

食品饮料

白酒需自上而下拨云见日，关注食品超跌标的

行情回顾：食品饮料继续下跌

上周 SW 食品饮料下跌 12.66%，沪深 300 下跌 5.10%，板块整体下跌。分子行业看，上周啤酒行业下跌 16.93%，白酒行业下跌 15.33%，肉制品行业下跌 6.83%，食品（综合）行业下跌 5.96%，调味发酵品行业下跌 3.73%，乳品行业下跌 3.11%。

上周观点：白酒需自上而下拨云见日，关注食品超跌标的

白酒行业：上周次高端白酒板块全线下跌，我们认为主要是受资金及情绪影响导致，水井坊跌幅突出的主要原因是中报业绩不及市场预期。全年依旧坚定看好次高端。本周高端白酒板块整体同样有所下跌，下半年**强推兼具业绩稳健性与弹性的五粮液，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。同时公司依托经典五粮液产品体系战略布局更高价格带，未来产品结构将进一步拉升，盈利能力将逐步增强。

啤酒行业：销量承压短期有所波动，坚守长期结构上行逻辑。啤酒行业短期内股价有所波动，加之 7 月份消费旺季下全国疫情出现反复，消费场景受限，销量增长或面临阶段性压力。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。同时今年成本提升、需求旺盛，或催生行业提价预期，建议积极关注。

乳制品方面：人口增速放缓，生育率不断下跌，我们认为婴配粉存量市场空间将进一步被挤压。国家实施三孩生育政策，有利于提振生育水平。将为市场带来新的增长空间，会在一定程度上缓和市场竞争激烈局面。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。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）：调味品二季报或承压，静待数据改善，立高推股权激励彰显企业发展信心。立高公布 21 年股权激励计划草案，进一步绑定核心管理层利益，激发治理活力。涪陵榨菜二季度营收、净利润均下滑，与公司动销放缓及加大费用投放推动渠道下沉有关。二季度行业受 B 端餐饮恢复较缓、C 端需求有所疲软以及社区团购等新渠道的分流，调味品企业动销均呈现不同程度压力，建议耐心等待中报落地和数据反馈，静待时机。

软饮料行业：行业景气度有望延续高增态势，重点关注底部反转标的承德露露。我们认为软饮料行业在去年疫情导致的低基数背景下，今年有望迎来恢复性增长。东鹏饮料和百润股份披露半年报，营收端均呈现快速增长态势。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。此外，在近期市场下跌的影响下，建议关注东鹏和百润回调所带来的机会。

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，承德露露

长期核心推荐：伊利股份，新乳业

数据跟踪：

白酒：高端白酒基本面仍然景气，茅台批价略微上涨，五粮液批价持平，国窖批价持平

啤酒：产量持续下降，进口大麦价格上涨，玻璃价格有所下降，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，豆粕价格略有上涨、玉米进口价上涨

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 08 月 02 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

娄倩 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:啤酒长期逻辑依旧强势，大众食品需待数据支持》 2021-07-27

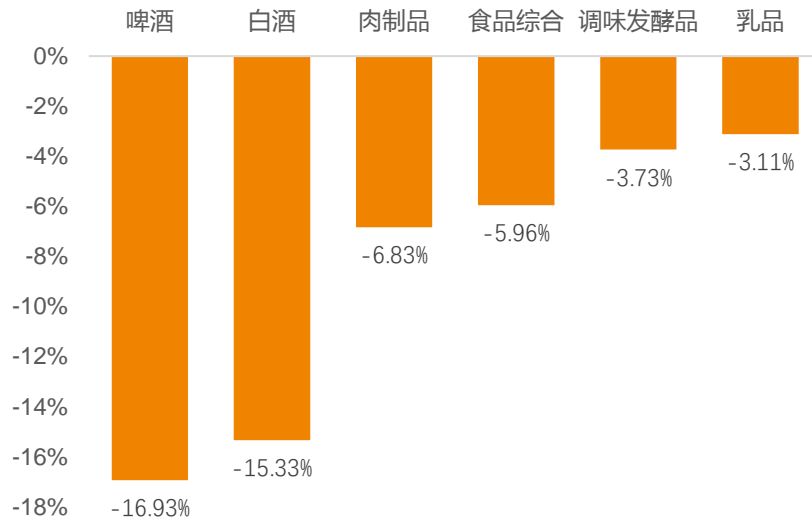
2 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报：业绩分化白酒投资序列，景气周期阶段仍可持续》 2021-07-26

