

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

勇毅笃行，行稳致远

——2020年白酒行业年度策略

分析师：

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn

2019年12月2日

内容提要：

2019年，白酒板块增速及盈利能力排名提升，相对优势明显，估值及机构持仓占比不断上升。高端品牌茅五泸量价齐升，战略性改革及调整将助力增长；全国性次高端公司业绩分化，不确定性加大；地域龙头及大众酒强势且良性增长。

行业发展将呈现以下特点：1、白酒板块仍是市场优选，核心公司挤压式增长。中长期行业容量或维持稳定，存量市场竞争中核心名优酒企强者恒强。2、周期弱化。核心企业正在通过体制机制改革、建设库房、区域抱团合作等方式增强韧性和周期应变能力。3、高端、地域龙头及低端白酒格局较稳，次高端竞争激烈。前三个市场的品牌集中度不断提升，而次高端成为高端及地域品牌的必争之地，竞争激烈程度升级。4、渠道改革支撑持续稳增长。经过近4年的快速恢复，大部分公司面对的阶段性任务有所改变，根据需要进行渠道调整与改革，叠加新技术新理念创新渠道模式，可支撑公司业绩继续稳增长。

估值方面：1、我们对比了不同时间段白酒公司的PE均值，发现市场变得更加理性，以业绩为王，同时赋予增长稳定、韧性较强的公司以及发展思路清晰、良性高增长公司估值溢价。随着机构持仓比例的提升以及大众投资者的专业度提升，该趋势将更加明确。2、在全球资产配置视角下，中国核心白酒股票的性价仍然具有一定的比较优势，兼具独特性及稀缺性，随着外资持股比例及话语权的提升，白酒核心个股估值仍有上升空间。

建议关注体量大、韧性较强的高端白酒龙头贵州茅台、改革红利逐步显现的浓香高端龙头五粮液、泸州老窖；战略明确、次高端、低端均放量增长的山西汾酒以及规模效应不断增强、即将展开结构升级的大众酒龙头顺鑫农业。

风险提示：食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

食品饮料与上证综指走势图



行业评级

强于大市

相关报告

- 1、 三季报验证白酒弱周期特点，高端确定性最强 20191104
- 2、 白酒进入弱周期时代，分化或持续加剧 20191028
- 3、 白酒行业强者更强，短期成交价格合理波动 20190916
- 4、 核心个股创新高，关注国际股指扩容 20190827

目录

1、行业表现回顾	4
1.1 白酒业绩表现优异	4
1.2 白酒板块估值及机构持仓占比不断上升	5
1.3 分价位段回顾公司表现	7
1.3.1 高端：量价齐升，加速机构、渠道改革	7
1.3.2 具有全国影响力的次高端：业绩不确定性加大	10
1.3.3 地域龙头及大众酒：强势良性增长	11
2、行业发展展望	13
2.1 核心公司挤压式增长，仍是 A 股优选板块	13
2.2 周期弱化	14
2.2.1 加强内部管理效率	14
2.2.2 高端白酒建设库房增强应变能力	15
2.2.3 区域抱团合作共赢	15
2.3 高端、地域龙头及低端格局较稳，次高端竞争激烈	16
2.4 渠道改革支撑持续稳增长	17
3、板块估值仍有提升空间	18
3.1 市场更理性，给予稳增长龙头及良性快速增长的公司溢价	18
3.1.1 市场理性，业绩为王	18
3.1.2 头部企业获溢价	18
3.1.3 逻辑清晰、具有一定规模且良性增长的公司获较高估值	19
3.2 估值上升仍具空间：性价比高+外资定价权提升	20
4、投资建议	21
5、风险提示	22

图表目录

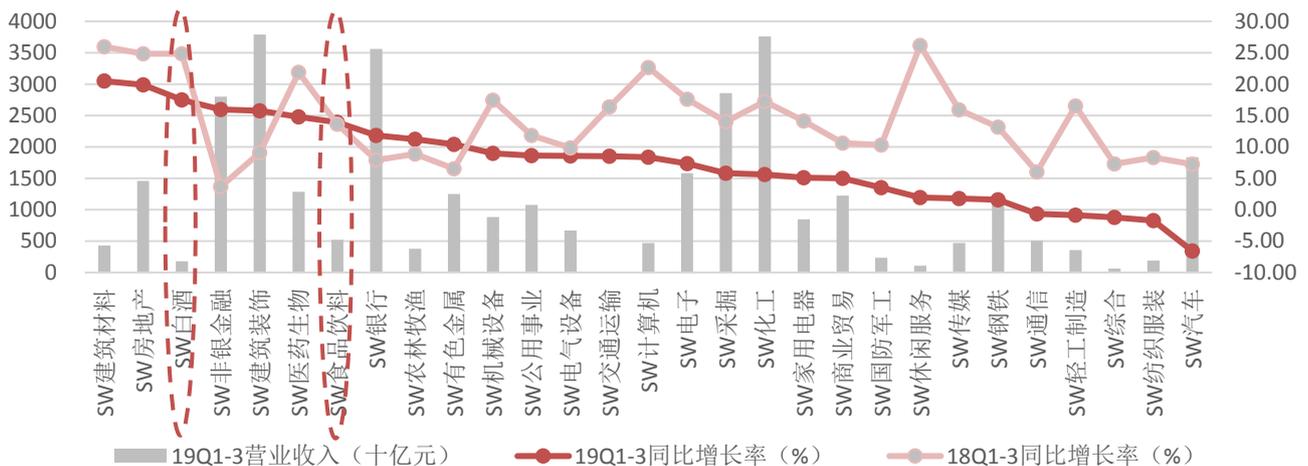
图 1: 申万一级行业及白酒板块营收及增速对比	4
图 2: 申万一级行业及白酒板块归母净利润及增速对比	5
图 3: 申万一级行业及白酒板块 ROE 及同比涨跌对比 (%)	5
图 4: 2019 年初至 11 月 22 日申万一级行业及白酒板块涨跌幅%	6
图 5: 白酒估值及中枢变动 (倍)	6
图 6: 白酒板块对 A 股溢价率	6
图 7: WIND 白酒和葡萄酒机构持股统计	7
图 8: 高端酒一批价格 (元/瓶)	9
图 9: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒省外业务占比 (%)	13
图 10: 部分大众酒市场占有率对比 (%)	13
图 11: 白酒行业累计产量及同比增速	13
图 12: 白酒行业及上市公司营收同比增长对比 (%)	13
图 13: 大部分白酒上市公司管理费用率处在下降通道 (%)	15
图 14: 不同组别白酒公司营收增长变动 (%)	16
图 15: 不同组别白酒公司净利润增长变动 (%)	16
表 1: 近三年 Q1-3 高端白酒营收、归母净利润同比增长率 (%)	8
表 2: 高端白酒 2019Q3 及全年估计投放量	8
表 3: 近三年 Q1-3 高端白酒预收款及增长率对比	10
表 4: 近三年 Q1-3 次高端白酒营收、归母净利润增长对比 (%)	10
表 5: 近三年 Q1-3 次高端白酒销售费用率对比	11
表 6: 近三年 Q1-3 次高端白酒营收、归母净利润增长对比	11
表 7: 近三年 Q1-3 今世缘、古井销售费用率对比	12
表 8: 白酒上市公司区间 PE 对比 (倍)	19
表 9: 白酒上市公司风险指标对比	20
表 10: 部分全球知名食品饮料上市公司市值及业绩对比	21
表 11: 重点公司估值情况	22

