

食品饮料

证券研究报告

2021年09月22日

密切关注白酒价格波动，食品板块静待十月革命

行情回顾：食品饮料板块整体下跌，啤酒行业跌幅明显

上周 SW 食品饮料下跌 0.30%，沪深 300 下跌 2.28%，板块整体下跌。分子行业看，上周啤酒行业下跌 4.62%，白酒行业上涨 0.33%，肉制品行业上涨 0.67%，食品（综合）行业上涨 0.28%，调味发酵品行业下跌 2.29%，乳品行业下跌 2.62%。

上周观点：密切关注白酒价格波动，食品板块静待十月革命

白酒：次高端白酒板块小幅震荡，我们认为近期仍需注意政策监管和部分地区的疫情反复，导致双节动销数据的不确定性，因此需依靠双节期间的动销数据以及三季报的业绩来作判断。当前我们维持短期中性谨慎的态度。**高端白酒板块**，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，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，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。

啤酒行业：短期数据或有承压，关注下半年提价催化及中长期配置机会。

2021 年 1-8 月，啤酒产量 2625.25 万千升，同比增长 5.43%。其中，8 月中国规模以上啤酒企业产量 352.9 万千升，同比下滑 6.56%。啤酒行业短期在疫情影响及基数效应下销量增长有所放缓，但行业长期逻辑持续兑现，展望全年结构升级推进仍然乐观。下半年行业存在整体提价预期。目前啤酒板块有所回调，建议关注行业下半年提价催化及 2-3 年中期配置机会。

餐饮产业链（五环）：酵母行业下半年成本压力仍存，速冻行业迎下半年旺季。近期安琪酵母较大回调，我们认为一是整体食品饮料板块行情有所承压，二是公司基本面仍存在较大压力。由于下游 B 端复苏有所放缓，营收整体或较上半年降速；糖蜜成本较高使得盈利能力承压。但长期来看，公司在酵母领域的领先优势和竞争壁垒扎实，当前建议关注中长线机会。下半年行业迎来旺季，预计公司可能减少促销力度，利润有望逐级改善。

软饮料：东鹏基本面强劲，露露回升值得期待。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，前期市场给予较高估值，目前随板块的调整，公司股价回调，建议积极关注。公司基本面表现强劲，我们预计三四季度有望持续加速。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，出生率的变化目前未对公司业绩造成影响，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。

当前重点推荐：五粮液，东鹏饮料，承德露露，新乳业

建议关注：青岛啤酒，华润啤酒，千味央厨

数据跟踪：

白酒行业：高端白酒基本面仍然景气，茅台五粮液及国窖批价持平

啤酒行业：啤酒产量持续下降，进口大麦价格有所下跌，玻璃价格显著回落，瓦楞纸价格小幅下跌

乳制品行业：生鲜乳均价有所下降，全脂奶粉价格显著上升、脱脂奶粉价格大幅上升，豆粕价格有所上涨、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

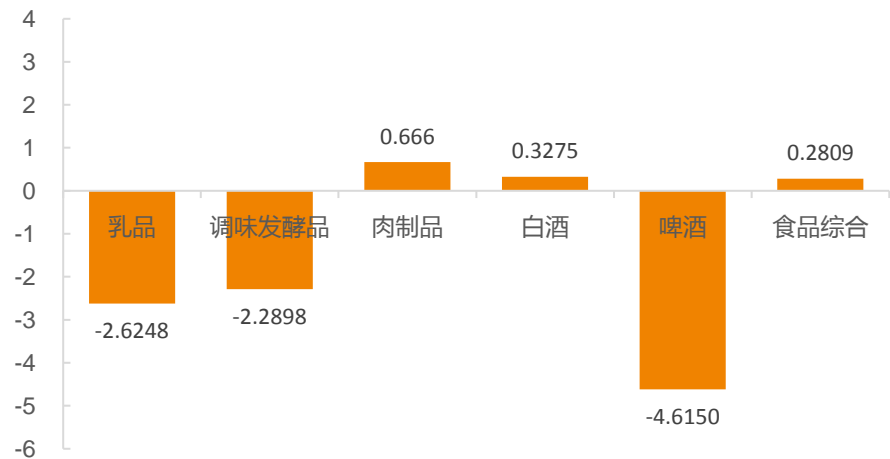
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒静待中秋数据，软饮料行业有望向上》2021-09-13
- 2 《食品饮料-行业研究周报:调味品走过至暗时刻，白酒旺季备货值得期待》2021-09-06
- 3 《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

