

## 分化虽加剧、景气仍持续

### ——白酒行业 2019 年三季度报业绩综述

行业动态

◆**业绩综述**：整体来看，白酒板块三季度报呈现出行业景气度分化加剧的趋势。虽然 2019Q3 白酒板块收入和净利润增速虽然均环比略有回落，但 2019Q1-Q3 “销售商品、提供劳务收到的现金”项合计同比增长 19.6%，仍快于同期收入增速，整体增长质量仍有保证。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。

◆**利润表**：整体增速放缓，利润分化加剧。2019Q1-Q3 板块合计实现收入和归母净利润分别为 1834.01 亿/630.23 亿，分别同比增长 17.3%/22.7%。分价格带来看，高端/次高端/中高端白酒 2019Q1-Q3 合计收入同比增速为 17.6%/-3.8%/14.9%；利润同比增速为 26.5%/8.3%/21.4%。2019Q1-Q3 板块销售费用率、管理费用率和毛利率下降均有小幅，叠加税金率同比下降，板块整体盈利能力得以进一步提升。2019Q1-Q3 板块合计扣非净利率为 34.4%，同比提升 1.5pcts，其中 2019Q3 扣非净利率为 34.0%，同比提升 1.0pcts。

◆**资产负债表**：预收规模再创新高，应收改善趋势明晰。2019Q3 白酒板块的预收账款绝对额为 309.1 亿，相对于上年同期增加 51.5 亿，达到今年以来的最高位。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 2019Q3 的预收款绝对额为 187.1 亿/42.7 亿/79.3 亿，高端白酒的良好预收账款表现主要得益于五粮液预收款的大幅增长。2019Q3 白酒板块应收款项合计为 212.6 亿元，相较于上年同期下降 25.1 亿元，延续今年一季度以来的同比下降趋势。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 2019Q3 的应收款项分别为 152.9 亿/33.8 亿/26.0 亿，高端白酒应收改善最为显著。

◆**现金流量表**：整体白酒行业收入增长质量仍有保证。2019Q1-Q3 “销售商品、提供劳务收到的现金”项合计同比增长 19.6%，仍快于同期收入增速，整体增长质量仍有保证。这主要归因于：1) **预收账款确认方面**，2019Q3 白酒板块的预收账款绝对额为 309.1 亿，环比增加 22.2 亿，而上年同期环比增加幅度较小；2) **应收款项确认方面**，2019Q3 白酒板块的应收款项环比下降幅度小于去年同期。白酒板块分价格带对比来看，高端白酒/次高端白酒/中高端白酒截止到 2019Q3 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 413.0 亿/110.6 亿/118.0 亿，同比增速虽然略慢于营收同比增速，但白酒行业收入增长质量仍有保证。

◆**投资策略**：由于 2020 年春节时间靠前，11 月份开始白酒行业将迎来重要的经销商备货周期。目前来看，高端白酒的价格波动收窄、渠道库存良性，次高端白酒虽然增长略有压力，但是整体库存可控，为春节的打款及开门红奠定了基础。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。

◆**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）

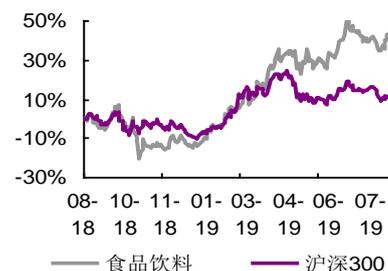
### 分析师

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

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

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

- 2019 年三季度食品饮料板块业绩前瞻——  
—光大食品饮料行业周报 20191013  
..... 2019-10-13
- 白酒行业渠道体系变革回顾之五粮液篇——  
—光大食品饮料行业周报 20191007  
..... 2019-10-07
- 白酒行业渠道体系变革回顾之洋河股份篇——  
—光大食品饮料行业周报 20190922  
..... 2019-09-22
- 白酒行业渠道体系变革回顾之贵州茅台篇——  
—光大食品饮料行业周报 20190915  
..... 2019-09-15

## 目 录

1、 业绩综述 .....	5
2、 利润表：整体增速放缓，利润分化加剧 .....	6
2.1、 收入表现：增速环比放缓，次高端承压显著 .....	6
2.2、 利润表现：增速放缓，分化显著 .....	9
2.3、 利润归因分析：销售费用率、管理费用率和毛利率均有小幅降低，税金率同比下降 .....	12
3、 资产负债表：预收规模再创新高，应收改善趋势明晰 .....	13
3.1、 预收表现：环比出现回升，规模已创今年新高 .....	13
3.2、 应收表现：改善趋势愈加明晰 .....	15
4、 现金流量表：整体白酒行业收入增长质量仍有保证 .....	17
5、 投资建议 .....	20
6、 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：2015 年以来三季度白酒板块收入增速及变化情况 .....	7
图 2：2015 年以来前三季度白酒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 2019Q3 合计收入增速对比 .....	8
图 5：不同价格带 2018Q3/2019Q3 合计收入增速对比 .....	8
图 6：不同价格带 2016 年以来的三季度收入增速对比 .....	8
图 7：不同价格带 2016 年以来的前三季度收入增速对比 .....	8
图 8：2015 年以来三季度白酒板块利润增速变化情况 .....	9
图 9：2016 年以来前三季度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 2019Q1-Q3 合计净利润增速对比 .....	10
图 12：不同价格带 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 净利润增速对比 .....	10
图 13：不同价格带近年来三季度的归母净利润增速对比 .....	11
图 14：不同价格带近三年前三季度的归母净利润增速对比 .....	11
图 15：2019Q3 白酒板块的扣非净利率同比提升 1.5% .....	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 2019Q1-Q3 的业绩表现总览.....	5
表 2：白酒行业上市公司 2019Q3 的业绩表现总览.....	6
表 3：2019Q3 上市公司之间的收入增速分化加剧.....	9
表 4：上市公司 2019Q3 归母净利润表润同比增速表现.....	11

## 1、业绩综述

整体来看，白酒板块三季报呈现出行业景气度分化加剧的趋势。2019Q3白酒板块收入和净利润增速虽然均出现了一定程度的环比回落，但整体景气度仍有保证。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，整体增速环比略有回落：**2019Q3白酒板块合计收入和归母净利润分别同比增长12.7%和16.1%，环比有所回落。从今年前三季度来看，2019Q1-Q3白酒板块合计收入和归母净利润分别同比增长17.3%和22.7%，考虑到较高的基数水平前提，我们认为各白酒上市公司仍实现了较为稳定的增长。同时板块延续历年三季度预收账款环比增加，应收款项环比回落的趋势。虽然2019Q3“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计同比增长7.4%，慢于季度合计收入12.7%的同比增速，但是2019Q1-Q3“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计同比增长19.6%，仍快于同期收入17.0%的同比增速。