1、行业表现回顾

1.1 白酒业绩表现优异

2019年前三季度，食品饮料板块实现营业收入5213亿元，同比增长13.9%，增速在申万28个一级行业中排名第6，同比增速较2018年小幅提升。白酒子板块实现营收1808.6亿元，同比增长17.49%，高于食品饮料板块平均增速，规模占比继续提升，但增速相较2018年下降7.36个百分点，增速有所放缓。值得注意的是，在287个申万四级行业中，74%的行业增速同比均不同程度放缓，白酒板块增速虽放缓，但增速排名提升，横向比较中仍具有明显优势。

图 1：申万一级行业及白酒板块营收及增速对比



资料来源：WIND，国开证券研究部

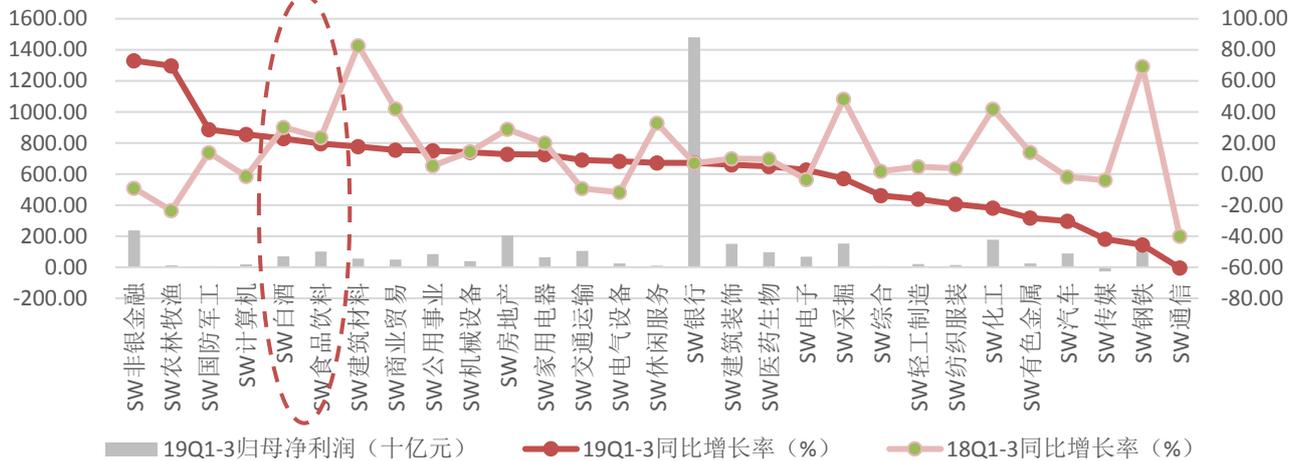
2019年前三季度，食品饮料板块实现归母净利润1012.2亿元，同比增长19.65%，增速在申万28个一级行业中排名第5，同比增速较2018年小幅下降。白酒子板块实现归母净利润630.09亿元，占整体板块的66.73%，同比增长22.82%，高于板块平均增速，净利润增速放缓幅度低于收入增速。

2019年三季度A股营收、净利润增速持续放缓，部分行业增速波动幅度较大，但白酒行业实现了较快、较稳定的业绩增长，印证了我们此前行业龙头公司高景气持续的观点。

盈利能力方面，2019年前三季度，食品饮料板块销售毛利率达42.96%，同比提升6.28个百分点。受益于二季度开始的提价，白酒子板块毛利率达67.89%，在287个四级行业中排名第三，较2018年提升两名，是带动

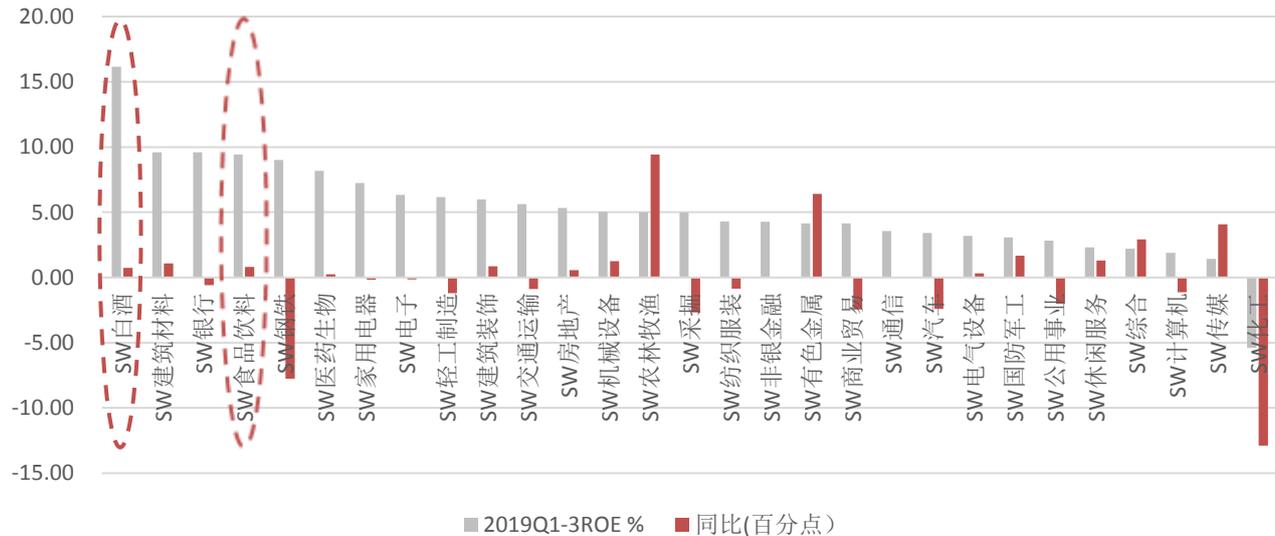
食品饮料板块盈利能力提升的主要子板块。白酒板块的净资产收益率达16.14%，同比提升近0.74个百分点，在申万四级行业中排名第2，仅次于畜禽养殖板块，继续受益于消费升级，盈利能力进一步提升。

图 2: 申万一级行业及白酒板块归母净利润及增速对比



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 3: 申万一级行业及白酒板块 ROE 及同比涨跌对比 (%)



