

食品饮料

透过厂家、商家、专家交流看酒业应对疫情之策

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

研究助理：房昭强

Email: fangzq@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

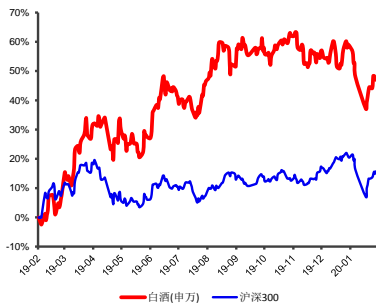
执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongwx@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.29

行业-市场走势对比



相关报告

- 《新型冠状病毒对消费短期及中长期的影响》
- 《中泰食品饮料周报（第6周）：透过数十场交流来展现食品饮料现状》
- 《中泰食品饮料周报（第7周）：透过数十场交流来展现食品饮料现状（二）》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
贵州茅台	1088	21.56	28.02	32.54	37.33	32.36	21.05	33.44	29.15	1.17	买入
五粮液	123.43	2.55	3.47	4.50	5.45	31.34	14.76	27.43	22.65	0.95	买入
泸州老窖	77.72	1.80	2.38	3.21	4.00	37.79	17.09	24.21	19.43	0.97	买入
顺鑫农业	50.30	0.77	1.30	1.42	1.97	25.00	24.45	35.42	25.53	1.04	买入

备注：股价为2020年2月14日收盘价。

投资要点

- **前言：我们认为，当前疫情仍存在较多不确定性，与其基于一系列假设对疫情的影响进行定量预测，不如思考如何应对，应对比预测更重要，利用反脆弱的思维从不确定中受益，转危为机。本篇文章我们从厂家、商家以及咨询人士的角度，通过全面梳理各方对于此次疫情的判断与应对举措，展现中国酒业在冲击下的发展韧性，并予以业内人士以一定的参考。**
- **厂家策略：战略上坚定信心，战术上理性应对。**战略层面来看，茅、五、泸等名酒大多维持全年既定目标不变，彰显发展信心。战术层面来看，名酒八仙过海各显神通，一方面根据市场需求做好计划的优化和调节，另一方面积极帮助商家共度难关，为实现全年计划保驾护航。近期名酒纷纷有序复工复产，从生产端全力保障供应，做好复工与防控的平衡。此外，疫情发生以来酒业积极践行社会责任，截至2月14日行业已累计捐赠超12亿，茅、五等名酒捐款过亿，为全社会树立了价值标杆。
- **商家策略：风雨中坚守，期待云开见月明。**从渠道反馈来看，经销商反馈短期压力客观存在，其中高端与低端压力最小，但长期依然认为行业向上趋势没有发生改变。从经销商和终端的问卷调查来看，逾60%的经销商和终端库存相比去年同期加大，短期存在一定资金压力，但与此同时多数商家均表示对行业依旧具备信心，呼吁厂家加大市场与资金支持，增强客情服务，协助商家出货，厂商联手共克时艰。
- **咨询人士：从不确定中受益，从危机中求机遇。**盛初柴俊认为在不确定中获益的“反脆弱”思维是应对疫情的思维准则，与我们的观点不谋而合，强调要把维护价格作为根本，认为疫情对酒业的影响是阶段性的，趋势性影响较小，厂商应加强线上创新、加大线下深耕、并借机升级组织结构。正一堂杨光认为危机的爆发是加速行业洗牌与分化的过程，厂商应结合不同疫情发展阶段开展针对性工作，通过构建新的推广场景、消费场景抓住消费补偿的需求。
- **我们的判断：辩证看待短期影响，看好行业长期韧性。**从行业整体来看，我们认为应对比预测更重要，随着疫情控制逐步向好，部分消费有望在后续旺季回补。分价格带来看，高端和低端影响最小，主要是高端以节前消费为主，低端在春节为消费淡季，预计影响在5%；次高端影响其次，主要是节前购买占比高（如苏酒），预计影响在5%-10%；中高端影响较大，主要是走亲访友场景基本消失，预计影响在10%-15%。分企业来看，我们认为名酒应对此次疫情的态度积极、反应迅速，内生增长韧性较强，品牌升温势头仍在，行业仍将延续稳健向上趋势。

- **投资建议：把握短期事件冲击带来良好的中长期配置机会。**总结而言，短期来看，疫情的一次性冲击对强势酒企的业绩形成一定压制，但高端酒积极应对，后续消费有望一定弥补；长期来看，由消费升级和品牌集中所驱动的行业向好的本质趋势并未发生改变，事实上这种冲击反而对酒企系统的修复大有裨益，调整过后份额有望加速向头部酒企集中。我们建议投资者重视一次性事件带来的中长期良好配置机会，目前名酒对应 2020 年的估值基本在 20-22 倍左右，继续重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、顺鑫农业等标的，积极关注汾酒、古井、今世缘、口子窖等超跌品种。
- **风险提示：高端酒动销不及预期、疫情持续扩散风险、食品安全事件风险。**

## 内容目录

前言 .....	- 5 -
<b>厂家：战略上坚定信心，战术上理性应对</b> .....	- 5 -
判断梳理：短期扰动不改行业长期向好趋势 .....	- 5 -
规划梳理：名酒坚定目标不动摇，彰显发展信心 .....	- 5 -
应对梳理：八仙过海，各显神通 .....	- 6 -
复工梳理：复工有序推进，全力保障生产 .....	- 7 -
捐赠梳理：践行社会责任，树立价值标杆 .....	- 9 -
<b>商家：风雨中坚守，期待云开见月明</b> .....	- 9 -
渠道反馈：短期压力客观存在，高端酒整体影响最小 .....	- 9 -
经销商调查：库存与资金短期承压，呼吁厂商联手共克时艰 .....	- 11 -
终端调查：压力之下理性对待，短期冲击不改长期信心 .....	- 13 -
<b>咨询人士：从不确定中受益，从危机中求机遇</b> .....	- 15 -
盛初：利用反脆弱思维在不确定中受益 .....	- 15 -
正一堂：疫情之下酒业演变路径与应对之策 .....	- 17 -
<b>我们的判断：辩证看待短期影响，看好行业长期韧性</b> .....	- 19 -
行业整体：全年应对更重要，来年趋势仍延续 .....	- 19 -
分价格带：高端和低端影响最小，次高端其次，中高端影响较大 .....	- 19 -
重点公司：正视短期影响，名酒增长韧性强 .....	- 20 -
<b>投资建议</b> .....	- 22 -
<b>风险提示</b> .....	- 22 -

## 图表目录

<b>图表 1：名酒均维持 2020 年既定目标不变</b> .....	- 6 -
<b>图表 2：名酒制定针对性政策，积极应对疫情</b> .....	- 7 -
<b>图表 3：近来名酒有序复工，保障生产</b> .....	- 8 -
<b>图表 4：名酒大力捐赠，践行社会责任</b> .....	- 9 -
<b>图表 5：经销商反馈高端酒影响相对有限</b> .....	- 11 -
<b>图表 6：经销商产品代理情况</b> .....	- 11 -
<b>图表 7：经销商规模情况</b> .....	- 11 -
<b>图表 8：经销商复工时间情况</b> .....	- 12 -
<b>图表 9：经销商库存情况（和去年相比）</b> .....	- 12 -
<b>图表 10：经销商资金压力情况</b> .....	- 13 -
<b>图表 11：终端代理品牌情况</b> .....	- 13 -
<b>图表 12：终端规模情况</b> .....	- 13 -

图表 13: 终端库存情况 (和去年相比) .....	- 14 -
图表 14: 终端对此次疫情影响的判断情况 .....	- 14 -
图表 15: 终端在疫情结束之后的调整情况 .....	- 15 -
图表 16: 盛初对于疫情影响酒业的判断与分析 .....	- 17 -
图表 17: 正一堂对于疫情影响酒业的判断与分析 .....	- 18 -
图表 18: 湖北省外新增确诊病例持续下降 .....	- 19 -
图表 19: 疫情对各价格带的影响梳理 .....	- 20 -
图表 20: 重点公司盈利预测表 .....	- 22 -

