
续 图表 13. 白酒 19 年上半年提价情况梳理

公司名称	提价日期	提价情况
古井贡酒	2019.05	公司次高端两大核心产品中的古 16 停止接受订单，古 20 产品大幅度提价。42°、52°古 20 产品提价幅度不低于 30 元/瓶。
今世缘	2019.06	从 2019 年 6 月 25 日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价。具体如下： 1、建议在原有基础上上调产品零售价及团购价，其中四开国缘上调 30 元/瓶、对开国缘上调 20 元/瓶。 2、建议在原有基础上上调终端供货价，具体由各大区、办事处细化实施，通知到位。
酒鬼酒	2019.4	52 度 500ml 内参酒自 2019 年 4 月 22 日起团购指导价调整为 1350 元/瓶，零售指导价调整为 1499 元/瓶。
剑南春	2019.05	据四川汇金商贸有限公司（系剑南春全资销售子公司，后文称汇金商贸）发布的内部文件《关于取消水晶剑南春扫码费的通知》中明确指出：自 2019 年 5 月 31 日起，取消水晶剑南春（后文称水晶剑）扫码费，即通过减少政策投入的方式提价，涨幅为 10 元/瓶。同时，实施通过减少拉单人奖励的措施来进行提价，涨幅同样为 10 元/瓶。根据该文件显示，从 5 月 31 日起，水晶剑已经提价 20 元/瓶。
老白干	2019.03	衡水老白干 20 年供货价及零售价每瓶上涨 25 元； 衡水老白干五星供货价及零售价每件（规格 1*4）上调 20 元； 衡水老白干二十年供货价及零售价每件（规格 1*4）上涨 30 元。
顺鑫农业	2019.05	小红牛、46 度大牛、52 度大牛、56 度大牛供货价上涨 6 元/箱； 42 度桶、56 度桶供货价上涨 12 元/箱； 100ml56 度牛供货价上涨 8 元/箱； 52 度精品、200ml56 度牛供货价上涨 18 元/箱。
西凤酒	2029.05	45 度、55 度西凤酒（红西凤特一号）500ml 价格在原开票价格基础上上调 15%。
	2019.07	7 月 29 日，陕西红西凤酒销售有限公司下发《关于调整红西凤（红西凤特一号）库存老酒价格的通知》，具体调整如下：西凤酒（红西凤特一号）500ml，55 度/45 度，2011 年 650 元/瓶，2012 年 630 元/瓶，2013 年 610 元/瓶，其他年份 580 元/瓶。
舍得酒业	2019.03	52 度品味舍得，要求名烟名酒店、便利店等终端团购价 468 元，KA、餐饮的售价 498 元，终端零售指导价 568 元

资料来源：公司公告，微酒新闻，糖酒快讯，酒说，中银国际证券

产品结构升级，2 季度增值税率调整，19 年上半年白酒上市公司毛利率同比提升 0.7pct，其中 2Q19 同比增 0.8 pct。在消费升级和集中度提升的背景下，预计毛利率将维持上升态势。

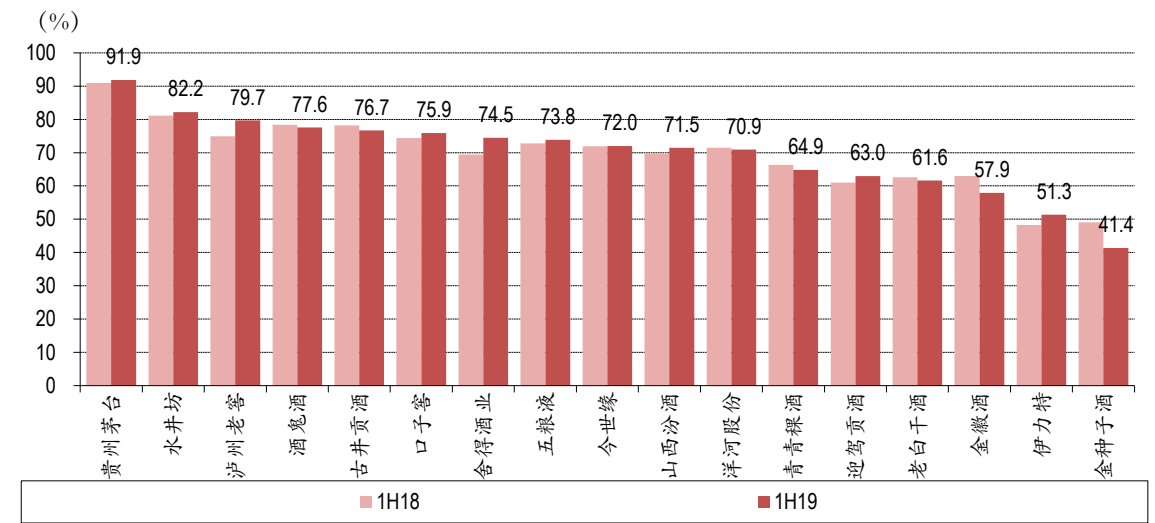
图表 14. 19 年上半年白酒上市公司毛利率增 0.7 pct，其中 2Q19 同比增 0.8 pct



资料来源：万得，中银国际证券



图表 15. 白酒上市公司 18 年上半年、19 年上半年毛利率对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 高端和次高端产品报表销量增速估算

	2017	2018	1H19
茅台	32%	8%	10-15%
五粮液	12-15%	25%	25%
1573	50%	28%	25%
梦之蓝	50%以上	40%	20-25%
品味舍得	80%以上	22%	20%
水井坊系列	60%以上	40%	25%
青花系列	40-50%	60%	20%

