

# 食品饮料

证券研究报告

2021年11月09日

## 提价传导依竞争格局而有效甄别，啤酒，调味品，餐饮产业链，乳制品较优

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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

**行情回顾：板块涨跌分化，调味发酵品类涨幅明显**

上周 SW 食品饮料上涨 1.03%，沪深 300 下跌 1.27%，板块涨跌分化。分子行业看，上周啤酒行业上涨 0.61%，白酒行业下跌 0.36%，食品（综合）行业上涨 3.72%，乳品行业上涨 1.71%，肉制品行业上涨 4.25%，调味发酵品行业上涨 5.98%。

**上周观点：提价传导依竞争格局而有效甄别，啤酒，调味品，餐饮产业链，乳制品较优**

**白酒：白酒三季报分化加剧，茅台批价有指向性。**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。

**啤酒：啤酒行业提价进展持续推进，原材料成本压力下游传导，盈利能力改善。**主要啤酒企业三季度起，为应对麦芽、包材等原材料成本上涨，陆续公布提价计划，开单价及终端价陆续有小幅调整，涨价潮或延续至明年初。啤酒行业三季度销量承压，市场业绩担忧情绪下股价回调较多。随着三季报风险逐步释放，啤酒板块投资弹性逐步显现。产品提价短期缓解成本压力，高端升级坚守长期逻辑，建议关注四季度啤酒提价进展，重点关注青岛啤酒及重庆啤酒。

**调味品：海天提价带动整个行业涨价浪潮，且后续仍将有相关企业继续提价。**建议积极关注安琪酵母和涪陵榨菜的相关机会。安琪酵母受糖蜜价格影响，三季度业绩承压，公司通过提价覆盖成本压力，明年若糖蜜成本下降，公司业绩弹性有望显现。涪陵榨菜原材料青菜头价格明年有望下降，叠加期间费用优化，业绩有望快速增长。

**餐饮产业链：速冻龙头带动行业集体涨价，传导成本压力。**我们认为虽然成本周期上行导致公司经营压力陡增、利润承压，但也加快了行业出清，预计龙头有望凭借规模、品牌、渠道等优势进一步提升市场份额。立高目前烘焙原料业务受原材料成本上涨影响较大，部分产品已进行提价以积极应对成本压力。冷冻烘焙业务未来或通过产品迭代升级方式进行价格调整。公司冷冻烘焙产品储备丰富，下游客户多元，未来可通过产品及客户结构优化提升盈利能力，且随着四季度产能得到一定补充，公司规模增长动力充足，业绩有望保持高增。

**软饮料：行业估值较低，且受原材料成本上涨影响较大，可关注提价计划。**目前承德露露、养元饮品均在 20 倍左右的估值水平，其主要原材料成本马口铁价格有所上涨，或推动行业涨价，建议密切观察。同时两家公司均在积极培育新品，新品逻辑有望显现。东鹏目前有较大回调，公司成本锁价表现良好，短期或无提价计划，但公司整体全国化趋势明显，业绩有望实现快速增长。建议关注东鹏饮料、承德露露和养元饮品。

**乳制品：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，我们认为当前奶粉市场行业集中趋势与高端、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头部奶粉企业造成影响。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，千味央厨（商社团队联合覆盖）**

