

食品饮料

疫情下的业绩预测：分化中紧跟龙头 增持（维持）

2020年02月18日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

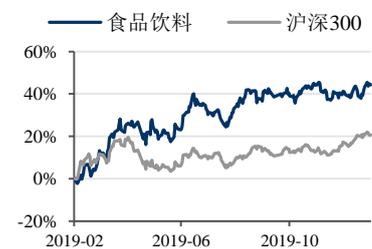
投资要点

■ **白酒：疫情冲击可控，分化抱紧龙头。**参考草根调研反馈及产品结构，我们对白酒春节消费场景进行划分，在考虑到节后损失补回的情况下测算疫情冲击对各公司全年业绩的影响。根据测算，预测疫情对行业增速影响小于10%，高端及光瓶酒龙头受损有限；次高端及地产酒短期业绩承压，内部竞争加剧，但分化中份额向龙头集中的趋势不改，此外疫情有望刺激龙头加速改革，未来或将持续释放动能，加速行业头部集中趋势。1) 从消费场景来看，名优白酒节前动销良好，20Q1报表业绩有所保障；节后商务及家庭自饮为主消费场景受影响较小，疫情管控下大众宴请及聚饮/亲朋赠礼受到较大冲击，预计受疫情影响程度依次为高端酒<光瓶酒<次高端<中高端地产酒，其中茅台（约1-3%）/顺鑫农业（约3%）/五粮液（约3-5%）/泸州老窖（约4-6%）受影响最小。2) 从疫后损失补回来看，库存/消费意愿/挤压竞品能力的不同决定龙头损失补回能力强弱。高端酒受益消费刚需，疫后补回幅度较高（约3-5%），考虑消费反弹及全年目标制定理性，预计茅五泸完成目标无虞；光瓶酒龙头顺鑫全国性品牌优势突出，受疫情冲击较小，未来或持续收割同价格带小品牌酒企份额；而次高端及地产酒出现分化，品牌+渠道力突出的龙头如山西汾酒/今世缘/古井贡酒补回损失能力更强（约3-5%），未来有望加速胜出。整体来看，疫情短期冲击不改行业长期景气向上方向，分化背景下更应紧抱高确定性龙头。

■ **食品：场景转移刺激消费，关注龙头修复能力。**考虑到龙头疫后恢复反弹和挤压中小厂商的能力，总体来看，即使疫情持续到3月底，对各板块龙头公司全年收入影响在-5~5%之间，全年疫情影响：速冻（方便食品）<保健品<休闲食品<乳制品<肉制品<调味品<啤酒。疫情期间导致两类消费场景转移：1) 餐饮消费转移到家庭消费。20年春节七天，疫情导致餐饮行业零售额损失约5000亿元，约占全年营业额15%。虽用餐总量稳定，但外出就餐转移到家庭消费、高端消费转移到日常消费。我们预计若疫情分别在2月/3月得到有效控制，对Q1餐饮业损失分别约为30%/50%。对应家庭消费端，参考非典时期，饼干、方便面酱油购买金额增速显著高出全年，我们预计若疫情持续到3月底，乳制品/高温肉制品/调味品C端需求会上升10-20%，而速冻等方便食品预计有30-50%的增长。2) 送礼需求转移到自用需求。春节期间礼盒装产品影响较大，如高端乳制品、保健品等。但同时，因宅属性带来的自用需求和休闲需求也由此提高，常规乳制品、瓜子等休闲食品、VC等保健品动销加速。疫情过后短期容易产生两类反弹：1) C端消费者健康保健意识上升，非典过后，03年9月脑白金月销售额突破亿元，超过春节水平，利好乳制品和保健品。2) 餐饮行业报复性消费，利好调味品以及门店型休闲食品如绝味。

■ **投资建议：疫情过后，龙头集中度有望继续提升。**白酒行业短期承压，但疫情冲击下行业内部加速洗牌，长期不改结构升级+头部集中趋势。疫情冲击预计带来两大影响，1) 价盘短期小幅波动后企稳，长期高端白酒依然掌握行业定价权，品牌力进一步增强；2) 预计名优白酒将持续挤压地产酒小品牌，品牌力强盈利能力稳定的企业将持续挤压同价格带竞品，疫后名优酒企或将有效补回旺季损失，抢占行业份额。推荐茅台、五粮液、泸州老窖、顺鑫农业、山西汾酒、古井贡酒，建议关注今世缘。

行业走势



相关研究

- 1、《食品饮料：基础建设年，稳中求进取》2020-02-09
- 2、《食品饮料：食品饮料行业1月阿里系线上数据点评》2020-02-09
- 3、《食品饮料行业2019Q4基金持仓分析：名优白酒持仓回落，外资青睐食品龙头》2020-02-06

食品饮料

食品行业，短期具备消费韧性，长期格局变化胜过疫情冲击。从短期视角来看，疫情蔓延产生宅家经济，复工之后消费者外出意愿仍然较低，聚餐类消费尚未恢复。速冻食品、休闲食品和保健品等子版块仍在受益，推荐汤臣倍健、洽洽食品、三只松鼠、双汇发展，建议关注三全食品。长期把握三条主线：1) C端消费者健康保健意识上升，乳制品、保健品或有反弹性需求，推荐伊利股份、汤臣倍健；2) 餐饮反弹性消费和餐饮业重塑，餐饮工业化进度加快以降低终端人工成本，利好食材/复合调味料，推荐安井食品，建议关注三全食品、颐海国际、天味食品；3) 反弹性消费叠加龙头去库存挤压中小厂商，守望格局，推荐绝味食品、伊利股份、安井食品、恒顺醋业、中炬高新、香飘飘，建议关注涪陵榨菜。

风险提示：疫情防控低于预期，食品安全风险，宏观经济不达预期，消费需求减弱。

内容目录

1. 白酒：疫情冲击可控，分化抱紧龙头	5
1.1. 业绩测算的核心假设及逻辑	5
1.2. 理论值预测：强者恒强，高端酒、光瓶酒受损有限	5
1.2.1. 名优白酒节前动销完成度较高，20Q1 业绩有所保障	5
1.2.2. 划分消费场景：高端及光瓶酒受损有限	6
1.3. 调整值预测：马太效应加剧，龙头变革加速	9
2. 食品：餐饮渠道受限，礼品需求压制，场景转移刺激消费	13
2.1. 业绩测算的核心假设及逻辑	13
2.2. 全年维度影响有限，关注行业格局变化	14
3. 疫情之后，短期关注消费反弹，长期看龙头攻城略地	18
3.1. 看短期：疫后或将迎来明显消费反弹	18
3.2. 观长期：龙头集中度加速提升，疫情后餐饮工业化/电商布局迎来机遇	18
3.2.1. 疫情过后，龙头企业不止是收复失地，更是攻城掠地	18
3.2.2. 餐饮洗牌推动上游变革，推升餐饮半成品、复合调味料消费趋势	21
3.2.3. 线上触及能力凸显，看好行业电商渗透率提升	23
4. 投资建议	24
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 20 年高端白酒企业疫后业绩影响理想值测算 (假设 2 月/3 月份疫情基本结束)	7
图 2: 20 年次高端白酒企业疫后业绩影响理想值测算 (假设 2 月/3 月份疫情基本结束)	8
图 3: 20 年地产及光瓶酒企业疫后业绩影响理想值测算 (假设 2 月/3 月份疫情基本结束) ...	9
图 4: 我国用餐市场规模约 11 亿元	13
图 5: 19 年我国餐饮市场规模 4.7 万亿	13
图 6: SARS 期间必选消费品囤货需求上升	13
图 7: 假设疫情在 2 月底得到有效控制, 全面复工复产	14
图 8: 假设疫情在 3 月得到有效控制, 全面复工复产	15
图 9: 03 年 SARS 疫情后快消品出现反弹性消费	18
图 10: SARS 过后社零数据反弹	18
图 11: 茅台批价下滑对普五/国窖 1573 影响有限	19
图 12: 伊利单季度财务指标同比变动情况	21
图 13: 龙头乳企收割市场份额	21
图 14: 休闲卤制品行业龙头公司收入市占率 (%)	21
图 15: 国内餐饮连锁化程度远低于美日	22
图 16: 2016 年日本速冻食品行业集中度 (%)	22
图 17: 杨记兴采取食材供应链前后	23
图 18: 餐饮门店采取半成品菜肴代工后厨房成本占比	23
图 19: 服装行业电商渗透率	23
图 20: 2 月至今三只松鼠阿里渠道销售额已超去年	23
表 1: 白酒主要消费场景整理	6
表 2: 高端白酒春节消费场景占比预测	7
表 3: 次高端白酒春节消费场景占比预测	7
表 4: 地产酒及光瓶酒企业春节消费场景占比预测	8
表 5: 疫后各企业出台政策汇总	9
表 6: 名优酒企节后追回损失程度评估	11
表 7: 名优酒企节后追回损失程度评估	11
表 8: 调整后各酒企 20 年收入增速预测	12
表 9: SARS 前后白酒企业营收同比增速一览	19
表 10: SARS 前后白酒企业归母净利润同比增速一览	20
表 11: 疫情期间平均每家受访餐饮企业主要成本费用情况	22

