

食品饮料

证券研究报告

2020年02月18日

消失的需求，创造的消费，递延的社交 ——从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520010001

liuc@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:必选消费需求激增，高端白酒长期逻辑强》 2020-02-11
- 2 《食品饮料-行业专题研究:数据见未来，洞察食品饮料各细分领域的消费趋势》 2020-02-10
- 3 《食品饮料-行业投资策略:2020 年度策略：消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》 2020-01-16

新冠疫情对于食品饮料，特别是与餐饮产业链相关的行业影响较大。食品饮料作为满足消费者日常需求的行业，在国家政策的支持下，正有序复工，保障生产和供应。而疫情对于行业的影响，我们将从创造的需求，递延的需求和消失的需求三个维度进行分析，对各细分子行业有做出如下判断：

白酒：递延的需求，短期影响大于中长期影响。疫情对白酒行业的影响本质是白酒消费端需求出现的阶段性骤降所带来的递延类需求转变。根据白酒的消费属性，我们预计正常动销情况将在 2020 年下半年恢复，并且不排除“补偿式”的反弹性消费出现的可能。

啤酒：递延的需求，淡季影响较小，需求有望快速恢复。疫情期间，啤酒行业主要受餐饮端影响，当下啤酒主要处于淡季，测算全年影响约 5%。疫情后，啤酒行业的需求有望率先得到复苏，企业或将通过促销等动作帮助终端恢复动销，产品结构趋势也不会因疫情而改变。

餐饮产业链：短期 B 端受损影响，复合调味品和冻品需求创造明显。疫情对整个链条的影响是从下游传导到上游的。短期来看，餐饮停业对于调味品 B 端影响较大，但同时使得上游冻品和料包企业获得 C 端替代需求。复合调味品正处于行业导入期，在疫情的影响下，消费习惯有望逐步培育。

肉制品：必需品属性，人造肉需求有望得到创造。疫情期间肉制品囤货需求高，需求有望迎来阶段性上涨。在动物疫情下，人造肉可以避免动物疫病对人畜安全的影响，人造肉行业或将引起消费者的重视，成为在疫情中创造出的新需求。

食品：礼盒-消失的需求，休闲零食-递延的需求，短保面包等-创造的需求。休闲属性食品因礼品类休闲食品短期受到冲击而受抑制。大多社交属性的食品短期内销量将受抑制，只能依赖线上订单。但短期的抑制在疫情结束后或将迎来补偿性增长，消费得到递延。而必选属性食品，例如面条、面包等食品，为消费者的刚需产品，将在疫情发生期间迎来快速增长。

乳制品：消失的需求，春节期间超额送礼需求一次性消失，日常消费部分平稳略受影响。全年来看收入影响在 3-5%。乳制品行业需求全年平稳，一季度收入占比在 25%左右，春节时间点上有需求的小高峰。乳制品节前备货不受影响，尽管春节前后动销受到一次性冲击影响，失去大部分送礼需求和少量日常消费需求，但在一季度后，随着疫情相对受控，乳制品行业会迅速恢复至正常的销售水平。

奶粉：消费刚性，需求不受影响。奶粉由于消费刚性，在消费者需求端基本没有影响，但是由于防疫要求，部分地区物流受阻，导致短时间供应受到小幅影响。与此同时，由于交通管制影响了消费者的购买便利性，且奶粉保质期较长，消费者的囤货需求也得到激发。综合全年来看，需求基本没有变化。奶粉企业已积极复工，并在物流方面设法突破，保障民生奶粉供应。

投资建议：当前时点我们建议关注四条主线：

1、疫情有所缓和之后，社会活动逐步展开，但是社交活动仍然低迷的阶段，生活必需品的需求不断扩大，同时替代了餐饮的需求，预计二月中旬到四月都将是这样的情况。相关标的：桃李面包，伊利股份，中国飞鹤

2、基本解决温饱必需品，疫情反而会强化短期逻辑，同时不受物流影响的品类。相关标的：双汇发展，涪陵榨菜，克明面业

3、高端白酒长期逻辑强，壁垒足够高，且筹码稀缺，建议关注。相关标的：贵州茅台，泸州老窖，五粮液

4、餐饮产业链受损最为严重，但疫情将会加速集中度提升，尤其是产业链上游，大公司规模优势会加速提升。相关标的：天味食品，安井食品

风险提示：宏观经济下行，疫情影响时间延长，企业应对风险能力不足等。

内容目录

1. 从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响	5
2. 白酒行业：疫情加速行业集中，递延式消费特点明显	6
2.1. 疫情对高端白酒影响有限，区域型酒企静待其变	6
2.2. 疫情对白酒消费的抑制，将通过递延式需求的方式在下半年显现	6
2.3. 中长期负面影响较小，加速行业集中度提升趋势	7
2.3.1. 公司治理水平提升，消费结构更加合理，行业应对疫情的能力提升	8
2.3.2. 白酒行业总量下降，存量竞争加剧，疫情或加速落后产能出清	8
3. 啤酒行业：淡季影响较小，消费需求有望快速恢复	9
3.1. 消费端：行业处于淡季，全年影响有限	9
3.2. 生产端：一季度行业产能过剩，复工对行业影响较小	10
3.3. 疫情不改结构升级趋势，消费信心有望快速恢复	11
4. 餐饮产业链：疫情加速集中度提升，需求创造明显	12
4.1. 疫情影响下，餐饮行业有望加速整合，连锁化率有望逐步提升	12
4.2. 基础调味品：疫情影响较为中性，囤货需求激增	13
4.3. 复合调味品+冻品：受益餐饮连锁化率提升，需求创造明显	14
4.3.1. 复合调味品：需求创造，加速行业导入和发展	14
4.3.2. 速冻食品：疫情加速行业整合，增量需求有望延续	16
5. 肉制品行业：必需品受疫情影响小，或将创造人造肉行业需求	17
5.1. 肉制品偏刚性，囤货需求高	17
5.2. 动物疫情或将创造国内人造肉行业需求	18
5.2.1. 健康安全趋势下，人造肉优势显著	18
5.2.2. 中国肉类市场缺口大，人造肉千亿市场可期	20
6. 休闲食品：必选属性食品抗风险能力强	21
6.1. 休闲属性食品短期受到抑制，社交属性消费递延	22
6.2. 必选属性食品供不应求，迎快速增长	22
7. 乳制品：礼品型需求消失，必选需求影响不大	24
7.1. 企业面临的主要问题和复工情况	24
7.2. 疫情加速行业集中度提升，后续促销政策有望延续	25
8. 奶粉：需求基本不受影响	27
8.1. 企业逐步复工，物流是行业面临的主要问题	27
8.2. 企业通过自有物流等方式解决物流问题，囤货需求有所激发	28
9. 投资建议：	29
10. 风险提示：	29

图表目录

图 1：主要酒企复工进展	6
图 2：白酒消费链	7

图 3: 白酒行业受非典影响 2003Q2 呈现负增长	7
图 4: 白酒消费结构趋于良性	8
图 5: 白酒行业历年产量及增速	9
图 6: 白酒行业历年销量和产销率变动情况	9
图 7: 上市白酒企业营业收入及增速	9
图 8: 上市白酒企业净利润及增速	9
图 9: 啤酒行业渠道构成	9
图 10: 啤酒产量各季度占比情况	10
图 11: 各公司产能利用率情况	10
图 12: 我国啤酒行业产量和增速	11
图 13: 不同档次啤酒销量占比	11
图 14: 上市酒企吨酒价对比 (单位: 元/千升)	11
图 15: 啤酒产量在非典结束后快速反弹	12
图 16: 啤酒行业市占率情况	12
图 17: 餐饮产业链主要组成部分	13
图 18: 我国餐饮行业较为分散, 集中度不高	13
图 19: 我国餐饮行业连锁化率不高, 提升空间较大	13
图 20: 基础调味品渠道占比情况	14
图 21: 主要公司渠道占比情况	14
图 22: 主要调味品企业存货周转天数 (单位: 天)	14
图 23: 复合调味品目前处在发展初期	15
图 24: 复合调味料较其他品种增速较高	15
图 25: 复合调味品市场规模变化	15
图 26: 不同年龄群体对就餐方式的选择	16
图 27: 天味食品定制餐调业务快速增长	16
图 28: 速冻食品行业保持稳健增长	17
图 29: 2018 年速冻火锅料市场集中度	17
图 30: 2018 年速冻米面市场竞争格局	17
图 31: 肉制品及副产品加工: 主营业务收入: 累计同比	18
图 32: 肉制品及副产品加工: 利润总额: 累计同比	18
图 33: 美国千禧一代选择无肉饮食的原因 (2018 年)	19
图 34: 世界各地弹性素食、素食和纯素食消费者的数量正在增长	19
图 35: 生产每千克蛋白质对环境的影响	20
图 36: 2018 年全球各国肉类消费量 TOP5 (万吨)	21
图 37: 启伴植物蛋白肉月饼	21
图 38: 超市休闲零食礼品	22
图 39: 疫情激发必选属性食品	22
图 40: 桃李不断开拓终端零售	24
图 41: 乳制品高端产品具备一定送礼属性	25
图 42: 乳制品具备必需消费需求	25
图 43: 伊利股份历年各季度收入占比	26

图 44：超高端、高端及普通婴幼儿配方奶粉零售价值占比	28
图 45：婴幼儿配方奶粉平均零售价	28
表 1：本轮周期与“黄金十年”高端酒企品牌、渠道情况	8
表 2：2015-2018 年一季度啤酒上市公司营收占比情况	10
表 3：动物疫病	18
表 4：人造肉（112g）VS 碎牛肉（113g）	20
表 5：短保面包品牌主要切片产品价格对比	23
表 6：桃李募集资金扩建产能及进展	24
表 7：主要乳企复工情况	25
表 8：疫情影响下，乳企的应对措施	26
表 9：奶粉企业对疫情的应对措施	28

1. 从需求类别看疫情对食品饮料行业的影响

新冠疫情对于食品饮料，特别是与餐饮产业链相关的行业影响较大。食品饮料作为满足消费者日常需求的行业，在国家政策的支持下，正有序复工，保障生产和供应。而疫情对于行业的影响，我们将从三个维度来分析，分别是在疫情的影响下：创造的需求（此次疫情下激发的需求），递延的需求（主要是与社交相关的消费）和消失的需求（与节日、礼品相关的消费）。根据目前疫情发展的情况，我们假设疫情在2月底三月初基本得到控制，3月份底社会活动开始恢复正常。通过分析，我们对食品饮料各细分子行业有做出如下判断：

- 白酒：递延的需求，短期影响大于中长期影响。**疫情对白酒行业的影响本质是白酒消费端需求出现的阶段性骤降所带来的递延类需求转变，社交活动的大幅下滑导致消费者及经销商库存消化周期变长，进而影响酒企出货情况。根据白酒的消费属性，预计正常动销情况将在2020年下半年恢复，并且不排除“补偿式”的反弹性消费出现的可能。短期来看，春节前打款发货情况正常，对各酒企Q1财报影响有限，主要影响在于春节及上半年库存消化周期加长带来的增速放缓。对此，以茅五泸为首的龙头企业已于2月10日左右陆续开展复工工作，并就应对措施进行有序规划。长期来看，此次疫情将加速白酒行业总量下降、品牌集中、结构升级的趋势，而不会对行业景气度产生负面影响。
- 啤酒：递延的需求，淡季影响较小，需求有望快速恢复。**疫情期间，啤酒行业主要受餐饮端影响，啤酒约50%的消费来自餐饮端，该部分影响较大。但当下啤酒主要处于淡季，一季度销量占比约20%。节前啤酒行业铺货基本完成，1月影响不大，主要影响2、3月份终端的动销，测算全年影响约5%。啤酒生产端影响不大，一季度工厂一般处于产能过剩状态，通常安排技改等相关工作。疫情后，啤酒行业的需求有望率先得到复苏，企业或将通过促销等动作帮助终端恢复动销，产品结构趋势也不会因疫情而改变。
- 餐饮产业链：短期B端受损影响，符合调味品和冻品需求创造明显。**疫情对整个链条的影响是从下游传导到上游的。对于下游来说，疫情使得餐饮行业短期进项骤减，现金流面临较大压力，从而加速行业出清。短期来看，餐饮停业对于调味品B端影响较大，但同时使得上游冻品和料包企业获得C端替代需求。**复合调味品正处于行业导入期，在疫情的影响下，消费习惯有望逐步培育。**而下游餐饮行业损失较重，也加速了行业集中度提升的趋势，打开了上游企业B端业务的发展空间。
- 肉制品：必需品属性，人造肉需求有望得到创造。**疫情期间肉制品囤货需求高，需求有望迎来阶段性上涨。肉制品作为重要的民生产品，受到政府大力扶持，复工进度较快，原料、物流有保障。在动物疫情下，人造肉可以避免动物疫病对人畜安全的影响，人造肉行业或将引起消费者的重视，成为在疫情中创造出的新需求。同时，人造肉的健康、环保属性叠加中国肉类市场缺口大，人造肉行业市场规模或将迎来高速发展。
- 食品：礼盒-消失的需求，休闲零食-递延的需求，短保面包等-创造的需求。**休闲属性食品因礼品类休闲食品短期受到冲击而受抑制，疫情冲击可能会推动行业加速洗牌，市场份额向龙头集中。大多社交属性的食品短期内销量将受抑制，只能依赖线上订单。但短期的抑制在疫情结束后或将迎来补偿式增长，消费得到递延。而必选属性食品，例如面条、面包等食品，为消费者的刚需产品，性价比高，抗风险能力强，或将在疫情发生期间迎来快速增长。
- 乳制品：消失的需求，春节期间超额送礼需求一次性消失，日常消费部分平稳略受影响。**全年来看收入影响在3-5%。乳制品行业需求全年平稳，一季度收入占比在25%左右，春节时间点上有需求的小高峰。乳企运营、产品供应和复工均有序进行。乳制品节前备货不受影响，尽管春节前后动销受到一次性冲击影响，失去大部分送礼需求和少量日常消费需求，但在一季度后，随着疫情相对受控，乳制品行业会迅速恢复至正常的销售水平。
- 奶粉：消费刚性，需求不受影响。**奶粉由于消费刚性，在消费者需求端基本没有影响，但是由于防疫要求，部分地区物流受阻，导致短时间供应受到小幅影响。与此同时，由于交通管制影响了消费者的购买便利性，且奶粉保质期较长，消费者的囤货需求也得到激发。综合全年来看，需求基本没有变化。奶粉企业已积极复工，并在物流方面设法突破，保障民生奶粉供应。