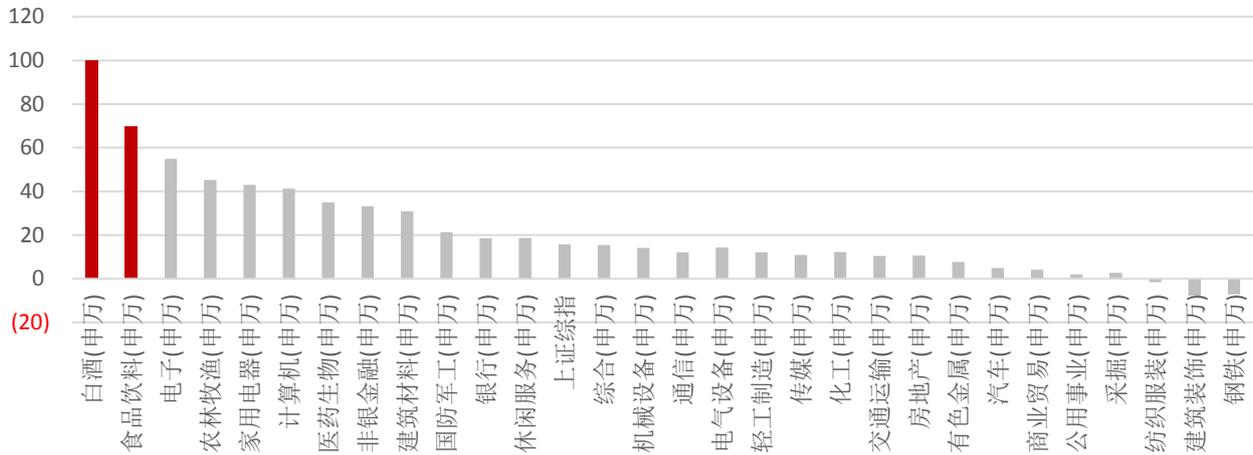
资料来源: WIND, 国开证券研究部

1.2 白酒板块估值及机构持仓占比不断上升

2019年初至今, 食品饮料板块涨幅为70.06%, 领先上证综指54.36个百分点, 在申万28个一级行业中排名第一。而白酒以100.02%的涨幅位居

食品饮料子行业第一，领涨板块。

图 4: 2019 年初至 11 月 22 日申万一级行业及白酒板块涨跌幅%



资料来源: WIND, 国开证券研究部

估值方面, 截至2019年11月22日, 白酒板块的估值为32.18, 较年初上涨60%, 由于净利润增速较高, 估值增速明显慢于股价增幅。2005年初至2019年11月22日, 板块平均估值为31, 当前白酒板块估值水平略高于近一年及三年平均值, 在近15年中位于68%分位上, 属于中等偏高水平。溢价率方面, 自2014年开始板块相对于A股的溢价率持续保持上升态势, 目前处于历史高位。

图 5: 白酒估值及中枢变动 (倍)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 6: 白酒板块对 A 股溢价率



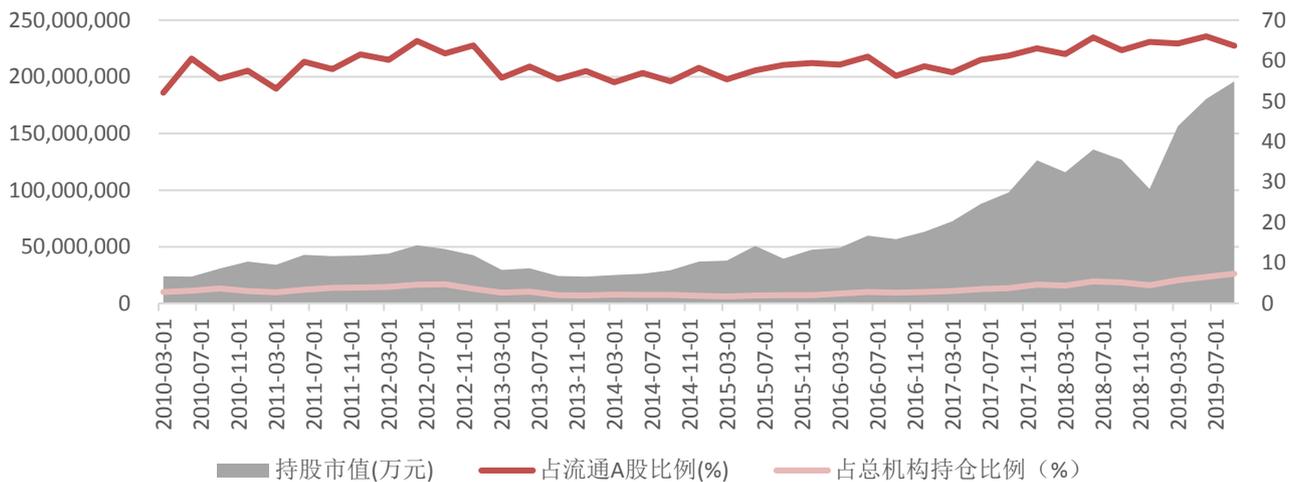
资料来源: WIND, 国开证券研究部

机构持仓方面, 2019年三季度, 食品饮料板块机构持股占机构持股总市值的9.03%, 环比上升0.45个百分点。其中白酒和葡萄酒机构持股比例为7.32%, 延续年初开始的上升趋势, 持股总市值为1959.07亿元, 环比上升8.52%, 占流通A股的比例为63.68%, 环比小幅下降2.31个百分点, 基

本保持稳定。自2014年行业复苏以来，机构对白酒板块的持仓比例持续处于提升通道，2018年三季度因对行业持续增长有所担忧，出现了一定程度地调整，然后快速回升，趋势并未遭到破坏。

2019年三季度末基金前十大重仓股中，食品饮料板块占据四席，贵州茅台、五粮液、伊利股份、泸州老窖分别排名2、3、9、10位，三只为白酒股票，其中贵州茅台、五粮液及泸州老窖的重仓比例分别为3.14%、1.73%、0.81%，茅台比例环比上升0.42个百分点，五粮液、老窖分别小幅下降0.09、0.04个百分点，持仓比例较为稳定。

图 7: WIND 白酒和葡萄酒机构持股统计



资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 分价位段回顾公司表现

我们将17家白酒上市公司分类如下：

高端：贵州茅台、五粮液、泸州老窖；

具有全国影响力的次高端：洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒；

地域龙头及大众品：古井贡酒、今世缘、口子窖、顺鑫农业；

三四线白酒：老白干酒、金徽酒、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒。

1.3.1 高端：量价齐升，加速机构、渠道改革

2012年八项规定出台后，高端白酒消费场景遭到重创，销售受到严重影响。经过3年的调整，2015年茅台、五粮液及老窖引领本轮复苏周期，营收、净利润增速逐步提升，带动行业整体高景气。三家高端厂家的营收

增速先后到达顶点开始下移，茅台提前到达拐点是受到2017年出现的投放-需求缺口的牵制，而三家公司共同面对的则是恢复性增长结束后的存量竞争市场。2019年，三家高端白酒公司均实现了显著超越板块平均的收入增速，但同比增速明显下滑，进一步验证了该逻辑。

表 1: 近三年 Q1-3 高端白酒营收、归母净利润同比增长率 (%)

证券简称	营收同比增长			归母净利润同比增长		
	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
贵州茅台	59.40	23.07	16.64	60.31	23.77	23.13
五粮液	24.17	33.09	26.84	36.53	36.32	32.12
泸州老窖	23.03	27.24	23.90	33.11	37.73	37.96

资料来源: WIND, 国开证券研究部

相较营收增速，三家高端厂商的归母净利润成长情况更为稳定，我们认为原因有二：一是各厂家的产品结构持续升级及出厂价提升，二是随着线上渠道及直营店的扩容，厂家提升了直营比例，盈利能力不断提升。

总体来看，我们判断2019年三家高端酒公司仍能持续量价齐升的态势。销量方面，按报表估计，2019年三季度茅台酒投放量在8400吨左右，同比增长约2%，由于营销渠道改革，增速低于市场预期，但我们预计今年仍能实现3-5%的增长。五粮液估计投放量达5000吨，已经基本完成全年投放目标。国窖销售额达成百亿目标，我们估算投放量在1600吨左右，增速25%左右。

表 2: 高端白酒 2019Q3 及全年估计投放量

	2019Q3 投放量 (吨)	2019Q3 同比增长率	2019 全年投放量 (吨)
茅台酒	8400	2%	33000
五粮液	5000	25-30%	23000
国窖	1500-1600	23-25%	8400

