

食品饮料

证券研究报告

2021年07月12日

次高端强势贯穿全年，必选大众品待数据改善

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:次高端强势贯穿全年,高端下半年看点多》 2021-07-12
- 2 《食品饮料-行业研究周报:必选大众品触底待反弹,白酒 H2 呈接力式发展》 2021-07-05
- 3 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:次高端投资机会看全年,关注中报后仍有高增标的》 2021-07-05

行情回顾: 食品饮料继续下跌

上周 SW 食品饮料下跌 3.90%, 沪深 300 下跌 0.14%, 板块继续下跌。分子行业看, 上周乳品行业下跌 6.17%, 食品综合行业下跌 4.62%, 白酒行业下跌 3.07%, 啤酒行业下跌 7.67%, 肉制品行业下跌 4.44%, 调味发酵品行业下跌 9.03%。

上周观点: 次高端强势贯穿全年, 必选大众品待数据改善

白酒: 上周次高端白酒板块走势呈震荡下行趋势, 后半周次高端二线白酒跌幅较大, 我们认为主要系资金面的影响, 与基本面无关。全年依旧坚定看好次高端。高端白酒板块重点提示五粮液机会, 下半年超预期或有三点: 批价预计全面站稳千元、经典五粮液政策全面推广、量价齐升有空间。我们认为公司作为高端酒提价的核心逻辑未发生变化, 且预计 2 季度公司将享受打款价的上涨, 利润端或有较好表现有望超出预期。

啤酒行业: 行业进入中报交易期, 短期波动不改长期结构升级趋势。啤酒板块上周波动较大, 主要系受 20Q2 高基数影响销量增幅或放缓, 中报有所承压。但整体在新品推出及品牌高端升级推力下, 价增趋势不改。长期来看行业高端化步伐加速, 坚守核心逻辑。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。

乳制品方面: 上周中国圣牧公告公司单一最大股东 Start Great Holdings Limited (蒙牛全资附属公司) 持股量增加。Start Great 收购圣牧共约 10 亿股普通股, 占于公告日公司全部已发行股本约 12.48%。Start Great 持有的股份占比增至 29.99%。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。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): 调味品仍需静待基本面改善, 餐饮供应链企业干味央厨过会。上周调味品录得较大跌幅, 主因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, 中报业绩或承压, 但长期来看, 调味品行业景气度仍有望持续提升, 叠加下半年基数效应, 行业基本面有望逐季改善, 财报季建议密切跟踪渠道反馈, 静待时机。

软饮料行业关注下半年行情, 三个节奏看承德露露未来表现。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。展望下半年, 露露基本面将迎来三个阶段, 一是二季度收入业绩有望高增, 二是公司内部改革有望逐渐落地, 三是新品落地的回款和动销观察。

当前重点推荐: 舍得酒业, 洋河股份, 今世缘, 酒鬼酒, 水井坊, 五粮液, 青岛啤酒, 珠江啤酒, 蒙牛乳业, 中国圣牧, 承德露露

长期核心推荐: 华润啤酒, 伊利股份, 新乳业

数据跟踪:

白酒: 高端白酒基本面仍然景气, 茅台批价继续上涨, 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, 玻璃价格保持上涨, 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、脱脂奶粉价格明显下跌, 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：食品饮料整体下跌

