

# 食品饮料

证券研究报告

2021年09月06日

## 调味品走过至暗时刻，白酒旺季备货值得期待

### 行情回顾：食品饮料略有回升

上周 SW 食品饮料上涨 0.64%，沪深 300 上涨 0.95%，板块整体略有回升。分子行业看，上周肉制品行业上涨 2.70%，食品（综合）行业下跌 0.80%，调味发酵品行业下跌 12.49%，乳品行业上涨 4.85%，啤酒行业下跌 3.53%，白酒行业上涨 2.42%。

### 上周观点：调味品走过至暗时刻，白酒旺季备货值得期待

**白酒：**本周高端白酒板块整体继续上涨。白酒的核心逻辑为在消费升级的背景下，公司依托高品牌壁垒进行提价及产品结构升级，消费者短期消费能力的恢复不及预期只是外在影响因素，白酒企业提价及产品结构升级的能力没有出现本质变化。我们认为五粮液在短期里超预期可能性较大，下半年五粮液批价或可站稳千元，同时经典五粮液政策全面推广，公司将依托经典五粮液产品体系战略布局更高价格带，未来产品结构进一步拉升，季度间增速也有持续环比提升的可能性，继续推荐。高端提价将进一步打开次高端价格带，叠加次高端企业重视产品结构升级以及拓展营销渠道，我们预计下半年次高端酒企业绩仍有弹性。因此建议关注中秋国庆动销情况以及下半年次高端酒企的业绩表现。

**餐饮产业链（五环）：**调味品中报风险落地，密切关注渠道动销反馈。本周海天味业、中炬高新和天味食品披露中报，二季度基本面承压。目前调味品基本面风险已释放，但仍需等待渠道数据的反馈。当下我们看好餐饮产业链 B 端公司，随着餐饮连锁化率的提升，B 端公司能够表现出更好的稳定性，关注新股干味央厨上市机会。

**软饮料：**东鹏基本面强劲，露露基本面改善值得期待。东鹏饮料近期回调较大，我们预计公司三四季度有望持续加速，未来几年有望实现快速全国化扩张，建议积极关注。植物蛋白饮料方面，近期承德露露股价波动较大，我们认为与资金博弈有关，和基本面关系不大，未来随着公司人才、激励和新品的落地，公司基本面有望迎来持续改善，建议积极关注。

**乳制品：**当前的市场集中度趋势与高端、超高端趋势没有改变。2021 年上半年飞鹤销售成本为 30.87 亿元，同比增长 22%。随着 Z 世代对国货偏好的增强，叠加奶粉行业强监管下市场出清的加速，未来中国婴幼儿配方奶粉市场将进入高质量发展阶段。低温奶赛道是乳制品景气细分赛道，我们继续看好新乳业在低温奶赛道的扩张布局能力、收购的扩张模式以及精细化管理能力。

**啤酒：**高端化趋势加速，结构升级逻辑持续兑现。啤酒企业中报披露结束，各啤酒企业中高端产品销售高增助推结构优化，主力产品表现亮眼，吨价稳步提升，高端化趋势加速推进。此外，今年整体原材料压力下，行业存在整体性提价预期。预期下半年行业存在提价催化，各啤酒企业将陆续调整产品价格，进一步拉升啤酒消费价格带，建议积极关注。