注: 数据均系作者估算值

资料来源: WIND, 国开证券研究部

价格方面，三家厂商的吨价均明显提升。茅台2019年三季度公司吨价提升约10%，一是受益于捆绑销售等策略，非标占比明显提升，二是直营渠道的出厂价为1399元/瓶，较经销商出厂价提升44.38%。2019年9月份，茅台逐步落实直营渠道布局，招标6家商超（3家省内，3家全国）及2家电商（天猫、苏宁），并与COSTCO合作销售，在一个月内在大幅提高直营投放量，三季度直营渠道销售额为15.01亿元，同比增长16.11%，直营比例为7.0%，同比提升1.3个百分点。虽然目前直营占比仍低，但对吨价提升的贡献已经开始显现。

五粮液及国窖的出厂、一批平均价格不断上涨则是受到茅台一批价格的带动及

两厂家技术性的价格提升。其中五粮液通过导入新品第八代五粮液大幅提升价格，而国窖继续采用跟随战略，通过控货挺价谨慎提升价格。由于中秋放量，五粮液的一批价格有所下降，但与2018年同期相比仍有较大提升。

图 8: 高端酒一批价格 (元/瓶)



资料来源：徽酒、酒业家、酒说、云酒，国开证券研究部

战略方面，2019年三大高端白酒公司改革不断，泸州老窖继续推进会员制及品鉴会，并正在研究数字化平台；五粮液通过普五成功引入数字化，“百城千县万店工程”将启动第三阶段消费者俱乐部建设工作，系列酒三家销售公司合并为一，正在加速调整销售及产品策略；茅台虽然搭售省内农产品的试行政策为后续战略带来不确定性，但通过增大旺季投放、加大直营、增强市场督导等措施抑制终端价格的快速上涨初见成效，营销渠道更加多样化，有利于长期发展。总体来说，高端白酒公司的内部治理水平持续提升，对终端的把控力不断增强，抗风险能力将更加出色。

另外，值得注意的是，近三年，高端白酒的预收款项波动较大，我们认为大致有以下原因：

第一，经销商减少。茅台自2017年5月开始大幅削减经销商，前期更多为整顿茅台酒经销商，近期为理顺系列酒产品整顿经销商，泸州老窖及五粮液也为加强市场管控与部分经销商解约。但实际上高端白酒动销良性，经销商利润空间较大，渠道打款依然积极。

第二，作为减轻经销商资金占用的福利。行业较为萧条的时候，厂商多会通过要求提前打款占用经销商资金来抵御其他品牌抢夺渠道资源，近年来随着高端品牌价值的不断提升，厂商不断优化打款政策，加快生产、包装、物流等环节运营效率，以减少对经销商资金的占用。

第三，成为调控投放节奏的手段。今年中秋前夕，普飞涨价预期较强，经销商压货明显，旺季前要求经销商提前打款将增加其资金压力，叠加投放节奏加快，促使经销商按公司计划加速销售，从而平抑价格。

由于变动较大且变动逻辑发生改变，我们认为预收账款对高端白酒景气度的解释力下降。

表 3: 近三年 Q1-3 高端白酒预收款及增长率对比

预收款项	2017Q1-3 (亿元)	同比增 长率	2018Q1-3 (亿元)	同比增 长率	2019Q1-3 (亿元)	同比增 长率	三年复合增 长率
茅台	174.72	0.45%	111.68	-36.08%	112.55	0.79%	-13.50%
五粮液	49.26	-26.73%	24.40	-50.47%	58.65	140.37%	-4.45%
老窖	14.35	12.91%	14.12	-1.59%	15.92	12.76%	7.81%

资料来源: WIND, 国开证券研究部

1.3.2 具有全国影响力的次高端: 业绩不确定性加大

我们将300-600元/瓶的白酒定义为次高端白酒，洋河、酒鬼、汾酒、水井及舍得的主力产品在该价格段上，且具有一定的全国影响力。

表 4: 近三年 Q1-3 次高端白酒营收、归母净利润增长对比 (%)

证券简称	营收同比增长			归母净利润同比增长		
	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
舍得酒业	13.11	27.82	16.01	74.20	186.01	10.93
水井坊	85.18	45.36	23.93	63.22	90.15	38.13
山西汾酒	42.80	42.41	25.72	78.54	56.89	33.36
酒鬼酒	27.01	37.83	27.34	77.67	38.35	14.26
洋河股份	15.08	24.22	0.63	15.34	26.11	1.53

资料来源: WIND, 国开证券研究部

虽然次高端市场的容量因消费升级呈现继续增长的态势，但由于更多的产品进入市场竞争，原有的全国性强势公司业绩开始承压。全国性次高端公司的营收同比增长下滑幅度均较大，即使基本面较好的山西汾酒仍下降了16.69个百分点。净利润增速也较2018年的高速增长明显下滑，并且近4年来首次低于板块平均水平。

分个股来看，汾酒的基本面最佳，其“两头带中间”的产品策略使全国化继续快速推进，青花系列仍然维持30%以上的增长，出厂价及一批价稳步上移，是全国性次高端中增速下滑程度最小的公司。洋河的业绩则在2019年三季度出现较大幅度的负增长，预计全年收入、净利润在0-5%的增速区间。这主要是由于2013年公司开始实行深分销制，经销商逐渐成为配货商，叠加高强度的业绩考核压力，打击了经销商积极性，终端

掌控能力下降，并由此引发了一系列问题：1、随着今世缘的迅速成长，批量省内经销商加入今世缘旗下；2、新版蓝色经典无法成功挺价；3、库存高企，为完成考核任务降价甩货现象严重。2019年二季度开始，公司进行主动控货，效果较好，后续公司还将改善厂商关系，提升重要经销商地位及话语权，但2020年上半年公司业绩或难以到达拐点。舍得、水井坊及酒鬼酒的销售规模相对较小，在高端及地方龙头公司的冲击下，后续业绩稳定性或难保证，不确定性增加。

另外需要说明的是，虽然部分次高端公司2019年前三季度的销售费用率同比均有所下降，但我们认为这与各公司在今年三季度确认费用较少有关，预计次高端板块竞争压力将持续增大，费用率仍在上升通道。

表 5：近三年 Q1-3 次高端白酒销售费用率对比

证券简称	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
水井坊	24.75%	30.40%	28.72%
山西汾酒	18.56%	17.94%	18.18%
酒鬼酒	26.55%	26.77%	28.86%
洋河股份	9.51%	9.46%	10.76%
舍得酒业	31.62%	25.18%	23.98%

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3.3 地域龙头及大众酒：强势良性增长

表 6：近三年 Q1-3 次高端白酒营收、归母净利润增长对比

证券简称	营收同比增长			归母净利润同比增长		
	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
今世缘	16.14	32.01	30.20	20.01	32.19	25.74
口子窖	16.29	18.13	8.05	26.48	26.68	13.51
古井贡酒	18.60	26.54	21.31	36.92	57.46	38.69
顺鑫农业	0.79	4.01	20.19	10.30	97.03	23.93

资料来源：WIND，国开证券研究部

2019年，地域龙头公司今世缘及古井贡表现强势，收入及利润增速与2018年同期差距不大，均高于2017年水平。古井贡酒方面，公司的吨价仍然处于较快上升通道，一方面，核心产品价格在中秋后继续提价，其中古8、古20分别上涨约4.5%、7%，另一方面，2019年前三季度古8及以上产品增速超50%，古20完成翻倍增长，省内实现中高端及次高端产品价格卡位，省外黄鹤楼运营平稳，新确立北方大区，随着省内品牌力的提升，省外扩张或持续加速。今世缘方面，2019年前三季度，公司省