1. 行情回顾：食品饮料整体下跌

上周 SW 食品饮料下跌 0.30%，沪深 300 下跌 2.28%，板块整体下跌。分子行业看，上周啤酒行业下跌 4.62%，白酒行业上涨 0.33%，肉制品行业上涨 0.67%，食品（综合）行业上涨 0.28%，调味发酵品行业下跌 2.29%，乳品行业下跌 2.62%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-09-12~2021-09-17，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的的金种子酒（16%）、山西汾酒（9%）、酒鬼酒（6%），跌幅前三标的水井坊（-6%）、五粮液（-5%）、古井贡酒（-5%）；啤酒行业涨幅靠前标的的兰州黄河（0%），跌幅前三标的的青岛啤酒（-6%）、*ST 西发（-6%）、燕京啤酒（-5%）；肉制品行业涨幅前三标的的华统股份（21%）、上海梅林（1%）、双汇发展（1%），跌幅前三标的的煌上煌（-3%）、龙大肉食（-3%）、金字火腿（-1%）；调味发酵品行业涨幅前三标的的日辰股份（4%）、安记食品（0%）、仲景食品（0%），跌幅前三标的的中炬高新（-9%）、莲花健康（-8%）、佳隆股份（-5%）；乳品行业涨幅靠前标的的庄园牧场（1%），跌幅前三标的的熊猫乳品（-5%）、贝因美（-5%）、燕塘乳业（-5%）；食品综合涨幅前三标的的千味央厨（61%）、安井食品（8%）、立高食品（6%），跌幅前三标的的科拓生物（-18%）、嘉必优（-14%）、劲仔食品（-10%）。

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	金种子酒 16%	兰州黄河 0%	华统股份 21%	日辰股份 4%	庄园牧场 1%	千味央厨 61%
	山西汾酒 9%		上海梅林 1%	安记食品 0%		安井食品 8%
	酒鬼酒 6%		双汇发展 1%	仲景食品 0%		立高食品 6%
跌幅前三	水井坊 -6%	青岛啤酒 -6%	煌上煌 -3%	中炬高新 -9%	熊猫乳品 -5%	科拓生物 -18%
	五粮液 -5%	*ST 西发 -6%	龙大肉食 -3%	莲花健康 -8%	贝因美 -5%	嘉必优 -14%
	古井贡酒 -5%	燕京啤酒 -5%	金字火腿 -1%	佳隆股份 -5%	燕塘乳业 -5%	劲仔食品 -10%

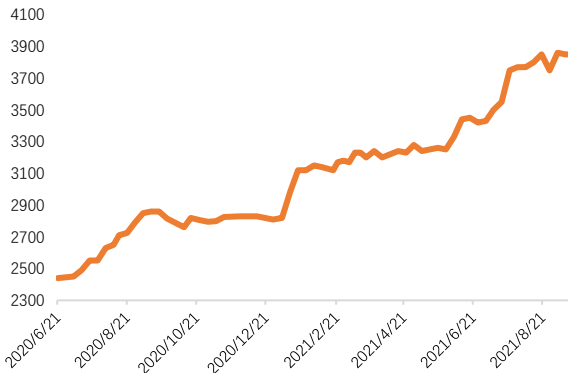
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：高端白酒基本面仍然景气，茅台、五粮液及国窖批价持平

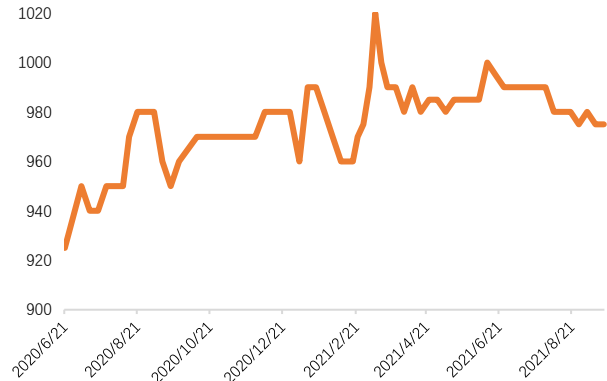
茅台飞天（2021）上周五原箱批价为 3850 元；五粮液普五（八代）上周五批价为 975 元；国窖 1573 上周五批价为 910 元，均与上上周价格一致。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