3 《食品饮料-行业深度研究：“超级后厨” 第一股，上市力争多维度进化》 2021-07-22

1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

上周 SW 食品饮料下跌 12.66%，沪深 300 下跌 5.10%，板块整体下跌。分子行业看，上周啤酒行业下跌 16.93%，白酒行业下跌 15.33%，肉制品行业下跌 6.83%，食品（综合）行业下跌 5.96%，调味发酵品行业下跌 3.73%，乳品行业下跌 3.11%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-07-26~2021-07-30，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业跌幅前三标的水井坊（-29%）、今世缘（-22%）、舍得酒业（-22%）；啤酒行业跌幅前三标的重庆啤酒（-20%）、*ST 西发（-18%）、青岛啤酒（-17%）；肉制品行业跌幅前三标的的双汇发展（-8%）、金字火腿（-7%）、煌上煌（-5%）；调味发酵品行业跌幅前三标的的加加食品（-14%）、日辰股份（-12%）、仲景食品（-12%）；乳品行业涨幅前三标的的贝因美（6%）、三元股份（1%）、熊猫乳品（0%），跌幅前三标的的皇氏集团（-11%）、妙可蓝多（-10%）、一鸣食品（-9%）；食品综合涨幅前三标的的仙乐健康（17%）、嘉必优（13%）、科拓生物（12%），跌幅前三标的的佳禾食品（-16%）、华宝股份（-12%）、青海春天（-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					贝因美 6%	仙乐健康 17%
					三元股份 1%	嘉必优 13%
					熊猫乳品 0%	科拓生物 12%
跌幅前三	水井坊 -29%	重庆啤酒 -20%	双汇发展 -8%	加加食品 -14%	皇氏集团 -11%	佳禾食品 -16%
	今世缘 -22%	*ST 西发 -18%	金字火腿 -7%	日辰股份 -12%	妙可蓝多 -10%	华宝股份 -12%
	舍得酒业 -22%	青岛啤酒 -17%	煌上煌 -5%	仲景食品 -12%	一鸣食品 -9%	青海春天 -12%

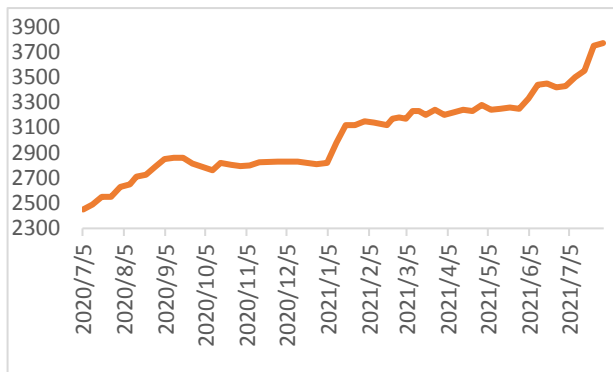
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

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

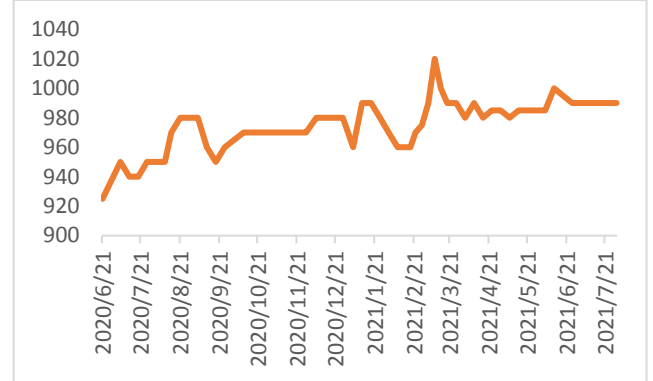
茅台飞天（2021）本周五的原箱批价为 3770 元，较 7 月 23 日的 3750 元有所上升；五粮液普五（八代）本周五批价为 990 元，国窖 1573 为 910 元，均与上周五 7 月 23 日和上周五 7 月 16 日价格一致。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



