

# 食品饮料

## 天风问答系列：食品饮料行业五问五答

证券研究报告

2021年11月07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

张东雪

联系人

zhangdongxue@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒三季报分化加剧, 茅台批价有指向性》  
2021-11-02
- 2 《食品饮料-行业研究周报:再次强调明年啤酒+餐饮产业链的机会》  
2021-11-02
- 3 《食品饮料-行业研究周报:茅台行稳致远, 白酒进入估值切换敏感期》  
2021-10-26

### 问题一：消费何时适合配置？如何看待必选消费修复？

在提价潮背景下，目前大众消费品迎来一轮行情。我们认为必选消费板块在提价背景下，通常都会迎来一定的机会。复盘食品饮料行业表现，当 PPI 与 CPI 的剪刀差在缩小的时候，行业通常有较好的表现，特别是大众品板块。PPI 向 CPI 传导意味着上游利润逐步向下游转移，进而提高下游企业的利润弹性。当前必选消费的修复便是因为提价的催化。

### 问题二：啤酒涨价反弹持续情况如何？如何看待未来啤酒提价空间？

此轮啤酒反弹，主要是提价催化，与大众品的逻辑相似。我们认为反弹的持续性主要取决于基本面的改善程度。通过提价一定程度可以改善成本情况，但对于今年业绩并不会太大贡献。但展望未来，此次提价预期一定程度上表明各家企业转向利润诉求，看好啤酒行业 Beta 性机会，建议持续关注青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒。我国啤酒吨酒价提升空间大。对比世界主要发达国家和地区，目前吨酒价 3500 元/千升，5 年之后有望提升至 4467 元/千升。

### 问题三：提价逻辑下核心推荐标的有哪些？

我们将提价带来的机会分两类，一类是成本下降带来的业绩弹性机会，一类是竞争格局优化带来的机会。第一类我们建议密切关注原材料成本下降所带来的机会，重点关注调味品板块机会，建议关注安琪酵母和涪陵榨菜。第二类推荐下建议关注啤酒行业，如果全行业提价，结构升级和效率改善逻辑得以验证，看好行业 Beta 性机会，重点关注青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒。

### 问题四：如何看待白酒消费税征收政策？

我们认为若实行消费税分价格带征收的政策可以理解，白酒行业盈利能力较高，可参考烟草行业发展历史。对于白酒消费税的影响，我们认为品牌溢价能力较高、在产业链中有议价权的酒企受影响将较小。具体来讲，消费税征收数额增加，短期将侵蚀白酒企业利润，而品牌溢价较高的酒企拥有提价能力，若酒企渠道利润空间较大且有顺价能力，则后续可利用提价、渠道顺价进行压力的转移，故我们认为高端酒尤其是贵州茅台受消费税影响较小。

### 问题五：白酒板块或个股是否有业绩超预期机会？

白酒的三季报揭晓，分化已然开始加剧，未来两个季度仍会持续分化。我们认为当前需要密切关注三点：一是茅台批价，这个直接关系到渠道信心；二是次高端白酒的增速能否软着陆，并且匹配合理的市场预期；三是估值切换的确定性标的如何筛选。

高端白酒提价核心逻辑未变，提价能力仍在，目前估值合理，未来业绩将较为稳定且确定性较强，近期或可享受估值切换带来的行情。次高端板块对明年营收预计将降速的高估值标的保持中性谨慎观点，可持续关注明年增速可持续的次高端标的，如舍得酒业、水井坊。建议重点关注底部反转、有改革预期的洋河股份。

**风险提示：**宏观经济周期、终端动销不及预期、食品安全问题

## 内容目录

1. 问题一：消费何时适合配置？如何看待必选消费修复？ .....	3
2. 问题二：啤酒涨价反弹持续情况如何？如何看待未来啤酒提价空间？ .....	4
3. 问题三：提价逻辑下核心推荐标的有哪些？ .....	4
4. 问题四：如何看待白酒消费税征收政策？ .....	5
5. 问题五：白酒板块或个股是否有业绩超预期机会？ .....	5

## 图表目录

图 1：CPI 和 PPI 的剪刀差 .....	3
图 2：大豆、玻璃、瓦楞纸价格变动 .....	3
图 3：海天、中炬、干禾、天味、榨菜毛利率变动 .....	3
图 4：啤酒行业未来 5 年空间测算 .....	4
表 1：食品饮料主要公司提价情况 .....	3

