

食品饮料

白酒消费税思考：实施不易，分化成长或加剧

-中泰食品饮料周报(第41周)

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: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

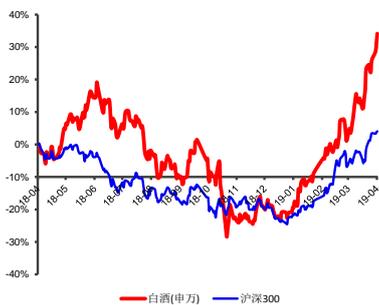
研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

行业-市场走势对比



相关报告

《食品饮料行业核心公司三季报前瞻：任他惊涛与骇浪，金秋丰收仍有望》

2019.10.07

《高端白酒深度报告：登高而望远，来者犹可追》 2019.10.09

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
贵州茅台	1,174.6	21.56	28.02	35.06	41.08	38.20	28.00	33.50	28.59	0.47	买入
五粮液	131.25	2.55	3.47	4.56	5.77	28.42	23.25	28.78	22.75	0.74	买入
顺鑫农业	51.68	0.77	1.30	1.75	2.27	49.60	42.80	29.53	22.77	0.71	买入
中炬高新	43.45	0.57	0.76	0.91	1.17	30.70	30.42	47.75	37.14	0.83	买入
伊利股份	28.30	0.98	1.06	1.13	1.19	27.30	22.00	25.04	23.78	0.76	买入

备注：股价为2019年10月11日收盘价。

投资要点

- 消费税政策点评：白酒实施不易，若实施将进一步加剧行业分化。**本周国务院印发了《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》，提出将部分在生产（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，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，目前尚未将白酒纳入实施范围中，我们对此点评如下：
 - 1) 可行性分析：操作难度大，实施有待观察。**首先从国际上来看，从征税环节来看，海外酒类消费税在生产 and 流通环节均有征收，其中美国在生产 and 零售环节征收，澳大利亚在生产 and 批发环节征收，征收环节差异主要取决于征收的便利性与可控性，如美国部分州的酒类销售由政府控制，因此便于在零售环节征收；从税率来看，美国、日本烈酒消费税率均不足10%，而我国白酒消费税经过历次改革后税率已达到12%，因此处于较高水平。从国内其他行业来看，烟草消费税历经多次改革后整体税率已经提升至60%左右，已实现生产和批发双环节量价复合征收，主要是烟草销售由国家统一管理，经销网点需登记注册专卖资格，因此可控性较强。因此可以看到，国际烈酒和国内烟草行业在流通环节征收消费税的前提均在于，征税具备便利性和可控性，而相比之下，国内白酒行业流通渠道复杂，包括厂家、经销、终端、消费者等多个环节，由于经销商只要具备销售网络即可获得厂家授权，无需向相关部门注册，可控性较差，而终端则以个体户居多，且数量庞大，因此白酒经销商和终端较为零散，导致白酒销售环节征收难度较大。除此之外，我国白酒价格带跨度大，高档酒与中低档酒在价格、渠道价差等方面具备较大差异，因此相关征税规则制定难度较高。综上我们认为，是否将白酒纳入范围需要逐步观察，实际操作层面存在较大难度。
 - 2) 或有影响：加剧行业分化，高端酒和强渠道力酒企相对收益。**征税环节后移主要的影响在于压缩了渠道利润，为此，厂家可以通过降出厂价、补贴渠道、提终端价等三种方式进行调节。那么，对于高端酒而言，由于高端酒具备强定价权以及强议价能力，降出厂价概率低，消费税主要转嫁至流通环节承担，因此反而将在一定程度增厚厂家利润。对于其他酒企而言，渠道管控力强的厂家可以将生产端省下的税补贴给经销商和终端，而渠道力弱的厂家则只能被迫寻求提终端价来维持渠道利润，从而对销量产生负面影响。综上，征税环节后移将加剧行业分化，对酒企品牌力和渠道管控能力提出更高考验，具备强议价能力的高端酒以及部分具备强渠道力的其他酒企相对受益。

