

食品饮料

证券研究报告

2021年10月20日

推荐仍为短期强业绩公司，多数板块仍需数据验证

行情回顾：食品饮料板块涨跌分化，白酒行业上涨明显

上周 SW 食品饮料上涨 2.35%，沪深 300 上涨 0.16%，板块涨跌分化。分子行业看，上周白酒行业上涨 3.60%，调味发酵品行业上涨 1.86%，啤酒行业上涨 0.99%，乳品行业下跌 1.27%，食品综合行业下跌 2.67%，肉制品行业下跌 4.36%。

上周观点：推荐仍为短期强业绩公司，多数板块仍需数据验证

白酒：国庆节前后白酒板块出现上涨行情且涨幅较高，对此我们预计情绪或有好转，从基本面来看不构成板块整体性反转，建议关注个股行情，继续跟踪三季度动销、业绩情况。

啤酒行业：三季度数据或有承压，坚守结构升级及效率优化核心逻辑。啤酒三季度在天气、疫情反复等因素影响，销售数据表现或持续低迷，同时聚饮场景的减少使得结构表现有所放缓。同时，原材料成本等压力或进一步导致利润承压。但行业长期结构升级主旋律下，龙头啤酒企业中高端品类布局逐步完善，高端化趋势延续。同时，原材料成本传导下产品或将有望提价。建议关注行业提价催化及中长期配置机会。

餐饮产业链（五环）：海天提价预期落地，干味央厨竞争力持续强化。上周海天正式发布提价公告，自 10 月 25 日起，对部分产品的出厂价格进行调整，调整幅度为 3%~7%不等。餐饮供应链方面，上周我们调研了干味央厨，随着下游餐饮业的持续恢复以及去年疫情影响下的低基数，公司 Q3 业绩有望保持较高的增长。未来业务拓展上，公司仍注重大 B 客户，不断强化其客户粘性，同时力图打造多个大单品。渠道发展端，公司一方面通过专业化产品和服务，维持大 B 渠道优势，另一方面赋能小 B 经销商渠道，扶持优质经销商。近期立高食品有所回调，主要系三季度原材料压力下公司业绩或有承压，以及公司估值位置较高。我们认为公司长期发展路径清晰，公司所处赛道景气度高，自身竞争优势凸显，回调可重点关注。

软饮料：低基数下三季度高增可期，预计露露三季度增速有所放缓，东鹏有望延续高增态势。软饮料行业随着疫情的逐步缓解，消费场景逐步恢复，在去年低基数下，行业增速有望高增。与此同时，各家公司自身均处在各自变革的阶段。承德露露年初更换管理层后，目前正推进渠道精耕和下沉以及新品的开发；东鹏饮料目前正处在全国化快速放量阶段，公司战略战术明确。此外，公司推出咖啡等新品，持续扩张产品线，当下应重点关注短期业绩是否能提速，以及长期扩品逻辑是否得以验证，建议重点关注。

乳制品：受疫情后健康，高端白奶需求仍在提升，养殖端奶牛及饲料成本处于较高水平，原奶供给较为紧缺，我们预计奶价仍将处于较高水平。我们认为当前的市场高集中度趋势与高端、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乳制品行业造成影响。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。

当前重点推荐：承德露露，五粮液，干味央厨（商社团队联合覆盖）

建议关注：海天味业，东鹏饮料，立高食品（商社团队联合覆盖）

数据跟踪：

白酒行业：茅台批价小幅下降、五粮液、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，玻璃价格小幅上升，瓦楞纸价格明显上涨

