

食品饮料

证券研究报告

2021年07月19日

饮料个股机会精挑细选，白酒主逻辑仍为主线

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：食品饮料继续上涨

上周 SW 食品饮料上涨 3.07%，沪深 300 上涨 0.44%，板块整体上涨。分子行业看，上周乳品行业上涨 1.81%，食品综合行业下跌 0.21%，白酒行业上涨 3.24%，啤酒行业上涨 4.85%，肉制品行业下跌 0.92%，调味发酵品行业上涨 6.07%。

上周观点：饮料个股机会精挑细选，白酒主逻辑仍为主线

白酒：上周次高端全线上涨，其中舍得涨幅最大超过 20%，前期次高端投资逻辑逐步兑现。当前我们依然维持全年看好次高端逻辑不变，下半年看好边际有改善、业绩有弹性的标的。持续看好次高端主要有三点：一是看好中产阶级扩容带动的消费升级；二是高端价格带上涨，为次高端价格带打开空间；三是酱酒热逐渐消化，对于次高端的影响变小。

软饮料：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，叠加相关公司经营动作，软饮料下半年或迎行业机会。我们持续推荐承德露露，并认为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。

乳制品方面：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。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。中国飞鹤收购国产羊奶粉企业小羊妙可，公司将设立新的管理团队进驻小羊妙可实施直接管理，并将飞鹤在品质管理、消费者服务等方面的先进经验赋能小羊妙可，同时持续投入资源，推动羊奶粉业务进一步发展。

啤酒方面：啤酒行业二季度有所承压，中报关注价格表现。行业二季度因去年高基数影响，销量有所承压，但今年在聚饮场景恢复和两大赛事的背景下，吨价有望加速提升，中报建议积极关注价格主线，若价格表现亮眼，则全年利润预期有望上调。此外，建议关注下半年行业整体性提价预期。

餐饮产业链（五环）：调味品仍需静待基本面改善，干味央厨上市力争多维度进化。调味品行业在 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，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。

当前重点推荐：舍得酒业、山西汾酒、洋河股份、水井坊、承德露露、伊利股份、中国飞鹤、珠江啤酒、干味央厨

长期核心推荐：五粮液、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，国窖批价下降

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：生鲜乳均价维持不变，全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格明显下跌，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。

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:次高端强势贯穿全年，必选大众品待数据改善》
2021-07-12

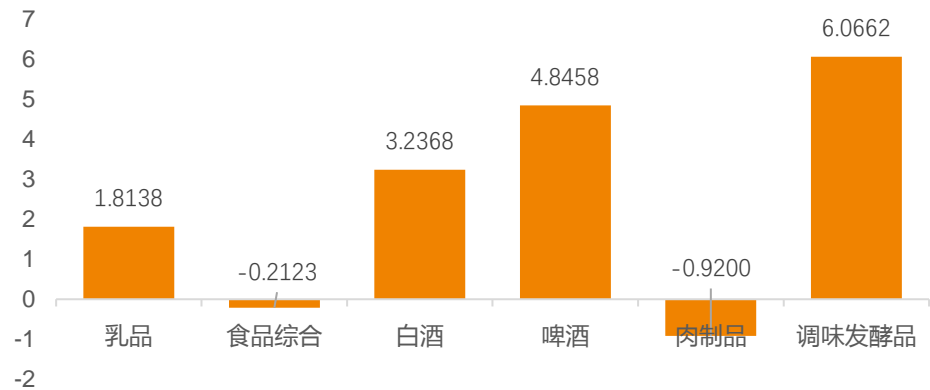
2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:次高端强势贯穿全年，高端下半年看点多》
2021-07-12

