

食品饮料

证券研究报告

2021年11月22日

寻找行业趋势与公司业绩双确定，啤酒及餐饮产业链

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

娄倩

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:展望 2022 寻找确定性,首推食品饮料细分行业龙头》2021-11-15
- 2 《食品饮料-行业研究周报:着眼 2022,白酒看好一线龙头》2021-11-14
- 3 《食品饮料-行业研究周报: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》2021-11-09

行情回顾: 板块整体上涨, 啤酒涨幅明显

上周 SW 食品饮料上涨 3.43%, 沪深 300 上涨 0.41%, 板块整体上涨。分子行业看, 上周啤酒行业上涨 4.69%, 白酒行业上涨 4.31%, 食品(综合)行业上涨 2.03%, 乳品行业下跌 1.62%, 肉制品行业上涨 1.85%, 调味发酵品行业上涨 2.15%。

上周观点: 展望 2022 寻找确定性, 首推食品饮料细分行业龙头

啤酒: 啤酒在疫情及成本压力并未完全展现出结构升级所带来的强大势能, 明年板块弹性有望显现。啤酒行业本年度受制于疫情、天气、原材料成本上涨等因素, 业绩端未呈现出结构升级势能。随着四季度及明年年初提价计划正式实施, 长期看, 此次一致提价验证行业竞争格局优化, 啤酒行业结构升级逻辑近几年在供给端巨头的推动下持续强化, 结构升级及产品提价双举并行, 吨价上行打开长期盈利空间。长期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。

餐饮产业链: 基础调味品看提价传导性, B 端供应链看产业趋势。在供需端双重压力下, 调味品板块今年业绩表现不佳; 但随着企业提价策略的落地, 成本往下游传导, 基本面或逐步迎来边际改善, 长期若伴随需求恢复, 原材料价格回落, 提价效应将释放利润弹性, 故 22 年须密切关注需求、成本拐点。本轮成本上行周期中, 安井等业内龙头尽管利润端普遍承压, 但营收稳步增长, 预计随着本轮高成本库存消耗干净、原材料成本回落以及提价效应下, 龙头明年利润端或率先反弹, 在今年低业绩基数下有望取得不错的增速, 同时有望借助自身品牌、规模、渠道等优势不断提升市占率。

白酒: 我们判断白酒行业复苏阶段的高增速时期已告一段落, 接下来将进入增速换挡期。我们认为 2021 年次高端板块受益于高端提价以及消费升级的红利呈现了量价齐升的增长, 酒企纷纷抓住机会快速扩展经销商及布局全国化, 同时也受益于 20 年疫情, 婚宴宴席等需求延至今年。预计未来次高端酒企将继续致力于高端化与全国化的推进, 第四季度或将以梳理渠道库存与稳定价格体系为主, 相较于目前的估值水平, 明年在营收和利润端或将承压, 建议重点关注估值在底部且有预期改革的洋河股份。

高端白酒茅五泸品牌壁垒深厚、需求偏刚性, 在板块增速换挡的敏感期或将享受业绩稳定性溢价。从长期看, 酒企提价能力仍存, 白酒板块核心投资逻辑未改变, 当前时点建议坚守长期价值。

乳制品: 我们预计原奶价格在 2022 年或迎来向下拐点, 若伊利提价动作落地, 明年毛利率将向上, 但净利率的变化更多取决于销售费用的投放节奏。从去年开始, 在奶价上涨的大背景下, 伊利等大型乳企或是通过并购、参股, 或是扩产的方式, 以此实现对于上游的控制, 保障奶源价格稳定。当前婴配粉行业处在存量竞争, 近期由于下游需求且大饲料价格不断上涨, 羊奶收购价上涨 50%, 我们认为未来羊奶市场仍有发展空间。

当前重点推荐: 洋河股份, 青岛啤酒, 海天味业(商社团队联合覆盖)

建议关注: 华润啤酒, 安琪酵母, 古井贡酒(商社团队联合覆盖)

数据跟踪:

白酒行业: 茅台批价有所上涨, 五粮液批价下跌, 国窖批价持平

啤酒行业: 产量持续下降, 进口大麦价格大幅上涨, 玻璃价格略有上涨, 瓦楞纸价格上涨

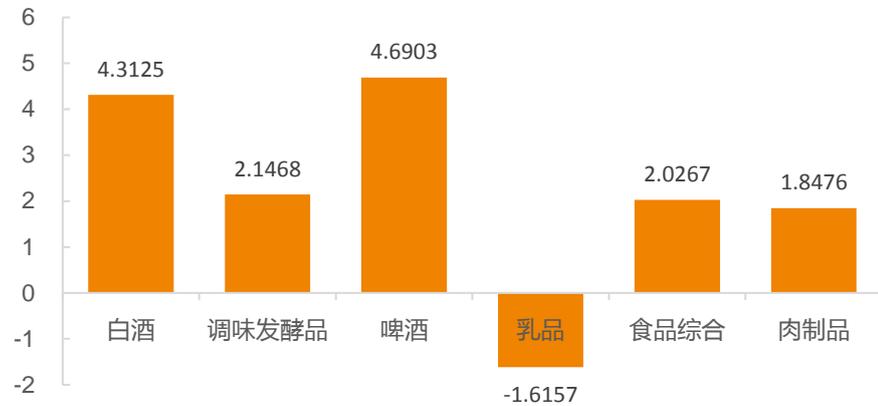
乳制品行业: 生鲜乳均价持平, 全脂奶粉和脱脂奶粉价格均有所上涨, 豆粕价格大幅下降、玉米进口价大幅上涨

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。

1. 行情回顾：板块整体上涨，啤酒涨幅明显

上周 SW 食品饮料上涨 3.43%，沪深 300 上涨 0.41%，板块整体上涨。分子行业看，上周啤酒行业上涨 4.69%，白酒行业上涨 4.31%，食品（综合）行业上涨 2.03%，乳品行业下跌 1.62%，肉制品行业上涨 1.85%，调味发酵品行业上涨 2.15%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-11-15~2021-11-19，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的迎驾贡酒（12%）、古井贡酒（12%）、今世缘（12%），跌幅靠前的金种子酒（-1%）、皇台酒业（-0.1%）；啤酒行业涨幅前三标的重庆啤酒（6%）、青岛啤酒（5%）、珠江啤酒（2%），啤酒行业本周无下跌标的；肉制品行业涨幅前三标的金字火腿（14%）、龙大肉食（10%）、华统股份（5%），跌幅前三标的得利斯（-5%）、春雪食品（-2%）、上海梅林（-2%）；调味发酵品行业涨幅前三标的佳隆股份（3%）、海天味业（3%）、中炬高新（3%），跌幅前三标的仲景食品（-2%）、安记食品（-2%）、莲花健康（-2%）；乳品行业涨幅前三标的妙可蓝多（4%）、燕塘乳业（3%）、皇氏集团（2%），跌幅前三标的*ST 科迪（-4%）、庄园牧场（-4%）、伊利股份（-3%）；食品综合涨幅前三标的品渥食品（8%）、科拓生物（8%）、味知香（8%），跌幅前三标的嘉必优（-5%）、千味央厨（-5%）、三只松鼠（-5%）。

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	迎驾贡酒 12%	重庆啤酒 6%	金字火腿 14%	佳隆股份 3%	妙可蓝多 4%	品渥食品 8%
	古井贡酒 12%	青岛啤酒 5%	龙大肉食 10%	海天味业 3%	燕塘乳业 3%	科拓生物 8%
	今世缘 12%	珠江啤酒 2%	华统股份 5%	中炬高新 3%	皇氏集团 2%	味知香 8%
跌幅前三	金种子酒 -1%		得利斯 -5%	仲景食品 -2%	*ST 科迪 -4%	嘉必优 -5%
	皇台酒业 -0.1%		春雪食品 -2%	安记食品 -2%	庄园牧场 -4%	千味央厨 -5%
			上海梅林 -2%	莲花健康 -2%	伊利股份 -3%	三只松鼠 -5%

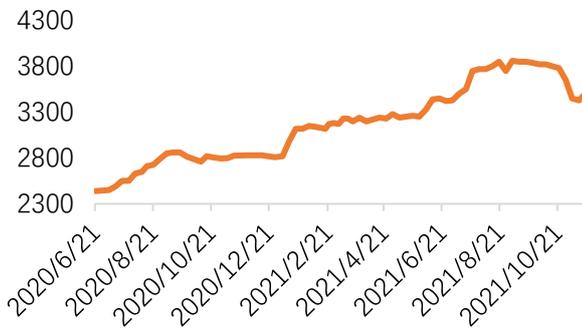
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台批价有所上涨，五粮液批价下跌，国窖批价持平

