



白酒迎来绝佳配置时点

投资要点

- **市场关注点:** 近期交流, 市场关注以下三个方面: 1、2020年任务量是否会出现下调? 2、在任务量未下调的情况下, 是否会向渠道大幅压货, 导致价格出现较大下跌? 3、2020年春节滞留到渠道和消费者手中的库存有多大, 是否会对行业产生较大影响?
- **白酒变化:** 近期白酒板块出现明显的下跌和回调, 主要是: 1、近期新兴行业表现较为理想, 部分资金切出白酒板块。2、短期受疫情影响较大。春节之前, 据渠道反馈, 厂家回款、发货和渠道备货均是较为乐观, 消费者用于春节消费的白酒备货也较为积极; 中高端白酒主要是餐饮场合消费, 同时叠加部分礼品需求, 春节期间疫情爆发, 短期对于两者影响较大, 从而对白酒板块产生较大影响。
- **白酒迎来绝佳配置时点:** 1、后续白酒基本面的变化, 可以从量和价两个角度来分析。量方面, 重点关注酒厂2020年任务量、2020年春节滞留到渠道和消费者手中的量两者之间的平衡, 价格同样受到两者的影响。2、如果疫情在2020Q1得到有效控制, 短期可能对经济有一定冲击, 但不改中长期方向, 酒厂会力争完成2020年任务量, 部分酒厂并无太大压力。如果疫情短期得不到有效控制, 那么对于酒厂可能会下调2020年任务量。市场投放量、渠道和消费者需求量两者共同决定价格的情况, 只要疫情得到有效控制, 未对经济产生重大影响, 无需过分担忧白酒的价格大幅下滑, 主要是基于目前白酒的发展阶段和市场竞争格局; 目前白酒行业总量没有太大增长, 行业进入挤压式增长阶段, 但次高端以上白酒受益于居民收入水平提升、健康生活方式和消费升级, 在持续扩容; 市场主流竞争企业为全国名酒和区域白酒龙头, 决定了厂家会更加基于长远的发展考虑, 不会向渠道大幅压货, 批价和终端价格就不会大幅下跌。3、2020年春节滞留到渠道和消费者手中量对行业影响有限。目前来看, 这部分库存量很难具体量化, 但从每年一季度报占全年比例30%左右估计, 剔除部分消费量, 估计这部分库存占全年比例在10%-20%左右。短期可能会对厂家政策和渠道动销产生一定压力, 但从全年来看, 只要这部分量能够很好的消化掉, 就不会对2021年动销产生影响, 而到2020年底, 市场看的是2021年的预期, 这也是最核心的一点。
- **核心推荐:** 基于行业的发展阶段和市场竞争格局, 依然重点推荐全国性次高端以上白酒, 且目前疫情仍在持续中, 暂不调整未来三年的盈利预测, 重点推荐贵州茅台(600519)、五粮液(000858)、泸州老窖(000568)、山西汾酒(600809)和水井坊(600779)。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1093.8	买入	28.02	32.51	36.89	39	34	30
000858	五粮液	124.30	买入	3.45	4.54	5.55	36	27	22
000568	泸州老窖	78.22	买入	2.38	3.23	4.05	33	24	19
600809	山西汾酒	87.40	买入	1.68	2.26	2.78	52	39	31
600779	水井坊	46.56	买入	1.19	1.69	2.21	39	27	21

数据来源: 聚源数据, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 周金菲

执业证号: S1250519080002

电话: 0755-23614240

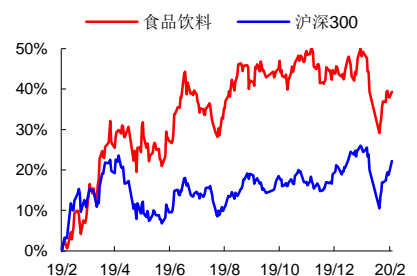
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