3 《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

1. 行情回顾：食品饮料整体上涨

上周 SW 食品饮料上涨 3.07%，沪深 300 上涨 0.44%，板块整体上涨。分子行业看，上周乳品行业上涨 1.81%，食品综合行业下跌 0.21%，白酒行业上涨 3.24%，啤酒行业上涨 4.85%，肉制品行业下跌 0.92%，调味发酵品行业上涨 6.07%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-07-11~2021-07-16，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的舍得酒业（25%）、山西汾酒（17%）、洋河股份（12%），跌幅靠前的：贵州茅台（-1%）；啤酒行业涨幅前三标的重庆啤酒（8%）、珠江啤酒（6%）、兰州黄河（5%），跌幅靠前的：*ST 西发（-13%）；肉制品行业涨幅前三标的金字火腿（8%）、上海梅林（2%）、华统股份（1%），跌幅前三标的龙大肉食（-2%）、煌上煌（-2%）、双汇发展（-1%）；调味发酵品行业涨幅前三标的海天味业（8%）、仲景食品（6%）、安记食品（3%），跌幅前三标的莲花健康（-5%）、恒顺醋业（-4%）、中炬高新（-4%）；乳品行业涨幅前三标的燕塘乳业（24%）、新乳业（8%）、三元股份（8%），跌幅前三标的妙可蓝多（-6%）、庄园牧场（-6%）、*ST 科迪（-3%）；食品综合涨幅前三标的仙乐健康（12%）、青海春天（11%）、爱普股份（7%），跌幅前三标的盐津铺子（-16%）、克明食品（-16%）、惠发食品（-12%）。

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	舍得酒业 (25%)	重庆啤酒 (8%)	金字火腿 (8%)	海天味业 (8%)	燕塘乳业 (24%)	仙乐健康 (12%)
	山西汾酒 (17%)	珠江啤酒 (6%)	上海梅林 (2%)	仲景食品 (6%)	新乳业 (8%)	青海春天 (11%)
	洋河股份 (12%)	兰州黄河 (5%)	华统股份 (1%)	安记食品 (3%)	三元股份 (8%)	爱普股份 (7%)
跌幅前三	贵州茅台 (-1%)	*ST 西发 (-13%)	龙大肉食 (-2%)	莲花健康 (-5%)	妙可蓝多 (-6%)	盐津铺子 (-16%)
			煌上煌 (-2%)	恒顺醋业 (-4%)	庄园牧场 (-6%)	克明食品 (-16%)
			双汇发展 (-1%)	中炬高新 (-4%)	*ST 科迪 (-3%)	惠发食品 (-12%)

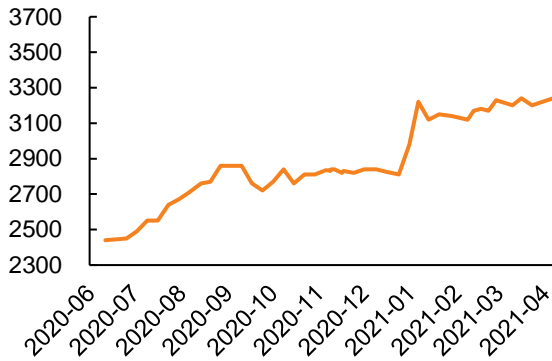
资料来源：wind，天风证券研究所

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，国窖批价下降

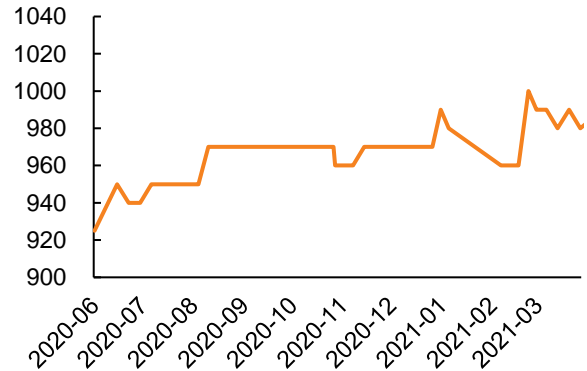
飞天上周整箱批价上涨至 3550 元，五粮液批价 7 月 16 日 990 元，与上上周持平，上周国窖批价 910 元，较上上周有所下降。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



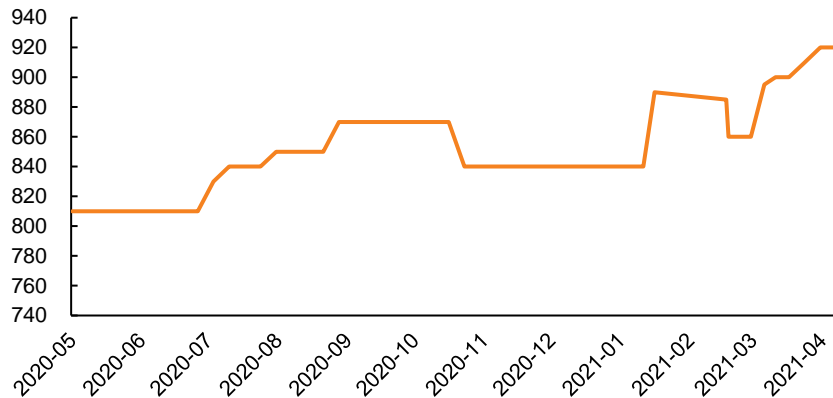
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）