**2) 行业分化依然显著：**虽然发货节奏的限制使茅台的报表增速略有放缓，但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。由于洋河的战略调整，2019Q3次高端的营业收入和归母净利润均出现同比负增长，而山西汾酒通过自下而上的改革体现出良好的增长动能。中高端白酒中，具有区域品牌力优势和符合消费升级方向的产品线布局的公司仍能够充分享受省内的消费升级红利，以古井贡酒和今世缘为代表，口子窖也出现了阶段性的增速放缓。

表 1：白酒行业上市公司 2019Q1-Q3 的业绩表现总览

	2019Q1-Q3 营业总收入 同比	2019Q1-Q3 还原预收款 之后收入同比	2019Q1-Q3 销售商品、提供劳务 收到的现金同比	2019Q1-Q3 归母净利润同 比
贵州茅台	15.5%	17.8%	14.8%	23.1%
五粮液	26.8%	32.9%	60.1%	32.1%
泸州老窖	23.9%	30.4%	13.7%	38.0%
<b>高端白酒合计</b>	<b>19.9%</b>	<b>23.8%</b>	<b>27.3%</b>	<b>26.5%</b>
洋河股份	0.6%	-4.3%	-14.3%	1.5%
山西汾酒	32.0%	37.7%	66.3%	33.4%
水井坊	23.9%	27.4%	31.6%	38.1%
舍得酒业	16.0%	16.1%	3.5%	10.9%
酒鬼酒	27.3%	38.1%	43.2%	14.3%
<b>次高端白酒合计</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>8.3%</b>
顺鑫农业	20.2%	20.0%	13.1%	23.9%
古井贡酒	21.3%	9.4%	14.1%	38.7%
今世缘	30.1%	17.7%	12.9%	25.7%
口子窖	8.1%	6.9%	10.5%	13.5%
迎驾贡酒	8.7%	4.6%	2.7%	20.5%
伊力特	0.8%	7.7%	11.2%	4.4%
金种子酒	-13.1%	-7.6%	-7.1%	-4507.3%
老白干酒	16.1%	7.0%	8.7%	11.2%
金徽酒	14.6%	22.8%	21.8%	1.3%
<b>中高端白酒合计</b>	<b>16.9%</b>	<b>12.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>21.4%</b>

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2019Q1-Q3的合计同比数据

表 2：白酒行业上市公司 2019Q3 的业绩表现总览

	2019Q3 营业总收入同比	2019Q3 还原预收款之后收入同比	2019Q3 销售商品、提供劳务收到的现金同比	2019Q3 归母净利润同比
贵州茅台	13.3%	3.2%	-0.7%	17.1%
五粮液	27.1%	84.3%	55.6%	34.6%
泸州老窖	21.9%	16.8%	-10.9%	35.5%
<b>高端白酒合计</b>	<b>17.6%</b>	<b>21.2%</b>	<b>12.1%</b>	<b>21.7%</b>
洋河股份	-20.6%	-25.0%	-27.4%	-23.1%
山西汾酒	34.5%	66.3%	31.2%	53.6%
水井坊	19.7%	21.5%	34.3%	53.4%
舍得酒业	9.1%	17.6%	10.5%	9.6%
酒鬼酒	9.5%	50.6%	50.2%	-39.5%
<b>次高端白酒合计</b>	<b>-3.8%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-9.2%</b>	<b>-7.2%</b>
顺鑫农业	34.3%	51.3%	39.9%	-69.7%
古井贡酒	11.9%	13.3%	-5.4%	35.8%
今世缘	32.3%	8.6%	3.7%	28.3%
口子窖	-0.2%	6.5%	8.5%	-1.8%
迎驾贡酒	8.9%	5.7%	2.7%	34.2%
伊力特	13.9%	19.1%	24.3%	35.7%
金种子酒	-24.9%	-19.7%	-11.8%	809.0%
老白干酒	-11.3%	-10.2%	-9.2%	-21.0%
金徽酒	70.4%	112.2%	112.8%	878.0%
<b>中高端白酒合计</b>	<b>14.9%</b>	<b>16.9%</b>	<b>10.3%</b>	<b>13.1%</b>

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 2019Q3 的合计同比数据

## 2、利润表：整体增速放缓，利润分化加剧

### 2.1、收入表现：增速环比放缓，次高端承压显著

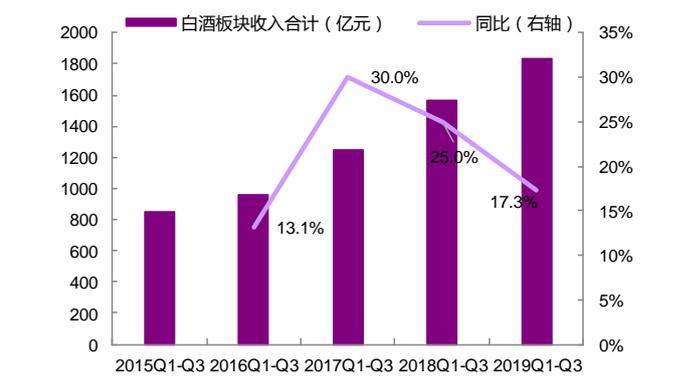
我们以本轮白酒复苏元年 2015 年作为复盘的起点，2019Q1-Q3 整个白酒板块合计实现收入 1834.01 亿，同比增长 17.3%，增速较上年同期下降 7.7pcts；其中 2019Q3 白酒板块合计实现收入 550.86 亿，同比增长 12.7%，增速较上年同期下降 0.4pcts、环比 2019Q2 增速放缓 1.7pcts。2018 年下半年开始，行业景气度平稳回落，在去年同期较高的基数水平上，2019Q3 的板块收入增速放缓符合预期。