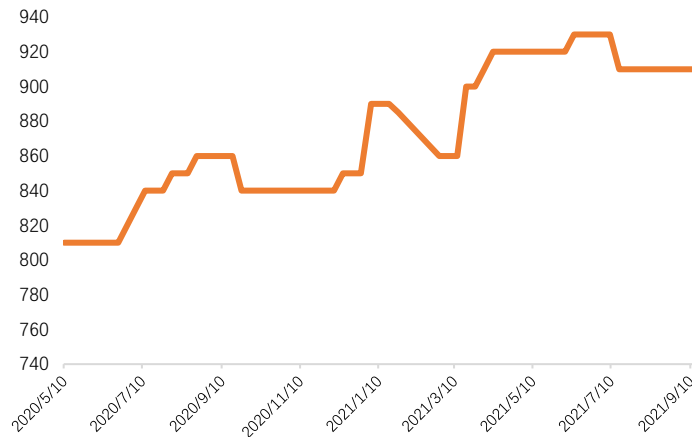
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）



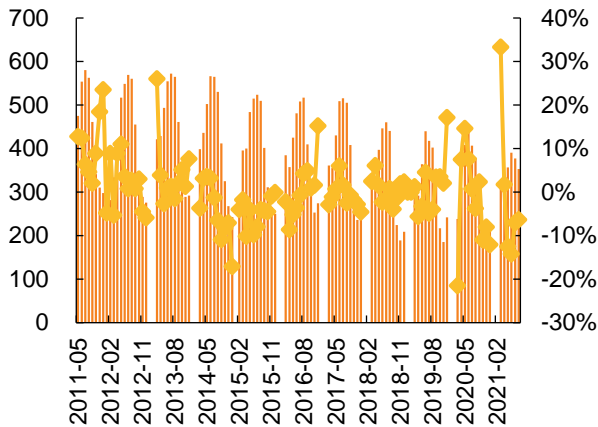
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：啤酒产量持续下降，进口大麦价格有所下跌，玻璃价格显著回落，瓦楞纸价格小幅下跌

根据国家统计局数据，2021 年 8 月，中国规模以上啤酒企业产量 353 万千升，同比下降 6%。2021 年 1-8 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 2625.25 万千升，同比上升 5.43%。成本方面，进口大麦价格有所下跌，2021 年 8 月进口大麦平均价为 299.44 美元/吨，跌幅 1.17%。包装原材料玻璃的价格上周显著回落，从 9 月 10 日的 2555.00 元/吨下跌至 9 月 17 日的 2288.00 元/吨，跌幅为 10.45%。包装原材料瓦楞纸价格小幅下跌，由 8 月 31 日的 4258.60 元/吨涨至 9 月 10 日的 4251.90 元/吨，跌幅 0.16%。

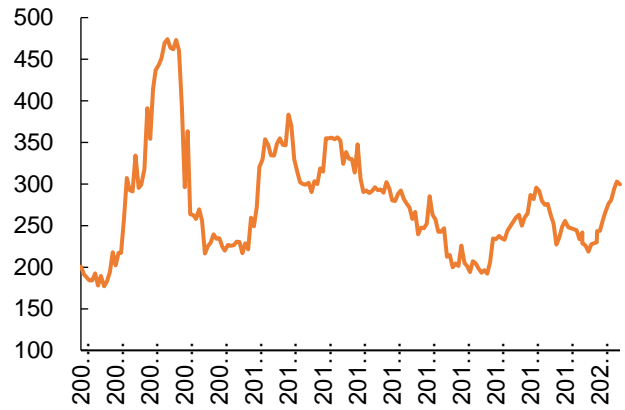
图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）

图 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



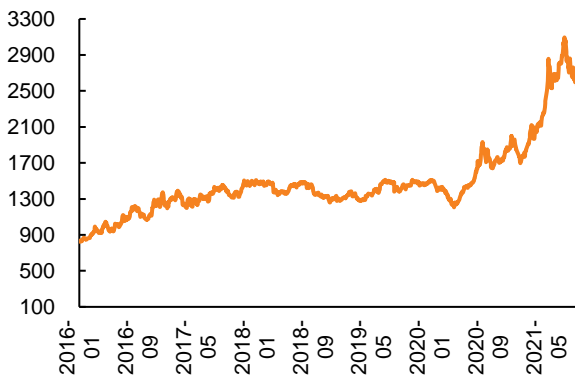
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7：玻璃价格（元/吨）



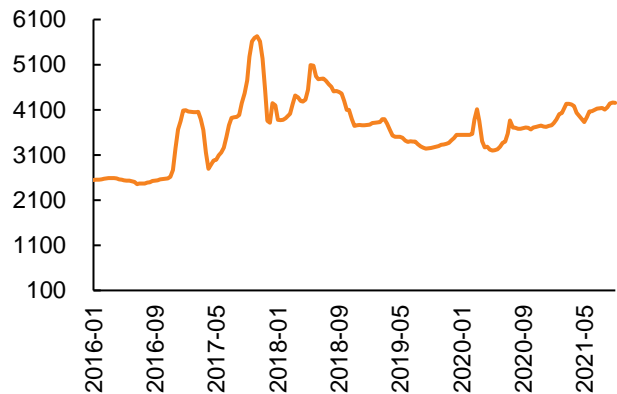
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