## 前言

- 面对疫情，应对比预测更重要。我们认为，当前疫情仍存在较多不确定性，与其基于一系列假设对疫情的影响进行定量预测，不如思考如何应对，利用反脆弱的思维从不确定中受益，转危为机。本篇文章我们从厂家、商家以及咨询人士的角度，通过全面梳理各方对于此次疫情的判断与应对举措，展现中国酒业在冲击下的发展韧性，并给予业内人士以一定的参考。

## 厂家：战略上坚定信心，战术上理性应对

- 本部分我们从厂家的角度，通过梳理近来酒厂关于此次疫情的判断、规划、应对、复工情况，全面展现名酒面对此次疫情的态度与行动。总结来看名酒战略上维持全年目标不变，战术上八仙过海各显神通，制定针对性政策挽回损失，名酒有望引领行业度过难关。

### 判断梳理：短期扰动不改行业长期向好趋势

- 关于本次疫情对白酒行业的影响，茅台和五粮液均认为只是短期冲击，而不会改变酒业长期品牌集中的向上趋势，表明名酒对白酒行业发展前景依然充满信心。
- 贵州茅台：短期波动，长期继续向好。公司认为，面对突发疫情，短期内市场可能会受到一定影响。但从全年和长期来看，经济发展的基本面不会改变，总体上升趋势不会改变，品牌集中度加强的趋势，甚至可能带来新的机遇。
- 五粮液：短期扰动不改长期高质量、集中化、高端化发展趋势。公司认为，当前出现的疫情新形势，对酒业行业短期带来较大影响，但不会出现周期性的变化；酒业行业高质量发展的趋势不会改变，集中化发展的趋势不会改变，高端化发展的趋势不会改变。

### 规划梳理：名酒坚定目标不动摇，彰显发展信心

- 从名酒近期反馈来看，茅、五、泸三家高端酒均维持2020年既定目标，强调任务不变、目标不变，今世缘、顺鑫等亦表态积极，彰显名酒发展信心。
- 贵州茅台：计划不变、任务不减、指标不调。公司强调，2020年的工作，要根据既定目标要求，结合新的市场形势，提出新的应对措施，抓住新的发展机遇，坚持“计划不变、任务不减、指标不调”，努力做好工作，全面完成任务，切实为贵州经济社会发展作贡献。近期，要围绕“双过半”，超前谋划研究，优化方案计划，坚定不移补齐欠账、完成任务。
- 五粮液：坚定发展信心，围绕目标不动摇。公司强调，面对复杂的形势，我们要保持战略定力，坚定发展信心，沉着应对，善于应对，紧紧围绕发展目标不动摇，在坚持年初制定的“一管控三强化”工作方针的基础上，结合当前形势，进一步突出加强“三个优化”，加快“三个转型”，

推动全年营收保持两位数以上的增长。

- **泸州老窖：战略不变、目标不变、任务不变。**泸州老窖销售体系提出“三不变，三加强”的应对策略，全力以赴做好疫情之年销售攻坚。其中“三不变”是指战略不变、目标不变、任务不变。
- **今世缘：坚持高质量发展，责任不变、节奏不减。**公司提出，面对疫情，工作环境有差异，责任不变，节奏不减，越在困难时期，越要理性争取主动，打有准备之仗。

**图表 1：名酒均维持 2020 年既定目标不变**

公司	原目标	目标更新情况
贵州茅台	收入增长10%	“计划不变、任务不减、指标不调”
五粮液	收入双位数以上增长	坚定发展目标不动摇，推动全年营收保持两位数以上的增长
泸州老窖	国窖增长30%（品牌专营公司口径）	“三不变”：战略不变、目标不变、任务不变
今世缘	收入增长25%左右	坚持高质量发展，责任不变、节奏不减

来源：公司公告，股东大会，中泰证券研究所

#### 应对梳理：八仙过海，各显神通

- **针对疫情，名酒年后第一时间纷纷做出了全面部署，一方面根据市场需求做好计划的优化和调节，另一方面积极帮助经销商共度难关，为实现全年计划全力保驾护航。**
- **贵州茅台：完善复工计划，科学防控疫情。**1) 要按照疫情发展势态，提前研究、提前准备，完善复工复产的防控工作方案和计划，科学计算防疫和生产生活物资需求，抓紧采购储备，保障复工后生产经营正常运行。2) 要针对复工复产后人员密集的实际，统筹抓好厂区人员流动管控、分散分段就餐、公共区域消毒等工作，阻断传染源，保障员工身体健康和生命安全。
- **五粮液：加强“三个优化”，加快“三个转型”。**1) 加强“三个优化”（计划优化、渠道优化、结构优化），提升市场应对水平；2) 加快“三个转型”（机制转型、团队转型、数字化转型），提升组织应对能力。公司一方面将以价格管控为重心，根据市场需求，做好计划的优化和调节；另一方面进一步加强与电商平台的深度合作，灵活抓好家庭消费和自饮消费的新需求。
- **泸州老窖：加强销售攻坚、营销创新与支撑保障。**公司提出“三加强”，即加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障。面对当前严峻的疫情防控形势，以及日益激烈的市场竞争，泸州老窖全体员工意识到必须保持头脑清醒、态度坚决，坚持既定目标不动摇，坚决快速开展销售攻坚。
- **今世缘：制定针对性政策，缓解经销商压力。**应对疫情公司制定了九条政策意见，一方面帮助经销商度过难关，减少经销商资金占用，给予一定产品调拨；另一方面针对区域市场的阶段营销方案和不同类型的项目



可采取暂停、延期或调整的处理方式，并围绕稳定价格体系、扩大消费场景、促进终端动销等方面精心策划，适时实施。

**图表 2: 名酒制定针对性政策, 积极应对疫情**

公司	应对措施
贵州茅台	1) 要按照疫情发展势态,提前研究、提前准备,完善复工复产的防控工作方案和计划,科学计算防疫和生产生活物资需求,抓紧采购储备,保障复工后生产经营正常运行。 2) 要针对复工复产后人员密集的实际,统筹抓好厂区人员流动管控、分散分段就餐、公共区域消毒等工作,阻断传染源,保障员工身体健康和生命安全。
五粮液	“三个优化”：一是 <b>加强计划优化</b> 。以价格管控为重心,根据市场需求,做好计划的优化和调节。要紧密跟踪渠道终端数据,更加精准地做好渠道的配额管理和高效发运,厂商同心,强化渠道建设。 二是 <b>加强渠道优化</b> 。进一步加强与京东、阿里巴巴、腾讯、苏宁等电商平台的深度合作,大力推进数字化新零售营销模式,促进线上线下渠道的融合和协同,切实加强KA渠道、大客户团购和社会化终端优化的工作。 三是 <b>加强结构优化</b> 。适应消费者结构和消费方式的新变化,灵活抓好家庭消费和自饮消费的新需求。坚持“三性一度”总方针,进一步加强供给侧结构性优化,在保障高端品牌供给的同时,抓好大众品牌的营销。 “三个转型”：一是 <b>加快机制转型</b> 。进一步完善总部横向专业化、区域纵向扁平化的营销转型,深化组织变革后的业务流程再造,提升总部统筹规划能力,强化营销战区和营销基地的市场反应速度和执行效率。 二是 <b>加快团队转型</b> 。围绕企业战略,不断升级企业组织架构,提升团队组织能力,为市场提供更加高效率的优质服务。进一步完善激励与考核机制,适时推动多形式的中长期激励,充分激发团队活力和市场竞争能力。 三是 <b>加快数字化转型</b> 。加快智慧门店、智慧分仓建设,依托大数据,加强市场分析,特别是渠道数据、终端数据,更加及时准确地洞察进销存情况和营销商机,提高组织的快速反应能力。
泸州老窖	公司提出“三加强”,即加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障。面对当前严峻的疫情防控形势,以及日益激烈的市场竞争,全体员工意识到必须保持头脑清醒、态度坚决,坚持既定目标不动摇,坚决快速开展销售攻坚。
今世缘	1. <b>配称组织</b> 。以办事处为单位,分别按照经销商、终端商层面分类建立微信联络群,增强互动沟通。 2. <b>在线办公</b> 。全面了解经销商、终端商的疫情防控情况以及存在的困难、亟待解决的问题。 3. <b>优化方案</b> 。围绕稳定价格体系、扩大消费场景、促进终端动销等方面精心策划,适时实施。 4. <b>关怀客户</b> 。公司将积极整合资源,为紧缺防护用品的部分客户,赠送提供消毒液、口罩、消毒酒精等物资。 5. <b>薪酬支持</b> 。支持经销商稳定业务团队,鼓励不裁员,不降薪,采取轮岗轮休等方式稳定工作岗位。 6. <b>创新培训</b> 。公司组织专业师资机构及培训课件,集中组织商家业务团队进行学习培训,共同提升业务技能。 7. <b>保持定力</b> 。公司各级销售组织不得增加经销商、终端商指标压力,不得采取转移库存、降价促销等。 8. <b>简化流程</b> 。对经销商在方案计划内产生的应结费用,通过简化流程手续,可以先予登记结报。 9. <b>降低成本</b> 。根据需要可以给予经销商一定额度的产品调拨,最大程度的帮助经销商降低资金成本。