2. 白酒行业：疫情加速行业集中，递延式消费特点明显

2.1. 疫情对高端白酒影响有限，区域型酒企静待其变

春节是白酒销售旺季，论是高端还是次高端，基本上占到全年销量 40%左右。以茅台、五粮液和国窖为代表的高端的品牌和产品，商业和终端之间以及终端对其核心消费人群的交易已在年前基本完成，对各企业 Q1 影响较小。分价格带来看，疫情影响排序：高端酒 < 低端光瓶酒 < 次高端及地产酒。对高端白酒来说，实际动销的量的影响应该是在整个春节期间，主要的影响在于节后及上半年库存积压导致的周转和去库存周期变长，影响全年的量大约在 10%左右。对于次高端而言，在春节期间的实际动销情况影响要大于高端，预计在 30-40%左右，此次疫情影响的量占全年的 12%至 18%。

1) 节前动销情况总体良好，节后批价正常滑落。全国主要酒企节前回款发货完成情况正常，节后批价下滑系淡季正常回落，对各酒企 Q1 财报影响有限

2) 从实际需要来看，白酒消费端需求出现的阶段性骤降所产生的影响是根本性原因，消费者大幅减少白酒消费频次，进而传导至终端和渠道经销商，最后影响厂家出货情况。

3) 分价格带来看，疫情影响排序：高端酒 < 低端光瓶酒 < 次高端及地产酒。对高端白酒来说，大部分交易已在年前完成，主要的影响在于节后及上半年库存积压导致的周转和去库存周期变长，影响全年的量大约在 10%左右。对于次高端而言，在往年春节期间的实际动销情况影响要大于高端，因此影响较大，预计影响全年的 12%-18%左右

4) 从复工情况来看，以茅五泸为首的行业龙头企业已于 2 月 10 日开始积极调配防疫物资陆续开展复工工作，并紧急召开会议出台应对策略。各区域酒企纷纷出台应对措施，但尚未对复工时间进行明确规划。

5) 疫情对白酒行业是阶段性冲击，预计下半年企稳，并不排除补偿式消费情况出现。由于白酒的储存周期较长、企业现金流充沛、生产端停工不会直接影响当年销量以及企业应对突发事件能力较强等因素，白酒行业抗风险能力韧性较大，长期趋势和供求关系不会改变。

茅五泸复工进展较快，酒企出台政策支持终端动销。以茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒为首的行业龙头企业均已就复工时间和应对措施做出具体规划，并于 2 月 10 日起逐渐有序安排复工工作，自年后疫情蔓延导致正常复工状态延迟，各大名酒企业纷纷召开紧急会议，并出台政策积极应对疫情影响。应对措施主要分为三个方面：1 积极调配抗疫物资，调整复工计划；2 坚定完成目标信心，强化发展意识；3. 针对经销商积极出台相应措施，协助经销商度过难关。

图 1：主要酒企复工进展

公司	生产基地	复工情况	应对措施
贵州茅台	贵州仁怀	复工时间：2月13日	坚持“计划不变、任务不减、指标不调”。近期还会围绕“双过半”目标优化方案计划，“补齐欠账、完成任务”
五粮液	四川宜宾	复工时间：2月10日	坚定目标、灵活应变；在坚持年初制定的“稳中求进，一管控三强化”工作方针的基础上进一步突出加强“三个优化”（计划优化、渠道优化、结构优化），加快‘三个转型（机制转型、团队转型、数字化转型）’，推动全年营收保持两位数以上的增长。
泸州老窖	四川泸州	复工时间：2月10日	“五大措施”保生产；销售体系“三不变”“三加强”即“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”携手完成2020发展目标
山西汾酒	山西汾阳	复工时间：2月10日	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月以后。汾酒还要求企业各单位复工复产的子方案必须依据总方案制定、细化落实总体方案，责任到人，确保复工复产工作顺利进行

资料来源：酒说，天风证券研究所

2.2. 疫情对白酒消费的抑制，将通过递延式需求的方式在下半年显现

短期来看，本次疫情对白酒行业影响相对大于其他食品饮料子行业。白酒消费端需求出现的阶段性骤降所产生的影响是根本性原因，历年春节期间是白酒消费旺季，聚集性餐饮和节日送礼需求带动白酒消费动力。受疫情影响，春节及节后数月，社交性消费将大幅下滑，

消费者实际开瓶率减少，进而导致库存增多，消化周期变长。因此，终端渠道和经销商出货受到直接影响，动销不足使大量产品积压在库存，资金周转难度加大，进而传导至酒企层面的业绩回落。我们预计疫情在 4、5 月份得到有效控制，白酒消费将会出现补偿式反弹，下半年销售情况将逐渐恢复，不排除反弹式消费的可能性。

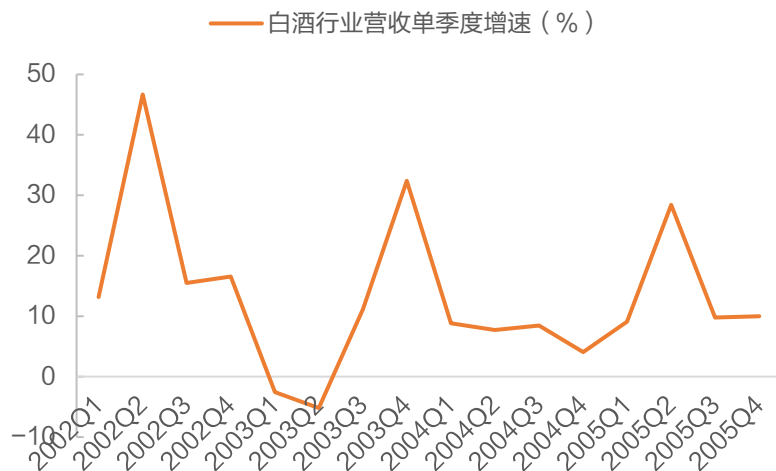
图 2：白酒消费链



资料来源：天风证券研究所

对比非典，疫情只影响短期业绩，行业恐慌情绪有望逐步缓解。白酒行业在经历过塑化剂事件和三公消费政策后，企业及行业抗风险能力及处理突发性事件反应和能力相对成熟，且行业本身正处于集中度快速提升，优质产能淘汰劣质产能的过程中，因此短期冲击不可避免，非典期间，上市公司业绩受疫情影响，在 03 年 Q2 录得负增长。对比 03 年非典，此次疫情的不同之处在于 1. 爆发时间方面，2003 年疫情最严重的时期是在二季度的 4-5 月，处于淡季，并未对春节旺季销售造成实质性影响，此次疫情最严重主要在春节，消费需求受到压制较大，终端库存在春节期间未正常消化，预计会影响后续二季度的动销。2. 地域范围方面，2003 年集中于广东、北京、山西等，本次新冠病毒影响更加广泛，目前安徽、广东、河南等地出现了聚集性感染，餐饮和零售行业遭遇重挫对行业影响更大。

图 3：白酒行业受非典影响 2003Q2 呈现负增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 中长期负面影响较小，加速行业集中度提升趋势

长期来看，本次疫情对白酒行业影响较为有限。从历史上来看，中国白酒行业自上世纪 90 年代历经山西毒酒案、三公消费政策、塑化剂事件都曾在短期内对行业形成更大冲击，但都未曾改变中国白酒行业长期供求关系。我们认为主要有三点原因：首先，拥有历史沉淀且深度融入当今中国社交文化的行业很难被单次突发性事件改变。其次，代表白酒行业优质产能的名酒企业在品质层面的长期坚持以及遇到突发性事件时的积极的态度和应急处理能力保证了企业和行业长期发展的基础。第三，根据白酒行业在突发性事件后的结果归纳得出，事件产生的影响并非挑战消费者对白酒消费的态度，而是引导消费者更加理性的进行选择消费。因此基于以上三点，我们认为，此次疫情将长期影响民众对健康方面的认知和重视，对于有一定社交刚性需求的白酒行业而言，消费者降低饮酒频次强化适度饮酒的理念，使得白酒行业总量下降、品牌集中和价位升级的趋势将更加显现。

2.3.1. 公司治理水平提升，消费结构更加合理，行业应对疫情的能力提升

2012 年之前依靠投资驱动下的高速经济增长与旺盛的政务消费需求，高端白酒增长迅猛，但各公司对于渠道改革、品牌力建设方面重视相对较轻。而 2016 年以来白酒行业复苏行情中，各厂商都着力推进渠道改革和品牌建设，进一步增强对终端市场的控制，加大品牌宣传力度，公司经营模式得到大幅改善，因此本轮行情中，高端白酒行业的增长动力较 2012 年之前更为充足，行业的景气度能够延续上升。

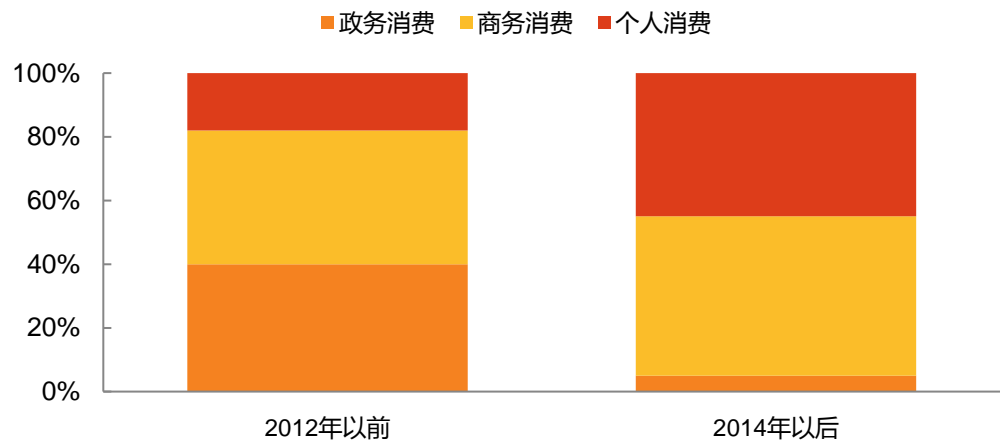
表 1: 本轮周期与“黄金十年”高端酒企品牌、渠道情况

	“黄金十年”	本轮周期
渠道建设	<ul style="list-style-type: none"> ● 经销商自主权大 ● 大商模式盛行 ● 厂商对市场终端控制较弱 	<ul style="list-style-type: none"> ● 厂商加强对经销商管理 ● 向小商模式转变，积极发展电商终端 ● 厂商对市场终端控制加强
品牌建设	<ul style="list-style-type: none"> ● 不重视品牌营销 ● 子品牌数量较多 	<ul style="list-style-type: none"> ● 加大营销力度、品牌宣传力度 ● 大幅削减透支品牌力的子品牌

