

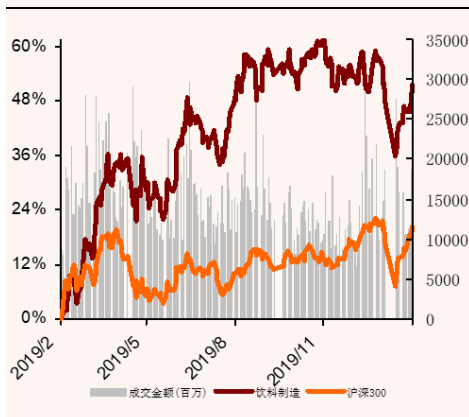
首席分析师：薛玉虎
 执业证书编号：S1220514070004
 E-mail: xueyuhu@foundersc.com

分析师：刘洁铭
 执业证书编号：S1220515070003
 E-mail: liujieming@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	42
总股本(亿股)	351.71
销售收入(亿元)	2506.43
利润总额(亿元)	981.67
行业平均 PE	93.85
平均股价(元)	53.02

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《黄酒龙头启动混改，迎来新一轮发展机遇》
2020.02.25

《精准施策力挺渠道，疫情当下全年目标不减》2020.02.18

《疫情影响有限，家庭消费场景增加》
2020.02.09

《业绩超预期完成，疫情不影响增长趋势》
2020.02.07

《增速回落在预期内，供需矛盾是最强基本面》2020.01.05

请务必阅读最后特别声明与免责条款

1、疫情对消费影响直接，白酒板块回调，创业板表现强势，短期市场风格不在食品饮料，但每次牛市食品饮料都不会缺席，耐心等待板块轮动。从新年开始全国范围隔离封闭，餐饮、走亲访友等消费场景被取消，直接影响白酒和具有礼品性质的食品消费，节后渠道反馈较悲观，影响了市场信心；近期以创业板为代表的科技、5G、新能源板块大涨，对消费关注度低。

2、风险释放充分，据我们测算疫情对20年白酒行业消费量影响15%左右，影响收入10%左右，市场预期和股价表现已经过度悲观：白酒旺季一般从春节前两个月左右开始，至年后正月十五结束，前后差不多2-3个月时间，节前厂家和渠道的销售出货基本已经完成，疫情对消费影响最大的是除夕至初六消费集中的时间段，再之后行业进入淡季，边际影响很小。春节整个旺季销售一般占到全年消费的40%左右，春节假期实际开瓶消费占全年比重较高，预计在15%左右。今年春节部分消费从范围较大聚饮转为家庭小聚饮，还有部分宴席被推迟，疫情过后会出现补偿式消费，从目前市场预期和股价表现来看，板块超跌，风险释放充分。

3、酒企节前业绩基本完成，渠道出货顺利，全年可调节余地大：行业一般的销售节奏是节前厂家和渠道出货完成，经销商库存低，销售转移到消费者手中和部分终端，白酒行业经销商、分销商、终端的三级渠道体系为厂家的销售提供了很厚的缓冲带，尤其是龙头酒企，业绩可调节的余地比较大。一线茅台、五粮液、泸州老窖，区域龙头今世缘、古井贡酒、口子窖、山西汾酒等春节前销售增速比较理想，公司主动性强。节后酒企在本次疫情中快速响应，加强市场调研，了解动销情况，出台相关对策帮助经销商渡过难关，应对措施包括减轻经销商和终端业绩压力，茅五泸、汾酒等企业也明确表态“全年任务不降”，目前看疫情对市场心理预期的影响大于实际影响。

4、疫情并不改变行业长期向上的趋势，不影响企业内在价值，行业价位升级和品牌集中趋势继续强化。市场化三十多年以来，历经多次危机，白酒行业发展日趋成熟，惯性趋势在代际间传递，白酒需求始终存在；随着经济发展、生活水平提升、品牌意识崛起，人们希望“买好的、有牌子的酒”的需求不断增加，推动白酒行业价位升级和品牌集中趋势持续强化。今年的影响属于黑天鹅事件，不改变企业内在价值，疫情过去后，业绩趋势会持续，21年会恢复高弹性增长，看明年业绩估值大部分在15倍左右。