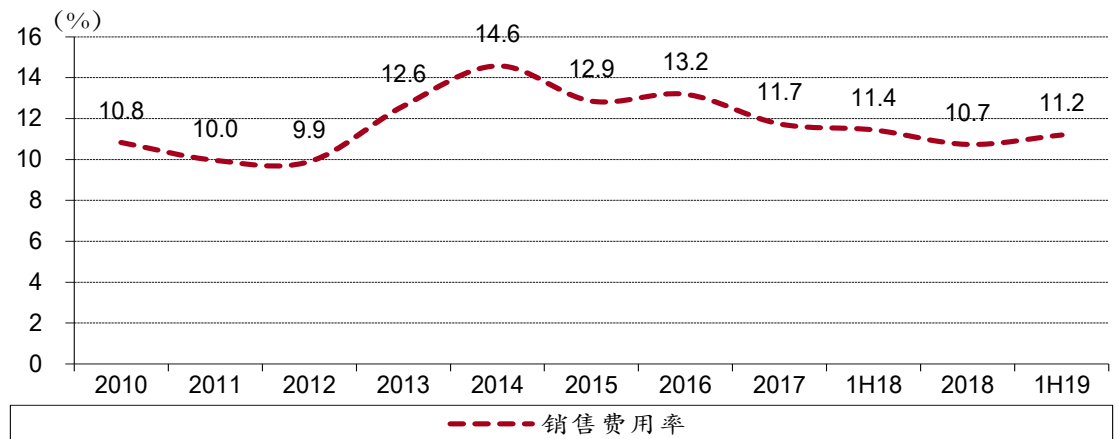
资料来源：公司公告、微酒新闻、中银国际证券



全国化扩张背景下，费用投放力度加强

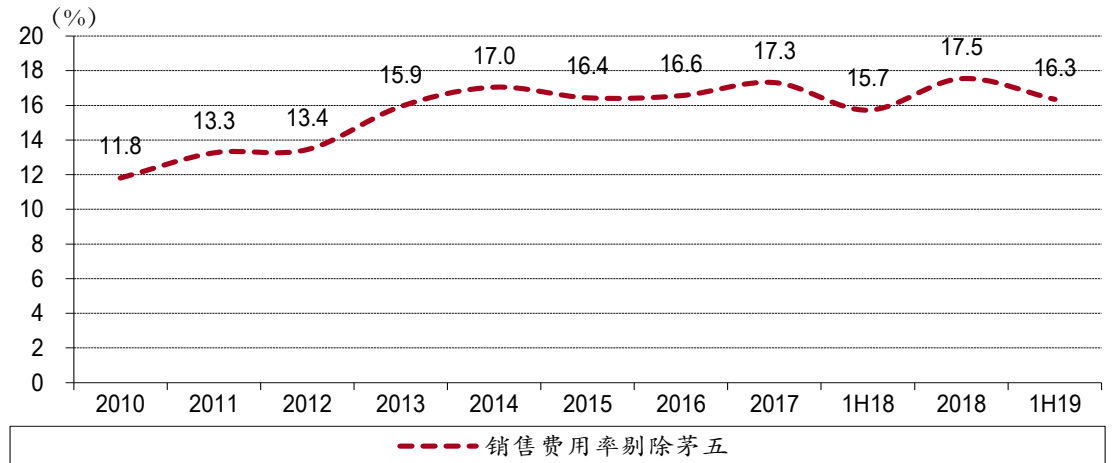
19年上半年白酒上市公司销售费用率同比小幅降0.2pct，如果剔除茅五，其它白酒销售费用率同比上升0.8pct，主要由于全国化扩张加剧，同时提价背景下，费用支持短期有所增加。上半年上市公司普遍加大了广告宣传投入和渠道支持力度。

图表 16. 19年上半年白酒上市公司销售费用率同比降0.2pct



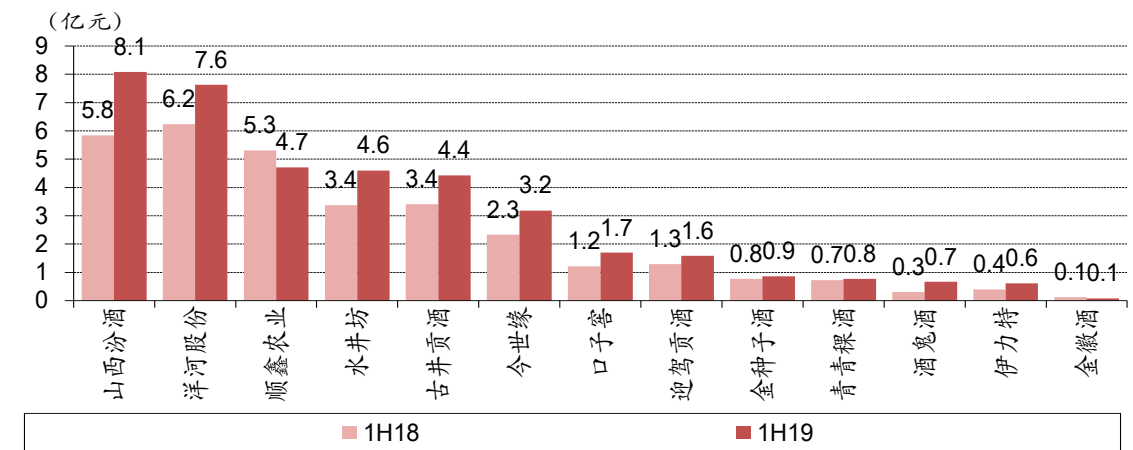
资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 19年上半年白酒上市公司剔除茅五销售费用率同比增0.6pct



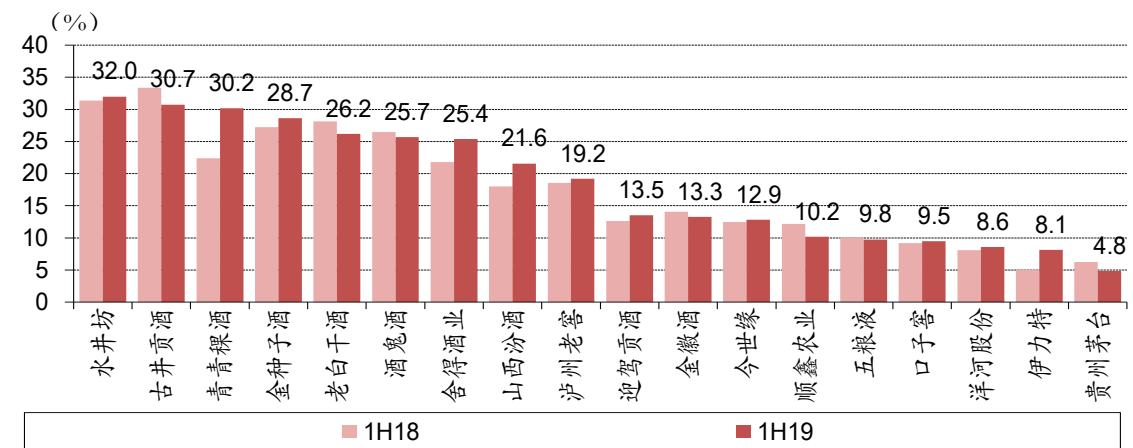
资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 白酒上市公司 19 年上半年广告费用投放对比



资料来源：万得，中银国际证券

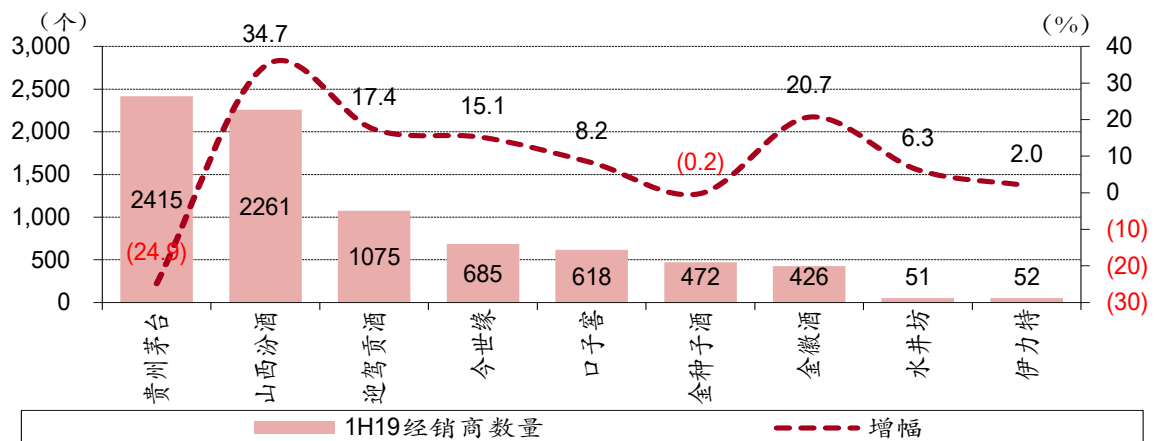
图表 18. 白酒上市公司销售费用率对比



资料来源：万得，中银国际证券

19 年上半年经销商数量普遍实现增长，渠道继续扩张，进一步下沉。贵州茅台由于销售体系调整，经销商数量同比减少 25%。山西汾酒招商速度加快，19 年上半年经销商数量同比增幅高达 34.7%，已披露的上市公司中增速最快(剔除数据异常的老白干酒)。迎驾贡酒值得关注，经销商数量增长 17.4%，增速高于今世缘，显示公司正处于渠道扩张期。

图表 19. 白酒上市公司 19 年上半年经销商数量对比



资料来源：万得，中银国际证券



名酒全国扩张继续推进，西北龙头表现偏弱。披露分区域收入的12家公司中，大本营外市场增速均高于大本营，印证了名酒全国化扩张的趋势。山西汾酒增长点已经从省内切换至省外。二线酒企中，今世缘省内外同时发力，表现较好。西北龙头酒企明显表现较弱，一方面大本营市场容量受限，另一方面品牌力弱于川苏皖名酒，省外扩张难度较大。

