

食品饮料

证券研究报告

2021年07月05日

必选大众品触底待反弹，白酒H2呈接力式发展

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

行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 3.09%，沪深 300 下跌 2.78%，板块整体下跌。分子行业看，本周乳品行业下跌 2.61%，食品综合行业下跌 2.78%，白酒行业下跌 3.50%，啤酒行业上涨 0.83%，肉制品行业下跌 1.30%，调味发酵品行业下跌 2.77%。

本周观点：必选大众品触底待反弹，白酒 H2 呈接力式发展

白酒：本周高端白酒板块表现平稳，我们认为情绪到了中报前的观望期，市场对短期业绩关注度高于往年，我们预计茅五泸二季度业绩将持续稳健。**本周次高端白酒板块表现稳健**，基本面仍然向好。我们判断次高端二季度业绩淡季不淡，名优酒企核心大单品持续增长，同时也可以看到各式新产品、新包装的推出，扩大消费人群。次高端市场竞争进入白热化阶段，胜者必然要在产品、品牌、渠道都保持高水准。在消费升级的背景下，名优酒企更能站稳次高端价位带，享受量价齐升的红利。

啤酒行业：啤酒旺季结构升级持续推进，下半年景气度有望持续提升。受 20Q2 高基数影响，本季度销售增长有所承压，但旺季下结构升级价增逻辑强。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，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，长期关注华润啤酒和重庆啤酒，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）：板块全面回暖，H2 关注行业中长期配置机会。调味品行业在 B 末端完全恢复，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，水井坊，五粮液，贵州茅台，泸州老窖，青岛啤酒，珠江啤酒，千禾味业，天味食品，日辰股份，伊利股份，中国飞鹤，东鹏饮料，承德露露

长期核心推荐：华润啤酒，新乳业，光明乳业，澳优，天味食品，安井食品，安琪酵母，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，茅台批价上涨，五粮液批价持平，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：生鲜乳均价略有上涨，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

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。

行业走势图



资料来源：贝格数据

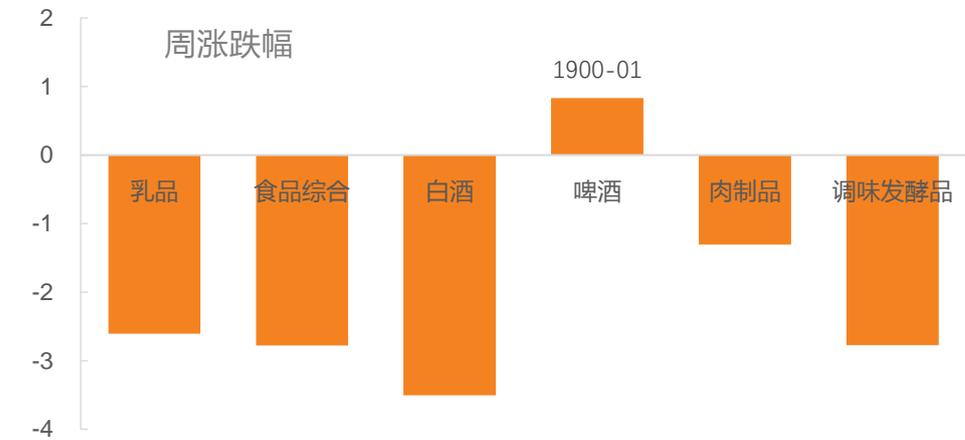
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:可选势头强劲至中报，H2 必选数据有望回暖》 2021-06-30
- 2 《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
- 3 《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

1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

本周 SW 食品饮料下跌 3.09%，沪深 300 下跌 2.78%，板块整体下跌。分子行业看，本周乳品行业下跌 2.61%，食品综合行业下跌 2.78%，白酒行业下跌 3.50%，啤酒行业上涨 0.83%，肉制品行业下跌 1.30%，调味发酵品行业下跌 2.77%。