5、高端酒确定性强，次高端趋势性机会更加明朗。经过几年的量价齐升后，高端市场步入稳定阶段，长线的确定性高；行业最大的风口是中高端向次高端的价位升级，近几年的发展证明，次高端200-500元价位趋势愈发明朗，区域龙头的竞争优势逐

渐显现，以今世缘、古井贡酒、口子窖、山西汾酒、洋河股份为代表的企业后劲十足，次高端价格带未来 3-5 年有至少两倍的行业空间，而竞争品牌数量却大幅减少，受益的品牌未来的增长空间大。

6、危机当下是布局良机，疫情后行业有望迎来报复式消费，业绩是股价最强催化。疫情致使消费被冻结，但消费热情在不断积蓄，疫情过后预计会出现大面积的消费反弹。历史验证每次经受危机后白酒板块都有超预期的市场表现，酒企业绩迅速回升，且业绩回升下有需求的强力支撑。当下由于市场风格转换、市场预计悲观等因素致使板块在底部震荡，看好后续随着疫情好转带动市场对消费板块的预期反转、市场风格轮动催化食品饮料上涨的机会，目前股价在底部，建议适当提早布局。

7、建议重点关注符合行业趋势，弹性大的次高端品种：白酒板块自 16 年连涨四年后，市场认知仍有很大的不充分的地方，目前位置，高端酒茅台、五粮液、泸州老窖业绩确定性高，但估值相对合理，股价弹性较小，有确定性收益空间；次高端市场分歧仍大，但我们认为白酒行业未来的机会一定在于最主流价格带的成长，次高端趋势性的机会至少还有五年以上，区域龙头的竞争力会越来越强，推荐：今世缘、古井贡酒、口子窖、山西汾酒、洋河股份等。

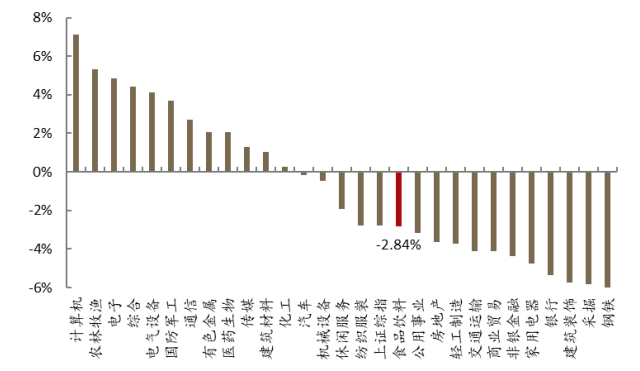
8、风险提示：新冠疫情持续时间和猛烈程度超预期；宏观经济波动导致消费升级速度受阻；国家行业政策变化；食品安全事件等。

1 疫情影响直接，板块超跌，白酒迎来布局良机

年后白酒板块下跌后底部震荡，短期市场风格不在食品饮料。截至2月19日收盘，食品饮料板块较年前最后一个交易日下跌了2.84%，稍弱于上证综指；其中白酒板块下跌2.54%。上周白酒板块大部分个股表现平稳，随着市场不断消化预期，春节疫情对于白酒行业的边际影响减弱，板块消费开始进入淡季，部分个股在经过年后首个交易日的跳水之后现已在逐步恢复，但由于疫情的影响程度并未清晰显现，市场预期反馈较为悲观，股价底部震荡。

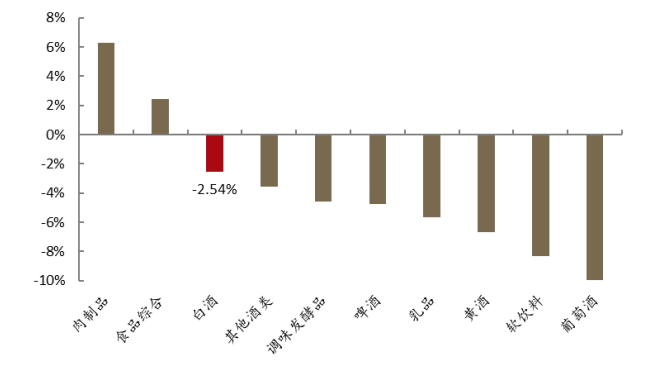
牛市中食品饮料板块不会缺席，静待板块轮动：节后以半导体、5G、新能源为代表的科技股在高行业景气度、流动性宽松等因素下大幅上涨，创业板连创新高。现在的白酒板块业绩确定、趋势明确、估值在低位，虽短期表现不佳，但长线空间明确，在市场风险偏好提升，增量资金大幅涌入的背景下，后续上涨机会非常大。