图表 21. 白酒上市公司产品分区域收入增速

(%)	2017		2018		19年1季度		19年上半年		备注
	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	
洋河股份	12	20	16	27	—	—	3	18	江苏
泸州老窖	(7)	49	—	—	—	—	—	—	西南
山西汾酒	41	21	37	64	12	44	10	49	山西
古井贡酒	19	6	26	16	—	—	—	—	华中
口子窖	31	11	17	28	6	23	9	27	安徽
迎驾贡酒	6	0	10	13	1	6	8	11	安徽
今世缘	15	4	27	29	30	72	28	51	江苏
水井坊	51	80	(0)	44	(15)	30	20	28	四川
舍得酒业	(3)	29	25	21	27	35	17	22	川渝
青青稞酒	(7)	(15)	6	(8)	—	—	(27)	(7)	青海
金徽酒	5	2	—	—	—	—	(2)	46	甘肃
酒鬼酒	11	99	39	43	—	—	33	38	华中
伊力特	13	16	6	35	11	(18)	(4)	10	新疆
老白干	27	(55)	12	161	8	356	29	48	华北

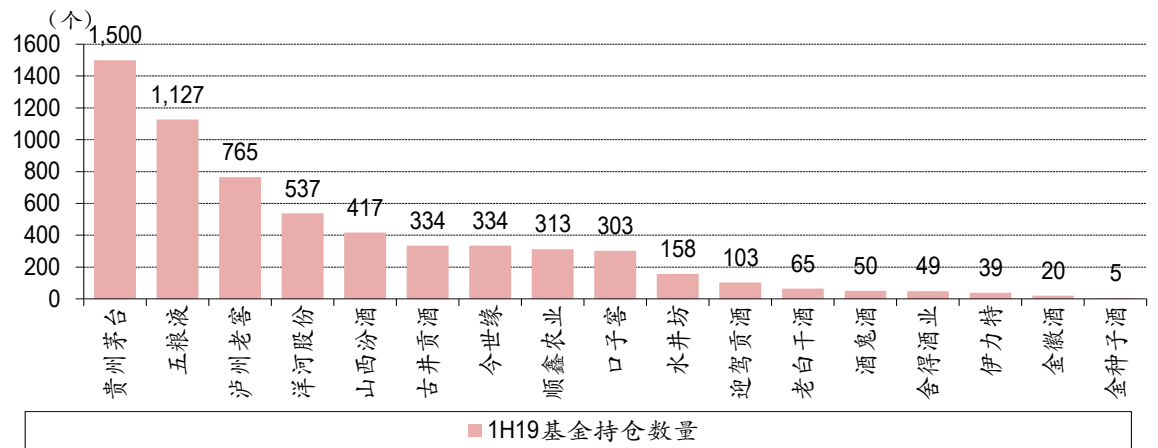
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

2Q19 白酒基金仓位继续上升

根据我们估算，2Q19 食品饮料板块基金全仓仓位 12.2%，环比增 1.6pct，白酒板块全仓仓位 8.3%，环比增 1.0pct。

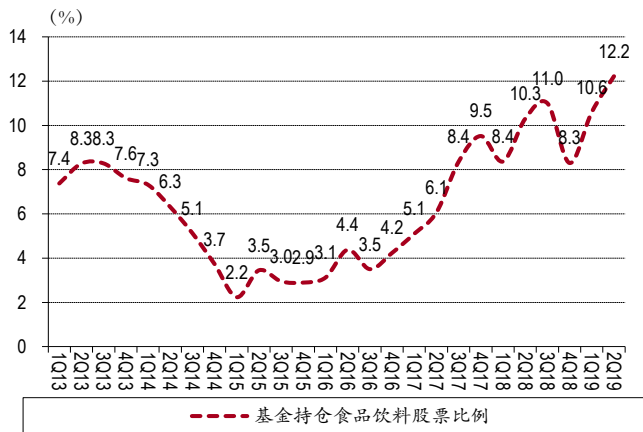
白酒公司重仓市值及重仓家数双升，部分公司增长翻倍。2Q19 白酒公司基金重仓家数与市值双升，部分公司增长翻倍。根据万的数据统计，茅台、五粮液、泸州老窖重仓家数分别环比增 405 家、250 家、82 家。五粮液、水井坊、泸州老窖、贵州茅台重仓市值环比增 58%、45%、44%、41%。

图表 20. 1H19 白酒股票重仓基金数量



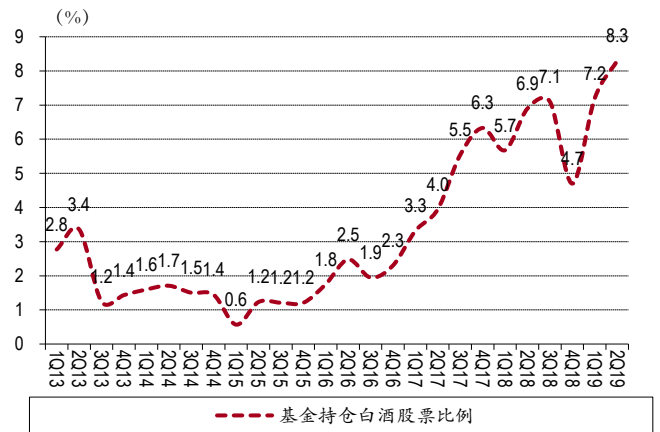
资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 全口径基金持仓食品饮料板块估算市值占比



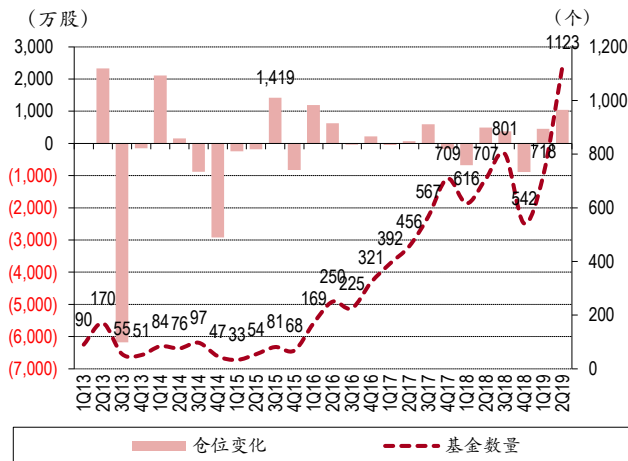
资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 全口径基金持仓白酒板块估算市值占比