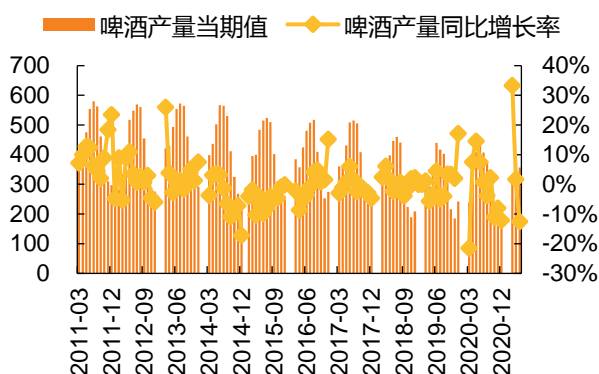
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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

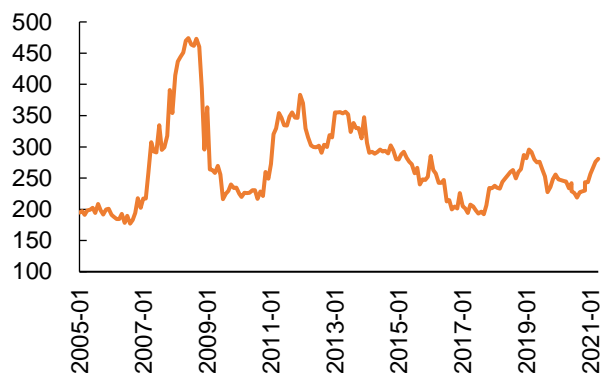
2021 年 5 月，中国规模以上啤酒企业产量 357 万千升，同比下降 13%。2021 年 1-5 月，中国规模以上啤酒企业累计产 1497.9 万千升，同比上升 3.15%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 5 月进口大麦平均价为 280.66 美元/吨，涨幅 1.56%。包装原材料玻璃的价格上周有所上涨，由 7 月 9 日的 2881 元/吨涨至 7 月 16 日的 3039 元/吨，涨幅 5.48%。包装原材料瓦楞纸价格略有上涨，由 6 月 30 日的 4124.70 元/吨涨至 7 月 10 日的 4131.80 元/吨，涨幅 0.17%。

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）



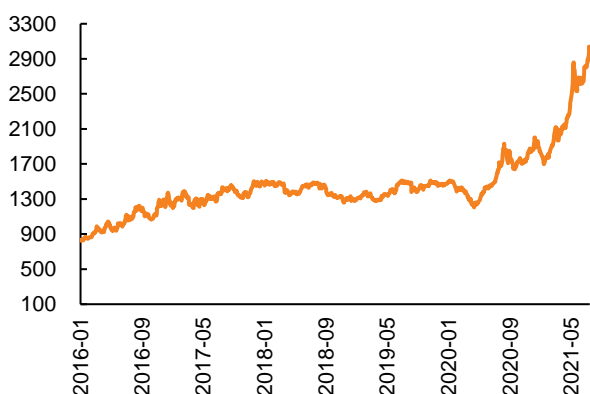
资料来源：国家统计局，天风证券研究所



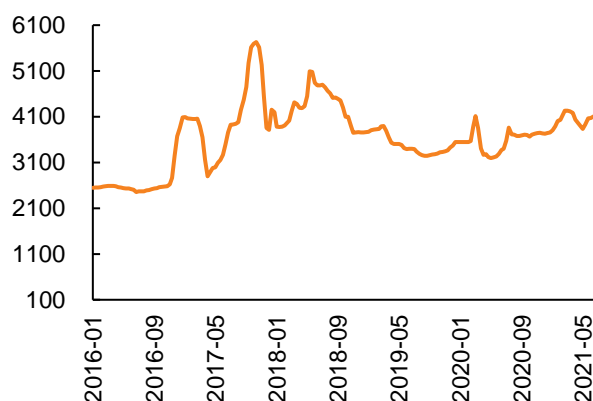
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）