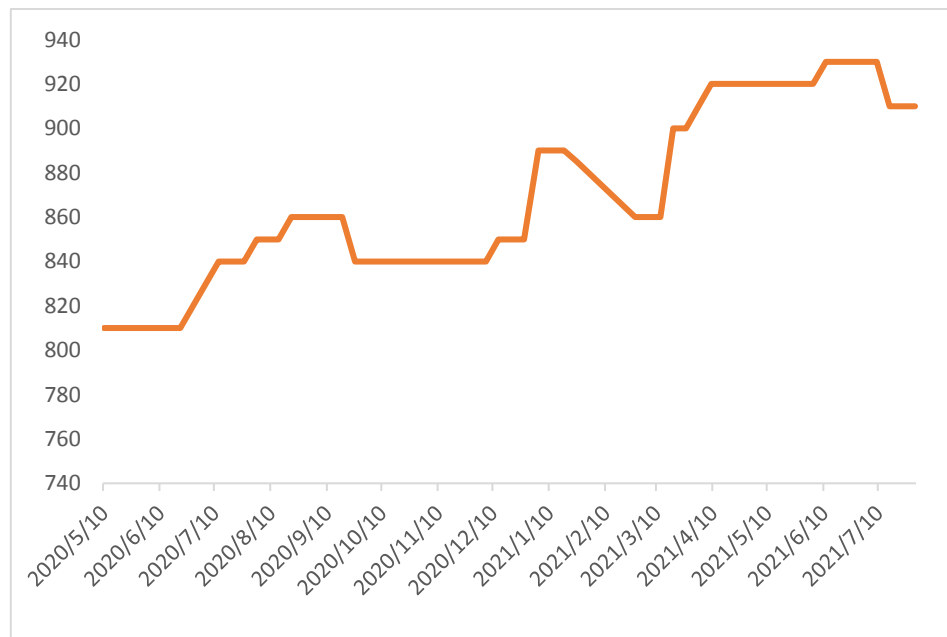
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）

