

食品饮料

啤酒旺季动销有望超预期 食品配料迎来春天

证券研究报告

2021年06月07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:啤酒动销旺季有望超预期,次高端仍是当前主线》 2021-06-01
- 2 《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
- 3 《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

行情回顾: 食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 1.81%, 沪深 300 下跌 0.44%, 板块整体上涨。分子行业看, 本周食品综合行业下跌 0.79%, 白酒行业上涨 2.26%, 肉制品行业下跌 1.19%, 乳制品行业下跌 1.07%, 啤酒行业下跌 0.09%, 调味发酵品行业上涨 0.35%。

本周观点: 啤酒旺季动销有望超预期 食品配料迎来春天

调研数据反馈积极, 领推逻辑持续演绎: 高端白酒板块小幅震荡基本维持平稳, 继上周板块上涨后呈现调整态势, 目前贵州茅台、五粮液经销商 6 月货款已打, 预计后续将逐步发货, 当前渠道库存较低, 老窖 6 月货款打款及厂家发货预计将在端午前完成, 高端酒终端销售实现稳定增长, 预计 21Q2 高端白酒板块业绩仍稳健。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”。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。

啤酒旺季催化多, 新品推广助力结构升级。 在去年二季度高基数背景下, 啤酒企业仍能通过结构升级等方式提升盈利能力。随着气温的升高以及欧洲杯和奥运会的临近, 行业也将迎来一轮较强的备货周期。在此阶段, 各家酒企也纷纷推出新品或者聘请新的代言人来为高端化产品助力。我们认为各家酒企在这一阶段进行产品和代言人布局和更换, 也是为旺季放量做好准备, 持续看好行业结构升级态势, 行业高基数问题预计将有所缓解。

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): 安琪酵母开启并购之路支撑产能扩张, 立高食品长期竞争力仍强。 安琪酵母近期发布公告称拟收购山东圣琪, 通过收购方式增加酵母和衍生品产能。我们认为公司未来量价齐升逻辑较为确定。立高食品本周取得较大跌幅, 我们判断与市场担心行业竞争格局有关。短期内行业新进入者或较难撼动公司行业地位, 公司仍有望保持行业地位并稳健增长。

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、香飘飘等均有希望在内部机制变革和新品放量逻辑下, 提振估值。

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, 东鹏饮料

建议关注标的: 今世缘, 口子窖, 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, 茅台整箱批价上涨、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, 全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格下跌, 豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

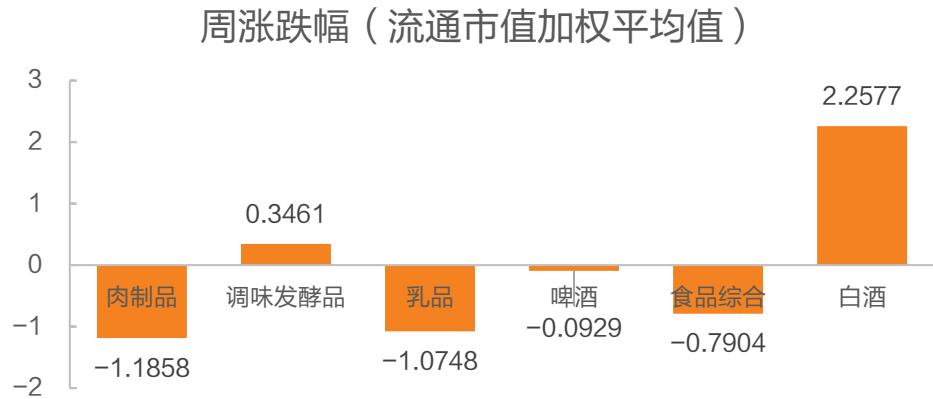
卤制品: 毛鸭价格持平

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。

1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 1.81%，沪深 300 下跌 0.44%，板块整体上涨。分子行业看，本周食品综合行业下跌 0.79%，白酒行业上涨 2.26%，肉制品行业下跌 1.19%，乳品行业下跌 1.07%，啤酒行业下跌 0.09%，调味发酵品行业上涨 0.35%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-05-31~2021-06-04，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的皇台酒业（50%）、舍得酒业（32%）、金种子酒（22%），跌幅前一标的五粮液（-1%）；啤酒行业涨幅前三标的*ST 西发（20%）、惠泉啤酒（11%）、兰州黄河（9%），跌幅前二标的青岛啤酒（-2%）、重庆啤酒（-1%）；肉制品行业涨幅前一标的金字火腿（1%），跌幅前三标的煌上煌（-3%）、双汇发展（-1%）、上海梅林（-1%）；调味发酵品行业涨幅前三标的日辰股份（7%）、ST 加加（4%）、仲景食品（2%），跌幅前三标的天味食品（-8%）、干禾味业（-5%）、安记食品（-4%）；乳品行业涨幅前三标的一鸣食品（14%）、贝因美（10%）、皇氏集团（7%），跌幅前三标的光明乳业（-4%）、燕塘乳业（-4%）、伊利股份（-2%）；食品综合涨幅前三标的青海春天（28%）、南侨食品（14%）、科拓生物（11%），跌幅前三标的好想你（-13%）、安井食品（-6%）、立高食品（-6%）。