图 1: 2015 年以来三季度白酒板块收入增速及变化情况



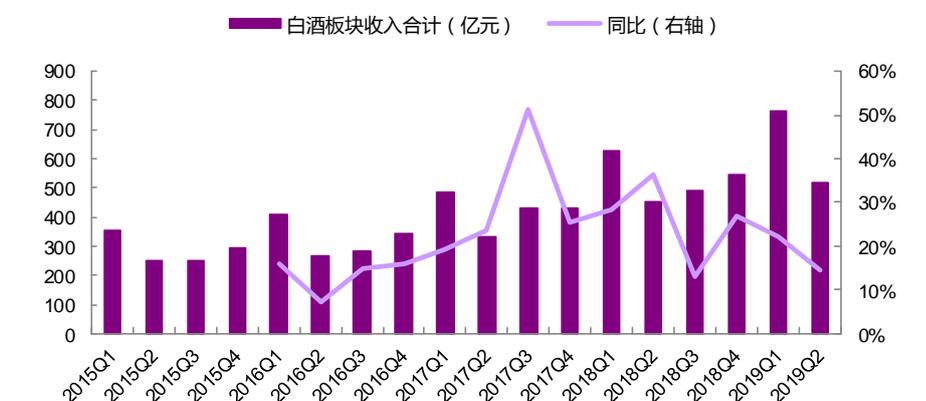
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 2015 年以来前三季度白酒收入增速及变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

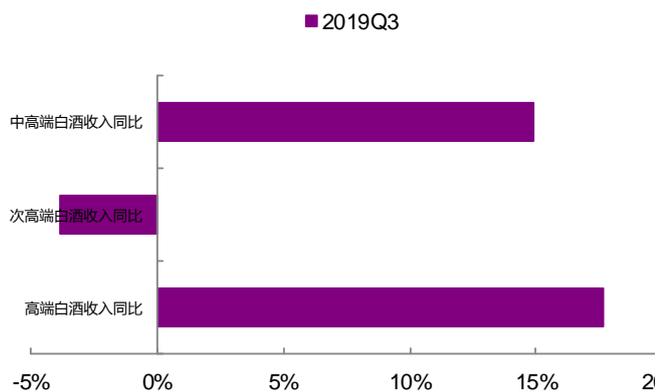
图 3: 2015 年以来单季度白酒板块收入增速变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

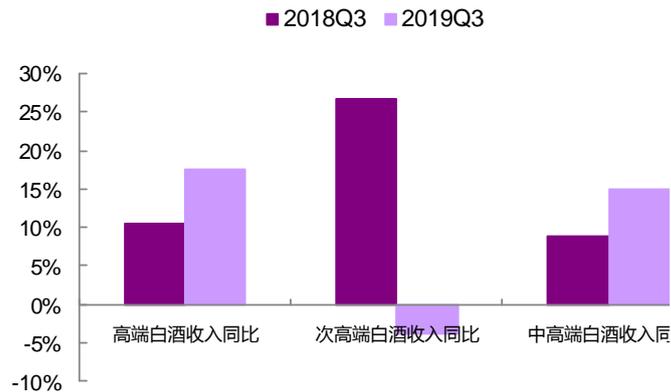
分价格带来看，2019Q3 收入同比增速上：高端白酒（17.6%）>中中高端白酒（14.9%）>次高端白酒（-3.8%）；和上年同期的增速对比上，次高端白酒出现了超过 30pcts 的大幅增速下滑。高端白酒和中高端白酒则保持稳步上涨的趋势，分别上涨 7.2pcts 和 6.0pcts。次高端白酒出现大幅收入波动主要由于洋河股份三季度收入增速明显放缓，叠加 2018 Q3 次白酒板块同比增速较快（26.6%），产生了较高基数对比下的收入回落。从整体数据来看，白酒板块中高端白酒的景气仍为各价格带中最确定的，而次高端白酒收入规模出现缩减，承压显著。

图 4：不同价格带 2019Q3 合计收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

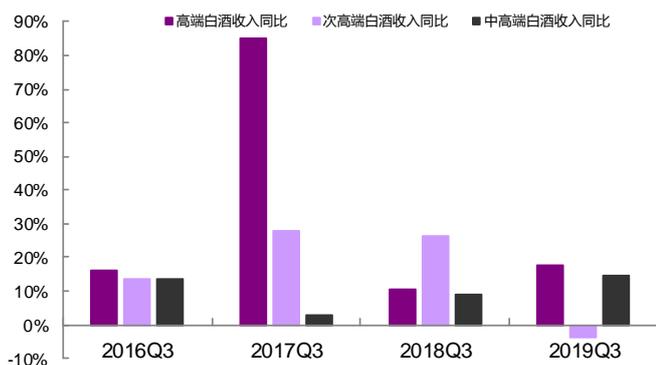
图 5：不同价格带 2018Q3/2019Q3 合计收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

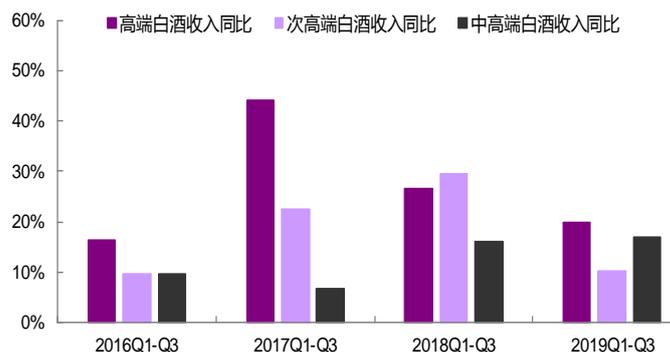
具体来看，高端白酒三大品牌（贵州茅台、五粮液、泸州老窖，下同）2019Q1-Q3 合计实现收入 1120.87 亿，同比增长 19.9%，相较于上年同期的增速下降 6.9pcts。其中，高端白酒在 2019Q3 合计实现收入 357.50 亿，同比增长 17.6%，相较于上年同期的增速上升 7.2pcts。次高端价格带品牌（洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业和酒鬼酒，下同）2019Q1-Q3 合计实现收入 356.86 亿，同比增长 10.2%，相较于上年同期的增速下降 19.2pcts。其中，次高端酒在 2019Q3 合计实现收入 96.91 亿，同比下降 3.8%，相较于上年同期的增速下降 30.5pcts。中高端价格带品牌（除高端和次高端外的所有品牌，下同）2019Q1-Q3 合计实现收入 356.27 亿，同比增长 16.9%，相较于上年同期的增速上升 1.0pcts。其中，中高端酒在 2019Q3 合计实现收入 96.45 亿，同比增长 14.9%，相较于上年同期的增速上升 6.0pcts。

图 6：不同价格带 2016 年以来的三季度收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：不同价格带 2016 年以来的前三季度收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

从公司角度来看，2019Q3 收入增速最快的分别为金徽酒（70.4%）、山西汾酒（34.5%）和顺鑫农业（34.3%），其中金徽酒上年同期营收基数较小；同时 2019Q3 收入增速最慢的分别为金种子酒（-24.9%）、洋河股份（-20.6%）和老白干酒（-11.3%）。虽然白酒行业的整体收入仍在高基数上实现两位数增长，但是分化进一步加剧，以中高端价格带白酒为代表，此价格带中今世缘 2019Q3 收入增速为 32.3%，收入表现远好于以上所述的老白干酒和金种子酒，中高端酒市场份额加速集中。