联系人: 周可为

电话: 023-67710114

邮箱: zhkw@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

股票家数	99
行业总市值(亿元)	37,079.53
流通市值(亿元)	36,570.67
行业市盈率TTM	30.74
沪深300市盈率TTM	12.0

相关研究

1. 白酒行业: 动销超预期+估值切换, 白酒确定性收益明显 (2020-01-22)
2. 食品饮料行业2020年投资策略: 降速博弈, 效率为先, 从高成长到高质量 (2019-11-29)
3. 食品饮料行业2019年中报总结: 白酒持续高景气, 挖掘大众细分品类机会 (2019-09-03)
4. 食品饮料行业中期策略: 竞争格局为先, 兼顾价值与成长 (2019-08-05)

目 录

1 白酒春节变化：渠道备货积极，终端动销和消费受疫情影响.....	1
2 白酒配置迎来绝佳时点.....	2
3 投资建议.....	5
4 风险提示.....	5

图 目 录

图 1: 2020 年春节后各板块涨跌幅 (%)	1
图 2: 食品饮料各子板块涨跌幅 (%)	1
图 3: 2020 年春节白酒终端动销和消费受疫情影响较大	1
图 4: 白酒行业进入挤压式增长阶段	4
图 5: 白酒行业收入增速逐步复苏	4
图 6: 上市公司市占率快速提升	4
图 7: 上市公司利润占比八成以上	4
图 8: 高端酒销量持续扩容	4
图 9: 高端酒销量市场份额	4
图 10: 次高端酒销量持续扩容	5
图 11: 次高端酒市场份额	5

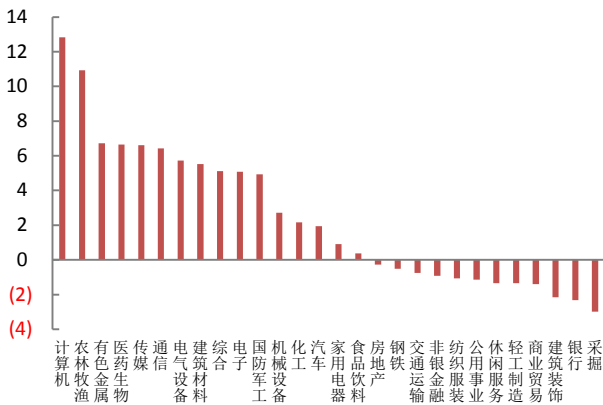
表 目 录

表 1: 各大酒企 2020 年春节打款、备货、动销情况	1
表 2: 各大酒企历史年度规划和完成情况	3
表 3: 白酒主流企业暂不调整 2020 年任务量	3
表 4: 重点关注公司盈利预测与评级	5

1 白酒春节变化：渠道备货积极，终端动销和消费受疫情影响

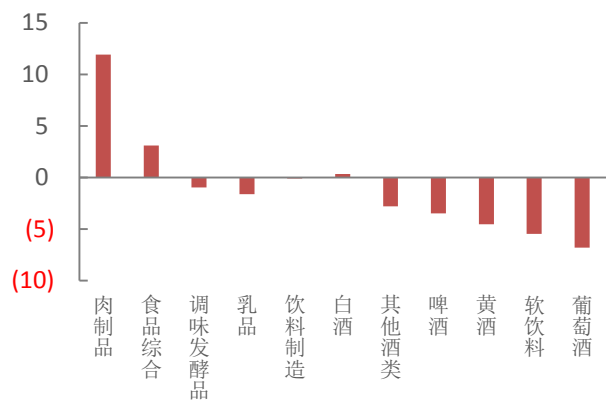
近期白酒板块出现明显的下跌和回调，主要是：1、近期新兴行业表现较为理想，部分资金切出白酒板块。2、短期受疫情影响较大。春节之前，据渠道反馈，厂家回款、发货和渠道备货均是较为乐观，消费者用于春节消费的白酒备货也较为积极；中高端白酒主要是餐饮场合消费，同时叠加部分礼品需求，春节期间疫情爆发，短期对于两者影响较大，从而对白酒板块产生较大影响。

图 1：2020 年春节后各板块涨跌幅 (%)