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	皇台酒业 (50%)	*ST 西发 (20%)	金字火腿 (1%)	日辰股份 (7%)	一鸣食品 (14%)	青海春天 (28%)
	舍得酒业 (32%)	惠泉啤酒 (11%)		ST 加加 (4%)	贝因美 (10%)	南侨食品 (14%)
	金种子酒 (22%)	兰州黄河 (9%)		仲景食品 (2%)	皇氏集团 (7%)	科拓生物 (11%)
跌幅前三	五粮液 (-1%)	青岛啤酒 (-2%)	煌上煌 (-3%)	天味食品 (-8%)	光明乳业 (-4%)	好想你 (-13%)
		重庆西发 (-1%)	双汇发展 (-1%)	干禾味业 (-5%)	燕塘乳业 (-4%)	安井食品 (-6%)
			上海梅林 (-1%)	安记食品 (-4%)	伊利股份 (-2%)	立高食品 (-6%)

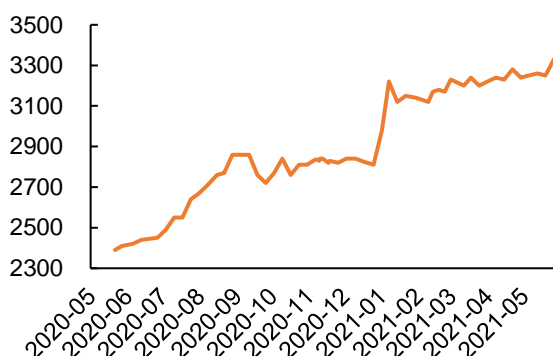
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

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

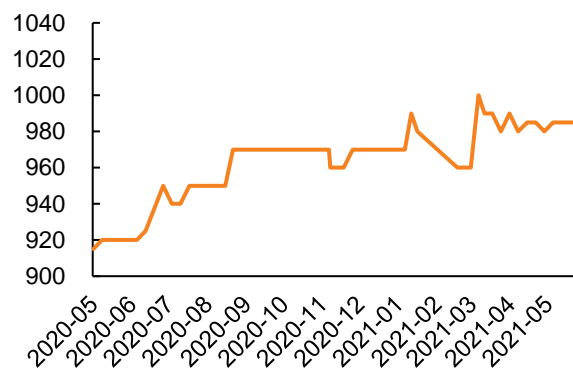
飞天本周整箱批价上涨至 3330 元，五粮液本周批价维持在 985 元，国窖批价经历几周的上漲后一个多月维持 920 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



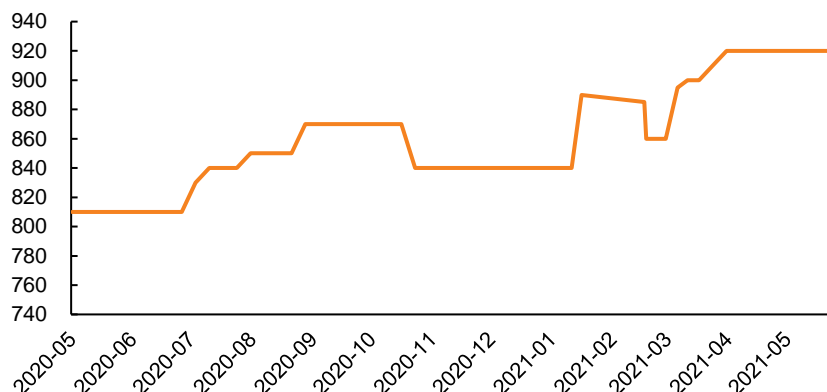
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）