乳制品行业：生鲜乳均价维持稳定，全脂奶粉价格小幅下降、脱脂奶粉价格小幅上升，豆粕价格有所下降、玉米进口价小幅回落

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

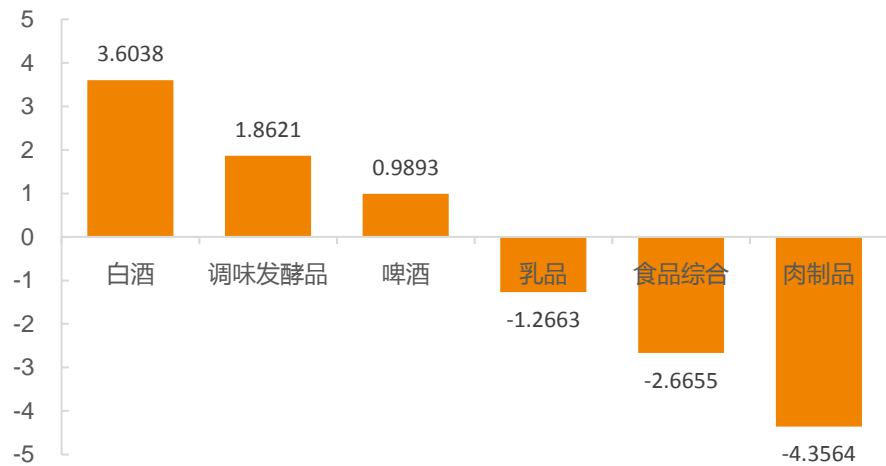
相关报告

- 1 《食品饮料-行业专题研究:天风问答系列:食品饮料五问五答》 2021-10-17
- 2 《食品饮料-行业研究周报:白酒反弹短期有支撑,消费数据回暖可期待》 2021-10-11
- 3 《食品饮料-行业研究周报:白酒反弹仍要寻找数据高增确定性》 2021-10-11

1. 行情回顾：涨跌分化，白酒行业上涨明显

上周 SW 食品饮料上涨 2.35%，沪深 300 上涨 0.16%，板块涨跌分化。分子行业看，上周白酒行业上涨 3.60%，调味发酵品行业上涨 1.86%，啤酒行业上涨 0.99%，乳品行业下跌 1.27%，食品综合行业下跌 2.67%，肉制品行业下跌 4.36%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-10-11~2021-10-15，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的水井坊（10%）、山西汾酒（7%）、口子窖（5%），跌幅前三标的为顺鑫农业（-5%）、古井贡酒（-4%）、舍得酒业（-4%）；啤酒行业涨幅前三标的*ST西发（10%），兰州黄河（3%），珠江啤酒（3%），跌幅靠前标的燕京啤酒（-1%）；肉制品行业涨幅靠前标的春雪食品（18%）、得利斯（1%），跌幅前三标的华统股份（-8%），龙大肉食（-8%），双汇发展（-5%）；调味发酵品行业涨幅前三标的千禾味业（8%）、海天味业（2%）、天味食品（2%），跌幅前三标的加加食品（-7%），星湖科技（-6%），佳隆股份（-5%）；乳品行业涨幅靠前标的三元股份（7%），一鸣食品（3%），燕塘乳业（1%），跌幅前三标的妙可蓝多（-4%），光明乳业（-4%），天润乳业（-3%）；食品综合涨幅前三标的海融科技（11%），祖名股份（7%）、元祖股份（7%），跌幅前三标的立高食品（-13%）、安井食品（-13%）、嘉必优（-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	水井坊 10%	*ST 西发 10%	春雪食品 18%	千禾味业 8%	三元股份 7%	海融科技 11%
	山西汾酒 7%	兰州黄河 3%	得利斯 1%	海天味业 2%	一鸣食品 3%	祖名股份 7%
	口子窖 5%	珠江啤酒 3%		天味食品 2%	燕塘乳业 1%	元祖股份 7%
跌幅前三	顺鑫农业 -5%	燕京啤酒 -1%	华统股份 -8%	加加食品 -7%	妙可蓝多 -4%	立高食品 -13%
	古井贡酒 -4%		龙大肉食 -8%	星湖科技 -6%	光明乳业 -4%	安井食品 -13%
	舍得酒业		双汇发展	佳隆股份	天润乳业	嘉必优

-4%

-5%

-5%

-3%

-12%

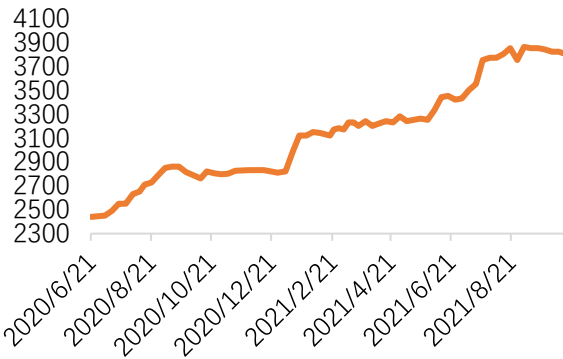
资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台批价小幅下降、五粮液、国窖批价持平