1. 白酒：疫情冲击可控，分化抱紧龙头

1.1. 业绩测算的核心假设及逻辑

疫情影响下，对于各酒企 20 年全年业绩，我们主要通过测算理论值及调整值，同时考虑疫情发展情况（假设疫情将于 2 月/3 月末基本结束）来预测各企业 20 年业绩增速。具体方法如下：

- 1) **理论值**：根据渠道反馈及各公司产品结构，将春节白酒主要消费场景划分为商务赠礼及宴请、大众宴请及聚饮、亲朋赠礼以及家庭自饮四类，假设各消费场景占比。同时根据渠道反馈，预测各消费场景受疫情影响后的下滑或增长情况，结合其春节收入占全年比重，测算由于疫情影响，各消费场景完成不足对营收造成的下滑。即：

疫情冲击对全年收入影响的理论值=春节收入占全年收入比重 (100%-疫情影响下各消费场景占比)*

- 2) **调整值**：综合考虑下，假设库存良性、渠道管控能力强、以及具备挤压竞品能力的企业可以更大程度的补回损失，预测疫后各厂商对损失的补回能力，对全年收入理论影响值进行修正。同时，根据疫前各公司增长目标，近期各公司业绩调整计划，预测疫情冲击下，各厂商的 20 年收入增速。

若疫情冲击进一步延续至二季度，则各企业应对策略及业绩目标均有可能做出调整，建议对终端动销、渠道库存、厂商合作等方面保持跟踪，以对疫情冲击下的业绩影响作出更准确的评估。

1.2. 理论值预测：强者恒强，高端酒、光瓶酒受损有限

1.2.1. 名优白酒节前动销完成度较高，20Q1 业绩有所保障

名优白酒节前动销状况良好，开门红有保障。对白酒企业来说，一季度业绩占比通常在 30-40%，其中春节动销约占 60-70%，根据节前渠道反馈，由于 20 年春节提前，各家名优酒企春节回款及出货基本已于 19 年 11-12 月完成，终端动销良好。如茅台已于 19Q4 提前执行 20Q1 计划拟投放 7500 吨配额，五粮液/老窖/汾酒/古井/洋河/顺鑫等龙头基本按照既定节奏，约完成全年任务的 30% 以上。同时疫情爆发新闻广泛传播乃至武汉封城时点已近年末，节前动销已基本结束，因此预计一季度业绩受影响较小。

从渠道链条看，部分库存在终端、消费者端，预计淡季厂商仍需挖掘消费场景消化库存，迎接端午、中秋旺季；反之消费者手中的堰塞湖预计将延后二次消费时间点。当前疫情对白酒行业影响偏短期，行业长期集中度提升趋势及龙头优势不会改变。

1.2.2. 划分消费场景：高端及光瓶酒受损有限

按消费场景区分，高端及光瓶酒受损有限。春节期间白酒主要消费场景包括四大类：商务赠礼、商务宴请、宴席及大众聚饮、亲朋赠礼等，其中高端酒以商务赠礼及宴请消费为主，动销大部分于节前完成，受疫情影响较小；而光瓶酒日常家庭自饮消费占比较高，春节时点历史上看需求反而受到其余场景抑制，呈现淡季现象，由于本次疫情节后复工及开工延期部分刺激了自饮动销，因此受疫情影响有限；而疫情爆发后餐饮渠道消费基本陷入停滞，同时亲友走访被限制，宴席及大众聚饮、亲朋赠礼等消费渠道被抑制，次高端品牌及中高端地产酒品牌动销受限，次高端品牌以全国化名优白酒为主，抗风险能力相对较高，且疫后宴席消费存在补回现象，其余消费场景也有反弹性消费，受影响程度预计将小于中高端地产酒品牌。综合各价格带情况来看，受疫情影响程度依次为**高端酒<低端光瓶酒<次高端<中高端地产酒**。

表 1：白酒主要消费场景整理

消费场景	疫情影响
商务赠礼及宴请	高端白酒为主。基本在节前动销完成，节后占比较低，受疫情影响较小。
大众宴席及聚饮	以 300-600 元次高端、100-300 元中高端白酒为主。主要消费于餐饮渠道，以亲友聚会及宴席消费为主，受疫情影响宴席消费几乎停滞，疫情过后推迟举办的宴席消费预计将出现消费反弹，短期受疫情影响较大。
亲朋赠礼	以 100-300 元中高端、300-600 元次高端产品为主。由于单价较低无需提前囤酒，即时消费属性强。亲朋赠礼消费节后消费约占一半，短期受疫情影响较大。
家庭自饮	低端光瓶酒为主。餐饮渠道受限部分刺激家庭自饮消费，受疫情影响较小。

数据来源：东吴证券研究所整理

我们根据草根调研反馈以及各企业产品结构的不同对其消费场景进行区分，在未考虑节后补回、反弹消费以及龙头挤压其余竞品能力的情况下测算疫情对业绩的理论影响。分价格带来看：

（一）高端酒：刚性消费驱动动销，疫情冲击影响最小

整体来看，高端白酒茅五泸商务赠礼及宴请消费占比达到 65% 以上，考虑到该消费场景下白酒节前动销基本完成 8 成以上，同时，高端酒企品牌力强，消费者具有较强的购买意愿。由于商务社交领域的消费刚性，预计节后高端白酒在商务赠礼、宴请等渠道

动销依旧可延续，企业受影响大小依次为茅台<五粮液<泸州老窖，悲观测算下泸州老窖全年销量最大影响仅为6.4%，疫情对其全年销量的影响有限。

表2：高端白酒春节消费场景占比预测

	商务赠礼及宴请	大众宴席及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	公司产品结构（取近似比）
贵州茅台	80.0%	10.0%	10.0%	低个位数	高端：系列酒=90%:10%
五粮液	80.0%	10.0%	10.0%	低个位数	高端：系列酒=80%:20%
泸州老窖	65.0%	20.0%	15.0%	低个位数	高端：次高端：中低档=50%： 30%：20%

数据来源：公司公告、草根调研、东吴证券研究所预测

图1：20年高端白酒企业疫后业绩影响理想值测算（假设2月/3月份疫情基本结束）

		春节收入占全年比重	一季度各消费场景占比				一季度各消费场景受影响情况				全年收入增速影响
			商务赠礼及宴请	大众宴席及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	商务赠礼及宴请	大众宴席及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	
3月结束	贵州茅台	35%	80%	10%	10%	0%	-5%	-20%	-30%	0%	3.2%
	五粮液	35%	80%	10%	10%	0%	-10%	-20%	-30%	0%	4.6%
	泸州老窖	35%	65%	20%	15%	0%	-15%	-20%	-30%	0%	6.4%
2月结束	贵州茅台	35%	80%	10%	10%	0%	0%	-10%	-20%	0%	1.1%
	五粮液	35%	80%	10%	10%	0%	-5%	-10%	-20%	0%	2.5%
	泸州老窖	35%	65%	20%	15%	0%	-10%	-10%	-20%	0%	4.0%

数据来源：WIND、草根调研、东吴证券研究所测算 注：将消费场景进行分类，并对企业春节期间各消费场景受影响情况进行预测，按照疫情2月末基本结束和3月末基本结束作为假设测算疫情对全年营收增长的冲击。

（二）次高端：汾酒产品结构丰富，分散风险具备优势

次高端以汾酒和水井坊为例：汾酒产品结构丰富，影响总体较小。青花消费场景主要集中在商务赠礼及宴请、大众宴席消费，二者合计占比超70%，同时由于老白汾等腰部产品及玻汾占比较高，所以其家庭自饮消费占比同样较高，总体消费场景分布较为均匀；而水井坊次高端产品收入占比超90%，公司以商务赠礼及宴请、大众宴席及聚饮消费为主。整体预计疫情对次高端板块全年业绩增速的影响约为5-10%。

表3：次高端白酒春节消费场景占比预测

	商务赠礼及宴请	大众宴席及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	公司产品结构（取近似比）
山西汾酒	40.0%	30.0%	10.0%	20.0%	次高（青花）：中高（巴拿马等）：

低端（玻汾+其他）=35%:25%:40%

水井坊	50.0%	35.0%	15.0%	低个位数	次高端产品占比超 90%
-----	-------	-------	-------	------	--------------