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）

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价有所下降，全脂奶粉价格显著上升、脱脂奶粉价格大幅上升，豆粕价格有所上涨、玉米进口价小幅下跌

生鲜乳均价 9 月 8 日 4.34 元/公斤，较 9 月 1 日的 4.35 元/公斤下降 0.23%。全脂奶粉拍卖价显著上升，8 月 17 日拍卖价为 3552 美元/吨，9 月 7 日上升至 3691 美元/吨，涨幅 3.91%。脱脂奶粉拍卖价大幅上升，8 月 17 日拍卖价为 3052 美元/吨，9 月 7 日上升至 3274 美元/吨，涨幅 7.27%。

豆粕市场价小幅下降，2021 年 8 月 31 日市场价为 3654.1 元/吨，9 月 10 日为 3709.4 元/吨，涨幅 1.51%。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

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)



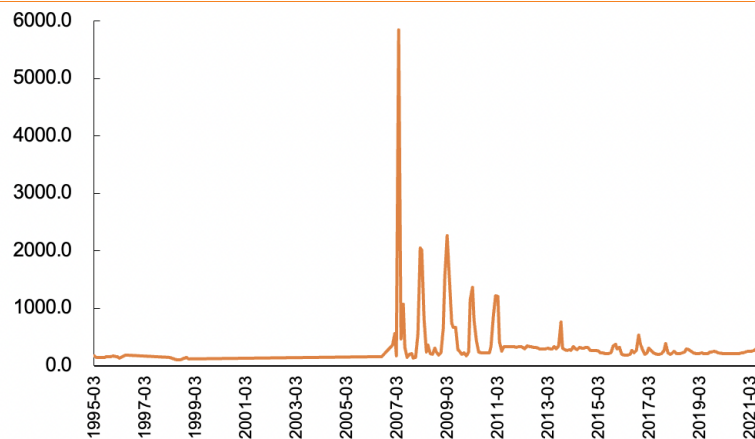
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

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

3. 投资建议:

白酒: 本周次高端白酒板块小幅震荡, 我们认为近期仍需注意政策监管和部分地区的疫情反复, 导致双节动销数据的不确定性, 因此需依靠双节期间的动销数据以及三季报的业绩来作判断。当前我们维持短期中性谨慎的态度, 白酒企业产品结构升级等能力并无本质变化, 只是短期受到消费能力恢复不及预期及政策和疫情等外部影响较大。

高端白酒板块, 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。

啤酒行业: 短期数据或有承压, 关注下半年提价催化及中长期配置机会。2021 年 1-8 月, 啤酒产量 2625.25 万千升, 同比增长 5.43%。其中, 8 月中国规模以上啤酒企业产量 352.9 万千升, 同比下滑 6.56%。啤酒行业短期在疫情影响及基数效应下销量增长有所放缓, 但行业长期逻辑持续兑现, 展望全年结构升级推进仍然乐观。中报来看各大啤酒企业高端化产品占比不断提升, 品牌年轻化叠加新品升级, 吨价不断提升, 盈利能力强劲。此外, 下半年行业存在整体性提价预期。目前啤酒板块有所回调, 长期来看行业高端化步伐加速, 坚守核心逻辑, 建议关注行业下半年提价催化及 2-3 年中期配置机会。

餐饮产业链（五环）：酵母行业下半年成本压力仍存，速冻行业迎下半年旺季。近期安琪酵母录得较大回调，我们认为一是整体食品饮料板块行情有所承压，二是公司基本面仍存在较大压力。一方面由于下游 B 端复苏有所放缓，营收整体或较上半年降速，二是糖蜜成本较高使得公司盈利能力承压。我们认为短期公司基本面承压，但长期来看，公司在酵母领域的领先优势和竞争壁垒扎实，随着成本压力的释放，叠加估值来到中枢偏下，当前时点建议关注中长线机会。去年疫情导致了速冻行业销售的高增长，高基数，今年市场逐步恢复常态，二季度安井通过加大促销力度、增加广宣投放等促进销售，二季度利润承压。下半年行业迎来旺季，我们预计公司可能会减少促销力度，利润有望逐级改善。

软饮料：东鹏基本面强劲，露露回升值得期待。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，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。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。

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