图表1：年后申万一级行业与上证综指涨跌幅



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2：年后食品饮料子行业涨跌幅

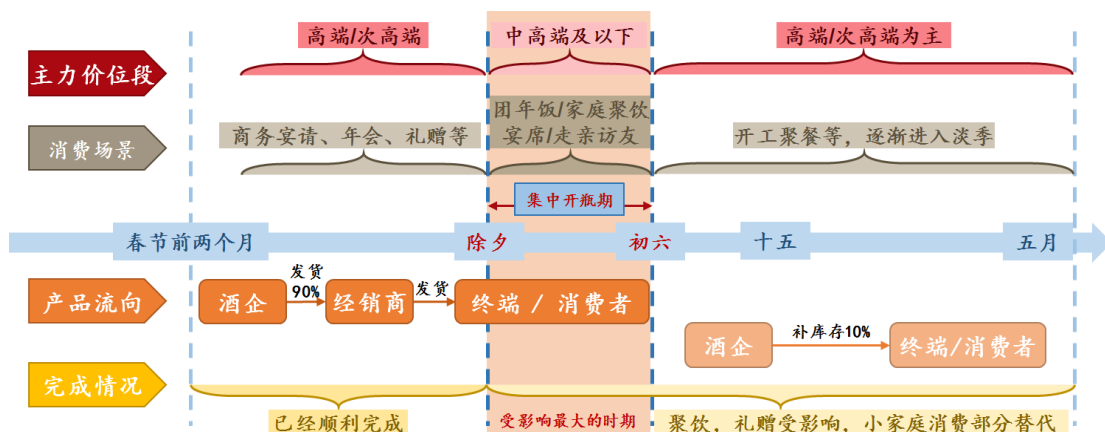


资料来源：Wind，方正证券研究所

1.1 酒企抗风险能力不断加强，积极响应稳定市场信心

本次疫情对于2020年实际影响超过2003年非典对当年的影响。非典疫情爆发期是2003年3月至当年6月，属于行业的淡季，而本次疫情正值春节旺季，根据往年的数据，春节旺季占白酒全年消费的40-50%左右，好在全国范围的隔离封闭的管制基本从大年二十九开始，按照行业正常的销售节奏推演，企业和经销商环节一季度的任务应已基本完成，当前白酒的库存主要集中在消费者和部分终端处，疫情封锁影响最大的是实际消费。

图表3：春节前后白酒销售和消费推进节奏



资料来源：方正证券研究所

疫情发生后各大酒企纷纷积极响应，快速调整。茅五泸三大高端白酒先后发布“全年任务不减”的信号，酒企纷纷加强市场调研，了解动销情况，出台相关对策帮助经销商渡过难关，打造厂商命运共同体，包括减轻经销商和终端业绩压力，加强宣传支持力度等。由于经销商固定成本较高，部分经销商房租和人员成本在成本费用中的占比甚至可高达70%，酒企也给出简化费用核销流程，提供资金支持等应对措施。

