

# 食品饮料

## 可选势头强劲至中报，H2必选数据有望回暖

### 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 0.30%，沪深 300 上涨 2.70%，板块整体上涨。分子行业看，本周乳品行业下跌 0.86%，食品综合行业上涨 0.35%，白酒行业上涨 0.37%，啤酒行业上涨 0.86%，肉制品行业上涨 1.76%，调味发酵品行业上涨 2.18%。

### 本周观点：可选势头强劲至中报，H2 必选数据有望回暖

**白酒：高端白酒板块基本面依然景气，我们判断终端需求仍乐观，高端白酒行业基本面保持良好。从估值来看，板块长期将以茅台 40X 估值中枢为锚。长期高端白酒最看好泸州老窖业绩弹性。次高端白酒板块处于调整状态，基本面仍然向好，我们判断 H2 次高端会呈现接力式发展。因中产阶级扩容，次高端价位带的提升打开空间等因素，次高端名优酒企在产品、渠道、营销及品牌上不断加大发力，量价齐升成为大概率趋势。**

**啤酒行业：啤酒二季度销量或承压，但结构整体表现亮眼，H2 关注旺季和提价催化。二季报来看，收入利润在高基数背景下或承压，但仍能关注价格提升带来的利润弹性释放。下半年行业景气度有望持续提升，一是旺季叠加赛事的催化仍在，二是上半年整体高端化有望加速，三是今年行业提价预期。持续推荐“一大一小”组合，即全国化酒企青岛啤酒和区域性酒企珠江啤酒，长期关注华润啤酒，关注燕京啤酒边际改善机会。**

**乳制品方面：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。奶粉业务毛利率相对较高。超巴奶保质期更长扩大了运输及销售半径。我们认为区域乳企短期内仍将牢牢把握低温奶市场，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）：调味品行业短期基本面或承压，中报后或迎长期布局机会。调味品行业在 B 端未完全恢复，C 端受疫情消费透支以及社区团购等影响，短期因中报业绩或承压，但长期来看，当前位置有望中长期布局。一方面，关注行业下半年提价预期。另一方面细分赛道景气度仍存，行业 beta 较强，关注龙头竞争力边际变化。**

**自下而上：软饮料行业基数效应强，建议关注企业基本面边际变化。较 20 年今年来看表现增速有望实现高增长。中报窗口期，软饮料板块均有望实现快速增长，建议积极关注。展望全年，软饮料行业在低基数背景下，景气度有望持续改善，软饮料下半年或迎行业机会。露露、养元等有望在内部机制变革和新品放量逻辑下，提振估值。建议重点关注承德露露边际反转机会。**

**当前重点推荐：**洋河股份，舍得酒业，口子窖，今世缘，五粮液，贵州茅台，泸州老窖，青岛啤酒，珠江啤酒，伊利股份，中国飞鹤，澳优，东鹏饮料，承德露露

**长期核心推荐：**华润啤酒，新乳业，天味食品，安井食品，安琪酵母，立高食品，海天味业，农夫山泉，百润股份

### 数据跟踪：

白酒：高端白酒基本面仍然景气，茅台批价略微下跌，五粮液批价小幅回落，国窖批价持平

啤酒：产量下降，进口大麦价格继续上涨，玻璃价格有所上涨，瓦楞纸价格略有上涨

乳制品：生鲜乳均价维持不变，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

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 30 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  
loujian@tfzq.com

**薛涵** 联系人  
xuehana@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

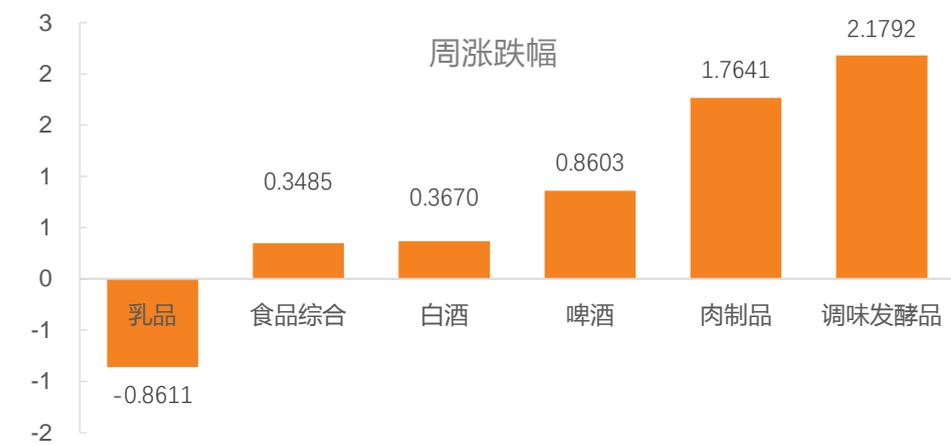
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:次高端接力式高增，高端超预期空间，白酒 H2 值得期待》 2021-06-28
- 2 《食品饮料-行业研究周报:可选仍为当前主线，大众必选品 H2 可期》 2021-06-22
- 3 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:股东会接连释放利好，全年景气可强化》 2021-06-21