内核心市场南京的收入增长为48%，与前两年的增速水平基本相当。由于对消费意见领袖的培育工作更细致、经销商的利润更丰厚以及品牌价值的快速提升，大批经销商从竞争对手阵营转向今世缘，因此虽然销售规模已经突破40亿元，仍保持了高速增长。产品结构方面，公司300元以上的特A+产品2019年前三季度收入增速为47.66%，占比已达56.2%，高端V系定位高端白酒，销售目前超公司预期，品牌在高端、次高端市场的话语权不断增强。

另外，两公司的销售费用率均较2018年明显下降，我们认为这是近年来的费用投放效率较高，规模效应、品牌力提升叠加费用投放优化，或使得两家公司的销售费用率进入下降通道。

表 7：近三年 Q1-3 今世缘、古井销售费用率对比

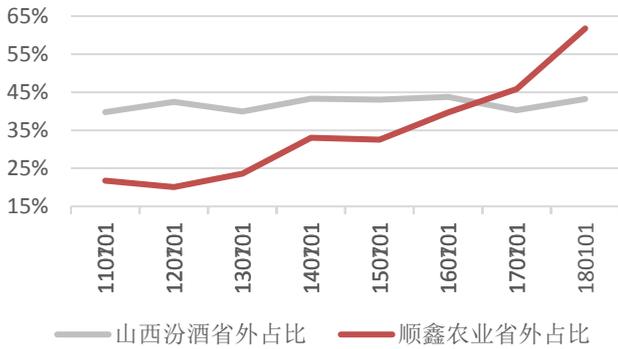
证券简称	2017Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3
今世缘	14.96%	14.45%	9.55%
古井贡酒	34.01%	33.31%	22.44%

资料来源：WIND，国开证券研究部

同属地域龙头的口子窖近两年业绩增速明显逊于今世缘及古井，我们认为这主要是由于口子窖在2016-17年期间没有抓住结构升级的机遇，核心产品口子窖5年、6年仍在百元价位带。2019年前三季度，公司的高端酒收入增速为7.5%，仍低于中低档白酒，今年推出的新品初夏、仲秋产能未到位，是否能帮助公司在中端及次高端破局仍有待观察。但是，作为徽酒龙头，公司的优势是稳定良好的大商关系，目前公司正在通过渠道裂变提高大商的狼性，整体来看，公司的原有优势市场大概率能抵御竞争对手的冲击。

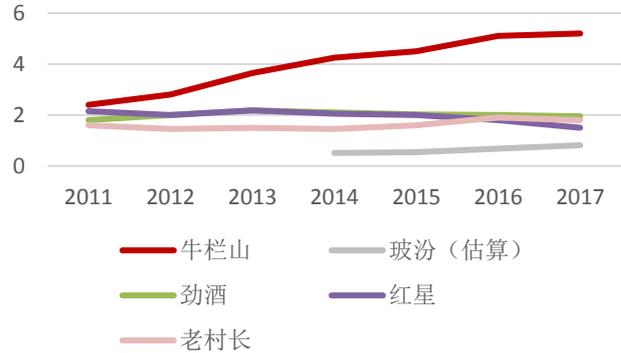
大众酒方面，无论是顺鑫、玻汾，规模效应不断增强，品牌效应不断强化，2019年省外增速均能实现高增长。具体来看，顺鑫农业的白酒业务收入前三季度同比增长15%，考虑到30%的预收款增长，牛栏山仍保持了较高的增速。目前，牛栏山外埠市场营收占比70%左右，预计今年江浙沪地区增速仍能超40%，外埠市占率将继续快速上升。汾酒方面，公司在低端产品快速增长的形势下顺势而为，预计2019年玻汾增速超50%。目前，中国白酒市场仍然以浓香为首，公司作为清香型白酒的代表，以低端玻汾作为媒介布局和培育空白地区，不仅不会对高端青花系列产生负面影响，反而对普及清香香型、培育潜在客户具有积极和长远的意义。我们认为，后续玻汾的加速全国化及牛栏山的结构升级将为两公司带来持续增长动力。

图 9: 顺鑫农业及山西汾酒低价酒省外业务占比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 10: 部分大众酒市场占有率对比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2、行业发展展望

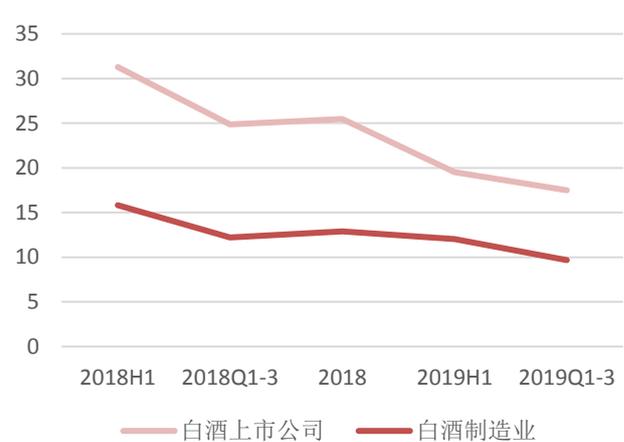
2.1 核心公司挤压式增长, 仍是 A 股优选板块

图 11: 白酒行业累计产量及同比增速



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 12: 白酒行业及上市公司营收同比增长对比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

我们认为, 白酒行业仍处于L型底部, 产量虽在2017年因恢复性增长小幅提升, 但2018年后又开始缓慢下滑。2019年1-10月, 白酒行业的产量为635.1吨, 较2018年增长1.4%, 而前三个季度甚至出现小幅负增长。我们判断, 中长期来看, 白酒产量及销量将维持稳定或小幅负增长的水平, 白酒行业仍然是存量竞争市场。

与产量及销量相比, 行业整体的收入增速更高, 这主要得益于消费升级引发的产品结构升级和产品提价。在经济情况较好的区域, 如长三角地

区，宴请用酒已经完成从100-200元/瓶向200-400元/瓶升级的过程。2019年二季度开始，包括舍得、老窖、古井、五粮液、汾酒等核心公司纷纷提高核心产品价格，中秋旺季过后，老窖、水井、酒鬼等公司均推出挺价计划，2020年大部分名优酒企量价齐升仍是大概率事件，业绩增长仍有空间。

此外需要指出的是，第一，总体来看，白酒消费具有刚需的特点，尤其是高端酒及低端酒，只要消费场景不被影响，需求则较为稳定。此外，龙头企业的品牌效应不断提升，马太效应加剧，因此虽然行业整体产量增速下滑至小于5%，但白酒核心上市公司的产销量增速明显高于行业平均，集中度提升不断。此外，由于品牌形象不断得到强化，龙头公司的定价能力较强，吨价持续提升，因此白酒上市公司的营业收入也显著领先于行业平均，ROE排名在申万287个4级行业中已提升至第二，盈利能力在A股市场上具有绝对优势。因此，虽然2020年核心公司的增长仍会大概率降速，但在A股市场中仍具有明显的比较优势。

2.2 周期弱化

2013年前，白酒行业具有较强的周期性，这与早期公司的主动经营管理能力较为薄弱、渠道建设还未成熟、应对市场风险的能力较弱、政策管控较强等因素有很大关系。最近一次行业调整发生在2013年，八项规定的出台严重打击了高端白酒的消费场景，导致高端品牌不得不下调批价以尽量减少营收下降幅度，茅五泸的价格中枢均下降至400-600元，而次高端及中端白酒则受到高端白酒的挤压，销量断崖式下滑。