图 8：瓦楞纸价格（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

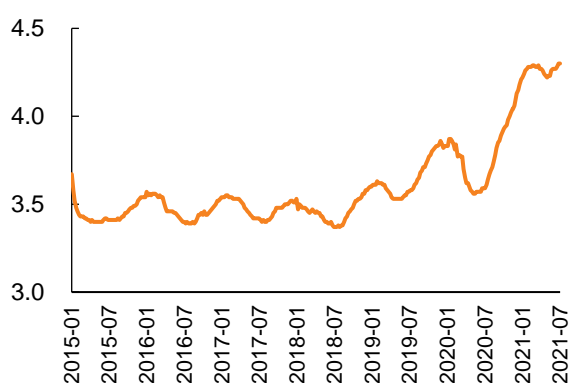
2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价维持不变，全脂奶粉价格下跌、脱脂奶粉价格明显下跌，豆粕价格上涨、玉米进口价继续上涨

生鲜乳均价 7 月 7 日 4.30 元/公斤，较 6 月 30 日的 4.30 元/公斤维持不变。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%。

豆粕市场价上涨，2021 年 6 月 30 日为 3418.1 元/吨，7 月 10 日市场价为 3590.8 元/吨，涨幅 5.05%。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：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 11: 大包粉拍卖价 (脱脂奶粉, 美元/吨)



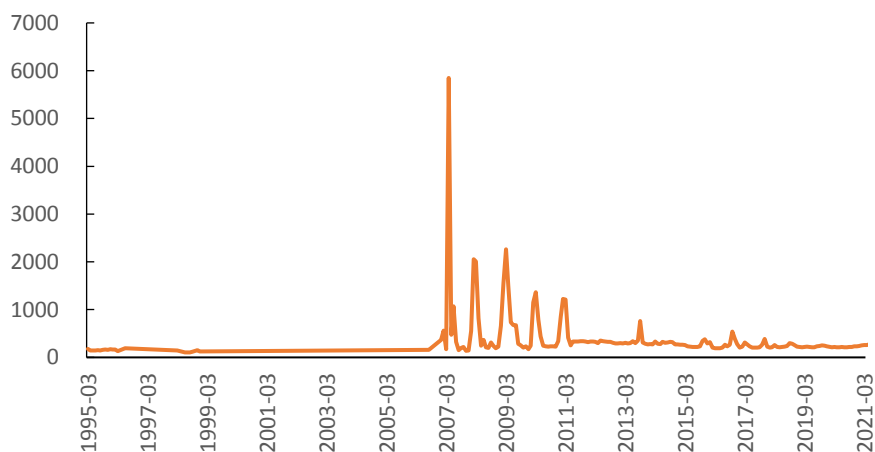
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

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)

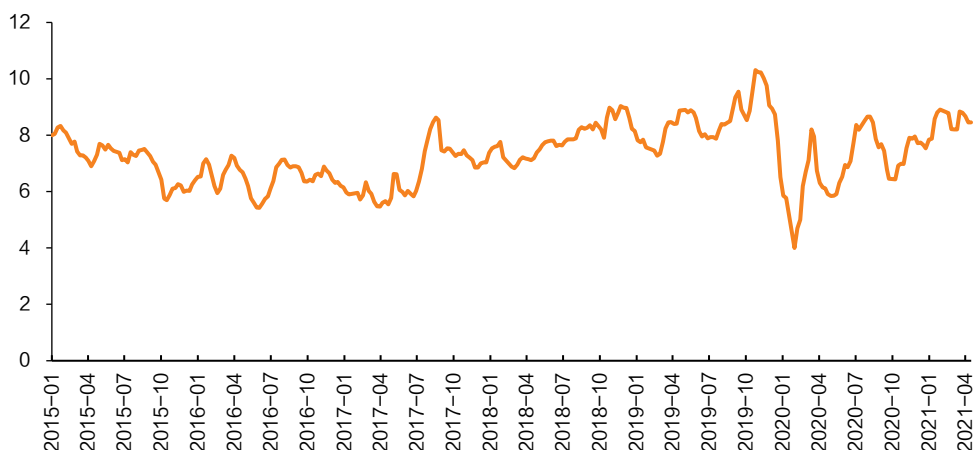


资料来源: wind, 天风证券研究所

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：饮料个股机会精挑细选，白酒主逻辑仍为主线

白酒：上周次高端全线上涨，其中舍得涨幅最大超过 20%，前期次高端投资逻辑逐步兑现。当前我们依然维持全年看好次高端逻辑不变，下半年看好边际有改善、业绩有弹性的标的。持续看好次高端主要有三点：一是看好中产阶级扩容带动的消费升级；二是高端价格带上涨，为次高端价格带打开空间；三是酱酒热逐渐消化，对于次高端的影响变小。