数据来源：公司公告、草根调研、东吴证券研究所预测

图 2：20 年次高端白酒企业疫后业绩影响理想值测算（假设 2 月/3 月份疫情基本结束）

		春节收入占全年比重	一季度各消费场景占比				一季度各消费场景受影响情况				全年收入增速影响
			商务赠礼及宴请	大众宴请及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	商务赠礼及宴请	大众宴请及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	
3月结束	山西汾酒	35%	40%	30%	10%	20%	-20%	-40%	-50%	8%	8.2%
	水井坊	35%	50%	35%	15%	0%	-20%	-40%	-50%	0%	11.0%
2月结束	山西汾酒	35%	40%	30%	10%	20%	-15%	-30%	-40%	5%	6.3%
	水井坊	35%	50%	35%	15%	0%	-15%	-30%	-40%	0%	8.4%

数据来源：WIND、草根调研、东吴证券研究所测算 注：将消费场景进行分类，并对企业春节期间各消费场景受影响情况进行预测，按照疫情 2 月末基本结束和 3 月末基本结束作为假设测算疫情对全年营收增长的冲击。

（三）地产酒及光瓶酒：地产龙头稳健，顺鑫影响较小

地产酒分化则更为严重，我们认为龙头地产酒企业在省内渠道深耕多年，消费者品牌认可度较高，疫情对业绩增速的影响可控制在 12% 以内，而其他小品牌地产酒受龙头挤压较为严重，预计冲击或超 15%。苏酒春节消费占比略低于徽酒，龙头洋河、今世缘次高端产品占比较高，预计疫情冲击下略微打乱洋河调整年节奏，今世缘省内国缘消费氛围已成，渠道调节力较强，预计受影响较小。而徽酒春节消费占比高，龙头古井、口子窖中高档产品占比较高，消费场景主要是亲朋赠礼、大众宴席及聚饮等，实际消费影响较大，古井次高端产品动销良好，省内市占率较高，外埠开拓卓有成效，预计受影响程度小于口子窖。

表 4：地产酒及光瓶酒企业春节消费场景占比预测

	商务赠礼及宴请	大众宴席及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	公司产品结构（取近似比）
洋河股份	40.0%	40.0%	10.0%	10.0%	次高端：中高端：低端酒 =30%:50%:20%；省内：省外 =50%:50%，省外以次高端为主
今世缘	40.0%	40.0%	20.0%	低个位数	次高端：中高端=50%:50%
古井贡酒	10.0%	50.0%	30.0%	10.0%	次高端：中高端：低端酒 =25%:60%:15%；省内：省外=7:3
口子窖	10.0%	50.0%	30.0%	10.0%	公司以中高档产品为主（占比约

70%)，省外占比较低

顺鑫农业	低个位数	30.0%	低个位数	70.0%	高端酒（单价大于100元）：其他酒=15%:85%
------	------	-------	------	-------	---------------------------

数据来源：草根调研、东吴证券研究所预测

图 3：20 年地产及光瓶酒企业疫后业绩影响理想值测算（假设 2 月/3 月份疫情基本结束）

		春节收入占全年比重	一季度各消费场景占比				一季度各消费场景受影响情况				全年收入增速影响
			商务赠礼及宴请	大众宴请及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	商务赠礼及宴请	大众宴请及聚饮	亲朋赠礼	家庭自饮	
3月结束	洋河股份	30%	40%	40%	10%	10%	-25%	-35%	-40%	0%	8.4%
	今世缘	35%	40%	40%	20%	0%	-25%	-35%	-40%	0%	11.2%
	古井贡酒	35%	10%	50%	30%	10%	-25%	-35%	-40%	0%	11.2%
	口子窖	35%	10%	50%	30%	10%	-25%	-35%	-40%	0%	11.2%
	顺鑫农业	30%	0%	30%	0%	70%	0%	-50%	0%	8%	2.8%
2月结束	洋河股份	30%	40%	40%	10%	10%	-20%	-25%	-30%	0%	6.3%
	今世缘	35%	40%	40%	20%	0%	-20%	-25%	-30%	0%	8.4%
	古井贡酒	35%	10%	50%	30%	10%	-20%	-25%	-30%	0%	8.2%
	口子窖	35%	10%	50%	30%	10%	-20%	-25%	-30%	0%	8.2%
	顺鑫农业	30%	0%	30%	0%	70%	0%	-40%	0%	5%	2.6%

数据来源：WIND、草根调研、东吴证券研究所测算 注：将消费场景进行分类，并对企业春节期间各消费场景受影响情况进行预测，按照疫情 2 月末基本结束和 3 月末基本结束作为假设测算疫情对全年营收增长的冲击。

光瓶酒方面，餐饮渠道受限影响较大，但顺鑫作为光瓶酒龙头家庭自饮消费占比约为 70%，公司 Q1 已打款全年目标的 50%，疫情短期影响正常发货节奏，全年业绩完成度较高，预计疫情对业绩影响较小，约为 3%。

1.3. 调整值预测：马太效应加剧，龙头变革加速

龙头预计在疫情结束后将进一步弱化疫情对销量影响。龙头酒企具有极强的品牌壁垒，且在协调厂商关系，稳定渠道利润，支持终端良性消化库存等方面可以为经销商提供更多支持。同时，近期各白酒企业针对疫后工作均作出政策支持，例如配额优化，取消配额等降低库存压力；增费用支持，协助拓展动销；并对部分有压力经销商给予资金支持。叠加疫情结束后的“反弹性消费”，以期进一步弱化疫情对公司全年销量的影响。预计强势企业上半年即可追平疫情影响。

表 5：疫后各企业出台政策汇总

公司	相关会议及文件	主要内容
贵州茅台	年后多次召开复工复产专题研讨会	1. 坚定“计划不变、任务不减、指标不调、收入不降”； 2. 摸清上游企业所在区域疫情，及时掌握全国各地交通管制

		情况, 要对是否影响原辅料供应和物资调运制定应急预案; 3. 一季度下降的销售收入缺口, 在 20 年上半年全部补齐
五粮液	年后多次召开专题会议; 发布《关于精准施策、不搞一刀切, 切实做好近期市场重点工作的通知》等文件	1. 紧抓“三个优化”(加强计划/渠道/结构优化), “三个转型”(加快机制/团队/数字化转型) 推动全年营收保持两位数以上的增长; 2. 加强市场调研分析, 关注消费动销, 加强计划配额优化, 不搞一刀切, 加快市场费用核报, 及时兑现终端积分奖励, 加强客户服务等
泸州老窖	复工复产党组会议; 发布《关于取消 2020 年 2 月份国窖 1573 经典装配额的通知》	1. “三不变”(战略不变、目标不变、任务不变), “三加强”(加强销售攻坚、加强营销创新、加强支撑保障); 2. 直接取消国窖 1573 经销商 2 月份配额, 减轻经销商打款压力, 商家可根据库存自行安排调剂进货
今世缘	发布《关于应对新冠疫情支持全国经销商伙伴共渡难关的九条政策意见》	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、降价促销等方式追求短期销量; 对于协议期内的产品调拨, 可以给予延期还款, 最大程度的帮助经销商降低资金成本
古井贡酒	董事长发布《致古井广大经销商和全体营销将士们的慰问信》	针对当前经销商遇到的困难拿出措施, 费用不减、力度不减, 空中宣传只增不减
舍得酒业	发布致经销商伙伴的一封信	1. 一地一策, 制定针对团购用酒、家庭用酒的有效政策, 提升产品动销; 2. 拓宽融资渠道、降低融资成本, 提升经销商的资金利用率
郎酒集团	郎酒集团“大稳定 战疫情”主题电话会议	1. 公司扶大商、树好商的战略不变, 采取“一商一策”政策, 和商家共同分析市场, 制定策略; 2. 对有特殊困难的商家公司给予特殊支持

数据来源: 微酒网、酒业家、凤凰酒业等、东吴证券研究所整理

在理论影响的前提下, 针对各价格带酒企, 我们假设库存良性、渠道管控能力强、以及具备竞挤压竞品能力的企业可以更大程度的补回损失, 结合各公司 20 年目标调整情况, 从而得到调整后的全年业绩增速。

(一) 高端酒: 补回程度较大, 目标完成确定性高

贵州茅台短期批价回落, 实则利好长远, 全年目标完成确定性高。受动销骤降冲击, 茅台批价节后加速回落, 预计仍将站稳 2000 价格带, 疫情加速黄牛炒家离场, 利好价格体系稳定。我们认为节后淡季批价回落是正常现象, 疫情引起的终端门店关停、消费场景冰冻、酒水动销骤降阶段性加速批价回落也在预期范围内。草根调研了解到茅台渠

道中直营和经销商资金链压力较小，而炒家资金规模小，拿货成本高，压力最大，急于出货导致价格回落。此部分人群离场利好长远价格体系稳定，急涨急跌的茅台价格对上市公司、行业、渠道均无益处。公司指引 2020 “计划不变、任务不减、指标不调、收入不降”，全年目标完成确定性高。