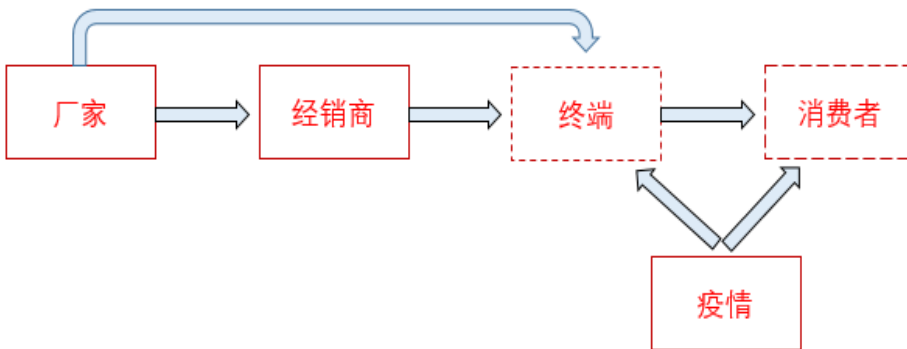
数据来源：Wind, 西南证券整理 (截止 2 月 17 日)

图 2：食品饮料各子板块涨跌幅 (%)



数据来源：Wind, 西南证券整理 (截止 2 月 17 日)

图 3：2020 年春节白酒终端动销和消费受疫情影响较大



数据来源：西南证券整理

表 1：各大酒企 2020 年春节打款、备货、动销情况

公司	打款情况	备货节奏	动销反馈
贵州茅台	Q1 款已经打完	节前发 2 个月货，占整体 20%，经销商大部分已经拿到 1、2 月的货，3 月的货部分区域开始执行	需求依旧比较旺，批价维持在 2350-2400 元，受到货影响，略有下降
五粮液	打款 35% 以上	发货较为正常，库存合理，春节前到了 30%，批价已稳，属于正常，公司也在	动销表现正常，销售顺畅，批价 910-920 元

公司	打款情况	备货节奏	动销反馈
		控制发货	
泸州老窖	11/12/1 月价格三连涨，目的在挺价，目前经销商打款 30%-40% 左右，积极性较高	正常发货，预计春节能发到 30% 左右	批价 790-810 元，销售稳定，目前公司重点在挺价，希望春节能把价格挺到 900 元
山西汾酒	正常打款，1 月份预计达到全年计划 20%-25%，2-3 月占比 15%，Q1 完成 35%-40%，按着计划量打款	正常发货	动销平稳
洋河	继续控量挺价政策，回款变现好于预期，南京有双位数增长，省内实现正增长	其他产品正常发货，M6+ 限额发货并未全放开，老 M6 停货	天系和梦系列是江苏春节刚需产品，预计动销表现还行，M6+ 渠道利润高，动销表现不错，春节临近动销加速
今世缘	节前库存较低，回款超预期，大概一季度能回款在 30%-40%	正常发货	开系目前在江苏省培育较好，需求较旺，春节动作不激进减少费用投放，库存还好，预计春节能消化大部分
水井坊	正常打款，核心区域反馈增长在双位数	正常发货	目前动销还行，库存略大，春节临近，动销加速

数据来源：渠道调研，西南证券整理

2 白酒配置迎来绝佳时点

近期交流，市场关注以下三个方面：（1）2020 年任务量是否会出现下调？（2）在任务量未下调的情况下，是否会向渠道大幅压货，导致价格出现较大下跌？（3）2020 年春节滞留到渠道和消费者手中的库存有多大，是否会对行业产生较大影响？

本篇报告基于两个假设：（1）疫情在 20Q1 得到有效控制；（2）短期对经济有一定影响，中长期不改经济增长趋势。后续白酒基本面的变化，可以从量和价两个角度来分析。量方面，重点关注酒厂 2020 年任务量、2020 年春节滞留到渠道和消费者手中的量两者之间的平衡，价格同样受到两者的影响。

如果疫情在 2020Q1 得到有效控制，短期可能对经济有一定冲击，但不改中长期方向，酒厂会力争完成 2020 年任务量，部分酒厂并无太大压力。如果疫情短期得不到有效控制，那么对于酒厂可能会下调 2020 年任务量。市场投放量、渠道和消费者需求量两者共同决定价格的情况，我们认为只要疫情得到有效控制，未对经济产生重大影响，无需过分担忧白酒的价格大幅下滑，主要是基于目前白酒的发展阶段和市场竞争格局：目前白酒行业总量没有太大增长，行业进入挤压式增长阶段，但次高端以上白酒受益于居民收入水平提升、健康生活方式和消费升级，在持续扩容；市场主流竞争企业为全国指名酒和区域白酒龙头，决定了厂家会更加基于长远的发展考虑，不会向渠道大幅压货，批价和终端价格就不会大幅下跌。