来源: 微酒, 酒业家, 中泰证券研究所

### 复工梳理: 复工有序推进, 全力保障生产

- 2月10日以来名酒纷纷有序复工, 做好复工与防控的平衡, 从生产端确保供应不出问题, 保证质量与安全依然是生产工作中重中之重。**我们认为, 白酒行业复工复产具备三个优势: 第一, 白酒产业链简单, 名酒从原酒到成品酒均为自己生产, 受上下游影响小; 第二, 名酒资金实力均较为雄厚, 无资金链断裂风险; 第三, 名酒多为地方性产业, 受到当地政府保护, 有望得到减税降负等一系列政策扶持。下面我们对部分名酒的复工复产情况进行梳理。
- 贵州茅台: 2月13日复工, 共分两个阶段。**2月13日茅台开始复工, 茅台酒二轮次酒生产正式拉开序幕, 李保芳、李静仁等集团领导带队检查。茅台集团的复工复产将分两个阶段进行: 2月13日的复工以茅台酒、系列酒、习酒等生产及相关保障部分为主, 复工人数不超过总数的60%, 机关单位复工人数不超过30%, 同时, 非必须到现场作业的人员, 尽可

能采取网络办公、移动办公等方式进行。2月17日，视疫情发展，逐渐恢复包装、勾贮及机关管理等岗位。

- **五粮液：2月10日复工，疫情防控与复工生产“两手抓”。**五粮液于2月8日进入复工复产前期准备的重要阶段，2月10日李曙光、曾从钦分别带队深入生产车间等基层单位检查工作，检查组详细了解车间复工复产工作安排和推进情况，重点检查各班组、部门的作业排班安排，员工错峰、分区就餐安排，员工通勤安排，门岗管控制度，确保公司复工后防疫专项方案各项措施的贯彻落实。李曙光董事长从市场秩序稳定，优化产品计划、配额与发运，做好疫情过后的市场规划，营销团队执行力等方面进行部署，并对复工后防控事项进行强调和安排。
- **泸州老窖：2月10日陆续复工，五大措施做好复工复产工作。**公司2月10日起陆续开始复工，对于销售片区的员工，根据目前所在区域，就地上班，不交叉流动；对于酿酒生产、技改项目及后勤保障体系的在泸员工，在保障产能和品质的情况下有序复工，严格管理；对于职能部门的员工，鼓励暂时在家办公或安排错峰办公；对于从外地返泸的员工，将严格按上级要求做好隔离观察，确保健康安全。
- **山西汾酒：三阶段有序复工。**汾酒集团将分三阶段精准有序推动复工复产，第一阶段是2月10号-2月20号，第二阶段是2月20号-2月底，第三阶段是3月后。
- **今世缘：2月11日智能化车间复工。**2月11日，按照有序复工原则，今世缘智能化酿酒全面复工复产。此前，销售系统业务团队采取线上办公、信息化沟通方式率先进入复工状态，全面了解经销商、终端商的疫情防控情况以及存在的困难、亟待解决的问题。

图表 3：近来名酒有序复工，保障生产

公司	最早复工时间	复工计划
贵州茅台	2月13日	茅台集团的复工复产将分两个阶段进行： 2月13日的复工以茅台酒、系列酒、习酒等生产及相关保障部分为主，复工人数不超过60%，机关单位复工人数不超过30%，非必须到现场作业的人员，尽可能采取网络办公进行。 2月17日，视疫情发展，逐渐恢复包装、勾贮及机关管理等岗位。
五粮液	2月10日	五粮液于2月8日进入复工复产前期准备的重要阶段，2月10日李曙光、曾从钦分别带队深入生产车间等基层单位检查工作，检查组详细了解车间复工复产工作安排和推进情况，重点检查各班组、部门的作业排班安排，员工错峰、分区就餐安排，员工通勤安排，门岗管控制度，定时消杀工作计划，确保公司复工后防疫专项方案各项措施的贯彻落实。
泸州老窖	2月10日	对于销售片区的员工，根据目前所在区域，就地上班，不交叉流动； 对于酿酒生产、技改项目及后勤保障体系的在泸员工，在保障产能和品质的情况下有序复工； 对于职能部门的员工，鼓励暂时在家办公或安排错峰办公； 对于从外地返泸的员工，将严格按上级要求做好隔离观察，确保健康安全。
山西汾酒	2月10日	汾酒集团将分三阶段精准有序推动复工复产，第一阶段是2月10号-2月20号，第二阶段是2月20号-2月底，第三阶段是3月后。
今世缘	2月11日	2月11日，按照有序复工原则，今世缘智能化酿酒全面复工复产。此前，销售系统业务团队采取线上办公、信息化沟通方式率先进入复工状态，全面了解经销商、终端商的疫情防控情况以及存在的困难、亟待解决的问题。

来源：微酒，酒业家，中泰证券研究所



**捐赠梳理：践行社会责任，树立价值标杆**

- 疫情发生以来，酒业积极践行社会责任，纷纷向武汉等疫情重地捐钱捐物，据云酒头条报道，截至2月14日，白酒行业累计捐款已达12.46亿元，茅台、五粮液、劲酒等捐赠超过1亿元，捐款企业/个人接近1050家/人，中国酒业历来在抗震救灾、精准扶贫等社会公益事业中从未缺席，本次疫情再次彰显了行业及名酒高度的社会责任感，为全社会树立了良好典范。

**图表4：名酒大力捐赠，践行社会责任**

品牌	捐赠额（万元）	捐赠细节
茅台	22000	茅台集团捐赠8000万元现金（5000万至湖北省慈善总会，3000万至贵州省慈善总会）和6850万元保险，茅台经销商捐助现金7162万元，物资71万元
劲牌	11700	捐赠现金和药品驰援湖北武汉、黄石等地区，5000万现金和分配捐赠价值不低于5000万的中药配方颗粒预防药品，向劲牌慈善基金会捐款1300万
五粮液	9200	向武汉市慈善总会捐款4200万元，向四川省内捐款5000万元，并组织一批医用酒精、医用口罩等应急物资支援一线抗疫工作
汾酒	2500	捐赠2000万元至湖北省红十字会，300万元至吕梁市红十字会，200万至汾阳市
郎酒	2400	捐款1500万至湖北省慈善总会及900万至泸州市红十字会
洋河股份	2200	捐款1500万至湖北省慈善总会、500万至江苏省宿迁市慈善总会、通过洋河股份旗下全资子公司湖北梨花村酒业向湖北省十堰市慈善总会捐款200万。另5万只口罩，2万升消毒液等物资
泸州老窖	2000	口罩7万只、防护服1000套、药品2000瓶、护目镜13000个、手套13000双从多个国家发往国内，最先一批物资运抵成都
剑南春	2000	捐款至德阳市慈善会及绵竹市慈善会
古井贡酒	2000	捐款1000万至武汉市慈善总会及1000万至安徽省亳州市红十字会
口子窖	2000	通过安徽省红十字会向安徽省疫情防控应急指挥部捐款1000万元，通过淮北市红十字会向淮北市疫情防控应急指挥部捐款1000万元

来源：中泰证券研究所

**商家：风雨中坚守，期待云开见月明**

- 本部分我们希望从商家的角度，通过梳理近期渠道反馈情况，以及整理微酒对于经销商与终端的疫情问卷调查，还原商家视角下疫情对于白酒行业的影响，以及对未来的判断与应对。总结来看经销商与终端短期库存和资金存在一定压力，但中长期依然对行业具备信心，同时希望厂家加大支持，厂商携手共度难关。