- **3) 以史为鉴：历次税改助推行业集中度持续提升。**我们通过回顾白酒行业消费税改革历程，发现历次改革主要堵住避税环节、增加企业税负，但客观上推进白酒行业重新洗牌，优势企业做大做强过程。酒企应对沉重税负的主要方式是实施提价策略。参考历史四次税改后行业发展情况，我们认为高端酒具备强势定价权，可转移税负空间大，出厂价不会受到大影响，多数低端酒小企业盈利能力则会因不堪重负受到明显限制。长期来看，消费税改革的到来有望打破区域限制，加速并购进程，行业品牌集中度将进一步提升。
- **徽酒调研更新：回款势头良好，产品结构继续升级。**本周我们调研了安徽白酒市场，重点信息反馈如下：1) 回款：古井三季度已完成全年回款任务，同比增长 20%以上，四季度主要消化渠道库存；2) 库存：当前古井、口子库存良性，压货较少，需要货的时候再拿；3) 动销：今年双节动销情况一般，主要是量不如去年，价格带在提升，但厂家任务完成情况无虞；4) 终端价格：中秋前古井口子窖都提了终端价，节后价格稳中有升，终端利润薄，以走量为主；5) 产品结构：古井、口子产品结构继续升级，古 16、古 20 增速快，一方面是广告做的好、外观上档次，另一方面送礼需求提升，厂家已收回这两款产品自己来运营。
- **啤酒：8 月价格提升加速，行业盈利分化。**根据国家统计局数据，2019 年 1-8 月规模以上啤酒企业总产量为 2801.78 万千升，同比增长 0.38%；销售收入为 1179.55 亿元，同比增长 6.59%；利润总额为 129.73 亿元，同比增长 16.14%。受益持续的产品结构升级，行业延续了利润增长快于收入增长快于产量增长的趋势。我们以啤酒行业的销售收入/产量估算均价，则 2019 年 1-8 月行业均价同比增长 6.19%，快于 1-7 月的 5.47%，部分反映出 8 月旺季行业整体结构呈现加速升级的趋势。1-8 月行业利润总额增长 16.14%，相比 1-7 月的 19.30% 放缓，我们认为主要系 8 月行业产量下滑 4%。整体来看，今年 1-8 月 372 家规模以上啤酒企业中亏损 82 家，亏损面为 22.04%。亏损企业累计亏损额 8.40 亿元，同比增长 18.21%，亏损进一步扩大。啤酒行业目前 CR5 超过 70%，伴随消费升级产品力、品牌力较弱的中小企业将加速被淘汰，行业进一步分化，市场份额和利润向龙头集中。分省份来看，2019 年 1-8 月产量前五为山东、广东、河南、浙江、四川，产量分别为 374、267、182、172、168 万千升，同比增长 3.1%、-2.7%、10.5%、-8.5%、19.6%。
- **乳制品行业：上游原奶持续涨价，龙头收入稳健，竞争短期激烈。**
上游：原奶价格持续上涨。根据农业部数据，截至 10 月 2 日国内主产区生鲜乳价格 3.75 元/kg，同比上涨 7.8%，自 2018 年下半年以来持续上涨，根据上游原奶供给周期，我们判断预计原奶温和上涨至 2021 年。
下游：1) 龙头收入增速稳健。伊利蒙牛收入较快增长，19Q3 买赠同比加大。根据我们渠道调研，伊利 7-9 月常温奶增速预计在 14%-15%；低温奶行业竞争激烈，公司收入增长略有下滑；奶粉业务稳健精耕母婴商超等渠道，预计保持 15% 左右收入增速；冷饮收入预计增速在 10% 以上。从大单品收入增速看，安慕希增速略有放缓，金典自 19Q3 打折买赠后恢复 20% 左右增长。整体看，我们预计 19Q3 伊利收入在 10-13%。渠道调研了解，自 19Q2 加大买赠和广告综艺赞助曝光度后，蒙牛特仑苏、纯甄、基础白奶等增长较快，产品结构不断升级，预计整体收入增速在 14-15%。
2) 终端买赠活动增多。特仑苏、金典买赠较多，龙头竞争短