## 1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

本周 SW 食品饮料上涨 0.30%，沪深 300 上涨 2.70%，板块整体上涨。分子行业看，本周乳品行业下跌 0.86%，食品综合行业上涨 0.35%，白酒行业上涨 0.37%，啤酒行业上涨 0.86%，肉制品行业上涨 1.76%，调味发酵品行业上涨 2.18%。

图 1：食品饮料各子行业本周涨跌幅（2021-06-21~2021-06-25，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洋河股份（7%）、五粮液（3%）、贵州茅台（1%），跌幅前三标的的舍得酒业（-13%）、皇台酒业（-11%）、山西汾酒（-9%）；啤酒行业涨幅前三标的的\*ST 西发（16%）、兰州黄河（3%）、重庆啤酒（2%），跌幅前三标的的燕京啤酒（-2%）、惠泉啤酒（-2%）、珠江啤酒（-2%）；肉制品行业涨幅前三标的的得利斯（7%）、双汇发展（3%）、上海梅林（1%），跌幅前三标的的龙大肉食（-6%）、煌上煌（-4%）、华统股份（-2%）；调味发酵品行业涨幅前三标的的 ST 加加（13%）、莲花健康（12%）、干禾味业（6%），跌幅前三标的的恒顺醋业（-3%）、日辰股份（-2%）、中炬高新（-1%）；乳品行业涨幅前三标的的庄园牧场（11%）、\*ST 科迪（10%）、贝因美（4%），跌幅前三标的的妙可蓝多（-6%）、皇氏集团（-5%）、新乳业（-3%）；食品综合涨幅前三标的的仙乐健康（32%）、华宝股份（14%）、\*ST 麦趣（13%），跌幅前三标的的来伊份（-17%）、立高食品（-12%）、高侨食品（-8%）。

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	洋河股份 (7%)	*ST 西发 (16%)	得利斯 (7%)	ST 加加 (13%)	庄园牧场 (11%)	仙乐健康 (32%)
	五粮液 (3%)	兰州黄河 (3%)	双汇发展 (3%)	莲花健康 (12%)	*ST 科迪 (10%)	华宝股份 (14%)
	贵州茅台 (1%)	重庆啤酒 (2%)	上海梅林 (1%)	干禾味业 (6%)	贝因美 (4%)	*ST 麦趣 (13%)
跌幅前三	舍得酒业 (-13%)	燕京啤酒 (-2%)	龙大肉食 (-6%)	恒顺醋业 (-3%)	妙可蓝多 (-6%)	来伊份 (-17%)
	皇台酒业 (-11%)	惠泉啤酒 (-2%)	煌上煌 (-4%)	日辰股份 (-2%)	皇氏集团 (-5%)	立高食品 (-12%)
	山西汾酒 (-9%)	珠江啤酒 (-2%)	华统股份 (-2%)	中炬高新 (-1%)	新乳业 (-3%)	高侨食品 (-8%)

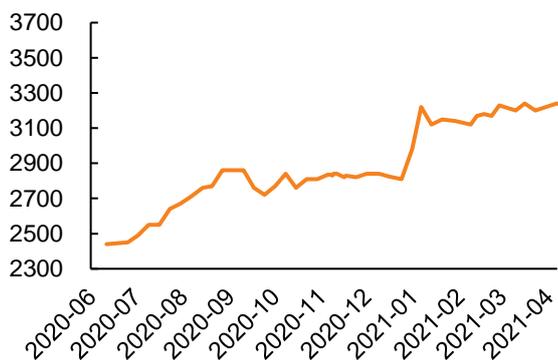
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 数据追踪