资料来源：天风证券研究所

反观需求端，2003-2012 年的“黄金十年”中，高端白酒主要依靠政务消费需求拉动增长，并不能反映居民消费的真实需求。如今消费端的结构已经逐步实现从政务消费向个人消费和商务消费的转变，高端白酒的政务消费比例已经由 40% 降至 5% 以内。目前我国高端白酒消费结构更为良性，各生产商不断加强品牌建设和渠道改革，品牌拉力日益增强，渠道管控日益科学合理，在经济形势不发生大的变化下，行业业绩将维持稳定的可持续性。

图 4: 白酒消费结构趋于良性



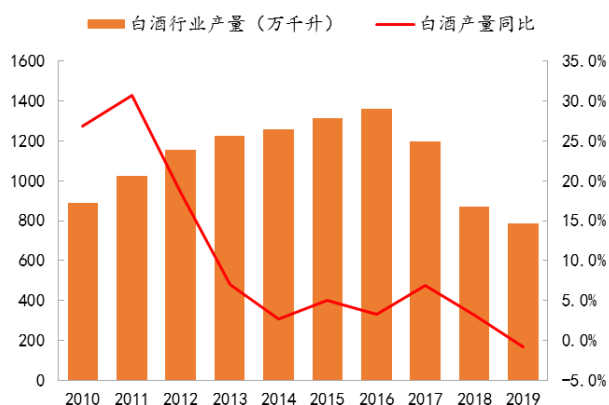
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.3.2. 白酒行业总量下降，存量竞争加剧，疫情或加速落后产能出清

我国当前白酒行业整体呈现容量萎缩的趋势，根据国家统计局的数据，2018、2019 两年白酒行业产量同比 3.14%/-0.8%。在产销量下滑的趋势下，企业数量也在加速减少，2017 年以来白酒行业规模以上酒企数量大幅度减少，从 2017 年 1593 家减少到 2018 年 1445 家再减少到 2019 年 8 月 1175 家，数量变动速度分别为 1%、-9%和 -19%（中国产业信息网）。与此同时，规模以上名酒企业营收及利润增速从 2015 年开始步入快车道，行业马太效应、集中度提升的趋势已经显现。

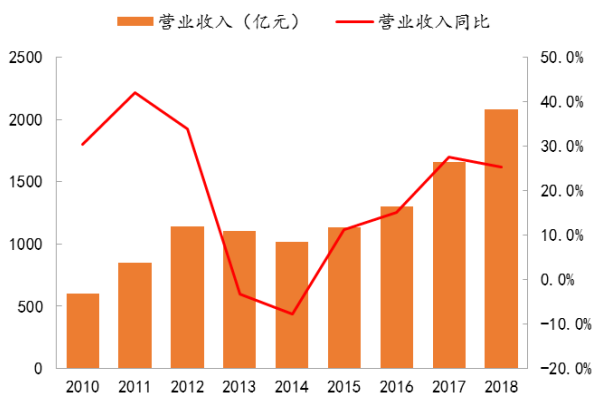
疫情将加速集中度提升趋势 本次疫情对于白酒行业的影响是全方位的，然而各地方以上名酒企业无论从生产端管理恢复能力、基酒储存情况、客户忠诚度和现金流状况等方面都优于小型酒厂，拥有较强的抗风险能力。且本次疫情将会长期改变消费者对健康的重视程度“少喝酒，喝好酒”的理念将长期影响白酒行业，中国饮酒文化的一部分改变将从本质上影响行业发展轨迹。因此白酒行业未来资源将更向名优酒企集中。

图 5：白酒行业历年产量及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7：上市白酒企业营业收入及增速



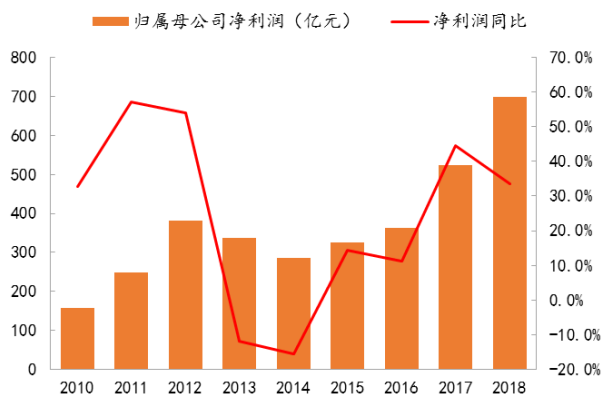
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：白酒行业历年销量和产销率变动情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 8：上市白酒企业净利润及增速



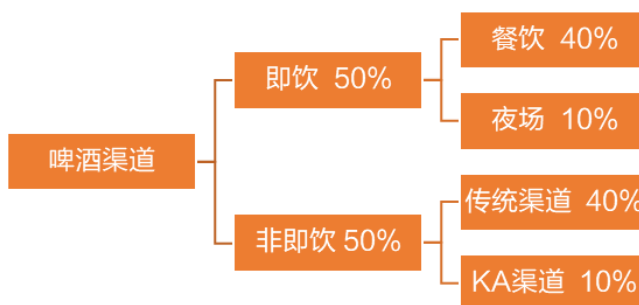
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 啤酒行业：淡季影响较小，消费需求有望快速恢复

3.1. 消费端：行业处于淡季，全年影响有限

疫情对于行业的影响主要来自餐饮端。啤酒行业的消费结构主要由即饮和非即饮组成，其占比基本为 1:1，即饮中餐饮和夜场分别占比 40%和 10%，非即饮中 KA 和传统流通渠道占比为 10%和 40%。此次疫情对于啤酒行业的影响主要来自即饮端，受疫情影响，餐饮和夜场基本停业，此类场景的啤酒消费基本为 0，是行业的主要影响。而非即饮部分，家庭饮用的需求或将被激发，预计此部分受影响较小。

图 9：啤酒行业渠道构成



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

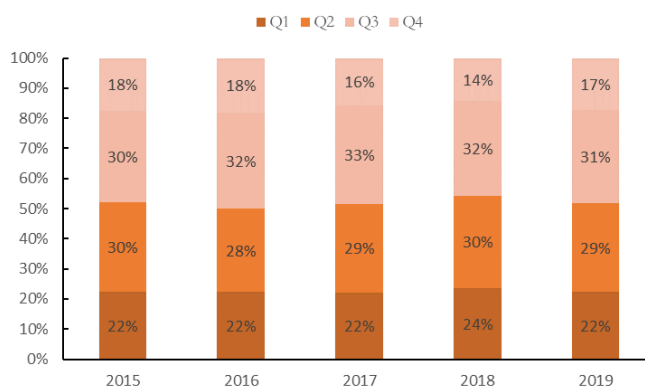
一季度行业销量占比约 23%，属于行业淡季，全年影响约为 5%。根据国家统计局数据，从 15-19 年啤酒产量一季度占比平均值为 22.6%，而从上市公司营收角度看，15-18 年一季度营收占全年的比例平均值在 23.4%左右。分月份来看，由于今年春节提前，啤酒企业基本完成节前的铺货，对于一月份的业绩影响不大。但由于春节动销停滞，使得渠道库存较高，2 月和 3 月份渠道将进行一轮去库存。我们预计一季度损失的销量主要来自 2-3 月去库存所致，这一部分基本预计占一季度的 20%左右，综合来看，啤酒行业一季度属于全年的淡季，疫情对全年的影响有限，在 5%左右。

表 2：2015-2018 年一季度啤酒上市公司营收占比情况

	燕京啤酒	珠江啤酒	重庆啤酒	青岛啤酒	平均值
2015Q1	25.09%	18.24%	21.19%	25.98%	22.62%
2016Q1	26.85%	18.10%	22.97%	26.28%	23.55%
2017Q1	28.35%	15.43%	23.19%	26.79%	23.44%
2018Q1	28.91%	16.48%	23.44%	27.29%	24.03%
平均值	27.30%	17.06%	22.70%	26.58%	23.41%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：啤酒产量各季度占比情况

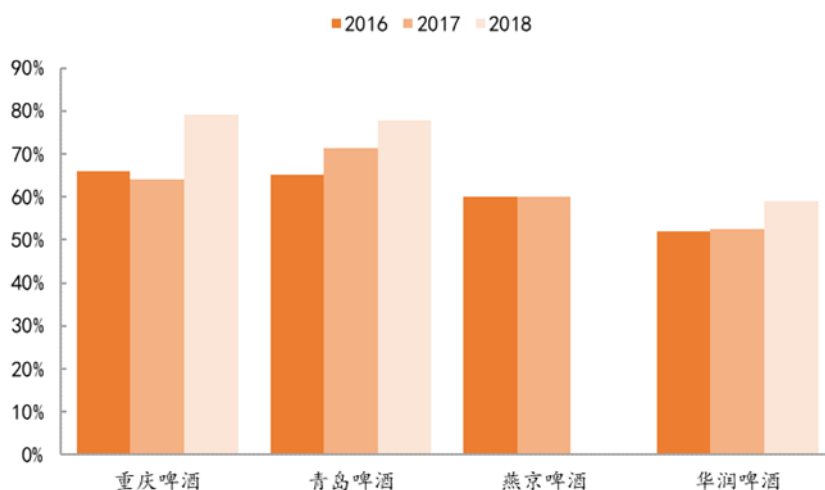


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3.2. 生产端：一季度行业产能过剩，复工对行业影响较小

目前啤酒行业仍处于产能过剩的阶段，2018 年重啤、青啤和华润的产能利用率分别为 79%、78%和 59%，均低于 85%（产能过剩的标准）。行业产能利用率不高，一是因为产能过剩，二是行业的季节性较强。一般来说，行业的二、三季度为旺季，产能通常处于供不应求的状态，尤其是 7 月和 8 月份，而一季度企业生产较少，通常在节后企业会安排工厂进行技改等。所以复工对行业生产端来说影响不大。

图 11：各公司产能利用率情况

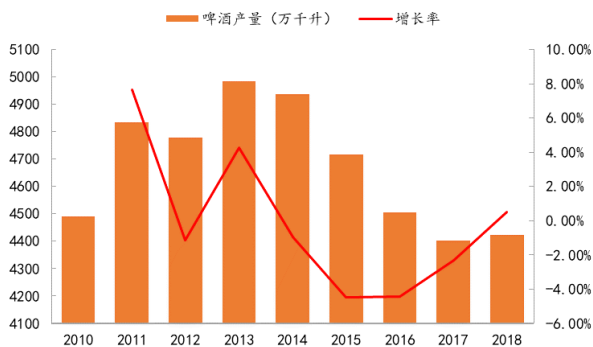


资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3. 疫情不改结构升级趋势，消费信心有望快速恢复

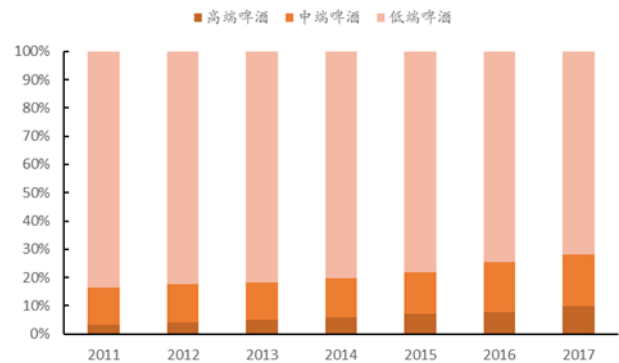
疫情对于啤酒消费来说只是短期的限制消费，并不会改变啤酒的消费习惯，结构升级趋势不改。我们在 1.1 中分析到，疫情只是短期抑制餐饮渠道啤酒的饮用频次，但并不会因此而改变消费者餐饮的啤酒需求。**这一部分消费只是被延后了，并没有消失。**同时，疫情也不会影响结构升级的趋势，一是目前我国啤酒销量基本处于稳定状态，不太可能有大幅度的增长，啤酒行业进入存量竞争时期；二是消费升级趋势下，结构升级是大势所趋。目前我国啤酒行业销量仍然以低端为主，占比在 72%左右，国内酒企的千升酒价基本在 4000 元水位下，而百威亚太的千升酒价约 4500 元，高于国内啤酒巨头。与成熟市场相比，我国啤酒吨酒价仍有较大的改善空间，疫情不改变结构升级的趋势。

图 12：我国啤酒行业产量和增速



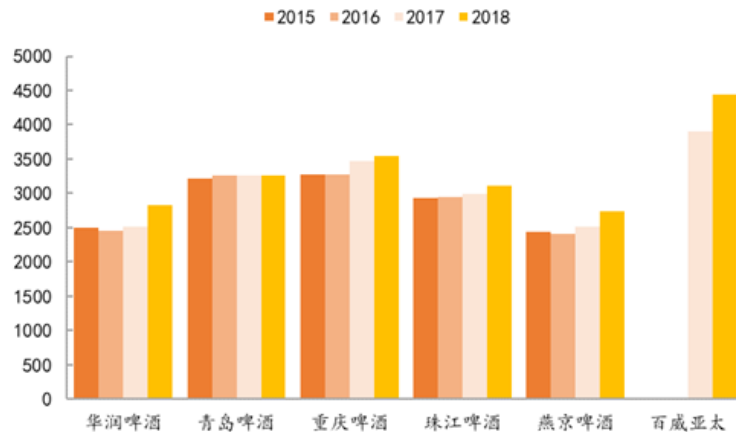
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：不同档次啤酒销量占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 14：上市酒企吨酒价对比（单位：元/千升）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