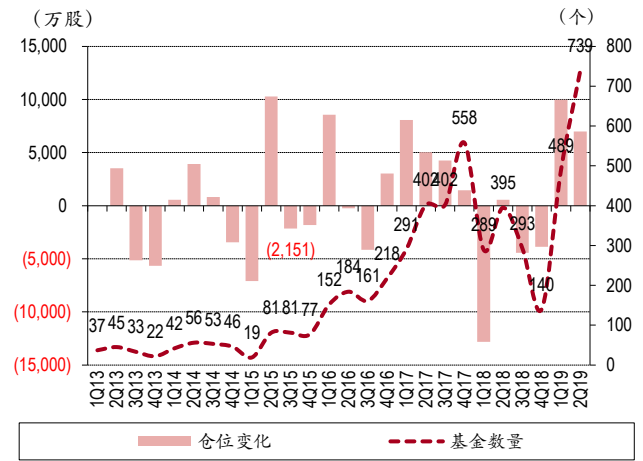
资料来源：万得，中银国际证券

图表 23. 贵州茅台重仓口径基金仓位变化



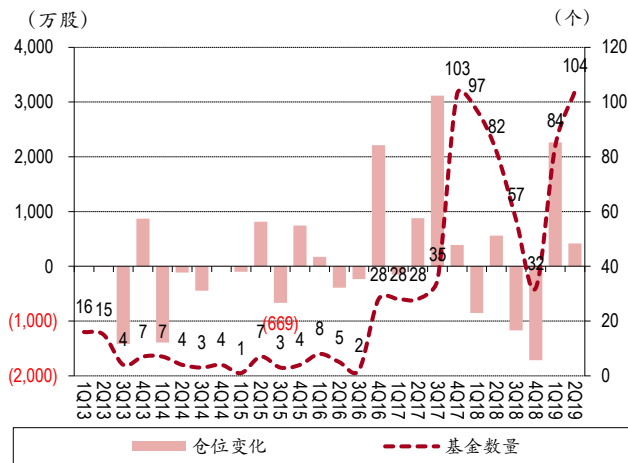
资料来源：万得，中银国际证券

图表 24. 五粮液重仓口径基金仓位变化



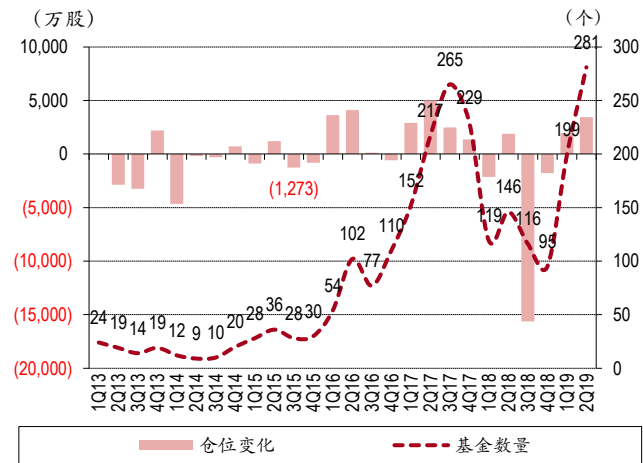
资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. 山西汾酒重仓口径基金仓位变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 泸州老窖重仓口径基金仓位变化

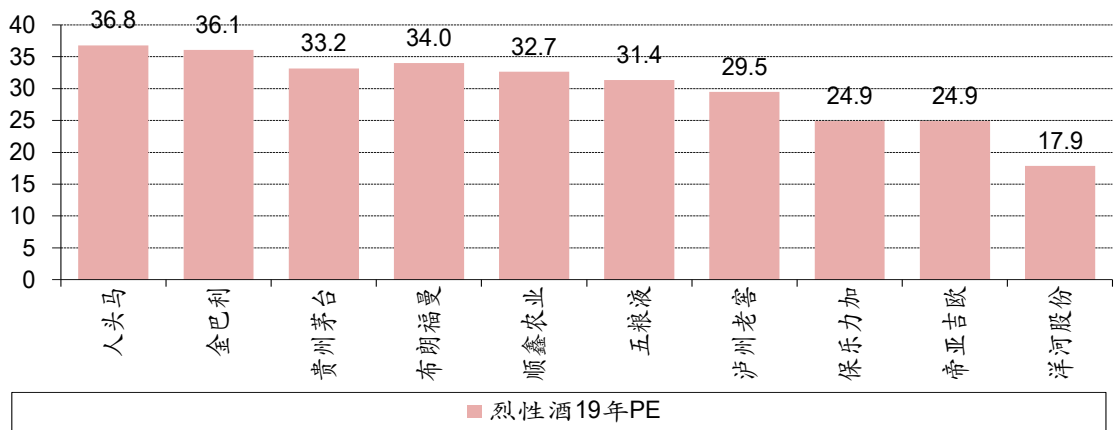


资料来源：万得，中银国际证券

投资建议：持有优质品种，等待催化剂

持有优质品种，等待催化剂。19年上半年白酒业绩增速小幅回落，主要受渠道扩张红利减弱的影响，但品牌白酒集中度进一步提升，业绩分化明显，名酒表现较好。白酒当前估值水平高于历史均值，短期提升空间不大，但行业出现大级别风险的概率低，2019年末估值可顺利切换至明年，优质品种可继续持有，等待催化剂。由于企业自身发展周期不同，2季度业绩出现分化属正常现象，重点看好有安全边际、未来业绩持续超预期概率高的优质企业，继续推荐山西汾酒、贵州茅台、顺鑫农业，适当关注低估值的迎驾贡酒、口子窖。

图表 29. 中国与全球烈性酒 19 年 PE 对比



资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截至2019年9月6日

图表 30. 2013 年以来食品饮料各子板块 PE (TTM)

	沪深 300	食品饮料	白酒	啤酒	葡萄酒	黄酒	肉制品	调味发酵品	乳品
最大值	18.5	39.0	39.4	64.1	56.8	94.3	35.0	59.9	48.1
最小值	7.7	15.3	8.4	27.4	15.0	29.8	17.3	24.2	20.9
现值	12.1	33.1	33.0	43.2	25.7	33.9	19.7	59.1	28.6

资料来源：万得，中银国际证券



风险提示

茅台放量可能导致价格出现明显回落。由于近期茅台价格上涨幅度较大，我们判断茅台公司下一阶段将加大市场投放量，若投放量超预期，可能对白酒价格体系产生影响。

由于草根调研样本点有限，白酒库存可能超预期。若草根调研的样本点代表性不够，可能影响我们对真实库存的判断。



附录图表 31. 报告中提及上市公司估值表

	代码	市值 (亿)	股价 2019/9/6	2018A	EPS 2019E	2020E	2018A	PE 2019E	2020E	评级
贵州茅台	600519.SH	14,352	1142.49	28.02	35.20	42.48	40.8	32.5	26.9	买入
五粮液	000858.SZ	5,435	140.01	3.45	4.45	5.29	40.6	31.5	26.5	买入
山西汾酒	600809.SH	662	76.00	1.68	2.40	3.12	45.3	31.6	24.4	买入
泸州老窖	000568.SZ	1,377	94.03	2.38	3.12	3.66	39.5	30.2	25.7	增持
顺鑫农业	000860.SZ	382	51.45	1.00	1.62	2.21	51.3	31.8	23.2	买入
舍得酒业	600702.SH	93	27.43	1.01	1.20	1.47	27.1	22.8	18.7	未有评级
口子窖	603589.SH	124	63.10	0.00	3.08	3.62	24.7	20.5	17.5	未有评级