表 3：2019Q3 上市公司之间的收入增速分化加剧

营业收入 (亿元)	2018Q3	同比	2019Q3	同比	2019Q1-Q3	同比
贵州茅台	197.18	3.8%	223.36	13.3%	635.09	15.5%
五粮液	78.29	23.2%	99.51	27.1%	371.02	26.8%
泸州老窖	28.43	31.4%	34.64	21.9%	114.77	23.9%
<b>高端白酒合计</b>	<b>303.89</b>	<b>10.5%</b>	<b>357.50</b>	<b>17.6%</b>	<b>1120.87</b>	<b>19.9%</b>
洋河股份	64.23	20.1%	50.99	-20.6%	210.98	0.6%
山西汾酒	20.45	42.5%	27.49	34.5%	91.27	32.0%
水井坊	8.02	27.2%	9.61	19.7%	26.51	23.9%
舍得酒业	5.71	56.8%	6.23	9.1%	18.43	16.0%
酒鬼酒	2.37	30.8%	2.59	9.5%	9.68	27.3%
<b>次高端白酒合计</b>	<b>100.78</b>	<b>26.6%</b>	<b>96.91</b>	<b>-3.8%</b>	<b>356.86</b>	<b>10.2%</b>
顺鑫农业	19.71	-14.3%	26.46	34.3%	110.62	20.2%
古井贡酒	19.79	18.3%	22.15	11.9%	82.03	21.3%
今世缘	8.00	35.9%	10.59	32.3%	41.16	30.1%
口子窖	10.48	8.2%	10.47	-0.2%	34.66	8.1%
迎驾贡酒	7.04	13.5%	7.67	8.9%	26.49	8.7%
伊力特	5.01	9.5%	5.70	13.9%	15.11	0.8%
金种子酒	2.49	-3.4%	1.87	-24.9%	6.93	-13.1%
老白干酒	9.72	56.2%	8.63	-11.3%	28.22	16.1%
金徽酒	1.71	-22.8%	2.92	70.4%	11.06	14.6%
<b>中高端白酒合计</b>	<b>83.96</b>	<b>8.9%</b>	<b>96.45</b>	<b>14.9%</b>	<b>356.27</b>	<b>16.9%</b>

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：增速放缓，分化显著

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。2019Q1-Q3 整个白酒板块合计实现归母净利润 630.23 亿，同比增长 22.7%，增速较上年同期下降 7.2pcts；其中 2019Q3 白酒板块合计实现归母净利润 187.26 亿，同比增长 16.1%，增速较上年同期上升 4.2pcts、环比 2019Q2 增速放缓 6.1pcts。

图 8：2015 年以来三季度白酒板块利润增速变化情况



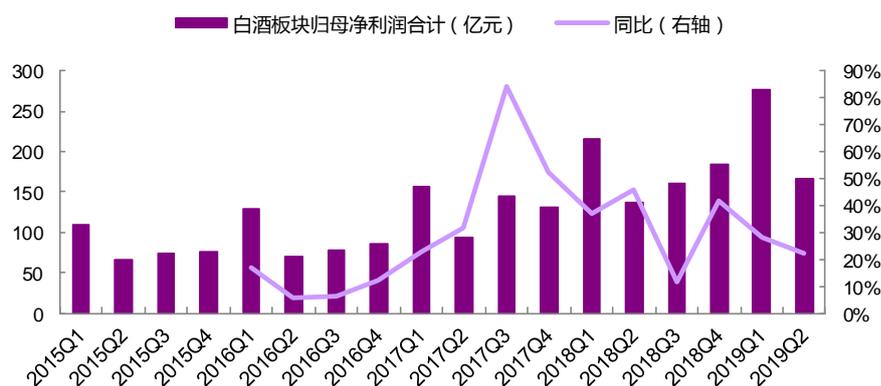
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：2016 年以来前三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

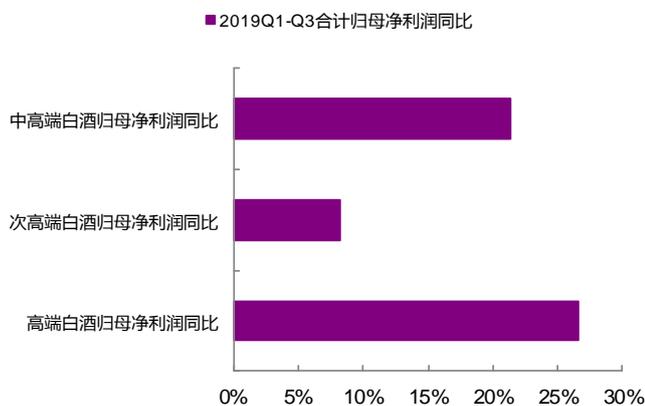
图 10：2015 年以来单季度白酒板块归母净利润增速变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

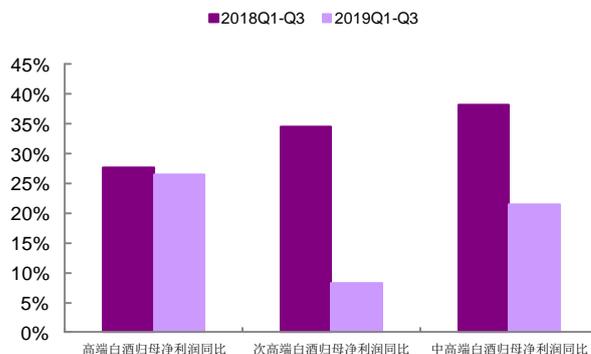
分价格带来看，2019Q1-Q3 合计归母净利润同比增速：高端白酒（26.5%）>中高端白酒（21.4%）>次高端白酒（8.3%）；和上年同期的增速对比上，三个价格带白酒同样出现一定程度的增速放缓现象，其中次高端白酒（-26.3pcts）>中高端白酒（-16.8pcts）>高端白酒（-1.2pcts）。其中在 2019Q3 合计归母净利润同比增速：高端白酒（21.7%）>中高端白酒（13.1%）>次高端白酒（-7.2%）；和上年同期的增速对比上，次高端白酒（-38.1pcts）>中高端白酒（-6.5pcts）>高端白酒（14.0pcts）。从绝对增速上来看，高端白酒依然保持景气度优势，但是相比于去年同期，次高端价格带的增速放缓依旧是白酒板块最为明显的。