上周 SW 食品饮料下跌 3.90%，沪深 300 下跌 0.14%，板块整体下跌。分子行业看，上周乳品行业下跌 6.17%，食品综合行业下跌 4.62%，白酒行业下跌 3.07%，啤酒行业下跌 7.67%，肉制品行业下跌 4.44%，调味发酵品行业下跌 9.03%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-07-04~2021-07-09，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的今世缘（5%）、山西汾酒（2%）、金徽酒（1%），跌幅前三标的舍得酒业（-10%）、顺鑫农业（-7%）、洋河股份（-7%）；啤酒行业涨幅前三标的*ST 西发（11%）、珠江啤酒（-2%）、燕京啤酒（-2%），跌幅前三标的青岛啤酒（-11%）、重庆啤酒（-8%）、兰州黄河（-4%）；肉制品行业涨幅前三标的得利斯（1%）、上海海林（-1%）、金字火腿（-2%），跌幅前三标的双汇发展（-5%）、煌上煌（-3%）、龙大肉食（-3%）；调味发酵品行业涨幅前三标的莲花健康（7%）、星湖科技（1%）、佳隆股份（0%），跌幅前三标的中炬高新（-11%）、海天味业（-10%）、恒顺醋业（-7%）；乳品行业涨幅前三标的*ST 科迪（4%）、三元股份（1%）、贝因美（-1%），跌幅前三标的妙可蓝多（-11%）、燕塘乳业（-6%）、光明乳业（-6%）；食品综合涨幅前三标的佳禾食品（17%）、西麦食品（11%）、好想你（6%），跌幅前三标的安井食品（-17%）、良品铺子（-12%）、盐津铺子（-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	今世缘 (5%)	*ST 西发 (11%)	得利斯 (1%)	莲花健康 (7%)	*ST 科迪 (4%)	佳禾食品 (17%)
	山西汾酒 (2%)	珠江啤酒 (-2%)	上海海林 (-1%)	星湖科技 (1%)	三元股份 (1%)	西麦食品 (11%)
	金徽酒 (1%)	燕京啤酒 (-2%)	金字火腿 (-2%)	佳隆股份 (0%)	贝因美 (-1%)	好想你 (6%)
跌幅前三	舍得酒业 (-10%)	青岛啤酒 (-11%)	双汇发展 (-5%)	中炬高新 (-11%)	妙可蓝多 (-11%)	安井食品 (-17%)
	顺鑫农业 (-7%)	重庆啤酒 (-8%)	煌上煌 (-3%)	海天味业 (-10%)	燕塘乳业 (-6%)	良品铺子 (-12%)
	洋河股份 (-7%)	兰州黄河 (-4%)	龙大肉食 (-3%)	恒顺醋业 (-7%)	光明乳业 (-6%)	盐津铺子 (-9%)

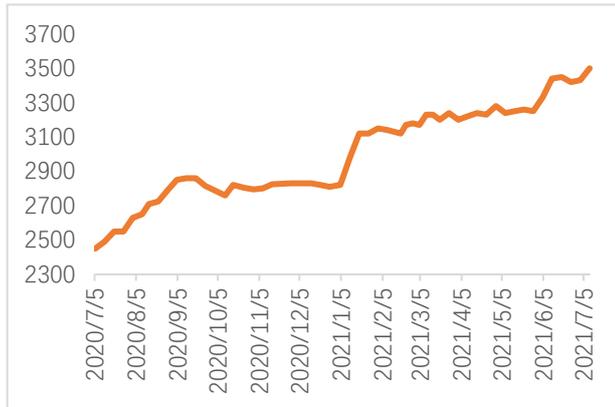
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：高端白酒基本面仍然景气，茅台批价继续上涨，五粮液批价持平，国窖批价持平

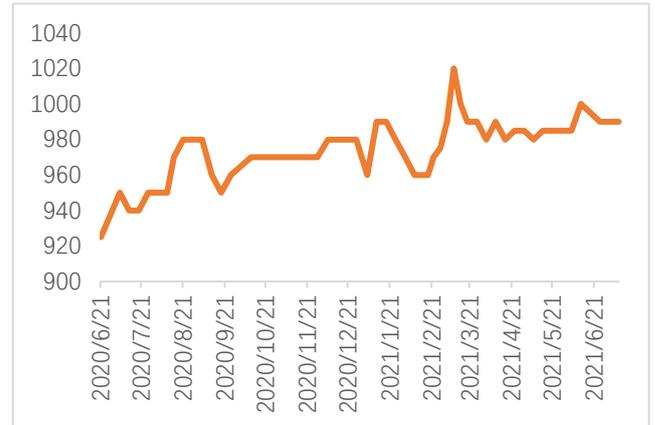
飞天上周整箱批价上涨至 3500 元，五粮液批价 7 月 2 日 990 元，与上上周持平，上周国窖批价 930 元，与上上周持平。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