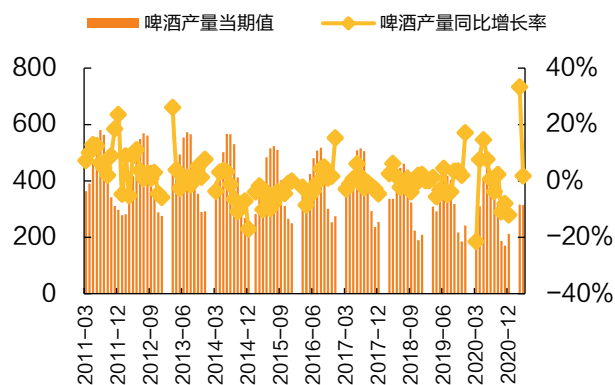
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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 28 日的 2595 元/吨涨至 6 月 4 日的 2653 元/吨，涨幅 2.24%。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%。

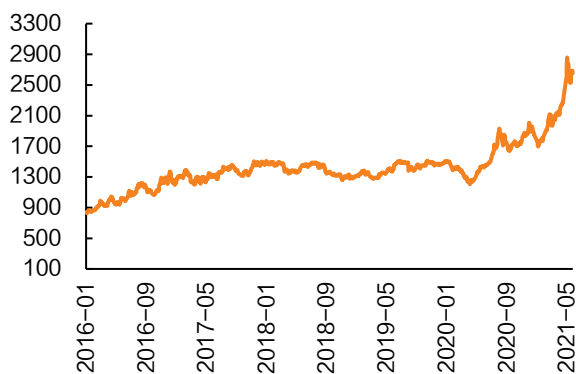
图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



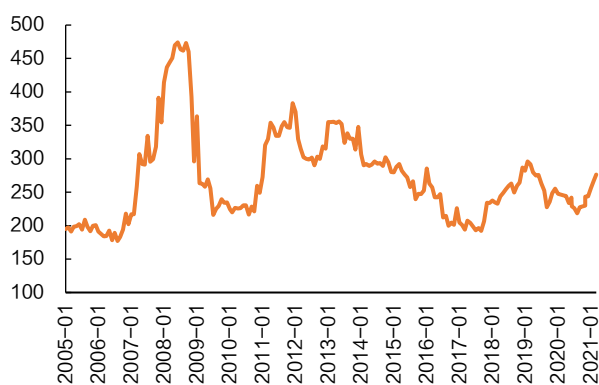
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7: 玻璃价格 (元/吨)



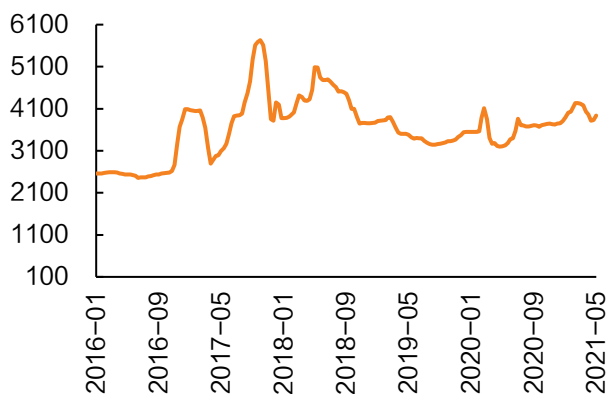
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9: 生鲜乳均价 (元/公斤)



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

图 10: 大包粉拍卖价 (全脂奶粉, 美元/吨)

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价上涨，全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格同样有所下跌，豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

本周生鲜乳均价由5月19日的4.23元/公斤上涨至5月26日的4.26元/公斤，涨幅0.71%。全脂奶粉5月18日拍卖价为4123美元/吨，6月1日下跌至4061美元/吨，跌幅1.48%。脱脂奶粉拍卖价同样有所下跌，5月18日拍卖价为3447美元/吨，6月1日下跌至3415美元/吨，跌幅0.93%。

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%。



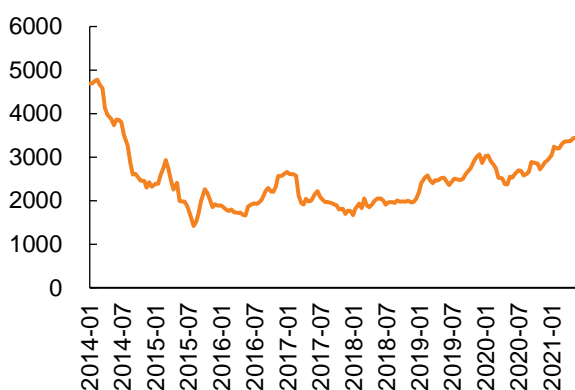
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 大包粉拍卖价(脱脂奶粉, 美元/吨)