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 9 月 6 日，未有评级公司盈利预测来自万得一预期



附：白酒中报重要信息整理

图表 32. 白酒上市公司产品策略

公司名称	18年(中报)产品策略	19年(中报)产品策略
泸州老窖	构建传统中式白酒、以传统中式白酒为基础的养生酒和创 新酒类产品“三大品系”；	聚焦“五大单品”，打造“浓香国酒”站位。
古井贡酒	加快产品结构上移，向次高端和高端产品发力。	加快产品结构上移，向次高端和高端产品发力。
酒鬼酒	主导产品内参酒、酒鬼酒的收入、销量、价格稳中有升， 全国性战略单品内参酒、高度柔和红坛酒鬼酒营业收入稳 步增长。	稳步推进“内参”酒稳价增量、“酒鬼”酒量价齐升、“湘泉” 酒增品增量的三大核心策略。
五粮液	系列酒品牌“三聚焦”原则加速落地，品牌清理有序推进。系 列酒按照“向中高价位产品聚焦、向自营品牌聚焦、向优势 品牌聚焦”的原则，加快完善“从次高端到中端到低端”的系 列酒重点品牌构建。	公司围绕“三性一度”的总方针，在继承和延续经典的基础 上，对品质、包装、防伪进行了三重升级，推出第八代经典五 粮液；
顺鑫农业	产品线方面，公司紧紧围绕清香型“二锅头”和浓香型 “百年”两大系列进行产品开发，形成了涵盖低、中、高 数百余种单品，全力推广百年系列、珍品陈酿等产品，着 力打造高中低端系列明星产品集群。	2019年，公司加速“深分销、调结构、树样板”三大转变，其 中通过“调结构”，实现从大单品一枝独秀到明星产品多头并 进转变。
伊力特	继续深化与盛初咨询公司的合作，对伊力特核心品牌价值 进行了深度提炼，并将产品价格体系、招商策略、招商布 局、渠道支持、经销商的管理等基础工作进行了重新梳理， 酝酿打造以“壹号窖”为代表的升级换代产品，固化企业 改革决心，为进一步打造伊力特核心单品奠定了基础。	公司将产品划分高、中、低档：高档酒伊力王酒、伊力老窖等； 中档酒伊力特老陈酒、伊力特曲等；低档酒伊力大曲等。2018 年公司重磅推出“伊力壹号窖”、“伊力生态小窖”，采用厂 商主导的经销方式。品牌发展战略：一个核心品牌为伊力壹号 窖系列产品，两个高端品牌分别为伊力王和伊力指示，三大基 石品牌为伊力老窖、伊力特曲、伊力柔雅。
金种子酒	公司白酒产品主要有浓香型白酒金种子系列酒、种子系列 酒、和泰系列酒、醉三秋系列酒和颍州系列酒，馥合香型 白酒金种子中国力量等。产品结构调整引领营销变革。 聚焦金种子中国力量和金种子年份酒，加快产品结构升 级；新研发健康酒养小健，开创健康青春小酒新品类。	公司坚持打造中国大众名酒实力品牌，现有“金种子”、“醉 三秋”两个中国驰名商标、一个“中华老字号”产品——颍州 佳酿，徽蕴金种子酒荣获“中国名酒典型酒”。
贵州茅台	上半年，茅台酒市场反应总体符合预期，酱香系列酒持续 稳中向好，整体发生了可喜变化。	公司主要指标继续保持“两位数”增长，延续了一季度稳中向 好的局面，总体呈现生产稳、市场稳、人心稳、局面稳的良好 态势。
老白干酒	主要产品为衡水老白干系列酒、承德乾隆醉系列酒、文王 贡系列酒、武陵系列酒、孔府家系列酒。	主要产品为衡水老白干系列酒、承德乾隆醉系列酒、文王贡系 列酒、武陵系列酒、孔府家系列酒。
舍得酒业	公司在坚持聚焦的前提下，着眼未来构建品牌矩阵，培育 超高端白酒品牌吞之乎、中档白酒品牌陶醉、青春小酒沱 小九。	公司构建了以舍得为核心品牌，沱牌为重点品牌，天子呼、陶 醉、沱小九为培育性品牌的品牌矩阵，建立了分品牌分事业部 的运作体系。
水井坊	2017年公司陆续推出高端产品典藏大师版和超高端产品水 井坊菁翠。在此基础上，2018年上半年，公司持续在市场 上推动高端化工作。	公司持续通过创新推动品牌高端化。2019年上半年，公司推出 三款新品，分别是水井坊井台丝路版、井台珍藏版和臻酿八号 禧庆版，其中井台丝路版针对全国九个不同省份定制的专属区 域装，以迎合不同省份目标群体的需求。
山西汾酒	公司将汾酒科技开发公司和汾酒创意定制公司联合运营， 联合进行产品开发和市场开拓，加速科研成果转化，推进 了酒类资源整合；成立汾牌系列酒营销公司与汾牌管理中 心，实现了公司个性化品牌生产统一调度、品牌系统运营； 公司“汾酒”、“竹叶青”两大品牌在销售队伍、经销网络、资 源配置等方面实现了一体化运营，利用汾酒目前品牌、渠 道资源优势，有效带动了竹叶青酒的市场复苏。	对全国市场进行全系列产品销售配额制管理，重点管控青花、 玻汾系列产品，建立了以区域市场和经销商档案管理、分级管 理为依据的配额制，制定了全年、季度间、各级经销商的配额 管控与协调。公司围绕“一优三强”酒类品牌一体化运作新模 式，成立营销改革办公室，让汾酒在发挥营销龙头的同时，加 快与竹叶青酒、杏花村酒、汾牌系列酒资源共享、协同发展， 公司大力度开展品牌瘦身，规范产品包装。
迎驾贡酒	全面梳理现有价格体系，结合产品定位、市场差异、渠道 特点等统筹考虑，合理分配各层级利润；	根据市场发展及产品成长的需要，进一步梳理迎驾系列产品， 针对生态洞藏等系列进行了不同程度提价，促进产品的健康发 展，推动市场量价齐升。
今世缘	今世缘品牌定位为“中国人的喜酒”，高沟品牌定位为 “正宗苏派老名酒”；聚焦主导产品，突出打造了四开国 缘大单品，升级了今世缘省内典藏产品，统一了省内外主 导产品形象。同时精简区域BC类产品102款，实现了产品 聚焦和销售同比的回升，主导产品地位逐渐凸显。	国缘品牌以“销售规模稳健增长，市场价格稳定微增”为策略 方向，突出了老开系单品打造，加快了国缘V系战略培育，保 持了高速增长，占比进一步提升。清晰了今世缘品牌产品布局 和价格带分布，导入了典藏20产品，提升了主导产品价值形 象，主导典藏系列占比进一步提升。高沟品牌强化了高沟青花 系列的主导主推地位，补充了高沟陈酿精酿两款光瓶新品，丰 富了产品线。同时围绕“喜、缘”文化，突出婚姻、感恩等缘 文化场景，丰富开发了14款包含缘文化识别性元素的结婚周 年纪念及珍藏类礼品。
口子窖	口子坊、口子窖系列中高档白酒产品。目前公司形成了高、 中、低档全系列的产品序列。	口子坊、口子窖系列中高档白酒产品。目前公司形成了高、中、 低档全系列的产品序列。
金徽酒	公司主导产品涵盖“金徽年份”、“金徽正能量”、“柔 和金徽”、“世纪金徽星级”、“金徽曲酒”等多个系列， 产品具有“只有窖香没有泥味”的独特物理属性。	公司持续优化升级产品结构，金徽十八年、柔和金徽、金徽正 能量等百元以上高档产品较快增长。
青青稞酒	公司重点打造的形象产品——有机酒金宝，持续不断的针 对酒体和包装进行升级优化。作为公司重点培育的大单品 小酒“天佑德小黑青青稞酒”销售持续增长。	聚焦核心产品，打造具备竞争力的“拳头产品”，上半年，公 司开发推出新版国之德产品，产品向上突破，占据次高端产品 赛道。开发推出“红五星”产品，继承“红四星”产品势能， 打造新一代明星产品。开发推出文创旅游版小黑产品，让小黑 青青稞酒更具文化属性、旅游概念，精准投放青海旅游渠道。除 此之外，公司相继开发14款迭代、升级、创新产品，满足不 同渠道及价位段消费者需求。