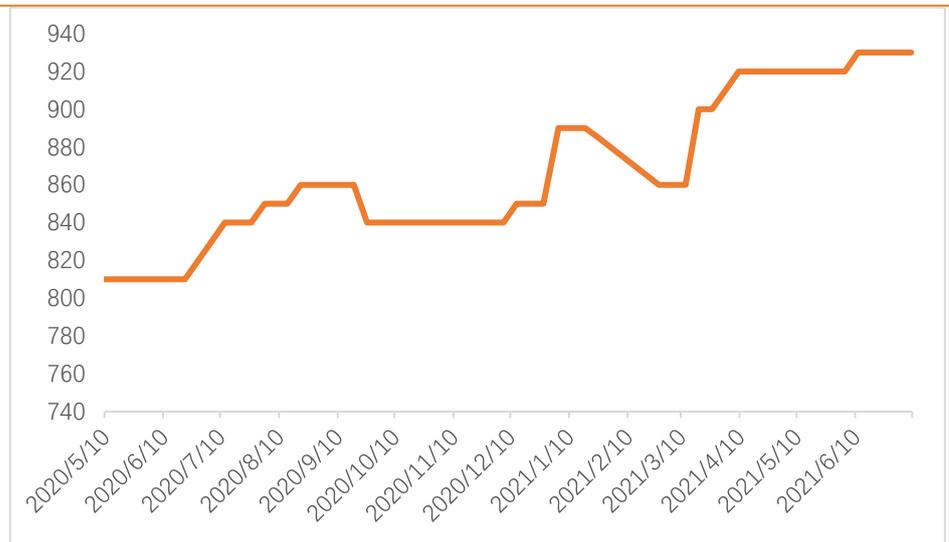
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）



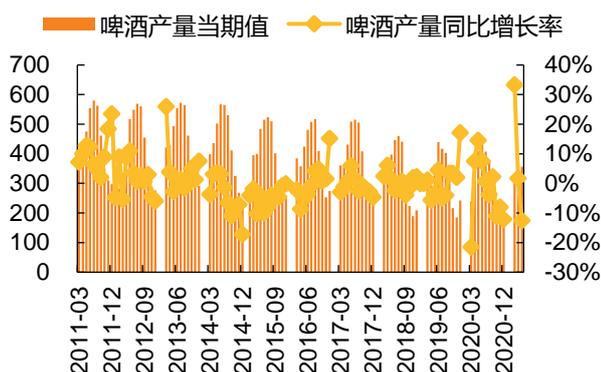
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量下降，进口大麦价格继续上涨，玻璃价格保持上涨，瓦楞纸价格略有上涨

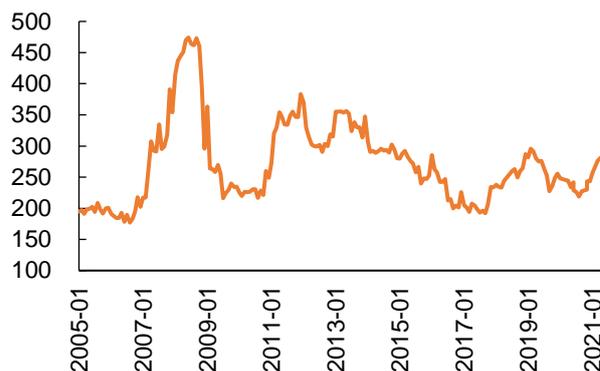
2021 年 5 月，中国规模以上啤酒企业产量 357 万千升，同比下降 13%。2021 年 1-5 月，中国规模以上啤酒企业累计产 1497.9 万千升，同比上升 3.15%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 5 月进口大麦平均价为 280.66 美元/吨，涨幅 1.56%。包装原材料玻璃的价格上周有所上涨，由 7 月 2 日的 2802 元/吨涨至 7 月 9 日的 2881 元/吨，涨幅 2.82%。包装原材料瓦楞纸价格略有上涨，由 6 月 20 日的 4097.60 元/吨涨至 6 月 30 日的 4124.70 元/吨，涨幅 0.66%。