五泸顺悲观测算下销量影响不超 6%，考虑到后疫情期补回性、反弹性消费及全年目标的务实合理性，同时五粮液疫后加强计划配额优化，不搞一刀切，及时兑现终端积分奖励等措施，泸州老窖取消国窖 1573 经销商 2 月份配额，减轻经销商打款压力等措施相继出台，预计完成目标无虞。考虑到当前的库存、渠道因素及公司未来管理能力，预计高端酒板块补回损失程度最高，公司补回程度依次为老窖<五粮液<茅台。

表 6：名优酒企节后追回损失程度评估

	库存情况	消费意愿	挤压竞品能力	预计损失补回程度
贵州茅台	约 0.5 个月左右水平	供不应求	可持续挤压竞品份额	全部补回
五粮液	约 0.5-1.5 个月水平	刚需消费意愿高	可持续挤压竞品份额	约 4-5%
泸州老窖	库存约 2 个月水平	刚需消费意愿高	挤压其他竞品	约 3-4%

数据来源：草根调研、东吴证券研究所整理

（二）其他酒：顺鑫补回较多，行业挤压式增长加速

品牌力+渠道力优异的次高端及地产酒龙头受疫情影响更小，行业挤压式增长趋势加速。次高端板块，汾酒库存合理，青花销售预计承压但作为公司发力重点，疫后有望迎来反弹，玻汾以自饮为主影响不大，水井坊在终端动销、渠道利润等方面均弱于汾酒，预计损失补回程度水井坊<汾酒。

强势地产酒借助省内多年深耕，古井省内市场消费升级显著，古 8 及以上产品动销良好，公司当前库存合理，打款及发货正常，凭借更为强势的渠道铺设及更高的省内市占率，预计将对包括口子窖在内的其他省内地产酒形成冲击，损失补回程度口子窖<古井。同时洋河 19 年处于调整期，受本次疫情影响调整期预计将拉长，而今世缘南京地区国缘消费氛围已成，渠道推力更强，预计将继续受益对手战略调整期，预计损失补回程度洋河<今世缘。

同时顺鑫作为光瓶酒龙头全国性品牌优势突出，渠道资源整合及经销商合作理念显著领先其他小品牌酒企，未来或持续收割同价格带其他小品牌酒企市场份额，预计损失补回程度较高，约为 3% 水平。

表 7：名优酒企节后追回损失程度评估

	库存情况	消费意愿	挤压竞品能力	预计损失补回程度
山西汾酒	库存良性(山西地区略高)	对青花认可度较高	对次高端竞品形成挤压	约 4-5%

水井坊	整体良性，略高于去年同期	华东市场增长迅速	预计将受到冲击	约 2-3%
洋河股份	节前库存低位，新库存压力有限	M6 及 M6+市场接受度高	惯性消费意愿强	约 2-3%
今世缘	库存约 1-2 个月	国缘消费氛围已成	受益对手调整期	约 3-4%
古井贡酒	省外库存约 0.5 个月	古 8 及以上产品接受度高	对省内竞品形成挤压	约 3-4%
口子窖	库存合理	次高端产品放量	对省内除古井外产品形成挤压	约 2-3%
顺鑫农业	库存良性	基本不受疫情影响	收割其他小品牌光瓶酒份额	约 3%

数据来源：草根调研、东吴证券研究所整理

表 8：调整后各酒企 20 年收入增速预测

	20 年收入增速预测 (Wind 一致预期)	考虑损失补回后疫情对全年收入影响	调整后 20 年收入增速预测
贵州茅台	15.5%	0%	约 15-16%
五粮液	18.5%	0-1%	约 17-19%
泸州老窖	19.2%	0-3%	约 16-19%
山西汾酒	17.4%	1-3%	约 15-17%
水井坊	19.1%	5-9%	约 10-14%
洋河股份	9.8%	3-6%	约 4-7%
今世缘	24.9%	4-8%	约 17-21%
古井贡酒	19.5%	4-8%	约 12-16%
口子窖	13.3%	5-9%	约 4-8%
顺鑫农业	15.6%	0-0.5%	约 15-16%

数据来源：公司公告、渠道调研、东吴证券研究所整理

龙头改革加速，未来有望持续释放动能。本轮疫情冲击下，传统白酒渠道大幅受限，为酒企改革带来机遇与时间，管理能力领先的龙头酒企改革转型有望加速。茅台或进一步加强电商及 KA 渠道网点布局，推动直营体系改革；五粮液推进数字化营销改革的节奏有望加快，供应链金融服务能力或将进一步提升，公司未来或将在企业团购等渠道发力，打造多元化渠道结构，减少突发事件波动对业绩产生的负面影响。名优白酒企业管理能力突出，加速改革背景下公司有望持续释放动能，加速管理能力较弱的中小地产酒企出清，行业头部集中趋势不减。

2. 食品：餐饮渠道受限，礼品需求压制，场景转移刺激消费

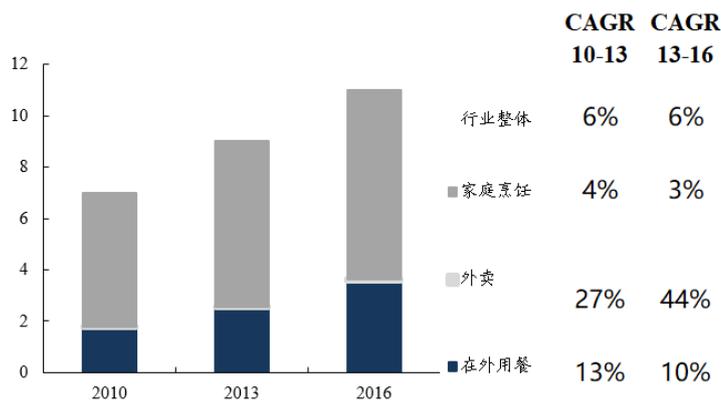
2.1. 业绩测算的核心假设及逻辑

从场景属性看，我们认为此次疫情带来了两类消费场景的转移，包括**餐饮消费转移到家庭消费**，**礼品需求转移到自用需求**。

餐饮消费转移到家庭消费。从春节用餐整体而言，用餐需求总量稳定，但从外出就餐转移到家庭消费，从高端消费转移到日常消费，甚至呈现了消费总额的“降级”，例如由餐饮聚餐降到家庭消费速冻米面、速冻丸子、方便面、榨菜。20年春节七天，疫情导致餐饮行业零售额损失约5000亿元，19年春节七天餐饮业零售额占全年15.5%，由此，餐饮场景占比高的部分调味品将对有所下滑，其中部分转化为家庭消费需求上升。我们预计若疫情分别在2月/3月得到有效控制，对Q1餐饮业损失分别约为30/50%。家庭消费端，**参考非典时期**，凯度数据显示，在截止2003年3-5月，饼干、方便面、鸡精和酱油购买金额增速显著高出全年增速，消费者自用需求上升。对此我们预计若疫情持续到3月底则相应乳制品/高温肉制品/调味品C端需求会上升10-20%，而速冻等方便食品预计有30-50%的增长。

送礼需求转移到自用需求。因武汉封城已经为腊月29，部分乳制品和休闲食品的礼品和团购消费已经完成，受影响较大的是春节期间送礼的礼盒装，如乳制品、休闲食品、保健品、饮料等。但与此同时，因宅属性带来的自用需求和休闲需求也由此提高，常规乳制品、饼干、瓜子等休闲食品、VC等保健品动销加速。

图4：我国用餐市场规模约11万亿



数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

图5：19年我国餐饮市场规模4.7万亿



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图6：SARS期间必选消费品囤货需求上升

	食品				非食品		
							
	饼干	方便面	鸡精	酱油	家庭清洁产品 (不含餐具清洁)	身体清洁 (肥皂&沐浴露&洗手液)	面巾纸
截止2003/05/16 过去12周金额增速	+19%	+18%	+31%	+12%	+179%	+45%	+38%
2003全年 金额增速	+12%	+10%	+28%	+8%	+77%	+22%	+25%

数据来源：凯度，东吴证券研究所

从产品属性上看，囤货/民生必选类消费品主要受到物流和复工程度的影响，高端乳制品、保健品主要受到终端动销影响。

囤货、方便食品属性的产品如安井、三全、桃李面包等，终端需求较旺盛；同样必选消费如肉制品、常规乳制品影响有限，甚至产生囤货属性。这两类产品的收入增长主要受到物流和复工程度的影响。

可选消费属性如保健品，在消费者对健康意识上升期，有一定利好，但同时也因相关消费促进活动如门店导购、组织讲堂等受到限制，单体药店开业不足等影响。同样，高端乳制品动销受挫，常规产品供销两旺，春节前渠道备货较充足。这一类产品往往渠道库存比较充足，目前的主要矛盾在于终端动销。