**当前重点推荐：**五粮液，东鹏饮料，承德露露，中国飞鹤，新乳业

**建议关注：**青岛啤酒，华润啤酒，干味央厨

### 数据跟踪：

**白酒行业：**高端白酒基本面仍然景气，茅台及五粮液批价略有上涨，国窖批价持平

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

**乳制品行业：**生鲜乳均价略有上涨，全脂奶粉价格持续下跌、脱脂奶粉价格有所上涨，豆粕价格小幅上涨、玉米进口价小幅下跌

**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。

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

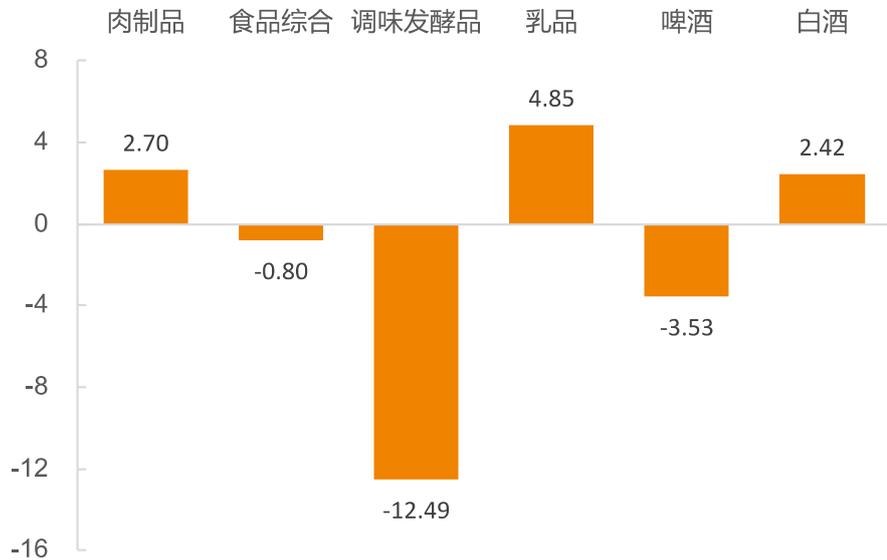
### 相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:食品数据确认时点临近，白酒中报分化显现》 2021-08-31
- 2 《食品饮料-行业研究周报:雾里看花待思辨，一壶浊酒尽余欢》 2021-08-23
- 3 《食品饮料-行业研究周报:大众消费品数据逐步回暖，高端白酒需求未现减弱》 2021-08-16

## 1. 行情回顾：食品饮料略有回升

上周 SW 食品饮料上涨 0.64%，沪深 300 上涨 0.95%，板块整体略有回升。分子行业看，上周肉制品行业上涨 2.70%，食品（综合）行业下跌 0.80%，调味发酵品行业下跌 12.49%，乳品行业上涨 4.85%，啤酒行业下跌 3.53%，白酒行业上涨 2.42%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-08-30~2021-09-03，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的迎驾贡酒（18%）、古井贡酒（11%）、皇台酒业（9%），跌幅前三标的山西汾酒（-5%）、舍得酒业（-4%）、酒鬼酒（-2%）；啤酒行业涨幅靠前标的燕京啤酒（2%）、兰州黄河（0%），跌幅前三标的重庆啤酒（-7%）、青岛啤酒（-2%）、\*ST 西发（-2%）；肉制品行业涨幅前三标的龙大肉食（12%）、上海梅林（3%）、金字火腿（3%），跌幅靠前标的煌上煌（-2%）、华统股份（-1%）；调味发酵品行业涨幅前三标的中炬高新（6%）、星湖科技（2%）、仲景食品（1%），跌幅前三标的海天味业（-15%）、天味食品（-10%）、千禾味业（-3%）；乳品行业涨幅前三标的伊利股份（8%）、新乳业（5%）、三元股份（4%），跌幅前三标的妙可蓝多（-6%）、\*ST 科迪（-4%）、贝因美（-3%）；食品综合涨幅前三标的盐津铺子（8%）、味知香（8%）、巴比食品（8%），跌幅前三标的劲仔食品（-7%）、双塔食品（-7%）、汤臣倍健（-6%）。

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	迎驾贡酒 18%	燕京啤酒 2%	龙大肉食 12%	中炬高新 6%	伊利股份 8%	盐津铺子 8%
	古井贡酒 11%	兰州黄河 0%	上海梅林 3%	星湖科技 2%	新乳业 5%	味知香 8%
	皇台酒业 9%		金字火腿 3%	仲景食品 1%	三元股份 4%	巴比食品 8%
跌幅前三	山西汾酒 -5%	重庆啤酒 -7%	煌上煌 -2%	海天味业 -15%	妙可蓝多 -6%	劲仔食品 -7%
	舍得酒业 -4%	青岛啤酒 -2%	华统股份 -1%	天味食品 -10%	*ST 科迪 -4%	双塔食品 -7%
	酒鬼酒 -2%	*ST 西发 -2%		千禾味业 -3%	贝因美 -3%	汤臣倍健 -6%