2019 年底，主流的白酒公司基本都规划了 2020 年的任务量，合理降速，夯实基础。目前沟通下来，大部分白酒公司均表示暂不调整 2020 年任务量，实际完成结果取决于疫情情况，反而三大高端酒均公开表示 2020 年任务量不下调。

表 2：各大酒企历史年度规划和完成情况

公司		2017 年	2018 年	2019E	2020E
茅台	目标	15%	15%	14%	10%
	实现	49%	26.5%	15%	
五粮液	目标	10%以上	26%	25%	双位数
	实现	23%	32.6%	25%	
泸州老窖	目标	10%	20%以上	15-25%	15-25%
	实现	16%	25.6%	23%	
汾酒	目标	30%以上	40%	22.6%	15%
	实现	37%	47.5%	约 20%	
洋河	目标	10%	20%以上	12%	5%
	实现	16%	21.3%	1%	
水井坊	目标	35%	40%	20%以上	20%
	实现	74%	37.6%	22%	
古井贡酒	目标	增长	20%	18%	15%
	实现	15.8%	26%	20%	
今世缘	目标	增长	25-30%	30%	25%
	实现	15.4%	26.5%	30%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

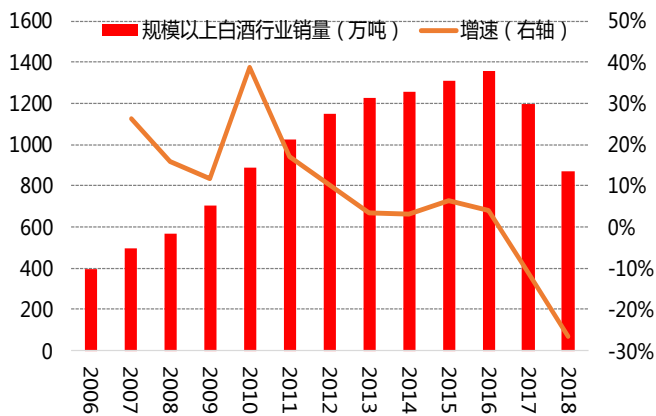
表 3：白酒主流企业暂不调整 2020 年任务量

公司	时间	概述
贵州茅台	2 月 4 日	李保芳率队调研督查公司疫情防控工作时强调：计划不变 任务不减 指标不调 收入不降。
五粮液	2 月 11 日	要坚持年初总体发展目标不动摇，按照稳中求进的工作总基调和主要工作安排，一手抓防控、一手抓发展，在坚持“一管控三强化”方针的基础上，进一步突出加强“三个优化”、加快“三个转型”，推动全年生产经营完成预期目标。
泸州老窖	2 月 10 日	当前严峻的疫情形势，给白酒行业的销售工作带来了巨大压力，但泸州老窖已为此做好了全面准备，完全有能力、有信心打赢疫情防控和销售攻坚“双胜利”这场战役；鼓励销售体系全体上下必须保持头脑清醒、态度坚决，维持激情、抓住机遇，坚持既定目标不动摇，坚决按既定战略向前推进。
古井贡酒	2 月 7 日	创新工作方式，科学制定目标，做到战略不动、策略不改、指标不调、力度不减。
今世缘	1 月 31 日	各部门要围绕目标把具体项目做进一步梳理，千方百计按照年度计划目标推进。