疫情结束后，啤酒消费信心有望快速恢复。我们认为在疫情结束之后，啤酒行业的消费会迅速恢复。一方面是因为啤酒的主力消费人群主要集中在 20-34 岁，这一群体在疫情结束后或将率先开展社会活动。另一方面，由于一季度库存的积压，二季度企业或将推出一系列促销活动，帮助终端恢复动销。此外，疫情限制了餐饮社交，在疫情结束后，基于人们的社交需求，餐饮或将迎来补偿式反弹，而餐饮作为啤酒的主要销售渠道将受益。参考非典时期，啤酒产量在疫情技术之后快速反弹，预计在二三季度高温、体育赛事和餐饮需求反弹的催化下，啤酒消费有望迎来大幅上涨。

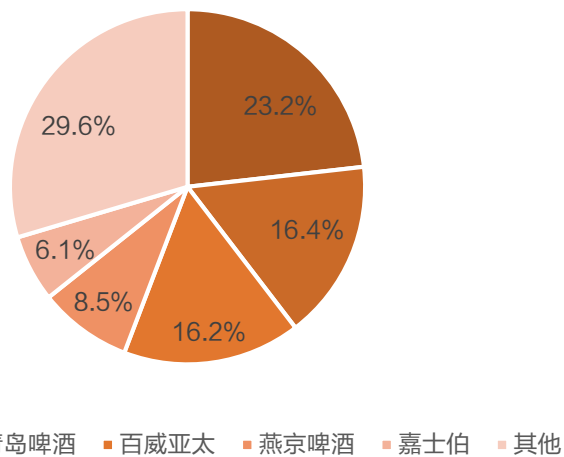
图 15：啤酒产量在非典结束后快速反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

疫情后的促销不会加剧行业竞争，线上消费占比有望提升。啤酒行业目前集中度较高，CR5 为 70.4%。由于啤酒存在销售半径的限制，会有明显的“基地市场”现象。疫情之后，酒企的促销是否会让价格战卷土重来，我们认为概率较小。一是行业目前竞争格局较为稳定，酒企很难再通过价格战去抢占市占率；二是行业费用投放预计会集中在产品结构升级上，而不是大力促销产品；三是行业已经过了量增的时代，结构升级目前是行业较为一致的共识，也符合消费趋势。未来行业因徒困境的打破将依靠结构升级，而不是通过价格战提升销量。此外，此次疫情或促进啤酒线上消费习惯的培养。目前啤酒线上消费约为 15 亿元，占比不到行业的 1%。此次疫情或将培养啤酒线上购买的习惯，拓展多元化消费渠道。

图 16：啤酒行业市占率情况



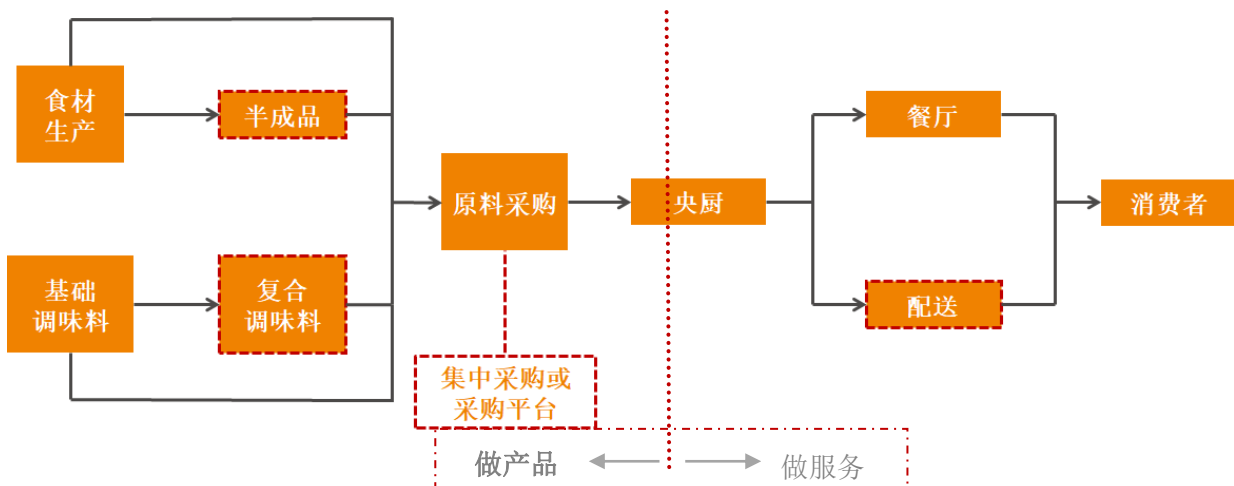
资料来源：GlobalData，百威亚太招股说明书，天风证券研究所

4. 餐饮产业链：疫情加速集中度提升，需求创造明显

4.1. 疫情影响下，餐饮行业有望加速整合，连锁化率有望逐步提升

餐饮产业链受此次疫情影响较大，链条上不同环节的企业影响不一。餐饮供应链包括从食材生产到消费者的整条产业链，包含上游原料生产、采购、央厨、餐厅或配送消费。疫情对整个链条的影响是从下游传导到上游的。对于下游来说，疫情使得餐饮行业短期进项骤减，现金流面临较大压力，从而加速行业出清。

图 17：餐饮产业链主要组成部分

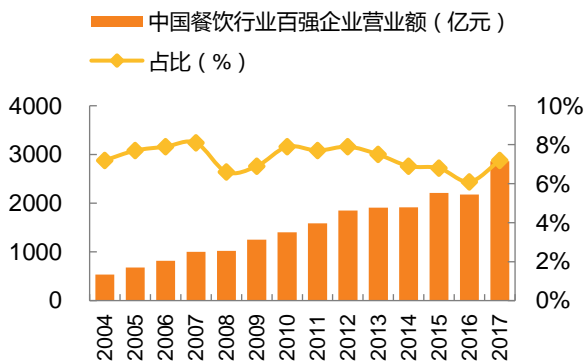


资料来源：天风证券研究所

连锁化是餐饮行业的发展趋势，且有不断提速的现象。在我国餐饮行业规模不断增长的背景下，我国连锁化率仍然较低。2017 年我国餐饮连锁化率为 9.2%，对比美国和日本的 53.3% 和 48.9%，我国餐饮连锁化率仍有较大的提升空间。我们认为连锁化是行业的趋势，具体表现在：

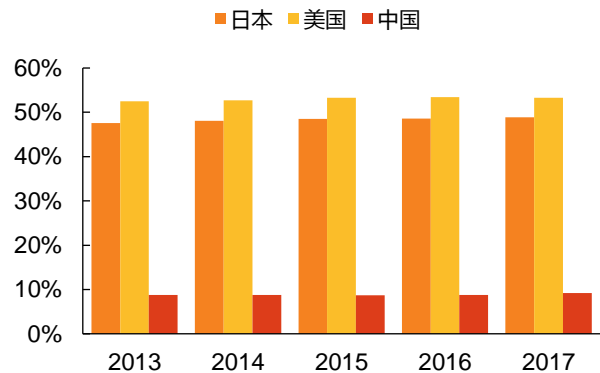
- ◆ **餐饮行业集中度较为分散，对比美国仍有较大提升空间。** 餐饮行业集中度较为分散，2004 年至 2017 年，餐饮行业 CR100 市占率持续低于 10%。对比美国，2016 年美国餐饮业营收总额为 7826.7 亿美元，TOP50 餐饮总营收为高达 2170 亿美元，占比约 27.73%，而我国 TOP50 占比仅 4.91%。我国餐饮行业集中度较国外差距明显，此次疫情有望加速行业进入兼并、整合、淘汰的整合时代。
- ◆ **标准化、可复制性强是连锁化的优势，顺应集中度提升浪潮。** 根据中国烹饪协会发布的《中国餐饮百强企业和餐饮五百强门店分析报告》，标准化程度高、可复制性强的休闲餐饮（包括快餐）和火锅拥有最高的营收增速，2018 年，51%的百强企业以直营+特许的方式扩大连锁规模，餐饮企业连锁化动力较强。
- ◆ **连锁化实现规模效应，同时提升企业危机应对能力。** 连锁企业能够进行标准化扩张以实现规模效应从而降低成本。另一方面，连锁餐饮所使用的食材大多是标品、冻品，在危机情况下，不会产生特别大的成本损耗，同时由于规模效应所提升的利润空间，能够增强企业应对危机的能力。

图 18：我国餐饮行业较为分散，集中度不高



资料来源：中国烹饪协会，天风证券研究所

图 19：我国餐饮行业连锁化率不高，提升空间较大



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

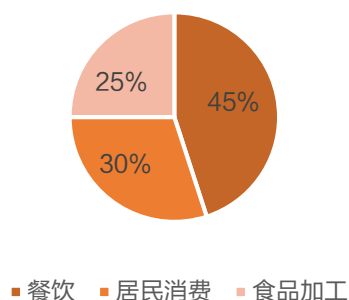
4.2. 基础调味品：疫情影响较为中性，囤货需求激增

疫情对基础调味品的影响较小，家庭消费替代 B 端需求。基础调味品主要为酱油、醋等产

品，其必选属性较强。从消费端来看，餐饮作为基础调味品的第一大渠道，受损严重，疫情下家庭对基础调味品的需求增加能够弥补部分需求，全年来看，影响较小。从生产端来看，调味品保质期长，库存天数较高，能较好应对复工带来的问题。

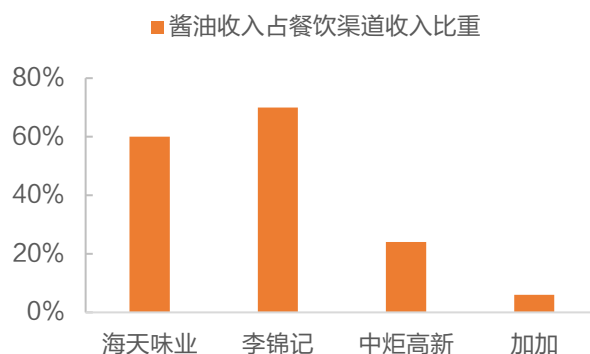
- ◆ 消费端：基础调味品渠道主要以居民消费、餐饮和食品加工为主，占比分别为 30%、45% 和 25%。疫情影响下，餐饮一季度需求基本为 0，而居民消费频次将提升，在一定程度上弥补餐饮渠道的损失。假设二季度以后，餐饮需求激增，并恢复往常，则整体上来看，疫情对于基础调味品的影响较小。对于企业来说，不同渠道结构的企业，疫情对其影响不同。对于流通渠道占比较高的企业，例如中炬高新等，其业绩影响较小。

图 20：基础调味品渠道占比情况



资料来源：调味品协会，天风证券研究所

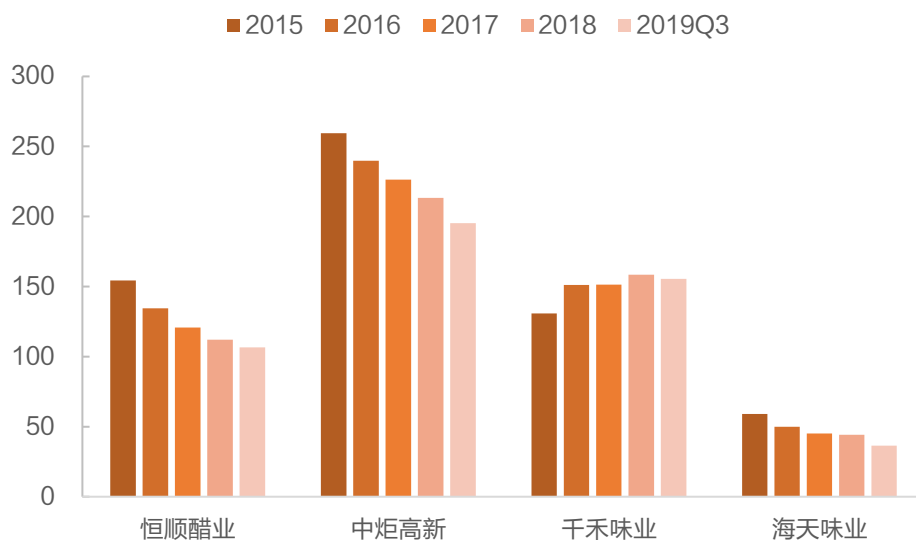
图 21：酱油收入占餐饮渠道收入比重



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

- ◆ 生产端：根据 2019Q3 主要调味品上市公司存货周转天数的情况看，除海天周转天数为 36 天外，其他的企业基本维持在 100 天以上。疫情延后复工，对调味品企业生产端的影响不大，相反能够帮助企业去库存。目前调味品企业主要面临的问题在于物流，由于有些物流仍处于中断状态，终端需求激增导致无法及时补货，对企业的收入有一定影响。

