

白酒行业

看好（维持）

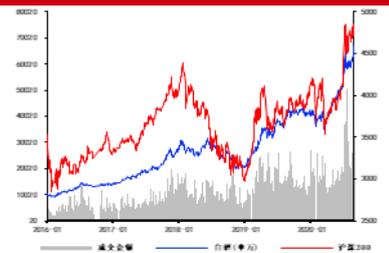
市场数据（2020-09-16）

	行业指数涨幅
近一周	-0.77%
近一月	-4.66%
近三月	32.75%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
贵州茅台	600519.SH	强烈推荐
五粮液	000858.SZ	强烈推荐
泸州老窖	000568.SZ	强烈推荐

行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究发展部

研究员

张志刚，李思佳
 执业证书编号：S0070519050001
 电话：010-83991717
 邮箱：zhangzg@grzq.com

相关报告

供求紧平衡格局持续，高端白酒强者恒强

——白酒行业点评

投资要点

- 疫情催化行业洗牌，高端白酒强者恒强。**消费升级的核心在消费者提升生活质量的意愿，包括消费理念、消费能力和消费意愿的升级。今年疫情中高端白酒消费量受疫情影响程度最低，原因主要包括：1) 高端白酒主要消费群体为中产阶级、高收入人群。疫情期间央行加大力度货币与财政政策呵护，高净值客户受益于大类资产价格上移，财富受损较小，消费能力依然强劲。2) 疫情期间我国规模以上餐饮企业营收恢复速度优于中小型餐饮企业，大型餐饮营业场所中高端白酒开瓶率更高，有助于加速其消费量恢复。3) 优质经销商过往从高端白酒产品经销中盈利丰厚，多数在本次疫情中仍维持对高端白酒销售恢复的充分信心，为加速资金回笼，也更倾向于销售高端白酒而非次高端产品。
- 后疫情时代，酒企更关注对自身品牌力的经营。**后疫情时代酒企工作重心可以概括为去库稳价与提升产品结构，工作内核则是对品牌力的维持与提升。原因在于：供给端方面，我国白酒行业市场增长已进入存量时代，品牌力决定白酒销售价格与酒企对产品的提价能力，也是酒企盈利增长的决定因素；需求端来看，疫情导致白酒消费频次被挤压至最低，消费者更倾向于选择品牌力、产品质量或渠道力更强的产品，导致白酒整体需求结构向中高端上移。在品牌力决定价格，价格彰显品牌力的市场认识下，保价成为酒企疫后工作的核心。多数酒企上半年选择放缓发货节奏，充分去化库存，确保后疫情时代价格体系的正常运转。库存恢复健康后，酒企精力更多转向产品结构的提升。
- 中秋旺季放量开启，茅五泸三强各擅胜场。**1) 贵州茅台：品牌力一枝独秀，终端需求强劲。茅台批价高歌猛进部分是流动性扩张环境下资产属性的体现。但终端需求受益于自身产品稀缺性以及高净值人群财富效应的提升+本次双节旺季可选消费渠道减少+疫后聚餐、宴请等消费场景回补以及消费者补偿性消

费心理，具有较高确定性。预计旺季经销商积极回款将进一步改善 Q3 茅台预收款与现金流，推升报表业绩，全年业绩目标完成基本无虞。2) **五粮液：渠道掌控力提升明显，配额投放稳健。**17 年起公司对自身产品体系、渠道、营销体系等方面深化改革，提高公司品牌拉力、理顺价格体系的同时实现渠道掌控力的提升。应对疫情冲击，公司将挺批价确立为工作重心，严控发货节奏，加强团购布局提升渠道推力，结合配额发放节奏与库存动态来看，公司目前批价表现较健康，处于价稳量升局面。3) **泸州老窖：品牌势能相对较弱，量价掌控游刃有余。**疫情爆发后公司确定渠道库存降至低位之后再恢复打款，过程可概括为 2-4 月控价格、去库存，辅以部分地区回购动作，5 月恢复配额发放，6、7、8 月通过优势市场控货、停货，提价，完成国窖 1573 价格体系全面的上移。目前国窖渠道库存健康，动销恢复至去年同期 80%以上。预计中秋旺季聚会宴请、礼赠属性将有较好释放，整体需求有望与去年持平或超预期。