图表4：部分上市酒企年度计划及疫情应对措施

公司	年度计划及应对措施
贵州茅台	· 秉承今年“计划不变，任务不减，指标不调，员工收入不降”既定目标
五粮液	· 围绕发展目标不动摇，推动全年营收保持两位数以上的增长 · 连续召开三次疫情专题会议，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” ； · 精准施策，五大措施力挺经销商
泸州老窖	· “三不变”指战略不变、目标不变、任务不变 · “三加强”是指加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障 · 宣布直接取消 2月1573配额 ，2月的配额仅占全年≈4%，对公司业绩影响较小
山西汾酒	· 强调2020年 整体经营指标不变 ，把“4421”三年目标中 产品结构优化和区域结构优化 作为今年重要的考核指标 · 同时做到“三个调”“三个保”，即调节奏、调力度、调方式，保利润、保价格、保股东回报
古井贡酒	· 积极主动帮助经销商渡过难关，认真摸排，分层分类 · 特别要求销售公司对市场的支持“费用不减一分、力度不减一毫，空中宣传只增不减”
今世缘	· “ 缘九条 ”：强调“不得增加经销商、终端商指标压力，不得采取转移库存、降价促销等方式追求短期销量，同时要最大程度的帮助经销商降低资金成本” 一、加强厂商沟通，保障市场服务（1. 配称组织。2. 在线办公。3. 优化方案。4. 关怀客户。 二、稳定业务团队，注重学习提升（5. 薪酬支持。6. 创新培训。7. 保持定力。） 三、提供财务支持，减轻客户负担（8. 简化流程。9. 降低成本。） · 组织经销商线上培训
舍得酒业	· “ 舍得六项措施 ”： 一、人在线，事在做。 复工安排 ：2月3日起，舍得全体营销人员全部进入在线工作状态保证服务支持，2月10将复工到岗推动业务开展。 二、同呼吸，共命运。打造厂商命运共同体。 三、动脑子，想办法。保持密切沟通，加强对市场调研，深入了解大家面临的实际问题 and 挑战， 一地一策，制定针对团购用酒、家庭用酒的有效政策 ，帮助大家提升产品动销。 四、拓渠道，降成本。积极帮助经销商拓宽融资渠道、降低融资成本，提升经销商的资金利用率，多管齐下，共同解决困难，全力互相支持。 五、精服务，简流程。践行CBA用户利益优先思维，精简费用核销流程及手续。 六、重品牌，强宣传。大力实施老酒战略，加大品牌推广力度，大力实施数据化转型升级。

资料来源：微酒，方正证券研究所整理

1.2 疫情不改长期逻辑，消费升级和品牌集中趋势会强化

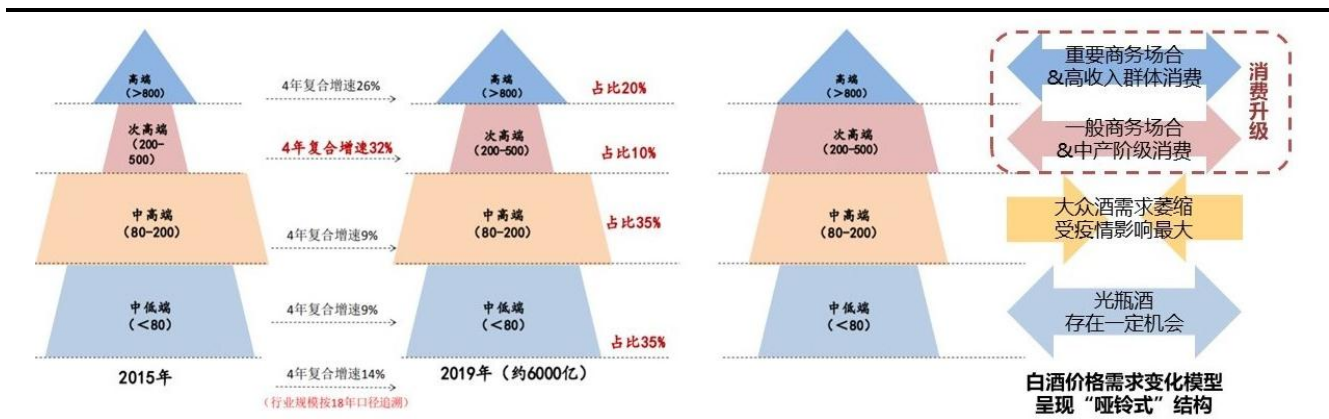
短期的疫情并不改变长期向上的趋势，消费升级和品牌集中趋势非但没有消退反而更加强化，白酒龙头企业较其他行业龙头更占优势，消费者希望“买好的、有牌子的酒”。一方面，白酒的消费热情

不减，“去三公”压制了一定的高端需求，对白酒行业产生了很大的影响，然而白酒行业仍通过不断创新的营销手段和持续拓展的销售渠道服务着大众强烈的消费需求；另一方面，白酒消费场景成熟，惯性趋势在代际间传递，白酒是婚丧嫁娶的必备品，又具有应酬、宴请、聚会的社交属性，随着白酒产业链的不断完善，消费者对白酒的场景需求也日渐成熟，从年龄层次上看，目前80后已经完全被白酒同化，90后即将成为新的主流消费群体。