图 22：主要调味品企业存货周转天数（单位：天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3. 复合调味品+冻品：受益餐饮连锁化率提升，需求创造明显

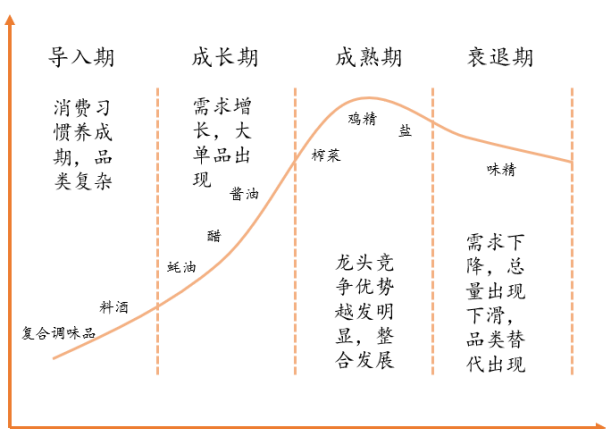
下游餐饮因疫情影响无法营业，使得上游冻品和料包企业获得替代需求；而下游餐饮行业损失较重，也加速了行业集中度提升的趋势，打开了上游企业 B 端业务的发展空间。

4.3.1. 复合调味品：需求创造，加速行业导入和发展

复合调味品目前处于行业导入期，高增长，空间大。复合调味品虽处于早期阶段，但其具

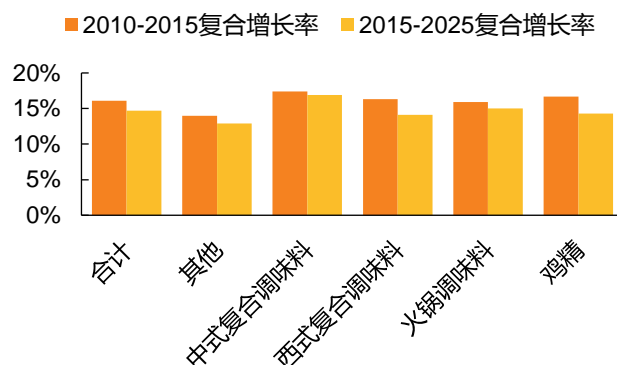
备较强的标准化、工业化和便捷化优势，顺应行业和消费趋势，有望获得快速发展。2011-2017 年我国调味品市场 CAGR 8.7%，预计未来 5 年内收入增速平均 8%附近。而复合调味料市场规模由2010 年的 355 亿元增长至2017年的978亿元，年复合增长率为 15.83%，远高于调味品的 8%。预计 2020 年中国复合调味品市场规模有望达 1488 亿元。

图 23：复合调味品目前处在发展初期



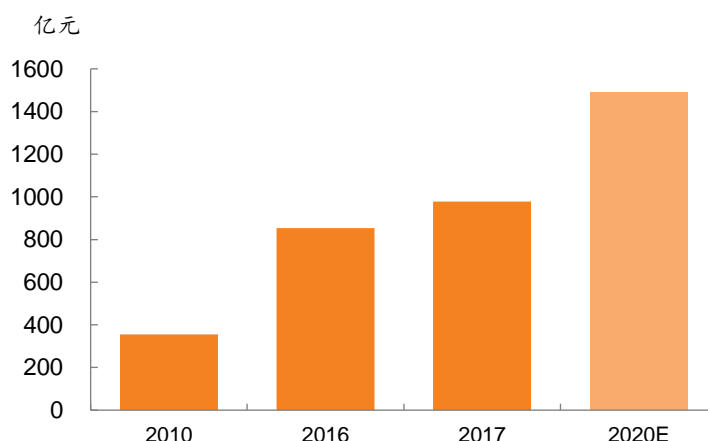
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 24：复合调味料较其他品种增速较高



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

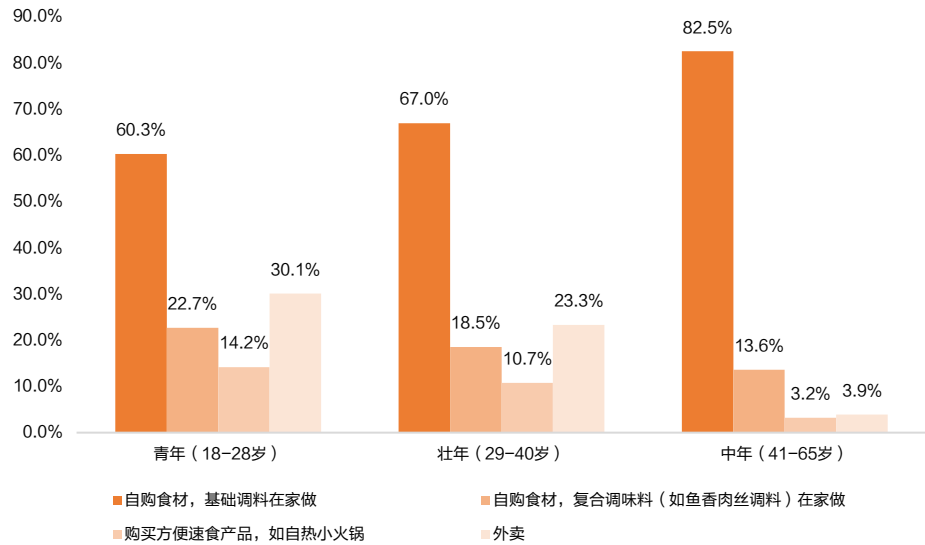
图 25：复合调味品市场规模变化



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

疫情有望加速复合调味品消费习惯的培养。在疫情影响下，餐饮消费由居家消费所替代，而不同于基础调味品的强刚需，复合调味品具备一定的可选属性。我们认为当前行业处在发展初期，需要加大市场投入，不断地培育消费者，而此次疫情对于复合调味品来说，或加速市场培育。一方面，复合调味品具备便捷性和标准化优势，能够较好的替代餐饮需求；另一方面，复合调味品的使用人群大部分是年轻的消费者，尝鲜偏好强，在疫情的影响下，年轻消费者对于复合调味品的需求有望被激发。而一旦复合调味品的使用习惯具备一定的不可逆性，在此次疫情的影响下，能够快速培养消费者的使用习惯。

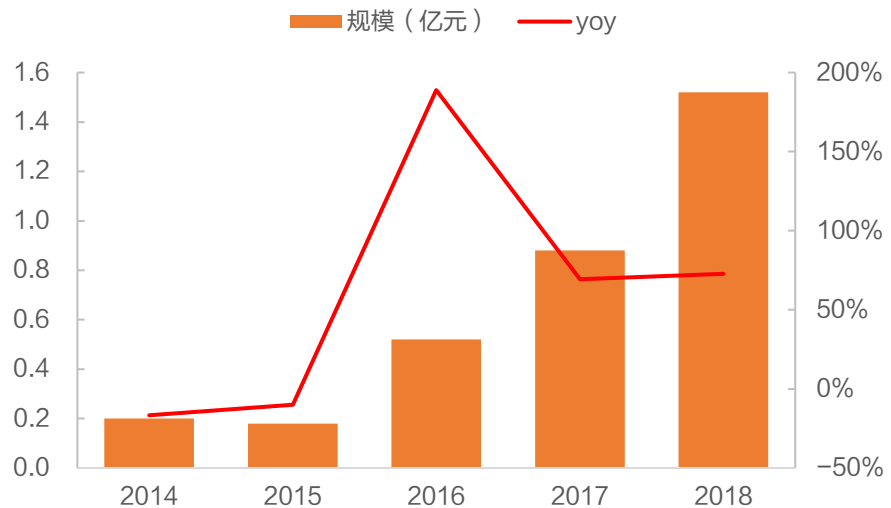
图 26：不同年龄群体对就餐方式的选择



资料来源：天风证券问卷调查，天风证券研究所

餐饮行业连锁化率的提升，将激发定制餐调的需求。新冠疫情影响下，餐饮行业由于缺乏现金流，可能迎来行业出清，行业的连锁化趋势将愈发明显。近年来，我国的连锁化趋势有所加速，连锁餐饮通常向上游采购标准的冻品和复合调味品，这也催生了复合调味品企业定制餐调业务的发展。以天味食品为例，公司的定制餐调业务逐年高增，收入从 2015 年的 0.18 亿元快速增加至 2018 年的 1.52 亿元，CAGR 高达 102%，也符合行业连锁化趋势的表现。而此次疫情将加速餐饮连锁化率的提升，进而推动上游产业链的整合，具备规模优势的企业能够在此轮中受益。

图 27：天味食品定制餐调业务快速增长

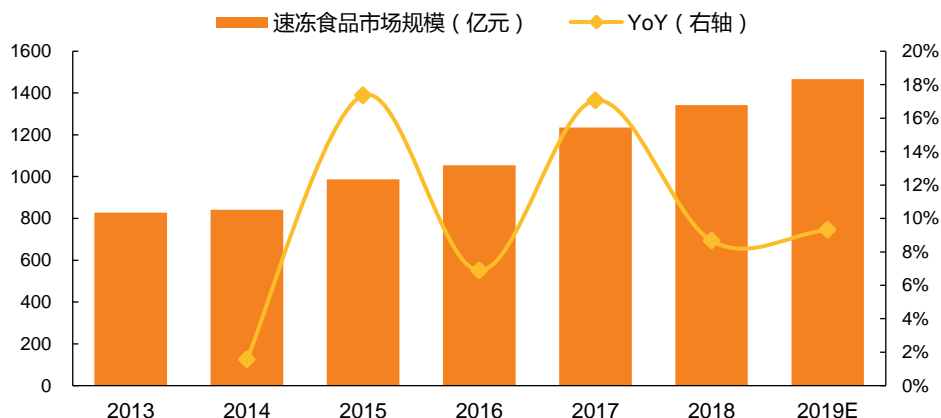


资料来源：公司财报，天风证券研究所

4.3.2. 速冻食品：疫情加速行业整合，增量需求有望延续

速冻食品行业规模稳健增长，以速冻火锅料、米面产品为主。随着餐饮市场的迅速发展、消费者需求提升及冷链的完善，速冻食品市场保持稳健增长，根据中商产业研究院数据，2018 年我国速冻食品市场规模约 1342 亿元，预计 2019 年可达 1467 亿元，保持 9% 稳健增速。分品类看，根据中国食品工业协会数据，速冻面米和速冻火锅料为两大主要品类，2017 年规模分别约 647 亿和 411 亿元，5 年 CAGR 约为 2.5% 和 12.6%。

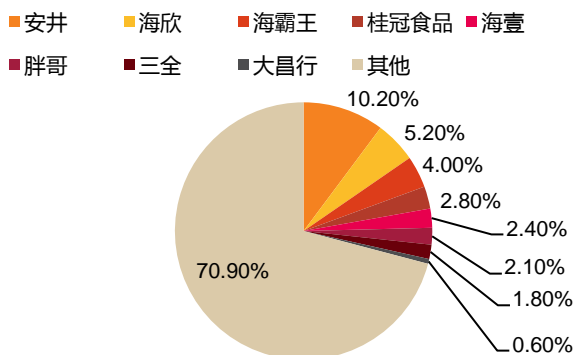
图 28：速冻食品行业保持稳健增长



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

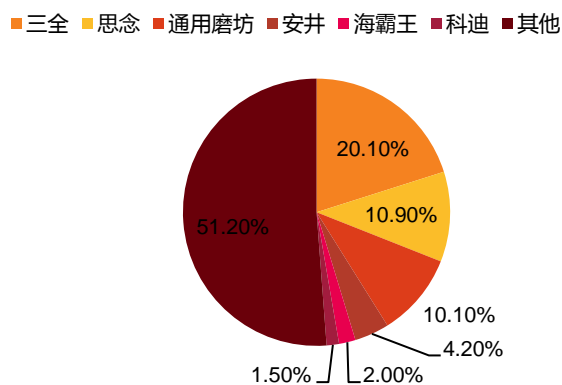
疫情凸显供应链地位，有望加速行业集中度提升。速冻行业整体格局较为分散，其中速冻米面 CR3 为 41.1%，而火锅料只有 19.4%，还有较大上升空间。1) 速冻面米制品集中度较高。一线城市市场主要由全国性品牌三全、思念、湾仔码头等主导，在二三线城市还存在部分强势区域品牌，如五丰等。2) 速冻火锅料市场较为分散，但在福建、广东等东南沿海等市场龙头已形成了明显竞争优势，包括安井、海霸王、海欣等。**速冻食品的发展离不开冷链物流的快速发展，而此次疫情对产业链的影响，也凸显了物流的重要性。**龙头企业在全国建立完善的物流体系，能够快速应对疫情带来的物流问题，抢占小企业丢失的份额，加速集中度提升。

