

若白酒消费税征收环节后移，渠道力强的酒企将受益



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——食品饮料行业动态点评（20191010）

❖ 事件

昨日，国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》（以下简称《方案》），方案指出将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源。先对高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等条件成熟的品目实施改革，再结合消费税立法对其他具备条件的品目实施改革试点。目前《方案》尚未明确是否将白酒纳入实施范围中。

❖ 点评

酒企消费税征收环节后移将导致税基扩大，征收额增加。消费税属于价内税，一般在应税消费品的生产、委托加工和进口环节缴纳，以出厂口径销售额作为税基，现行征收政策为量价复合征收，从价征收 20%加从量征收 0.5 元/500 克，由于价款中已包含消费税，因此在批发、零售环节中不必纳税，《方案》提出将现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，消费税基将变为批发口径或者零售口径，对于白酒行业来说，虽然白酒流通渠道较为复杂，渠道漏交率会上升，整体来看税基仍将扩大、征收额将增加。

高端酒企避税能力及税负转移能力强。我们假设将白酒纳入实施范围，生产企业将通过下调出厂价、补贴经销商及终端、提升终端价等方式来稳定渠道利润、调整与渠道分利模式，短期内产品价格体系将出现小幅调整。从中小酒企角度来看，若渠道价格与出厂价差较大，在税率不变、消费税额增加的背景下进行提价将直接影响到销量，因此采取补贴经销商及终端、下调出厂价可能性较大，消费税征收环节后移将对渠道价差较大的中小企业产生明显负面影响，对渠道价差较小、渠道力较强的中小企业影响较小。从高端酒企角度来看，我们通过计算酒企的消费税/收入（避税能力）及消费税/净利润（向下游转嫁税负的能力）发现，高端酒受益于较强的渠道力及议价力，避税能力及向下游转移税负能力强，因此下调出厂价概率较小，增加的消费税将由流通环节承担。整体来看，消费税征收环节后移将加剧白酒行业分化，渠道力及议价力强的酒企有望受益，而大众酒竞争将加剧。

地方中央共享消费税增量，消费环境有望改善。《方案》中表示改革调整的存量部分核定基数，由地方上解中央，增量部分原则上将归属地方，这在一定程度上利于地方税源拓展、缓解财政压力、提升政府征税积极性，受益于当地消费的提升，消费环境的改善将利于区域性酒企的发展。标的方面，高端酒为确定性最高的板块，推荐关注：贵州茅台、五粮液、泸州老窖，同时也推荐处于势能释放期的地域性酒企，推荐关注：古井贡酒、山西汾酒、顺鑫农业等。

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	行业点评
所属行业	食品饮料
报告时间	2019/10/10

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaoqian@cczq.com

📄 川财研究所

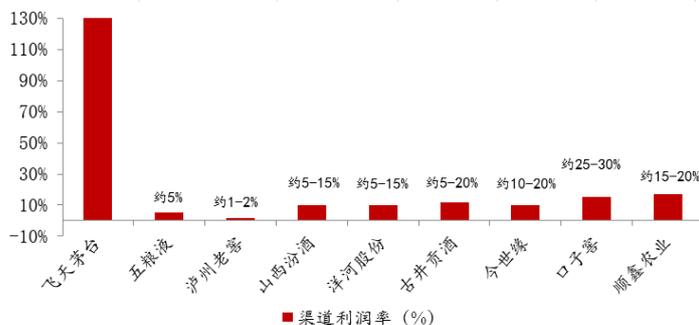
北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

图 1： 高端酒避税能力及税负转移能力较强

		消费税/营业收入					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
高端酒	贵州茅台	6.1%	7.6%	13.1%	11.0%	11.7%	8.8%
	五粮液	5.0%	5.8%	5.5%	8.8%	11.6%	11.1%
	泸州老窖	4.7%	5.9%	7.9%	10.1%	9.6%	10.1%
次高端酒	山西汾酒	12.6%	13.9%	16.2%	16.8%	15.8%	13.5%
	水井坊	10.9%	10.1%	10.1%	11.5%	12.3%	13.4%
	舍得酒业	9.7%	9.6%	8.5%	11.1%	11.5%	10.7%
	酒鬼酒	11.9%	12.3%	11.2%	12.1%	12.3%	13.0%
区域性酒	洋河股份	9.3%	9.8%	9.3%	8.8%	12.6%	10.8%
	古井贡酒	11.9%	12.4%	12.7%	13.0%	11.7%	11.9%
	今世缘	8.1%	8.4%	7.3%	11.1%	14.2%	11.7%
	口子窖		13.0%	12.9%	13.5%	12.9%	12.2%
三四线酒	顺鑫农业	8.1%	9.0%	9.4%	9.3%	11.1%	8.3%
	伊力特	12.6%	13.8%	13.7%	12.9%	12.2%	12.5%
	老白干酒	10.8%	11.2%	12.4%	12.4%	12.2%	12.3%
	金徽酒			12.5%	12.2%	12.7%	12.2%
	迎驾贡酒		13.4%	12.8%	12.8%	12.9%	12.4%
总计		7.3%	8.6%	10.3%	10.6%	11.9%	10.4%
		消费税/净利润					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
高端酒	贵州茅台	12.5%	16.0%	30.5%	23.6%	24.4%	17.5%
	五粮液	18.1%	20.4%	19.7%	27.3%	34.8%	32.3%
	泸州老窖	28.4%	27.7%	34.2%	41.0%	36.0%	29.5%
次高端酒	山西汾酒	138.4%	110.0%	118.1%	107.3%	101.3%	72.5%
	水井坊		97.8%	52.7%	70.3%	60.0%	66.8%
	舍得酒业	1044.8%	1552.7%	154.5%	126.4%	74.5%	70.1%
	酒鬼酒		83.5%	67.3%	60.3%	65.4%	59.3%
区域性酒	洋河股份	30.2%	29.4%	27.4%	26.3%	37.6%	30.9%
	古井贡酒	92.9%	91.0%	91.9%	78.7%	60.1%	57.0%
	今世缘	30.1%	29.8%	24.8%	36.5%	46.0%	33.3%
	口子窖		55.4%	46.8%	43.7%	35.9%	32.9%
三四线酒	顺鑫农业	213.8%	231.6%	256.5%	248.7%	179.8%	107.2%
	伊力特	76.7%	80.1%	83.8%	70.0%	60.3%	58.4%
	老白干酒	383.5%	348.3%	273.1%	192.1%	125.0%	124.2%
	金徽酒			72.1%	64.2%	71.8%	73.4%
	迎驾贡酒		73.8%	57.2%	60.2%	57.8%	52.7%
总计		25.6%	29.3%	36.3%	32.9%	35.2%	29.6%

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：洋河考虑了第三方代缴因素

图 2： 酒企渠道利润率情况一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

❖ 风险提示：政策推进不及预期；宏观经济超预期下行。

分析师声明

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为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004