- **投资建议：**高端白酒优秀的抗风险能力，实质在于消费升级理念对其需求的刚性支撑，核心在于优质名酒产能的稀缺性。疫情对催化白酒需求端消费升级趋势起到了促进作用，同时加速中小酒企产能出清与市场份额集中。因此疫情对高端白酒企业业绩短期存在冲击，长期则有利于其品牌竞争力优势加强以及市占率的提升，为企业未来提价与放量打下坚实基础。继续看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖在中秋旺季顺利实现放量，支持全年业绩稳定增长，并将在长期内享受品牌力与产品稀缺性所带来的估值溢价。
- **风险因素：**疫情出现反复；白酒旺季动销低于预期；宏观经济下行风险。

目录

1. 疫情催化行业洗牌，高端白酒强者恒强.....	5
1.1 疫情加速白酒行业消费升级理念的推进.....	5
1.2 后疫情时代，酒企更关注对自身品牌力的经营.....	6
2. 中秋旺季放量开启，茅五泸三强各擅胜场.....	8
2.1 贵州茅台：品牌力一枝独秀，终端需求强劲.....	8
2.2 五粮液：渠道掌控力提升明显，配额投放稳健.....	9
2.3 泸州老窖：品牌势能相对较弱，量价掌控游刃有余.....	10
3. 供求紧平衡格局持续，坚定看好高端白酒.....	11
4. 风险提示.....	12

插图目录

图 1：我国高净值人群人数持续攀升.....	6
图 2：高净值人群对名酒的消费比例呈现上升趋势.....	6
图 3：我国规模以上餐饮企业恢复速度优于中小型餐饮.....	6
图 4：高端白酒企业营收恢复程度优于普通白酒企业.....	6
图 5：以 2010 年 1 月批价为基数，茅五泸批价累计涨幅.....	8
图 6：飞天茅台批价今年 4 月起单边上行.....	9
图 7：普五疫情后批价提升幅度弱于飞天茅台.....	10
图 8：国窖批价走势今年 3 月后稳步提升.....	11

表格目录

表 1：国窖 1573 自 6 月起控货提价过程梳理.....	7
表 2：相关标的汇总表（市值、股价对应日期：2020 年 9 月 16 日）.....	13

1. 疫情催化行业洗牌，高端白酒强者恒强

1.1 疫情加速白酒行业消费升级理念的推进

消费升级的核心在消费者提升生活质量的意愿，包括消费理念、消费能力和消费意愿的升级。对白酒行业，消费理念与消费意愿升级体现在“少喝酒，喝好酒”，消费能力则体现在人均支配收入的提升、中产阶级崛起与高净值人群的壮大。高端白酒居民消费场景主要为聚会宴请、婚/丧宴、礼赠等，主要消费群体为中产阶级、高收入人群，该群体的快速扩容是高端酒需求增长的最直接支撑因素。

今年疫情作为突发事件，短期内显著削弱了白酒消费量，对整个白酒行业20年春节旺季的业务循环均产生影响。复盘白酒行业可以发现，每次需求端产生冲击都将对催生或催化行业新趋势。如2012年三公消费限制导致白酒销售断崖式下滑后，行业消费结构由政务、商务消费主导转变为2015年后商务、大众消费主导。

我们认为，白酒行业在本次疫情期间表现最明显的趋势在于消费升级以及酒企产品销售结构的高端化，即高端白酒消费量受疫情影响程度最低，部分次高端白酒消费量出现深度调整。我们认为高端白酒需求坚挺的原因包括：