### 2.1. 白酒行业：高端白酒基本面仍然景气，茅台批价略微下跌，五粮液批价小幅回落，国窖批价持平

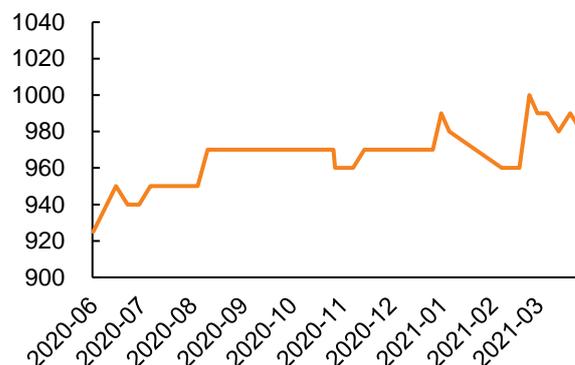
飞天本周整箱批价下跌至 3420 元，五粮液批价由 6 月 18 日的 995 元回落至 6 月 25 日的 990 元，本周国窖批价 930 元，与前周持平。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



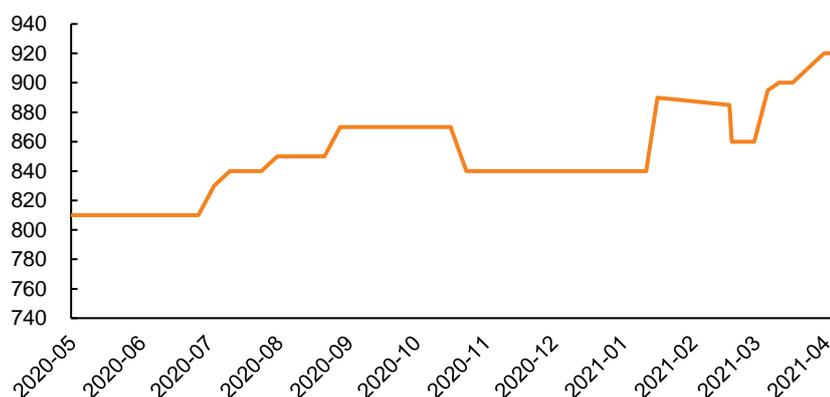
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）



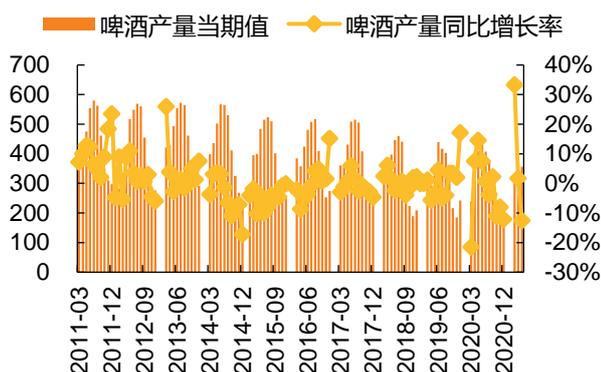
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

## 2.2. 啤酒行业：产量下降，进口大麦价格继续上涨，玻璃价格有所上涨，瓦楞纸价格略有上涨

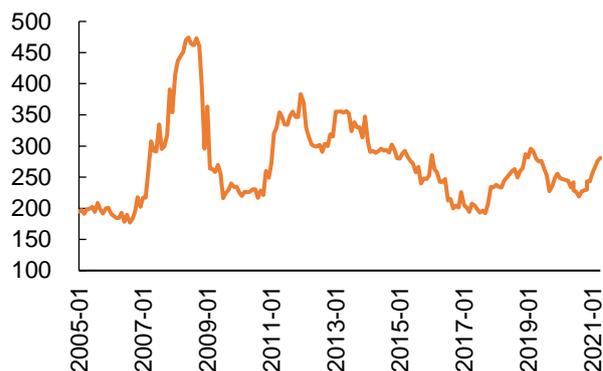
2021 年 5 月，中国规模以上啤酒企业产量 357 万千升，同比下降 13%。2021 年 1-5 月，中国规模以上啤酒企业累计产 1497.9 万千升，同比上升 3.15%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 5 月进口大麦平均价为 280.66 美元/吨，涨幅 1.56%。包装原材料玻璃的价格本周有所上涨，由 6 月 18 日的 2635 元/吨涨至 6 月 25 日的 2801 元/吨，涨幅 6.30%。包装原材料瓦楞纸价格略有上涨，由 6 月 10 日的 4072.20 元/吨涨至 6 月 20 日的 4097.60 元/吨，涨幅 0.62%。