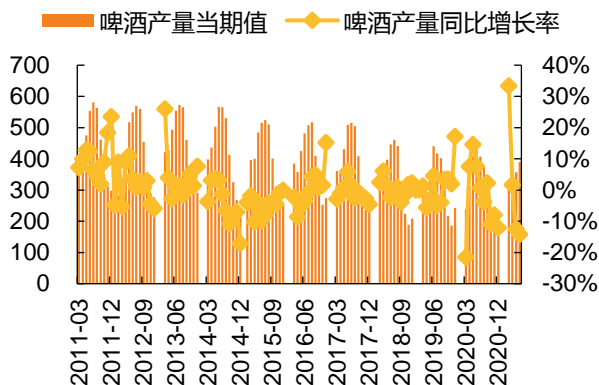


资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格上涨，玻璃价格有所下降，瓦楞纸价格略有上涨

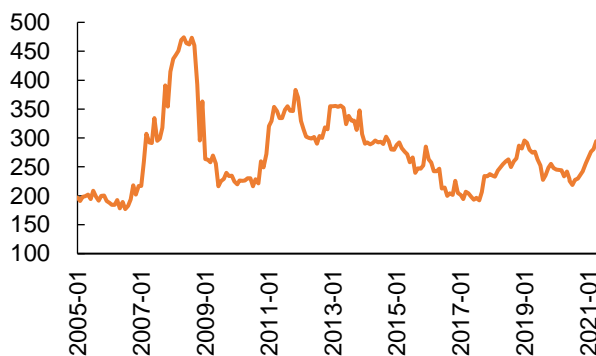
2021 年 6 月，中国规模以上啤酒企业产量 390 万千升，同比下降 14%。2021 年 1-6 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 1889.1 万千升，同比上升 10.20%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 6 月进口大麦平均价为 294.74 美元/吨，涨幅 5.02%。包装原材料玻璃的价格上周有所下降，由 7 月 23 日的 3064 元/吨降至 7 月 30 日的 2875 元/吨，跌幅为 6.17%。包装原材料瓦楞纸价格略有上涨，由 7 月 10 日的 4131.80 元/吨涨至 6 月 30 日的 4137.80 元/吨，涨幅 0.15%。

图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）



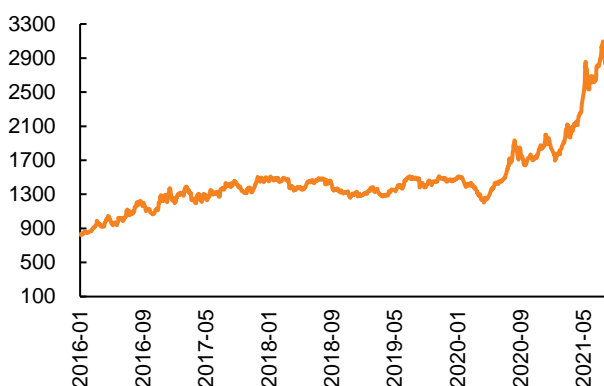
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



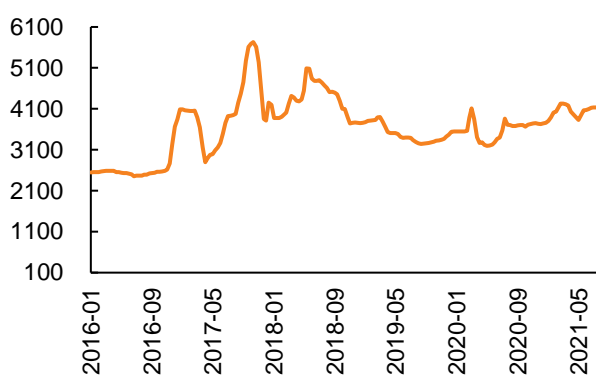
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



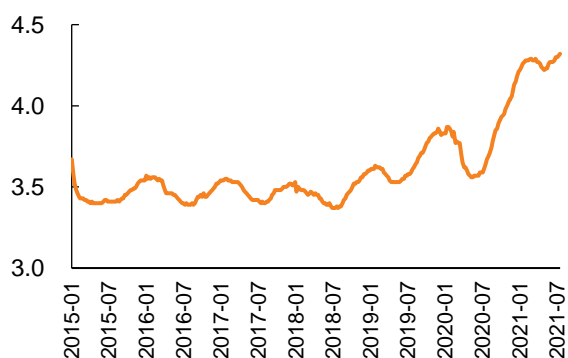
资料来源：Wind，天风证券研究所

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，豆粕价格略上涨、玉米进口价上涨

生鲜乳均价 7 月 21 日 4.32 元/公斤，较 7 月 14 日的 4.31 元/公斤上涨 0.23%。全脂奶粉 7 月 6 日拍卖价为 3864 美元/吨，7 月 20 日下跌至 3730 美元/吨，跌幅 3.47%。脱脂奶粉拍卖价明显下跌，7 月 6 日拍卖价为 3126 美元/吨，7 月 20 日下跌至 2971 美元/吨，跌幅 4.96%。

豆粕市场价格略上涨，2021 年 7 月 10 日为 3590.8 元/吨，7 月 20 日市场价为 3606.3 元/吨，涨幅 0.43%。玉米进口价涨幅明显，2021 年 5 月为 272.36 美元/吨，2021 年 6 月为 293.01 美元/吨，涨幅 7.58%。