1) 需求端看，高端白酒属于高净值人群社交场合礼赠、宴请的高频选则，92%的高净值人群表示礼赠在商务与社交中发挥着重要的作用。疫情期间央行大力度货币和财政政策呵护下，我国信贷量持续攀升，国民经济逐步修复，房地产价格基本平稳，股市也体现出较好的赚钱效应。亚洲私人银行普遍反映高净值客户在疫情期间积极参与金融市场投资，受益于大类资产价格的上移，高净值客户消费需求依然强劲。

2) 国家统计局数据显示，疫情期间我国规模以上餐饮企业营收恢复速度优于中小型餐饮企业，推测主要因疫情导致各家餐企业绩降至冰点，而大型餐饮企业资金实力更雄厚，抗风险能力更强，且在卫生、食品安全方面信誉度高于中小型餐饮企业，在疫情期间更容易获得消费者信赖。而大型餐饮营业场所中高端白酒开瓶率更高，有助于加速其消费量恢复。

3) 渠道方面，疫情仅影响高端白酒短期消费频次，对其品牌力基本不构成负面冲击，优质经销商过往从高端白酒产品经销中盈利丰厚，多数在本次疫情中仍维持对高端白酒销售恢复的充分信心，为加速资金回笼，也更倾向于销售高端白酒而非次高端产品。因此疫情倒逼酒企进一步做强代表性单品，推进酒企整体产品结构走向高端化。高端白酒自身所具备的高端、稀缺属性，保证其最大化程度平滑疫情对需求带来的冲击。

图 1：我国高净值人群人数持续攀升



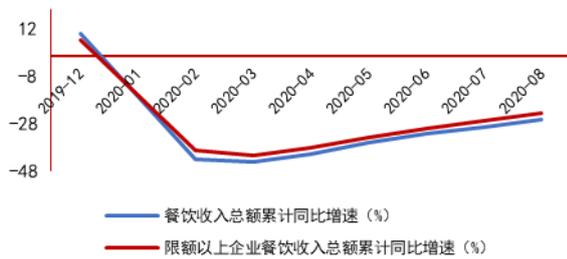
数据来源：Wind，国融证券研究发展部

图 2：高净值人群对名酒的消费比例呈现上升趋势



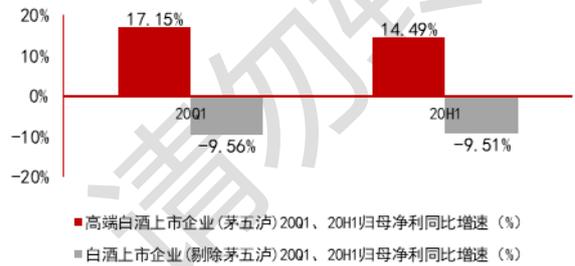
数据来源：Wind，国融证券研究发展部

图 3：我国规模以上餐饮企业恢复速度优于中小型餐饮



数据来源：Wind，国融证券研究发展部

图 4：高端白酒企业营收恢复程度优于普通白酒企业



数据来源：Wind，国融证券研究发展部

从酒企对疫情的表态来看，多数酒企判断疫情对需求仅是短期影响，而品牌力与产品结构的提升则是未来行业长期趋势。我们认为疫情对白酒行业发展趋势以及消费者心理没有造成实质性的扭转或者改变，只起到催化作用。

1.2 后疫情时代，酒企更关注对自身品牌力的经营

后疫情时代酒企工作重心可以概括为去库稳价与提升产品结构，工作内核则是对品牌力的维持与提升。原因在于：1) 供给端方面，品牌力决定白酒销售价格与酒企对产品的提价能力。我国白酒行业市场增长已进入存量时代，品牌力成为酒企盈利增长的决定因素。2) 需求端来看，春节疫情导致白酒消费频次被挤压至最低。消费者更倾向于选择品牌力、产品质量或渠道力更强的产品，竞争优势不足的中低端白酒成为受冲击最大的品类，导致白酒整体需求结构向中高端上移。