2.2. 全年维度影响有限，关注行业格局变化

我们分餐饮、礼品和自用场景对板块内重点公司进行一季度业绩测算，并结合产品属性展开具体分析后发现，考虑到龙头疫后恢复反弹和挤压中小厂商的能力，总体来看，即使疫情持续到3月底，对各板块龙头公司全年收入影响在-5~5%之间，影响有限，而疫情之后行业格局的加速变化，或带来更大的机遇。

图7：假设疫情在2月底得到有效控制，全面复工复产

板块	个股	18Q1		19Q1A		一季度消费场景占比			一季度消费影响			一季度收入增速影响	考虑调节能力后全年收入增速影响		
		收入	利润	收入	利润	收入yoy	利润yoy	送礼	餐饮	家庭	送礼			餐饮	家庭
速冻食品	安井食品	9.6	0.5	11.0	0.6	15%	20%	80%	20%		-30%	25%	-19%	-2%	
	三全食品	18.2	0.3	19.1	0.4	5%	42%	15%	85%		-30%	25%	17%	3%	
保健品	汤臣倍健	10.7	3.7	15.7	5.0	47%	34%	20%		80%	-13%		-5%	-7%	-1%
休闲食品	绝味食品	9.6	1.5	11.5	1.8	20%	20%		100%			-18%		-18%	-3%
	三只松鼠	22.5	2.3	28.7	2.5	27%	7%	15%		85%	-12%		4%	2%	0%
	洽洽食品	10.3	0.8	10.4	1.1	1%	36%	20%		80%	-12%		4%	1%	0%
	桃李面包	9.9	1.1	11.4	1.2	16%	12%			100%			-5%	-5%	-1%
乳制品	伊利股份	197.5	21.0	231.3	22.8	17%	8%	25%		75%	-40%		7%	-5%	-1%
肉制品	双汇发展	120.6	10.6	119.7	12.8	-1%	20%		10%	90%		-30%	-3%	-6%	-1%
调味品	海天味业	46.9	12.0	54.9	14.8	17%	23%		60%	40%		-30%	12%	-13%	-2%
	中炬高新	11.5	1.7	12.3	1.9	7%	12%		30%	70%		-30%	12%	-1%	0%
	恒顺醋业	4.0	0.6	4.6	0.7	15%	22%		20%	80%		-30%	12%	4%	1%
	涪陵榨菜	5.1	1.1	5.3	1.6	4%	35%		5%	95%		-30%	12%	10%	2%
啤酒	青岛啤酒	72.5	6.7	79.5	8.1	10%	21%		55%	45%		-30%	5%	-14%	-2%
	重庆啤酒	8.1	0.8	8.3	0.9	3%	13%		55%	45%		-30%	5%	-14%	-2%
	珠江啤酒	7.2	0.2	7.5	0.3	5%	66%		55%	45%		-30%	5%	-14%	-2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

注：1、加灰为具有方便食品属性；2、疫情对公司全年收入影响已经考虑公司在疫后有配套措施挽回 Q1 营收损失；3、消费场景占比或受到调研数据代表性的影响

图 8：假设疫情在 3 月得到有效控制，全面复工复产

板块	个股	18Q1		19Q1A		一季度消费场景占比			一季度消费影响			一季度收入增速影响	考虑调节能力后全年收入增速影响		
		收入	利润	收入	利润	收入yoy	利润yoy	送礼	餐饮	家庭	送礼			餐饮	家庭
速冻食品	安井食品	9.6	0.5	11.0	0.6	15%	20%	80%	20%		-50%	40%	-32%	-4%	
	三全食品	18.2	0.3	19.1	0.4	5%	42%	15%	85%		-50%	40%	27%	5%	
保健品	汤臣倍健	10.7	3.7	15.7	5.0	47%	34%	20%		80%	-20%		-8%	-10%	-1%
休闲食品	绝味食品	9.6	1.5	11.5	1.8	20%	20%		100%			-30%		-30%	-5%
	三只松鼠	22.5	2.3	28.7	2.5	27%	7%	15%		85%	-20%		10%	6%	1%
	洽洽食品	10.3	0.8	10.4	1.1	1%	36%	20%		80%	-20%		10%	4%	1%
	桃李面包	9.9	1.1	11.4	1.2	16%	12%			100%			-10%	-10%	-2%
乳制品	伊利股份	197.5	21.0	231.3	22.8	17%	8%	25%		75%	-50%		10%	-5%	-1%
肉制品	双汇发展	120.6	10.6	119.7	12.8	-1%	20%		10%	90%		-50%	-5%	-10%	-2%
调味品	海天味业	46.9	12.0	54.9	14.8	17%	23%		60%	40%		-50%	20%	-22%	-3%
	中炬高新	11.5	1.7	12.3	1.9	7%	12%		30%	70%		-50%	20%	-1%	0%
	恒顺醋业	4.0	0.6	4.6	0.7	15%	22%		20%	80%		-50%	20%	6%	1%
	涪陵榨菜	5.1	1.1	5.3	1.6	4%	35%		5%	95%		-50%	20%	17%	3%
啤酒	青岛啤酒	72.5	6.7	79.5	8.1	10%	21%		55%	45%		-50%	10%	-23%	-3%
	重庆啤酒	8.1	0.8	8.3	0.9	3%	13%		55%	45%		-50%	10%	-23%	-4%
	珠江啤酒	7.2	0.2	7.5	0.3	5%	66%		55%	45%		-50%	10%	-23%	-3%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

注：1、加灰为具有方便食品属性；2、疫情对公司全年收入影响已经考虑公司在疫后有配套措施挽回 Q1 营收损失；3、消费场景占比或受到调研数据代表性的影响

测算发现疫情带来的影响：按 Q1 受冲击程度看：速冻（方便食品）<休闲食品<乳制品<肉制品<调味品<保健品<啤酒；而疫后，乳制品、调味品、保健品具有较强反弹消费和公司调节能力，全年受冲击程度看：速冻（方便食品）<保健品<休闲食品<乳制品<肉制品<调味品<啤酒；

方便食品：从 C 端消费占比和疫情影响下囤货属性高低看，受益程度三全>安井。三全、安井、克明面业等在 C 端消费需求增长比较显著，且价格敏感度降低，多地调研未见有打折促销。截至今年春节初八克明面业未发出订单同比增长 70%，三全食品提前复工保障供应。而安井虽在餐饮收入占比约 80%，但春节前后本身为公司销售淡季，所以若疫情持续至 2 月结束，我们推算收入影响为 19pct，考虑到后续反弹性消费和公司管理能力，对全年收入影响为 2pct；但是若持续到 3 月，则对 Q1 收入影响扩大到 32pct，有显著提高。

保健品：短期受制于药店开业率和进店购买时间，长期看，健康意识上升催生保健需求。汤臣倍健 VC、蛋白粉等产品热销，但主流产品受到消费者进店采购时间和促销活动限制。对此，公司开展了“1053”方案，重点建设全国排名前 10 的大连锁、省内排名前 5 的重点连锁、每一个地市/县城排名前 3 的重点连锁。将之前的大讲堂、店内导购的方式转变为通过微信群等进行产品推广，通过多种销售形式来弥补在门店直接销售环节的不足。我们预计疫情对公司全年收入影响为 1pct，而此次疫情培养的保健意识将为公司长期发展增加动力。

休闲食品：门店消费受挫，线上需求旺盛，受益程度三只松鼠>洽洽食品>桃李>绝味。受益于春节宅家，线上休闲食品需求有显著增长，但受到物流运输不畅、零售业客流疲弱的影响，线下门店受到较大冲击。**具体来看：****三只松鼠：**年货节期间（2019.12.16-2020.1.31）总销售额超 2 亿元，目前公司线上收入占比约 80%，1 月阿里渠道销售同比增长 22%，预计建设较晚的京东渠道增速超过阿里渠道，但线下小店和直营投食店受到影响。从行业层面看，零食门店普遍受到冲击，而背靠上市企业的加盟商如能得到一定帮扶，更有能力度过危机。从公司层面，松鼠在疫情发生后鼓励店长通过微信群等渠道打开外卖配送的市场，并出台一系列补贴政策，包括年费延期、对临期产品补贴毛利损失等。**洽洽食品：**春节前团购产品基本发出，商超送礼类产品预计占比较小，而线下高利润的瓜子产品动销积极，线上实现有效补充，预计整体影响有限。**桃李面包：**短保产品主要受到物流运输和终端消费频次影响。**绝味食品：**1 月经营得到保障，结合草根调研，疫情发生后门店约有 50% 关停，高势能店（高铁站、机场）人流下滑，影响显著，疫情周期越长对公司直营店和经销商的租金和人工成本压力都将愈发明显，全年来看，预计更多抗风险能力弱的夫妻老婆店或面临破产，绝味若能借机在疫后加速开店占领份额，将为未来 2-3 年发展蓄力。