2 高端酒受影响程度最小，次高端预期产生分化

白酒行业的价格需求模型已经发生了变化，当前白酒价位消费变化呈现“哑铃式”结构，次高端及以上持续扩容，中高端被升级增长有限。2019年我国白酒行业整体收入规模约6000亿，其中高端白酒占比约20%，次高端占比不到10%，高端白酒的需求来自重要商务场合和高收入群体，次高端的需求来自一般商务场合和普通中产阶级，这些需求均明显呈现消费升级的趋势，支撑二者规模持续增长。本次疫情中受影响程度最大的是大众酒，其次是次高端白酒，受影响程度最小的是高端酒，50-200元价位带受影响程度最大。

图表5：次高端及以上持续扩容，中高端增长停滞



资料来源：方正证券研究所

2.1 高端酒增长确定性强，目标达成概率较高

高端酒的扩容式增长一直在持续，连续高增多年后，增速回归稳健，龙头接近两位数的增长很容易实现。就高端三家白酒而言，茅台/五粮液/国窖主要产品的比例大约为70%/20%/10%。具体来看：

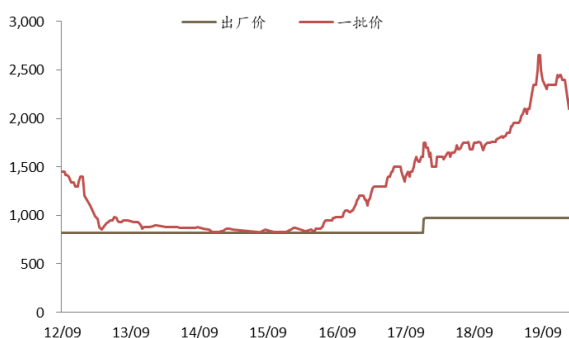
贵州茅台：高端白酒中占比最大，品牌最强，其价格决定着高端白酒和整个酒水行业的天花板，虽然供需影响会使其价格产生一定的波动，但茅台的批价依然是观察白酒行业较为准确的指标。茅台年后批价一度下滑至2100，近期缓慢回升，基本稳定在2200元左右，我们认为：(1) 根据以往经验，年后批价回落属于正常现象；(2) 批价波动可能是受到疫情恐慌情绪影响，以及小部分囤积或炒作商出货；(3) 茅台作为首屈一指的高端酒在本次疫情中受影响程度最小，茅台商务消费占比高，淡旺季不明显，而且正常经销商在除夕之前已经完成出货，渠道整体库存低，资金压力不大；(3) 今年公司加大了

电商、商超和直营等渠道的布局，以上渠道预计占比将近 50%，且价格控制在 1499 元，节前发货量高于历年水平，消费者群体扩大，经销商渠道的量占比有所降低；(4) 由于需求承接力较强，同等价位不存在竞争，因此茅台批价下跌幅度有限。综合今年茅台实际可供销售量增加约 8-10%，我们预计今年茅台批价会在 2000-2500 之间波动，茅台在高端酒中强势地位不改。

五粮液：公司节前任务完成好于预期，渠道备货、动销、库存等主要指标良好。茅台以下，1000-2000 元区间可能成为高端酒核心的价位风口，这几乎是为五粮液量身定制的空间，因此应当重点关注公司 2020-2021 年的价格策略，而企业未来的看点主要在于 (1) 价格上行：公司层面上，2018 年以来公司实施了一系列营销改革，措施切中要害，近期强调精准施策，不搞一刀切，这些举措有利于稳定渠道信心，释放渠道潜力，提升品牌形象，推动普五批价顺利上行，经销商层面上，一方面担心 3 月后产生滞销，大多数经销商都已在节前完成出货，另一方面目前五粮液批价已接近成本线，经销商抛货的可能性较低；(2) 高性价比释放需求：疫情后公司有望迎来补偿性消费，五粮液价格基本稳定在 910 元左右，作为高端名酒与茅台的批价存在较大空间，性价比突出，同时公司密切关注动销情况，已为疫情后可能的消费反弹提前布局。展望全年，疫情短期影响不会改变行业和公司的长期发展趋势，目前公司渠道健康，可调节余地大，随着批价持续上行，改革成效持续兑现，顺利实现全年目标概率较大。