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）

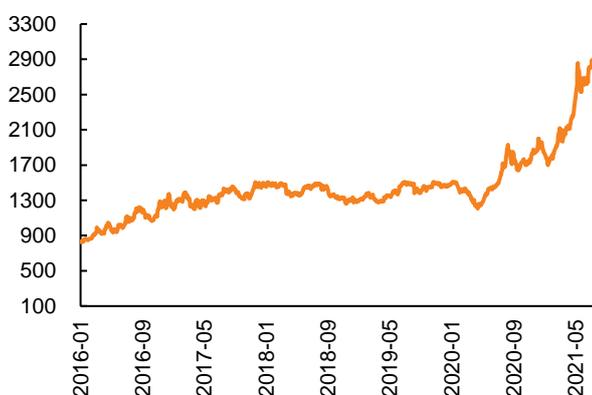


资料来源：国家统计局，天风证券研究所



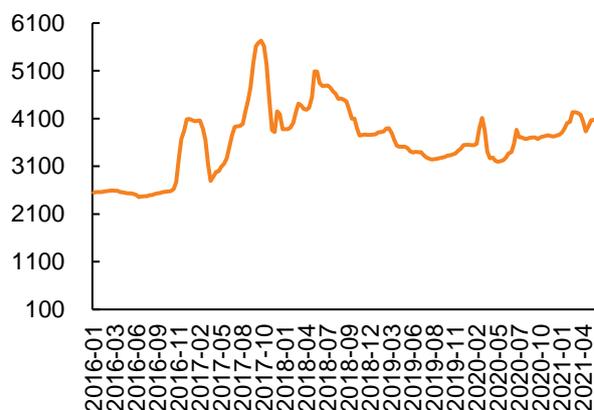
资料来源：Wind，天风证券研究所

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)



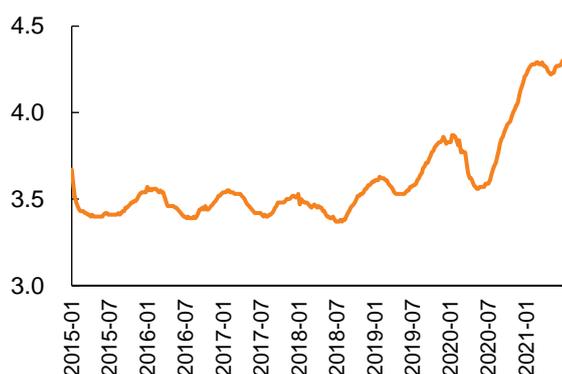
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价略有上涨，全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格明显下跌，豆粕价格下跌、玉米进口价继续上涨

生鲜乳均价 6 月 30 日 4.30 元/公斤，较 6 月 23 日的 4.28 元/公斤上涨 0.47%。全脂奶粉 6 月 15 日 拍卖价 为 3997 美元/吨，7 月 6 日 下跌 至 3864 美元/吨，跌幅 3.33%。脱脂奶粉 拍 卖价 明显 下跌，6 月 15 日 拍卖价 为 3356 美元/吨，7 月 6 日 下跌 至 3126 美元/吨，跌幅 6.85%。

豆粕 市 场 价 下 跌，2021 年 6 月 20 日 为 3473.9 元/吨，6 月 30 日 市 场 价 为 3418.1 元/吨， 跌 幅 1.61%。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)