图 29：2018 年速冻火锅料市场集中度



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 30：2018 年速冻米面市场竞争格局



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

疫情下创造出的速冻食品需求，有望在疫情结束后延续。疫情对速冻食品的需求主要分为两方面，一是 C 端，二是 B 端。从 C 端来看，疫情对于速冻水饺、面点、火锅料等需求催化明显。根据三全食品 2 月 2 日的投资者关系活动表披露，疫情期间家庭就餐频次提高，水饺面点等作为家庭备餐的作用凸显，速冻食品需求量上升，部分渠道终端出现缺货现象，库存明显低于往年同期。从 B 端来看，受益于下游餐饮连锁化，龙头在供给稳定性、规模化、成本低几个方面完美胜出中小企业，未来行业将加速集中。总的来看，疫情后 B 端需求增长的可持续性要强于 C 端。

5. 肉制品行业:必需品受疫情影响小，或将创造人造肉行业需求

5.1. 肉制品偏刚性，囤货需求高

肉制品作为生活必需品，受疫情影响小。同时，疫情期间囤货需求高，有望迎来阶段性上涨。2002-2003 年非典疫情期间，肉制品及副产品加工行业营收累计同比始终大于 10%，

利润增速也呈上升趋势，系疫情爆发期间必需品囤货需求高，造成阶段性上涨。2004 年，虽营收增速仍持续走高，利润却出现下滑，我们认为是疫情对上游造成冲击，导致成本增加，整体来看肉制品行业受疫情影响小。

图 31: 肉制品及副产品加工:主营业务收入:累计同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 32: 肉制品及副产品加工:利润总额:累计同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

疫情下肉制品行业复工进度较快。肉制品作为重要的民生产品，在新冠疫情期间需要保证充足和持续的供应。在政府的支持下，肉制品企业复工进程快，在原料和配送环均得到保障。疫情期间，河南省发改委下发通知，积极支持双汇复工，加大复工复产保障力度，着力帮助解决用工、原料、资金、物流配送等实际问题，全力支持和有序组织双汇供应链企业复工复产。2月3号，双汇开始复工，2月9日人员基本全部到岗，有序生产，保证市场供应。

5.2. 动物疫情或将创造国内人造肉行业需求

5.2.1. 健康安全趋势下，人造肉优势显著

2020 年 2 月 11 日，新型冠状病毒已累计确诊超 4 万例，中国疾控中心表示，新型冠状病毒的来源于野生动物。动物和牲畜易感染各种疾病，除冠状病毒外，疯牛病，猪流感、口蹄疫、禽流感等疾病均来自于动物，造成健康风险。此外，长期食用普通肉类会增加 16% 的癌症以及 21% 的心脏病患病风险。2015 年，世界卫生组织将加工肉类（例如热狗，火腿，培根和香肠）添加到其第一类致癌物中。而人造肉可以避免动物疫病对人畜安全的影响，疫情结束后，人造肉行业或将引起消费者的重视，成为在疫情中创造出的新需求。

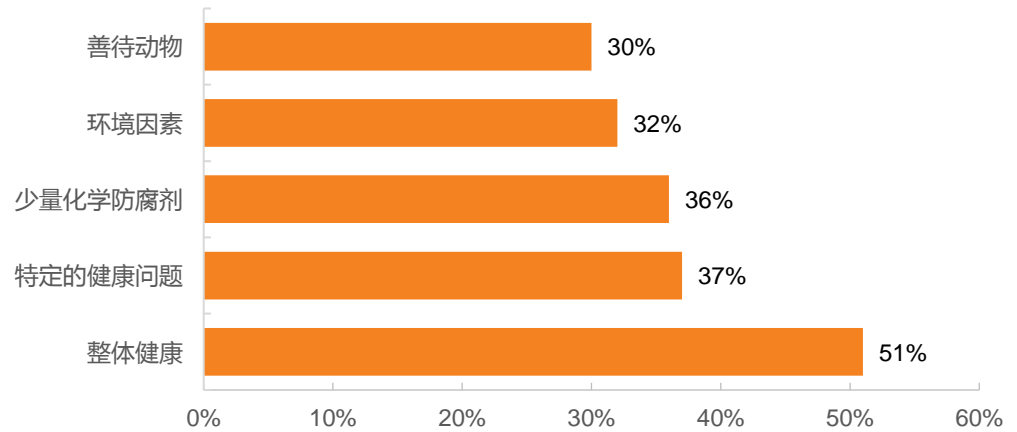
表 3: 动物疫病

时间	传染病名	传染源	具体事件
2013	禽&猪流感	水生鸟类：甲型 H5N1、甲型 H7N9 和甲型 H9N2 等 猪：甲型 H1N1 和 H3N2 等	中国报告了甲型 H7N9 禽流感病毒人类感染病例。之后，病毒在全国各地的家禽群体中传播，造成数百起人间病例和多起人类死亡。
2010-2015	鼠疫	小哺乳动物及其跳蚤	全球共报告了 3248 例鼠疫，其中包括 584 例死亡。
2017	猴痘	啮齿动物和灵长类动物等各种野生动物	尼日利亚暴发了有记录以来规模最大的疫情
2019	新型冠状病毒	野生动物	新型冠状病毒，因 2019 年武汉病毒性肺炎病例而被发现，截至 2020 年 2 月 11 日，国内已累计确诊超 40000 例

资料来源: WHO, 天风证券研究所

欧美为代表的西方国家健康意识强，在对美国千禧一代选择无肉饮食原因的调查研究中，51% 的受访者是出于身体健康的原因选择素食主义。从 2008 年到 2015 年，美国素食主义者的人数从 700 多万增长到 1000 多万，占比从 3.2% 增长到 3.4%。2015 年 9 月-2016 年 8 月，打着“素食”和“纯素食”概念的产品数量，比五年前各自增加了 25% 和 257%，素食概念不断深入人心成为全球潮流。

图 33：美国千禧一代选择无肉饮食的原因（2018 年）



资料来源：Statista、天风证券研究所

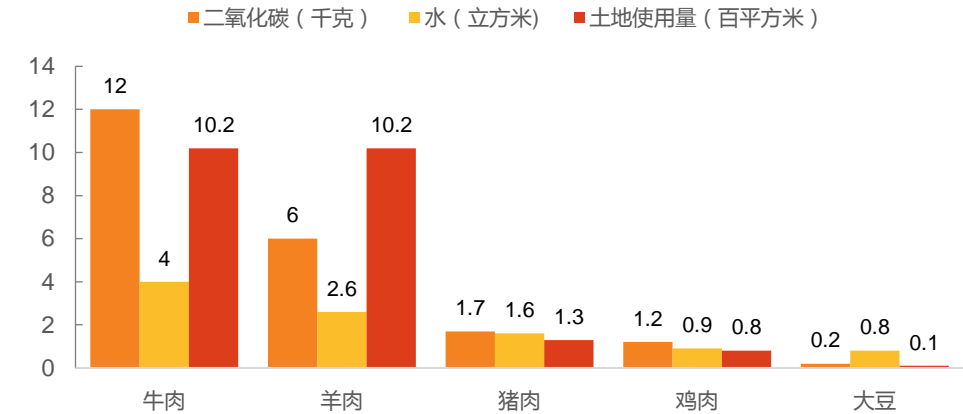
图 34：世界各地弹性素食、素食和纯素食消费者的数量正在增长



资料来源：Mintel、Givaudan、天风证券研究所

人造肉可以减少对资源的浪费和对环境的污染。畜牧业在全球温室气体排放总量中的比例接近 15%，超过所有汽车、卡车、飞机、火车和船舶的排放总和，是温室气体最主要的来源。如果改从植物中直接获取蛋白，就可以跳过动物养殖过程，因而缓解温室效应。同时，人造肉可以节省畜牧养殖中消耗的大量土地、粮食和水资源。与制作标准牛肉汉堡相比，制作 Beyond Burger 的过程中产生的温室气体排放量减少 90%，水资源消耗减少 99%，能源消耗减少 46%，土地使用量减少 93%。

图 35：生产每千克蛋白质对环境的影响



资料来源：华经情报网、天风证券研究所

人造肉具有零胆固醇、较低水平饱和脂肪和少量膳食纤维等优点。人造肉含大量的蛋白质和少量的饱和脂肪,天然优势是没有胆固醇。随着生活条件的改善,肥胖率不断上升,肥胖引起的健康问题逐渐引起人们的重视。由于胆固醇含量极低,人造肉避免了过度摄入肉类带来的健康隐患。此外,人造肉的营养成分可控,可根据消费者健康需求加入特定的营养物质,满足消费升级带来的对健康的新需求。

表 4：人造肉（112g）VS 碎牛肉（113g）

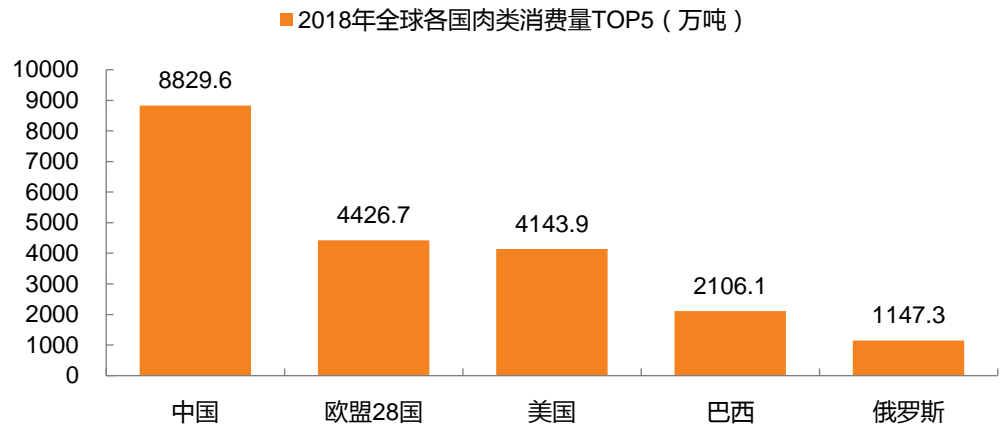
	Beyond Beef	碎牛肉
卡路里	250	287
总脂肪 (克)	18	23
饱和脂肪 (克)	6	9
钠 (毫克)	390	76
蛋白质 (克)	20	19
纤维 (克)	2	0
胆固醇 (毫克)	0	80

资料来源：Fatsecret、天风证券研究所

5.2.2. 中国肉类市场缺口大，人造肉千亿市场可期

根据 OECD 的数据,2018 年中国肉类消费量为 8829.6 万吨,且目前中国肉类人均消费量仅为美国的一半左右,伴随着城市化率不断增加,预计未来中国的肉类消费量将进一步增加,2030 年中国肉类产品的供给缺口或将达到 3800 万吨以上。若肉类缺口部分人造肉渗透率为 10%,以目前国内人造肉售价约为 56 元/斤左右来看,估计 2030 年市场规模上千亿。

图 36：2018 年全球各国肉类消费量 TOP5（万吨）



资料来源：OECD、天风证券研究所

人造肉行业在国内才刚刚起步，整个市场相当分散，由大量小规模企业构成。且中国的人造肉还处在传统型植物蛋白素肉阶段，这类素肉多以豆粉、豆粕、大豆蛋白、小麦蛋白等为原料，通过挤压膨化方法制取，实际口感与肉制品相比有一定差距，不能满足消费者对口感的需求，暂时并不能够替代肉类消费。但国内公司已经开始大量投入研发，逐步掌握核心技术，引领人造肉蓝海。2019 年，双塔食品推出了豌豆蛋白素肉月饼，首次涉足人造肉领域，填补了国内豌豆蛋白素肉领域的空白。

图 37：启伴植物蛋白肉月饼



资料来源：官方旗舰店、天风证券研究所

伴随着人均可支配收入的提高和消费观念的升级，人们对饮食的要求提高，健康饮食成为主流趋势。同时，城市化进程加快和人口的不断增长导致肉制品需求总量增加，肉类替代品市场规模将迎来高速发展。在人造肉的大趋势下，动物疫病所带来健康危害或将引起人们的重视，颠覆国内人造肉行业的发展。