在品牌力决定价格，价格彰显品牌力的市场认识下，保价成为酒企疫后工作的核心。疫情发生后终端消费减少导致渠道库存普遍积压，因而酒企上半年基本选择放缓发货节奏，充分去化库存，确保后疫情时代白酒价格体系的正常运转，防止批价倒挂等现象（eg. 国窖 1573 停发 2-3 月配额，并要求动销恢复至 70% 以上的地区才能恢复配额发放）。

库存恢复健康后，酒企精力更多转向产品结构的提升。往年 Q2 期间为白酒销售淡季，酒企通常淡季提价以确保旺季放量时批价处在高点，较常用的措施是紧盯渠道库存，将库存保持在低位，同时通过直接提价、产品结构升级、

加大直营占比、减少渠道配额、发布新单品和营销推广以提升品牌力，达到实现吨价上提的目的。仍以国窖 1573 为例，今年 7 月起国窖发布多条措施，逐步提高零售价（1099 元/瓶提升至 1399/瓶）、出厂价（890/瓶提升至 950/瓶）、渠道暗流价（提升至 1000 元/瓶以上），同时配合以在西南、华北大区等地停货、配额扣减等措施，达到在淡季完成渠道价格体系上移的目的，为全力进攻高端市场做准备。

表 1：国窖 1573 自 6 月起控货提价过程梳理

日期		提价措施	批价	动销	渠道库存	餐饮恢复
2020.6	6.3	20 年 6 月 24 日起，国窖 1573 经典装河南地区结算价将提升 10 元/瓶，终端供货价调整为 920 元/瓶。	810-820 元/瓶	2020.6.11：动销恢复至去年同期 60% 以上。	2020.6.15：渠道库存约 1.5-2 个月。	恢复至去年同期 70%-80%
2020.7	7.1	暂停西南大区经销商对国窖 1573 鸿运 568 订单接收及货物发运；	830-840 元/瓶	2020.7.13：动销已恢复至去年同期 7-8 成	2020.7.3：目前渠道库存约在 1-1.5 个月，维持偏低水平。	恢复至去年同期 80%（哗啦啦数据）
	7.2	停止接收西南大区国窖 1573 订单及暂停国窖 1573 货物的供应；				
	7.3	西南大区 52 度国窖 1573 经典装产品零售价提价为 1399 元/瓶；（1 月 52 度国窖 1573 经典装建议零售价为 1099 元/瓶）。				
	7.15	华北（东北）大区向区域内的经销客户和片区、子公司建议按 1399 元/瓶的价格执行 52 度国窖 1573 经典装零售价。				
	7.21	即日起停止接收国窖 1573 订单及暂停国窖 1573 货物供应，范围涉及国窖 1573 经销客户、各大区、各片区、各子公司。				
	7.29	提出今年要将渠道暗流价格拉升到 1000 元以上。		2020.7.21：高端酒动销恢复至去年同期七成以上。	2020.7.30：目前渠道库存约在 1 个月内。	
2020.8	8.23	国窖 1573 手工红瓷 53 度产品建议零售价调整为 1499 元/瓶，建议团购价调整为 1100 元/瓶。	850-860 元/瓶	2020.8.24：国窖恢复至去年同期 80% 以上。	2020.8.28：国窖库存约 30-45 天较为良性。	恢复至去年同期接近 90%
	8.24	20 年 9 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装结算价上调 40 元/瓶，38 度国窖 1573 经典装结算价上调 30 元/瓶。"				
2020.9	9.2	公司西南大区销售情况良好，研究决定：1)2020 年 9 月起四川区域 52 度国窖 1573 经典装产品配额扣减 20% 执行；第 2) 2020 年 9 月 10 日起，52 度国窖 1573 经典装产品终端开票价（建议经销商出货价）调整至 950 元/瓶。	860-870 元/瓶			恢复至去年同期 90% 左右或更高