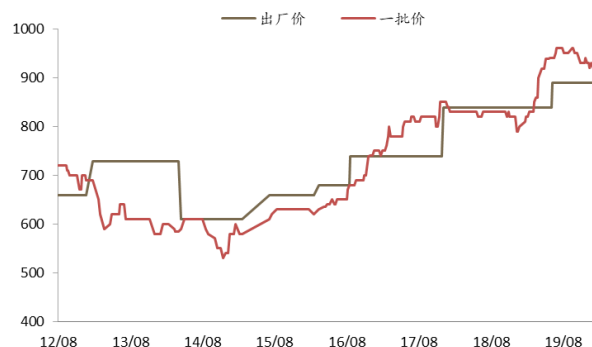
泸州老窖：在局部区域内具有优势，但品牌力较茅五仍有一定差距，短期无法在数据上产生太大突破，特曲价位进一步提升可能成为次高端的大单品。管理层立足长远，制定目标和开展工作均基于长期战略，近两年品牌工作方面卓有成效。今年一季度国窖的任务指标基本完成，酒业家报道，公司宣布取消 2 月国窖 1573 的配额，此举有助于消化经销商和消费者手中的库存，稳定国窖 1573 的批价，恢复市场健康良性成长。

图表6：飞天茅台出厂价、一批价价格



资料来源：Wind，方正证券研究所调研整理

图表7：普五出厂价、一批价价格



资料来源：Wind，方正证券研究所调研整理

2.2 次高端迎来价格风口，区域龙头优势凸显

2018 年以来，我们先后发布了三篇深度报告来阐述次高端逻辑，提出了“300 元次高端价位是本轮行业主流价位增长的核心趋势”、“区域龙头利润弹性显现，收入增长逐步加速”等观点，过去两年的走势和渠道反馈也在不断验证我们的观点和判断，以今世缘、古井贡酒、

口子窖、山西汾酒、洋河股份等为代表的区域龙头公司竞争优势凸显，次高端价位均保持了高速增长态势，占整体收入比重稳步提升。

价位升级是当前白酒行业的最大风口。当前的价格风口在次高端，全国来看 200-500 元区间趋势明朗，剑南春等品牌带动次高端价格不断上涨，由 300-320 元上涨到 360-380 元，甚至到 400 元；经济稍弱的地区 200-400 元区间呈现爆发态势，如古 8 由省会合肥向整个安徽省进行辐射，虽然提价幅度稍弱，但覆盖范围更广。去年 40 多元的玻汾增速超预期，但这是属于汾酒公司的机会，而非行业整体的机会，光瓶酒玻汾在此价位没有的竞争者。**下阶段的次高端一个有机会的价格很可能上升到 500-600 元区间**，汾酒的 30 年、洋河梦 6+ 等产品将享受价位升级的红利，迎来高速增长。我们预计地方酒企会加强培育力度，提前布局 600 元价格带。

区域龙头酒企优势凸显。区域性产品有其独特的生存空间和生存逻辑，地产酒具有地缘优势，距离消费者更近，经过多年的市场积累，消费者认可度更高，本轮中高端向次高端过渡的消费升级过程阻力较小，区域龙头充分受益，而且虽然需求爆发主要集中于次高端，但其他价位也会连带受益，过去两年的结果也充分证实了我们的想法。行业总量不再增加的情况下集中化趋势不断加强，规模更大的酒企能够享受到更多的收入、利润、人才和资源，未来酒企之间的竞争也是规模之争，50 亿和 100 亿是两个重要的门槛，区域性强势品牌还远未达到天花板。

山西汾酒：(1) 2019 年业绩超预期完成，疫情对处于快速上升期的龙头企业受影响较小，根据业绩快报，2019 年公司实现营业收入 119.14 亿，同比+26.57%，归母净利 20.24 亿，同比+37.64%。**(2) “青花+玻汾”一高一低两大产品助力全国化扩张**，公司次高端布局成效初显，上半年对青花控货梳理渠道，下半年加快投放，青花 20 销量超预期，预计全年青花增速超过 40%，占总体收入比重已经近 30%，另一大单品玻汾继续保持 50% 以上的增速。2020 年定下双十亿增量目标，青花聚焦发力，玻汾控量提质，提高渠道利润实现持续发展。**(3) 改革使公司步入良性发展趋势**，17 年初汾酒改革签订目标责任状以来，三年收入/利润复合增速 39%/50%，领先白酒行业，同时公司优化组织队伍，系统变革营销体系；全国化布局全面展开，四大板块山西、豫鲁、京津冀蒙自营销规划路径明确，实现 3 个 10 亿级省外板块市场，省外销售占比已达 56%。