资料来源：公司公告，中银国际证券



图表 33. 白酒上市公司营销策略

公司名称	18 年 (中报) 营销策略	19 年 (中报) 营销策略
泸州老窖	继续坚持双品牌战略和五大单品战略不动摇, 坚持国窖 1573“浓香国酒, 让世界品味中国”和泸州老窖“浓香正宗, 中兴”战役。通过与“澳大利亚网球公开赛”深度合作, 连续国味道”的定位不动摇; 坚定不移地实施打造高端品牌、策举办“让世界品味中国”全球文化之旅、“国际诗酒文化大划高端宣传、吸附高端群体的品牌塑造策略, 强力拉升品牌”、《孔子》《李白》文艺演出、“封藏大典”“高粱红了”牌形象。通过国窖 1573 系列产品抢占高端市场, 重塑企业等品牌文化活动, 品牌美誉度持续提高; 推出欧美市场专属与品牌形象; 充分发挥老字号特曲、6080 特曲、窖龄酒各产品明江白酒, 成功布局海外市场; 以传统中式白酒为基础自优势, 形成腰部支撑; 把握大众产品竞争机遇期, 力争的养生酒和年轻化、时尚化为主题的酒类产品持续创新、优实现头二曲大众市场覆盖率第一, 强化塔基作用。	坚定实施泸州老窖五大单品战略, 打响泸州老窖“品牌复 持续加强品牌建设投入, 推进品牌复兴工程; 推动数字化 古井、国际化古井、法治化古井建设, 打造智能型管理企业; 积极探索内部创新机制, 打造“小微平台”和盈利中心。
古井贡酒	推动数字化营销转型, 战略“5.0”进一步落地。	
酒鬼酒	实施品牌拉动战略, 围绕“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”品牌核心价值链, 推动品牌“高端引领、高优结构、高精定位、高效投入、高雅体验”。公司成立接待中心, 面向客户组织“酒鬼酒产地文化生态游”, 实地体验酒鬼酒独特的生态品质、馥郁品类和文化品位; 面向金融证券圈和上市公司进行“品内参”高端圈层体验; 面向文化名人和专家学者, 通过“内参诗酒文化社”举行主题沙龙分享品牌文化和品牌思想; 面向商务和大众消费者, 广泛开展宴席餐饮体验和品鉴酒店体验。	加大广告传播力度, 以央视传播、高端会议引领品牌, 强化“文化酒引领者”的品牌高度; 以冠名地方电视精品节目、新媒体讲述品牌故事提升品牌热度; 以核心市场户外媒体投放、消费者促销推广、会议营销活动提升品牌粘度和氛围。
五粮液	五粮液品牌推广与宣传成效显著。按照“以核心消费群体培育为中心, 打造品牌力”的总体要求, 上半年公司启动了公部管总, 战区管战”的深耕区域市场、快速响应市场的模司高层“走访大企业”活动, 通过走访, 与更多的高端商务消费圈群建立了联系, 搭建了良好的互动平台; 同时, 公司等职能下沉到一线, 促进团队向数字化终端营销转型, 提高紧紧围绕五粮液“品牌提升和价值重塑”, 大幅提升传统户外媒体利用率和覆盖率。	公司按照“纵向扁平化、横向专业化”的思路, 将原有 7 大营销中心改为 21 个营销战区, 下设 60 个营销基地, 构建“总育为中心, 打造品牌力”的总体要求, 上半年公司启动了公部管总, 战区管战”的深耕区域市场、快速响应市场的模司高层“走访大企业”活动, 通过走访, 与更多的高端商务消费圈群建立了联系, 搭建了良好的互动平台; 同时, 公司等职能下沉到一线, 促进团队向数字化终端营销转型, 提高紧紧围绕五粮液“品牌提升和价值重塑”, 大幅提升传统户外媒体利用率和覆盖率。
顺鑫农业	公司白酒“牛栏山”在“正宗二锅头, 地道北京味”的民酒产品定位下, 着力打造成为“民酒”中的“名酒”。	公司白酒“牛栏山”在“正宗二锅头, 地道北京味”的民酒产品定位下, 着力打造成为“民酒”中的“名酒”。公司白酒紧紧围绕“四·五”战略部署, 坚持以市场为导向, 积极推进营销机制创新, 强化终端建设管理, 着力提升营销队伍素质, 稳步推进泛全国化市场布局。
洋河股份	上半年, 公司发力营销战略创新, 有序推进明星工程、梦之蓝梦想汇等各项工作, 积极创新品牌传播方式, 冠名央视的《经典咏流传》、开展“梦之蓝·敬我最尊敬的人”等活动, 推动了梦之蓝等高端品牌形象升级, 公司的品牌势能进一步集聚, 并助力公司营销业绩稳健增长。公司入选“2018 世界最具价值品牌 500 强”, 排名第 215 位, 较去年提升 175 个位次; 在“全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜上, 位列中国第二、全球第三位, 正式由中国老八大名酒走向世界新八大名酒。同时, 公司连续两年入选“BrandZ2018 最具价值中国品牌 100 强”, 位居榜单第 49 位。	上半年, 公司发力营销战略创新, 有序推进明星工程、梦之蓝梦想汇等各项工作, 积极创新品牌传播方式, 冠名央视的《经典咏流传》、开展“梦之蓝·敬我最尊敬的人”等活动, 推动了梦之蓝等高端品牌形象升级, 公司的品牌势能进一步集聚, 并助力公司营销业绩稳健增长。公司入选“2018 世界最具价值品牌 500 强”, 排名第 215 位, 较去年提升 175 个位次; 在“全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜上, 位列中国第二、全球第三位, 正式由中国老八大名酒走向世界新八大名酒。同时, 公司连续两年入选“BrandZ2018 最具价值中国品牌 100 强”, 位居榜单第 49 位。
伊力特	公司围绕“品牌重生, 营销转型”的经营方针。	公司将以“三个担当、两种作为和两种气象”为标准整顿经销队伍, 刺激销售队伍持续发力, 实现市场拓展的实质性突破。
金种子酒	机构改革推动营销升级。通过内部管理组织架构调整, 核心产品事业部运作。同时, 定制酒事业部、电商事业部作为新型销售渠道, 对公司传统产品的销售起到了良好的补充作用。	公司将继续做好队伍建设、市场氛围和产品曝光率等专题活动开展, 扩大产品品牌知名度; 加强对市场各项活动开展情况的监督考核, 做好公司阶段性、延续性重点工作。
贵州茅台	按照“保目标、补短板、强后劲、谋长远”的主线, 紧扣生产、销售、管理等重心任务, 深入落实年度经营计划。	公司始终围绕提高掌控终端市场价格的能力, 有效遏制经销商囤货、炒作及茅台价格上涨的问题, 提升品牌传播、消费者对质量展开。
老白干酒	衡水老白干继续实施聚焦战略, 与乾隆醉酒携手深化河北核心区域市场建设, 把资源和力量向消费者集中, 加快营销转型。公司通过婚宴、商务、地推、大型品牌会销等营销活动, 着力构建“企业—消费者”一体化关系, 通过免费品尝、品鉴会、演唱会、品牌会销、基地游等形式, 形成口碑传播, 拉近与消费者的距离, 促进了公司白酒市场竞争力的不断提升。	衡水老白干继续实施聚焦战略, 与乾隆醉酒携手深化河北核心区域市场建设, 把资源和力量向消费者集中, 加快营销转型。公司通过婚宴、商务、地推、大型品牌会销等营销活动, 着力构建“企业—消费者”一体化关系, 通过免费品尝、品鉴会、演唱会、品牌会销、基地游等形式, 形成口碑传播, 拉近与消费者的距离, 促进了公司白酒市场竞争力的不断提升。