数据来源：国融证券研究发展部

需求端来看，后疫情期间餐饮消费逐月恢复：6-7 月恢复到 8 成左右，8 月恢复到近 9 成，目前接近完全恢复。被疫情压制的宴席、礼赠、聚会等需求随

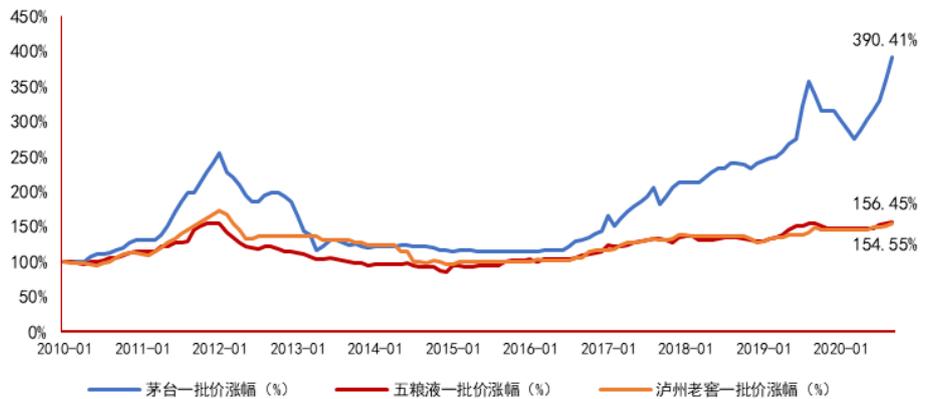
餐饮恢复渐次反弹。在酒企有意控货去库的发货动作下，名酒渠道库存进入今年5月后基本恢复健康，叠加终端需求逐月好转，供求两端支撑批价稳定。

2. 中秋旺季放量开启，茅五泸三强各擅胜场

Q3 是白酒传统销售旺季，酒企业绩占全年 3 成左右（春节 4 成左右，其他季度 3 成）。高端白酒的稀缺性决定了厂商向渠道压货是渠道先向酒企“打款”，厂商配额再“到货”的过程，渠道会根据自身库存情况来调整打款意愿。本周渠道中秋旺季备货正式开始，从过去两年看，能享受中秋国庆旺季业绩红利的酒企，必须做到量价政策把控精准平衡，即在保证旺季放量期间批价的稳定性的同时最大化释放旺季需求。

批价是需求、库存、量价政策等情况的综合体现，反映白酒消费供求格局。高端白酒三强在中秋国庆旺季放量期间批价的表现将成为反映终端需求与酒企量价政策掌控力度的重要指标。从茅五泸高端三强的批价表现来看，茅台受益于“国酒”品牌力，供求格局紧俏，享有最高幅度溢价；五粮液渠道掌控力提升明显，渠道放量后批价表现稳健；国窖品牌力最弱，但依靠自身灵活的停货提价举措，也基本实现锚定五粮液批价的预期目标。

图 5：以 2010 年 1 月批价为基数，茅五泸批价累计涨幅



数据来源：Wind，国融证券研究发展部

2.1 贵州茅台：品牌力一枝独秀，终端需求强劲

飞天茅台批价今年 3 月一度下跌至 1930 元一线，4 月起进入单边上行通道，走势显著超市场预期，9 月中旬批价已达 2850 一线，触及历史高点。疫后为稳定经济国内财政货币政策支持力度加强，茅台资产属性在流动性扩张环境下得以彰显。从供求格局来看，餐饮渠道恢复加强白酒消费回暖预期，茅台终端需求强劲且市场供给偏紧，导致库存长期相对紧缺。渠道利润方面飞天茅台自 18 年起出厂价一直稳在 969 元/瓶，当下批价在 2800 元以上，渠道利润丰厚，在下游需求不存在黑天鹅事件冲击的前提下，经销商打款意愿非常积极。另外 19 年起茅台持续增加直营投放占比（20H1 占比 11%左右，其中 Q2 占比 15%