期加剧，在原奶采购价上涨的大背景下，预计毛利率有所承压。3) 伊利股份 19Q3 盈利预测：我们预计收入增速 10-13%，利润个位数增长，利润增速低于收入增速，主因原奶成本上涨，短期竞争加剧，造成买赠加大，公司管理费用略有提升。

- **10月组合：**本月推荐组合标的涨跌幅分别为贵州茅台（2.14%）、五粮液（1.15%）、顺鑫农业（-0.92%）、中炬高新（2.40%）、伊利股份（-0.77%），组合收益率为 0.79%。同期上证综指上涨 2.36%，组合落后上证综指 1.56%。
- **投资策略：**近期消费总体表现稳健，茅台价格的回落也实属正常，我们了解茅台的开瓶率比较高，无需过多担心社会库存。中长期来看，行业结构性机会依旧明显，我们长期最看好高端白酒。重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、山西汾酒等；啤酒板块行业拐点已现，持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒；食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等，保健品行业建议关注汤臣倍健，肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

内容目录

市场回顾与盈利预测	- 5 -
每周市场回顾：板块落后综指 1.25%，子板块肉制品涨幅居前	- 5 -
2019 年 10 月投资组合：茅台、五粮液、顺鑫农业、中炬高新、伊利 股份	- 5 -
最新重点报告观点（第 41 周）	- 6 -
食品饮料行业核心公司三季报前瞻：任他惊涛与骇浪，金秋丰收仍有望	- 6 -
高端酒深度报告：登高而望远，来者犹可追	- 9 -

图表目录

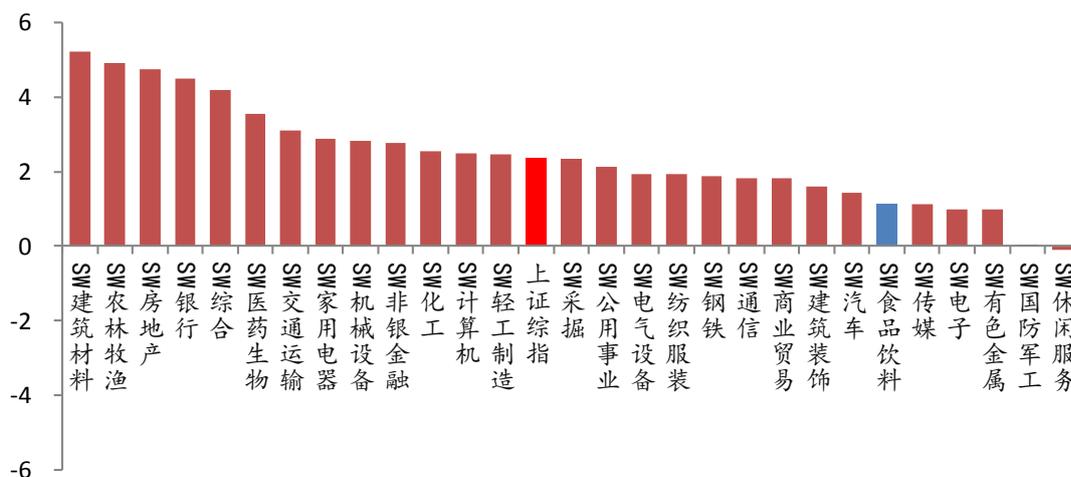
图表 1：食品饮料行业周上涨 1.11%，落后上证综指 1.25%	- 5 -
图表 2：子板块调味肉制品居前	- 5 -
图表 3：周涨跌幅前五个股一览	- 5 -
图表 4：10 月组合收益率为 0.79%	- 6 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块落后综指 1.25%，子板块肉制品涨幅居前

- **市场回顾：**本周上证综指上涨 2.36%，食品饮料板块上涨 1.11%，落后上证综指 1.25 个百分点。子板块方面肉制品、啤酒、白酒、软饮料、调味发酵品、食品综合、黄酒、其他酒类分别上涨 1.61%、1.51%、1.45%、1.35%、1.09%、0.65% 和 0.63% 和 0.62%。乳品和葡萄酒分别下跌 0.54%、0.72%。个股方面，金字火腿（10.85%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周上涨 1.11%，落后上证综指 1.25%