图 1：食品饮料各子行业本周涨跌幅（2021-06-28~2021-07-02，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的水井坊（12%）、舍得酒业（11%）、古井贡酒（3%），跌幅前三标的伊力特（-10%）、皇台酒业（-9%）、迎驾贡酒（-6%）；啤酒行业涨幅前三标的重庆啤酒（6%）、青岛啤酒（-2%）、燕京啤酒（-4%），跌幅前三标的*ST 西发（-14%）、惠泉啤酒（-7%）、珠江啤酒（-5%）；肉制品行业涨幅前三标的华统股份（0%）、双汇发展（-1%）、上海梅林（-1%），跌幅前三标的得利斯（-7%）、煌上煌（-3%）、金字火腿（-2%）；调味发酵品行业涨幅前三标的千禾味业（14%）、天味食品（13%）、中炬高新（6%），跌幅前三标的安记食品（-8%）、仲景食品（-5%）、海天味业（-5%）；乳品行业涨幅前三标的燕塘乳业（5%）、妙可蓝多（0%）、庄园牧场（-1%），跌幅前三标的*ST 科迪（-9%）、新乳业（-6%）、光明乳业（-5%）；食品综合涨幅前三标的嘉必优（19%）、青海春天（15%）、绝味食品（12%），跌幅前三标的仙乐健康（-14%）、汤臣倍健（-13%）、华宝股份（-13%）。

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	水井坊 (12%)	重庆啤酒 (6%)	华统股份 (0%)	千禾味业 (14%)	燕塘乳业 (5%)	嘉必优 (19%)
	舍得酒业 (11%)	青岛啤酒 (-2%)	双汇发展 (-1%)	天味食品 (13%)	妙可蓝多 (0%)	青海春天 (15%)
	古井贡酒 (3%)	燕京啤酒 (-4%)	上海梅林 (-1%)	中炬高新 (6%)	庄园牧场 (-1%)	绝味食品 (12%)
跌幅前三	伊力特 (-10%)	*ST 西发 (-14%)	得利斯 (-7%)	安记食品 (-8%)	*ST 科迪 (-9%)	仙乐健康 (-14%)
	皇台酒业 (-9%)	惠泉啤酒 (-7%)	煌上煌 (-3%)	仲景食品 (-5%)	新乳业 (-6%)	汤臣倍健 (-13%)
	迎驾贡酒 (-6%)	珠江啤酒 (-5%)	金字火腿 (-2%)	海天味业 (-5%)	光明乳业 (-5%)	华宝股份 (-13%)

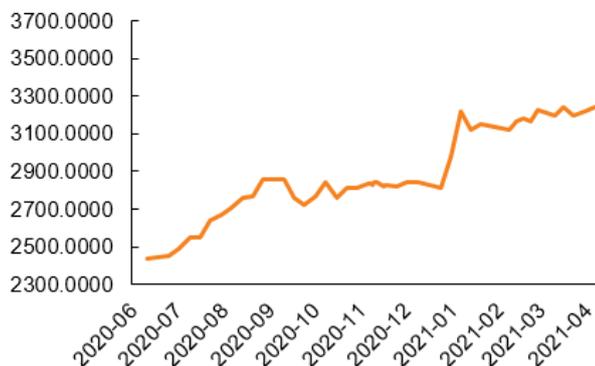
资料来源：wind，天风证券研究所

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

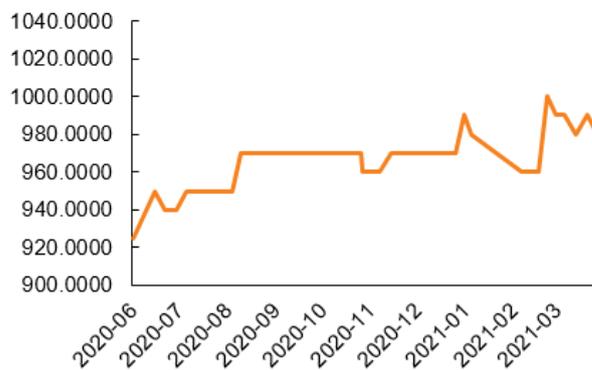
飞天本周整箱批价上涨至 3430 元，五粮液批价 7 月 2 日 990 元，与前周持平，本周国窖批价 930 元，与前周持平。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