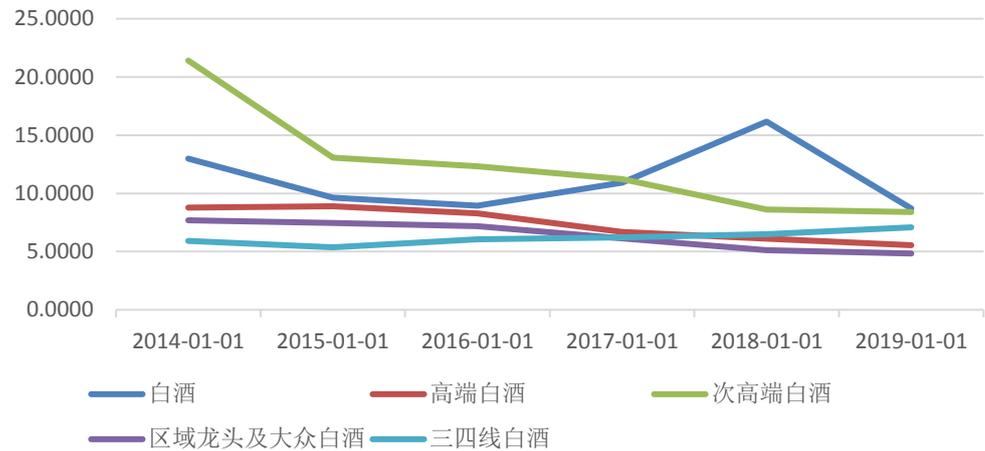
自1990年以来，白酒上市公司经历了两轮行业周期，积累了大量市场运营的经验，近年来在以下方面做出了改善：

2.2.1 加强内部管理效率

部分公司通过组织架构改革提升效率，如泸州老窖将此前的柒泉营销体系改为品牌子公司形式，将高中低端的品牌区隔管理，在总公司层面增加销售管理人员对渠道进行把控，对终端掌控能力明显提升。另一部分公司利用“大数据”提升管理效率，茅台、五粮液、水井坊、今世缘等均基本完成了数字平台的搭建及导入，从公司出货、到经销商出货、再到终端收货均需要进行扫码，通过数据的采集监控获得更为真实的动销情况及违规情况（比如窜货），古井贡、老窖等公司也在加速布局中。经过几年的机构改革与内部平台建设，白酒上市公司的管理效率显著提

升，对终端动销反应更加迅速，或将平缓库存波动。

图 13: 大部分白酒上市公司管理费用率处在下降通道 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

2.2.2 高端白酒建设库房增强应变能力

茅台正在推进双龙临空经济区的3万吨库房及茅台镇坛厂2万吨库房建设，预计两年内完工。五粮液方面正在建设30万吨陶坛陈酿酒库一期工程项目，确保“十三五”末五粮液的市场投放量达3万吨，并且未来将实现原酒储存三年后再包装投放市场，充分释放白酒的时间价值。库房能大幅提升公司产出与销售之间的弹性，在经济下行时期可以满足生产并将基酒存入库房，静待市场恢复，维护品牌价值；在市场需求旺盛时，扩大成品产量，平抑价格、加快收入增速，从而提升抗周期能力。

2.2.3 区域抱团合作共赢

作为白酒大省，四川于2018年提出“川酒振兴计划”，采用“政府搭台、产区联合、企业协作”的模式，对川酒进行全方位推介。安徽亦在每年末举办酒业博览会，知名酒企均会汇聚一堂分享经验。以“茅台镇”为核心的酱香白酒产业核心区也频繁动作，2019年10月，贵州省举办“全国百家媒体走进世界酱香型白酒产业基地核心区”宣传活动，走访了包括茅台、习酒、金沙、国台、珍酒、董酒等优秀酱酒企业，11月，贵州·四川深化交流合作座谈会在贵阳举行，签署“1+8”个合作协议，提出共同打造以赤水河流域为核心的世界酱香型白酒产业集群。无论规模大小，企业均能在适当约束、良性竞争及整体宣传中获益，有益于提高区域及香型的整体美誉度，提升消费刚性，对抗周期波动。

经过内部体制的强化、主动平缓周期的策略以及区域强强联合+强弱抱团，我们认为白酒行业的周期性波动将从强转弱，虽然短期的高速成长或难

出现，但长期稳定增长有利于行业良性发展及投资的稳定回报。

2.3 高端、地域龙头及低端格局较稳，次高端竞争激烈

图 14: 不同组别白酒公司营收增长变动 (%)

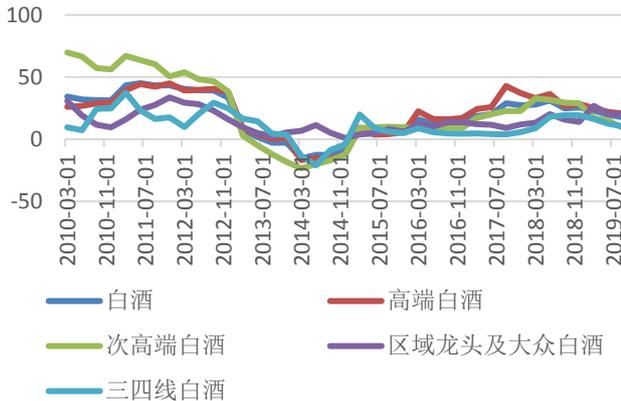
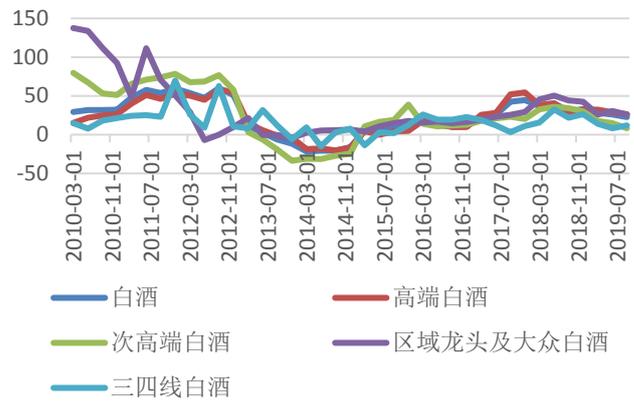


图 15: 不同组别白酒公司净利润增长变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

经过2014-2017年的行业景气度回升，不同组别的白酒公司表现开始分化。以稳健为首的高端白酒在2018、2019年继续保持了较高速的增长，2019年前三季度营收及净利润增速均排名白酒板块第一。区域龙头及大众白酒后来者居上，自2018年开始高速成长，2019年前三季度营收及净利润增速仅小幅低于高端白酒，排名第二。然而，全国性次高端白酒今年前三季度的表现落后行业平均水平，成为最后一名。三四线白酒则依旧处于结构调整的阶段，利润增速较低。

我们认为，全国性次高端白酒上市公司的表现之所以开始出现波动，主要是由于次高端板块的竞争压力不断加剧。近4年来，受益于行业复苏和消费升级，次高端价格带是收入及净利润增速最快的价格带，预计今年上市公司次高端产品的平均收入增速大概率超25%，2020-2022年或能保持20%左右的复合增长，因此各大厂商均加大了对该价位段的布局。所以，具有全国影响力的次高端厂商正在承受着来自高端、地域品牌的双面夹击。高端品牌方面，通过前两年的调整及推广，茅台的系列酒汉酱、赖茅都已成长为销售额10亿级的大单品，老窖的特曲60版也即将突破10亿元。高端市场增速开始放缓，通过品牌力发展中端系列酒或成为这些公司的下一阶段增长引擎。地域性龙头公司方面，古井自2018年下半年开始大力推广古16、古20，口子窖10年及20年也在加速布局，今世缘的A+产品三季度同比增长57.26%。随着消费升级的持续进行，次高端价格带成为区域性龙头公司的必争之地，否则业绩表现难有突破，市场