**渠道反馈：短期压力客观存在，高端酒整体影响最小**

- 1、行业层面
- 短期：疫情冲击下，短期面临一定压力。短期来看，经销商认为在疫情的一次性冲击下，行业短期将面临一定压力，主要呈现以下特征：
  - 1) 两个降低：一是降低消费需求，突发事件影响了白酒的春节消费；二是降低消费氛围，走亲访友、开工延期等消费场景的缺失也会导致需求有所降低。
  - 2) 两个拉长：一是拉长渠道链条的库存周期，包括酒厂、经销商、终端；二是拉长消费者的消化周期，春节前消费者备了很多货，预计需要一定时间进行消化。
  - 3) 两个调整：一是调整增长预期，上半年消费下降预计对酒企的全年增

长预期造成一定影响；二是调整价格预期，疫情一定程度上影响了酒企全年的挺价节奏。

- **中长期：全年将保持稳健增长，长期来看行业依然处于结构性繁荣时代。**全年来看，经销商认为疫情主要影响春节及上半年的动销，但全年依然将保持稳健增长，其核心要素取决于疫情得到控制的时点，如果4月能控制住，经济回归正常运行，那么会重新提振消费者的消费氛围与信心，春节缺失的消费有望部分得到回补，从而减小对全年的影响。从更长远来看，经销商认为此次疫情并非白酒行业的转折点，核心在于长期中国经济没有发生变化、居民消费升级没有发生逆转，反而会进一步强化头部品牌的优势，白酒行业将继续维持分化成长的结构性繁荣时代。

## ■ 2、公司层面

- **贵州茅台：节前出货旺盛，库存最低。**从动销来看，春节预计消化全年销量的30%以上，其中节前大部分经销商到了两个月的货，整体动销旺盛。从库存来看，大部分库存已节前消化，当前经销商库存低，约在半个月左右。从价格来看，受疫情影响茅台批价下行，当前飞天批价约为2100-2200元，价格回落节奏符合预期，回落幅度受疫情影响大于此前预期，但茅台批价核心仍取决于供求关系，预计2000元以上具备支撑。从整体影响来看，一方面茅台今年增量有限，且主要增加在直营渠道，公司年前新签19家百货商场，2020年保守预计新签60-70家，另一方面茅台消费主要集中在春节、中秋等旺季，2-3月以及二季度占比较低，因此预计疫情对茅台的冲击相对最小。
- **五粮液：节前完成春节动销的80%，库存良性。**从动销来看，春节经销商已打款全年任务的40%左右，节前到货预计在30%以上，节前动销旺盛，节前预计完成春节动销的80%，节后动销出现断档。从库存来看，由于节前动销旺盛，经销商库存普遍保持在一个月左右的良性水平。从价格来看，当前普五批价约为900-910元，公司原计划节后控货挺价，疫情打乱了公司的挺价节奏，但价格依然是公司今年管控的核心工作，公司需要对全年量价进行再平衡。从整体影响来看，疫情对公司销量影响较小，预计在个位数，对价格影响取决于疫情结束时点，整体而言对五粮液影响较小。
- **泸州老窖：节前动销良性，挺价节奏受影响。**从动销来看，公司春节前执行涨价计划，节前经销商打了一个季度的款，到货2个月左右，节前大部分时间动销良性，节前几天及节后动销断档。从库存来看，国窖库存相对偏高，约为一个半月的水平。从价格来看，国窖批价约为780-800元，公司价格策略仍采取跟随为主，疫情打乱了国窖的挺价节奏，后续挺价节奏预计与疫情变化有关。从整体影响来看，疫情对公司销量和价格带来一定影响，库存需要一定时间消化，但整体影响相对有限。

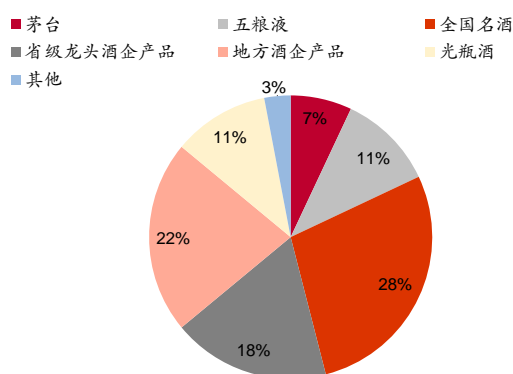
**图表 5: 经销商反馈高端酒影响相对有限**

公司	动销	库存	价格	整体影响
贵州茅台	节前大部分经销商到了两个月的货，整体动销旺盛，延续供不应求	大部分库存已节前消化，当前库存约在半个月左右	当前飞天批价约为2100-2200元，茅台批价核心仍取决于供求关系，预计2000元以上具备支撑	一方面茅台今年增量有限，另一方面2-3月以及二季度占比较低，因此预计疫情对茅台的冲击相对最小
五粮液	节前动销旺盛，节前预计消化春节销量的80%，节后动销出现断档	经销商与终端保持一个月左右的水平	当前普五批价约为900-910元，疫情打乱了公司的挺价节奏，公司需要对全年量价进行再平衡	疫情对公司销量影响较小，预计在个位数，对价格影响取决于疫情结束时点，整体而言对五粮液影响较小
泸州老窖	节前到货2个月左右，节前大部分时间动销良性，节前几天及节后动销断档	国窖库存相对偏高，约为一个半月的水平	国窖批价约为780-800元，疫情打乱了国窖的挺价节奏，后续挺价节奏预计与疫情变化有关	疫情对公司销量和价格带来一定影响，库存需要一定时间消化，但整体影响相对有限

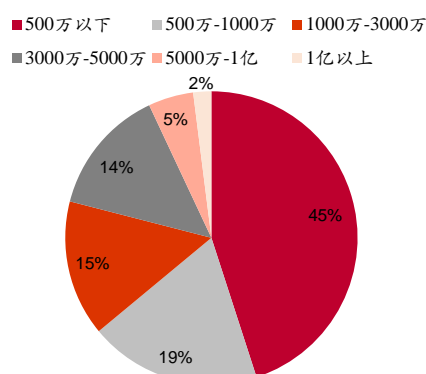
来源：中泰证券研究所

**经销商调查：库存与资金短期承压，呼吁厂商联手共克时艰**

- 我们引用微酒对经销商的问卷调查，以还原经销商受疫情的影响以及后续判断。本次经销商问卷调查共收到 4837 份，涵盖茅台、五粮液、全国名酒、省级龙头、地方酒企、光瓶酒以及其他酒水等经销商，覆盖整个酒水行业的商家。

**图表 6: 经销商产品代理情况**


来源：微酒、中泰证券研究所

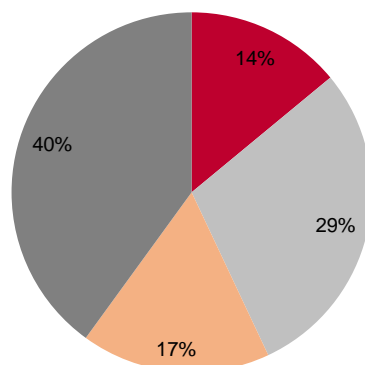
**图表 7: 经销商规模情况**


来源：微酒、中泰证券研究所

- 复工：40%经销商尚未确定复工时间。关于复工时间，仅 14% 的经销商于 2 月 10 日前投入工作中，有 40% 的经销商表示还未确定开始工作时间，表明疫情对复工造成一定实质影响。

**图表 8: 经销商复工时间情况**

■ 2月10日之前开始      ■ 2月10日之后开始  
■ 2月22日过完正月之后开始      ■ 还未确定工作开始时间

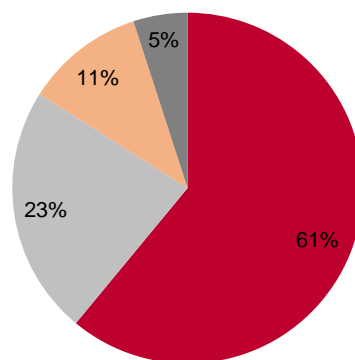


来源：微酒、中泰证券研究所

- **库存：61%经销商库存压力有所增加。**关于库存情况，与去年同期相比，有 11%的经销商库存减少；有 23%的经销商表示库存持平；有 61%的经销商表示库存增加，表明疫情影响下多数经销商库存压力有所增加。从不同品牌属性来看，其中省级及地方酒企库存增加最为明显，超过 65%经销商表示由于聚饮、宴席等销售场景受到抑制，出货较同期下滑；而全国名酒由于只是春节期间的礼品用酒及宴请减少，库存增加不如地方品牌；光瓶酒因更多用于日常自饮，目前受疫情影响相对最小。