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



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

图 11: 大包粉拍卖价 (脱脂奶粉, 美元/吨)

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

资料来源：Wind，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

### 2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价维持不变，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

6月16日生鲜乳均价较6月9日的4.27元/公斤维持不变。全脂奶粉6月1日拍卖价为4062美元/吨，6月15日下跌至3997美元/吨，跌幅1.60%。脱脂奶粉拍卖价同样有所下跌，6月1日拍卖价为3415美元/吨，6月15日下跌至3356美元/吨，跌幅1.73%。

豆粕市场价下跌，2021年6月10日为3581.60元/吨，6月20日市场价为3473.9元/吨，跌幅3.01%。玉米进口价涨幅明显，2021年4月为258.5美元/吨，2021年5月为272.4美元/吨，涨幅5.38%。

图 9: 生鲜乳均价 (元/公斤)

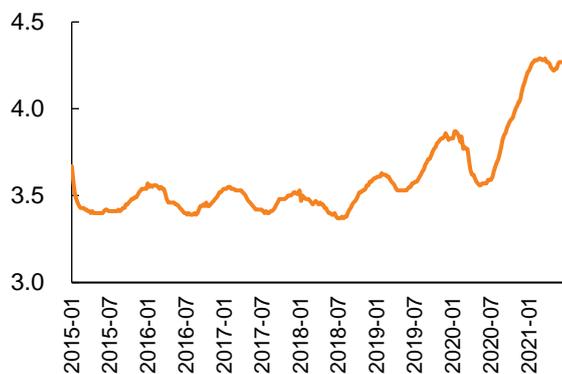


图 10: 大包粉拍卖价 (全脂奶粉, 美元/吨)



