

食品饮料

证券研究报告

2021年10月25日

看明年啤酒业绩可期，低估值食品当前可关注

行情回顾：食品饮料板块涨跌分化，食品加工类涨幅明显

上周 SW 食品饮料下跌 1.04%，沪深 300 上涨 0.47%，板块涨跌分化。分子行业看，上周啤酒行业下跌 5.12%，白酒行业下跌 2.03%，食品（综合）行业上涨 1.02%，乳品行业上涨 1.07%，肉制品行业上涨 3.33%，调味发酵品行业上涨 5.35%。

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：本周高端白酒跌后反弹，我们认为目前高端白酒仍然处于短期估值修复中。目前三季度动销反馈基本结束，高端动销符合预期，次高端有分化，市场对于需求端的过度担忧已经释放。贵州茅台披露三季报，业绩基本符合预期，目前估值合理。高端白酒提价的核心逻辑未变。

啤酒：珠啤三季度销售及利润有所承压，高端化升级保持良好趋势。啤酒三季度产量出现中单位数下滑，主要系天气、疫情反复等因素影响。本周珠江啤酒公布三季报，三季度营业收入同比增幅 0.02%，销售承压，毛利率率同比下降 4.84pcts。但啤酒行业中长期坚守结构升级及效率优化核心逻辑，高端化步伐加速，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）：安琪三季报成本压力有所显现，干味央厨短期调整不改长期趋势。本周安琪酵母披露三季报，盈利能力有所下滑，主因糖蜜等原材料成本上涨，未来随着糖蜜成本的下降，我们预计公司提价红利有望显现。餐饮供应链方面，我们上上周调研了干味央厨，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。

软饮料：单季放缓不改承德露露核心逻辑，改革势能有望逐步释放。承德露露收入环比二季度降速，我们认为原因有疫情反复、消费场景受限，三季度销售费用减少，新品、新渠道以及南方市场可能仍未有较大的贡献等。但公司的核心逻辑不变，有望通过新品研发、人才等落地，在四季度实现快速增长。

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：茅台及五粮液批价格略有下降，国窖批价持平

啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格下跌，玻璃价格明显下跌，瓦楞纸价格有所上涨

乳制品行业：生鲜乳均价略有下跌，全脂奶粉价格略有上涨、脱脂奶粉价格明显上涨，豆粕价格有所下降、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

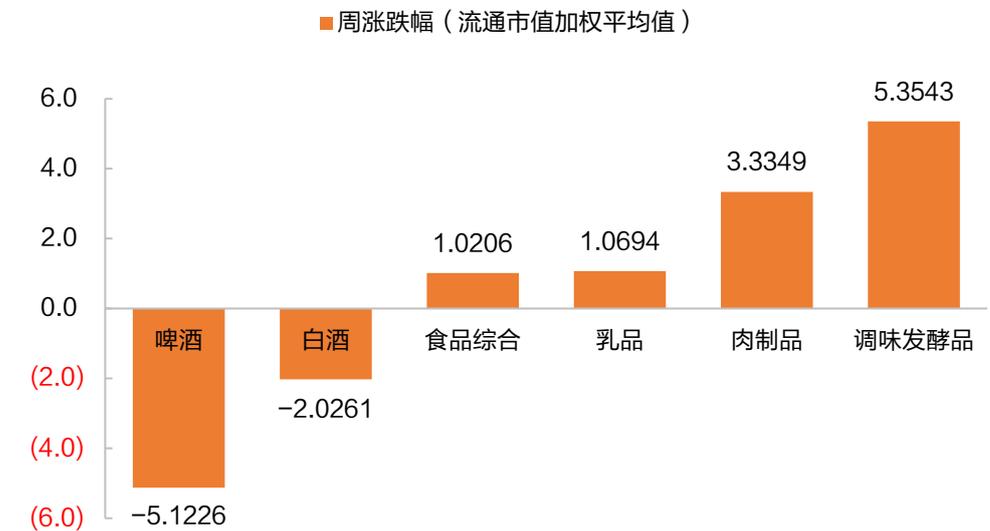
相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:推荐仍为短期强业绩公司，多数板块仍需数据验证》 2021-10-20
- 2 《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
- 3 《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