**图表 9: 经销商库存情况（和去年相比）**

■ 较大    ■ 持平    ■ 较小    ■ 没有可比性

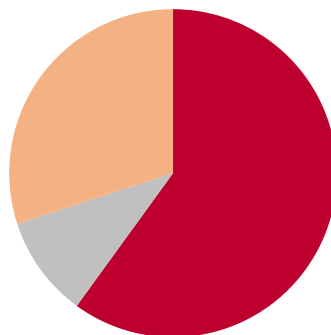


来源：微酒、中泰证券研究所

- **资金压力：约 70%经销商正在使用贷款或有一定资金压力。**关于经销商资金压力，有 60%的经销商正在使用贷款，而在使用贷款的这些经销商中，又有超过 60%的经销商因尚未还款表示有资金压力。其余未使用贷款的经销商中，约有 30%的经销商表示资金压力不大。综合分析，经销商贷款承压能力的差异主要体现在：第一，经销茅台、五粮液的经销商大多为大商，相对而言资金实力更为雄厚；第二，茅台、五粮液等产品已在节前完成大部分销售，商家回款基本完成，短期内商家资金压力较小；第三，其他省级龙头、地产酒等商家资金压力相比更大。

**图表 10: 经销商资金压力情况**

■ 正在使用贷款                      ■ 未使用贷款，资金有一定压力  
■ 未使用贷款，资金压力不大



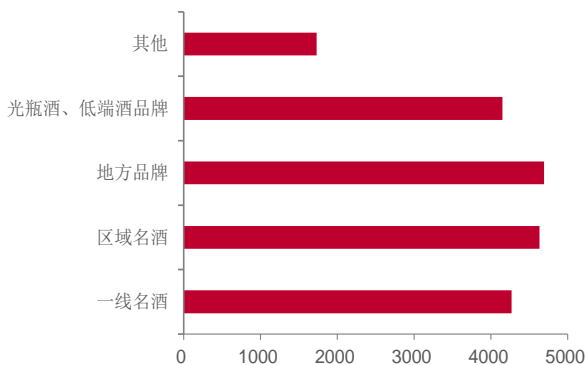
来源：微酒、中泰证券研究所

- **应对：经销商希望厂家加大支持，协助开展动销，厂商携手共度难关。**关于如何应对疫情，有超过 50%的经销商表示，即便双重承压，依旧选择将“把眼光放长远，维持价格，不在意短期出货的多少”，可见目前经销商以及行业的信心仍然坚定。关于后续工作重点，有 60%的经销商都一致认为疫后最重要的工作为：增强终端客情，协助开展动销。关于后续调整动作，经销商认为首要进行的是渠道调整，其次是品类调整。关于希望获得的厂家支持，经销商给出的答案为，一是加大市场支持，帮助经销商出货；二是希望厂家能够提供资金的金融信贷支持；三是希望厂商协力加大品牌宣传力度。以上反馈表明，广大酒业经销商一方面对行业依然具备坚定信心，积极采取措施加以应对，另一方面希望得到厂家政策支持，与厂家联手共度难关。

**终端调查：压力之下理性对待，短期冲击不改长期信心**

- **我们引用微酒对终端的问卷调查，以还原终端受疫情的影响以及后续判断。**本次终端问卷调查共收到 7615 份，其中经营地方品品牌、区域名酒、一线名酒、低端酒品牌的终端商数量均较为接近，都达到 4000 家以上，参与调研终端商的广泛分布为数据的全面性、代表性提供了保障。

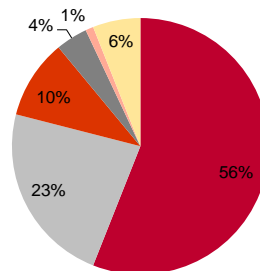
**图表 11: 终端代理品牌情况**



来源：微酒、中泰证券研究所

**图表 12: 终端规模情况**

■ 100万以下    ■ 100万-200万    ■ 200万-400万  
■ 400万-600万    ■ 600万-800万    ■ 800万以上

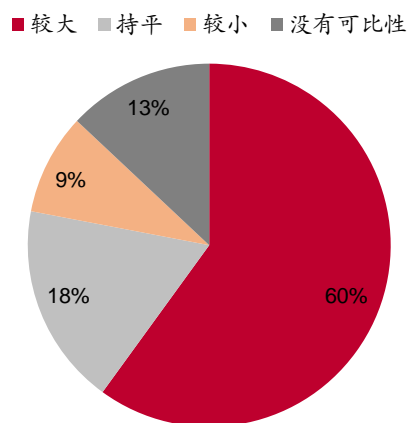


来源：微酒、中泰证券研究所



- **库存：60%终端库存压力有所增加。**关于库存，主营酒类产品与去年同期相比，60%终端商表示目前库存较大，13%终端商表示持平，9%终端商表示较小，另有18%的终端商表示没有可比性。部分经销商库存良性在于年前搞了一次活动出了一批货物，另有终端商表示，疫情过后会迎来一波消费反弹，因此不担心库存的消化问题。

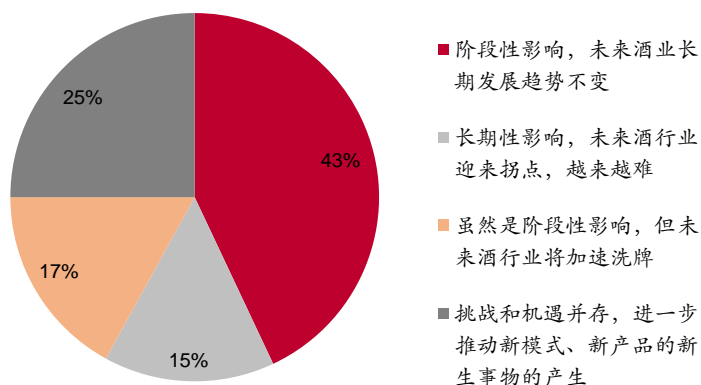
**图表 13：终端库存情况（和去年相比）**



来源：微酒、中泰证券研究所

- **整体判断：多数经销商对行业前景依然具备信心。**从整体来看，对于此次疫情对于酒业的影响，43%的终端商认为是“阶段性影响，未来酒业长期发展趋势不变”，并依然坚信酒类是所售品项中重要的选择；25%的终端商认为此次疫情更是机遇与挑战并存，将进一步推动新模式、新产品等新生事物的产生，表明终端商依然对酒业未来具备信心。

**图表 14：终端对此次疫情影响的判断情况**

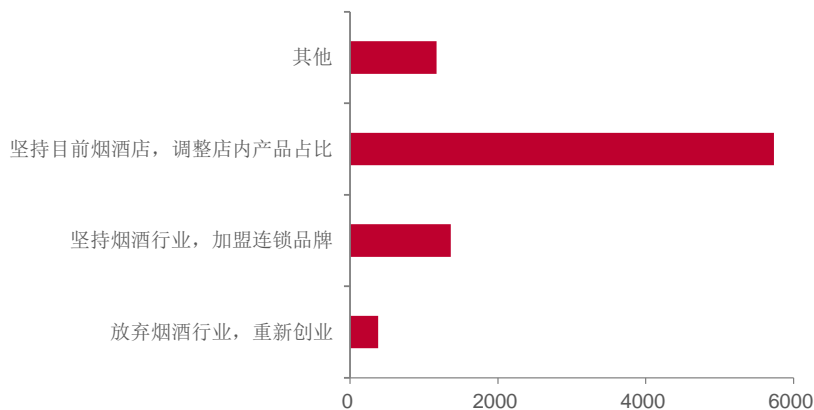


来源：微酒、中泰证券研究所

- **应对：多数经销商依然将专注酒业，希望厂家开展促销活动、协助出货。**关于疫情之后如何开展工作，38%的终端商明确表示将“维护价格，能出多少是多少”，谈及疫情之后的经营调整，5734位终端商表示将“坚持烟酒行业，调整店内产品占比”，约占整体的75%，1361位终端商计划