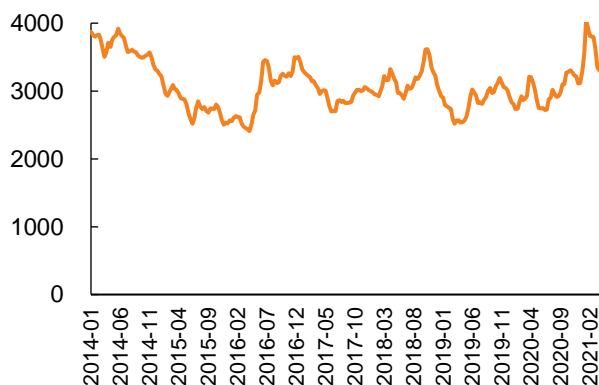


资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图 12: 豆粕市场价(元/吨)

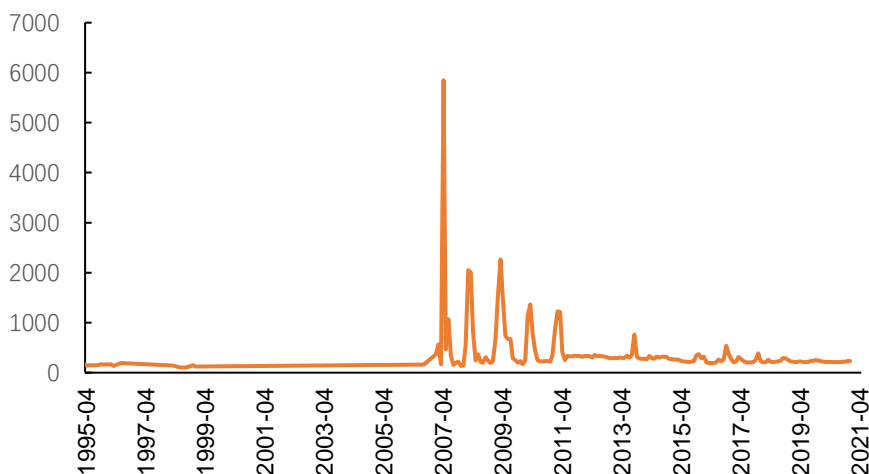


资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 玉米进口价(美元/吨)

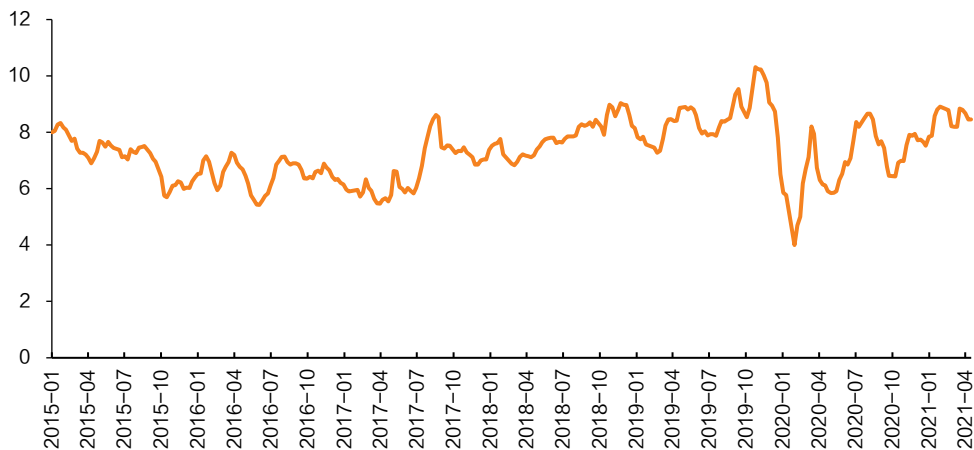


资料来源: wind, 天风证券研究所

2.4. 卤制品行业: 毛鸭价格持平

卤制品行业中, 近期毛鸭均价维持不变, 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 14：毛鸭均价（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资建议：啤酒旺季动销有望超预期 食品配料迎来春天

调研数据反馈积极，领推逻辑持续演绎： 高端白酒板块小幅震荡基本维持平稳，继上周板块上涨后呈现调整态势，目前贵州茅台、五粮液经销商 6 月货款已打，预计后续将逐步发货，当前渠道库存较低，老窖 6 月货款打款及厂家发货预计将在端午前完成，高端酒终端销售实现稳定增长，预计 21Q2 高端白酒板块业绩仍稳健。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。

次高端白酒板块本周表现强势，水井坊、酒鬼酒、舍得酒业纷纷创历史新高。我们持续看好次高端白酒板块，中产阶级持续扩容、高端价格带上涨为次高端打开价格空间、酱酒热影响有限，三方面影响因素决定次高端板块扩容将延续，尤其利好积极进行全国化拓展的次高端酒企和区域名酒企。行业方面，四五月份次高端白酒销售情况很好，我们认为泛全国化酒企业绩弹性强，存在行业性机会。