1. 行情回顾：板块涨跌分化，食品加工类涨幅明显

上周 SW 食品饮料下跌 1.04%，沪深 300 上涨 0.47%，板块涨跌分化。分子行业看，上周啤酒行业下跌 5.12%，白酒行业下跌 2.03%，食品（综合）行业上涨 1.02%，乳品行业上涨 1.07%，肉制品行业上涨 3.33%，调味发酵品行业上涨 5.35%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-10-18~2021-10-22，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的口子窖（5%）、今世缘（5%）、迎驾贡酒（1%），跌幅前三标的水井坊（-10%）、伊力特（-7%）、金徽酒（-7%）；啤酒行业涨幅靠前标的兰州黄河（4%），跌幅前三标的重庆啤酒（-7%）、燕京啤酒（-5%）、青岛啤酒（-5%）；肉制品行业涨幅靠前标的双汇发展（6%），跌幅前三标的春雪食品（-20%）、华统股份（-4%）、煌上煌（-1%）；调味发酵品行业涨幅前三标的中炬高新（8%）、海天味业（6%）、天味食品（3%），跌幅前三标的日辰股份（-7%）、佳隆股份（-7%）、安记食品（-7%）；乳品行业涨幅前三标的新乳业（5%）、*ST 科迪（5%）、伊利股份（2%），跌幅前三标的天润乳业（-6%）、熊猫乳品（-6%）、妙可蓝多（-6%）；食品综合涨幅前三标的青岛食品（10%）、甘源食品（10%）、金禾实业（9%），跌幅前三标的元祖股份（-18%）、爱普股份（-14%）、来伊份（-11%）。

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	口子窖 5%	兰州黄河 4%	双汇发展 6%	中炬高新 8%	新乳业 5%	青岛食品 10%
	今世缘 5%			海天味业 6%	*ST 科迪 5%	甘源食品 10%
	迎驾贡酒 1%			天味食品	伊利股份 2%	金禾实业 9%
跌幅前三	水井坊 -10%	重庆啤酒 -7%	春雪食品 -20%	日辰股份 -7%	天润乳业 -6%	元祖股份 -18%
	伊力特 -7%	燕京啤酒 -5%	华统股份 -4%	佳隆股份 -7%	熊猫乳品 -6%	爱普股份 -14%
	金徽酒 -7%	青岛啤酒 -5%	煌上煌 -1%	安记食品 -7%	妙可蓝多 -6%	来伊份 -11%

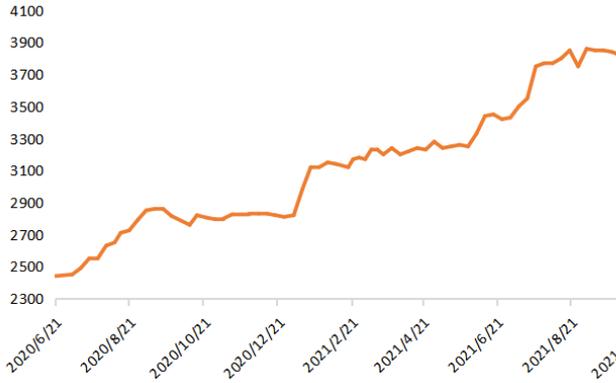
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台及五粮液批价略有下降，国窖批价持平

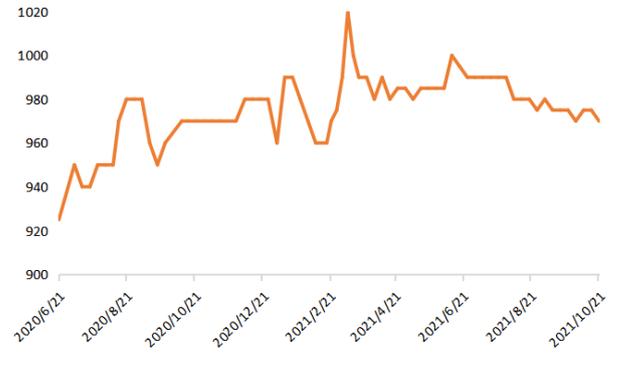
茅台飞天（2021）上周五的原箱批价为 3780 元，10 月 15 日为 3800 元；五粮液普五（八代）上周五批价为 970 元，10 月 15 日批价为 975 元；国窖 1573 为 910 元，与上上周价格一致。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