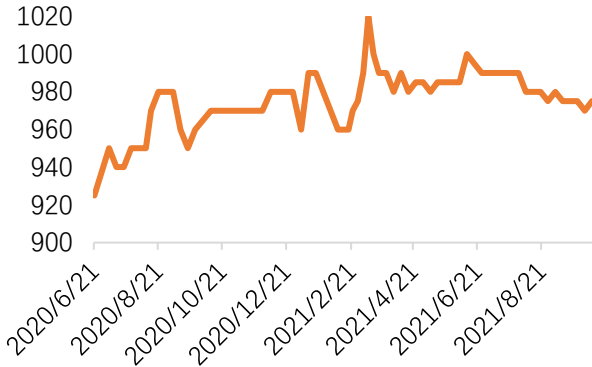
茅台飞天（2021）原箱批价由 10 月 8 日 3820 元降低至 10 月 8 日 3800 元；五粮液普五（八代）10 月 15 日批价维持 975 元；国窖 1573 的 10 月 15 日批价为 910 元，与上周、上上周价格一致。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



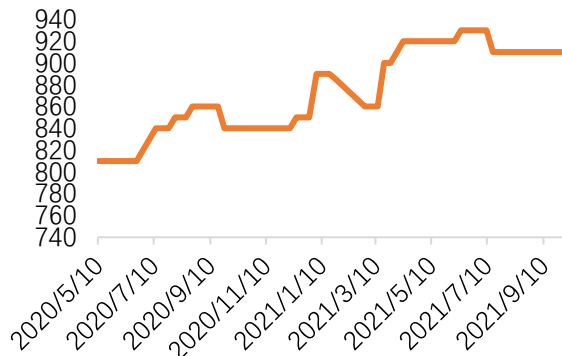
资料来源: 今日酒价, 茅帝, 天风证券研究所

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）



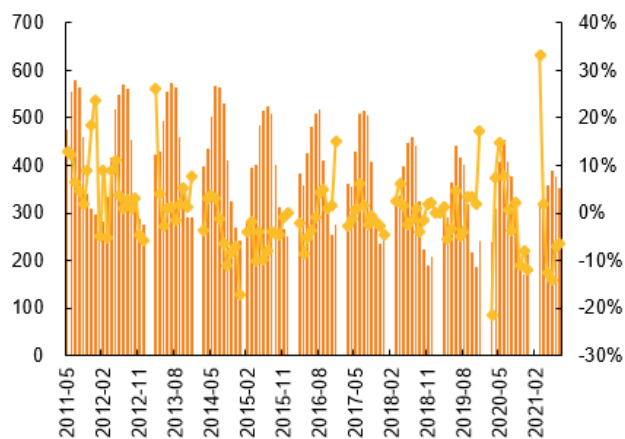
资料来源: 今日酒价, 茅帝, 天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：啤酒产量持续下降，进口大麦价格有所下跌，玻璃价格小幅上升，瓦楞纸价格明显上涨

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小幅上升，从 10 月 8 日的 2332.00 元/吨上涨至 10 月 17 日的 2371 元/吨，涨幅为 1.67%。包装原材料瓦楞纸价格明显上涨，由 9 月 30 日的 4231.60 元/吨涨至 10 月 10 日的 4345.00 元/吨，涨幅 2.68%。

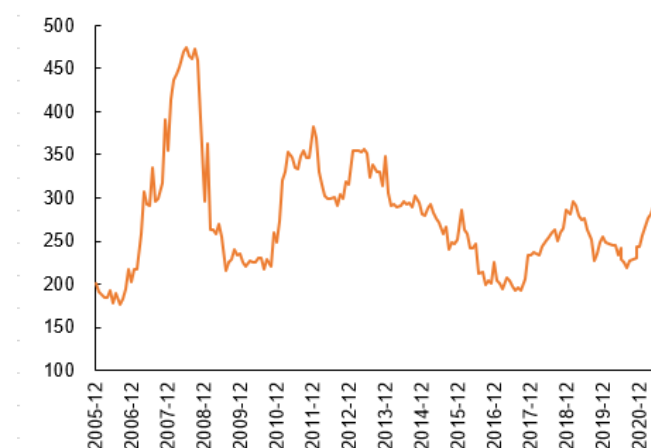
图 5：啤酒产量及增速（单位：万千升）

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)