## 1. 问题一：消费何时适合配置？如何看待必选消费修复？

在提价潮背景下，目前大众消费品迎来一轮行情，以调味品为例，目前行业较前期低点已经反弹 11.33%。我们认为必选消费板块在提价背景下，通常都会迎来一定的机会。复盘食品饮料行业表现，我们发现，当 PPI 与 CPI 的剪刀差在缩小的时候，行业通常有较好的表现，特别是大众品板块。PPI 向 CPI 传导意味着上游利润逐步向下游转移，进而提高下游企业的利润弹性。当前必选消费的修复便是因为提价的催化。

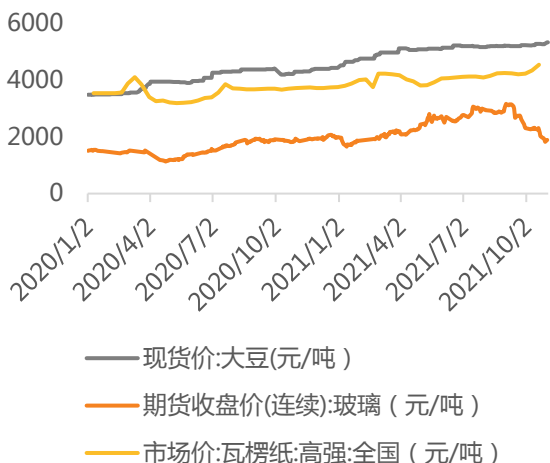
图 1: CPI 和 PPI 的剪刀差



资料来源：wind，天风证券研究所

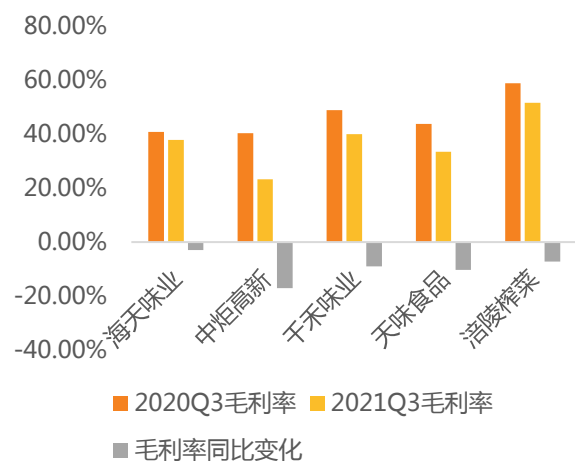
从 2020 年开始，上游原材料和包材等成本上涨压力持续显现，其中大豆上涨 52.98%、玻璃上涨 25.83%、瓦楞纸上涨 28.27%，成本的上涨也使得公司盈利能力均呈现不同程度的下滑，以调味品三季报为例，大部分必选消费公司均呈现一定程度的毛利率下滑，其中海天、中炬、千禾、天味、榨菜等毛利率分别变动 2.96/17.08/8.95/10.33/7.27pcts 至 37.91%/23.29%/39.96%/33.51%/51.64%。在此背景下，下游企业纷纷进行提价，包括海天、安琪、安井等数十家企业陆续进行提价公告，以对冲成本压力。短期来看，提价有望提振板块情绪，长期来看，提价或改善渠道利润空间，提高业绩弹性，建议持续关注提价所带来的交易性机会，中期关注板块配置价值。

图 2: 大豆、玻璃、瓦楞纸价格变动



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3: 海天、中炬、千禾、天味、榨菜毛利率变动



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1: 食品饮料主要公司提价情况

公司	产品	涨价幅度	涨价时间
安琪酵母	部分品种，主要针对国内大包装、YE 等产品	20-30%不等	9 月 30 日
洽洽食品	葵花子系列产品以及南瓜子、小而香西瓜子产品	8%-18%不等	10 月 22 日

海天味业	酱油、蚝油、酱料等部分产品	3%~7%不等	10月25日
李锦记	主要产品（暂未得到官方确认）	6%-10%不等	12月16日
恒顺醋业	部分产品	5-15%	11月20日
天味食品	部分产品	10%左右	10月中旬
百威亚太	内地部分地区产品	3%至10%不等	11月起
重庆啤酒	公司产品	4%-8%	-
华润啤酒	勇闯天涯	-	9月
安井食品	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%不等	11月1日