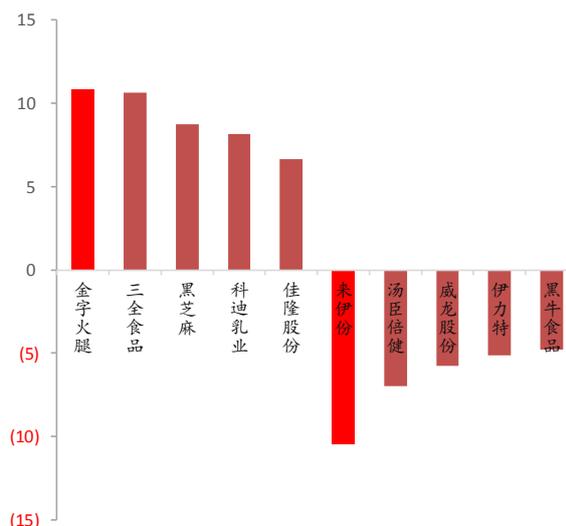
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块调味肉制品居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2019 年 10 月投资组合：茅台、五粮液、顺鑫农业、中炬高新、伊利 股份

- **10 月推荐组合：**贵州茅台、五粮液、顺鑫农业、中炬高新、伊利 股份。

当月内五者涨跌幅分别为贵州茅台 (2.14%)、五粮液 (1.12%)、顺鑫农业 (-0.92%)、中炬高新 (2.40%)、伊利股份 (-0.77%)，组合收益率为 0.79%。同期上证综指上涨 2.36%，组合落后上证综指 1.56%。

图表 4：10 月组合收益率为 0.79%

公司名称	代码	权重	10月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
贵州茅台	600519.SH	20%	2.14%	直营之路，曲折中带有惊喜	0.79%
五粮液	000858.SZ	20%	1.12%	普五量价齐升，业绩强劲增长	
顺鑫农业	000860.SZ	20%	-0.92%	牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效	
中炬高新	600872.SH	20%	2.40%	调味品主业加速增长，期待经营活力释放	
伊利股份	600887.SH	20%	-0.77%	市占率稳步提升，业绩稳健释放	

来源：wind、中泰证券研究所

图表 5：重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	1174.60	14753.0	28.02	35.06	41.08	41.92	33.50	28.59
五粮液	131.25	4982.3	3.47	4.56	5.77	37.78	28.78	22.75
泸州老窖	87.67	1229.1	2.38	3.21	4.00	36.84	27.31	21.92
洋河股份	102.50	1544.7	5.39	6.15	7.13	19.03	16.67	14.38
古井贡酒	113.98	574.5	3.37	4.42	5.57	33.82	25.79	20.46
山西汾酒	79.98	692.6	1.69	2.15	2.68	47.21	37.20	29.84
口子窖	55.05	330.3	2.55	3.05	3.57	21.59	18.05	15.42
水井坊	45.58	222.9	1.19	1.55	1.86	38.43	29.41	24.51
沱牌舍得	28.62	96.4	1.02	1.24	1.61	28.01	23.08	17.78
顺鑫农业	51.68	295.1	1.30	1.75	2.27	39.62	29.53	22.77
伊力特	15.59	68.8	0.97	1.22	1.40	16.07	12.78	11.14
迎驾贡酒	21.79	174.3	0.97	1.05	1.11	22.46	20.75	19.63
伊利股份	28.30	1734.5	1.06	1.13	1.19	26.70	25.04	23.78
绝味食品	42.90	175.9	1.56	1.88	2.22	27.50	22.82	19.32
元祖股份	18.73	45.0	1.01	1.44	1.72	18.54	13.01	10.89
青岛啤酒	49.51	668.4	1.05	1.37	1.76	47.02	36.14	28.13
重庆啤酒	41.64	201.5	0.83	1.05	1.23	50.17	39.66	33.85
中炬高新	43.45	346.3	0.76	0.91	1.17	56.98	47.75	37.14
海天味业	110.14	2980.4	1.62	1.94	2.33	67.99	56.77	47.27
安琪酵母	27.53	90.8	1.04	1.21	1.42	26.48	22.75	19.39
双汇发展	24.33	802.9	1.49	1.57	1.69	16.34	15.50	14.40
恒顺醋业	13.65	82.3	0.39	0.42	0.48	35.12	32.50	28.44