图 11：不同价格带 2019Q1-Q3 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 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 净利润增速对比

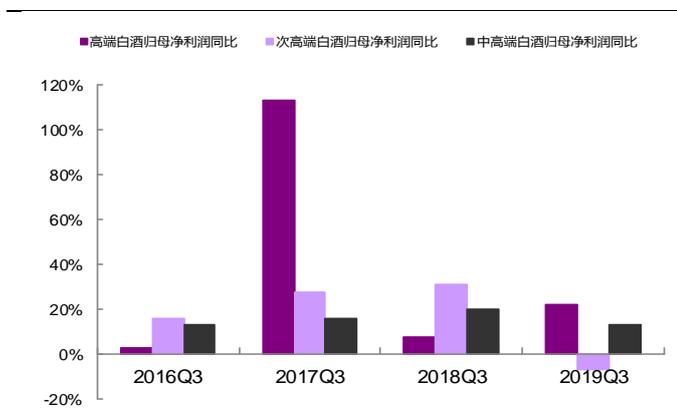


资料来源：Wind，光大证券研究所

具体来看，高端白酒 2019Q1-Q3 合计实现归母净利润 467.94 亿，同比增长 26.5%，相较于上年同期的增速下降 1.2pcts。其中，高端白酒在 2019Q3 合计实现归母净利润 147.57 亿，同比增长 21.7%，相较于上年同期的增速上升 14.0pcts。次高端价格带白酒 2019Q1-Q3 合计实现归母净利润 99.68 亿，同比增长 8.3%，相较于上年同期的增速下降 26.3pcts。其中，次高端白酒在 2019Q3 合计实现归母净利润 25.16 亿，同比下降 7.2%，相较于上年同期的增速下降 38.1pcts。中高端价格带白酒 2019Q1-Q3 合计实现归母净利润 62.61 亿，同比增长 21.4%，相较于上年同期的增速下降 16.8pcts。

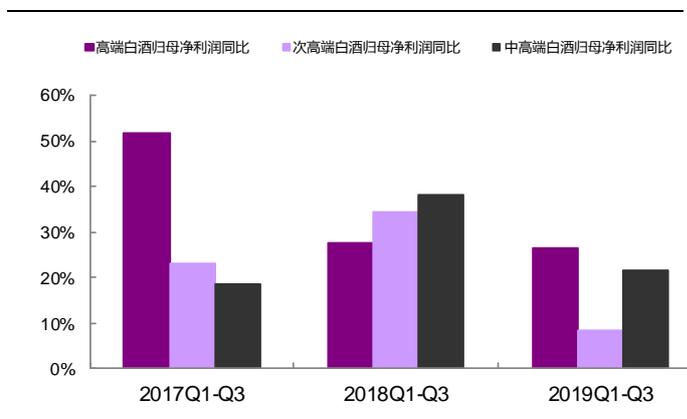
其中,中高端白酒在2019Q3合计实现归母净利润14.53亿,同比增长13.1%,相较于上年同期的增速下降6.5pcts

图 13: 不同价格带近年来第三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: 不同价格带近三年前三季度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,2019Q3 归母净利润增速最快的分别为金徽酒(878.0%)、山西汾酒(53.6%)和水井坊(53.4%),其中金徽酒主要是因为上年基数较低,而山西汾酒得益于青花系列明显提速叠加玻汾开始放量。高端白酒中,泸州老窖增速在三季度略有回落,茅台和五粮液的利润同比增速分别为17.1%和34.6%;同期归母净利润增速相对较慢的分别为金种子酒(-809.8%)、顺鑫农业(-69.7%)和酒鬼酒(-39.5%),其中顺鑫农业受屠宰等非白酒业务的拖累,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 2019Q3 归母净利润表润同比增速表现

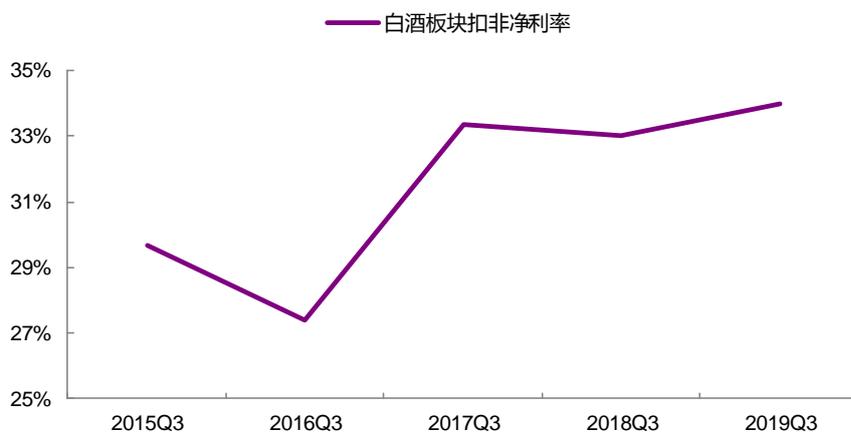
归母净利润(亿元)	2018Q3	同比	2019Q3	同比	2019Q1-Q3	同比
贵州茅台	89.69	2.7%	105.04	17.1%	304.55	23.1%
五粮液	23.84	19.6%	32.08	34.6%	125.44	32.1%
泸州老窖	7.72	45.5%	10.46	35.5%	37.95	38.0%
<b>高端白酒合计</b>	<b>121.25</b>	<b>7.7%</b>	<b>147.57</b>	<b>21.7%</b>	<b>467.94</b>	<b>26.5%</b>
洋河股份	20.34	21.5%	15.65	-23.1%	71.46	1.5%
山西汾酒	3.29	61.5%	5.06	53.6%	16.96	33.4%
水井坊	1.95	51.6%	3.00	53.4%	6.39	38.1%
舍得酒业	1.07	223.5%	1.17	9.6%	3.03	10.9%
酒鬼酒	0.47	38.5%	0.28	-39.5%	1.84	14.3%
<b>次高端白酒合计</b>	<b>27.12</b>	<b>30.8%</b>	<b>25.16</b>	<b>-7.2%</b>	<b>99.68</b>	<b>8.3%</b>
顺鑫农业	0.55	99.2%	0.17	-69.7%	6.65	23.9%
古井贡酒	3.63	46.1%	4.93	35.8%	17.42	38.7%
今世缘	1.73	36.5%	2.22	28.3%	12.94	25.7%
口子窖	4.08	8.8%	4.01	-1.8%	12.96	13.5%
迎驾贡酒	1.16	18.0%	1.56	34.2%	6.00	20.5%
伊力特	0.74	-21.8%	1.01	35.7%	3.02	4.4%
金种子酒	-0.04	3912.9%	-0.40	-809.0%	-0.72	-4507.3%
老白干酒	0.98	41.4%	0.77	-21.0%	2.71	11.2%
金徽酒	0.03	-91.9%	0.28	878.0%	1.63	1.3%
<b>中高端白酒合计</b>	<b>12.85</b>	<b>19.6%</b>	<b>14.53</b>	<b>13.1%</b>	<b>62.61</b>	<b>21.4%</b>