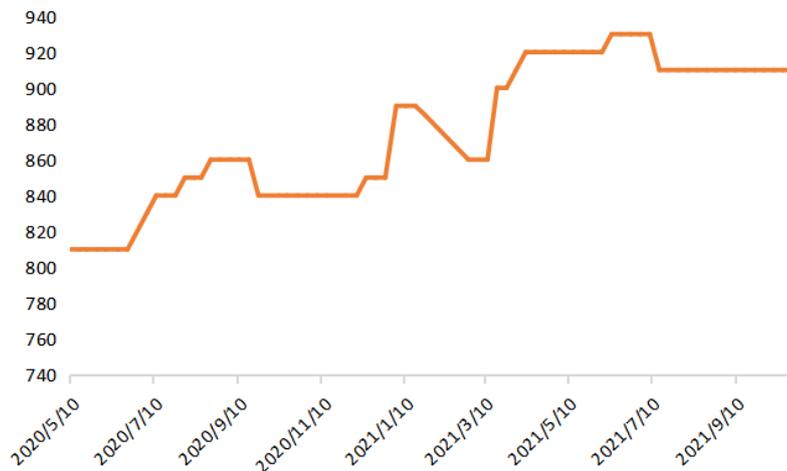
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）



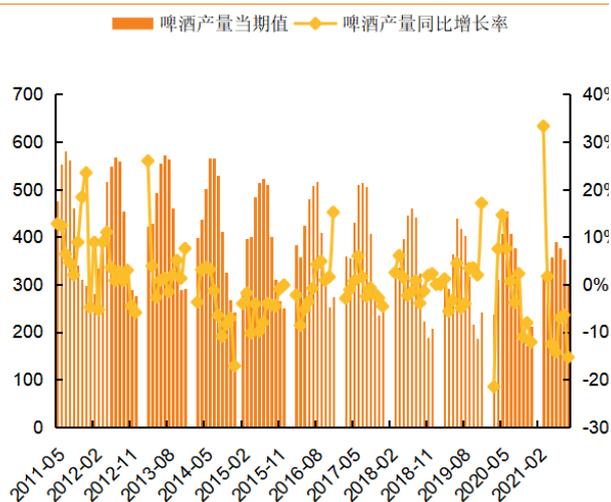
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格下跌，玻璃价格明显下跌，瓦楞纸价格有所上涨

根据国家统计局数据，2021 年 9 月，中国规模以上啤酒企业产量 298.9 万千升，同比下降 15%。2021 年 1-9 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 2924.1 万千升，同比下降 3.91%。成本方面，进口大麦价格有所下跌，2021 年 9 月进口大麦平均价为 281.99 美元/吨，跌幅 5.83%。包装原材料玻璃的价格上周有所下跌，由 10 月 15 日的 2371 元/吨跌至 10 月 22 日的 2103 元/吨，跌幅为 11.30%。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）

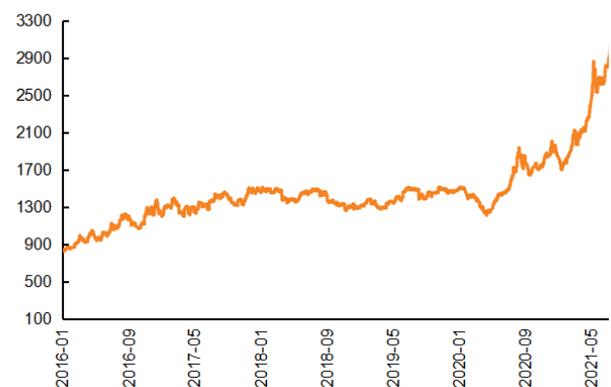


资料来源：国家统计局，天风证券研究所



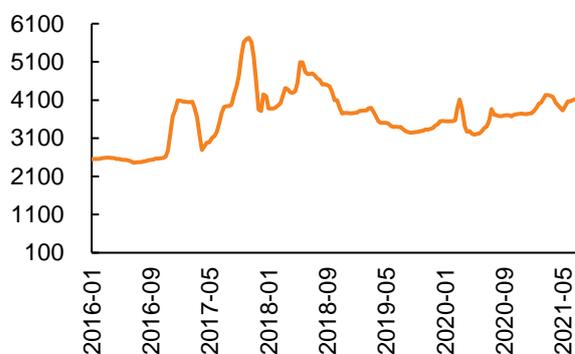
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