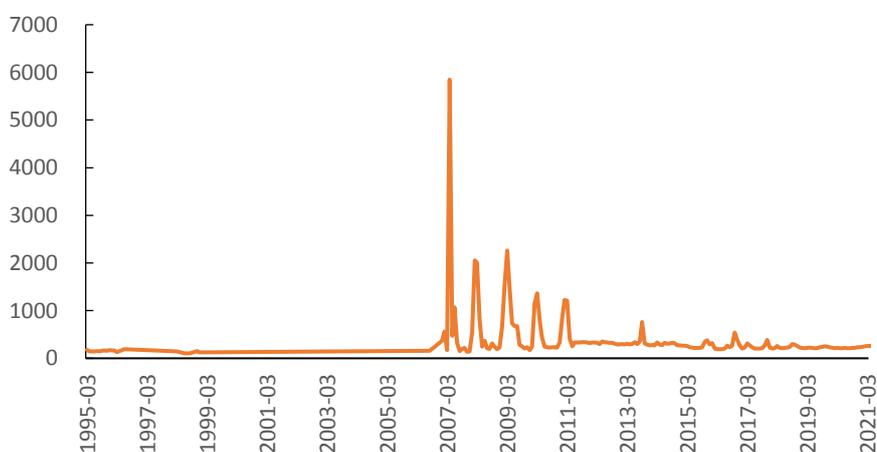
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

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)

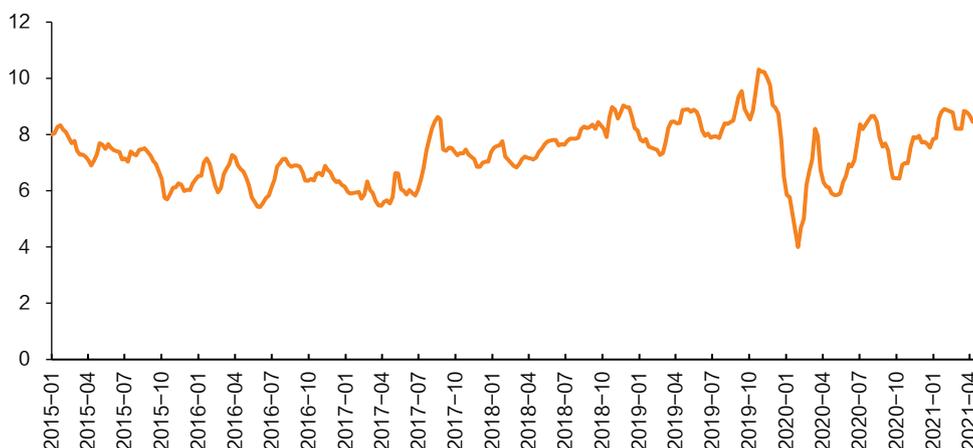


资料来源: wind, 天风证券研究所

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：次高端强势贯穿全年，必选大众品待数据改善

白酒：上周次高端白酒板块走势呈震荡下行趋势，后半周次高端二线白酒跌幅较大，我们认为主要系资金面的影响，与基本面无关。全年依旧坚定看好次高端。我们认为在竞争激烈的背景下，次高端酒企有着深厚的积累，仍持续不断在产品、渠道、营销及品牌上不断发力。20 年业绩基数低，预计 21 年中报表现亮眼，下半年弹性依旧。

公司层面：舍得老酒标签深入人心，双品牌战略定位清晰。公司在品牌宣传方面持续发力，推动“舍得”精神在公众的传播，在获得品牌传播的同时，也提升了品牌的质感和美誉度。洋河股份聚焦 M6+，产品结构持续升级，公司渠道改革，推出“一商为主，多商为辅”的渠道模式，省内外一起发力，开启新一轮成长。今世缘扩能技改建设加快，南厂区 10 万吨陶坛酒库二期基本完成。今年上半年，今世缘 V 系取得成效明显，K 系也有所提升，省外突破取得一定成效。酒鬼酒半年报业绩预告表现亮眼，上半年预计净利润约 5.0 亿元~5.2 亿元，同比增长 170.96%~181.79%。2021 年淡季不淡旺季可期，酒鬼酒的高端化和全国化仍在进程之中。水井坊携手国威切入酱酒赛道，高端化战略逐步落地。叠加 20 年疫情影响业绩低基数，预计半年报表现亮眼。