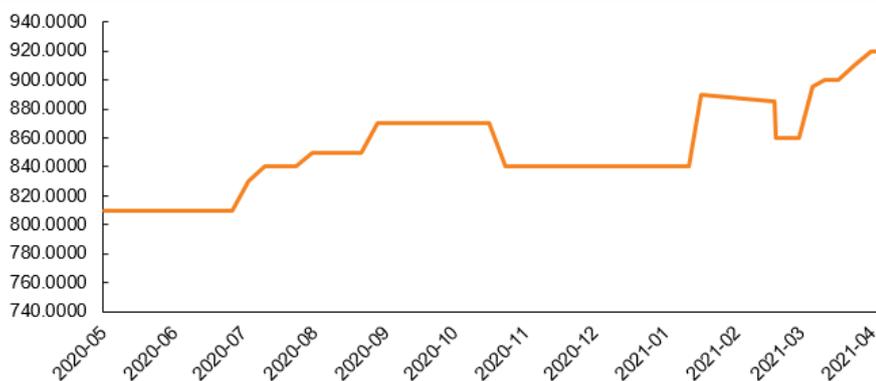
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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 25 日的 2801 元/吨涨至 7 月 2 日的 2802 元/吨，涨幅 0.04%。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）

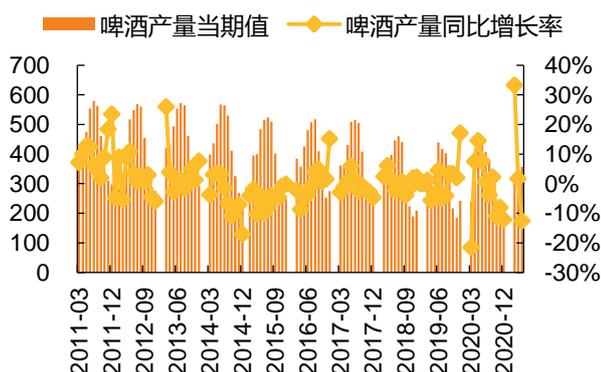
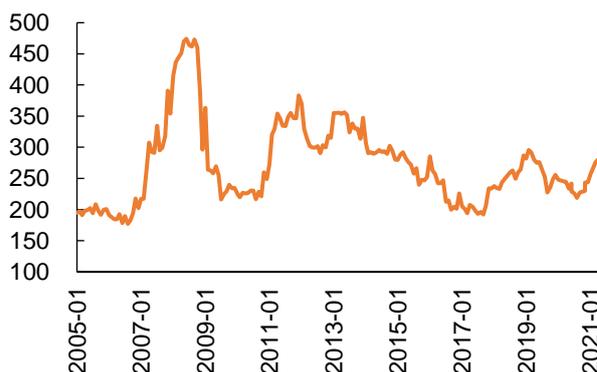


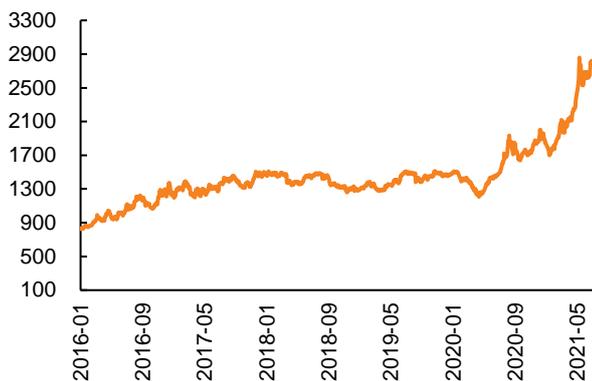
图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