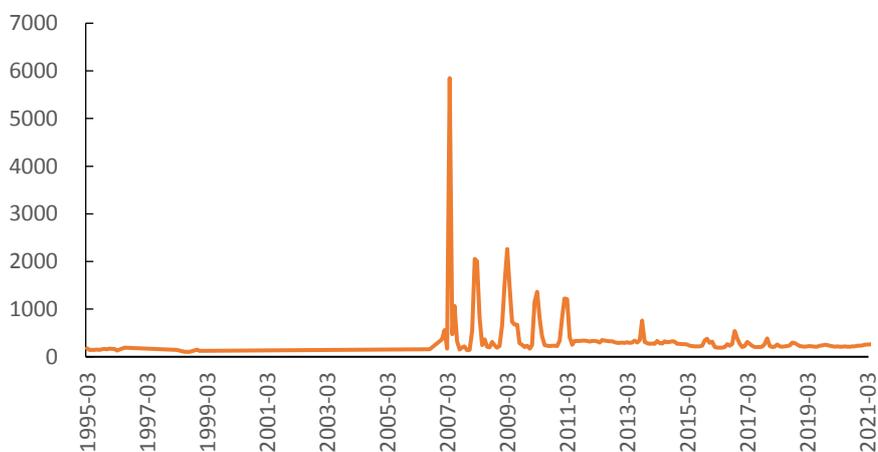


资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：玉米进口价（美元/吨）

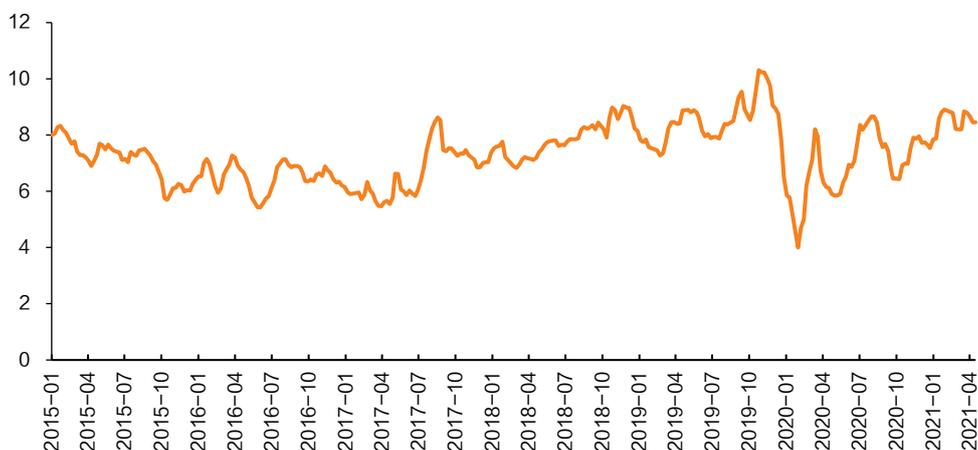


资料来源：wind，天风证券研究所

## 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日毛鸭平均价为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：可选势头强劲至中报，H2 必选数据有望回暖

**白酒：高端白酒板块基本面依然景气**，我们认为贵州茅台业绩表现将稳中求进，五粮液和泸州老窖将充分享受消费升级背景下的“量价齐升”红利。我们判断终端需求仍乐观，高端白酒行业基本面保持良好。从估值来看，我们判断高端白酒板块估值仍处于均值回归过程，板块长期将以茅台 40X 估值中枢为锚。长期高端白酒最看好泸州老窖业绩弹性，前期高市场费用投放逐步见效，后续费用率水平将慢慢向五粮液靠拢，从而带来业绩弹性。

**次高端白酒板块处于调整状态**，基本面仍然向好，我们维持对次高端白酒的观点，我们判断 H2 次高端会呈现接力式发展，板块景气度仍在。从量的角度，中产阶级扩容是长期趋势，为次高端消费量的增长奠定坚实基础；从价的角度，高端酒提升到千元价格带以上，为次高端价位带的提升打开空间。次高端名优酒企在产品、渠道、营销及品牌上不断加大发力，量价齐升成为大概率趋势。

- **贵州茅台：**① 据贵州茅台股东大会反馈，产能方面茅台今年预计可达到 5.53 万吨。公司今年的产能投放是前十年规划好的，表明酱酒产能规划及建设周期较长，或较难实现较大规划的迅速扩产，其次，我们一直判断飞天出厂价提价或有难度，或主要靠直营占比提升、非标酒销售提升盈利能力。② 十四五双轮驱动，系列酒实施大单品战略，目前王子酒 40 亿规模，赖茅、汉酱 10 亿。3 万吨系列酒技改项目推进正常，2020 年有 4015 吨系列酒新增产能，未来有序推进。
- **五粮液：**① 产能规划：十四五期间，五粮液将新增 12 万吨产能，总产能达到 25 万吨，继续保持全国领先的固态发酵的纯粮酒生产基地；增加原酒储存能力，十四五期间突破 100 万吨。② 产品规划：十四五期间，8 代五粮液每年 2 万吨以上的投放量不会减少，要保持在千元价位的主导地位；经典五粮液的年投放量要突破 1 万吨；浓香系列酒，集中力量打造五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄四个全国性的大单品。③ 近期批价一直稳定在 990 元，公司今年未在淡季强行控货挺价，终端动销乐观。④ 股东大会重点强调了数字化转型战略，我们分析是在兼顾大商利益的同时赋能大商，是渠道管理和改革的重要一步。
- **泸州老窖：**① 近期批价稳定在 930 元，全国打款进度较快。我们认为目前国窖挺价决心大，渠道控货较为严格，处于提价消化期，公司报表预收款项表现将较优，营收确认将跟随发货节奏，初步判断公司将在批价到达心理价位（约 950 元）后开始逐步放开发货。② 2021 年 15% 以上的收入增长目标；2020 年较多销售费用没有投放下去，我们认为 2021 年费用投放节奏会回到 18、19 年水平，但由于规模效应，费用率会比 18-19 年低。③ 出于顺价考虑，我们判断公司或逐步减少经销商返利，从中长期来看，将保证单瓶利润高于主要竞争对手。