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，茅台及五粮液批价略有上涨，国窖批价持平

茅台飞天（2021）上周五原箱批价为 3850 元，8 月 27 日为 3750 元；五粮液普五（八代）上周五批价为 980 元，8 月 27 日为 975 元；国窖 1573 上周五批价为 910 元，与上上周价格一致。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



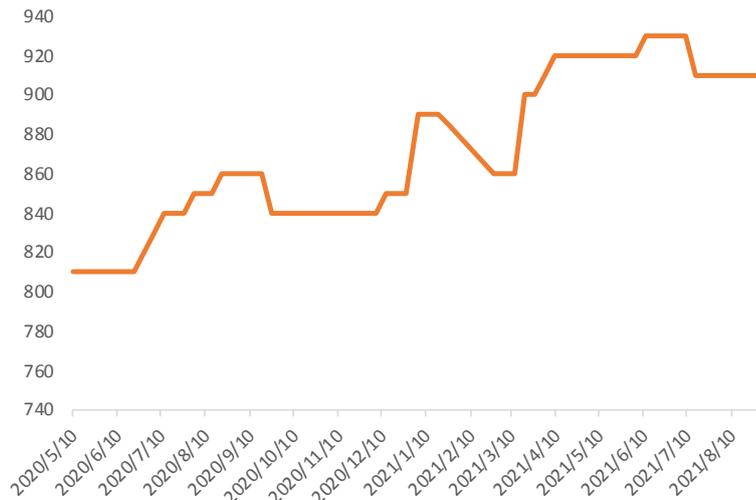
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）



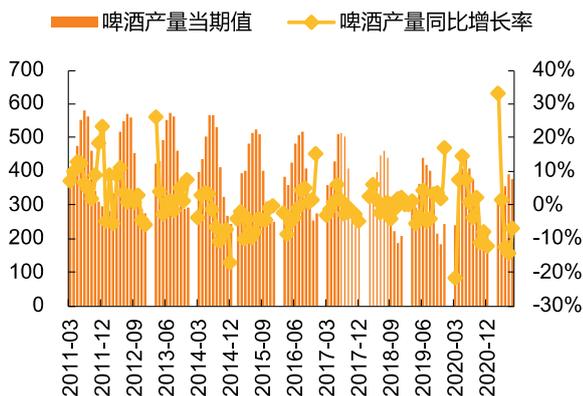
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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

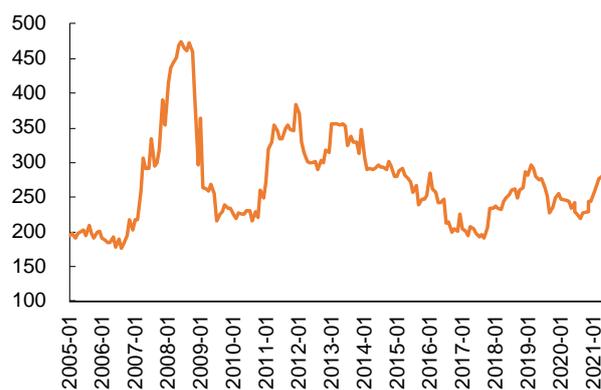
根据国家统计局数据，2021 年 7 月，中国规模以上啤酒企业产量 377 万千升，同比下降 7%。2021 年 1-7 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 2272.3 万千升，同比上升 7.18%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 7 月进口大麦平均价为 302.98 美元/吨，涨幅 2.80%。包装原材料玻璃的价格上周有所上涨，由 8 月 27 日的 2631.00 元/吨涨至 9 月 3 日的 2684.00 元/吨，涨幅为 2.01%。包装原材料瓦楞纸价格略有上涨，由 8 月 10 日的 4154.30 元/吨涨至 8 月 20 日的 4242.80 元/吨，涨幅 2.13%。