乳制品：龙头挤压初现端倪。从上游原奶看，下游原奶销售受挫，龙头乳企已经加大喷粉力度，龙头乳企和上游利益绑定程度加大。从乳企生产到物流看，伊利部分工厂

春节期间生产未停止，长春工厂也于2月7日恢复生产，成为当地开发区第一家复工企业，整体来看，作为生活必需品，伊利生产端得到有利保障；同样2月10日，光明全产业链，从牧场到工厂，从物流到销售终端，实现了各部门的科学复工复产，可见对上市乳企而言生产和物流并非当下主要矛盾。部分地方小乳企强势的低温产品，因受到物流影响，补货能力不足，也会导致部分低温需求转向低温龙头和常温产品。从终端动销看，常规乳制品甚至出现脱销，假设一季度中，春节送礼消费占比为25%，如果疫情在2月得到有效控制，假设送礼消费降低40%，而家庭消费增长7%，对应当季收入影响约为5pct。乐观情况下，公司可通过3-5月的销售逐步清减渠道库存，优化产品结构，全年影响为-1~0pct。今年为伊利实现五强千亿目标的关键之年，我们认为，龙头乳企有能力通过营销策略配/合调动经销商优化渠道库存保障千亿目标。

肉制品：必选消费韧性足。双汇发展作为必选消费，需求平稳，且在疫情期间肉制品有较强囤货属性；虽屠宰板块一定程度受到开工率不足影响，收入或有所下滑，若疫情在2月底得到有效控制，对Q1收入影响6pct，全年影响1pct，但我们认为在肉价上行期，更需要关注的是冻肉持续释放利好的能力、肉制品随行就市提价能力。

调味品：C端占比高受益囤货，餐饮端行业性受挫，受挫程度涪陵榨菜<恒顺醋业<中炬高新<海天味业。春节期间行业收入损失约5000亿元，2月节后复工时间晚，外出就餐意愿低，小型餐饮和大型连锁均有受挫。预计如果疫情在2月底得到有效控制，对Q1餐饮影响约40%，餐饮业受挫也必将显著影响B端经销商进货意愿，预计对餐饮渠道调味品影响在30%以上，渠道库存积压也需要厂商配套措施帮助清理渠道库存。考虑到外出就餐需求转移到C端，而囤货需求下，消费者会更注重品牌产品采购，草根调研也发现调味品囤货，尤其是部分地区出现龙头产品出现断货。总体来看餐饮渠道占比较低的调味品公司受到影响较小。具体来看：恒顺醋业整体渠道库存较低，且疫情期间食醋尤其是白醋消费受到一定刺激性增长，我们草根调研了解到部分区域断货，对应公司春节期间未发货订单应有较高增长。公司餐饮渠道占比约20%，假设2月/3月疫情得到有效控制，餐饮影响分别为-30/-50%，家庭消费影响分别为12/20%，则对应公司收入增速贡献约为1%，影响差值有限。而中炬、海天餐饮渠道收入占比分别为30/60%，对应2月底/3月底疫情结束对收入的影响比例分别相差+12/20pct。从全年角度看，龙头虽短期渠道库存积压，后续有能力通过捆绑销售、营销促销，或给予餐饮折扣以绑定1-2季度采购等方式来清理渠道库存、促进收入增长，如疫情2月得到控制，则对涪陵榨菜/恒顺醋业/海天味业/中炬高新全年收入影响分别为+2/1/0/-2pct。

啤酒板块：食品饮料行业中，全年唯独看，啤酒受疫情影响较大，主要是啤酒在聚餐环境中饮用较多，而从餐饮向家庭转换比例较低。对企业影响依次为青岛啤酒<珠江啤酒<重庆啤酒，行业结构升级趋势不改。啤酒一季度动销占比较小（约20%），根据草根调研测算春节期间啤酒餐饮渠道占比约为50-60%，对全年消费影响约为10-12%，疫情影响有限。春节期间餐饮关停预计将使得市场需求下降30-40%水平，但该渠道可部分转化为家庭聚会进行消费，同时疫后随餐饮行情转暖啤酒较易迎来消费反弹。根据终

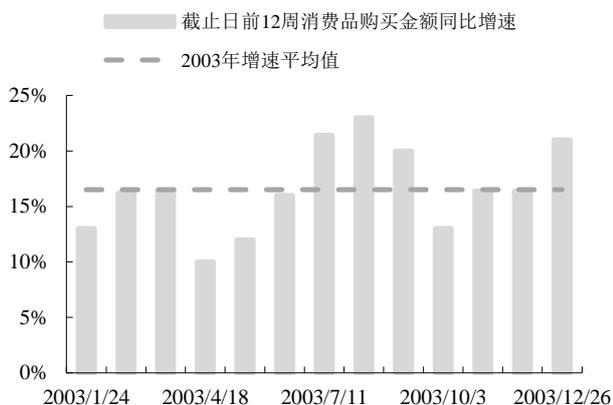
端调研反馈节后啤酒商超渠道动销良好，考虑到疫后龙头青啤具备更高的调节能力，同时参考各公司一季度收入占比珠江啤酒仅为 18%，预计企业受影响程度依次为青啤<珠江<重啤。此外，消费者在对于中档经典产品保持日常饮用习惯的同时，对于高端品类消费热度较往年显著提升，行业中长期结构升级驱动利润率提升逻辑不改。

3. 疫情之后，短期关注消费反弹，长期看龙头攻城略地

3.1. 看短期：疫后或将迎来明显消费反弹

短期关注消费反弹。凯度调研数据显示，03 年 SARS 疫情后快消品出现反弹性消费，03 年 6-8 月快消品增速超出当年平均增速约 6pct。产品结构上，我们认为外出餐饮长期压制后将迎来报复性消费，调味品企业也可适时调整渠道库存；消费者更加关注健康将带动保健品、乳制品等行业增长；部分不可避免的社交走访需求将得到弥补，白酒、高端乳制品、保健品或回归热潮。非典过后，03 年 9 月脑白金月销售额突破亿元，超过春节水平，同样 03 年伊利 Q3-4 增速超过 03H1 增速 20pct，虽然低基数效应已不在，但是旺盛的反弹性需求是毋庸置疑的。

图 9：03 年 SARS 疫情后快消品出现反弹性消费



数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

图 10：SARS 过后社零数据反弹



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.2. 观长期：龙头集中度加速提升，疫情后餐饮工业化/电商布局迎来机遇

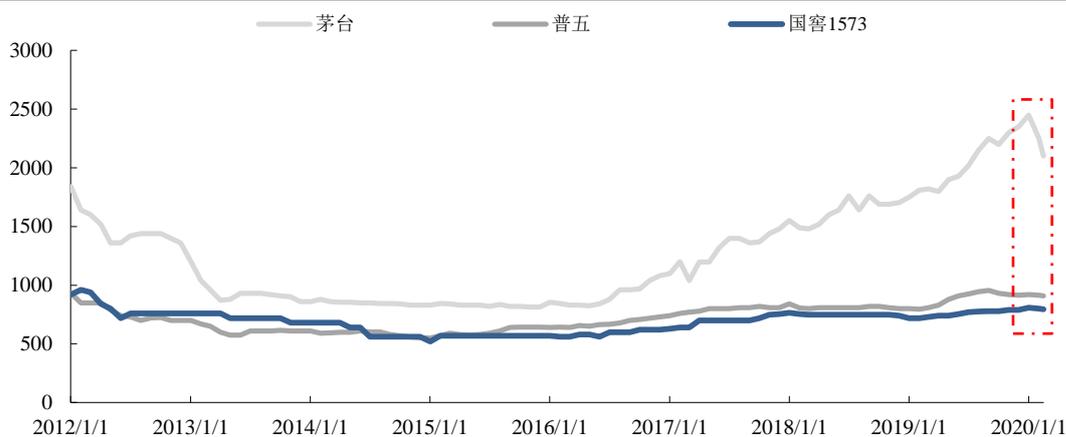
3.2.1. 疫情过后，龙头企业不止是收复失地，更是攻城掠地

白酒板块，短期承压，但疫情冲击下行业内部加速洗牌，长期不改结构升级+头部集中趋势。疫情冲击预计将给行业内部带来两大影响：

- (1) 价盘小幅波动后企稳，高端白酒依然掌握行业定价权。往年来看，节后白酒批价均有不同程度下行，今年叠加疫情影响，需求抑制加速高端白酒批

价下行，当前茅台批价已有年前的 2400-2500 元下滑至 2000-2100 元水平，八代普五下滑至 900-910 元水平。我们预计价盘小幅波动后有望企稳，茅台品牌力强劲，需求端始终保持供不应求的消费热度，公司 20 年定调“基础设施建设年”，批价下行有利于公司完成控价目标，同时公司具备价格管理的能力，批价在 2000 元左右具备支撑。而五粮液当前变挺价为稳价，八代普五稳定在 900 元以上价格带，**并逐渐成为行业价格锚**，考虑到茅五超千元批价差+终端动销旺盛，公司节后具备挺价基础，行业价格体系将在高端酒引领下继续保持健康水平，侧面印证高端白酒品牌力进一步增强。