**中报业绩前瞻：**次高端白酒经历一季度业绩高增之后，各名优酒企持续为推动高端化、全国化做工作，加大团购力度，做消费者培育，营销势头不减，我们认为鉴于 20Q2 仍受到疫情较大冲击，预计 21Q2 次高端业绩同比增长依然可观：

- **洋河：**M6+ 品牌轴心地位奠定，库存处于历史低位，水晶梦发展加快，天之蓝、海之蓝总体价格上扬，趋势稳定；双沟开始发力。我们预计 Q2 营收同增 21.6%，净利同增 23.5%。
- **舍得：**次高端方面，舍得老酒战略，聚焦品味舍得大单品；大众酒方面，启动沱牌复兴战略，主打 T68，结构向上向下空间广阔。我们预计 Q2 营收同增 48.2%，净利同增 62.6%。
- **口子窖：**产品持续升级，渠道深化改革，改革效果有望初步体现。我们预计 Q2 营收同增 68.9%，净利同增 77.3%。
- **汾酒：**落实“211985”复兴宣传战略，全面构建“2+2”品牌整体架构，持续推动汾酒和竹叶青品牌“双轮驱动”，继续聚焦青花、玻汾两款核心产品。我们预计 Q2 营收

同增 71.8%，净利同增 85.9%。

- 古井贡酒：中高端占比提升，古 8 放量引领省内升级，古 20 提升品牌力进行全国市场的构建，高端化战略的持续落地有望增厚利润。我们预计 Q2 营收同增 26.2%，净利同增 33.4%。
- 今世缘：省内采取价格带错位竞争，竞合式发展；省外突破战全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发省外市场。我们预计 Q2 营收同增 26.8%，净利同增 30.0%。

**当前重点推荐：** 洋河股份，舍得酒业，口子窖，今世缘，五粮液，贵州茅台，泸州老窖

**啤酒行业：啤酒二季度销量或承压，但结构整体表现亮眼，H2 关注旺季和提价催化。** 20Q2 受疫情逐步缓解、消费复苏等因素影响，啤酒行业整体销量呈现较快增长，但因为聚饮等场景仍受限制，吨价恢复较慢。21Q2 在量高基数的背景下，行业整体销量有所承压，但价格在聚饮场景恢复、两大赛事等催化下，有望加速提升。二季度来看，收入利润在高基数背景下或承压，但仍能关注价格提升带来的利润弹性释放。下半年行业景气度有望持续提升，一是旺季叠加赛事的催化仍在，二是上半年各家企业均在中高端领域推出新品和聘请新代言人，整体高端化有望加速，三是今年成本提升、需求旺盛，或催生行业提价预期，建议积极关注。持续推荐“一大一小”组合，即全国化酒企青岛啤酒和区域性酒企珠江啤酒，长期关注华润啤酒，关注燕京啤酒边际改善机会。

- 青岛啤酒：崂山、罐装产品因去年基数原因，增速或低于整体。利润端，今年在没有社保减免等背景下，业绩增速或放缓，但结构贡献或一定程度超预期，建议持续关注青啤全年业绩稳定性释放预期。
- 珠江啤酒：公司 4、5 月份整体销量表现良好，但 6 月份因广东疫情有所承压。考虑到 6 月份是旺季备货重要的一月，或一定程度影响二季度公司收入表现。结构方面，纯生等高端产品占比持续提升，公司持续加大结构升级和优化，带动业绩端的持续成长。随着疫情影响的逐步退却以及旺季的到来，公司三季度或实现恢复性增长。
- 重庆啤酒：公司乌苏持续快速放量，主因全国化加速推进，疆外市场表现良好。乌苏的放量带动公司收入端量价齐升，而利润端随着产品结构的优化以及公司优秀的内部治理，利润有望持续高增。
- 燕京啤酒：公司上半年完成了新一阶段产品系列的布局，分别推出和优化了雪鹿、U8 和 V10 产品，覆盖普档、中端和中高端三个档位。随着公司新产品体系的建立，我们预计公司高端化或进入加速阶段。二季度受去年高基数影响，或一定程度承压，而随着公司高端化加速以及内部效率的提升，公司业绩有望加速释放。

**当前重点推荐：** 青岛啤酒，珠江啤酒

**长期核心推荐：** 华润啤酒

**乳制品：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。

超巴奶保质期更长扩大了运输及销售半径。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，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。