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



续 图表 33. 白酒上市公司营销策略

公司名称	18 年 (中报) 营销策略	19 年 (中报) 营销策略
舍得酒业	在白酒销售方面, 公司改变 2016 年改制以前重生产轻营销的模式, 建立了数千人的专业营销团队, 形成了分事业部运作, 高度扁平至区县的经销商代理模式。公司不断加强对市场、渠道及消费研究, 通过行业首创的自建品牌 IP《舍得智慧讲堂》打造品牌, 整合媒介、公关、互联网等多种手段提升品牌知名度和美誉度, 不断提升品牌价值。	公司通过行业首创的自建品牌 IP《舍得智慧讲堂》打造品牌, 整合媒介、公关、互联网等多种手段提升品牌知名度和美誉度, 不断提升品牌价值。在品牌建设方面, 公司聚焦舍得品牌, 将“舍得”打造为高端品牌代表, 次高端价位龙头; 提升沱牌品牌, 将“沱牌”打造为最具性价比的中国名酒; 构建品牌矩阵, 培育超高端白酒品牌天子呼、中端白酒品牌陶醉、青春小酒沱小九。
水井坊	携手央视联合 9 大国家级博物馆, 打造大型文博综艺节目《国家宝藏》。创新升级品鉴会, 打造行业标杆。2018 年上半年, 公司全面升级品鉴会体验, 通过“水井坊壹席”, 将品鉴会品牌化。升级后的“水井坊壹席”是以“水井坊·典藏大师传承”这一沟通主题, 公司持续对“品牌盛宴”和“品鉴会”版“搭配匠心烹制的佳肴, 为目标消费者带来专属的宴饮体进行品牌化运营, 聚焦品牌历史传承, 践行差异化品牌传播, 让其感受到“壹席”带来的高端性, 并有力拉动了产品销路。继续围绕“600 年, 每一杯都是活着的传承”品牌定位, 进行更符合消费者洞察的沟通, 强化品牌特有印记。	2019 年上半年, 公司继续围绕“600 年, 每一杯都是活着的传承”品牌定位, 进行更符合消费者洞察的沟通, 强化品牌特有印记。
山西汾酒	深化品牌传播策略, 提升立体化品牌建设。继续在山东济南、河南郑州举办“行走的汾酒”大型主题文化营销活动, 通过文化传播、历史解读引导经销商和消费者全面了解汾酒, 通过文化助力市场营销; 全面开启“汾酒全球品质行”, 先后登陆巴菲特股东大会中美投资人会议、哈佛中国论坛、中美企业峰会、波兰国际食品展、中俄品质对话等国际性财经、文化、质量及行业交流平台, 在全球范围内引发极大关注、新闻浏览量屡创新高; 广泛传播“汾酒新声音”, 与央视《国家记忆》《朗读者》《对话》以及凤凰卫视、北京卫视等电视媒体的多个品牌栏目进行深度合作, 进一步宣传汾酒品牌形象。	以建国 70 周年暨山西汾酒上市 25 周年为契机, 举办上市 25 周年论坛、书画展和知识竞赛活动, 提升汾酒品牌力; 以国家战略引领品牌战略, 国际推广彰显民族品牌, 按照“国际汾”的传播定位, 围绕“中国汾酒畅享全球”这一主题继续开启品牌推广国际化的新征程。先后亮相外交部 2019 年全球推介会, 布魯塞爾“国际烈性酒大赛”, 香港“一带一路”国际食品展、以首席合作伙伴身份加盟巴菲特股东大会第七屆中美投资人酒会; 以东方舞台为阵地, 策划参展国际贸易盛会“广交会”, 积极对接“一带一路”; 广宣投放抢占流量“高地”, 央视投放以“民族匠心品牌”名号与国家级大事件爆点营销组合为投放策略, 有效塑造汾酒在社会大众中的“国家品牌”形象。
迎驾贡酒	坚持“品牌引领、资源聚焦、核心区域高占有”的营销战略, 以点带面, 从线到面, 加速布局生态洞藏系列等中高档产品; 在平台上开展“迎驾洞藏—我的大学”助梦计划评选等话题促销活动, 结合事件营销、活动营销等, 培育大单品, 提升品牌影响力, 增加与粉丝的互动性; 加强消费者互动, 策划了“寻找升区域市场的销售规模, 进一步巩固核心市场份额。2019 年安徽搅蛋王”、“寻找品酒师”、“品生态迎驾, 倡绿色出行”上半年, 公司成功召开“中国生态白酒之乡——安徽霍山宣等活动, 积极筹备各地演唱会, 提升消费者对产品和品牌传播推广会”, 迎驾品牌形象显著提升。	继续加大生态洞藏系列白酒的推广力度, 开展形式多样的主题活动, 提升品牌影响力, 增加与粉丝的互动性; 加强消费者互动, 策划了“寻找升区域市场的销售规模, 进一步巩固核心市场份额。2019 年安徽搅蛋王”、“寻找品酒师”、“品生态迎驾, 倡绿色出行”上半年, 公司成功召开“中国生态白酒之乡——安徽霍山宣等活动, 积极筹备各地演唱会, 提升消费者对产品和品牌传播推广会”, 迎驾品牌形象显著提升。
今世缘	公司以“缘”文化为核心, 以“酒”为载体, 培育今世缘文化体系, 打造了独具特色的企业品牌形象。具有“中华缘文化代表品牌”的品牌地位、“中华缘文化传承人”的文化地位, 今世缘努力塑造“中国人的喜酒”品牌形象, 国缘重新确立了“中国高端中度白酒”的定位。	全面深化了“五力工程”, 构建了“品牌+渠道”双驱动营销体系。升级了央视新闻频道国缘品牌整点报时, 由全年双日播出升级为国缘、今世缘双品牌交叉连续播出, 保持品牌曝光度和形象占位。以家国情怀为主线, 组织了《中国节·中国缘》系列传播, 适时推出了缘文化系列短片, 开展了“国缘 V 系高端鉴赏荟”“体验中度之美国缘鉴赏荟”等品鉴推介活动, 升级了“家有喜事, 就喝今世缘”的品牌诉求, 深化了“今世缘·等着我”落地传播, 开发了公益定制酒并举行了上市首发仪式。
金徽酒	一是实施精准营销, 强化“千网工程”, 加大核心店、金网店建设, 加强对经销商的管理、细化考核方式, 维护市场, 促进终端动销; 二是省内成熟、成长性市场以世纪金徽五星和金徽十八年为主导, 省外市场重点打造金徽正能量系列大单品, 实现中高端市场大突破, 围绕开拓中高端市场聚焦产品线、渠道和核心消费者。	公司通过实施非公开发行 A 股股票, 建立优秀经销商资管计划持股, 完善“厂商一家”利益共同体建设; 持续推进“深度分销”渠道网络建设, 建立“万商联盟”体系、金徽积分宝系统, 强化终端门店掌控力度, 发挥终端门店作为连接金徽酒与消费者的纽带作用。
青青稞酒	通过中酒云营销系列工具的落地, 为传统酒企提供了全产业链“+互联网”的解决方案, 将酒企营销的每个环节和步骤进行数据化, 从而实现精细化管理和可视化监测。	组织召开“全国经销商大会”, “第三届全国供应商大会”, 加强与合作伙伴的合作关系。特别是召开“中国青稞酒研究院成立大会”, 标志着天佑德青稞酒在科研、创新领域, 占领了战略高地, 为推动企业及行业发展、建立科研平台夯实了科研基础。