份额和地位更有可能被撼动。因此，我们认为次高端白酒的业绩分化仍将持续，汾酒由于“两头带中间”的策略使得全国化进程顺利，且低端白酒韧性较强，未来业绩或更为稳定，但其他公司的规模相对更小，产品体系更为单薄，业绩或在后续的竞争及行业波动中承压。

2.4 渠道改革支撑持续稳增长

白酒企业的渠道对产品布局、动销、品牌塑造等都起到至关重要的作用，因此各大厂商均非常重视渠道的建设。白酒渠道的管理模式大体可以分为直销和分销。直销由总部控制，设直营店、网店，或直接由商超、网络平台代为销售。这样的模式较为扁平、易于管理，但同样有着较为明显的弱点，即本部运作成本较高，需要管理更多基层员工，对总部市场推广和运作能力或品牌力要求较高。

分销模式又可以分为厂家主导（深分销）和经销商（大商）主导。若以厂家为主，经销商更偏向于渠道商，销售政策直接由厂家制定，虽然在制定方针政策上有绝对的话语权，但执行力或难保证，且同样需要产品具有强品牌力。经销商为主要的模式中，一般伴随更高的利润激励机制，经销商的自主推动力更强，但厂商之间的沟通成本会在利益不一致时暴露，且公司将依赖厂商的市场关系，话语权的减弱或将影响长远战略的制定。

目前，没有单纯依靠直营店进行产品销售的头部企业，适宜企业本身发展阶段的分销制是白酒公司持续良性发展的关键。目前，采用厂家主导的标志性公司包括茅台及洋河，经销商主导的公司包括五粮液、汾酒、牛栏山。实际上2015年前老窖的分销模式也属于经销商主导，公司是近年来较早对模式进行改革的公司，将经销商主导的柒泉模式改为品牌公司模式，经销商仍然负责市场的推广，但将品牌区隔管理可以防止不同价位段的品牌内部竞争，强化了厂商的调控效率。目前，因优秀大商快速全国化的牛栏山及玻汾均开始规划将大商分销模式逐渐扁平化（深分销化），从而提高话语权，为执行后续挺价、结构升级的战略打下基础。而茅台则由于市场价难以控制而不得不进一步增强厂家的调控力和话语权，因此，上半年茅台酒提出了直营化改革，并在9月份加速落实，阶段性较为成功地平抑了价格。

洋河则由于深度分销陷入了阶段性的困境。由于一地多个经销商，水平、资金实力参差不齐，管理难度大，易出现窜货等现象，价格难以稳定。

目前，公司在进行大商化改革，即在较大的区域内扶持相对优质的经销商，改善厂商关系，提高经销商积极性。

整体来看，经过4年的行业恢复，大部分公司所面对的阶段性任务有所改变，越来越多的公司进行渠道改革来面对变化。此外，汲取不同模式的优点叠加新技术创造出新机制、新模式也成为机遇。我们认为通过调整与改革，优质白酒公司的渠道运营效率仍有改善空间，从而继续支撑公司业绩维持稳增长。

3、板块估值仍有提升空间

3.1 市场更理性，给予稳增长龙头及良性快速增长的公司溢价

我们对比了不同时间段17家白酒上市公司（除皇台）的区间PE（TTM）均值，时间区间分别为截至2019年11月22日的近三个月、近半年、近一年和2005年初至2019年11月22日。可以看到，自2005年以来，白酒公司的估值排名发生了一定变化，但近一年的排名较为稳定，我们认为这一方面体现了公司在市场上竞争力的变化，另一方面也体现出投资者为公司定价时的关注点和认同点发生了一些变化。

3.1.1 市场理性，业绩为王

2005年至今，部分估值排名靠前的大部分公司体量较小，一是由于此前市场更加注重成长速度及空间，普遍认为小体量的公司发展空间较大、业绩弹性较高；二是由于散户参与程度较高，价值投资及长期投资理念较为弱势。但是随着机构投资者持仓比例及定价权的提升、投资理念的进化，市场更加关注业绩、更加理性，部分体量较小、业绩波动较大的公司的估值出现明显下滑。

3.1.2 头部企业获溢价

在2005年至今的区间中，高端白酒仅有泸州老窖的估值进入前十名。然而随着时间的拉近，我们可以看到体量更大的公司得到了更高的溢价，最为突出的表现为茅台估值排名已经进入白酒板块前五名，五粮液、老窖的名次也在不断提升，与此同时，三家公司的绝对估值水平在近一年中也处于上升通道。这表明市场普遍认同三家公司的品牌价值和市场地位，相信存量竞争中强者更强，并愿意为其抗风险能力和稳增长能力给予更高溢价。

3.1.3 逻辑清晰、具有一定规模且良性增长的公司获较高估值

近一年估值排名上升较快的公司还包括进入前五名的汾酒、顺鑫以及近三个月进入前十名的今世缘，三家公司近一年的估值也在上升通道中。我们认为三家公司共同的特点为具有一定规模和影响力+较为快速的业绩增速+清晰的可持续增长逻辑。其中顺鑫和汾酒抓住大众酒迅速品牌化的机会，市占率快速提升，刚需成为安全垫，全国化+结构升级为中长期增长提供动力。今世缘的估值溢价主要来自于面对强劲的竞争对手表现出来的爆发力，省内市场快速增长的同时，省外取得积极突破，空白市场的表现值得期待。

表:8: 白酒上市公司区间 PE 对比 (倍)

PE (TTM)	平均估值(2005年初至今)	近三个月估值	近半年估值	近一年估值	近3年估值
金种子酒	124.40	85.57	62.80	328.63	341.83
酒鬼酒	62.56	44.74	39.18	34.32	46.02
顺鑫农业	33.20	41.82	41.82	38.72	33.07
山西汾酒	39.54	40.92	37.75	33.33	39.50
贵州茅台	30.43	36.52	33.93	31.05	30.92
水井坊	45.34	35.37	35.67	34.37	51.44
五粮液	29.61	32.74	31.63	27.07	26.54
泸州老窖	39.68	29.72	29.56	26.42	30.04
今世缘	23.13	28.48	27.15	24.80	22.97
老白干酒	120.52	27.85	28.21	31.43	62.31
舍得酒业	154.64	27.53	26.26	26.64	71.00
古井贡酒	60.19	27.49	28.96	26.89	28.89
金徽酒	30.49	26.55	24.88	22.56	26.65
口子窖	27.99	20.27	21.30	20.49	24.75
迎驾贡酒	27.16	19.75	18.45	17.83	20.64
洋河股份	24.96	18.25	19.36	19.66	22.18
伊力特	28.39	16.39	16.71	16.84	24.02

注：深红色为前5名，浅红色为6-10名。

资料来源：WIND，国开证券研究部

从风险指标来看，目前茅台、洋河、迎驾贡酒和金徽酒的beta值小于1，与市场的相关度较小，波动率方面，市值更大的公司波动率更小。短期部分市值较低的公司夏普比率表现不错，但是随着时间跨度的拉伸，茅、五、泸、汾的风险收益明显更为优秀。