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

## 2.3、利润归因分析：销售费用率、管理费用率和毛利率均有小幅降低，税金率同比下降

2019Q1-Q3 白酒板块整体扣非净利率为 34.4%，相较于上年同期提升 1.5pcts。其中，2019Q3 板块整体扣非净利率为 34.0%，相较于上年同期提升 1.0pcts。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，2019Q3 的合计扣非净利率方面：高端白酒（41.3%）>次高端白酒（26.0%）>中高端白酒（15.1%）；和上年同期对比方面，高端白酒（+1.4pcts）>中高端白酒（-0.2pcts）>次高端白酒（-1.0pcts），次高端白酒和中高端白酒在 2019Q3 合计扣非净利率均出现了同比下降的情况。

图 15：2019Q3 白酒板块的扣非净利率同比提升 1.5 个 pcts



资料来源：Wind，光大证券研究所

**销售费用率、管理费用率、毛利率均同比小幅降低，叠加销售税金率同比缩小，共同推动板块整体盈利能力提升：**1) 销售费用率方面，2019Q3 白酒板块销售费用率为 11.3%，同比小幅下降 0.1pcts；其中高端/次高端/中高端白酒的销售费用率分别为 8.6%/16.9%/15.8%，分别同比+0.5pcts /+0.5pcts /-1.8pcts。2) 管理费用率方面，2019Q3 白酒板块管理费用率为 6.5%，同比小幅下降 0.1pcts；其中高端/次高端/中高端白酒的管理费用率分别为 6.0%/8.1%/6.9%，分别同比-0.4pcts/+0.8pcts/+0.0pcts。3) 毛利率方面，2019Q3 白酒板块毛利率为 76.67%，同比小幅降低 1.01pcts；其中高端/次高端/中高端白酒的毛利率分别为 83.2%/72.3%/56.9%，分别同比-0.5pcts /-2.2pcts /-2.7pcts。

此外，销售税金比率方面，2019Q3 白酒板块销售税金比率为 14.2%，同比下降 2.1pcts；其中高端/次高端/中高端白酒的销售税金比率分别为 13.7%/15.2%/15.3%，分别同比-2.6pcts/-2.5pcts/+0.1pcts。

图 16: 2015 年以来白酒板块销售费用率变化



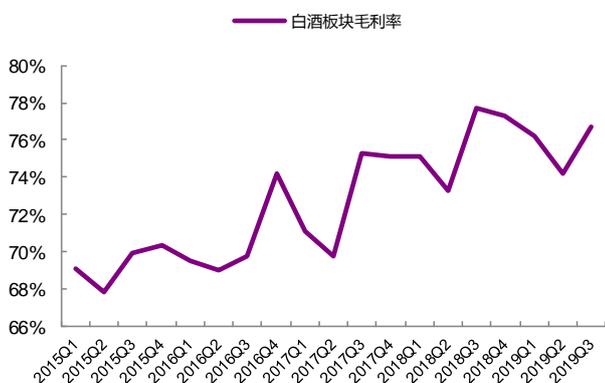
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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



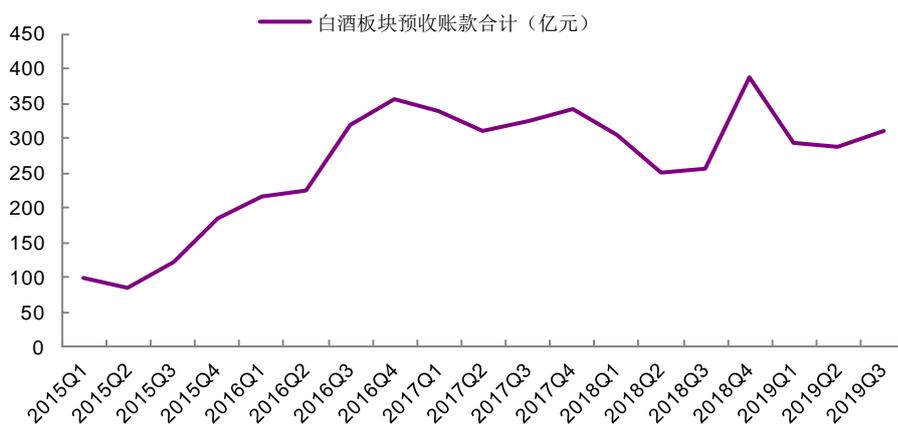
资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 3、资产负债表：预收规模再创新高，应收改善趋势明晰

#### 3.1、预收表现：环比出现回升，规模已创今年新高

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。截止到 2019Q3 白酒板块的预收账款绝对额为 309.1 亿，相对于上年同期增加 51.5 亿、环比 2019Q2 增加了 22.2 亿，达到今年以来的最高位。

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 2019Q3 的预收款绝对额: 高端白酒 (187.1 亿) > 中高端白酒 (79.3 亿) > 次高端白酒 (42.7 亿); 和上年同期相比, 高端白酒 (+36.9 亿) > 中高端白酒 (+10.2 亿) > 次高端白酒 (+4.4 亿), 高端白酒的良好预收账款表现主要得益于五粮液预收款的大幅增长, 中高端价格带表现最好的仍然是顺鑫农业, 同比增长超过 17 亿。

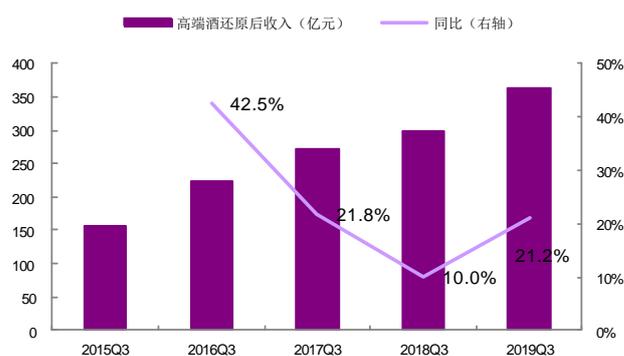
**高端白酒:** 2019Q3 的合计预收账款为 187.0 亿, 同比增加 36.9 亿; 其中五粮液的预收账款同比增加 34.25 亿, 为最主要的增量贡献来源。2019 年为五粮液核心大单品普五更新换代的重要时间点, 预收款增加体现渠道对八代普五动销还是具有充分信心的。如果将预收款进行收入还原, 2019Q3 的高端白酒还原后收入分别为 363.8 亿, 同比增长 21.2%, 明显快于报表口径 17.6% 的高端白酒合计收入增速。