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）



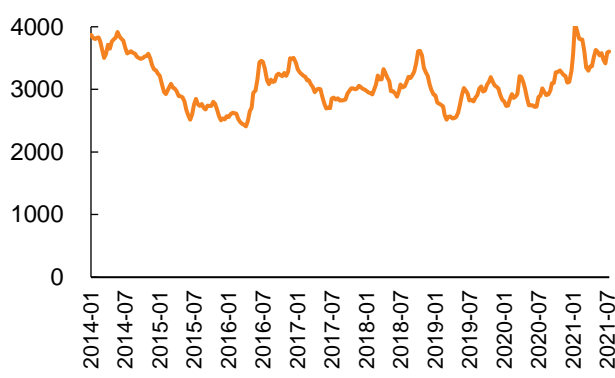
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）

图 12：豆粕市场价（元/吨）

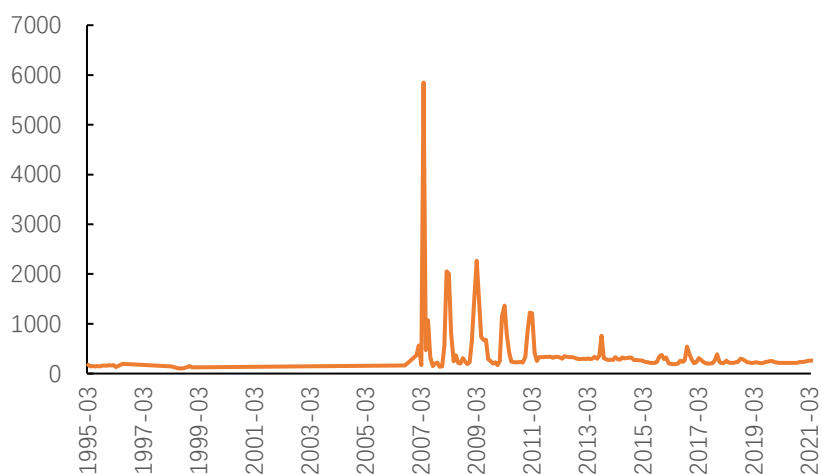


资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：玉米进口价（美元/吨）

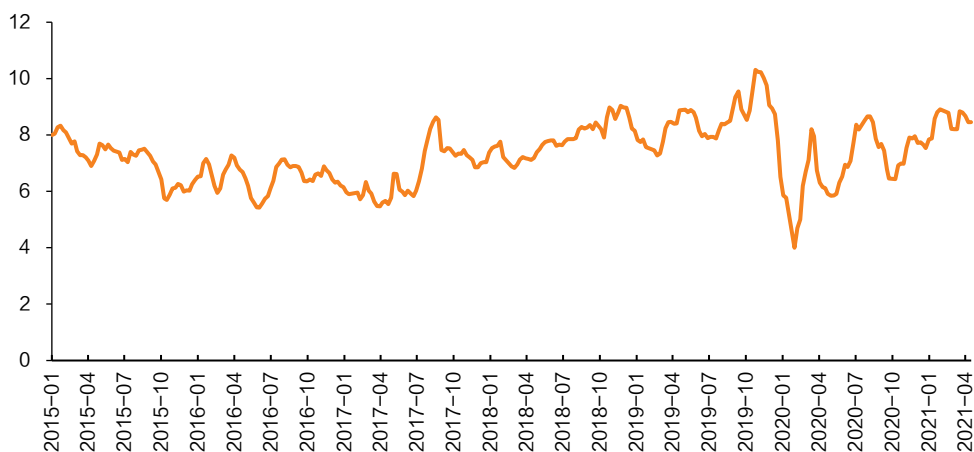


资料来源：wind，天风证券研究所

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：白酒需自上而下拨云见日，关注食品超跌标的

白酒：本周次高端白酒板块全线下跌，除迎驾贡酒外其他个股跌幅均超过 10%，水井坊跌幅最大超过 28%。我们认为次高端板块整体跌幅较大，主要是受资金及情绪影响导致，水井坊跌幅突出的主要原因是中报业绩不及市场预期，我们认为中长期高端产品有望迎来较高增长。从板块基本面来看，次高端价格带不断提升，高端化竞争进入白热化阶段，有品牌和渠道优势的名优酒企的业绩有望持续高增，预计业绩将在下半年中秋国庆期间得到验证。