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）



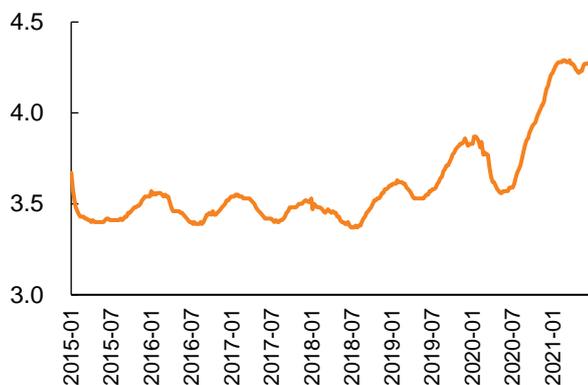
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价略有上涨，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

生鲜乳均价 6 月 23 日 4.28 元/公斤，较 6 月 16 日的 4.27 元/公斤上涨 0.23%。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）



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）

图 12：豆粕市场价（元/吨）

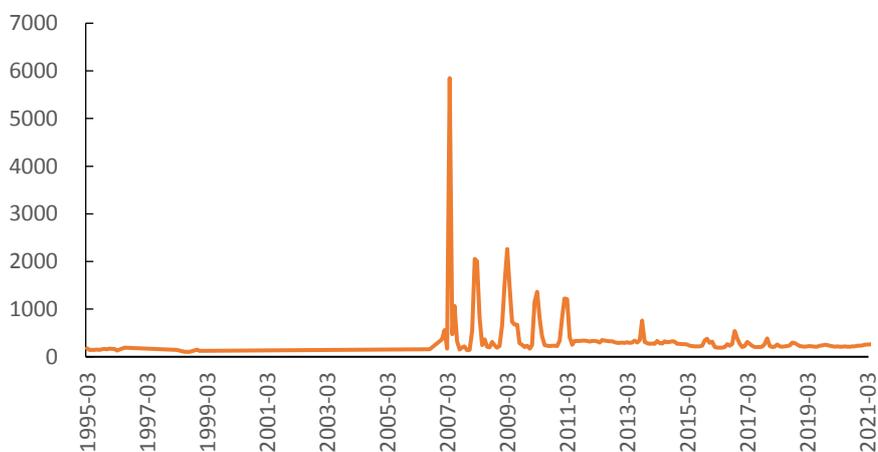


资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：玉米进口价（美元/吨）

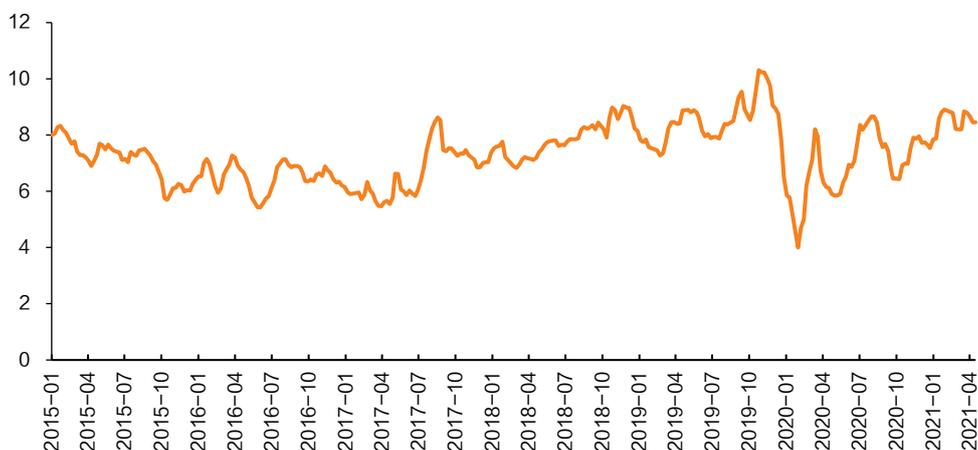


资料来源：wind，天风证券研究所

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：必选大众品触底待反弹，白酒 H2 呈接力式发展

白酒：本周高端白酒板块表现平稳，我们认为情绪到了中报前的观望期，中报业绩表现将直接影响标的涨跌，市场对短期业绩关注度高于往年，我们预计茅五泸二季度业绩将持续稳健。