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

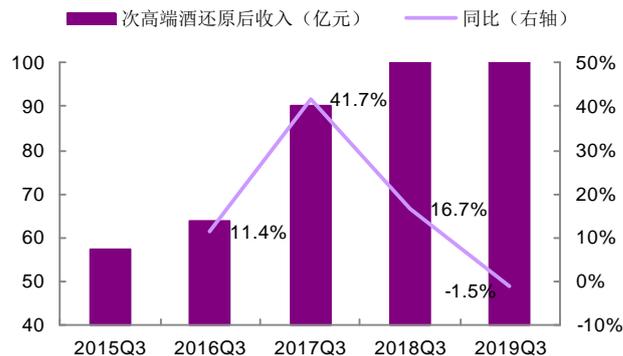
**次高端白酒:** 2019Q3 的合计预收账款为 42.7 亿, 同比增加 4.4 亿; 其中山西汾酒同比增长 10.5 亿, 洋河股份为次高端白酒中唯一出现预收款同比下降的公司, 同比下降近 8 亿。如果将预收款进行收入还原, 2019Q3 的次高端白酒还原后收入为 103.5 亿, 同比下降 1.5%, 快于报表口径 -3.8% 的合计收入增速。

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

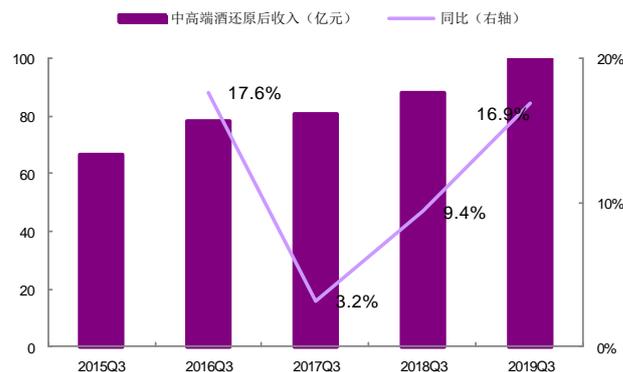
**中高端白酒：**2019Q3 的合计预收账款为 79.3 亿元，同比增加 10.2 亿元；其中顺鑫农业表现最为亮眼，同比增长 17.3 亿元，其他中高端酒品牌除口子窖、金种子酒和金徽酒的预收账款有小幅增长外，此价格带的其余公司预收款均出现不同程度的下降。如果将预收款进行收入还原，2019Q3 的中高端白酒还原后收入为 103.2 亿，同比增长 16.9%，略快于报表口径 14.9% 的合计收入增速。

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：改善趋势愈加明晰

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。2019Q3 白酒板块的应收款项合计为 212.6 亿元，相较于上年同期下降 25.1 亿元，延续今年一季度以来的同比下降趋势。

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 2019Q3 的应收款项绝对额:高端白酒(152.9 亿) > 次高端白酒 (33.8 亿) > 中高端白酒 (26.0 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 (-18.2 亿) > 次高端白酒 (-4.9 亿) > 中高端白酒 (-2.0 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 6 亿) 和中高端白酒 (古井贡酒同比下降 1.4 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



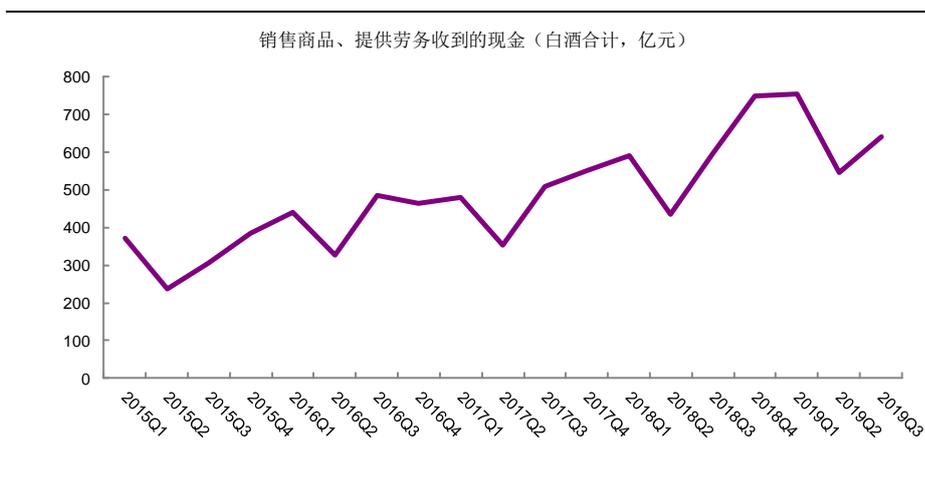
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4、现金流量表：整体白酒行业收入增长质量仍有保证

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，2019Q1-Q3 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 1941.44 亿，同比增长 19.6%，快于同期收入增速（17.3%），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

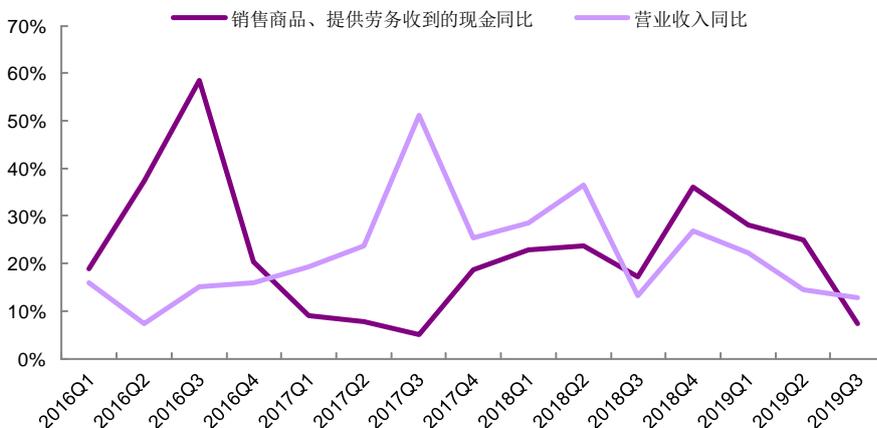


资料来源：Wind，光大证券研究所

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，2019Q3 白酒板块的预收账款绝对额为 309.1 亿，环比 2019Q2 增加 22.2 亿，而 2018Q3 的预收账款环比 2018Q2 仅小幅增加 7.7 亿；2) 应收款项的确认，2019Q3 白酒板块的应收款项继上季度再次呈现同比下降，同时环比也下降超 35 亿，而 2018Q3 的