6. 休闲食品：必选属性食品抗风险能力强

6.1. 休闲属性食品短期受到抑制，社交属性消费递延

礼品类休闲食品短期受到冲击。春节一直以来都是休闲食品行业消费激增的重要窗口，一方面，在这期间家庭团聚，存在购买年货的需求；另一方面，年节社交习惯带来了大量的休闲食品礼品需求。年货一般于年前提前购置，处于疫情爆发期前，受影响较小。而在疫情期间，主打礼品包装的休闲食品消费场景几乎全部消失，销量将会受到冲击。中小休闲类食品企业在疫情的冲击下，库存压力上升、产品销量、成本压力、物流等因素影响，或出现较大规模的倒闭潮。因此，疫情冲击可能会推动行业加速洗牌，市场份额向龙头集中。

图 38：超市休闲零食礼品



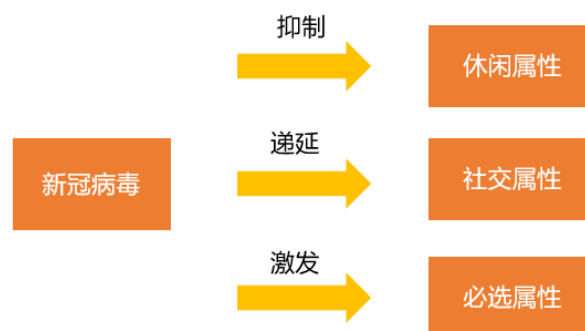
资料来源：新浪网、天风证券研究所

社交属性消费递延。由于人传人为新型冠状病毒肺炎传播途径之一，在疫情爆发期间，人们大都减少人员见面与聚集，提倡关闭服务性门店，大多社交属性的食品短期内销量将受抑制，如星巴克、喜茶、奈雪的茶等服务属性产品，只能依赖线上订单。但短期的抑制在疫情结束后或将迎来补偿性增长，消费得到递延，对社交属性消费整体来说影响不大。

6.2. 必选属性食品供不应求，迎快速增长

在疫情爆发期间，休闲属性食品短期遭受冲击，发展受到抑制；社交属性食品由于短期内社交活动大规模减少受到抑制，消费将递延至疫情结束后。而必选属性食品，例如面条、面包等食品，为消费者的刚需产品，性价比高，具有抗风险能力强，将在疫情发生期间迎来快速增长。

图 39：疫情激发必选属性食品



资料来源：天风证券研究所

在严格控制人群居家隔离期间，必选属性食品由于适合家庭场景消费，受益于疫情期间的囤积。克明面业 2 月 6 日的投资者交流显示，公司作为挂面行业龙头，部分地方已经出现了断货的情况，目前订单的满足率在 50%以下，随着产能的逐步恢复和物流困难的缓解，订单满足率会逐步提高。同样，面包行业需求旺盛。短保面包作为方便类食品之一，在囤货趋势下需求量上升，销量得到保证。

以桃李面包为例，探索必选属性食品在疫情中的优势：

- 1) 公司削弱服务环节，标准化面包性价比高。桃李面包秉承少而精的产品策略，追求单品规模优势降低生产成本。与其他可比公司相比，桃李面包售价较低，性价比高，符合疫情期间消费者的消费需求。

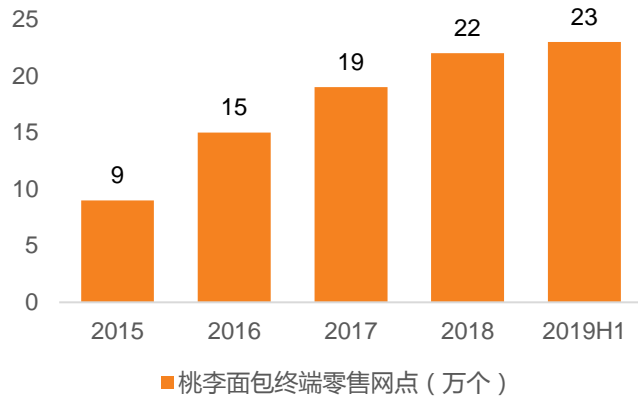
表 5：短保面包品牌主要切片产品价格对比

品牌	主要产品	图片	价格/400g
桃李	醇熟切片面包		9.5 元
美焙辰	汤熟吐司面包		9.9 元
宾堡	宾堡本色皇家切片面包、本色原味切片面包、本色全麦切片面包		17.3 元
	甜奶油切片面包、自然全麦切片面包		14.6 元/19.2 元
曼可顿	超醇原味面包、超醇全麦面包		9.9 元
	全麦高纤维面包		12.64 元
	北海道牛奶吐司面包		17.69 元

资料来源：天猫超市，天风证券研究所

- 2) 公司布局扎实，配送能力强。公司目前已在全国 17 个区域建立了生产基地，并以此为中心向周边辐射进行销售，并在华东、中南、西南等市场不断加大投入。经过十余年的渠道深耕，截至 19H1 公司销售终端已达 23 万个，平均每个地级市覆盖终端约 780 个，桃李物流配送实力较强，目前已经达到每天配送一次的频率。较强的终端配送能力在疫情期间显得尤为重要，保证了公司产品的稳定供应。

图 40: 桃李不断开拓终端零售



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3) 产能逐步扩大, 产能利用率高。公司产能逐年扩大, 截至 2018 年, 公司已有 17 个工厂投产, 合计产能 28 万吨。公司在建产能武汉 2.55 万吨/山东 2.12 万吨/江苏 2.2 万吨/沈阳 6 万吨预计于 19-20 年投产; 四川/青岛/浙江项目规划中, 预计 2021 年附近投产; 产能不足问题预计逐步缓解, 助力桃李迈向百亿目标。

表 6: 桃李募集资金扩建产能及进展

简称	资金来源	规划产能 (万吨)	项目进度 (截止 19 H1)	预计投产时间
沈阳桃李	2015 年 IPO	6 (含 0.4 月饼)	5.10%	2021 年 6 月
江苏桃李	2019 年可转债	2.2	27.80%	2020 年 H2
浙江桃李	2019 年可转债	4.28	0.20%	—
青岛食品	2019 年可转债	2.96	0.00%	—
四川桃李	2019 年可转债	2.5	1.50%	2021 年
山东桃李	2017 年非公开	2.12	42.80%	2020 年 H1
武汉桃李	2017 年非公开	2.55	51.30%	2020 年 6 月

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从供给端来看, 由于工人到岗推迟和物流运输问题, 必需属性食品供应端产生供不应求的局面。但挂面、面包等行业作为民生类食品, 由于其方便速食性, 在疫情期间将受到政府的大力支持, 抗风险能力较强。政府将大力确保公司产品的稳定供应和物流的及时运输, 为必需属性食品行业内优质企业保驾护航, 目前生产人员复工是企业较为关键的问题, 必需品企业如克明面业、桃李面包, 已于 2 月 10 日之前有序开展复工。必需属性食品将在疫情发生期间需求激增, 供给端逐渐跟上, 或将迎来快速增长。

7. 乳制品: 礼品型需求消失, 必选需求影响不大

7.1. 企业面临的主要问题和复工情况

新冠疫情爆发以及其防控措施导致消费者外出减少, 社区封闭, 生产和生活性交通物流受阻。由于新冠肺炎疫情爆发, 普通消费者需要采用宅家封闭式自我隔离的非常手段, 而随着各地政府疫情防控等级的提升, 城市社区和农村街道几乎都采用了封闭式隔离, 各地为保障抗疫“战事”顺利推进的交通管控也带来了物流难题。

从乳品加工企业的需求来看, 短期内乳制品的送礼型需求受到压制, 属于一次性的消失, 对乳品加工企业的高端线产品影响较大, 但必需消费属性的需求基本不变, 影响不大。液奶产品的消费, 主要分为日常饮用性需求和节庆送礼性需求。(1) 疫情爆发引起大众关注的时间点恰逢春节, 在严格防控的情况下, 消费者在商超渠道的采购大幅减少, 尤其是具备送礼属性的高端线产品受影响较大。(2) 乳制品本身的日常饮用性需求具备必选消费属性, 由于乳制品富含高蛋白, 以及富含益生菌的酸奶能够激发人体免疫力, 消费者会采取

囤货行为来对冲出门次数的减少。

图 41：乳制品高端产品具备一定送礼属性



资料来源：新浪网，天风证券研究所

图 42：乳制品具备必需消费需求



资料来源：新浪网，天风证券研究所

疫情防控过程中一度出现物流受阻，供应短时间脱节情况，该现象仅在少部分区域出现，且已在逐渐解决。如 1 月 27 日，济南市周边部分地区交通管制，跨地市的生鲜乳运输受到影响，部分农村封路造成生鲜乳无法运出场。农业农村部 2 月 3 日向各省市发布紧急通知，明确要求：不得拦截仔猪雏禽及种畜禽运输车辆、不得拦截饲料运输车辆、不得拦截畜产品运输车辆、不得关闭屠宰场、不得封村断路、支持企业尽早复工。政策文件下发后，全国部分地区的道路得到纾解，目前山东省地区生鲜乳运输基本畅通。

乳企整体需求影响不大，财务和现金流上压力不大。而且核心大中型企业均在春节期间有序持续运营，保障乳制品的民生供应；在 2 月 10 日以后，在做到疫情防控的前提下，主要乳企均已全面复工。1 月 29 日，国家市场监督管理总局通过视频会议启动了“保质量、保价格、保供应”（以下简称“三保”）系列行动，乳企纷纷响应，以实际行动保障民生乳品供应，为抗击疫情做出贡献。

表 7：主要乳企复工情况

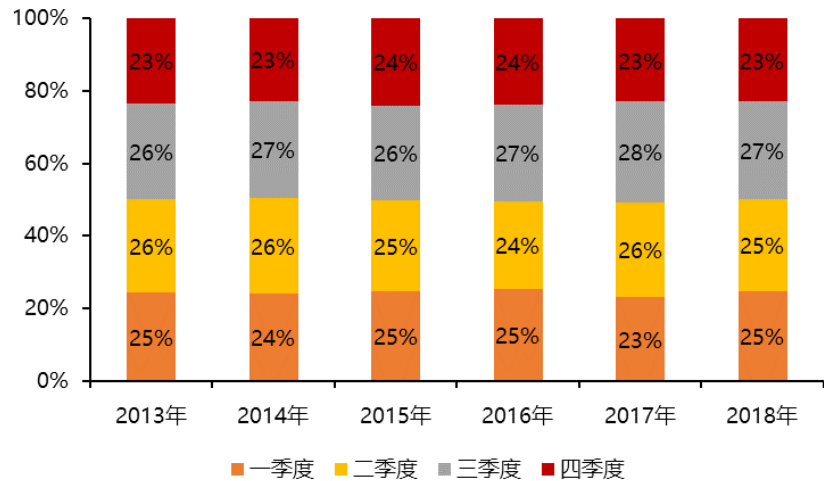
公司	相关情况
伊利股份	2 月 1 日，伊利集团发布参与“三保”行动承诺书，“在加大生产的同时，严把产品质量关，确保产品质量不因疫情而下降或偷工减料，让人民吃得放心。”
蒙牛乳业	春节期间，生产系统、销售系统也有部分员工上班。2 月 10 日后在全国范围内，除岗位需要或各单位要求必须到达办公场所履职人员（如保障供应的生产、物流和部分销售人员）外，其余人员在家办公。
光明乳业	华东中心工厂在严格防疫下，自 2 月 10 日起全面复工。春节期间，为保供应，调整生产计划，并多留三成员工在沪过年。
新希望乳业	春节期间，按照“保质量、保价格、保供应”的要求，严格按照质量体系和产品标准全程管控，确保新鲜营养的产品上市。

资料来源：经济日报，中国奶业协会，饮品观察家，天风证券研究所

7.2. 疫情加速行业集中度提升，后续促销政策有望延续

乳制品消费季节性不强，全年大致均匀分布，春节和中秋期间会有小高峰，主因送礼需求在节庆时刻体现。以伊利股份为例，其四个季度收入基本均匀分布，而一季度收入占比稳定在 25%左右。我们认为乳制品全年消费稳定，这是日常饮用性质，必需型消费的特征，而在春节和中秋会有部分小送礼需求的小高峰。

图 43：伊利股份历年各季度收入占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

据光明乳业副总裁贲敏表示，目前全国市场的常温奶产品销售业绩和去年同期相比下降 50% 以上，而光明乳业的常温产品以高端常温酸奶莫斯利安为主。蒙牛旗下的鲜牛奶品牌“每日鲜语”的市场部总经理杨菲表示：“疫情爆发的前期，传统商超渠道人流量突然下滑，各地交通管制开启，该工厂在生产经营环节准备不充分，鲜奶用奶量曾下滑 50%。但消费者在电商端的需求非常强劲。”同时结合新希望乳业公告显示，牛奶作为刚需产品的消费需求并未因此而消失，通过电商渠道和送奶到户等方式的推动，新希望乳业近期鲜奶仍同去年有所提升。

