食品饮料

证券研究报告
2021 年 11 月 15 日

展望2022寻找确定性，首推食品饮料细分行业龙头

行情回顾：板块整体下跌，调味发酵品跌幅明显

上周 SW 食品饮料下跌 2.95%，沪深 300 上涨 0.85%，板块整体下跌。分子行业看，上周啤酒行业下跌 3.46%，白酒行业下跌 3.30%，食品（综合）行业下跌 2.95%，乳品行业下跌 3.20%，肉制品行业下跌 2.66%，调味发酵品行业下跌 5.38%。

上周观点：提价传导依竞争格局而有效甄别，啤酒，调味品，餐饮产业链，乳制品较优

白酒：白酒板块首推高端白酒。我们认为 2022 年投资策略将主要围绕“确定性”，主要分为三类：（1）业绩确定性较强的行业龙头；（2）行业发展趋势以及业绩均具备确定性的标的；（3）处于估值底部的确定性，存在潜在反转弹性的标的。长期来看，高端白酒提价能力仍存，仍是值得长期重视的优质核心资产。本周次高端行业震荡向下，我们认为还不足以支撑目前的估值，对于次高端板块整体目前维持中性谨慎态度，个股上建议关注目前估值在底部和边际上有向好趋势的洋河股份。

啤酒：啤酒行业提价陆续推进，短期提价预期催化，长期结构升级竞争格局持续优化。主要啤酒企业三季度起，为应对麦芽、包材等原材料成本上涨，陆续公布提价计划，主要产品开单价及终端价陆续有小幅调整，涨价潮或延续至明年初。此次提价预期在一定程度上表明市场竞争格局正在逐渐优化。建议短期关注 1-2 个季度内主要产品提价计划落地及产品动销，长期看好啤酒高端化所带来的行业 Beta 性机会，建议持续关注青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒。

餐饮产业链（五环）：速冻龙头带动行业集体涨价，传导成本压力。我们认为虽然成本周期上行导致公司经营压力陡增、利润承压，但也加快了行业出清，预计龙头有望凭借规模、品牌、渠道等优势进一步提升市场份额。立高目前烘焙原料业务受原材料成本上涨影响较大，部分产品已进行提价以积极应对成本压力。冷冻烘焙业务未来或通过产品迭代升级方式进行价格调整。公司冷冻烘焙产品储备丰富，下游客户多元，且随着四季度产能得到一定补充，公司规模增长动力长足，业绩有望保持高增。

软饮料：百润持续强化预调酒业务，自下而上关注低估值高弹性标的。百润三季度预调酒业务优势持续强化，推出梅酒等新品类，加快低度酒精行业布局。露露新品正按计划进行推进，养元也正式上线了新品植物奶素芽膳，建议关注二者新品的表现

乳制品：9 月起奶价小幅下跌，但较去年仍维持高位震荡 ，我们判断 2022 年或将迎来奶价拐点。我们认为乳业龙头的盈利能力更多受到费用投放的影响，而并非成本驱动，故明年乳企的利润弹性是否会显现，仍存不确定性。当前奶粉市场行业集中不断提高，且产品呈高端、超高端趋势，我们认为在市占率提升的逻辑下，出生率的变化目前未对头部奶粉企业造成影响。随着 Z 世代对国货偏好的增强，叠加奶粉行业强监管下市场出清的加速，未来中国婴幼儿配方奶粉市场将进入高质量发展阶段。

当前重点推荐：承德露露，五粮液，千味央厨（商社团队联合覆盖）

建议关注：海天味业，东鹏饮料，立高食品（商社团队联合覆盖）

数据跟踪：

白酒行业：茅台及国窖批价有所上涨，五粮液批价持平
啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格下跌，玻璃价格略有上涨，瓦楞纸价格大幅上涨
乳制品行业：生鲜乳均价小幅下跌，全脂奶粉价格有所上涨、脱脂奶粉价格明显上涨，豆粕价格小幅下降、玉米进口价小幅下跌
风险提示： 疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期，高端化进程受阻，食品安全问题等等。

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

吴文德 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

娄倩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520100002
louqian@tfzq.com

薛涵 联系人
xuehana@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:着眼2022，白酒看好一线龙头》 2021-11-14

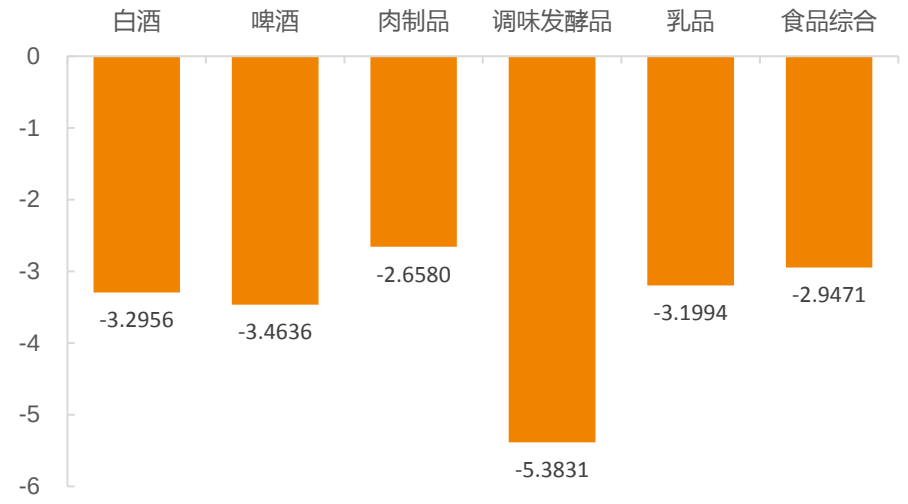
2 《食品饮料-行业研究周报:提价传导依竞争格局而有效甄别，啤酒，调味品，餐饮产业链，乳制品较优》 2021-11-09

3 《食品饮料-行业研究周报:健康批价引导行业行稳致远，次高端增长进入新阶段》 2021-11-09

1. 行情回顾：板块整体下跌，调味发酵品跌幅明显

上周 SW 食品饮料下跌 2.95%，沪深 300 上涨 0.85%，板块整体下跌。分子行业看，上周啤酒行业下跌 3.46%，白酒行业下跌 3.30%，食品（综合）行业下跌 2.95%，乳品行业下跌 3.20%，肉制品行业下跌 2.66%，调味发酵品行业下跌 5.38%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-11-8~2021-11-12，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅靠前标的老白干酒（2%）、舍得酒业（0%），跌幅前三标的口子窖（-9%）、泸州老窖（-9%）、顺鑫农业（-8%）；啤酒行业涨幅靠前标的*ST 西发（5%），跌幅前三标的兰州黄河（-8%）、珠江啤酒（-6%）、青岛啤酒（-4%）；肉制品行业本周无上涨标的，跌幅前三标的煌上煌（-4%）、龙大肉食（-4%）、得利斯（-4%）；调味发酵品行业涨幅前三标的星湖科技（3%）、加加食品（2%）、千禾味业（1%），跌幅前三标的中炬高新（-9%）、仲景食品（-8%）、恒顺醋业（-6%）；乳品行业涨幅靠前标的*ST 科迪（9%）、庄园牧场（0%），跌幅前三标的三元股份（-8%）、新乳业（-7%）、一鸣食品（-5%）；食品综合涨幅前三标的华宝股份（24%）、爱普股份（8%）、嘉必优（5%），跌幅前三标的桃李面包（-11%）、安井食品（-11%）、三只松鼠（-9%）。

表 1：各子行业周涨跌幅前三标的

	白酒	啤酒	肉制品	调味品（调味发酵品）	乳品	食品（食品综合）
涨幅前三	白干酒 2%	*ST 西发 5%		星湖科技 3%	*ST 科迪 9%	华宝股份 24%
	舍得酒业 0%			加加食品 2%	庄园牧场 0%	爱普股份 8%
				千禾味业 1%		嘉必优 5%
跌幅前三	口子窖 -9%	兰州黄河 -8%	煌上煌 -4%	中炬高新 -9%	三元股份 -8%	桃李面包 -11%
	泸州老窖 -9%	珠江啤酒 −6%	龙大肉食 -4%	仲景食品 -8%	新乳业 -7%	安井食品 -11%
	顺鑫农业 -8%	青岛啤酒 −4%	得利斯 -4%	恒顺醋业 -6%	一鸣食品 -5%	三只松鼠 -9%

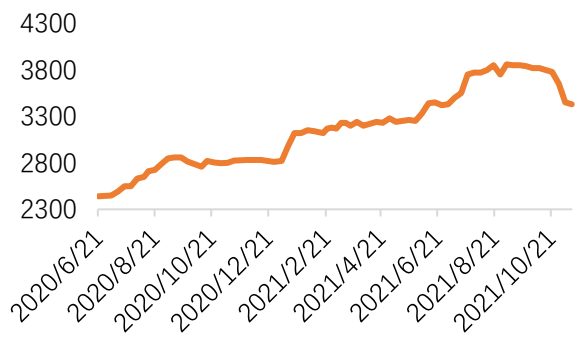
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台及国窖批价有所上涨，五粮液批价持平

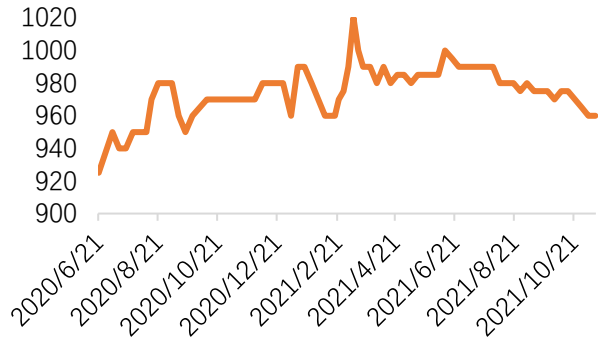
茅台飞天（2021）上周五的原箱批价为 3430 元，11 月 5 日为 3450 元；五粮液普五（八代）上周五批价为 960 元，与上上周持平；国窖 1573 上周五价格为 905 元，11 月 5 日为 910 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



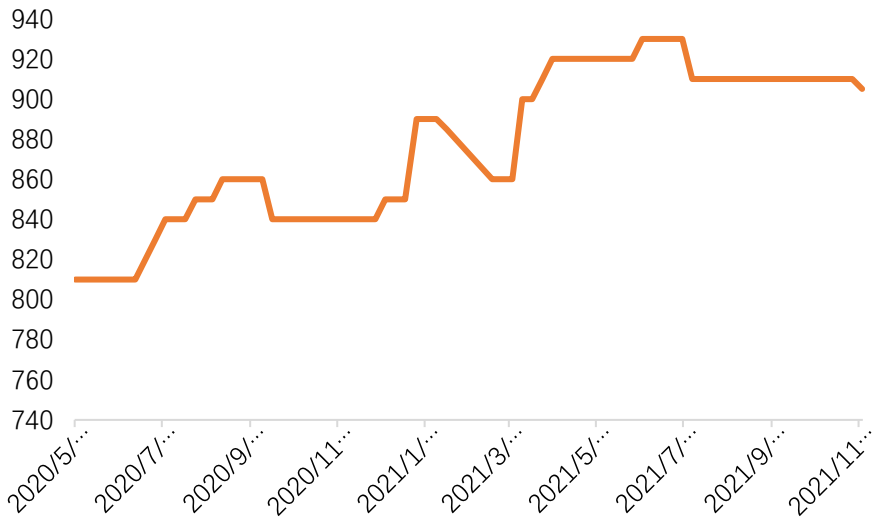
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

图 3：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

图 4：国窖 1573 一批价（单位：元）

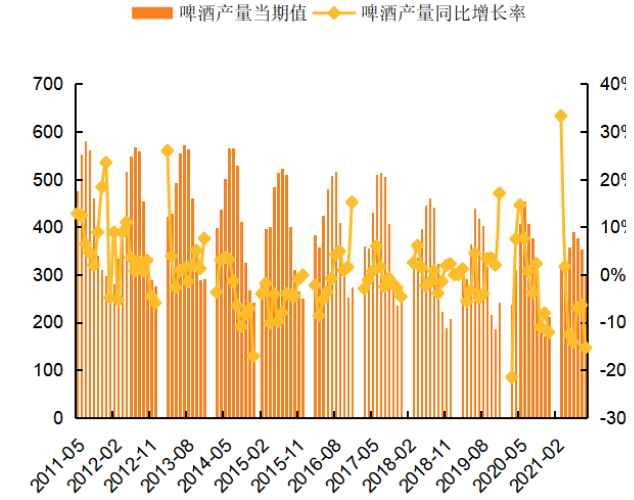


资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格下跌，玻璃价格略有上涨，瓦楞纸价格大幅上涨

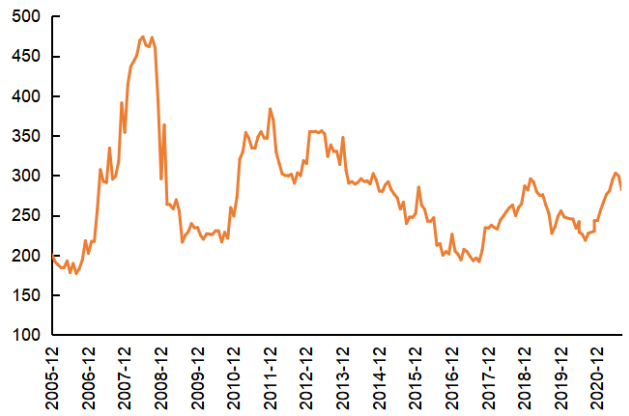
根据国家统计局数据，2021 年 9 月，中国规模以上啤酒企业产量 298.9 万千升，同比下降 15%。2021 年 1-9 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 2924.1 万千升，同比上升 3.91%。成本方面，进口大麦价格有所下跌，2021 年 9 月进口大麦平均价为 281.99 美元/吨，跌幅 5.83%。包装原材料玻璃的价格上周略有上涨，由 11 月 5 日的 1668 元/吨上涨至 11 月 12 日的 1692 元/吨，涨幅为 1.44%。包装原材料瓦楞纸价格大幅上涨，由 10 月 20 日的 4555.20 元/吨涨至 10 月 31 日的 4768.90 元/吨，涨幅 4.69%。

图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）



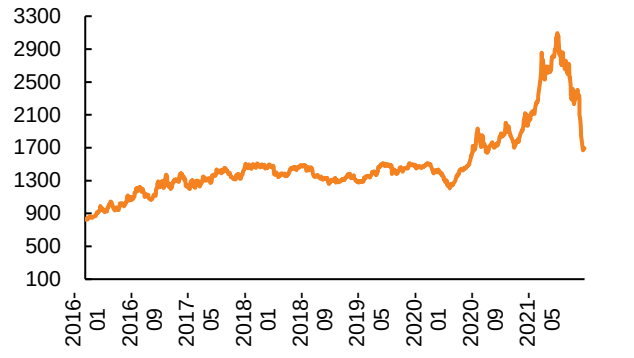
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



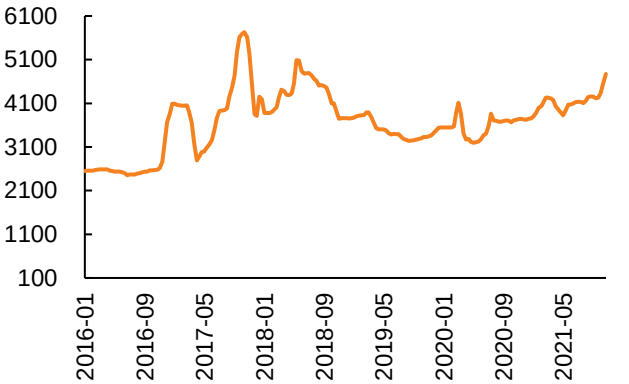
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：瓦楞纸价格（元/吨）



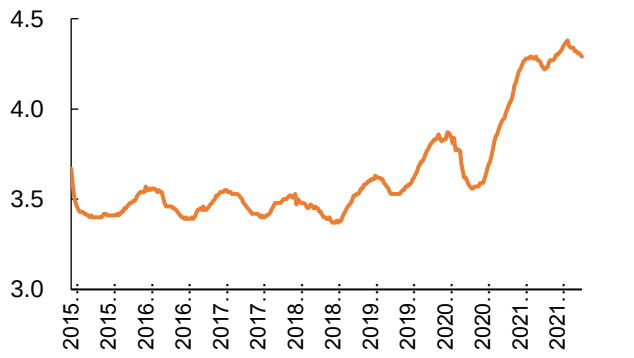
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价小幅下跌，全脂奶粉价格有所上涨、脱脂奶粉价格明显上涨，豆粕价格小幅下降、玉米进口价小幅下跌

生鲜乳均价 11 月 3 日 4.29 元/公斤，较 10 月 27 日的 4.30 元/公斤小幅下跌，跌幅 0.23%。全脂奶粉 10 月 19 日拍卖价为 3803 美元/吨，11 月 2 日上涨至 3921 美元/吨，涨幅 3.10%。脱脂奶粉拍卖价明显上涨，10 月 19 日拍卖价为 3401 美元/吨，11 月 2 日上升至 3627 美元/吨，涨幅 6.65%。

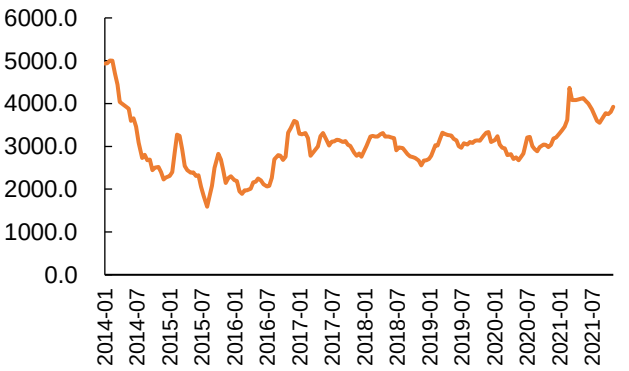
豆粕市场价小幅下降，10 月 20 日市场价为 3651.3 元/吨，10 月 31 日为 3630.1 元/吨，下跌 0.58%。玉米进口价较上月小幅下跌，2021 年 8 月为 305.21 美元/吨，2021 年 9 月为 301.42 美元/吨，跌幅 1.24%。

图 9：生鲜乳均价（元/公斤）



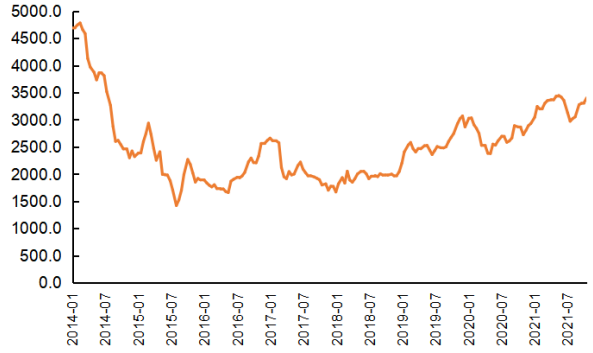
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）



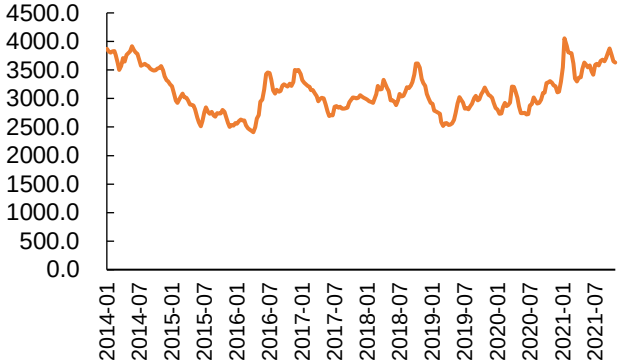
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）



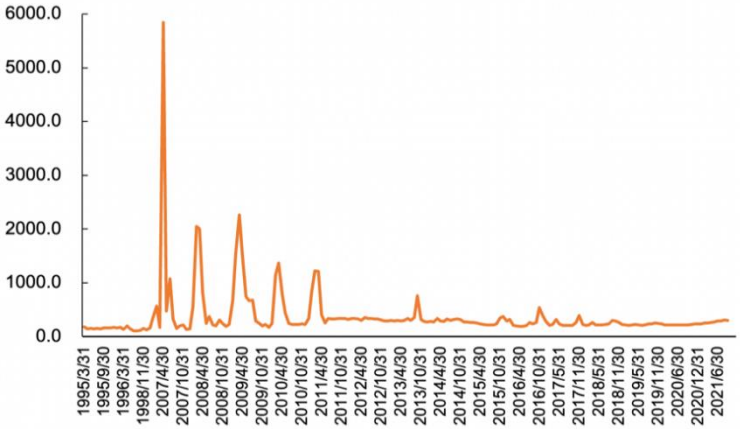
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 12：豆粕市场价（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：玉米进口价（美元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 投资建议：看明年啤酒业绩可期，低估值食品当前可关注

白酒：白酒板块首推高端白酒。我们认为 2022 年投资策略将主要围绕“确定性”，主要分为三类：（1）业绩确定性较强的行业龙头；（2）行业发展趋势以及业绩均具备确定性的标的；（3）处于估值底部的确定性，存在潜在反转弹性的标的。在白酒板块，高端白酒龙头具备强壁垒，商业模式具备优越性，2022 年业绩确定性仍较强，目前估值处于合理位置，短期或享受估值切换带来的行情，中期来看，资金回笼消费板块或将首选高端白酒，长期来看，高端白酒提价能力仍存，只是短期受到外界因素压制，核心逻辑未变化，仍是值得长期重视的优质核心资产，符合以上第一点特征。次高端板块中洋河股份具备改革预期，向好趋势已呈现，估值合理，符合以上第三点特征。

本周次高端行业震荡向下，其中表现较好的为老白干酒、舍得酒业和皇台酒业。我们认为 Q4 及 2022 年次高端整体增速将会放缓，预计 21Q4 增速表现不及 20Q4。次高端酒企不再盲目追求业绩的高增长，而是聚焦在产品结构调整、渠道管理及稳定价盘等长期发展战略上。对于今年业绩高增明年大概率会降速的次高端标的，我们认为还不足以支撑目前的估值，对于次高端板块整体目前维持中性谨慎态度，个股上建议关注目前估值在底部和边际上有向好趋势的洋河股份。

啤酒：啤酒行业提价陆续推进，短期提价预期催化，长期结构升级竞争格局持续优化。主要啤酒企业三季度起，为应对麦芽、包材等原材料成本上涨，陆续公布提价计划，主要产品开单价及终端价陆续有小幅调整，涨价潮或延续至明年初。此次提价预期在一定程度上表明市场竞争格局正在逐渐优化，各家企业不再拘泥于价格战求份额，而是转向利润诉求，结构升级和效率改善逻辑有望得到进一步验证。建议短期关注 1-2 个季度内主要产品提价计划落地及产品动销，长期看好啤酒高端化所带来的行业 Beta 性机会，建

议持续关注青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒。

餐饮产业链：速冻龙头带动行业集体涨价，传导成本压力。安井三季度利润端承压，为缓解成本压力、抵御整体通胀，公司 11 月 1 日收窄部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销力度或上调经销价格。受益于产品结构调整与原材料锁价策略，千味央厨 Q3 毛利率稳中有升，预计年底或将提价以应对高企的原材料成本，而提价“慢半拍”带来的空窗期亦有利于公司继续通过高性价比产品抢占市场同时让利渠道，增强渠道粘性，不断增强竞争力。总而言之，我们认为虽然成本周期上行导致公司经营压力陡增、利润承压，但也加快了行业出清，预计龙头有望凭借规模、品牌、渠道等优势进一步提升市场份额。立高目前烘焙原料业务部分产品已进行提价以应对成本压力，冷冻烘焙业务未来或通过产品迭代升级方式进行价格调整。公司冷冻烘焙产品储备丰富，下游客户多元，未来可通过产品及客户结构优化提升盈利能力，且随着四季度产能得到一定补充，公司规模增长动力长足，业绩有望保持高增。

软饮料：百润持续强化预调酒业务，自下而上关注低估值高弹性标的。据公司三季报业绩披露，公司三季度预调酒业务优势持续强化，通过布局清爽等产品，持续扩充消费人群和场景，同时公司推出梅酒等新品类，加快低度酒精行业布局，奠定公司高增基础。此外，公司加速渠道的精耕和下沉，不断提高品类天花板，凭借全产业链布局优势，持续强化公司竞争力，看好公司未来发展。植物蛋白饮料方面，露露 10 月份淡季表现平稳，新品正按计划进行推进，养元也正式上线了新品植物奶素芽膳，建议关注二者新品的表现，同时二者当下估值较低，若新品能有较好贡献，业绩弹性则有望释放。建议重点关注承德露露、东鹏饮料，建议关注百润股份、养元饮品。

乳制品：本周原奶价格跟踪：11 月初生鲜乳主产区平均价格 4.29 元/公斤，比前一周略降，同比上涨 7.25%。3-8 月为乳企原奶需求淡季，正常情况下 3-8 月原奶价格将下降，但 2021 年供给端仍较为紧缺，故价格仍小幅上涨。9 月起价格小幅下跌，但较去年仍维持高位震荡，8 月已有部分小牧场出现奶价下跌情况，边际上出现供大于求现象，我们判断 2022 年或将迎来奶价拐点。

我们预计原奶价格在 2022 年或迎来向下拐点，若伊利提价动作落地，明年毛利率将向上，但净利率的变化更多取决于销售费用的投放节奏。从 13-15 年原奶价格波动来看，13-14 年原奶价格上涨过程中，伊利净利率反而上涨，15 年原奶价格下降过程中，伊利净利率持平，故我们认为乳业龙头的盈利能力更多受到费用投放的影响，而并非成本驱动，故明年乳企的利润弹性是否会显现，仍存不确定性。

国家统计局数据显示，今年 1-8 月我国累计婴配粉进口 16.71 万吨，同比减少 25.3%；我国奶粉产量 60.07 万吨，同比下降 6.64%。婴配粉进口量大幅减少，我国奶粉产量也同比下降，当前婴配粉行业处在存量竞争。《中国贸易月报》统计，2021 年 1-9 月我国共计进口各类乳制品 311.86 万吨，同比+27.5%。从进口额来看，进口大包粉均价为 3519 美元/吨，同比增加 5.2%；婴配粉均价 16616 美元/吨，同比增加 10.2%；乳清均价 1376 美元/吨，同比增加 4.6%；大包粉、婴配粉、乳清均价都在上涨。近期由于下游需求且大饲料价格不断上涨，而奶源供应仍然偏紧，羊奶收购价上涨 50%，我们认为未来羊奶市场仍有发展空间。当前奶粉市场行业集中不断提高，且产品呈高端、超高端趋势，我们认为在市占率提升的逻辑下，出生率的变化目前未对头部奶粉企业造成影响。随着 Z 世代对国货偏好的增强，叠加奶粉行业强监管下市场出清的加速，未来中国婴幼儿配方奶粉市场将进入高质量发展阶段。

4. 风险提示

疫情导致的消费场景受限、终端动销不达预期：受新冠疫情影响，社交活动停滞，终端需求或不达预期；同时工厂复工受到一定限制，供给端或存在无法按需供应的风险。

高端化进程受阻：高端化进程受人均收入、消费水平、消费意愿的影响，三者中有一方受不利影响，将会使得白酒、乳制品、啤酒等子行业的高端化趋势受阻。

食品安全问题：食品安全问题是影响整个行业的重大因素，将会导致行业需求及信心受

挫，并使得行业格局发生重大变化。

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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	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：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com