高端白酒板块重点提示五粮液机会，下半年超预期或有三点：批价预计全面站稳千元、经典五粮液政策全面推广、量价齐升有空间。我们认为公司作为高端酒提价的核心逻辑未发生变化，且预计 2 季度公司将享受打款价的上涨，利润端或有较好表现有望超出预期。我们认为下半年批价将全面站稳千元，关于批价的上行市场主要有以下三个担忧：（1）公司考虑到去年旺季批价并未大幅下滑，故淡季并未像往常刻意控货挺价；（2）实行 999 计划外价格与团购价，经销商或释放部分渠道库存；（3）消费者消费能力不足。根据五粮液历史批价波动，我们发现 2021 年春节，普五旺季放量批价逆势上行，终端动销较优，消费者有效需求良性，故我们不认可第三种可能性。根据以上判断，我们认为在渠道库存不高的情况下（约 3%），经过今年中秋国庆旺季的消化，在公司积极挺价的结合下，下半年旺季达到 1000 元的可能性较大，公司积极管理批价为后续渠道政策的实施预留更大空间。

当前重点推荐：舍得酒业，洋河股份，今世缘，酒鬼酒，水井坊，五粮液

啤酒行业：行业进入中报交易期，短期波动不改长期结构升级趋势。啤酒板块上周波动较大，主要系受 20Q2 高基数影响销量增幅或放缓，中报有所承压。但整体在新品推出及品牌高端升级推力下，价增趋势不改。长期来看行业高端化步伐加速，坚守核心逻辑。下半年看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，品牌定位升级，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：上周中国圣牧公告公司单一最大股东 Start Great Holdings Limited（蒙牛全资附属公司）持股量增加。Start Great 收购圣牧共约 10 亿股普通股，占于公告日公司全部已发行股本约 12.48%。Start Great 持有的股份占比增至 29.99%。圣牧拥有中国大型有机原奶基地，2020 年 3 月，圣牧与蒙牛签订协议，未来 3 年该公司至少 80% 的生鲜乳将供应给蒙牛，蒙牛的进一步增持体现了对上游的进一步控制以及对圣牧未来发展的看好，同时进一步保证

了双方原奶的稳定供应以及合理的定价区间，我们认为在原奶价格上涨的情况下，龙头牧业公司将持续扩产能提单产，同时凭借规模优势增强议价权，有望充分受益。2020年，公司乳牛年化产奶量增至 10.34 吨，有机奶销量增长 10.4%，原料奶外部平均售价增长 7.9% 至 4.513 元/公斤，奶牛养殖毛利率从上一年的 35.5% 增长至 38.5%，今年在原奶价格持续上行下有望持续提升。在原奶价格上涨周期，我们持续看好原奶龙头及乳制品龙头公司。

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。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。

当下重点推荐标的：新乳业、蒙牛乳业、中国圣牧

持续推荐“诗和远方”：伊利股份

餐饮产业链（五环）：调味品仍需静待基本面改善，餐饮供应链企业干味央厨过会。上周调味品录得较大跌幅，主因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，中报业绩或承压。渠道反馈 5、6 月份动销仍有较大压力，且伴随部分市场压货，7、8 月份仍存在观察窗口，建议静待基本面反转。但长期来看，调味品行业景气度仍有望持续提升，叠加下半年基数效应，行业基本面有望逐季改善，财报季建议密切跟踪渠道反馈，静待时机。干味央厨于上周成功过会，数年来公司专注于 B2B 餐饮市场，是国内最早面向 B 端餐饮企业的速冻米面食品企业之一。公司目前以油炸类产品为主，烘焙类及蒸煮类呈结构性高增长，产品矩阵多元化布局，盈利水平有望持续提升。此外，公司 B 端主要以大客户为主，粘性较强，伴随客户群体的稳步增加，市场占有率不断攀升。

建议关注：干味央厨

软饮料行业关注下半年行情，三个节奏看承德露露未来表现。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。上周承德露露有所调整，我们认为主要受资金获利兑现和市场疲软所致。展望下半年，公司基本面将迎来三个阶段，一是二季度收入业绩有望高增，二是公司内部改革有望逐渐落地，三是新品落地的回款和动销观察。随着三个阶段的一次落地，公司逻辑有望逐渐验证，看好公司边际改善带来的机会。

当前重点推荐：承德露露

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