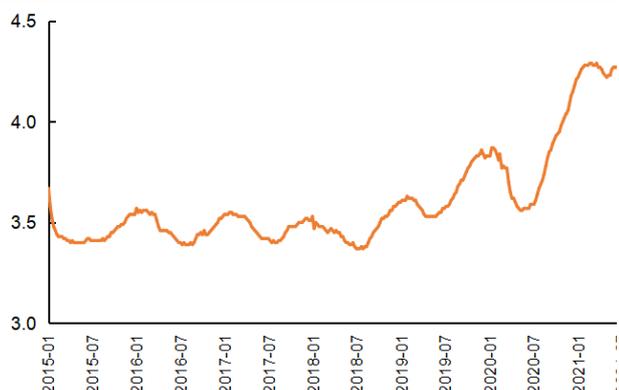
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价略有下跌，全脂奶粉价格略有上涨、脱脂奶粉价格明显上涨，豆粕价格有所下降、玉米进口价小幅下跌

生鲜乳均价 10 月 13 日 4.31 元/公斤，较 10 月 8 日的 4.32 元/公斤下跌 0.23%。全脂奶粉 10 月 5 日拍卖价为 3749 美元/吨，10 月 19 日上涨至 3803 美元/吨，涨幅 1.44%。脱脂奶粉拍卖价明显上涨，10 月 5 日拍卖价为 3315 美元/吨，10 月 19 日上升至 3401 美元/吨，涨幅 2.59%。

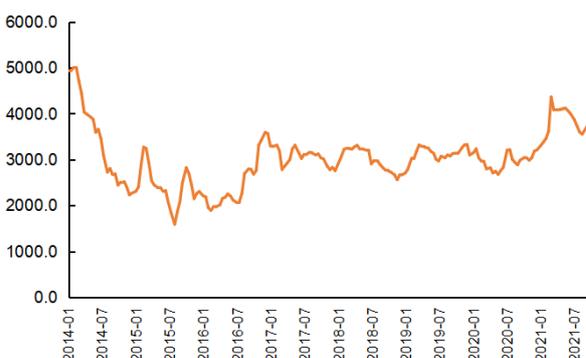
豆粕市场价有所下降，9 月 30 日市场价为 3874.2 元/吨，10 月 10 日为 3768.0 元/吨，下跌-2.74%。玉米进口价小幅下跌，2021 年 8 月为 305.21 美元/吨，2021 年 9 月为 301.42 美元/吨，跌幅 1.24%。

图 9：生鲜乳均价（元/公斤）



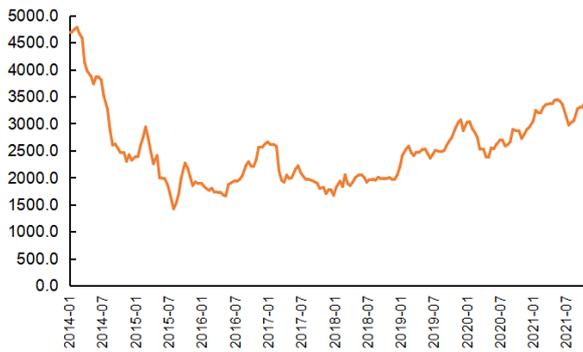
资料来源：Wind，天风证券研究所

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)