图 11：茅台批价下滑对普五/国窖 1573 影响有限



数据来源：渠道跟踪、东吴证券研究所

- (2) **头部集中趋势不减，预计名优品牌将持续挤压地产酒小品牌，品牌力强盈利能力稳定的企业将持续挤压同价格带竞品。**中长期来看疫情对板块负面影响有限，但疫情带来的库存问题或将对中小酒企形成较大冲击，疫情突发使得中小酒企错过了春节这个一年当中最佳的销售机会，在商超等渠道名优酒产品也对中小酒企形成极大冲击，受限于库存压力部分中小酒企将面临洗牌。回顾 03 年 SARS 事件，疫情在 4 月份集中爆发并对白酒企业 03Q2 营收及利润形成直接冲击，整体来看，以茅五为代表的高端酒品牌在短暂收到冲击后迅速调整，盈利能力保持稳定，与其他板块形成分化；而次高端龙头山西汾酒在二季度销量锐减，03Q2 收入同-15%，净利润同-18%，之后公司积极调整，持续在经营管理、质量控制、销售推广上进行突破，实现销售快速恢复，03Q3、03Q4 销售同比增长，在 04 年公司全年单季净利润保持增长，而酒鬼酒、水井坊、舍得等竞争对手则仍处调整周期，板块内部同样形成分化。同样，我们认为本次疫情冲击过后，名优酒企具备较强的渠道管控能力得以有效补回春节期间损失，抢占行业份额，利好行业龙头。

表 9：SARS 前后白酒企业营收同比增速一览

	03Q1	03Q2	03Q3	03Q4	04Q1	04Q2	04Q3	04Q4
贵州茅台	156%	16%	33%	80%	-53%	816%	39%	11%
五粮液	152%	-4%	19%	38%	-57%	465%	-8%	2%
泸州老窖	212%	-11%	2%	51%	-62%	557%	16%	-19%
山西汾酒	233%	-15%	21%	37%	-64%	719%	21%	56%
水井坊	250%	-15%	-19%	-11%	-76%	330%	30%	-30%
酒鬼酒	127%	-18%	26%	86%	-60%	524%	7%	75%
舍得酒业	282%	-8%	-11%	-6%	-75%	435%	2%	3%
古井贡酒	176%	16%	8%	16%	-61%	695%	-6%	0%
伊力特	256%	10%	15%	24%	-81%	549%	-29%	-19%
金种子酒	343%	-13%	-13%	-7%	-78%	274%	16%	36%

数据来源：WIND、东吴证券研究所

表 10: SARS 前后白酒企业归母净利润同比增速一览

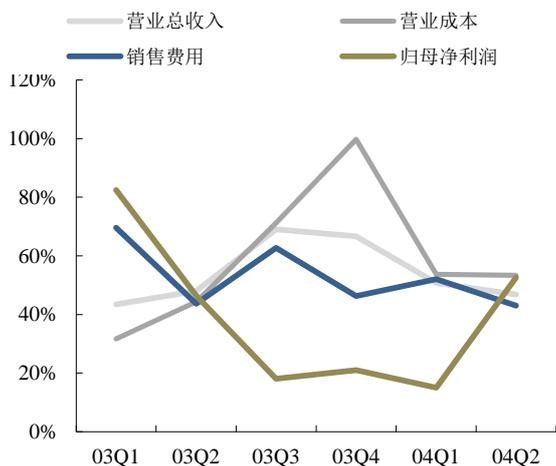
	03Q1	03Q2	03Q3	03Q4	04Q1	04Q2	04Q3	04Q4
贵州茅台	5%	10%	44%	244%	20%	151%	63%	31%
五粮液	16%	-9%	11%	40%	33%	52%	-11%	-4%
泸州老窖	38%	229%	-10885%	-257%	0%	90%	-65%	62%
山西汾酒	147%	-18%	237%	-195%	61%	362%	92%	127%
水井坊	-41%	-535%	181%	-677%	-40%	-99%	-158%	-195%
酒鬼酒	-245%	-234%	-129%	-47%	-368%	122%	19%	-111%
舍得酒业	-62%	173%	-19%	525%	94%	-54%	-11%	23%
古井贡酒	-20%	-226%	-58%	-1133%	-47%	-54%	-184%	341%
伊力特	-21%	5%	29%	-4%	19%	-4%	-1%	10%
金种子酒	-39%	-42%	-64%	7443%	15%	-78%	-2%	20%

数据来源：WIND、东吴证券研究所

食品板块，消费复苏时培养品牌产品消费习惯，强化龙头集中效应。以乳制品行业为例：在疫情期间高端品有一定渠道库存积压，在库存清理期，龙头企业的价格折扣对中小厂商形成较大压力，或进一步推动行业集中的态势。每一次行业性的危机都是重新洗牌整合的过程，回顾过往，在 2008 年三聚氰胺事件、2013 年口蹄疫抬升行业成本后都出现了龙头企业调整蓄力整合行业，行业 CR2 由 05 年的 27% 提升至 18 年 44%，尤其在 16 年中小企业价格战期间，龙头积压效应更加明显，16-18 年 CR2 提高 10pct。调研了解到，龙头乳企已经开始积极调整促销政策，部分商超导购已经复工。折扣促销亦将培养高端消费习惯，我们调研发现基础白奶出现断货，高端品促销力度大，消费者采购高端乳制品培养消费习惯。调味品行业中，如恒顺已经在积极招募社区团长，以利用

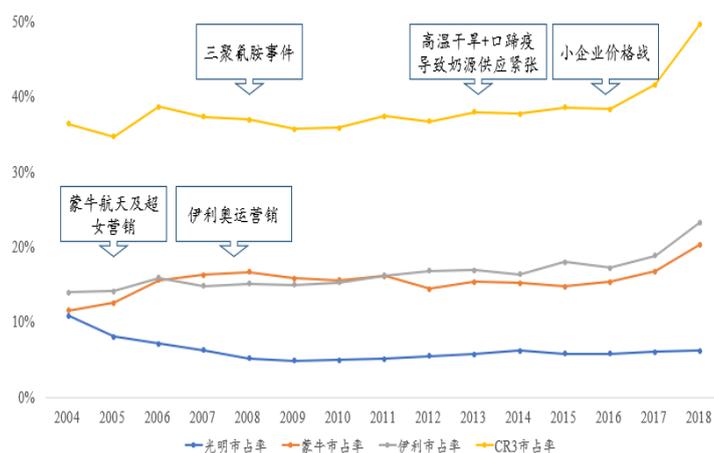
社区微信群等渠道丰富营销方式、提高客户粘性。休闲食品行业中关注线下零售整合的机遇，三只松鼠 11 个战区的小店负责人已开始提供开店咨询，鼓励加盟店主把握住节后报复性消费的反弹机会；绝味亦在夫妻老婆店承压期间，加大门店挖掘力度。目前休闲卤制品门店中夫妻老婆店数量占比约 90%，收入占比不足 80%，预计在疫后将龙头加速占领将推升行业洗牌。

图 12：伊利单季度财务指标同比变动情况



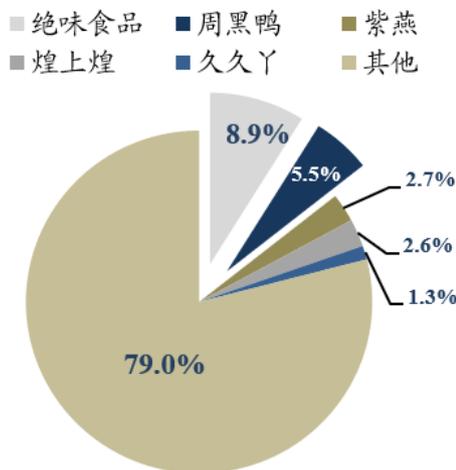
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：龙头乳企收割市场份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：休闲卤制品行业龙头公司收入市占率 (%)



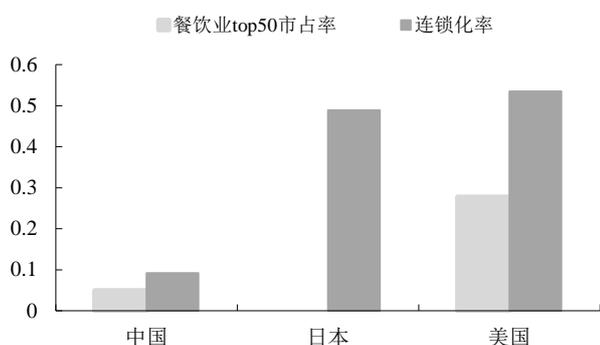
数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