本周高端白酒板块整体同样有所下跌，但我们认为基本面依旧向好，核心逻辑未变，下半年强推兼具业绩稳健性与弹性的五粮液。茅台 2021H1 实现营收 490.9 亿元，同比+11.7%；实现归母净利润 246.5 亿元，同比+9.1%；单二季度实现营收 218.2 亿元，同比+11.6%，实现归母净利润 107.0 亿元，同比+12.5%，业绩符合预期。我们预计，未来茅台业绩弹性主要来源于两方面：（1）非标提价及占比提升；（2）直营渠道占比提升。

下半年我们重新重点推荐业绩稳健性与弹性兼备的五粮液，我们认为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。从中长期来看，公司普五量价齐升可期，同时公司依托经典五粮液产品体系战略布局更高价格带，未来产品结构将进一步拉升，盈利能力将逐步增强，继续坚定看好。

啤酒行业：销量承压短期有所波动，坚守长期结构上行逻辑。啤酒行业短期内在市场风格切换下股价有所波动，加之 7 月份消费旺季下全国疫情出现反复，消费场景受限，销量增长或面临阶段性压力。啤酒行业在去年高基数下二季度销量有所承压，但结构升级及利润弹性释放仍为啤酒投资价值主线。啤酒企业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。同时今年成本提升、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。

餐饮产业链（五环）：调味品二季报或承压，静待数据改善，立高推股权激励彰显企业发展信心。立高公布 21 年股权激励计划草案，激励对象包括公司董事、高管及其他核心管理人员共 9 人，解锁业绩目标为 2021-2025 年营收同比增速 40%/25%/24.57%/23.85%/25.93%。此次股权激励计划将进一步绑定核心管理层利益，激发治理活力，助力公司高增。本周涪陵榨菜披露半年报，其中单二季度营收下滑 10.78%，归母净利润下滑 27.57%，一方面是二季度动销有所放缓，另一方面与公司加大费用投放推动渠道下沉有关。二季度受 B 端餐饮恢复较缓、C 端需求有所疲软以及社区团购等新渠道的分流，调味品企业动销均呈现不同程度压力，建议耐心等待中报落地和数据反馈，静待时机。

软饮料：行业景气度有望延续高增态势，重点关注底部反转标的承德露露。本周东鹏饮料和百润股份披露半年报，营收端均呈现快速增长态势。百润通过新品叠加渠道下沉，实现快速增长，而东鹏则通过加快全国化布局，推动营收高增。我们认为软饮料行业在去年疫情导致的低基数背景下，今年有望迎来恢复性增长，并且通过企业自身内部的改革延续景气向上态势。建议重点关注承德露露，我们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。随着三个阶段的依次落地，公司逻辑有望逐渐验证，看好公司边际改善带来的机会。此外，在近期市场下跌的影响下，建议关注东鹏和百润回调所带来的机会。

乳制品部分：我们认为人口增速放缓，生育率不断下跌，婴配粉存量市场空间将进一步被

挤压。国家实施三孩生育政策，通过改善经济负担、子女照料、女性对职业发展的担忧等成为制约生育的主要因素，实施三孩生育政策及配套支持措施，促进生育政策与相关经济社会政策同向发力，有利于满足更多家庭的生育意愿，有利于提振生育水平。将为市场带来新的增长空间，会在一定程度上缓和市场竞争激烈局面。我们认为国内奶粉行业呈现集中度提升趋势，随着人口出生率的下降以及配方注册制的推动，国内婴幼儿配方奶粉市场已经结束高速增长时代。奶粉品类结构开始向多元化发展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。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。

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