**建议关注：青岛啤酒，重庆啤酒，海天味业，立高食品（商社团队联合覆盖）**

**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。**

**行业走势图**



资料来源：贝格数据

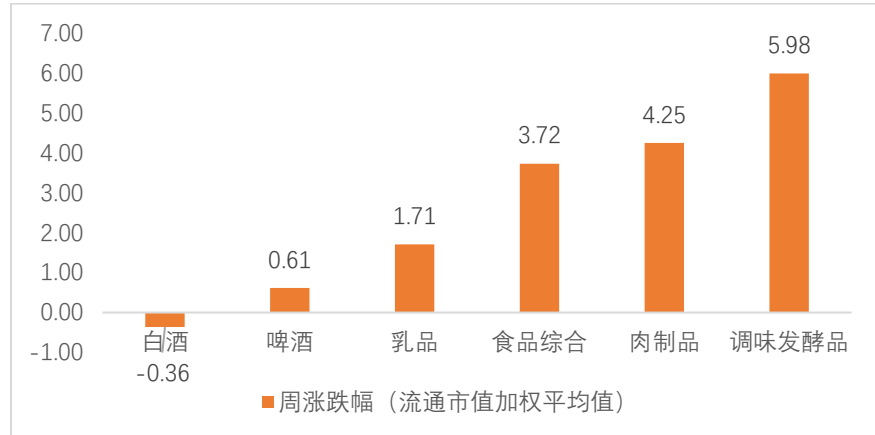
**相关报告**

- 1 《食品饮料-行业专题研究:天风问答系列:食品饮料行业五问五答》2021-11-07
- 2 《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
- 3 《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

## 1. 行情回顾：板块涨跌分化，调味发酵品类涨幅明显

上周 SW 食品饮料上涨 1.03%，沪深 300 下跌 1.27%，板块涨跌分化。分子行业看，上周啤酒行业上涨 0.61%，白酒行业下跌 0.36%，食品（综合）行业上涨 3.72%，乳品行业上涨 1.71%，肉制品行业上涨 4.25%，调味发酵品行业上涨 5.98%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-11-01~2021-11-05，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的今世缘（12%）、顺鑫农业（10%）、口子窖（8%），跌幅前三标的金种子酒（-6%）、皇台酒业（-5%）、迎驾贡酒（-4%）；啤酒行业涨幅前三标的重庆啤酒（6%），燕京啤酒（6%）、惠泉啤酒（3%），跌幅前三标的青岛啤酒（-6%）、\*ST 西发（-5%）、珠江啤酒（-0.2%）；肉制品行业涨幅前三标的春雪食品（8%），上海梅林（7%）、煌上煌（7%）；调味发酵品行业涨幅前三标的加加食品（19%）、天味食品（15%）、仲景食品（15%），本周调味发酵品行业仅佳隆股份下跌（-2%）；乳品行业涨幅前三标的\*ST 科迪（11%）、妙可蓝多（10%）、庄园牧场（8%），跌幅前三标的三元股份（-9%）、燕塘乳业（-3%）、皇氏集团（-2%）；食品综合涨幅前三标的盐津铺子（35%）、佳禾食品（21%）、嘉必优（15%），跌幅前三标的涪陵榨菜（-2%）、安井食品（-3%）、汤臣倍健（-3%）。

表 1：各子行业周涨跌幅前三标的（11.1-11.5）

	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	今世缘 12%	重庆啤酒 6%	春雪食品 8%	加加食品 19%	*ST 科迪 11%	盐津铺子 35%
	顺鑫农业 10%	燕京啤酒 6%	上海梅林 7%	天味食品 15%	妙可蓝多 10%	佳禾食品 21%
	口子窖 8%	惠泉啤酒 3%	煌上煌 7%	仲景食品 15%	庄园牧场 8%	嘉必优 15%
跌幅前三	迎驾贡酒 -4%	珠江啤酒 -0.2%		佳隆股份 -2%	皇氏集团 -2%	涪陵榨菜 -2%
	皇台酒业 -5%	*ST 西发 -5%			燕塘乳业 -3%	汤臣倍健 -3%
	金种子酒 -6%	青岛啤酒 -6%			三元股份 -9%	安井食品 -3%