“坚持烟酒行业，加盟连锁品牌”，仅有 380 位终端商有“放弃烟酒行业，重新创业”的想法。关于终端希望得到的支持，超过 50%的终端商希望能够开展一些备受消费者关注的健康类主题以及其他品牌提升以及促销活动，帮助终端商出货。总结来看，与经销商一样，终端同样大多对行业依然具备信心，但同时希望得到厂家的帮助与支持，合作共赢是终端的一致诉求。

**图表 15: 终端在疫情结束之后的调整情况**



来源：微酒、中泰证券研究所

## 咨询人士：从不确定中受益，从危机中求机遇

- 本部分我们从咨询人士的角度，通过梳理盛初总经理柴俊和正一堂董事长杨光的观点，还原咨询人士视角下疫情对于白酒行业的影响，以及对未来的判断与应对。总结来看产业人士均辩证看待疫情影响，并对酒业后续开展针对性工作给出建议，以供厂商参考。（以下观点均来自于酒业自媒体，盛初观点来自于微酒报道，正一堂观点来自于酒业家报道）

### 盛初：利用反脆弱思维在不确定中受益

- 在不确定中获益的‘反脆弱’思维是应对疫情思维准则。反脆弱严格意义上来说，它是脆弱的反面。脆弱的反面不是坚强，是反脆弱。坚强只是不被损害，在变化中不受伤，反脆弱要比这个更多一些，反脆弱是要在不确定中获益，就像乒乓球摔到地上不会坏，反而会弹得更高，这就是反脆弱思维的本质。
- 整体判断：量的影响在 10%以内，要把维护价格作为根本
  - ① 定量判断层面，疫情对中国白酒行业全年量的影响应该在 10%以内。
  - ② 定性判断层面，一是心理的影响要大于事实的影响，二是阶段性影响要大于长期性影响。
  - ③ 价格层面，要把维护主导产品的价格作为维护利益的根本。当前受疫情冲击一些价格出现波动，但这种短期波动是有价无市的，因此要尽力维护价格体系不受损害。
- 对酒业的影响：疫情对酒业的影响是阶段性的，趋势性影响较小
  - ① 消费端的阶段性大幅下滑，是源头性和本质性的影响
 受疫情影响，春节期间及往后的几个月，社交性白酒消费将下降。春节

期间，实际开瓶动销大幅下降，消费者库存相比往年有所提高，消化周期变得漫长。但从不同价位的产品来看，消费者的库存情况是存在差异的。以茅台、五粮液为代表的高档酒是主要的春节礼品消费，春节家庭聚饮已消化了部分高端酒。以地产酒为代表的大众酒存在礼品消费、宴席消费，以及聚饮消费相叠加的复合场景，相对而言，消费者的库存可能会较多，实际消费量有一定差别。

### ② 终端和经销商的出货下降，是阶段性的连锁反应

受疫情影响，烟酒店、酒店等终端在春节前后的动销快速下降，生意骤冷，资金周转受到影响，信心逐渐下滑。这样的状态预计将会持续一段时间。这是一个阶段性的连锁反应，随着疫情的结束，消费端的逐步恢复，终端和经销商的出货及动销也将逐步恢复。但在此过程中，需要动态做好库存管理、渠道信心和价格管控的多方位平衡。

### ③ 厂家层面会出现阶段业绩增速回落，资本市场也会呈现阶段反应

从消费者到终端，再到经销商的连锁反应，将很快传导到厂家层面。部分厂家常规性的春节后压货将难以达到预期目的，因此业绩可能会较去年同期出现阶段性的下滑，这是预期范围之内的事。厂家要适时调整销售目标、营销策略及考核指标，应对疫情的影响。

### ④ 从长周期看，疫情将进一步提速白酒行业的消费趋势变革

从长周期看，此次疫情将持续影响消费者对健康的认知和重视，消费者将进一步强化适度饮酒的观念和降低饮酒频次，“少喝酒、喝好酒”的消费理念将得到更多的认可，白酒总量下降、品牌集中、价位升级的趋势将更加凸显。

整体而言，此次疫情对于酒行业的影响是阶段性的，趋势性影响较小。酒行业会错失 2020 年的第一个旺季，短期几个月内，聚饮、宴席等主流消费场景将出现骤减。疫情结束后，将呈现补偿式的密集反弹消费。基本上，上半年的销售情况会同比往年较差，但到了中秋、春节，原来的白酒趋势将有望恢复，不排除反弹型消费。

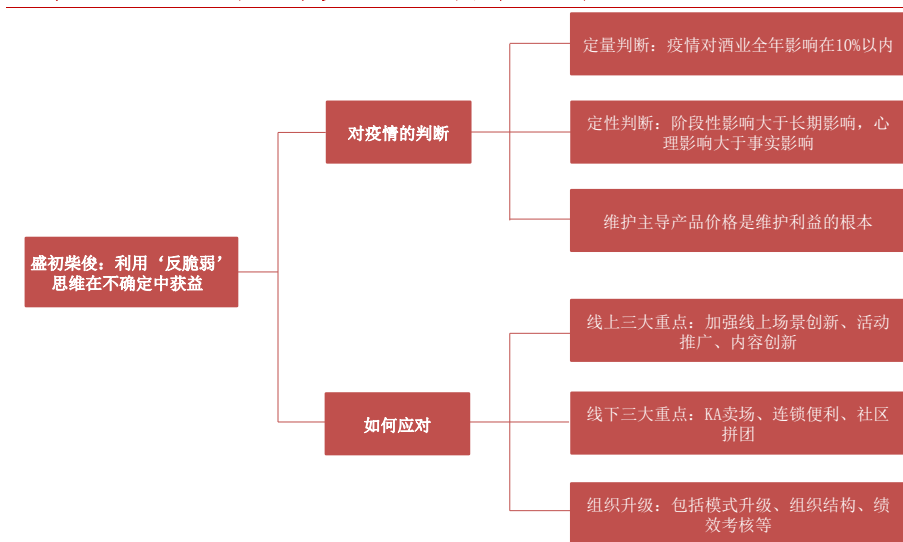
- 如何应对：结合反脆弱的思维开展针对性工作。结合反脆弱的思维，在当前的疫情环境下，我们到底应该如何去开展工作？我们能做什么，必须要做什么，机会在哪里，如何让坏事变成好事？下面分为三个板块来讲述：线上、线下以及组织升级正当时。

① 线上板块：第一，在品牌推广的同时重视消费者线上互动场景的创新，让我们的消费者参与到我们的线上场景来，让他获得参与感，重视线上消费者互动的场景创新对品牌推广的价值。第二，满足消费者心理需求，强化电商动销，提供定制化服务，结合消费者心理打造线上活动。第三，打造人设 IP，通过内容聚粉电商转化，基于产品的特色生成好的内容、进而转化成销量。

② 线下板块：第一，重视 KA 卖场和连锁便利，布局品牌力较强的产品或者中、低价位的产品，KA 卖场和连锁便利的营业基本不受疫情的影响，这两个渠道的人流量比较大，有流量就一定会有转化的机会，对于一些价位相对较低、转化相对容易、或者影响力比较大的一些品牌，在这两个渠道可以开展有效的动作。第二，参考生鲜社区拼团模式，开发家庭消费，强调社区拼团的原因在于疫情期间基本的消费场景就是家庭，通过微信群内推送拼团小程序下单，社区旁边的前置仓便利店就会送货上门，这种模式对于家庭消费的开发来说是线下重点。

③**组织升级正当时**。在目前疫情的影响下,过去我们习惯的模式被阻断,这恰恰是模式升级的非常好的时机,包括我们组织结构的调整、绩效考核、技能培训、市场规划的工作。如果我们在疫情期间,能够花一个月左右时间把这些工作做好,那么一旦疫情缓解,就会在竞争当中处于非常领先的优势。这就是基于反脆弱的思维得到的策略,即在不确定性当中获得收益,在竞争当中处于有利的位置。