以上), 挤占部分传统经销商投放量导致原有渠道消费人群供应收紧, 助推批价上行。可以认为, 流动性扩张政策环境、终端需求旺盛而供给稀缺、投放渠道调整以及经销商对批价的乐观预期, 是茅台批价上涨的主要原因。短期内高端白酒供需偏紧格局仍将持续, 预计今年中秋旺季期间茅台批价将继续维持高位。

批价上涨同时, 茅台配额发放节奏显著慢于去年。18、19 年中秋国庆旺季前茅台均有大批量集中投放配额的行为 (18 年 8 月集中投放茅台酒 7000 吨, 19 年双节前投放茅台酒 7400 吨), 且 19 年 8 月经销商已提前执行 9、10 月配额。今年渠道反映国内 9 月配额在 8 月中下旬逐渐执行, 9 月上旬基本完成执行, 10 月配额目前还未执行, 具体执行时间仍不确定。对比来看今年中秋茅台发货节奏明显慢于去年, 目前普飞批价高企, 渠道库存数月内均保持在偏低的水平, 当下大幅投放配额可能对批价造成一定冲击, 预计今年中秋茅台发货量超预期可能性较低, 经销渠道中秋节前将呈现货紧价高的局面。

图 6: 飞天茅台批价今年 4 月起单边上行



数据来源: Wind, 国融证券研究发展部

综上所述, 茅台批价自今年 4 月起高歌猛进, 部分是流动性扩张环境下资产属性的体现。但终端需求受益于自身产品稀缺性以及高净值人群财富效应的提升+本次双节旺季可选消费渠道减少+疫后聚餐、宴请等消费场景回补以及消费者补偿性消费心理, 具有较高确定性。在此基础上, 茅台投放仍偏于谨慎, 渠道库存维持在低位, 体现其维护批价的力度与决心。预计旺季经销商积极回款将进一步改善 Q3 茅台预收款与现金流, 推升报表业绩, 全年业绩目标完成基本无虞。较为旺盛,

长期来看, 茅台品牌护城河决定其稀缺性, 需求端基本无忧。21 年茅台将实现 5.6 万吨基酒产能释放, 根据酱酒 5 年酿酒周期计算, 预计 20-25 年基酒可支持茅台酒销量年复合增速约为 4%-6.3%。提价方面, 飞天茅台 2020 年内开启提价动作的可能性较低, 需关注 21 年是否提价与相应提价时点的预期。

2.2 五粮液: 渠道掌控力提升明显, 配额投放稳健

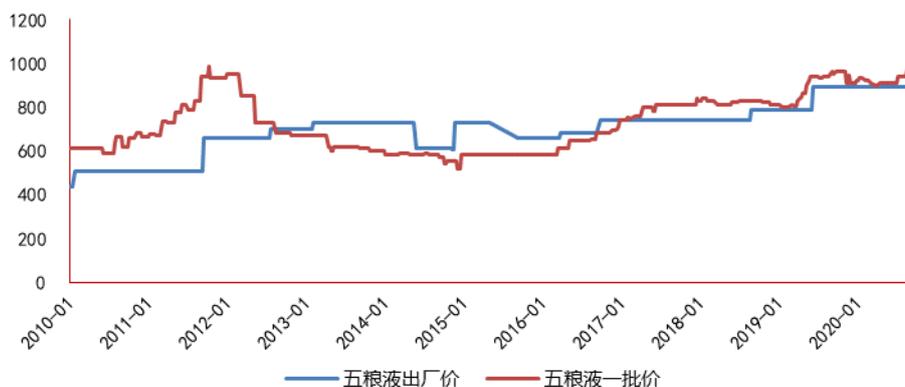
普五价格更多体现其消费属性。高端白酒需求复苏背景下, 2017 年起公司对自身产品体系、渠道、营销体系等方面全面深化改革, 大力清理低质系列酒

品牌，完成八代普五提价，加强终端掌控力度，推进渠道系统扁平化、精细化、数字化，有效提高公司品牌拉力、理顺价格体系的同时实现了渠道掌控力的提升。当前茅台需求强劲而供给偏紧，五粮液承接茅台部分需求同时可充分利用茅台批价持续上行带来的提价空间，实现量价齐升。