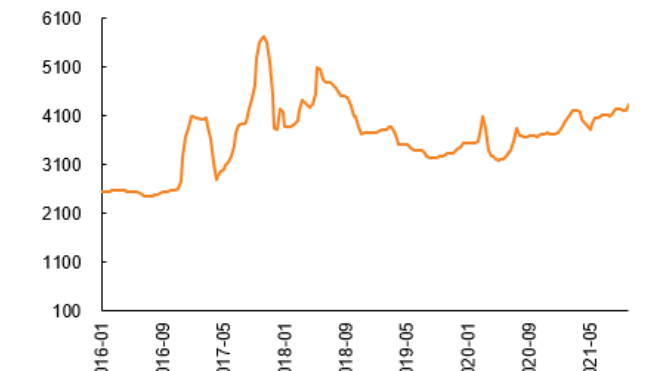
资料来源：Wind，天风证券研究所

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：生鲜乳均价维持稳定，全脂奶粉价格小幅下降、脱脂奶粉价格小幅上升，豆粕价格有所下降、玉米进口价小幅下降

生鲜乳均价 10 月 8 日 4.32 元/公斤，与 9 月 29 日相同。全脂奶粉拍卖价小幅下降，9 月 21 日拍卖价为 3777 美元/吨，10 月 5 日下降至 3749 美元/吨，降幅 0.74%。脱脂奶粉拍卖价小幅上升，9 月 21 日拍卖价为 3302 美元/吨，10 月 5 日上升至 3315 美元/吨，涨幅 0.39%。

豆粕市场价有所下降，9 月 30 日市场价为 3874.2 元/吨，10 月 10 日为 3768.0 元/吨，涨幅-2.74%。玉米进口价明显上涨，2021 年 7 月为 292.08 美元/吨，2021 年 8 月为 301.42 美元/吨，跌幅-1.24%。

资料来源：Wind，天风证券研究所

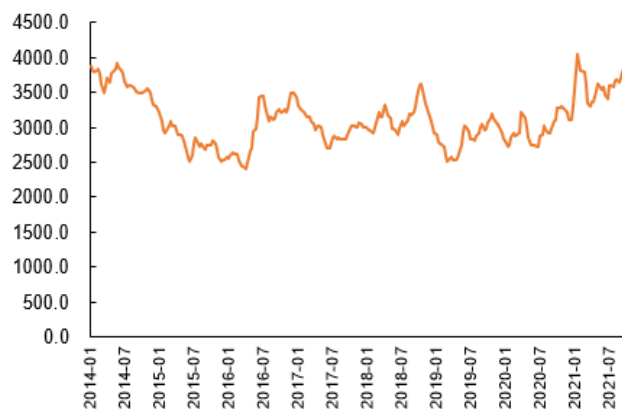
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 11: 大包粉拍卖价 (脱脂奶粉, 美元/吨)



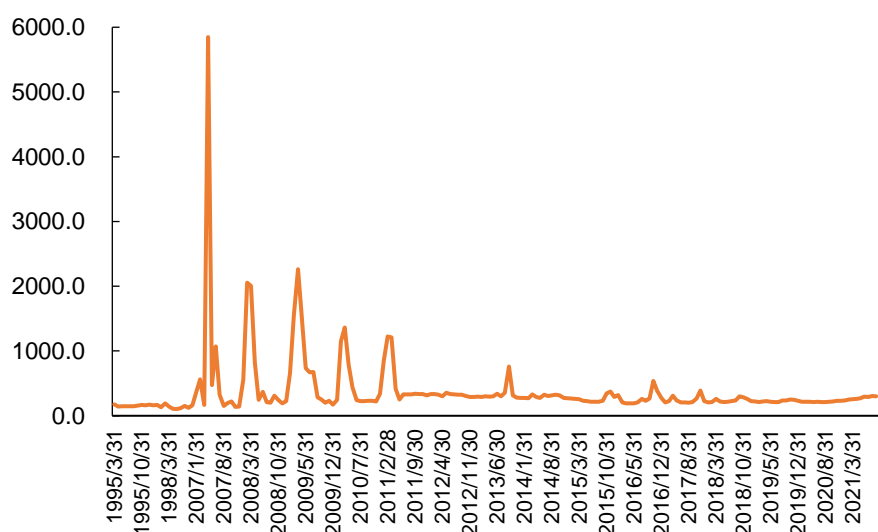
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

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: 近期白酒板块出现上涨行情, 对此我们预计情绪或有好转, 从基本面来看不构成板块整体性反转, 建议关注个股行情, 继续跟踪三季度动销、业绩情况。

此前我们一直强调, 白酒板块行情回暖需要满足任一的核心点: (1) 茅台出利好, 约等于政策风向标, 行业需领头羊拉动; (2) 中秋国庆白酒公司动销全面超预期; (3) 次高端公司业绩持续不降速。目前高端报出利好, 故前段时间会有短期的反弹行情, 主要包括茅台股东大会释放较为积极的信号, 尤其在价格管理方面, 老窖启动股权激励, 均带来市场预期的转变。