**图表 16: 盛初对于疫情影响酒业的判断与分析**



来源: 微酒、中泰证券研究所

### 正一堂: 疫情之下酒业演变路径与应对之策

- **行业总量的影响: 总量影响在 15%左右, 具体取决于疫情控制时点。**目前疫情对行业的影响约在 15%左右,如果疫情在 3 月中旬能够得到控制,4 月份恢复正常的话,全年对整个行业的影响,约在 10%左右,如果时间更长的话,每增加 1 个月,影响将会增加 10%。对中小企业来说,疫情对其影响要大于对龙头企业的影响。目前来看,行业基本面的趋势没有发生变化,大企业主要是考虑要不要调增速的问题,小企业要考虑生死问题,所以中小企业要率先行动起来。
- **行业结构的影响: 高端与低端两头影响不大, 份额将加速向头部集中。**每次危机的爆发都是加速行业洗牌与分化的过程,行业将进一步向头部品牌集中,诞生大企业与新物种。在新的可预见的货币政策下,高端市场的热度将会持续,次高端价位也会稳步增长,中高端和大众价位在一季度影响很大,二季度通过抢夺宴席市场,会实现恢复。具体来看,高端和底端的龙头都是刚需,影响不大;各区域的头部企业受影响不大;酱酒热会持续,2019 年前突围的酱酒企业会收获这轮行业调整的红利,发展速度会继续加速;健康酒、葡萄酒、黄酒可能会形成新的机会。
- **哪些消费场景将得到补偿?**在疫情结束后,可能会迎来补偿爆发期。重要的是要分清楚哪些消费有补偿爆发,哪些消费没有。
  - ①**无法补偿的部分:**在过去每逢年关,各大品牌倾向于在广大乡镇市场,以及商超、烟酒店推出的礼品装、礼盒装年货产品,主要用于消费者春

节期间走亲访友的礼品，这部分产品，随着春节结束，工作返程，将难以得到补偿。

②**部分补偿类**：越高端社交依赖性越强、高端消费不受影响，在社交恢复后，这部分礼品市场将会得到补偿。

③**完全补偿部分**：春节前后同时也是婚礼举办的集中时间之一，社交恢复后，被疫情耽搁的婚姻、喜宴等宴席，将会得到补偿性爆发。

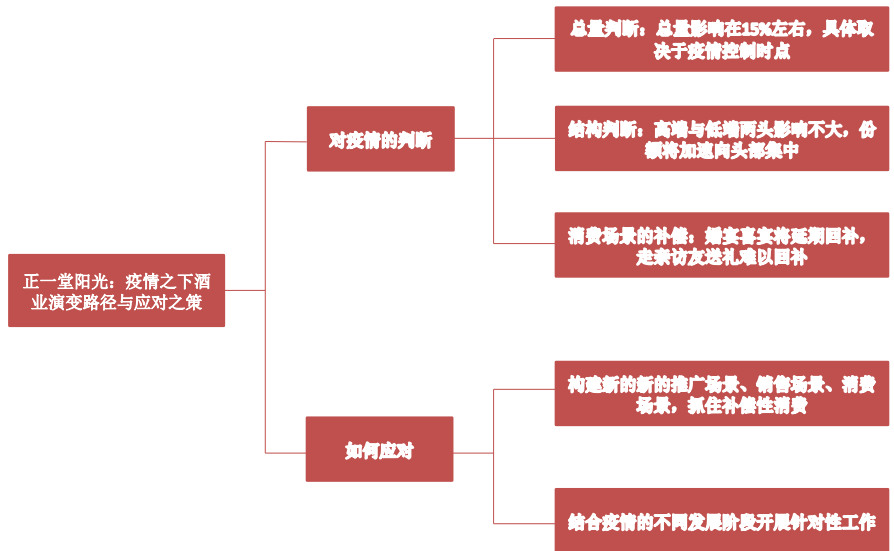
④**增量补偿部分**：抗疫期间一线单位、群体，疫情相关提前复工企业的庆功宴、群体聚会等。

■ **如何应对：构建新的推广场景，结合疫情阶段开展针对性工作**

①**构建新的推广场景是关键**。本次疫情的超长假期，使得中国消费者完成了线上集体进化。企业要根据消费者行为的变化去匹配合适的营销方式，构建新的新的推广场景、销售场景、消费场景成为关键，谁能率先找到新的推广场景，谁就是补偿爆发期的胜利者。线上推广场景的构建价值大、社区推广场景价值较大、家庭场景重新受到重视、自饮场景有一定的培养性，在疫情结束后，会形成线下推广场景和线上推广场景比翼齐飞的局面。

②**结合疫情开展相应工作**。结合疫情的形势，可以将今年划分为四个部分。一是疫情期，二是社交恢复期，三是社交补偿爆发期，四是传统的中秋春节大战期。在疫情期，企业和经销商要练好内功，抓好内部培训和提升，关心好员工和经销商的成长，企业要抓紧构建线上推广场景和招商场景；而在社交恢复期，则要集中做好宴席的收集工作，制定宴席政策，企业要对团购关怀问候，做情感沟通，收集团购信息；在补偿爆发期，则要抢婚宴、抢团购、抢会务。

**图表 17：正一堂对于疫情影响酒业的判断与分析**



来源：酒业家、中泰证券研究所

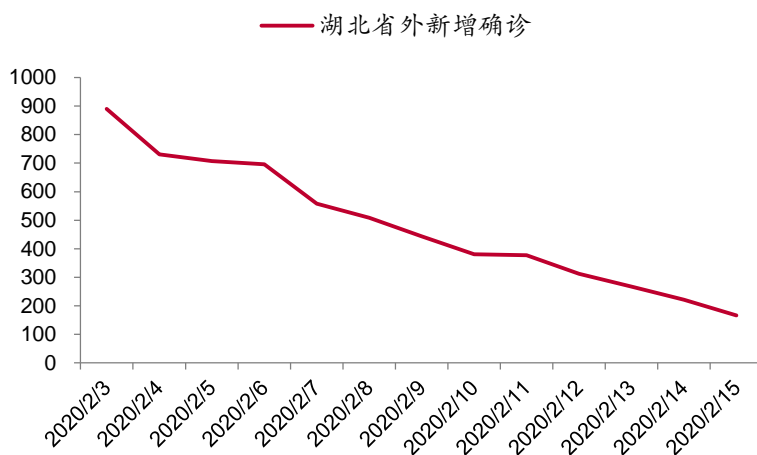


## 我们的判断：辩证看待短期影响，看好行业长期韧性

行业整体：全年应对更重要，来年趋势仍延续

- **紧密跟踪，积极应对。**当前疫情发展尚存在不确定性，疫情控制时间与影响范围难以预测，我们认为全年来看应对比预测更重要，当前名酒纷纷推出应对之策，全年应密切跟踪酒企应对的效果。展望明年我们认为名酒依然有能力做到稳健增长，即便今年增速受到一定影响，明年在低基数的情况下酒企仍有望恢复快速增长，综合来看今明两年名酒业绩增长仍能维持双位数以上。
- **随着疫情控制逐步向好，下一个旺季有望部分弥补春节欠量。**近期疫情数据显示，省外新增确诊和疑似病例数量在持续减少，我们预计第一轮疫情得到有效控制住，第二轮疫情控制主要观察一二线城市流动人口返工情况，目前一线城市主要措施是分批回流，同时一二线城市返工和复工也在同时进行中。假设2-3月疫情持续得到有效控制，二季度逐步解除，春节期间未消费的量会有部分弥补，比如春节喜事的宴席只会延期办但不会消失，走亲访友这部分需求会在五一、端午以及中秋适度加强。

**图表 18：湖北省外新增确诊病例持续下降**



来源：国家卫健委、中泰证券研究所

分价格带：高端和低端影响最小，次高端其次，中高端影响较大

- 分板块而言，我们认为，观察疫情对白酒的影响一方面要看节前节后动销占比，节后占比高的影响偏大；另一方面要看消费场景构成，宴席、走亲访友占比高的影响偏大。从这个角度而言，我们认为高端和低端两头影响相对有限，中档品牌预计受到一定影响。
- **高端酒方面**，一方面高端酒动销集中在节前，节前基本上完成春节销量的80%以上，另一方面高端酒消费场景中以商务招待为主，一般在节前进行，因此整体影响小。
- **低端酒方面**，春节并非低端酒消费旺季，牛二消费场景以平日自饮为主，因此短期影响小，全年需结合复工时间判断后续影响。