- 中国飞鹤：我们认为飞鹤核心逻辑没有发生变化，从公司业绩表现上来看，也没有受到任何影响。有信心实现 2023 年 350 亿的营业收入，相信未来出生率或其他因素并不会给公司发展带来较大影响。
- 澳优：奶粉行业从增量时代转化为存量竞争时代，内容结构不断调整，表现为品牌化高端化、国产替代两个主要趋势。我们认为，澳优作为拥有完整产业链的内资品牌，在进一步提高品牌力及精耕下沉渠道之基础上，海普诺凯 1897 的加速成长带来的结构升级，和佳贝艾特的优秀市场表现将进一步兑现公司业绩，逐步打开高端市场，市场份额有望持续稳步提升。

**当前重点推荐：**伊利股份，中国飞鹤，澳优

**长期核心推荐：**新乳业

**调味品行业短期基本面或承压，中报后或迎长期布局机会。**调味品行业在 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，目前相关公司股价均有所调整，短期因中报业绩或承压，但长期来看，当前位置有望成为中长期布局的时点。一方面，关注行业下半年提价预期。目前行业库存正逐步去划，渠道利润空间也逢重新分配窗口，叠加成本和 CPI 的上涨，涨价逻辑或成为下半年的买点之一，关注明年提价预期。另一方面细分赛道景气度仍存，复合调味品、冷冻烘焙、速冻、预制菜等行业 beta 较强，关注龙头竞争力边际变化。

- 海天味业：预计二季度较一季度增速有所放缓，仍有望维持平稳增长。
- 中炬高新：整体来看公司二季度或有所承压。展望下半年，公司有望在机制变革等背景下加速市场开拓，建议关注公司中长期配置机会。
- 千禾味业：整体收入端有望维持双位数增长，而利润端因为费用和去年高基数等影响，或有所承压。
- 天味食品：下半年有望正常进入旺季备货阶段。而公司渠道开拓仍在加速推进，收入端整体来看或维持较高增速。利润端由于费用的投放以及去年高基数，或有所承压。建议关注公司下半年基本面边际向好预期。
- 日辰股份：公司二季度或延续一季度高增态势，主因餐饮持续复苏带动收入持续增长。利润方面，公司去年费用基数较低，而今年费用投放有所增加，或使利润增速低于收入增速。下半年随着基数效应的褪去，公司业绩有望加速。
- 安琪酵母：收入增速较一季度或有所放缓。利润端受成本压力上涨以及汇兑等因素影响，增速也将放缓。
- 安井食品：在餐饮渠道快速恢复下，预计五六月份将维持较高增速。
- 立高食品：公司去年二季度基数较高，收入及利润增速将较一季度放缓。但全年来看，产品结构升级下毛利率仍有进一步提升空间。
- 味知香：由于进口牛肉价格今年以来持续下降，预计利润增速略低于收入增速。

**长期核心推荐：**天味食品，安井食品，安琪酵母，立高食品，海天味业，日辰股份

**软饮料行业基数效应强，建议关注企业基本面边际变化。**20 年软饮料行业受疫情、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。中报窗口期，软饮料板块均有望实现快速增长，建议积极关注。展望全年，软饮料行业在低基数背景下，景气度有望持续改善，叠加相关公司经营动作，软饮料下半年或迎行业机会。此外，软饮料公司目前整体估值表现较低，露露、养元等均有希望在内部机制变革和新品放量逻辑下，提振估值。建议重点关注承德露露边际反转机会。

- 承德露露：我们认为承德露露是一块非常好的资产，现金流充裕、业务基本盘稳健。过往因运营、诉讼案件等一些要素影响，公司发展有所放缓。
- 百润股份：目前行业景气度仍持续提升，公司为未来竞争奠定基础。。
- 养元饮品：公司二季度有望实现恢复性增长。展望全年，公司去年营收下滑 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，建议关注。
- 农夫山泉：公司上半年随着消费场景的逐步恢复，使得板块整体表现亮眼。而饮料业务在去年低基数背景下，也有望迎来快速增长。
- 东鹏饮料：公司二季度收入增速或较一季度有所放缓，主因基数问题，但整体趋势仍呈现快速成长态势。利润方面，公司加大费用投放，进行消费者教育和市场开拓，增速或较收入低。
- 香飘飘：公司二季度是冲泡传统淡季，去年冲泡整体基数较高，使得今年板块表现有所承压。即饮方面，公司加快新品推出和铺市，预计三季度有望实现快速放量。整体来看，公司二季度收入和业绩在去年高基数背景下，或有所承压。

**当前重点推荐：**东鹏饮料，承德露露

**长期核心推荐：**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