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点 (第 41 周)

食品饮料行业核心公司三季报前瞻：任他惊涛与骇浪，金秋丰收仍有望

- **今年的十一最大的点莫过于祖国 70 周年庆典，系统性梳理了近 70 周年我们在经济、政治、科技、军事等诸多领域的不断突破，民族自豪感不断提升。然而我们和发达国家对比，城镇化仍有较大的空间，消费品提升空间大。随着总基调有高增长变为高质量增长的转变，消费品结构机会依旧较多，产品的价格带有望持续丰富和拉开，看好中长期食品饮料结构性的投资机会。截止到 9 月底，2019 年中万食品饮料指数上涨 66.86%，涨幅位居全行业第一。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，我们认为食品饮料商业模式好、韧性强，板块有望持续超预期获取超额收益。结合我们第三季度的前瞻，行业依旧将保持稳健的增长。**
- **白酒：高端酒继续引领行业稳健增长，名酒三季报值得期待。**我们认为三季度白酒渠道动销和价格体系均延续良好发展势头，名酒三季报整体表现料将保持上半年趋势，其中高端酒仍将是确定性最强的板块，次高端酒由于竞争加剧而更多呈现结构性机会，中高端酒依旧是徽酒双寡头表现最为突出，低端酒龙头顺鑫将继续收割省外份额。近期茅台批价回落引发市场对于需求担忧，我们认为茅台批价主要受供给节奏影响，需求则保持强势，事实上批价回落有望强化明年提价预期，且利于引领行业稳健前行。结合公司交流和渠道反馈，在去年低基数之下，我们认为三季度茅台/五粮液/老窖/古井/口子窖/今世缘/水井坊/汾酒/顺鑫（白酒部分）收入有望实现 20%以上增长，考虑到产品结构升级和增值税下调带来的利好，三季度核心公司的业绩有望取得 25%（或以上）的增长。
- **白酒中长期分化逻辑延续，最看好高档酒的成长性。**中长期来看，我们认为白酒行业进入结构性繁荣新阶段，分化成长成为主旋律，优质公司可穿越周期实现双位数以上的增长。考虑到富人越来越多和现有行业的竞争格局，最看好高档酒的成长性和确定性，经测算至 2024 年茅五泸三家的高档酒业务整体将取得 15%以上的复合增长。白酒作为国内自主定价权最强的消费品行业，长期仍具备持续稳健回报的投资机会。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 18-28 倍。我们继续重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒、古井、口子窖、今世缘、顺鑫等。
- **大众品：大众消费品行业增长稳健，挖掘细分子行业龙头机会。**
- **啤酒：三季度销量承压不改利润释放大趋势。**2019 年 7、8 月啤酒行业产量分别下降 4.9%和 4.0%，主要系（1）6 月旺季备货致渠道库存上升，7-8 月消化库存；（2）2019Q3 气温普遍不高，影响啤酒终端消费。我们判断 9 月行业产销量增速环比向好，三季度行业产销量下滑 5%以内。价格方面，行业保持结构升级趋势，且 2019Q3 仍将受益增值税税率下调红利。成本端，在 2018Q3 基数较高的背景下，2019Q3 压力明显趋缓。同时渠道反馈部分企业三季度加强费用控制，我们认为啤酒行业三季度将延续较快的利润增长。啤酒行业已进入业绩释放的三年大周期，同时亚太百威在香港上市，对应 2019 年 PE 约 50 倍，有望带动板块估值中枢上移。
- **乳制品：千亿行业稳健增长，龙头成长空间仍足。**根据中国奶业年