数据来源：公司官网，西南证券整理

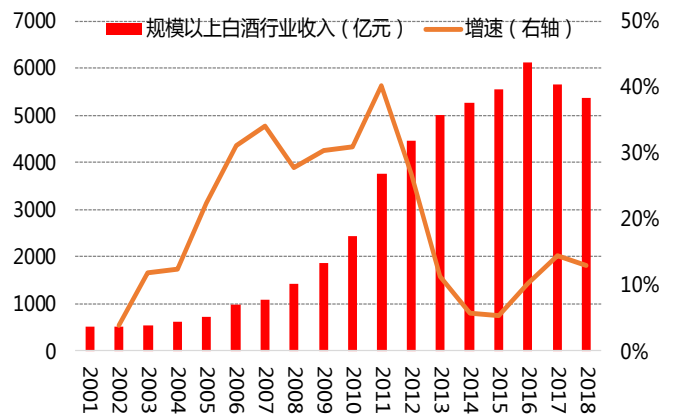
行业竞争格局决定次高端以上厂家不会向渠道大幅压货。2012 年这波白酒调整之后，行业销量出现小幅增长而后下滑，行业进入挤压式增长阶段，而收入出现明显复苏，主要是消费升级带动下名酒和区域龙头的复苏，中小酒企生存惨淡。2018 年白酒行业收入 6000 亿左右，上市公司占比 40%，利润总额占比超过 80%；行业销量 1000 万吨左右，其中上市公司占比 20%左右，从销量来看，仍有大量中小企业存在，但是主流白酒企业已经逐步清晰，尤其是次高端以上价格带，以全国性名酒和区域白酒龙头为主，这部分厂家更加注重长远发展，不会为了短期业绩而向渠道大幅压货，导致渠道出现问题，反而会主动控制渠道货源，保证价格和渠道利润稳定。

图 4：白酒行业进入挤压式增长阶段



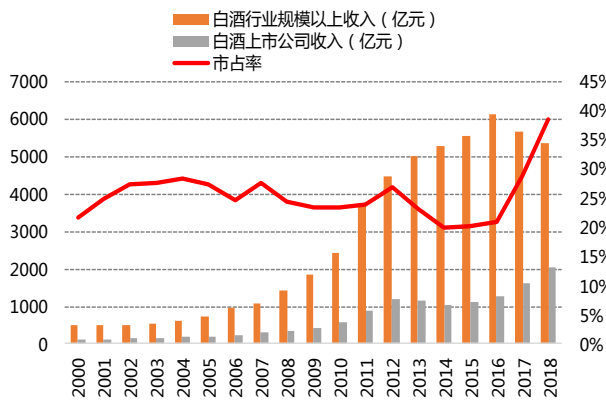
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：白酒行业收入增速逐步复苏



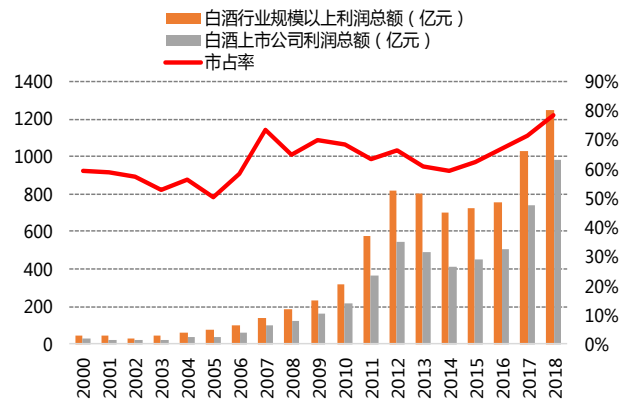
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：上市公司市占率快速提升