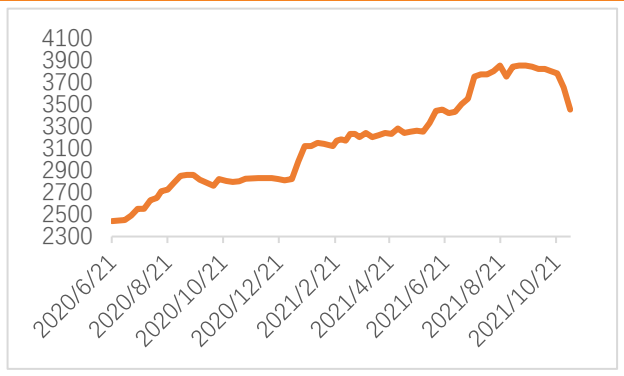
资料来源：wind，天风证券研究所

## 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

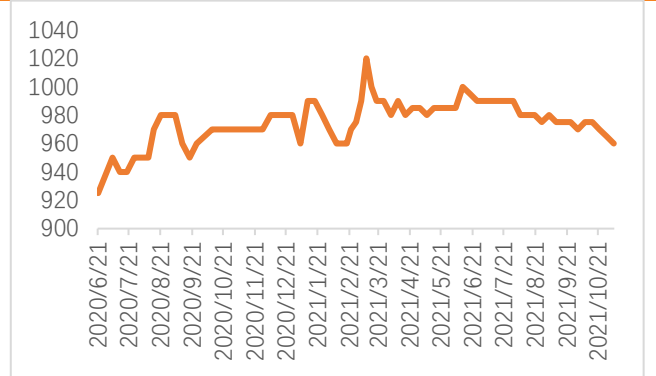
茅台飞天（2021）上周原箱批价下降至 3450 元，五粮液批价下跌至 960 元，国窖 1573 的批价保持在 910 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