今世缘：(1) 次高端扩容逻辑仍是公司核心看点，公司是所有区域龙头中次高端价位培育最成熟的酒企之一，次高端收入占比预计接近 60%；**(2) 江苏市场消费升级领先全国**，300-500 次高端价位段爆发，作为苏酒龙头之一，今世缘深耕次高端价位段多年，价格卡位具备优势，市场根基稳固，未来有望持续受益。

洋河股份：海之蓝产品比较被动，必须承担消费升级带来的百元价位需求的损失，本次疫情也会对海、天形成直接的压力。去年开始公司在考核体系和经销商梳理方面都在向好的方向调整，但调整需要一定的周期，疫情可能也会延长公司调整的时间。梦 6+ 在省内有很好的表现，梦之蓝在全国的发展可能还是稳健的，估计 2020 年会集中解决海天，洋河股份的业绩有望重回上升轨道。按照公司调整的进度，下半年会逐渐显现弹性。

安徽两大寡头虽然发展路径不同，但增长速度、盈利水平都有亮眼的表现。**古井贡酒：(1) 龙头强者恒强：安徽白酒市场渠道竞争激**

烈，古井和口子“双寡头”格局已经形成，挤压式增长下，市场份额继续向龙头集中；(2)次高端驱动成长，公司聚焦打造古20，中高端和次高端加速放量，古井和口子在80-150元及200-500元价格带形成垄断，预计2019年全年古井次高端增速仍将保持在60%以上，销售规模达到30亿左右（销售口径），占整体比重约25%左右；(3)市场深耕进入收获期，19年以来省外多个区域已重回增长通道，随着产品结构持续提升和费用率趋势下行，公司净利率不断提升。(4)截至2020年1月20日公司春节回款（目标45%以上），古8以上次高端继续高增，公司推出新百亿计划，长期空间明确。

口子窖：受益于省内消费升级，次高端价位发力，公司十年和二十年持续高增长。公司经营风格务实，着眼长远，去年公司推出定位于十年和二十年之间的新品初夏和仲秋，19年四季度开始积极调整营销思路，加大投入、梳理渠道等。整体包袱较小，改革已出现成效，春节动销加快，个别区域有断货现象，经销体系健康，预计一季度有望继续提速。由于公司对渠道不压货，终端大多现款现货，因此疫情带来的直接冲击较小，不存在退货压力，可能在紧急情况的应对以及与市场的沟通方面略逊一筹，省内大商做省外是一种全新尝试，过去两年的业绩表现验证是正确的。

3 危机当下是绝佳布局时点，疫情后行业有望迎来报复性消费

历史上每次危机都是好的布局时点。2003年非典、2008年金融危机、2012年起“去三公”和塑化剂事件以及2018年3月至当年12月中美贸易战首轮激烈对抗下白酒板块在经受重创之后都会迎来较大反弹。

图表8：白酒板块在每次经受重创之后都会迎来较大反弹



资料来源：Wind，方正证券研究所

最近两次危机之后的反弹更多由企业本身业绩带动，白酒上市公司总能带来超预期的业绩表现。白酒行业对比上次大范围疫情的情

况，03 年非典疫情仅仅影响了白酒上市公司 Q2 业绩，Q3 和 Q4 就出现了明显反弹。08 年金融危机持续的时间相对较长，但是也仅影响了白酒上市公司 Q3 和 Q4 季度的业绩，09 年开始又进入到快速成长期。