从公司层面来看，洋河实施双品牌计划，今年目标实现营收 10%以上的增长，营销变革初见成效，今世缘预计近期推出四开新品，舍得聚焦“舍得+沱牌”双品牌，复星赋能加速发展，口子窖发布兼香 518 新品，实现更高维度价格带卡位，水井坊入局酱酒，携手国威打造一流酱酒品牌，未来增长突破可期。

重点推荐标的： 洋河股份

建议关注标的： 今世缘，口子窖，舍得酒业

持续推荐“诗和远方”： 泸州老窖，五粮液，贵州茅台

啤酒旺季催化多，新品推广助力结构升级。 在去年二季度高基数背景下，啤酒企业仍能通过结构升级等方式提升盈利能力。随着气温的升高以及欧洲杯和奥运会的临近，行业也将迎来一轮较强的备货周期。在此阶段，各家酒企也纷纷推出新品或者聘请新的代言人来为高端化产品助力。重啤推出夏日纷产品，并聘请 1664 新代言人；燕京也重造雪鹿啤酒，并进行全国化推广，同时为 U8 和雪鹿选定新代言，不断提升公司年轻化和高端化品牌形象；华润马尔斯绿更换代言人，让品牌调性和产品诉求更匹配消费者需求。我们认为各家

酒企在这一阶段进行产品和代言人布局 and 更换，也是为旺季放量做好准备，持续看好行业结构升级态势，行业高基数问题预计将有所缓解，维持行业“强大于市”评级。

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氏奶、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。

本周伊利股份拟非公开发行股票募集资金总额不超过 130 亿元，本次定增主要以扩展液奶、婴配粉、矿泉水产能为主，项目所在地主要集中在内蒙古、黑龙江、吉林，我们认为生产基地的建设地选择与奶源所在地、政策支持等因素相关。公司此次定增项目着眼长期战略布局，从长期来看影响较为乐观。从近期动作来看，公司先是布局上游奶源，再是围绕“大健康”扩展液奶、奶粉、矿泉水产能，发展高毛利即高附加值业务，我们判断高端液奶、奶粉、奶酪、饮用水或将成为公司未来重点布局业务，低温奶业务由于供应链运营难度大且目前来看成熟区域净利率仍相对较低，或将不作为短期重点。

我们认为乳制品行业格局稳定，双寡头规模优势明显。伊利将依托自身的品牌知名度、渠道广度、资金实力利用规模优势布局高附加值业务，致力于实现从 1 到 ∞ 的过程，而其他中小乳企更适合从 0 到 1 的过程，在细分领域创新是其优势。原奶价格上涨背景下，降费用是行业共性行为。从 13-14 年原奶价格上涨历史来看，公司净利率逆势上行，主要系费用率降低。本周放开三胎生育政策，新生儿增量，也将为婴配粉市场带来新动能。

重点推荐标的：新乳业、中国飞鹤

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）：安琪酵母开启并购之路支撑产能扩张，立高食品长期竞争力仍强。安琪酵母近期发布公告称拟收购山东圣琪，通过收购方式增加酵母和衍生品产能。我们认为公司未来量价齐升逻辑较为确定，量上通过国内外产能扩张实现稳定增长，而价上通过结构升级、提价以及衍生品业务，持续改善产品结构。而近两年因国外疫情，公司海外产能进展缓慢，而国内产能建设也需要一定周期，此次并购有望通过外延方式，缓解产能建设压力，同时也借助标的衍生品业务，夯实价格逻辑，持续看好酵母龙头竞争力提升和未来发展。立高食品本周取得较大跌幅，我们判断与市场担心行业竞争格局有关。我们认为公司冷冻烘焙业务一方面具备较强的技术和规模壁垒，另一方面通过小 B 业务方式和终端多元化服务，建立较强的客户粘性。短期内行业新进入者或较难撼动公司行业地位，而随着行业的发展和空间的打开，公司仍有望保持行业地位并稳健增长。

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和东鹏饮料开板机会。软饮料行业

去年因疫情、洪水等因素导致整体基数较低，全年来看表观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、香飘飘等均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。新股方面，东鹏饮料通过高性价比的差异化竞争，一方面建立了较强的价格竞争优势，另一方面通过激励等方式，团队积极性强。目前公司所处行业竞争环境较几年前有所优化、战略方向明确以及团队建设等方面已具备全国化基础，未来有望随着全国化战略实现快速增长，建议关注公司开板后的投资机会。

重点推荐标的：东鹏饮料

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 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