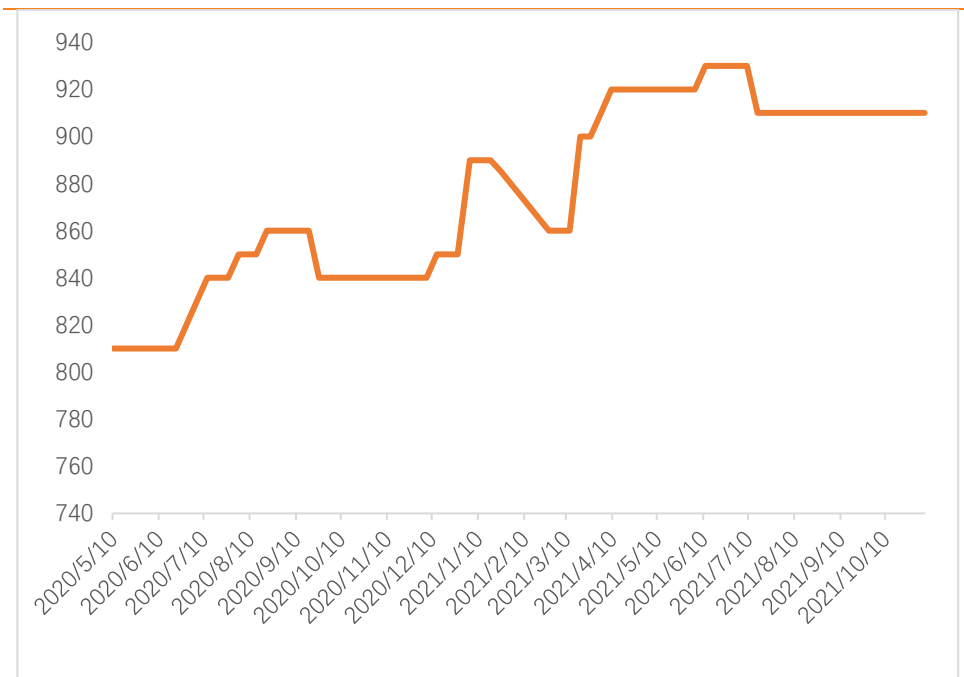
资料来源：茅帝，天风证券研究所

图 3：八代五粮液一批价（单位：元）



资料来源：茅酒鲁智深，天风证券研究所

图 4：国窖 1573 一批价（单位：元）

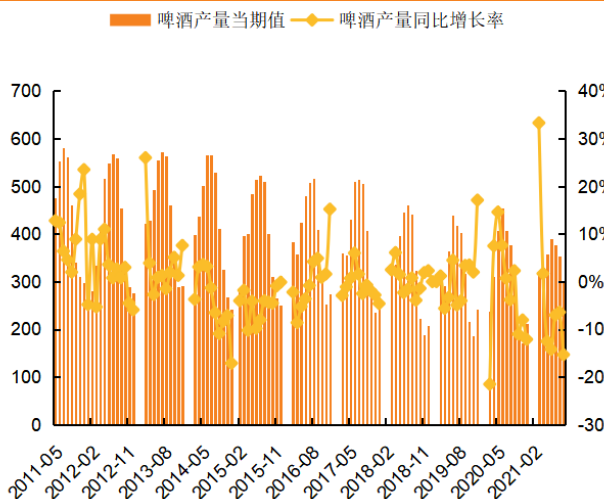


资料来源：今日酒价，天风证券研究所

## 2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦和玻璃价格均明显下跌，瓦楞纸价格有所上涨

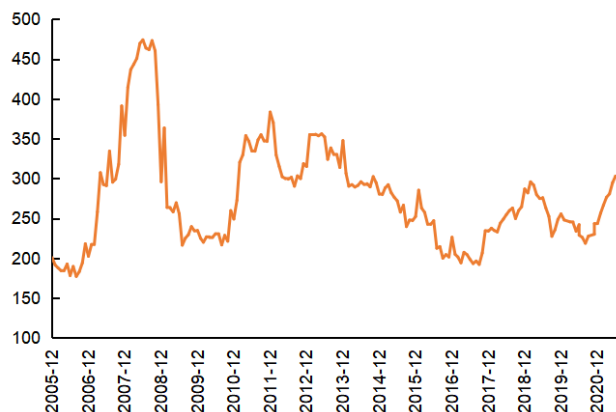
根据国家统计局数据，2021 年 9 月，中国规模以上啤酒企业产量 298.9 万千升，同比下降 15%。2021 年 1-9 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 2924.1 万千升，同比上升 3.91%。成本方面，进口大麦价格有所下跌，2021 年 9 月进口大麦平均价为 281.99 美元/吨，跌幅 5.83%。包装原材料玻璃的价格上周有所下跌，由 10 月 29 日的 1852 元/吨跌至 11 月 5 日的 1668 元/吨，跌幅为 9.94%。包装原材料瓦楞纸价格大幅上涨，由 10 月 20 日的 4555.2 元/吨涨至 10 月 31 日的 4768.9 元/吨，涨幅 4.69%。

图 2：啤酒产量及增速（单位：万千升）



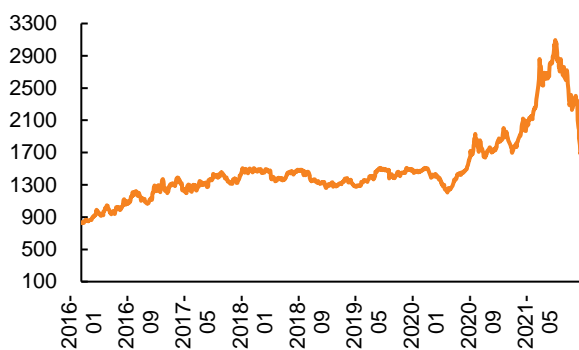
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 3：进口大麦价格（单位：美元/吨）



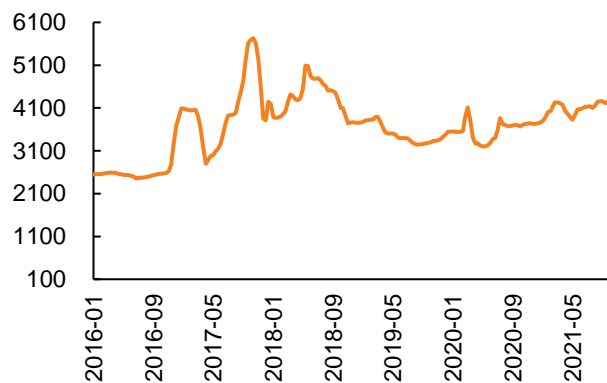
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：玻璃价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：瓦楞纸价格（元/吨）