舍得中报业绩预告超预期：上半年净利润同比+332.42%-356.78%，其中单二季度预计净利润 4.08-4.48 亿元，同比+196.8%-225.9%。下半年持续看好逻辑有四点：1) “沱牌+舍得”双品牌定位清晰，舍得主打次高端，沱牌重回大众酒第一阵营；2) 老酒战略逐步被市场接受，打造老酒品类第一品牌；3) 战略上，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。4) 加强品牌推广，以文化创意为核心，做响品牌兼顾价值；以沱牌小镇为依托，做优生态兼顾文旅。

汾酒中报预告表现亮眼：上半年营收同比+70%-80%，净利润同比+110%-130%。其中，单二季度营收预计同比+59%-84%，净利润同比+213%-297%。公司力争实现 21 年营收同增 30% 的目标，目前看来全年有望继续超预期。汾酒通过前期渠道深度整理，目前依托品牌力进入快速发展阶段，我们认为未来青花 30 复兴版的持续打造或将进一步提升品牌调性，公司发展景气度较高。我们持续看好汾酒“品牌+渠道”的双重势能释放。

洋河股权激励计划落地，业绩考核要求较高。该持股计划参与人员包括董事长张联东等高管，业绩考核要求 21 年营收较 20 年增长不低于 15%，且 22 年营收较 21 年增长不低于 15%。我们认为此次员工持股计划将有效激发员工积极性，促进公司产品升级改革进程，同时说明公司高管团队稳定。持股计划的业绩考核要求相对较高，我们认为彰显了公司发展改革决心和力度。水井坊持续高端化，代总经理朱镇豪正式就任总经理后市场反映积极，公司加大高端费用投放，未来将营销费用的 50% 向 600 元以上产品倾斜，与“上海劳力士网球大师赛”达成 3 年战略合作，目标打造高端浓香白酒的战略意图明确。

本周高端白酒板块表现整体维持平稳，下半年强推业绩具有高弹性的五粮液。五粮液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，且预计二季度公司将享受打款价的上涨，利润端或有较好表现，维持“买入”评级。

当前重点推荐：舍得酒业、山西汾酒、洋河股份、水井坊

长期核心推荐：五粮液

软饮料：三个节奏看承德露露未来表现，下半年随着预期落地有望加速向上。20 年软饮料行业受疫情、洪水等因素导致整体基数较低，全年来看表观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。我们持续推荐承德露露，并认为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。我们认为目前二季度高增和变革预期逐渐被市场反应，下半年随着改革的逐步落地，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

乳制品部分：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。中国飞鹤在市占率提升的逻辑下，出生率的变化目前未对公司业绩造成影响，中国飞鹤收购国产羊奶粉企业小羊妙可，公司将设立新的管理团队进驻小羊妙可实施直接管理，并将飞鹤在品质管理、消费者服务等方面的先进经验赋能小羊妙可，同时持续投入资源，推动羊奶粉业务进一步发展。自 2014 年以来羊奶粉市场规模以近 30% 的年复合增速快速发展，已成为增速最快的乳业细分领域，市场容量超 150 亿元，羊奶粉市场迎来快速增长期。中国飞鹤加大对羊奶粉市场的资源投入，也有利于培育新的盈利增长点，持续强化中国飞鹤在婴幼儿配方奶粉产品领域的领先市场地位，我们认为婴配粉超高端化趋势不断加强、整合速度加快。

当前重点推荐：伊利股份、中国飞鹤

长期核心推荐：新乳业

啤酒行业二季度有所承压，中报关注价格表现。行业二季度因去年高基数影响，销量有所承压，但今年在聚饮场景恢复和两大赛事的背景下，吨价有望加速提升，中报建议积极关注价格主线，若价格表现亮眼，则全年利润预期有望上调。此外，建议关注下半年行业整体性提价预期。公司方面，本周珠江啤酒披露中报业绩预告，公司预计 21H1 实现归母净利润 2.95-3.44 亿元，同比增长 20%-40%。公司二季度 6 月受疫情影响销量承压，但公司近年来结构上行效果明显，纯生等高端产品占比持续提升，97 纯生市场表现亮眼。预计随着疫情得以控制，叠加旺季及奥运赛事到来，公司三季度有望实现快速增长。

当前重点推荐：珠江啤酒

餐饮产业链（五环）：调味品仍需静待基本面改善，干味央厨上市力争多维度进化。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。7 月 6 日干味央厨成功过会，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，市场占有率有望不断攀升。

当前重点推荐：干味央厨

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