- **次高端方面**，以江苏市场洋河、今世缘为例，江苏省内消费能力较强，节前购买占比较高，估计达 70%以上，预计对全年造成一定影响但相对有限，预计影响全年销量 5%-10%；
- **中高端方面**，三四线城市以及县乡市场，年后的走亲访友消费占比较高，估计年后消费占春节比例在 40%左右，这部分需求由于疫情影响基本消失，预计影响全年销量 10%-15%。

**图表 19：疫情对各价格带的影响梳理**

价格带	影响程度	原因
高端	小	高端酒动销集中在节前，节前基本上完成春节销量的80%以上，因此全年影响很小
低端	小	春节并非低端酒消费旺季，牛二消费场景以平日自饮为主，部分商超反馈出现断货，因此全年影响很小
次高端	较小	节前购买占比较高，估计达70%以上，因此节后断档对全年影响有限，预计影响全年销量5%-10%
中高端	较大	三四线城市以及县乡市场，年后的走亲访友消费占比较高，估计年后消费占春节比例在40%左右，这部分需求由于疫情影响基本消失，预计影响全年销量10%-15%

来源：中泰证券研究所

**重点公司：正视短期影响，名酒增长韧性强**

- **贵州茅台：疫情冲击最小，全年目标有望顺利实现。**从公司反馈来看，公司强调 2020 年工作要根据既定目标要求，坚持“计划不变、任务不减、指标不调”。从渠道反馈来看，春节预计消化全年销量的 30%以上，其中节前大部分经销商到了两个月的货，整体动销旺盛，库存约在半个月左右。价格方面，当前飞天批价约为 2100-2200 元，价格回落节奏符合预期，回落幅度受疫情影响大于预期，但茅台价格核心仍取决于供求关系，我们认为 2000 元以上具备支撑。整体来看，疫情对茅台影响最小，公司将今年定义为基础建设年，收入目标增长 10%，预计全年供需仍将处于偏紧状态，我们看好在销量增长以及产品结构优化、渠道结构改善的共同带动下，公司全年实现稳健增长。
- **五粮液：目标不改彰显信心，压力之下主动出击。**从公司反馈来看，公司表示春节期间全面完成旺季销售目标，全年仍坚持营收两位数以上的增长目标。从渠道反馈来看，春节经销商已打款全年任务的 33%-35%左右，节前预计已完成旺季动销的 80%，因此节后消费断档对全年销量的影响预计在个位数。价格方面，当前普五批价约为 900-910 元，疫情主要影响短期批价以及全年挺价节奏，但我们认为对节奏的影响大于幅度。整体来看，疫情对五粮液影响有限，公司 2020 年定调稳中求进，均价提升 7%左右的情况下，销量增长目标并不高（增长 5%-8%），公司可通过加大对空白经销商、专卖店以及团购客户的开发实现这一目标，我们认为公司全面部署、积极应对，发展信心坚定，随着今年改革进一步落地，看好公司内生管理改善红利能够一定程度对冲外部不利冲击的影响。

- **泸州老窖：坚定目标不动摇，看好公司成长韧性。**从公司反馈来看，公司提出战略不变、目标不变、任务不变，加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障，全力完成 2020 年既定目标。从渠道反馈来看，节前经销商打了一个季度的款，到货 2 个月左右，节前动销良性，目前库存约为一个多月。价格方面，疫情对国窖挺价节奏造成一定影响，后续价格依然将采取跟随策略，结合疫情发展动态调整量价策略。整体来看，疫情对老窖影响有限，全年来看国窖依然是公司业绩增长的主要动力，2019 年国窖品牌专营公司口径目标增长 30%，增长信心仍足，同时特曲升级后预计将贡献业绩增量，我们认为老窖机制灵活，管理团队经验丰富、目标进取、适应行业变化能力强，公司有望采取措施积极应对。
- **顺鑫农业：春节淡季影响较低，全年仍将延续快速全国化势头。**从渠道反馈来看，公司节前开门红打款进展顺利，节前打款预计完成 50% 以上，其中大部分已发货。从季节来看，春节是牛栏山的传统销售淡季，从场景来看，牛栏山消费场景以自饮为主，此次疫情主要影响餐饮场景消费，而针对自饮场景的商超、便利店渠道保持正常，甚至因居民自我隔离而自饮需求有所增加，部分商超反馈出现断货情况，因此对牛栏山整体影响较小。全年来看，我们认为公司大单品牛二仍将延续快速全国化势头，且产品结构升级与提价有望进一步驱动利润释放，看好公司白酒主业继续取得快速增长。
- **古井贡酒：中低端产品受到一定冲击，长期成长逻辑不变。**从渠道反馈来看，节前预计已完成回款的 50%，节后动销断档，省内库存水平相对偏高，比正常情况高出一个半月左右。分产品来看，古 8 及以上产品受影响相对较小，主要是以走亲访友为主要场景的献礼、古 5 等中低端产品受影响较大，此外黄鹤楼在公司占比不足 10%。我们认为古井对经销商管控能力强，后续有能力帮助经销商出货，一方面宴席预计未来将延期回补，另一方面走亲访友则有望在后续节日适度弥补，预计全年仍有望实现稳健增长，长期继续看好公司全国化的发展前景。
- **今世缘：外生冲击不改品牌势能上升动能，多措并举力保实现全年目标。**从渠道反馈来看，公司节前动销良性，且节前购买占比高，预计达 70% 以上，经销商库存亦相对合理。从公司应对来看，公司推出九条政策，一方面帮助经销商度过难关，减少经销商资金占用，另一方面围绕稳定价格体系、扩大消费场景、促进终端动销等方面作出精心策划，应对态度积极、打法丰富，我们认为公司仍处于品牌势能上升期，国缘在省内认可度的升温不会因疫情而中止，公司今年将坚持高质量发展，且并未调整全年既定目标，我们看好公司在省内的精耕细作继续驱动公司保持快速成长。

## 投资建议

- 把握短期事件冲击带来良好的中长期配置机会。**总结而言，短期来看，疫情的一次性冲击对强势酒企的业绩形成一定压制，但高端酒全年积极应对，后续消费有望一定弥补；长期来看，由消费升级和品牌集中所驱动的行业向好的本质趋势并未发生改变，事实上这种冲击反而对名酒系统的修复大有裨益，调整过后份额有望加速向头部酒企集中。我们建议投资者重视一次性事件带来的中长期良好配置机会，目前名酒对应2020年的估值基本在20倍左右，继续重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、顺鑫农业等受疫情影响有限的标的，积极关注汾酒、古井、今世缘、口子窖等超跌品种。

**图表 20: 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	1088.00	13,667.4	28.02	32.54	37.33	23.29	33.44	29.15
五粮液	123.43	4,791.1	3.47	4.50	5.45	16.18	27.43	22.65
泸州老窖	77.72	1,138.4	2.38	3.21	4.00	17.98	24.21	19.43
洋河股份	102.72	1,548.0	5.39	5.44	5.82	17.66	18.88	17.65
古井贡酒	121.30	546.6	3.37	4.55	5.79	16.91	26.66	20.95
山西汾酒	87.35	761.3	1.69	2.33	2.91	21.64	37.49	30.02
今世缘	30.35	380.7	0.92	1.15	1.41	15.82	26.39	21.52
口子窖	45.20	271.2	2.55	2.99	3.39	15.54	15.12	13.33
水井坊	45.94	224.4	1.19	1.55	1.86	27.88	29.64	24.70
顺鑫农业	50.30	373.1	1.30	1.42	1.97	25.90	35.42	25.53

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

- 高端酒动销不及预期：**近年来各地白酒消费档次提升明显，但消费升级是一个相对缓慢的过程，若宏观经济出现一定程度的波动，白酒消费可能受存在一定影响，高端酒动销存在不及预期的可能。
- 疫情持续扩散风险：**当前新型冠状病毒肺炎疫情仍在扩散过程中，新增确诊病例尚未见到明确下降的拐点，若疫情持续扩散，将进一步影响食品饮料的消费。
- 食品安全事件风险：**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。



**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。