本周次高端白酒板块表现稳健，舍得、水井坊涨幅超 10%，周五受北向资金大幅流出影响，次高端整体下跌较大，但一周整体来看较平稳，基本面仍然向好。我们判断次高端二季度业绩淡季不淡，名优酒企核心大单品持续增长，同时也可以看到各式新产品、新包装的推出，扩大消费人群。次高端市场竞争进入白热化阶段，胜者必然要在产品、品牌、渠道都保持高水准。在消费升级的背景下，名优酒企更能站稳次高端价位带，享受量价齐升的红利。

公司层面：舍得双品牌战略成效凸显：智慧舍得+品味舍得主打次高端，打造老酒第一品牌；沱牌通过创新和营销实现品牌年轻化，唤醒“中国名酒”认知，重回大众白酒第一阵营。洋河 M6+ 品牌轴心地位奠定，双沟开启全国化战略，渠道不断优化，公司激励机制改善促发展。口子窖我们认为其有优质产品产能，内部治理经销商结构稳定构成其扎实根基，边际变化在于 200 以上产品（口子 10 年、20 年、初夏、仲秋、兼香 518 等）逐步发力及配合的团购渠道小商渠道逐步拓展。水井坊代总经理朱镇豪正式就任总经理，新上任管理层主动求变，加大高端费用投放，目标成为高端浓香头部品牌之一。

舍得股东大会要点：产品上，聚焦打造品味舍得、智慧舍得、藏品舍得等战略单品，加强沱牌系列运作，恢复沱牌大众酒市场规模，做好天子呼、吞之乎在超高端的布局；品牌上，以“老酒战略、双品牌战略、国际化战略、年轻化战略”为品牌建设指引；市场上，聚焦川冀鲁豫，提升东北西北，突破华东华南，加快全国化布局，核心区域打造重点城市，重点城市要以成为当地市场第一品牌为目标；渠道上，进一步加强电商渠道建设，提升 C 端用户运营能力，持续培育和影响年轻消费人群。

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

啤酒行业：啤酒旺季结构升级持续推进，下半年景气度有望持续提升。受 20Q2 高基数影响，本季度销售增长有所承压，但旺季下啤酒企业新品推出及代言宣传动作不断，结构升级价增逻辑强。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，长期关注华润啤酒和重庆啤酒，关注燕京啤酒边际改善机会。

当前重点推荐：青岛啤酒，珠江啤酒

长期核心推荐：华润啤酒、燕京啤酒

长期建议关注：重庆啤酒

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。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，因为双寡头伊利蒙牛各控制全国大部分规模牧场，且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，新乳业推出的保质期只有一天的“24 小时”鲜奶产品对渠道运转效率的要求极高，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。

原奶价格上涨背景下，降费用是行业共性行为。低温赛道景气度高，新乳业利用收购方式布局低温鲜奶赛道，经过 2 轮大规模并购后已经摸索出成熟的投后管理体系，在收购周期中帮助标的较快扭亏为盈，我们认可低温赛道的并购布局模式，并且公司在优势区域精耕细作，可复制性强。同时，公司有灵活的管理机制，2020 年底推出股权激励，业绩目标为 21-23 年每年营收、利润 25% 同比增速，将公司发展与核心员工利益有机结合，进一步激发员工积极性和创造力。

当下重点推荐标的：新乳业、中国飞鹤

值得重点关注标的：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）：板块全面回暖，H2 关注行业中长期配置机会。本周调味品板块表现亮眼，我们判断一与下半年板块配置策略转移导致的行业加配，二是天味推出股权激励催生行业热度。但我们认为仍需考虑中报板块的表现，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，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化，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。天味食品推出股权激励，表明公司对全年业绩解锁目标的信心。短期来看，行业的需求有所放缓，导致二季度公司业绩有所承压，但全年来看，随着公司内部的积极调整以及行业格局的逐步改善，公司或迎来中长期配置机会。而此次股权激励的出台，也支撑和统一了市场的预期，我们看好公司下半年的配置机会，建议积极关注。

当下重点推荐：千禾味业、天味食品、日辰股份

长期核心推荐：安井食品、安琪酵母、海天味业

长期建议关注：立高食品

软饮料行业基数效应强，建议关注企业基本面边际变化。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。

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