应对疫情冲击，6月公司股东大会上将挺批价确立为2020年工作重心，严控发货节奏，以价增为主，同时加强团购布局提升渠道推力。为保证批价稳定，公司重点发力于渠道掌控，改善经销商结构（支持库存良好、回款能力强的经销商）与优化配额投放渠道（调减传统渠道配额，增加直营投放），同时注重品牌力挖掘（发布超高端单品）与数字化系统优化（5月底成立新零售公司，加强对消费者数据的挖掘分析、对价格波动的监控等）。

公司加强对渠道的监控，有利于公司掌握终端需求变化并灵活调整量价政策，维护渠道库存健康，达到稳批价、提批价的目的。从批价表现来看，3月普五批价跟随普五触底至900元一线，进入4月后平稳上行，9月中旬批价为970左右。配额发放方面，五粮液以保障批价为前提，放量节奏早于今年的茅台，在8月底陆续放量的压力下，批价仍维持坚挺，目前库存维持在1个月左右。结合配额发放节奏与库存动态来看，公司目前批价表现较健康，处于价稳量升局面。市场预计中秋旺季放量后批价可能出现短暂下行，后续关注批价走势是否低于预期。

图 7：普五疫情后批价提升幅度弱于飞天茅台



数据来源：Wind，国融证券研究发展部

长期来看，2019年公司高端酒销售量2.35万吨左右，19年1218共商共建共享大会上公司提出20年五粮液投放至少保持5%-8%的增速，预计20年公司高端五粮液市场投放量在2.5万吨上下。随着公司窖池产能年份增加，公司高端酒产能未来5年内预计稳步放量。测算2012-2019年五粮液高端酒市场投放量年均CAGR约为4.2%，高端白酒未来5年内消费量的复合增速在6.5%-8.5%之间，预计五粮液未来5年内高端白酒市场投放量年均CAGR应高于4.2%，在5%-8%左右。

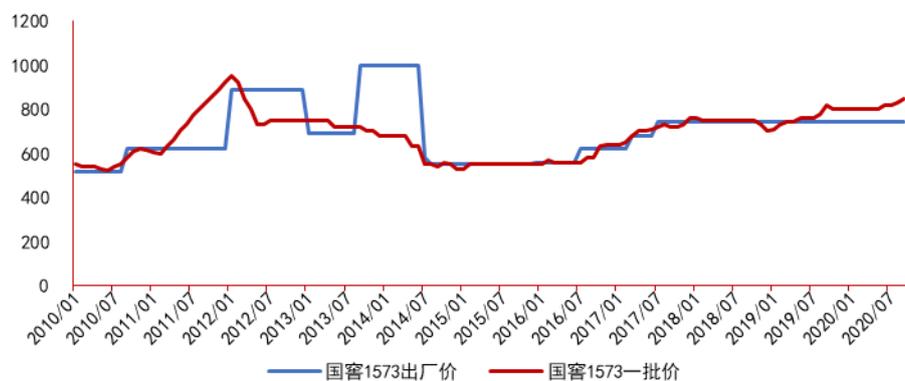
2.3 泸州老窖：品牌势能相对较弱，量价掌控游刃有余

公司优势市场为西南大区，作为公司的大本营市场，西南大区营收根基稳、体量大，属于全国化布局的基地市场，收入占比 35%-40%左右。春节疫情爆发后，公司通过自身强大的渠道监控能力，确定渠道库存降至低位之后再恢复打款，过程大致可以概括为 2-4 月控价格、去库存，辅以部分地区（成都、湖南等）回购动作，5 月恢复配额发放，6、7、8 月通过优势市场控货、停货，提价，最终完成国窖 1573 价格体系全面上移的目标。