我们认为，随着机构持仓比例的提升以及大众投资者的专业度提升，市场会更加理性，增长稳定、韧性较强的公司以及发展思路清晰、良性高速增长公司的估值或有进一步提升的空间。

表 9: 白酒上市公司风险指标对比

证券简称	2019-11-22 总市值 (十亿元)	近 100 周 BETA 值	近三个月年化波动率 (%)	近六个月年化波动率 (%)	近一年年化波动率 (%)	近三年年化波动率 (%)	近三个月年化 Sharpe 比率	近六个月年化 Sharpe 比率	近一年年化 Sharpe 比率	近三年年化 Sharpe 比率
贵州茅台	1,499.90	0.92	16.90	24.34	26.91	28.09	1.29	2.71	2.98	1.72
五粮液	500.61	1.22	28.36	31.72	35.08	36.18	-0.05	1.76	2.90	1.39
洋河股份	147.56	0.90	16.96	25.31	29.43	33.55	-2.19	-0.98	0.27	0.53
泸州老窖	123.33	1.17	29.85	35.21	38.92	37.12	-0.61	1.10	2.10	1.02
山西汾酒	82.35	1.34	33.20	34.77	37.19	41.84	3.51	3.21	3.06	1.34
古井贡酒	56.49	1.10	26.08	29.53	39.26	39.98	-0.71	0.44	2.05	0.88
顺鑫农业	38.42	1.22	30.97	34.55	38.87	38.98	-0.39	1.40	2.02	1.16
今世缘	37.06	1.22	37.60	34.40	43.70	41.93	0.12	1.12	1.76	0.83
口子窖	32.06	1.09	37.65	34.61	38.18	37.52	-1.78	-0.29	1.31	0.58
水井坊	27.92	1.05	38.28	34.82	37.31	43.30	2.22	1.17	2.11	1.12
迎驾贡酒	17.02	0.87	41.02	37.35	32.31	31.56	1.58	1.59	1.51	0.11
酒鬼酒	11.49	1.25	61.56	49.91	49.77	44.98	1.89	2.01	1.88	0.58
舍得酒业	10.10	1.47	34.39	33.42	39.33	42.58	1.22	0.92	1.14	0.37
老白干酒	9.94	1.06	16.61	24.18	34.06	37.22	-2.40	-0.31	0.32	-0.01
金徽酒	6.79	0.70	48.66	39.31	37.25	31.14	1.56	1.15	0.89	-0.31
伊力特	6.61	1.38	19.89	31.90	37.95	41.14	-0.51	-0.48	0.45	0.21
金种子酒	3.76	1.31	27.28	40.82	55.64	42.23	-0.99	-0.41	0.53	-0.28

注：深红色为前5名，浅红色为后5名。

资料来源：WIND，国开证券研究部

3.2 估值上升仍具空间：性价比高+外资定价权提升

性价比方面，我们考察了全球核心知名食品饮料公司的估值，绝大多数公司的PE在30-50倍，其中包括国内的海天、中炬、恒顺，也包括百富门、帝亚吉欧、可口可乐等。目前，中国核心白酒公司的估值在25-40倍，业绩增长率及ROE大部分较高。大多国外食品公司增速下滑主要是由于本土市场缺乏增长动力及国际化进程遭遇瓶颈导致，但机构仍然给予较高的估值，主要是由于这些日常消费公司的体量较大、韧性较强、竞争地位较为稳固。中国的调味品行业也由于结构升级思路清晰、业绩确定性较强获得了高溢价。相对而言，中国白酒行业周期性弱化，核心上市公司业绩稳定性及成长性均较优，性价比具有一定优势。

外资持股比例方面，目前，MSCI已经完成年内3次对中国A股的扩容，但外资对A股的持股仍有上升空间。以韩国和中国台湾地区为例，韩国1991年首次纳入MSCI指数时外资持股比例为2.49%，2005年占比达22.96%；

中国台湾地区1996年首次入摩时外资占比8.69%，2018年占比达27.41%。由于具有地域特色、稀缺性及高性价比，我们认为在全球资产配置视角下，白酒板块仍具有吸引力，板块的估值仍有增长空间。

表 10: 部分全球知名食品饮料上市公司市值及业绩对比

证券简称	PE (TTM) (倍) 20191126	营收同比 增长 (MRQ%)	归母净利 润同比增 长 (MRQ%)	2014-18 营 收 CAGR	2014-18 归 母净利润 CAGR	ROE (MR Q%)
康宝浓汤 (CAMPBELL SOUP)	66.80	22.55	-19.16	1.53	-10.64	19.13
海天味业	59.03	16.72	22.48	15.10	22.13	25.46
中炬高新	55.20	11.68	12.32	12.43	23.34	14.45
星座品牌-A	45.37	2.19	-140.70	10.77	12.08	-6.77
百富门 (BROWN FORMAN)-B	39.42	0.00	-7.00	2.13	4.85	11.18
宝贝卷糖业	38.40	0.15	10.19	-0.92	-1.34	2.76
恒顺醋业	33.16	7.86	14.81	8.79	50.76	11.44
味好美 (MCCORMICK)	31.64	0.72	-31.99	5.58	19.13	14.11
家乐氏 (KELLOGG)	30.02	1.22	-42.61	-1.74	-5.86	29.89
可口可乐 (COCA COLA)	29.43	6.43	23.62	-7.43	-5.60	36.76
好时公司 (HERSHEY)	23.86	1.98	12.10	1.74	7.49	53.76
帝亚吉欧	23.85	-30.19	4.57	3.83	4.27	37.79
亿滋国际 (MONDELEZ INTL)	18.89	-1.10	22.91	-5.98	-2.89	11.73
通用磨坊 (GENERAL MILLS)	16.94	-2.24	32.70	-1.19	-0.80	6.56

资料来源: WIND, 国开证券研究部

4、投资建议

综上所述，我们认为白酒行业整体基本面稳定，在存量竞争下格局较为明确的高端白酒、区域性龙头及大众白酒公司业绩的确定性较强，其中高端白酒需求仍然良好、公司改革红利逐步释放；区域性龙头结构升级顺利推进，省内地位稳固，省外逐步扩张；大众白酒品牌效应及规模效应逐渐增强，未来盈利、利润增速均可期，核心公司基本面在A股中具有比较优势。估值方面，在全球资产配置视角下，中国核心白酒股票的市盈率较低、增长稳定性与速度较优，且具有独特性及稀缺性。随着外资A股持股比例的提升及价值投资理念的不断深化，我们预计白酒板块的估值中枢仍有上移空间。

建议关注体量大、韧性较强的高端白酒龙头茅台、改革红利逐步显现的浓香高端龙头五粮液、泸州老窖；战略明确、次高端、低端均放量增长的汾酒以及规模效应不断增强、即将展开结构升级的大众酒龙头顺鑫农业。

表 11: 重点公司估值情况

公司简称	收盘价 (元)	EPS 一致预期 (元/股)		PE (倍)	
		2019E	2020E	2019E	2020E
	2019/12/2				
贵州茅台	1,129.00	34.95	39.89	32.30	28.30
五粮液	127.55	4.50	5.51	28.34	23.15
泸州老窖	81.75	3.14	3.92	26.04	20.85
山西汾酒	89.34	2.25	2.81	39.78	31.74
顺鑫农业	50.05	1.43	1.89	34.90	26.54

注：茅台、泸州老窖、五粮液2019-2020年EPS、PE系作者预测值，其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究部

5、风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；中国宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场波动风险。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层