鉴数据，2017年乳业销售收入总额在3590亿元，2013-2017年乳业5年复合增速约6%，预计未来行业增速在5%左右。根据尼尔森数据，2018年乳业增速10.6%，19H1增速4.7%，分季度Q1是4.8%、Q2增长4.5%，我们判断行业略有放缓原因一是基数效应、二是行业品类创新迭代速度放缓。龙头享受渠道下沉带来的四线及县镇空白市场红利，以及消费升级驱动下的产品高端化带来的结构红利，未来成长空间仍足。从细分行业看，常温酸奶、奶酪较为突出。细分品类看，常温奶增速从19Q1的3.2%放缓至19Q2的2.7%，其中常温酸奶因为基数效应，增速自然放缓。低温奶增速从19Q1增速0.7%到Q2近-2%。奶粉行业处于存量市场竞争，龙头飞鹤、君乐宝、伊利等表现靓丽。未来继续看好常温奶在三四线城市及农村的渗透开拓；低温在一二线城市的快速发展；奶酪行业低基数，奶酪棒零食化爆发式增长。

- **调味品：餐饮业收入增速回暖，龙头增长依旧稳健。**2019年7、8月餐饮行业收入分别增长9.4%和9.7%，均不低于上半年累计增速9.4%；限额以上餐饮收入分别增长7.3%和7.6%，均高于上半年累计增速7.2%。由于调味品的后周期性，2019Q2部分企业收入出现增速放缓；我们认为受益2019Q3餐饮行业较快的增长，调味品龙头将延续稳健增长趋势。成本方面，大豆期货价格同比下降超5%，柳糖现货价格同比由负转正，食盐零售价小幅上升，纸箱价格同比下滑扩大至约30%。整体看原材料价格较平稳，有望逐步下行。我们预计2019Q3调味品龙头收入将维持稳健增长趋势，同时受益于产品结构升级、生产效率提升等因素，龙头利润增速高于收入增速。
- **保健品：行业2019年受到政策影响较大，龙头短期业绩受到影响。**直销行业：权健事件影响恶劣，“百日行动”整顿乱象。药店行业：蓝帽子放松+医保政策收严趋势。电商行业：新电商法及跨境代购影响短期收入增长。长期看，顺应老龄化+养生健身年轻化趋势，行业成长性较强。根据欧睿数据统计，2009-2018年中国保健品行业规模从1115.74亿增长至2576.65亿，复合增速10%。未来持续增长的驱动因素：一是人口老龄化，医保政策压力增大后提倡疾病预防为保健品行业发展提供良好的社会环境。二是保健品年轻化趋势，体现在中青年健身文化、养生意识的提升，特别是对于经济预期悲观的人群更愿意为健康养生买单。三是随着海外品牌依托跨境电商进入中国市场后，保健品企业更注重品牌塑造，广告宣传加大，消费者教育增强，行业整体在扩容。
- **烘焙：19Q3短保面包持续高增长，月饼销售行情不景气。**1)短期看，19Q3面包等行业稳健这个，中秋节庆提前造成月饼销售期缩短11天，月饼行业性销售不景气，预计广州酒家及元祖股份月饼销售收入增速在5-10%，增速略有放缓。2)长期看，城镇化+消费升级+渠道下沉推动烘焙行业高增长。行业趋势一：消费升级驱动+烘焙文化多元化，消费群体扩容明显。行业趋势二：从消费场景看，西式早餐、下午茶文化兴起，人均消费量稳步提升。行业趋势三：消费者需求多样化且喜新厌旧感增加，产品创新能力要求高，生命周期短的网红产品兴起。行业趋势四：细分领域龙头投资机会凸显，区域扩张+渠道下沉成为主旋律。