国窖提价措施较灵活，提价目标高度对标普五，通过采取价格跟随策略保证自身批价与普五价差稳定百元上下。为备战中秋旺季，公司 7 月起通过提升出厂价、零售价、团购价实现产品价格体系的上移，达到稳批价、提升渠道利润、维护品牌力的目的，促进经销商加大备货与回款力度，从而在报表端进一步改善业绩，完成全年业绩目标。

目前国窖批价 860-870 左右，整体动销恢复至去年同期 80%以上，经销商库存在 1-1.5 个月之间，对部分动销弱势地区，为了防止跨地区窜货，公司会回收一批价低于 860 元的渠道库存。需求方面 Q3 为酒企业绩目标的关键放量时点，受制于疫情预计假期出游减少，预计中秋旺季聚会宴请、礼赠属性将有较好释放，整体需求有望与去年持平或超预期。

图 8：国窖批价走势今年 3 月后稳步提升



数据来源：Wind，国融证券研究发展部

公司处于高端白酒优势赛道，对量价平衡的把控能力较强，渠道管理能力持续提升，目前价盘稳定，预计大概率受益于中秋旺季放量。短期内国窖出厂价提升后是否能快速完成顺价，将成为判断公司与行业景气度的重要指引。长期来看，作为高端白酒标的，受益于供给稀缺性与消费升级趋势，公司将持续享有确定性溢价。

3. 供求紧平衡格局持续，坚定看好高端白酒

批价与动销作为判断白酒行业景气度的重要指标，分别用于判断酒企与渠道、渠道与终端需求的动态变化情况，终端需求通过渠道传导至酒企，体现为预收款与经营现金流的改善或恶化，最终传到至酒企报表收入与利润端。疫情

作为突发事件，对整个白酒行业 20 年春节旺季的业务循环均产生影响，较好的检验了各酒企的抗风险能力。

本次疫情中，高端白酒三强是批价与动销恢复最早的酒企，其中又以茅台恢复速度最快，五粮液次之，国窖停货保价、控制广宣费用投放的动作最为坚决。从半年报业绩来看，高端白酒表现最为稳健（次高端酒企中仅山西汾酒与酒鬼酒营收/盈利增速回正），其中泸州老窖高端产品需求受冲击程度远低于中低端产品，表明高端酒供求格局优于其他品类。展望中秋旺季，渠道反馈目前高端白酒动销基本恢复，且酒企继续秉承控货挺价原则，谨慎向渠道压货。

高端白酒优秀的抗风险能力，实质在于消费升级理念对其需求的刚性支撑，核心在于优质名酒产能的稀缺性。疫情对催化白酒需求端消费升级趋势起到促进作用，并加速中小酒企产能出清与市场份额集中。因此疫情对高端白酒企业业绩短期存在冲击，长期则有利于其品牌竞争力优势加强以及市占率的提升，为企业未来提价与放量打下坚实基础。继续看好贵州茅台、五粮液、泸州老窖在中秋旺季顺利实现放量，支持全年业绩稳定增长，并将在长期内享受品牌力与产品稀缺性所带来的估值溢价。

同时需重点关注中秋宴席恢复对次高端产品动销以及业绩修复的边际影响（9 月部分次高端产品动销已恢复至 70%-80%左右）。如动销恢复超预期，则预计 21 年次高端酒企在低基数效应下，业绩修复弹性将大于高端白酒，建议积极关注。

4. 风险提示

疫情出现反复；白酒旺季动销低于预期；宏观经济下行风险。

表 2：相关标的汇总表（市值、股价对应日期：2020 年 9 月 16 日）

股票代码	名称	市值	股价	20EPS	21EPS	20PE	21PE	评级
600519.SH	贵州茅台	21,671	1725.10	37.83	43.79	45.60	39.40	强烈推荐
000858.SZ	五粮液	8,773	226.02	5.29	6.29	42.69	35.91	强烈推荐
000568.SZ	泸州老窖	2,102	143.48	4.33	5.29	33.16	27.11	强烈推荐

数据来源：国融证券研究发展部

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20%以上；

推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5%以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。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。投资者不应将本报告视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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。