应收账款环比 2018Q2 下降近 46.5 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 2019Q3 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（413.0 亿）>中高端白酒（118.0 亿）>次高端白酒（110.6 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（+12.1%）>中高端白酒（+10.3%）>次高端白酒（-9.2%）；“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（+5.5pcts）>次高端白酒（+5.4pcts）>中高端白酒（+4.6pcts）。

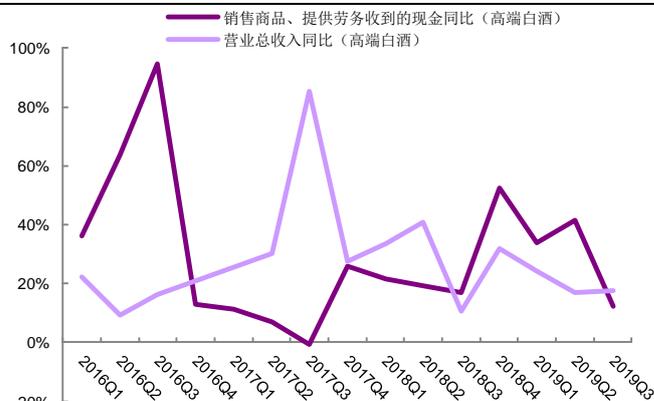
**高端白酒：**2019Q3“销售商品、提供劳务收到的现金”项合计达到 413.0 亿元，同比增长 12.1%，慢于合计收入 17.6%的同比增速。结合高端白酒的资产负债表表现，高端白酒的预收账款同比和环比均有增加，收入确认速度慢于上年同期，而 2019Q2-2019Q3 高端酒单季应收款项的减少慢于上年同期，由于去年下降幅度更加显著，因此“销售商品、提供劳务收到的现金”项确认得慢于收入的同比增速。2019Q3 高端白酒行业预收款项同比和环比分别增加 37.0 亿/7.1 亿，同期高端白酒应收款项同比和环比分别下降 18.2 亿/31.3 亿。

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

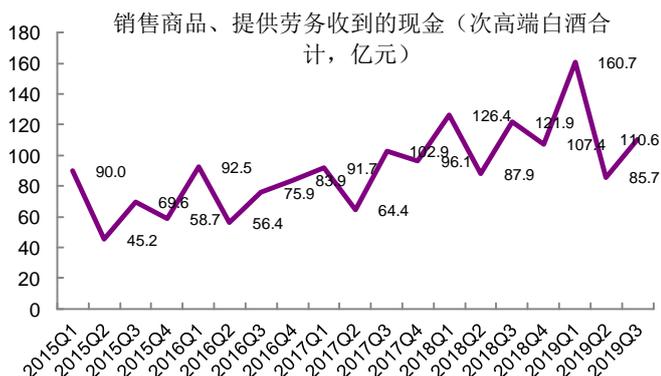
图 34：高端白酒经营活动现金流入与收入同比增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

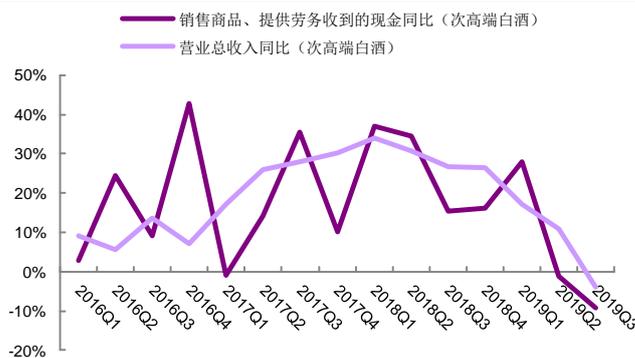
**次高端白酒：2019Q3 “销售商品、提供劳务收到的现金”项合计达到110.63 亿元，同比下降 9.2%，慢于同期收入-3.8%的同比增速。结合次高端白酒的资产负债表现，2019Q2-2019Q3 次高端酒单季度预收账款的上涨幅度略快于上年同期，即收入确认速度比上年同期略慢。虽然2019Q2-2019Q3 次高端酒单季度应收账款呈环比下降，但由于下降幅度有限，因此总体而言次高端酒预收账款确认成“销售商品、提供劳务收到的现金”速度不及收入确认速度快。**

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

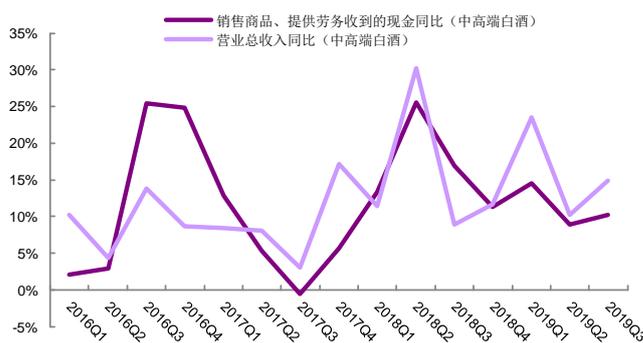
**中高端白酒：2019Q3 “销售商品、提供劳务收到的现金”项合计达到117.97 亿元，同比增加 10.3%，慢于同期收入 14.9%的同比增速。结合中高端白酒的资产负债表现，2019Q2-2019Q3 中高端酒单季度预收账款的上涨幅度慢于上年同期，即收入确认速度比上年同期加快。虽然2019Q2 中高端酒单季度应收账款环比下降，但由于2017Q3-2018Q1 中高端酒单季度应收账款持续增加，因此总体而言中高端酒预收账款确认成“销售商品、提供劳务收到的现金”速度不及收入确认速度快。**

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

2019 年白酒板块的三季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，洋河直面省内市场的发展问题，控货挺价的战略导致单季度收入增速放缓明显，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。由于 2020 年春节时间靠前，春节旺季的备货周期提前，11 月份开始白酒行业将迎来重要的经销商备货周期。目前来看，高端白酒的价格波动收窄、渠道库存良性，次高端白酒虽然增长略有压力，但是整体库存可控，为春节的打款及开门红奠定了基础。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