数据来源：Wind，西南证券整理

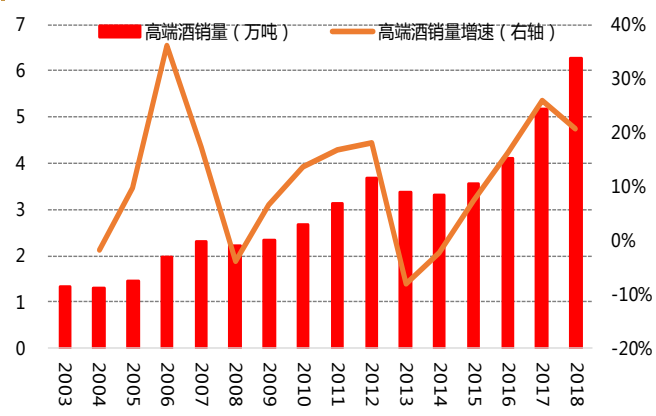
图 7：上市公司利润占比八成以上



数据来源：Wind，西南证券整理

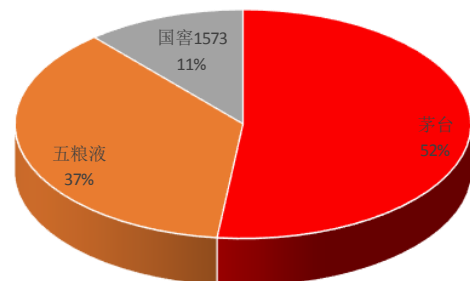
高端和次高端白酒受益于消费升级，销量持续扩容。竞争格局也逐步清晰，高端俱乐部仅有茅五泸三家，竞争格局最好；次高端以全国名酒和区域龙头为主，竞争较为激烈，其他地产酒难以进入该价格带。

图 8：高端酒销量持续扩容

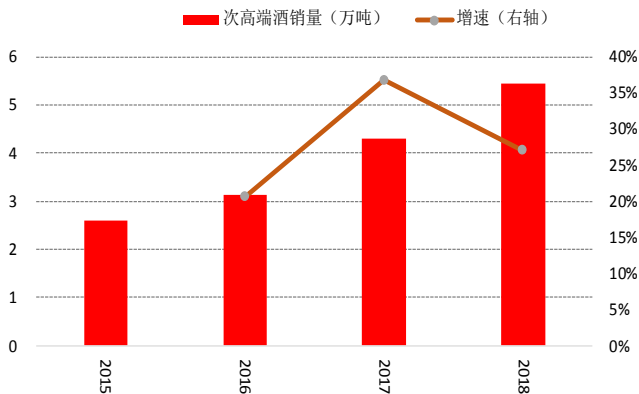


数据来源：Wind，西南证券整理

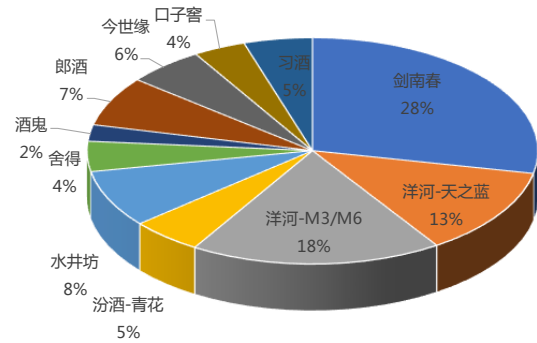
图 9：高端酒销量市场份额



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10: 次高端酒销量持续扩容


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 次高端酒市场份额


数据来源: Wind, 西南证券整理

2020 年春节滞留到渠道和消费者手中量对行业影响有限。由于疫情原因，对餐饮产生较大影响，外出就餐基本停滞，对于中高端白酒影响较大；而春节渠道和消费者备货较为积极，导致库存出现在终端和消费者手中，市场较为担忧。目前来看，这部分库存量很难具体量化，但从每年一季度报占全年比例 30%左右估计，剔除部分消费量，估计这部分库存占全年比例在 10%-20%左右。短期可能会对厂家政策和渠道动销产生一定压力，但从全年来看，只要这部分量能够很好的消化掉，就不会对 2021 年动销产生影响，而到 2020 年底，市场看的是 2021 年的预期，这也是最核心的一点。

3 投资建议

基于行业的发展阶段和市场竞争格局，依然重点推荐全国性次高端以上白酒，且目前疫情仍在持续中，暂不调整未来三年的盈利预测，重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒和水井坊。

表 4: 重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600519	贵州茅台	1093.82	买入	28.02	32.51	36.89	39	34	30
000858	五粮液	124.30	买入	3.45	4.54	5.55	36	27	22
000568	泸州老窖	78.22	买入	2.38	3.23	4.05	33	24	19
600809	山西汾酒	87.40	买入	1.68	2.26	2.78	52	39	31
600779	水井坊	46.56	买入	1.19	1.69	2.21	39	27	21

数据来源: 聚源数据, 西南证券

4 风险提示

经济大幅下滑风险。如果疫情短期不能得到有效控制，会对经济产生较大影响，从而对白酒行业产生重要影响。

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn