

# 食品饮料

## 啤酒动销旺季有望超预期，次高端仍是当前主线

### 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 6.14%，沪深 300 上涨 3.52%，板块整体上涨。分子行业看，本周食品综合行业上涨 2.60%，白酒行业上涨 7.66%，肉制品行业上涨 2.98%，乳制品行业上涨 1.72%，啤酒行业上涨 1.22%，调味发酵品行业上涨 2.98%。

### 本周观点：啤酒动销旺季有望超预期，次高端仍是当前主线

**白酒行业：**本周次高端白酒板块小幅震荡基本维持平稳，对于次高端板块，我们认为基本面持续强劲，次高端好戏刚刚拉开大幕。一是从价格带来看，茅五泸等高端酒价格带上升至千元以上，拉动次高端主流价位带提升至 300-500 元，同时产生了 600-800 元价位带空白区间，次高端大有可为；二是从需求端来看，我国中产阶级扩容潜力大，次高端和区域龙头名酒的消费趋势将不断提升；三是从竞争格局来看，目前次高端战争进入白热化阶段，存量竞争时期，酒企渠道和营销突破成关键。

**啤酒行业：**啤酒行业逻辑清晰，量增压力不改升级节奏逐步兑现。随着旺季将至及两大体育赛事加持，各啤酒企业产品中高端布局逐步完善，在渠道及营销合力助推下，结构升级带来的价增及利润弹性释放将继续成为啤酒行业上行核心驱动力。叠加供给端龙头华润和青啤等对结构和利润的诉求提升，行业效率持续优化，啤酒行业已经进入利润释放加速期。

**乳制品方面，**乳制品景气细分赛道主要包括低温巴士奶、奶酪，我们继续看好新乳业在低温奶赛道的扩张布局能力。超巴奶出现后，区域乳企在低温奶领域的壁垒其实并不在于牧场资源、冷链运输。故我们认为区域乳企短期内仍将牢牢把握低温奶市场，追求极致新鲜的高质量产品，看好新乳业收购的扩张模式以及精细化管理能力。

**餐饮产业链（五环）：基础调味品短期或承压，赛道思维看餐饮产业链细分机会。**基础调味品在 B 末端完全恢复至 19 年同期水平，以及 C 端受去年疫情消费里透支以及社区团购等影响，整体表现有所承压。但企业内部变革持续改善，恒顺醋业近期均在内部机制改革方面持续发力，建议关注机制变革带来的机会。

**软饮料行业基数效应强，建议关注企业基本面边际变化。**软饮料行业去年因疫情、洪水等因素导致整体基数较低，全年来看表现增速有望实现高增长。此外，软饮料公司目前整体估值表现较低，露露、香飘飘等有望在内部机制变革和新品放量逻辑下，提振估值。而基本面较为强势的农夫山泉和百润股份，在数据稳定增长的情况下，估值有望维持高位。

**重点推荐：**洋河股份，青岛啤酒，珠江啤酒，新乳业、中国飞鹤（建议关注 21H1 业绩超预期可能性），日辰股份，天味食品，绝味食品

**建议关注标的：**今世缘，口子窖，水井坊，舍得酒业，华润啤酒，重庆啤酒，燕京啤酒，光明乳业，澳优，中炬高新，立高食品，金龙鱼，味知香，香飘飘，养元饮品，承德露露

**持续推荐“诗和远方”：**泸州老窖，五粮液，贵州茅台，海天味业、安琪酵母、安井食品，伊利股份，农夫山泉，百润股份

### 数据跟踪：

**白酒：**高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台整箱批价下跌、五粮液批价持平、国窖批价持平

**啤酒：**产量上升，进口大麦价格上涨，玻璃价格上涨，瓦楞纸价格略有上涨

**乳制品：**生鲜乳均价略有上涨，全脂奶粉价格上涨、脱脂奶粉价格上涨，豆粕价格上涨、玉米进口价继续上涨

**卤制品：**毛鸭价格持平

**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。

证券研究报告

2021 年 06 月 01 日

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

**姜倩** 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

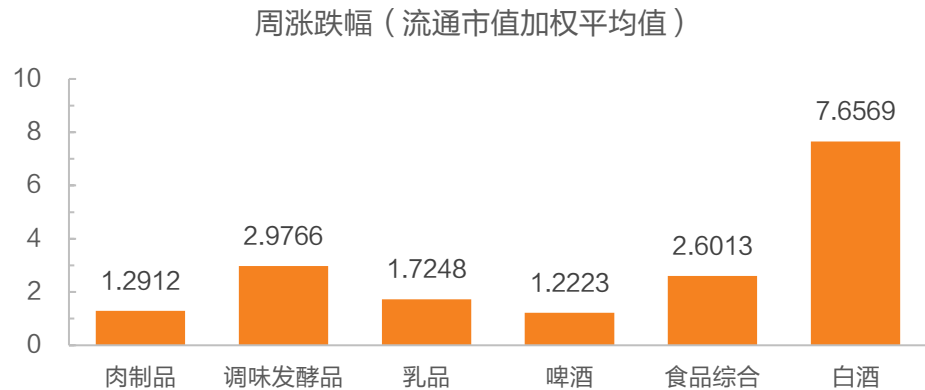
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:基本面持续强劲，次高端好戏刚刚拉开大幕》 2021-05-31
- 2 《食品饮料-行业专题研究:次高端专题:量价拉开空间，穹顶之下的黄金窗口期》 2021-05-25
- 3 《食品饮料-行业研究周报:二线三线全年发力可持续，大树底下好乘凉》 2021-05-24

## 1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 6.14%，沪深 300 上涨 3.52%，板块整体上涨。分子行业看，本周食品综合行业上涨 2.60%，白酒行业上涨 7.66%，肉制品行业上涨 2.98%，乳品行业上涨 1.72%，啤酒行业上涨 1.22%，调味发酵品行业上涨 2.98%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-05-24~2021-05-28，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的的老白干酒（23%）、皇台酒业（11%）、洋河股份（11%），跌幅前三标的的古井贡 B（-1%）；啤酒行业涨幅前三标的的兰州黄河（8%）、青岛啤酒（3%）、重庆啤酒（1%），跌幅前三标的的珠江啤酒（-3%）、\*ST 西发（-2%）、惠泉啤酒（-1%）；肉制品行业涨幅前三标的的上海梅林（6%）、龙大肉食（4%）、煌上煌（2%），跌幅前三标的的得利斯（-2%）、华统股份（-1%）；调味发酵品行业涨幅前三标的的中炬高新（6%）、恒顺醋业（5%）、海天味业（3%），跌幅前三标的的安记食品（-7%）、莲花健康（-2%）、仲景食品（-2%）；乳品行业涨幅前三标的的贝因美（11%）、皇氏集团（5%）、一鸣食品（5%），跌幅前三标的的妙可蓝多（-15%）、新乳业（-4%）、三元股份（-2%）；食品综合涨幅前三标的的南侨食品（61%）、嘉必优（13%）、爱普股份（10%），跌幅前三标的的华宝股份（-12%）、盐津铺子（-5%）、惠发食品（-2%）。

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	老白干酒 (23%)	兰州黄河 (8%)	上海梅林 (6%)	中炬高新 (6%)	贝因美 (11%)	南侨食品 (61%)
	皇台酒业 (11%)	青岛啤酒 (3%)	龙大肉食 (4%)	恒顺醋业 (5%)	皇氏集团 (5%)	嘉必优 (13%)
	洋河股份 (11%)	重庆啤酒 (1%)	煌上煌 (2%)	海天味业 (3%)	一鸣食品 (5%)	爱普股份 (10%)
跌幅前三	古井贡 B (-1%)	珠江啤酒 (-3%)	得利斯 (-2%)	安记食品 (-7%)	妙可蓝多 (-15%)	华宝股份 (-12%)
		*ST 西发 (-2%)	华统股份 (-1%)	莲花健康 (-2%)	新乳业 (-4%)	盐津铺子 (-5%)
		惠泉啤酒 (-1%)		仲景食品 (-2%)	三元股份 (-2%)	惠发食品 (-2%)

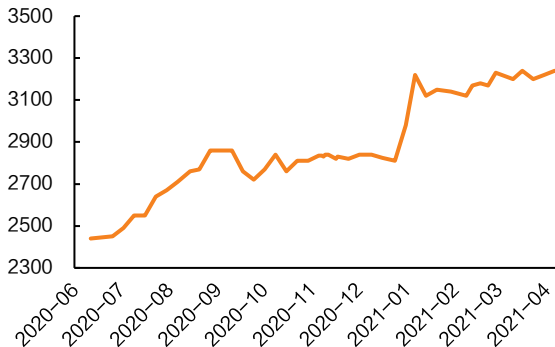
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 数据追踪

### 2.1. 白酒行业：高端白酒基本面反馈仍然乐观，茅台整箱批价下跌、五粮液批价持平、国窖批价持平

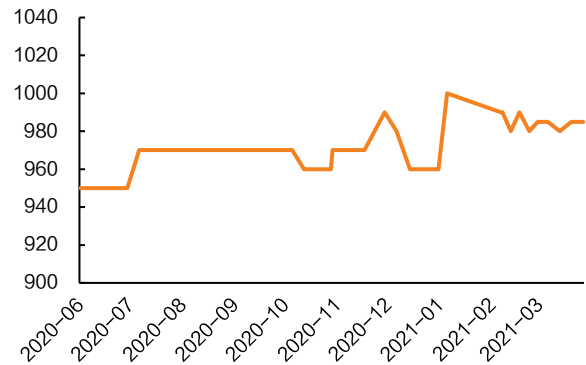
飞天本周整箱批价下跌至 3250 元，五粮液本周批价维持在 985 元，国窖批价经历几周的上漲后一个多月维持 920 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



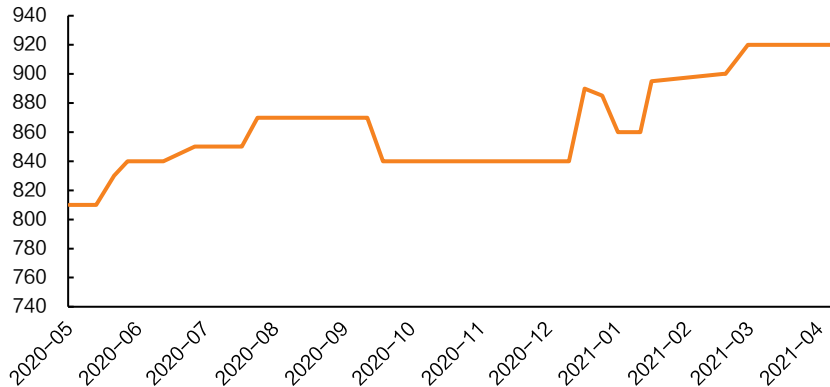
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）



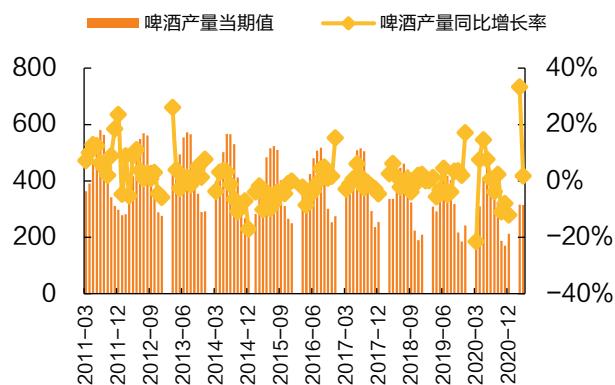
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

## 2.2. 啤酒行业：产量上升，进口大麦价格上涨，玻璃价格略有上涨，瓦楞纸价格上涨

2021 年 4 月，中国规模以上啤酒企业产量 314 万千升，同比上升 2%。2021 年 1-4 月，中国规模以上啤酒企业累计产 1140.9 万千升，同比上升 33.6%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 4 月进口大麦平均价为 276.35 美元/吨，涨幅 3.75%。包装原材料玻璃的价格本周小幅上涨，由 5 月 21 日的 2591 元/吨涨至 5 月 28 日的 2595 元/吨，涨幅 0.15%。包装原材料瓦楞纸价格略有上涨，由 5 月 10 日的 3829.80 元/吨涨至 5 月 20 日的 3933.10 元/吨，涨幅 2.70%。

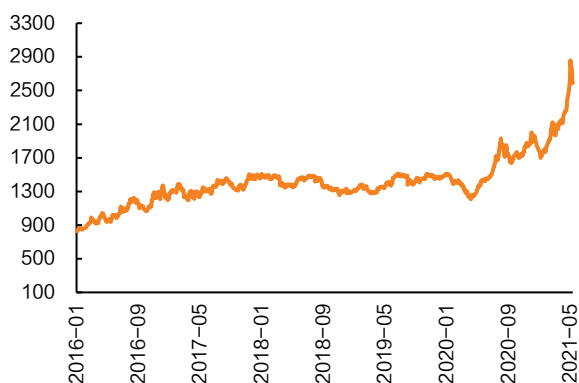
图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）

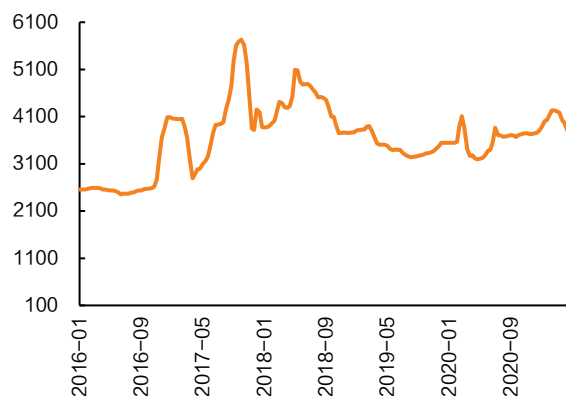


资料来源：Wind，天风证券研究所



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：生鲜乳均价维持不变，全脂奶粉价格上涨、脱脂奶粉价格上涨，豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

本周生鲜乳均价维持在5月19日的4.23元/公斤。全脂奶粉5月4日拍卖价为4115美元/吨，5月18日上涨至4123美元/吨，涨幅0.19%。脱脂奶粉拍卖价同样有所上涨，5月4日拍卖价为3433美元/吨，5月18日上涨至3447美元/吨，涨幅0.41%。

豆粕市场价下跌，2021年5月10日为3631.7元/吨，5月20日市场价为3598.1元/吨，跌幅0.93%。玉米进口价继续上涨，2021年3月为256.7美元/吨，2021年4月为258.5美元/吨，涨幅0.67%。

图 9：生鲜乳均价（元/公斤）

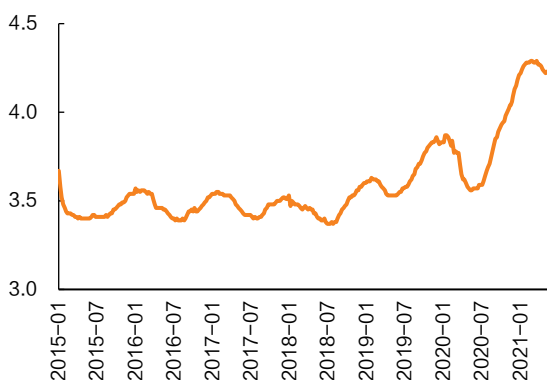


图 10：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）



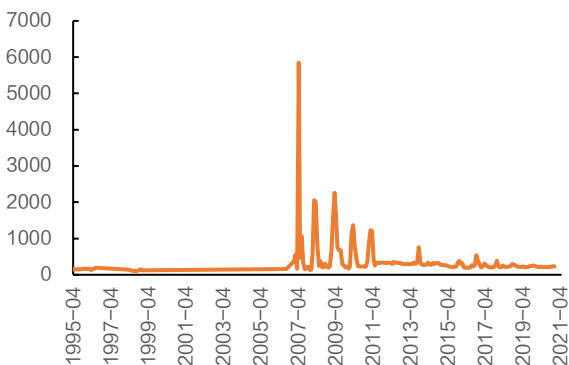
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 13：玉米进口价（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

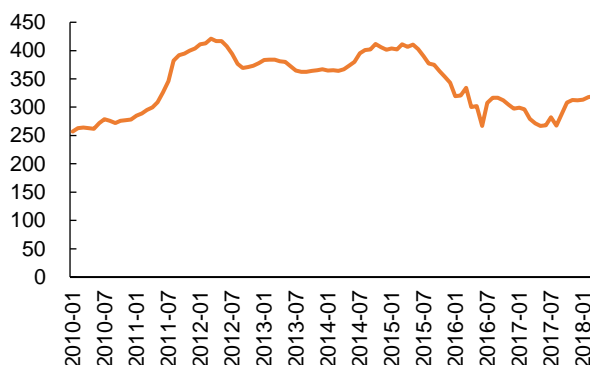
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 12：豆粕市场价（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：苜蓿进口价（美元/吨）

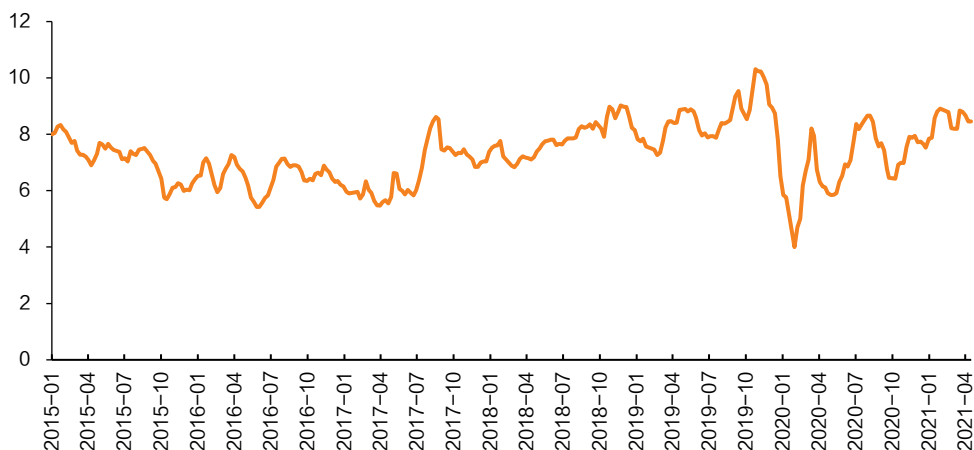


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.4. 卤制品行业：毛鸭价格持平

卤制品行业中，本周毛鸭均价维持不变，4月16日毛鸭均价为8.46元/千克，4月23日毛鸭均价仍为8.46元/千克。

图 15：毛鸭均价（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 投资建议：啤酒动销旺季有望超预期，次高端仍是当前主线

**白酒行业：** 本周次高端白酒板块小幅震荡基本维持平稳，对于次高端板块，我们认为基本面持续强劲，次高端好戏刚刚拉开大幕。一是从价格带来看，茅五泸等高端酒价格带上升至千元以上，拉动次高端主流价位带提升至 300-500 元，同时产生了 600-800 元价位带空白区间，次高端大有可为；二是从需求端来看，我国中产阶级扩容潜力大，次高端和区域龙头名酒的消费趋势将不断提升；三是从竞争格局来看，目前次高端战争进入白热化阶段，存量竞争时期，酒企渠道和营销突破成关键。

从公司层面来看，洋河今年目标实现营收增长 10%以上，公司实施双品牌计划，“洋河”“双沟”相互带动共同进步。营销变革初见成效，另外公司决心激发内部活力，调整薪酬体系以激发一线人员的动力。水井坊盯准国威酱酒核心资源，携手打造一流酱酒品牌。通过入局高端酱酒规避酱酒热对浓香型市场带来的潜在风险，找寻未来新的业绩增长点。

高端白酒板块本周继续反弹，我们认为主要系北上增量资金带来的资金层面影响，依然看好高端白酒板块长期投资价值，再次强调“茅台 40-45x 估值是合理区间，目前处于均值回归后的合理价位”。对于整个高端白酒板块“白酒逻辑看高端，高端逻辑看茅台”，茅台价格打开其他酒的价格天花板，其估值是整个板块的锚，综合它品牌独一性、投资性、稀缺性的属性，对标海外奢侈品估值，我们认为茅台 40-45x 是估值中枢的合理区间，均值回归仍有一定空间。从长期基本面来看，继续坚定高端白酒优质赛道的长期价值。

**重点推荐标的：** 洋河股份

**建议关注标的：** 今世缘，口子窖，水井坊，舍得酒业

**持续推荐“诗和远方”：** 泸州老窖，五粮液，贵州茅台

**啤酒：** 啤酒行业逻辑清晰，看好升级节奏逐步兑现。2021 年 4 月，中国规模以上啤酒企业产量 314.3 万千升，同比增长 1.7%。二季度产量增速放缓，整体行业量增有一定压力。但随着旺季将至及两大体育赛事加持，各啤酒企业产品中高端布局逐步完善，在渠道及营销合力助推下，结构升级带来的价增及利润弹性释放将继续成为啤酒行业上行核心驱动力。叠加供给端龙头华润和青啤等对结构和利润的诉求提升，行业效率持续优化，啤酒行业已经进入利润释放加速期。全年来看，量价齐升较为确定，旺季行情和提价预期或接替一季报行情，全年投资逻辑清晰，我们看好啤酒未来 2-3 年的 beta 性行情，继续维持“一大一小”组合推荐，即全国化龙头青啤+区域龙头珠江，同时建议关注华润啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒。

**重点推荐标的：** 青岛啤酒，珠江啤酒

**建议关注标的：** 华润啤酒，重庆啤酒，燕京啤酒

**持续推荐“诗和远方”：** 无

**乳制品：** 乳制品景气细分赛道主要包括低温巴士奶、奶酪，我们继续看好新乳业在低温奶赛道的扩张布局能力。超巴奶出现后，区域乳企在低温奶领域的壁垒其实并不在于牧场资源、冷链运输，因为超巴奶保质期更长扩大了运输及销售半径。我们认为低温奶运营的难点在于渠道的精细化管理，双寡头若只是沿用常温奶的运营经验可能短期较难实现供应链效率的精细化管理。故从以上分析，我们认为区域乳企短期内仍将牢牢把握低温奶市场，追求极致新鲜的高质量产品，看好新乳业收购的扩张模式以及精细化管理能力。

在原奶价格高位压力下，乳企降低费用是行业共性行为，伊利或通过升级产品结构提升毛利率，同时高端新品渠道费用率较低，公司综合渠道费用率或将下降。

奶粉赛道受出生率下降影响，市场预期较低，飞鹤叠加 20h1 高基数因素，市场预期不高。飞鹤持续通过高效的销售模式提高市占率，短期不受奶粉行业消费量萎缩影响，预计 21h1

业绩表现较优。

**重点推荐标的：**新乳业、中国飞鹤（建议关注 21H1 业绩超预期可能性）

**建议关注标的：**光明乳业、澳优

**持续推荐“诗和远方”：**伊利股份

**餐饮产业链（五环）：基础调味品短期或承压，赛道思维看餐饮产业链细分机会。**基础调味品在 B 端未完全恢复至 19 年同期水平，以及 C 端受去年疫情消费里透支以及社区团购等影响，整体表现有所承压。但企业内部变革持续改善，恒顺醋业近期均在内部机制改革方面持续发力，建议关注机制变革带来的机会。细分赛道方面，复合调味品景气度不改，但短期受竞争格局和高基数影响，基本面有所承压，长期来看，行业龙头或持续夯实竞争优势，天味、日辰等有望持续享受行业红利和自身的超额收益。冷冻烘焙赛道景气度，随着产品种类多元丰富、餐饮及商超渠道拓展及烘焙门店连锁化率提升，产品渗透率有望快速提升，建议关注竞争地位优势显著、产品及渠道高壁垒的立高食品。预制菜行业自身 Beta 较强，在行业快速发展和格局分散阶段，各区域龙头有望加速发展，建议关注味知香。

**重点推荐标的：**日辰股份、天味食品、绝味食品

**建议关注标的：**中炬高新、立高食品、金龙鱼、味知香

**持续推荐“诗和远方”：**海天味业、安琪酵母、安井食品

**软饮料行业基数效应强，建议关注企业基本面边际变化。**软饮料行业去年因疫情、洪水等因素导致整体基数较低，全年来看表现增速有望实现高增长。另一方面，去年疫情导致营收快速下滑或改变公司大单品未来预期，以养元为例，去年营收下滑 40%+，或提前来到长期稳态预期，而公司今年在红牛安奈吉、植物奶等新品增量下，有望提振未来收入预期，估值体系有望发生改变。此外，软饮料公司目前整体估值表现较低，露露、香飘飘等有望在内部机制变革和新品放量逻辑下，提振估值。而基本面较为强势的农夫山泉和百润股份，在数据稳定增长的情况下，估值有望维持高位。

**重点推荐标的：**无

**建议关注标的：**香飘飘、养元饮品、承德露露

**持续推荐“诗和远方”：**农夫山泉、百润股份

## 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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