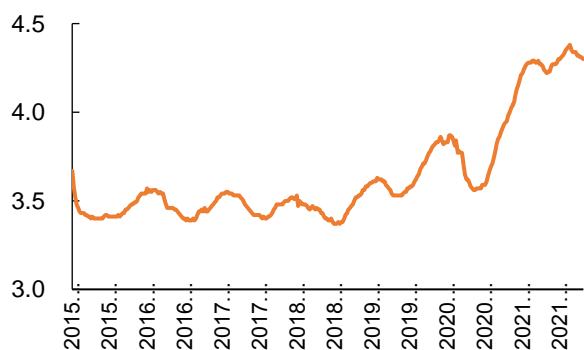
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

生鲜乳均价 10 月 29 日 4.30 元/公斤，较 10 月 20 日的 4.31 元/公斤小幅下跌。全脂奶粉 10 月 19 日拍卖价为 3803 美元/吨，11 月 2 日上涨至 3921 美元/吨，涨幅 2.7%。脱脂奶粉拍卖价明显上涨，10 月 19 日拍卖价为 3401 美元/吨，11 月 2 日上升至 3627 美元/吨，涨幅 6.6%。

豆粕市场价小幅下降，10 月 20 日市场价为 3651.3 元/吨，10 月 31 日为 3630.1 元/吨，下跌 3.10%。玉米进口价较上月小幅下跌，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 6：生鲜乳均价（元/公斤）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）



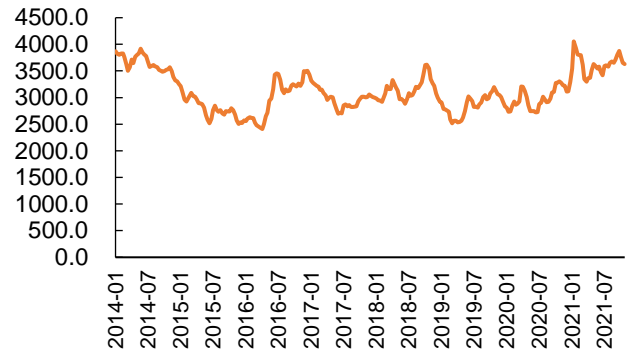
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 8：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）



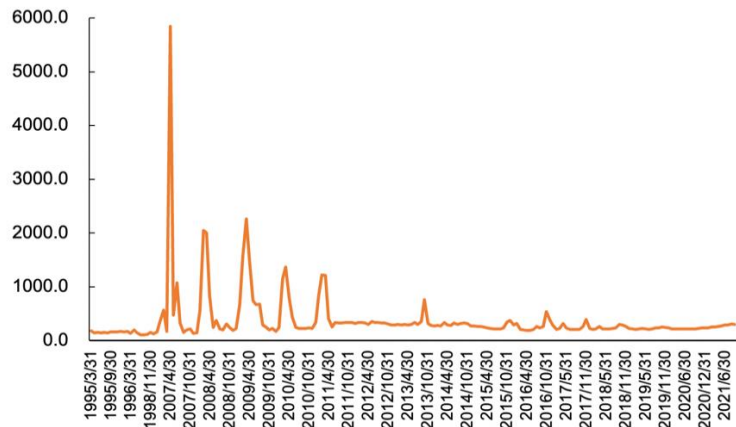
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 9：豆粕市场价（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：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：提价传导依竞争格局而有效甄别，啤酒，调味品，餐饮产业链，乳制品较优

**白酒：**高端白酒核心产品批价继续向下。本周飞天整箱批价由 3550 元降至 3400 元，散瓶批价由 2670 元升至 2680 元。本周普五批价由 965 元降至 960 元，国窖批价稳定在 910 元，特曲价格已由之前的 240 元涨至 260 元。茅台品牌价值认可度高，带来了较高的护城河，另外公司提价能力仍存，高端白酒提价的核心逻辑未变。就茅台开箱政策来看，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。整体看，高端白酒板块业绩表现仍在合理范围内，高端酒提价核心逻辑未变，我们判断兼具放量弹性的五粮液和泸州老窖估值切换确定性较高。