综上，我们认为短期内乳制品的送礼型需求受到压制，属于一次性的消失，对乳品加工企业的高端线产品影响较大，但必需消费属性的需求基本不变，影响不大。基于当前情况，我们假设疫情能够在 2 月底之前得到相对控制，乳企受影响时间段在一个月左右，假设超额送礼需求消失和日常消费小幅下滑的情况下，受影响的全年收入占比或在 3-5% 左右。

受疫情影响，乳制品渠道动销受阻，库存量增加，乳企也各自采取措施应对特殊情况。在疫情影响下，消费者外出减少，大中型 KA 渠道顾客数量减少，各地之间的货物运输在一段时间受到阻碍，导致渠道库存有所增加。大中型乳企主要采取措施包括给予渠道政策支持，在终端实施折扣和买赠，帮助处理和消化库存；拓展销售网点和临时有效的销售方式；引导进行线上销售。而以鲜奶为主的乳企，还能通过原有的订奶入户渠道，推动无接触送奶，以加强销售。

表 8：疫情影响下，乳企的应对措施

公司	应对措施
伊利股份	给予经销商费用等政策支持，帮助其消化库存； 积极拓展社区菜市场网点等
蒙牛乳业	为确保疫情期间和复工后货架产品的新鲜度，启动了终端产品临期调返货信息预警，同时进一步加强全国物流配送系统与工厂的紧密衔接； 打通非常时期运输的各个环节，尽可能保持网点之间的通畅； 在一些卖场终端保持销售力度，安排导购坚守岗位 逐步引导消费者进行网购
光明乳业	随心订业务推出无接触送奶服务。 在全行业率先承诺：对于签订采购协议的合作牧场，不拒收一滴奶，并且不随意降价。 多收的原奶主要做成常温产品，通过买赠、打折等方式让利消费者
新希望乳业	积极拓展线上业务； 大力推动订奶到户、送奶到家业务； 走近社区，在社区外摆点销售；

加大鲜奶宣传；

发挥公司核心区域管控力强、供应链反应及时的特点，在更贴近消费者的社区店、便利连锁店加大销售力度

资料来源：小食代，五谷财经，快消公众号，天风证券研究所

上游牧业方面，物流受限和乳企因动销受阻减少收奶是主要面临的问题，其中中小型养殖散户受冲击大，后续或出现集中度提升的情况。如今，物流受限问题已逐渐得到解决。农村道路封堵，会给生鲜乳运出和牧场饲草料运进造成一些影响，全国多地牧场一度发出“断粮”的预警信号，部分牧场的储备饲料只能撑到月底。据国家奶牛产业技术体系调研显示：从疫情对生鲜乳运输和奶价影响方面看，我国大中型牧场生产与生鲜乳运输基本正常，奶价平稳，第一季度生鲜乳价格存在下行趋势。

对于上游奶农，由于受疫情防控影响，乳制品销售不畅，国内大型乳企已经开始用鲜奶喷粉储藏，且喷粉资源供不应求。部分中小牧场没有和乳企签订购销合同，出现有奶难卖的情况。

整体上我们认为，乳业公司的节前备货不受影响，尽管春节前后动销受到一次性冲击影响，失去大部分送礼需求和少量日常消费需求，但在一季度后，随着疫情相对受控，交通运输以及各地限制人员流动措施解禁后，乳制品行业会迅速恢复至正常的销售水平。我们估测，疫情对龙头乳业公司全年收入影响在 3-5%左右，龙头供应链能力和库存处置能强的龙头优势，行业集中度或有所提升；受疫情影响小的区域乳企相对受益；上游牧业的中小养殖散户在去年恢复盈利不久后，重新短暂陷入亏损。

8. 奶粉：需求基本不受影响

8.1. 企业逐步复工，物流是行业面临的主要问题

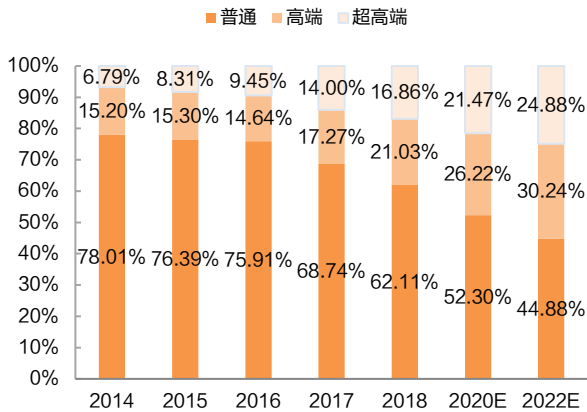
在春节期间保障供应的同时，各个奶粉企业在 2 月 10 日后均逐步实现全面复工。其中奶粉产量占比较大的一些企业，如雀巢，2 月 10 日已有一半员工陆续到岗，其在中国的 31 家工厂也根据当地情况陆续恢复生产；另外飞鹤的主要产地在黑龙江，受疫情的影响较弱，也于年后陆续恢复开工；还有像贝因美、澳优、雅士利、君乐宝等奶粉企业，除了个别地处“封城”区域的奶粉工厂在停产，大多数奶粉工厂一直坚持在生产，多数在年后陆续恢复生产，复工率较高

企业在面临的问题主要是疫情严重地区的物流和配送，刚需奶粉的供应得到重视后，物流情况在逐渐缓解。在类似湖北武汉这样的疫情重灾区，交通管制非常严格，严控干线物流，外地厂家的奶粉大货运不进来，消费者购买的还是之前的存货，奶粉渠道库存会被快速消耗。而且在疫情影响下，原有母婴店的自有配送也会受到影响。政府也意识到了奶粉是民生刚需，很多城市已经开始在陆续开通了“绿色通道”，有店主表示，现阶段基本运营走向已经开始趋于正常。

对于奶粉企业来说其现金流较为稳健，年前的提前打款以及自身现金的储备使得现金流对于奶粉企业来说不构成太大问题。返工方面，目前多数奶粉企业的生产基地主要在北方或是海外，受疫情影响相对较小，因此工人的返工与复工生产问题不会特别大，奶粉的生产供应有一定的保障。

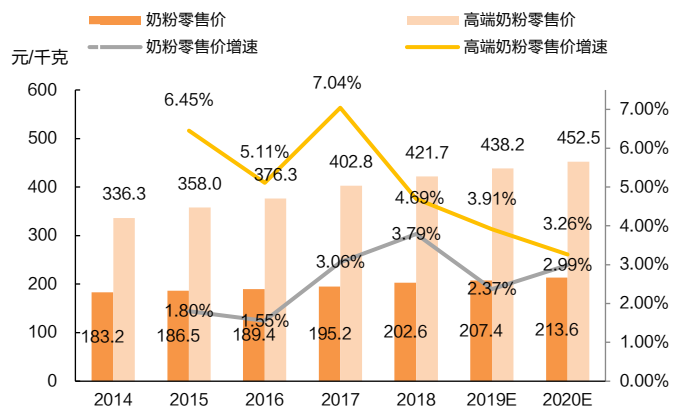
疫情不改变奶粉高端化趋势。 高端（290 元/千克~390 元/千克）和普通产品（小于 290 元/千克）。根据图 45 数据显示，中国奶粉产品（包括国内及国外品牌）的平均零售价从 2014 年的 183.2 元/千克稳定增长至 2018 年的 202.6 元/千克，CAGR 为 3.0%。其中高端婴幼儿配方奶粉的平均零售价增速较快，CAGR 为 5.8%，2018 年平均零售价已达到 421.7 元/千克，预计未来将以 3%左右的增速继续平稳上涨。

图 44：超高端、高端及普通婴幼儿配方奶粉零售价值占比



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

图 45：婴幼儿配方奶粉平均零售价（单位：元/千克）



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

8.2. 企业通过自有物流等方式解决物流问题，囤货需求有所激发

奶粉在消费者需求端基本没有影响，但是由于防疫要求，部分地区物流受阻，导致短时间供应受到小幅影响。与此同时，由于交通管制影响了消费者的购买便利性，且奶粉保质期较长，消费者的囤货需求也得到激发。综合全年来看，需求基本没有变化。

奶粉厂家发货，假如不经过较为严重的疫区，物流大概率能够履约。对于非疫情区域，奶粉的整个物流供应链就目前来看还没有到非常很严峻的地步，相对比较顺畅。而面对部分地区存在物流难题，奶粉企业也在各自想办法进行突破。一方面乳企在积极组建配送团队，另一方面，政府也在与乳企沟通，开辟绿色通道，目前已经取得了一定进展。

表 9：奶粉企业对疫情的应对措施

相关公司	应对措施
达能、蒙牛、雅士利、澳优等	2月5日表示，目前已经采取与政府合作开辟绿色物流通道、自建送货团队或联合母婴店送货上门等方式将奶粉送达消费者手中，目前婴幼儿奶粉供应紧张问题正在迅速缓解。
飞鹤	飞鹤物流运输团队不断沟通、积极办理武汉进出证，各仓也都在依据发货名单陆续安排，为了解决后续的运输问题，飞鹤物流运输团队也在积极改变发运模式：发运前，提前联系省区和经销商。让承运商配送到指定区域，而经销商去自提。
澳优	澳优携手全国合作门店提供送货上门服务；如遇线下无法协调送货情况下，澳优将转由品牌旗舰店快递发货。同时针对送货上门的个人防护问题，澳优表示，门店送货上门服务人员都将提前做好商品消毒、个人体温测量、全程佩戴好口罩等防护措施，以保证消费者的健康
达能纽迪希亚	达能纽迪希亚推出了“无接触送货上门服务”，在全国各地销售门店的数千名“首席奶粉官”在节后准时到岗。经过防护规范培训后，他们装备了口罩、眼镜、帽子、手套等防护措施，通过电动车、自行车等交通工具连接最后一公里，为不便出门的妈妈们的送货上门，保障宝宝们特殊时期不断粮。
君乐宝	提前了解各运输节点的政策要求，并积极配合。在遇到交通管制的情况下，其物流团队提前联系该区域客户，在货物到达后，放在指定地点，确保产品到位。该公司还开启了24小时应急服务通道，全天客服、电商销售、母婴门店仓储物流人员不间断为用户提供便利服务。
蒙牛	在湖北省内开辟了绿色通道，其他省的绿色通道也在搭建中。

资料来源：乳业时报，小食代，天风证券研究所

渠道和终端也在疫情面前找到了有效的应对方法。一方面是采用其自有的物流，通过筛选符合防控要求的这部分员工，安排他们进行送货。另一方面，渠道终端可以通过顺丰进行配货，顺丰现在可以进行给个别门店，比较远的或者是比较难介入的这些方组织发货。

传统以线下为主的 KA 类渠道，例如大润发，这段时间陆续的都通过线上的淘鲜达，引导消费者下单进行购买，各地快递的整体受限情况问题不大。

社会单店主要还是通过社群。单店会组织所有顾客拥有一个社群，在不开店营业的情况下，

保证货品及时送达。消费者下单购买后，第一，门店老板或员工会组织送货，第二，如果门店老板来不及的情况下，现在都在通过顺丰送货。

9. 投资建议：

食品饮料各行业的复工进度在有序展开，目前看开工进度，必选食品/乳制品 > 肉制品 > 刚性消费（奶粉） > 餐饮产业链 > 白酒啤酒。目前必选消费逻辑仍然占优，但可选消费有望在疫情结束后迎来补偿性增长，且疫情只是短期的系统性影响，并未破坏食品饮料行业的投资逻辑。

当前时点我们建议关注四条主线：

- 1、疫情有所缓和之后，社会活动逐步展开，但是社交活动仍然低迷的阶段，生活必需品的需求不断扩大，同时替代了餐饮的需求，预计二月中旬到四月都将是这样的情况。相关标的：桃李面包，伊利股份，中国飞鹤
- 2、基本解决温饱必需品，疫情反而会强化短期逻辑，同时不受物流影响的品类。相关标的：双汇发展，涪陵榨菜，克明面业
- 3、高端白酒长期逻辑强，壁垒足够高，且筹码稀缺，建议关注。相关标的：贵州茅台，泸州老窖，五粮液
- 4、餐饮产业链受损虽最为严重，但疫情将会加速集中度提升，尤其是产业链上游，大公司规模优势会加速提升。相关标的：天味食品，安井食品

10. 风险提示：

宏观经济下行风险：疫情对于经济影响较大，若经济持续下行，会抑制白酒等可选消费。

疫情时间延长：疫情时间延长或改变市场前期预期，对企业的业绩带来不确定性。

企业应对风险能力不足：企业由于现金流等原因，不能妥善处理疫情对企业带来的影响，或增加企业的经营风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com