- 风险提示：三公消费限制力度加大、国内外经济增速的下行、食品安全风险、行业竞争加剧

高端酒深度报告：登高而望远，来者犹可追

- **核心观点：2016年以来，高端酒已走出三年半的大牛市行情，事实上，过去三年高端酒终端销售额取得40%以上的复合高增长更是远超市场的传统认知。将目光放长，我们认为高端酒未来依然值得配置，一方面，高端酒业绩增长具备充足确定性，我们测算到2024年，飞天、普五和国窖的销量将分别为2018年的1.5、1.5、2.3倍，价格分别为1.67、1.42、1.34倍，收入分别为2.6、2.1、3.1倍，2018-2024年收入CAGR分别为17%、13%和21%，三家整体收入（高端酒业务）CAGR达16%，且存在持续超预期可能；另一方面，周期性弱化+确定性溢价将共同推升龙头估值向全球奢侈品巨头看齐，高端酒板块将进入业绩与估值双击的高景气周期，我们持续重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖，建议以更长远的眼光看待高端酒投资机会。**
- **当高端酒再度迈入奢侈品时代，业绩和估值将如何演绎？** 高端酒品牌卓越、品质突出、产量稀缺、价格高昂，本质上属于奢侈品，今年以来，茅台价格“一飞冲天”带动高端酒整体价格带向千元以上跃迁，标志着高端白酒自2012年以来再度进入奢侈品时代。实际上除高端酒之外，2016年以来国内奢侈品市场集中迎来爆发，豪车、化妆品、名烟等与中低端品牌分化明显加剧，究其原因，我们认为一方面居民收入分化驱动富人群体扩容，另一方面房价上涨带来财富效应。我们认为，奢侈品具备垄断特征，量价可以跟随消费升级、品牌集中而持续扩张，估值可看高一线，因此，高端酒将进入业绩估值双升的黄金时代。
- **业绩：需求扩张有确定性支撑，量价齐升存超预期可能。**
 - 1) 过去三年高端酒终端销售额复合增速超40%。**我们首次提出以“终端销售额”来考核公司业绩表现，这一指标更能还原公司真实市场表现，发现过去三年高端酒整体终端销售额复合增速超40%，远高于28%的报表收入增速，超出市场对于白酒成长性的传统认知水平。
 - 2) 茅台当前存在提价空间。**我们发现，2000-2011年茅台出厂价和我国居民收入走势高度相关，两组数据相关系数高达99.00%，表明居民收入可以很好地拟合茅台价格。但是近年来两者走势差距拉大，即茅台出厂价涨幅跑输居民收入涨幅，表明当前茅台出厂价相对被低估，因此存在提价空间。我们测算到2024年，茅台出厂价有望达到1500元。
 - 3) 至2024年，我们预计三家高端酒整体收入CAGR将达16%。**展望未来，我们认为高收入群体持续扩容是高端酒需求最大支撑，未来需求仍有很大释放空间，且高端酒市场寡头垄断的格局已然稳固，茅、五、泸将瓜分高端酒需求扩张红利。我们通过详细测算，预计到2024年，飞天、普五和国窖的销量将分别为2018年的1.5、1.5、2.3倍，价格将分别为1.67、1.42、1.34倍，由此可得收入将分别为2018年的2.6、2.1、3.1倍，对应2018-2024年收入CAGR分别

为 17%、13%和 21%，三家整体收入（高端酒业务）CAGR 达 16%。考虑到提价带来利润率提升，净利润增速将有望更快。

■ **估值：周期性弱化+确定性溢价，未来有望向奢侈品估值看齐。**

1) 从过去压制白酒估值的因素来看，首先市场过去认为白酒业绩周期性波动较大，但我们再度重申白酒周期性弱化将是板块未来估值中枢提升的主要逻辑；其次传统估值方法只注重成长性而忽略了确定性，但我们认为高端酒业绩确定性较强，理应享受确定性溢价。

2) 对标海外来看，相较于海外烈酒龙头帝亚吉欧，国内白酒龙头成长性更高、盈利能力更强、竞争格局更优，未来估值高于海外龙头将成为常态；相较于全球奢侈品巨头，爱马仕估值长期保持在 40 倍以上，茅台在品牌、产品、稀缺性、投资属性等方面均与其具备可比性，因此我们认为国内白酒龙头估值未来有望向奢侈品巨头看齐。

■ **风险提示：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**

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。