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 34. 白酒上市公司渠道策略

公司名称	18年(中报)渠道策略	19年(中报)渠道策略
泸州老窖	扩大区域市场会战规模, 统一规划、统一配置、统一调度品牌团队及营销资源, 推进市场精耕, 整体成效显著。	公司提出了“东进南下”策略, 即重点开发华东与华南市场。根据我们调研, 目前公司在华东区域增速最快, 华北和华中其次。
酒鬼酒	聚焦核心战略市场, 优化市场布局, 继续推动渠道下沉, 强化直控终端, 推进终端核心店和售点网络建设。上半年, 核心市场湖南大区销售占比约41%, 战略市场(京津冀、山东、河南)销售占比约23%, 核心及战略市场的核心店实现较快增长, 酒鬼酒主要产品紫坛、红坛、黄坛覆盖率稳步提升。	推进“内参”品牌公司化运作、全国化营销。基于对“内参”酒“高品质、高价值、高形象、高成长”的信赖与认同, “内参”全国优秀经销商发起成立“内参”酒专营公司——内参酒销售有限公司, 构建厂商价值一体化模式, 深耕湖南根据地, 布局北京、河北、广东等战略市场, 成立北京、华北、中原、华南四个省外站区, 开启“内参”酒全国化进程。
五粮液	“百城千县万店”工程稳步推进。公司继续坚持“以核心终端建设为基础, 以核心消费群培育为中心”, 持续全面推进“百城千县万店”工程, 采取稳步推进策略, 更加强调工程建设的质量。3.商家结构得到进一步优化。公司持续实施“优质投放”的计划管理原则, 将有限的五粮液产品资源向重点市场、核心终端和“百城千县万店”工程取得成效的市场倾斜, 进一步优化商家结构。同时, 公司也进一步提高了新商家选择标准。	“百城千县万店”工程稳步推进。公司继续坚持“以核心终端建设为基础, 以核心消费群培育为中心”, 持续全面推进“百城千县万店”工程, 采取稳步推进策略, 更加强调工程建设的质量。公司持续实施“优质投放”的计划管理原则, 将有限的五粮液产品资源向重点市场、核心终端和“百城千县万店”工程取得成效的市场倾斜, 进一步优化商家结构。同时, 公司也进一步提高了新商家选择标准。
顺鑫农业	牛栏山已经拥有了包括河北、内蒙、江苏等多达18个亿元级省级市场, 外埠市场销售收入逐年提高, 重点发展的长江三角洲市场, 销售收入同比增长78%; 湖南市场, 销售收入同比增长103%; 新疆市场, 销售收入同比增长160%, 全国化布局收效显著。未来几年, 公司将重点打造“样板市场群”, 在长三角、珠三角、华北、东北和西北, 甄选并培育5-10个外阜重点市场, 形成5-10亿元销售规模的省级样板市场。	从深耕北京到同步打造外埠样板市场转变。狠抓渠道建设, 以战略单品为基础, 继续调整产品结构, 增强品牌竞争力, 稳步推进泛全国化市场布局, 外埠市场销售收入稳步增长。
伊力特	公司紧紧围绕主业做大、做强, 不断优化资源配置, 加快企业主动走出去的步伐, 与微酒联合开展了“区域名酒全国化论坛”; 加速构建经销商、直销加线上销售的三足鼎立销售模式, 与四川华龙祥酒业、1919、酒仙网等实力资源兼具的经销商达成合作共识;	上半年公司销售面临着挑战严峻, 疆内市场销售总量萎缩, 疆外市场处于开拓期, 公司营销处于战略转型期; 下半年, 公司将以“三个担当、两种作为和两种气象”为标准整顿经销队伍, 刺激销售队伍持续发力, 实现市场拓展的实质性突破, 公司将继续精耕疆外市场, 内强经营管理。
金种子酒	省内持续渠道下沉, 实施市场精细化运作, 品牌持续提升; 省外加大环安徽拓展, 环安徽省份销售网络进一步强化。	继续做好省内渠道下沉工作, 省外拓展进一步强化。
老白干酒	以并购丰联酒业为契机, 加快整合, 优化资源配置。	公司白酒产品在河北省及周边山东、河南、内蒙、辽宁等地, 安徽、湖南等地区拥有较高的品牌认知度和市场份额。
舍得酒业	公司加强市场布局, 优先推动舍得的全国化布局, 全力构建以核心渠道为基础, 以消费者培育为中心的营销模式。	公司建立了专业营销团队, 形成了以地县级经销商为主的扁平化、短渠道代理模式。公司加强市场布局, 优先推动舍得的全国化布局, 全力构建以核心渠道为基础, 以消费者培育为中心的营销模式。
水井坊	公司着力开拓河北、山东、江西、陕西和广西五大新兴核心市场, 并取得了较为良好的业绩增长。上述五大新兴核心市场与原十大核心市场一起成为水井坊业绩增长的主要来源。而在具体市场拓展方面, 公司坚定不移地贯彻“蘑菇战术”, 对优势市场精耕细作, 并借此带动周边协同发展。	公司目前主要有两种销售模式: (1) 传统总代模式。该模式以一省或多省为单位, 由公司指定某一经销商作为公司的合作伙伴, 在区域内独家代理公司产品销售。(2) 新型总代模式。在新型总代模式下, 公司负责销售前端管理, 实现对售点的掌控和开拓, 总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。同时, 在上述省份, 也相应增加了销售团队人手配备以适应新模式下的业务发展, 加强对终端的服务和管理。
山西汾酒	明确营销系统各级责任、权力和激励政策, 对市场费用审批及核报充分授权, 坚持以“费用落地”为核心, 鼓励各区域做基础建设, 提升了产品价格管控能力; 夯实核心终端建设, 逐步实现市场费用方案网络签批的全国化, 不断扩大系统终端管理系统范围, 基本实现了对各地终端情况的实时掌控, 切实提高了大数据运用及信息分析的能力。	2019年公司确定了一个大本营市场(山西), 三大重点板块(京津冀、豫鲁、陕蒙), 三小市场板块(华东、两湖、东南), 13个机会型省外市场组成的市场格局, 简称“13313”格局。通过市场分级筛选, 按照市场特点分策打造、精耕细作, 省内市场确保快速增量与良性发展, 省外市场聚焦突破。

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

续 图表 34. 白酒上市公司渠道策略

公司名称	18 年（中报）渠道策略	19 年（中报）渠道策略
迎驾贡酒	制定业务规范，重点突出主渠道的引导和操作，制定招商及客户发展奖励管理办法，鼓励招好商、招优商。	聚焦安徽、江苏、上海等核心市场，加强渠道建设和下沉，并进行分类管理，优化资源配置，聚焦重点渠道，核心终端的掌握数量不断增加。
今世缘	公司拥有一支熟悉业务、能苦善战的营销队伍，通过营销方式转型，采用移动访销、厂商深度协销、差异化产品经销、直分销结合等手段，渠道网络建设下沉到乡镇，终端掌控延伸到门店，为市场精耕打下基础。同时，公司发挥品牌文化优势，开发了喜庆家、美酒银行、今世缘旅游等产品项目，积极探索白酒行业营销新模式，赢得新顾客。	公司按照“因地制宜、品牌匹配、分类施策”三项原则分类精耕，推进了渠道向扁平化、精细化方向发展，提升了市场覆盖率。规范了电商渠道运作，以喜庆家电商公司为主体，强化参与了天猫、京东、苏宁易购等主流电商平台的运营，线上线下相互协同。
口子窖	省内市场巩固提升基础面，深化渠道基础，紧盯高端市场份额，实现口子窖系列产品全覆盖，同时寻求中档以上产品的全面均衡化发展。省外市场以点带面，点状发展，板块化布局，一批具有实力、队伍的省内经销商进入省外重点区域发展，推进全国化市场的初步布局。	省内市场进一步实施渠道下沉，强化了酒店渠道的掌控力，同时加强了与重点工商企业、重点消费类企业与消费带动核心群体的公关推广工作。省外市场点状化发展重点市场，寻求整体市场有节奏的稳健推进，稳步推进口子窖销售网络的全国化布局。
金徽酒	公司销售网络已覆盖甘肃、宁夏、陕西、新疆、西藏等西北市场，进一步巩固公司在西北区域的强势品牌地位。	省内市场进一步细化，根据各县区市场情况，制定有针对性的营销政策，一县一策、灵活实施，促进不同系列产品协调发展，持续提升市场份额。省外销售网络已覆盖甘肃、宁夏、陕西、新疆、西藏等西北市场，进一步巩固公司在西北区域的强势品牌地位。
青青稞酒	2018 年上半年，公司确定“扎根青海、拓展西北、布点全国”策略，不断优化青海省内扁平化管理组织。	2019 年上半年，公司销售区域聚焦西北市场，重心持续保持在核心市场青海、甘肃，品类聚焦青稞白酒。

资料来源：公司公告，中银国际证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371