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。

本周次高端板块整体震荡上行，其中顺鑫农业、口子窖和今世缘表现突出。次高端酒企三季报业绩整体环比增速放缓，主要增长来源于结构性升级，且渠道费用均大幅增长，说明目前已进入存量竞争的市场。酒企不再追求高增速，而是精耕渠道、营销以及产品升级。部分次高端酒企已经完成全国化及高端化升级，例如山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业等，三季报业绩表现较好；地产酒稳健增长，如古井贡酒、口子窖、今世缘等。预计四季度主要以梳理渠道库存和稳定价格体系为主，可持续关注明年有望持续增长标的，如舍得酒业、水井坊；建议重点关注底部反转、有预期改革的洋河股份。

**大众品：提价逻辑持续演绎，关注明年成本下行带来的业绩弹性。**本周大众品企业如恒顺等，陆续发布提价公告，受原材料成本上涨等因素影响，提高出厂价。受此消息影响，调味品、食品等板块录得较高涨幅。我们认为提价短期能够提振相关板块情绪，长期能够带来企业盈利能力改善，建议持续关注提价主线行情。

**啤酒：啤酒行业提价进展持续推进，原材料成本压力下游传导，盈利能力改善。**主要啤酒企业三季度起，为应对麦芽、包材等原材料成本上涨，陆续公布提价计划，开单价及终端价陆续有小幅调整，涨价潮或延续至明年初。啤酒行业三季度销量承压，市场业绩担忧情绪下股价回调较多。随着三季报风险逐步释放，啤酒板块投资弹性逐步显现。产品提价短期缓解成本压力，高端升级坚守长期逻辑，建议关注四季度啤酒提价进展，重点关注青岛啤酒及重庆啤酒。

**调味品：调味品是此轮提价的主力军，海天提价带动整个行业涨价浪潮，且后续仍将有相关企业继续提价，建议积极关注安琪酵母和涪陵榨菜的相关机会。**安琪酵母受糖蜜价格影响，三季度业绩承压，公司通过提价覆盖成本压力，明年若糖蜜成本下降，公司业绩弹性有望显现。涪陵榨菜原材料青菜头价格明年有望下降，叠加期间费用优化，业绩有望快速增长。

**餐饮产业链：速冻龙头带动行业集体涨价，传导成本压力。**随着上游原材料、人工、运输、能源等成本持续上涨，安井三季度利润端承压，为缓解成本压力、抵御整体通胀，公司 11 月 1 日收窄部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销力度或上调经销价格，具体调价幅度为 3%-10%不等。11 月 3 日，海欣食品也开展调价策略，缩减部分鱼糜、菜肴等产品的促销政策或对经销价进行上调，具体调价幅度为 3%-10%不等。受益于产品结构调整与原材料锁价策略，干味央厨 Q3 毛利率稳中有升，预计年底或将提价以应对高企的原材料成本，而提价“慢半拍”带来的空窗期亦有利于公司继续通过高性价比产品抢占市场同时让利渠道，增强渠道粘性，不断增强竞争力。总而言之，我们认为虽然成本周期上行导致公司经营压力陡增、利润承压，但也加快了行业出清，预计龙头有望凭借规模、品牌、渠道等优势进一步提升市场份额。立高目前烘焙原料业务受原材料成本上涨影响较大，部分产品已进行提价以积极应对成本压力。冷冻烘焙业务未来或通过产品迭代升级方式进行价格调整。公司冷冻烘焙产品储备丰富，下游客户多元，未来可通过产品及客户结构优化提升盈利能力，且随着四季度产能得到一定补充，公司规模增长动力充足，业绩有望保持高增。

**乳制品：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。**我们认为当前奶粉市场行业集中趋势与高端、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头部奶粉企业造成影响。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。

**软饮料：行业估值较低，且受原材料成本上涨影响较大，可关注提价计划。**目前承德露露、养元饮品均在 20 倍左右的估值水平，其主要原材料成本马口铁价格有所上涨，或推动行业涨价，建议密切观察。同时两家公司均在积极培育新品，新品逻辑有望显现。东鹏目前有较大回调，公司成本锁价表现良好，短期或无提价计划，但公司整体全国化趋势明显，业绩有望实现快速增长。建议关注东鹏饮料、承德露露和养元饮品。

## 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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