图表9：非典期间主要白酒上市公司分季度业绩增速

名称	单季度收入增速				单季度利润增速			
	03Q1	03Q2	03Q3	03Q4	03Q1	03Q2	03Q3	03Q4
贵州茅台	2%	16%	33%	80%	5%	10%	44%	247%
五粮液	1%	-4%	19%	38%	16%	-9%	11%	40%
泸州老窖	4%	-11%	2%	51%	38%	-229%	-10885%	242%
山西汾酒	28%	-15%	21%	37%	147%	-18%	237%	195%
舍得酒业	-24%	-8%	-11%	-6%	-62%	173%	-19%	525%
古井贡酒	-6%	16%	8%	16%	-20%	-226%	-58%	-418%
水井坊	-8%	-15%	-19%	-11%	-41%	-535%	-181%	-677%
酒鬼酒	-48%	-18%	26%	86%	-245%	-234%	129%	49%
金种子酒	-2%	-13%	-13%	-7%	-39%	-42%	-64%	-7443%
顺鑫农业	44%	14%	41%	17%	16%	13%	14%	7%
伊力特	-36%	10%	15%	24%	-21%	5%	29%	-4%

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表10：金融危机期间主要白酒上市公司分季度业绩增速

名称	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
贵州茅台	25.57%	152.15%	2.05%	-36.84%	26.04%	15.51%
五粮液	2.53%	13.36%	16.54%	5.36%	8.19%	32.49%
泸州老窖	86.20%	37.44%	37.37%	-22.35%	1.34%	9.06%
山西汾酒	-46.63%	-23.86%	52.53%	-15.89%	94.27%	76.98%
古井贡酒	17.88%	23.39%	12.69%	7.90%	8.06%	-3.95%
舍得酒业	15.49%	11.77%	-6.78%	-26.48%	-33.18%	1.01%
水井坊	24.49%	-3.57%	42.44%	5.23%	-23.34%	-12.54%
酒鬼酒	30.60%	183.89%	0.31%	73.69%	-19.12%	98.82%
金种子酒	-50.64%	-39.45%	2.45%	70.43%	109.25%	50.52%
顺鑫农业	55.86%	11.60%	1.72%	-6.95%	-6.78%	4.55%
伊力特	27.93%	93.07%	-25.45%	-24.06%	26.78%	9.45%
老白干酒	135.75%	44.56%	23.65%	-37.10%	6.41%	87.06%

资料来源：Wind，方正证券研究所

待疫情结束，消费迎来报复性增长。回顾 03 年非典疫情时期，消费受到短暂冲击，但是迅速反弹。社消零增速仅在 2003 年 4 月和 5 月有跳水，6 月的增速就已经快速反弹。CPI 也是 4 月和 5 月又短暂回落，后续有明显上升。当前新增确诊病例出现明显下降，疫情防控出现良好势头，各地也出台政策全力支持复工复产。旅游、航空机场等板块有望率先迎来复苏，待疫情结束，餐饮，聚会等消费场景将会明显增加，白酒行业有望出现报复式消费。需求的复苏程度取决于两个方面需求：（1）刚性需求的延迟，如婚宴、满月酒等，以及（2）疫情后的聚会需求和冲动消费。白酒行业销售链条较长，即使最坏的情况出现，即消费需求无法弥补，厂家-经销商-终端的三级经销体系对公司报表业绩也能起到一定的缓冲作用。

4 投资建议

总体来讲，我们判断疫情对主要上市酒企 2020 年收入增速的影响约为 10%-15%，不同企业之间影响程度可能不同，差异的产生主要在于价位。当前对公司未来发展的判断主要体现在“三力”上：

(1) 价位升级的潜力：价位趋势将会延续五年以上，高端稳增长，次高端扩容式增长且向龙头集中，百元价位在全国范围内持续萎缩，此时应当思考疫情后哪些价位逻辑能够为企业带来业绩增长；

(2) 产品布局能力：产品结构存在周期性调整，思考企业在规划产品线时是否具有弹性和前瞻性，次高端需要超前投入和培育；

(3) 渠道和组织能力：渠道的培育、品牌形象的提升以及消费者的培育都是长期工作，日积月累才能见成效，思考哪些企业不是只顾眼前而是立足长远。

建议关注：高端白酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖；以及预期差较大，被市场错杀以及符合次高端大趋势的区域龙头今世缘、古井贡酒、口子窖、山西汾酒、洋河股份等。

5 风险提示

(1) 新冠疫情持续时间和猛烈程度超预期；(2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻；(3) 国家行业政策变化；(4) 食品安全事件等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com