资料来源：公司公告，中华网财经，新京报，天味食品投资者关系活动表，中华网酒业，界面新闻，第一财经，天风证券研究所

## 2. 问题二：啤酒涨价反弹持续情况如何？如何看待未来啤酒提价空间？

此轮啤酒反弹，主要是提价催化，与大众品的逻辑相似。我们认为反弹的持续性主要取决于基本面的改善程度。三季报各家啤酒公司表现均有所承压，一方面是销量影响，另一方面是成本压力。通过提价在一定程度上可以改善成本情况，但对于今年的业绩并不会会有太大幅度的贡献，主因四季度进入淡季，销量占比较低。但展望未来，此次提价预期的再起，能够在一定程度上表明市场的竞争格局正在逐渐优化，各家企业不再拘泥于价格战求份额，而是转向利润诉求，结构升级和效率改善逻辑有望得到进一步验证。看好啤酒高端化所带来的行业 Beta 性机会，建议持续关注青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒。

我国啤酒吨酒价提升空间大。2018 年我国啤酒上市公司吨酒价格区间在 2736 元-3544 元之间，对比世界主要发达国家和地区，日本啤酒吨酒价格高达 10000 元/千升，美国吨酒价格达到 8000 元/千升，亚太地区的平均价格为 4300 元/千升。我国啤酒吨酒价格明显偏低，吨酒价格提升空间较大。我们假设未来 5 年啤酒产量维持稳定，行业营收靠结构升级推动，吨酒价 5 年 CAGR 为 5%；利润端通过产能优化、效率改善和结构升级，5 年 CAGR 在 15%-20%之间；目前吨酒价 3500 元/千升，净利率 6%，则 5 年之后，吨酒价提升至 4467 元/千升，净利率在 9.5%-11.7%之间，距成熟国家仍有一定差距。

图 4：啤酒行业未来 5 年空间测算

	当前	5年CAGR	5年后	净利率
吨酒价（元/吨）	3500	5%	4466.99	
营收端	100	5%	127.63	
净利润1	6	15%	12.07	9.46%
净利润2	6	20%	14.93	11.70%

注：营收和净利润分别取100和6为基数，对应6%的净利率

资料来源：wind，天风证券研究所

## 3. 问题三：提价逻辑下核心推荐标的有哪些？

我们将提价逻辑所带来的机会分为两类，一类是成本下降带来的业绩弹性机会，另一类是竞争格局优化所带来的机会。在第一类推荐下，我们建议密切关注原材料成本下降所带来的机会，重点关注调味品板块机会，建议关注安琪酵母和涪陵榨菜。安琪此轮提价幅度较大，主因糖蜜成本高涨，但糖蜜有一定的采购周期，若新榨季糖蜜成本下行，则安琪利润弹性有望快速释放。榨菜原材料青菜头预期成本有望下降，叠加公司今年渠道的下沉和精耕，明年有望实现稳健增长。第二类推荐下，我们建议关注啤酒行业，如果全行业集体提价，则表明竞争格局进一步有望，结构升级和效率改善逻辑得以验证，看好行业 Beta 性机会，重点关注青岛啤酒、重庆啤酒和华润啤酒。

#### 4. 问题四：如何看待白酒消费税征收政策？

我们认为若实行消费税分价格带征收的政策是可以理解的，白酒行业盈利能力较高，可参考烟草行业发展历史。对于白酒消费税的影响，我们认为品牌溢价能力较高、在产业链中有议价权的酒企受影响将较小。具体来讲，消费税征收数额增加，短期将侵蚀白酒企业利润，而品牌溢价较高的酒企拥有提价能力，若酒企渠道利润空间较大且有顺价能力，则后续可利用提价、渠道顺价进行压力的转移，故我们认为高端酒尤其是贵州茅台受消费税影响较小。

#### 5. 问题五：白酒板块或个股是否有业绩超预期机会？

白酒的三季报揭晓，分化已然开始加剧，未来两个季度仍会持续分化。我们认为当前需要密切关注三点：一是茅台批价如何走，这个直接关系到渠道信心；二是次高端白酒的增速能否软着陆，并且匹配合理的市场预期；三是估值切换的确定性标的如何筛选，因为看明年上半年，符合估值切换的标的有限。

高端白酒提价的核心逻辑未变，高端酒企提价的能力仍在，只是短期受到外界因素压制，我们认为目前高端酒估值合理，未来业绩将较为稳定且确定性较强，近期或可享受估值切换带来的行情。次高端板块对明年营收预计将降速的高估值标的保持中性谨慎观点，可持续关注明年增速可持续的次高端标的，如舍得酒业、水井坊。建议重点关注底部反转、有改革预期的洋河股份

## 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	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com