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）

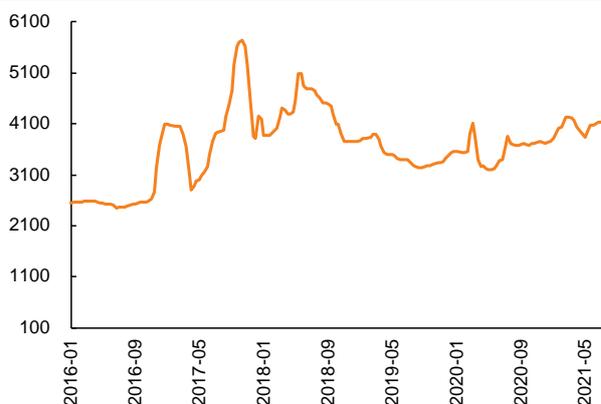


图9：生鲜乳均价（元/公斤）



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

### 2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价略有上涨，全脂奶粉价格持续下跌、脱脂奶粉价格有所上涨，豆粕价格小幅上涨、玉米进口价小幅下跌

生鲜乳均价 8 月 25 日 4.38 元/公斤，较 8 月 18 日的 4.37 元/公斤上涨 0.23%。全脂奶粉 8 月 3 日拍卖价为 3598 美元/吨，8 月 17 日下跌至 3552 美元/吨，跌幅 1.28%。脱脂奶粉拍卖价有所上涨，8 月 3 日拍卖价为 3020 美元/吨，8 月 17 日上升至 3052 美元/吨，涨幅 1.06%。

豆粕市场价小幅上涨，2021 年 8 月 10 日市场价为 3655.7 元/吨，8 月 20 日为 3678.2 元/吨，涨幅 0.62%。玉米进口价小幅下跌，2021 年 6 月为 293.01 美元/吨，2021 年 7 月为 292.08 美元/吨，跌幅 0.32%。

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)



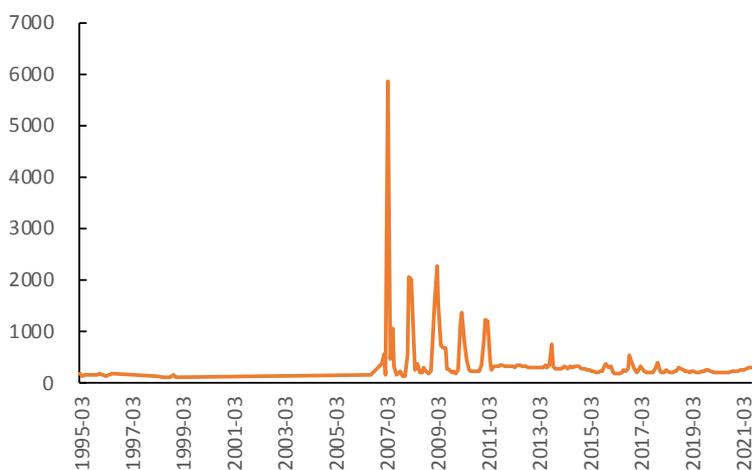
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

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

### 3. 投资建议:

**白酒:** 本周高端白酒板块继续上涨, 泸州老窖涨近 9%, 贵州茅台涨近 4%, 五粮液小幅上涨 0.1%。截至本周六, 飞天整箱批价由 3810 元涨至 3860 元, 散瓶稳定在 2990 元, 普五批价基本稳定在 975 元, 国窖 1573 稳定在 910 元。

我们认为白酒的核心逻辑为在消费升级的背景下, 公司依托高品牌壁垒进行提价及产品结构升级, 从而带来业绩弹性, 同时营收持续稳定增长。由于大众消费品及餐饮数据表现不乐观, 市场判断疫情后居民消费水平还未恢复到理想状态, 消费升级进程或有所耽搁, 从而高端、次高端白酒提价、结构升级或在短期内有阻碍。我们认为在白酒的核心逻辑中, 消费者短期消费能力的恢复不及预期只是外在影响因素, 白酒企业提价及产品结构升级的能力没有出现本质变化, 故据此判断白酒的核心逻辑并未出现本质变化, 只是短期受到大环境的影响。

对于白酒板块, 我们短期持中性谨慎的态度, 我们认为 9 月中旬起是验证动销的关键时点。在所有白酒标的中, 我们认为五粮液在短期里超预期可能性较大, 下半年五粮液批价或可站稳千元, 同时经典五粮液政策全面推广, 公司将依托经典五粮液产品体系战略布局更高价格带, 未来产品结构进一步拉升, 季度间增速也有持续环比提升的可能性, 继续推荐。