3.2.2. 餐饮洗牌推动上游变革，推升餐饮半成品、复合调味料消费趋势

下游餐饮业加速整合，推动上游食材集中度提高。疫情期间尤其是春节期间，烹饪协会调研企业中 93% 关闭门店，其中 73% 关闭所有门店，行业冲击大，而我国餐饮业连锁化率不足 1%，抗风险能力差的中小企业占主体，除门店租金、人工成本外，还因供

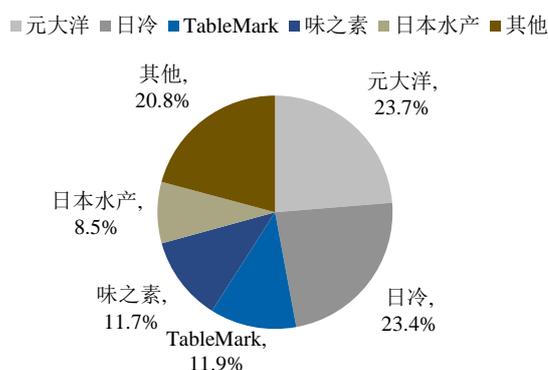
应商货款、原材料过期等压力，面临现金流断裂风险。预计此次疫情将加速中小餐饮门店出清，带动餐饮连锁化率提高，而下游的集中将进一步推动上游餐饮半成品和调味品行业集中。对比相对成熟的日本，连锁化率超过 17%，速冻集中度 CR5=79%，CR2=47%，而安井作为速冻火锅料龙头，速冻鱼/肉制品市占率不足 8%，行业整合空间大，有望在餐饮行业洗牌中受益。

图 15：国内餐饮连锁化程度远低于美日



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 16：2016 年日本速冻食品行业集中度 (%)



数据来源：日经产业新闻，东吴证券研究所

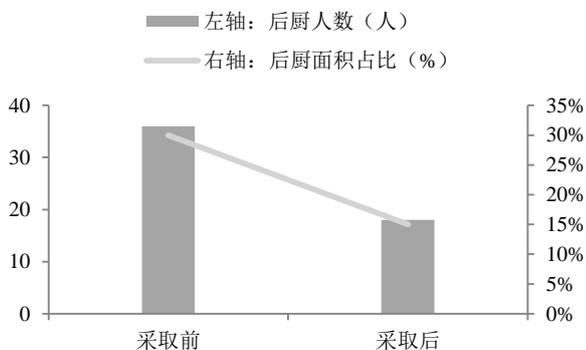
餐饮业或迎来行业性变革，速冻菜肴第三方代工优势明显，提效率、降成本大势所趋。中国烹饪协会走访数据显示，受访餐饮企业一季度成本中人工成本占比达到 59%，为房租成本的两倍，构成了疫情中的主要负担。我们认为伴随着餐饮供应链的逐步完善，半成品菜、复合调味品在餐饮业中的运用比率或将提升。1) **降低人工/租金成本**，举例来说，杨记兴臭鳜鱼（蜀海供应链客户之一）在食材供应链前置之后，后厨员工减少一半，后厨门店面积比从 30%减少到 15%。根据 2018 年中国餐饮年度报告的数据，正餐的平均人力费用占营收的 22%，其中后厨员工占到总员工的一半，后厨员工减少一半可以节省 25%的人力成本；门店租金占营收的 9%，后厨面积减少一半，同样节省 15%的租赁成本。我们测算得出，使用第三方代工半成品，可以节约成本 6.8%+。2) **提高标准化程度**，规模更大的第三方代工厂高度机械化，产品口味稳定；3) **优化后厨流程**，无需复杂的准备工作可以直接烹饪，上菜速度快。综上所述，我们认为而此次疫情冲击将成为行业加速变革的助推器，利好颐海国际/天味食品/安井食品/三全食品。

表 11：疫情期间平均每家受访餐饮企业主要成本费用情况

序号	项目	2020 年 1 月	2020 年 2 月 (预计)	2020 年一季度	成本占比
1	储备物资过期损失	94	80	215	12%
2	房租	157	175	483	27%
3	人工成本	367	390	1059	59%
4	疫情防治物资采购成本	14	22	53	3%
合计		632	667	1810	100%

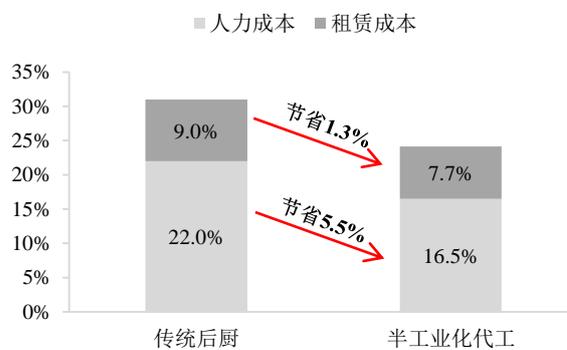
数据来源：中国烹饪协会，东吴证券研究所

图 17：杨记兴采取食材供应链前后



数据来源：新经济 100 人，东吴证券研究所

图 18：餐饮门店采取半成品菜肴代工后厨房成本占比

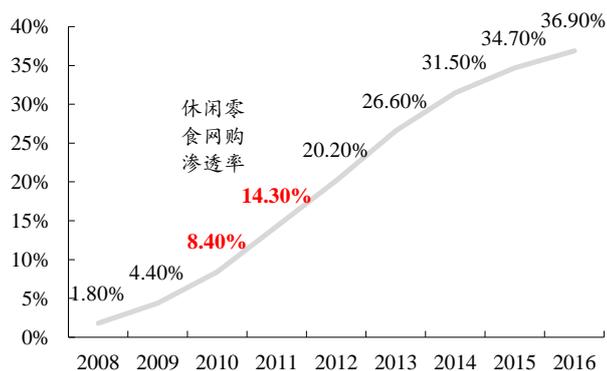


数据来源：中国餐饮年度报告，东吴证券研究所

3.2.3. 线上触及能力凸显，看好行业电商渗透率提升

食品线上消费习惯仍在培养中早期，看好线上龙头能力。淘宝数据显示，2月以来，每天3万人新开淘宝店，疫情宅家催生产线上供给，这背后更多的是商家关注到了消费需求向线上的转移。从线上渗透率看，食品行业渗透率约为服装 1/3，仍处于线上渗透中早期，而疫情发生后，线上囤货、方便程度属性凸显，例如，2月至今三只松鼠阿里渠道销售额已超去年同期。预计在物流全面复工后，线上食品购物习惯仍将继续培养。

图 19：服装行业电商渗透率



数据来源：艾瑞咨询，智研咨询，东吴证券研究所

图 20：2月至今三只松鼠阿里渠道销售额已超去年



数据来源：中国餐饮年度报告，东吴证券研究所

4. 投资建议

白酒板块：消费升级+龙头集中逻辑不改，虽短期受疫情影响酒企业绩承压，但考虑到大部分酒企春节动销已接近完成一季度业绩将有所保障，同时考虑到经济下行影响减弱+疫情后消费行情反弹+名酒渠道管理能力突出挤压中小酒企及同价格带竞品，板块仍存在结构性机会。1) 高端及光瓶酒板块受益消费场景影响，受疫情冲击有限，叠加节后损失补回，预计20年业绩完成度较高，长期看强品牌力下消费升级红利+份额集中态势不改，推荐高端头部品牌茅台、五粮液、泸州老窖及以及光瓶酒第一品牌顺鑫农业。2) 次高端及中高端地产酒板块受疫情影响较大，板块内部竞争加剧，短期业绩承压，但行业分化背景下，品牌+渠道力突出的龙头有望加速胜出，推荐次高端龙头山西汾酒，地产酒龙头古井贡酒，建议关注受益省内消费升级的今世缘。

食品板块：短期具备韧性，长期格局变化胜过疫情冲击。从短期视角来看，疫情蔓延产生宅家经济，复工之后消费者外出意愿仍然较低，聚餐类消费尚未恢复。速冻食品、休闲食品和保健品等子版块仍在受益，推荐汤臣倍健、洽洽食品、三只松鼠、双汇发展、恒顺醋业，建议关注三全食品。长期来看把握三条主线，1) C端消费者健康保健意识上升，乳制品、保健品或有反弹性需求，推荐伊利股份、汤臣倍健；2) 餐饮反弹性消费和餐饮业重塑，餐饮工业化进度加快以降低终端人工成本，利好食材/复合调味料，推荐安井食品，建议关注三全食品、颐海国际、天味食品；3) 反弹性消费叠加龙头去库存，培养品牌产品消费习惯挤压中小厂商。守望格局，推荐绝味食品、伊利股份、安井食品、中炬高新、香飘飘，建议关注涪陵榨菜。

5. 风险提示

疫情防控低于预期，食品安全风险，宏观经济不达预期，消费需求减弱。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