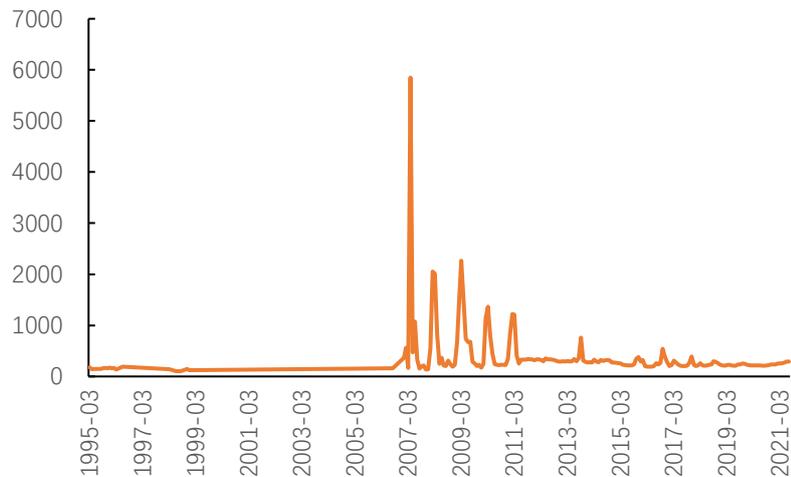
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

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: 看明年啤酒业绩可期, 低估值食品当前可关注

白酒: 本周高端白酒跌后反弹, 我们认为目前高端白酒仍然处于短期估值修复中。在白酒板块消极的 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, 目前三季度动销反馈基本结束, 市场形成一致预期, 高端动销符合预期, 次高端有分化, 市场对于需求端的过度担忧已经释放, 并且茅台以及老窖的正面催化使得市场对于政策导向的担忧也得到释放, 以上是白酒板块短期迎来估值修复的主要原因。

贵州茅台披露三季报, 业绩基本符合预期。从高端白酒提价的核心逻辑上来看, 酒企提价能力仍在, 核心逻辑未变, 只是短期受到外界因素压制。我们认为目前茅台估值合理, 未来若开箱政策全面取消或将利好批价回归合理水平, 公司经营或将更为良性。

啤酒: 珠啤三季度销售及利润有所承压, 高端化升级保持良好趋势。2021 年 1-9 月, 啤酒 2924.13 万千升, 同比增长 4.11%。其中, 9 月中国规模以上啤酒企业产量 298.88 万千升, 同比下滑 5.31%。啤酒三季度产量出现中单位数下滑, 主要系天气、疫情反复等因素影响, 聚饮场景受限, 销售数据表现低迷。本周珠江啤酒公布三季报, 公司三季度营业收入同比增幅 0.02%, 销售承压。同时, 在原材料成本上涨压力下, Q3 销售毛利率同比下降 4.84pcts。但从中长期维度来看, 公司纯生等高端主力产品持续贡献, 现饮渠道建设持续发力, 高端化保持良好趋势。行业三季度数据或有承压, 但中长期坚守结构升级及效率优化核心逻辑, 啤酒行业高端化步伐加速, 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): 安琪三季报成本压力有所显现, 干味央厨短期调整不改长期趋势。本周安琪酵母披露三季报, Q3 实现营收 23.60 亿元, 同比+13.22%, 实现归母净利润 1.90

亿元，同比-35.23%。收入整体表现平稳，但盈利能力有所下滑，主因糖蜜等原材料成本上涨。为应对成本影响，公司对大部分产品进行了提价，未来随着糖蜜成本的下降，我们预计公司提价红利有望显现，建议密切关注。餐饮供应链方面，我们持续看好干味央厨未来的发展。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，公司仍采取聚焦 B 端大客户策略，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，公司一方面致力于保持大 B 渠道优势，另一方面积极参与小 B 渠道竞争，扶持大经销商，强调共同成长，争取培育出一批忠诚、大体量的经销商团队，不断强化公司竞争力。

软饮料：单季放缓不改承德露露核心逻辑，改革势能有望逐步释放。承德露露 21Q3 收入实现同比增长 28.77%，公司收入环比二季度降速，我们认为一是疫情反复、消费场景受限影响公司终端开拓和产品销售，二是三季度销售费用减少，推测中秋节后回款进度较慢，三是新品、新渠道以及南方市场可能仍未有较大的贡献。我们认为承德露露的核心逻辑不变，即将小品类的礼品属性产品通过新品、新渠道等培育，逐步扩大至日常消费场景。随着公司新品研发、人才等落地，该逻辑有望持续演绎。展望四季度，公司有望在新渠道贡献、新品开发、经营和管理势能释放的背景下，实现快速增长，建议积极关注公司四季度表现。

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