本周次高端板块整体上涨, 迎驾贡酒本周涨幅达到 17.81%, 板块整体继上周白酒板块回暖后呈现稳定增长态势。我们仍然维持推荐次高端逻辑不变, 短期内持中性谨慎态度。中秋国庆即将到来, 同时全国疫情得到控制, 大部分中高风险地区等级已降为低风险,

我们认为 9 月中旬起是验证动销的关键时刻。次高端白酒企业半年报业绩公布，板块企业业绩普遍符合预期，经营业绩的改善可能一定程度上稳定了市场信心，提供了上涨动力，价格近期普遍保持相对稳定。在国内消费升级和高端酒价格上涨的背景下，高端提价将进一步打开次高端价格带，叠加次高端企业重视产品结构升级以及拓展营销渠道，我们预计下半年次高端酒企业业绩仍有弹性。因此建议关注中秋国庆动销情况以及下半年次高端酒企的业绩表现。

**餐饮产业链（五环）：**调味品中报风险落地，密切关注渠道动销反馈。本周海天味业、中炬高新和天味食品披露中报，整体表现与我们前期判断相符，相关公司二季度基本面承压。目前调味品基本面风险已释放，但仍需等待渠道数据的反馈。当下我们看好餐饮产业链 B 端公司，随着餐饮连锁化率的提升，B 端公司能够表现出更好的稳定性，关注新股干味央厨上市机会。公司将于 9 月 6 日正式挂牌，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。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。

**软饮料：**东鹏基本面强劲，露露基本面改善值得期待。东鹏饮料近期回调较大，我们认为与板块整体情绪调整有关。公司因次新性质，叠加基本面优秀，前期上市市场给予较高估值，目前随着板块的调整，公司股价回调，建议积极关注。目前公司基本面表现强劲，我们预计公司三四季度有望持续加速，未来 2-3 年在市场竞争环境中，通过差异化战略，与竞品形成不同的消费人群覆盖，同时凭借其较高的执行力和团队激励，未来几年有望实现快速全国化扩张。植物蛋白饮料方面，近期承德露露股价波动较大，我们认为与资金博弈有关，和基本面关系不大。未来随着公司人才、激励和新品的落地，公司基本面有望迎来持续改善，建议积极关注。

**乳制品：**我们认为当前的市场集中度趋势与高端、超高端趋势没有改变，我们认为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。飞鹤主要通过全国 2000 多名线下客户，覆盖超过 110000 个零售销售点的广泛经销网络销售其产品。飞鹤合计举办超过 40 万场面对面研讨会，较去年同期增加 7 万场次，获取新客户人数超过 80 万人。2021 年上半年飞鹤销售成本为 30.87 亿元，同比去年 25.30 亿元同比增长 22%。随着 Z 世代对国货偏好的增强，叠加奶粉行业强监管下市场出清的加速，未来中国婴幼儿配方奶粉市场将进入高质量发展阶段。低温奶赛道是乳制品景气细分赛道，我们继续看好新乳业在低温奶赛道的扩张布局能力。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，且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，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。

**啤酒：**高端化趋势加速，结构升级逻辑持续兑现。随着啤酒企业中报披露结束，各啤酒企业中高端产品销售高增助推结构优化，主力产品表现亮眼，吨价稳步提升，高端化趋势加速推进。青岛啤酒不断加快向听装酒和精酿产品等高附加值产品的转型，21H1 吨价同比上涨 7.78%。珠江啤酒 21H1 高端啤酒销量同比增长 23.01%，其中主推高端产品 97 纯生销量同比增长 121.03%。重庆啤酒 21H1 高端啤酒同比大幅增长 62.3%，乌苏增长持续亮眼，疆外加速拓展。华润啤酒上半年次高档及以上啤酒销量同比增长超 50%，其中 Super X 增长翻倍，喜力及马尔斯绿实现中双位数增长。此外，今年整体原材料压力下，行业存在整体性提价预期。青岛啤酒日前在山东区域将青岛纯生终端箱价上调 4 元，华润啤酒预计在未来三月内对雪花啤酒全国价格进行重新梳理，对部分重大产品进行调价。预期下半年行业存在提价催化，各啤酒企业将陆续调整产品价格，进一步拉升啤酒消费价格带，建议积极关注。

## 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