在过去白酒板块消极的 3 个月里, 大家较为担忧政策导向、价格疲软、需求走弱等问题, 近期三季度动销反馈密度较高, 市场对于需求端的过度担忧已经释放。我们认为此次情绪好转并未构成反转行情, 反弹行情过后个股走势仍会分化, 有较强基本面及短期业绩支撑的标的股价将会有支撑。

我们预计 2021Q4 及 2022Q1 的白酒板块行情主要取决于以下三个因素: 短期来看, (1) 市场对白酒企业三季报预期的消化; (2) 对春节动销的预期; 中长期逻辑来看, (3) 白酒的提价逻辑是否重新回归。我们认为目前白酒板块估值相对合理, 估值已经反映市场需求疲软、政策指导价格等众多悲观情绪, 预期情绪向好, 三季报业绩增速较高且中长期基本面稳健的标的将会有股价支撑。预计茅五泸业绩也将比较稳健, 当前估值合理。

我们认为 2021Q4 及 2022Q1 白酒板块出现整体性的反转行情, 则需要在提价上有重大利

好落地，如高端酒提价等，否则春节动销较好或其他催化将均为短期利好，不构成反转行情。

啤酒行业：三季度数据或有承压，坚守结构升级及效率优化核心逻辑。啤酒三季度在天气、疫情反复等因素影响，销售数据表现或持续低迷，同时聚饮场景的减少使得结构表现有所放缓。同时，原材料成本等压力或进一步导致利润承压。但行业长期结构升级主旋律下，龙头啤酒企业中高端品类布局逐步完善，高端化趋势延续。效率提升及产能优化也将进一步释放业绩弹性。同时，原材料成本传导下产品或将有望提价。啤酒行业高端化步伐加速，坚守核心逻辑，建议关注行业提价催化及中长期配置机会。

餐饮产业链（五环）：海天提价预期落地，干味央厨竞争力持续强化。上周海天正式发布提价公告，自 10 月 25 日起，对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度为 3%~7%不等。提价一方面能够促进渠道利润的重新分配，同时也能在一定程度上缓解一批商的库存压力。我们认为提价为短期利好，但持续性或较差，主因基本面尚不能支撑。未来随着需求的逐步恢复，调味品行业有望迎来中期布局机会。餐饮供应链方面，上周我们调研了干味央厨，随着下游餐饮业的持续恢复以及去年疫情影响下的低基数，公司 Q3 业绩有望保持较高的增长。据公司投资者关系记录表反馈，未来业务拓展上，公司仍注重大 B 客户，不断强化其客户粘性，同时力图打造多个大单品，以实现稳定、可持续的增长。渠道发展端，公司一方面通过专业化产品和服务，维持大 B 渠道优势，另一方面赋能小 B 经销商渠道，扶持优质经销商，强调共同成长，不断强化公司竞争力。近期立高食品有所回调，主要系三季度原材料压力下公司业绩或有承压，加之公司估值位置较高，市场情绪影响下有所波动。我们认为公司长期发展路径清晰，一方面，公司 KA 等现代化渠道客户开拓进展顺利，销售客户体系不断优化；另一方面，冷冻蛋糕、麻薯等品类迭代推新，高附加值产品占比不断提升。公司所处赛道景气度高，自身竞争优势凸显，回调可重点关注。

软饮料：低基数下三季度高增可期，预计露露三季度增速有所放缓，东鹏有望延续高增态势。软饮料行业随着疫情的逐步缓解，消费场景逐步恢复，在去年低基数下，行业增速有望高增。与此同时，各家公司自身均处在各自变革的阶段。承德露露年初更换管理层后，目前正推进渠道精耕和下沉以及新品的开发，三季度受疫情等因素影响，增速预计环比二季度放缓，但公司整体向好趋势不变，前期逻辑有望持续验证，待季报风险释放后可持续关注。东鹏饮料目前正处在全国化快速放量阶段，公司战略战术明确，预计销量有望持续高增。此外，公司推出咖啡等新品，持续扩张产品线，打开公司天花板，我们认为高增速有望维持公司高估值态势，当下应重点关注短期业绩是否能提速，以及长期扩品逻辑是否得以验证，建议重点关注。

乳制品：受疫情后健康，高端白奶需求仍在提升，养殖端奶牛及饲料成本处于较高水平，原奶供给较为紧缺，我们预计奶价仍将处于较高水平。我们认为当前的市场高集中度趋势与高端、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乳制品行业造成影响。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。

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