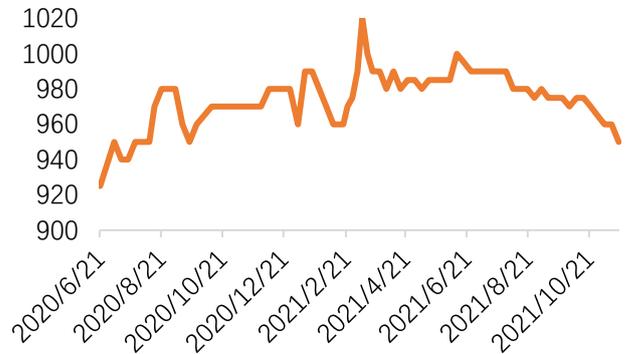
茅台飞天（2021）上周五的原箱批价为 3500 元，11 月 12 日为 3430 元；五粮液普五（八代）上周五批价为 950 元，11 月 12 日为 960 元；国窖 1573 上周五价格为 905 元，与上上周持平。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



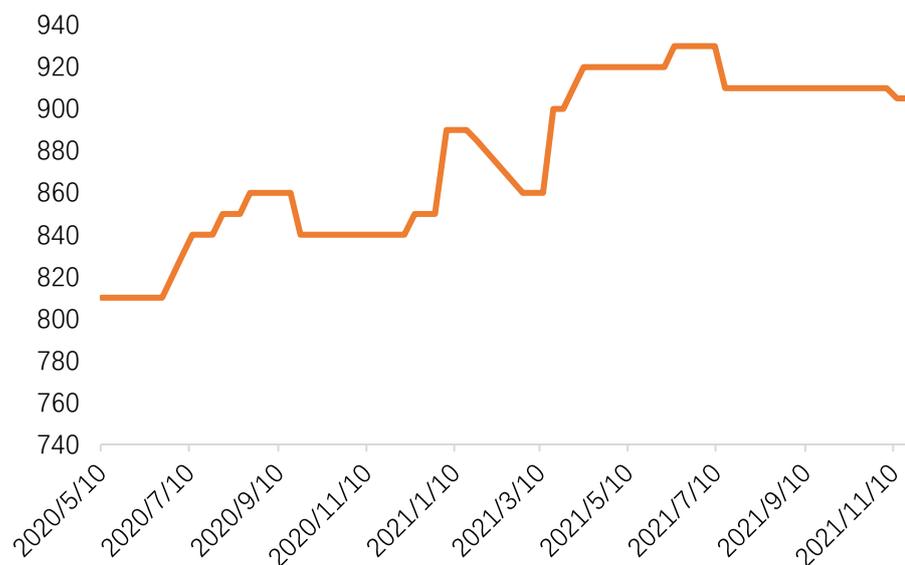
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）

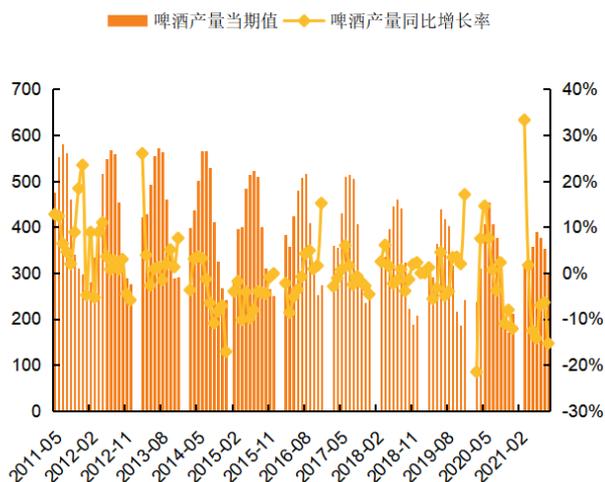


资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格大幅上涨，玻璃价格略有上涨，瓦楞纸价格上涨

根据国家统计局数据，2021 年 10 月，中国规模以上啤酒企业产量 218.4 万千升，同比下降 27%。2021 年 1-10 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 3132.6 万千升，同比上升 4.55%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 10 月进口大麦平均价为 296.15 美元/吨，涨幅 5.02%。包装原材料玻璃的价格上周略有上涨，由 11 月 12 日的 1692 元/吨上涨至 11 月 19 日的 1702 元/吨，涨幅为 0.59%。包装原材料瓦楞纸价格大幅上涨，由 10 月 31 日的 4768.90 元/吨涨至 11 月 10 日的 4816.80 元/吨，涨幅 1.00%。

图 5：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 6：进口大麦价格（单位：美元/吨）



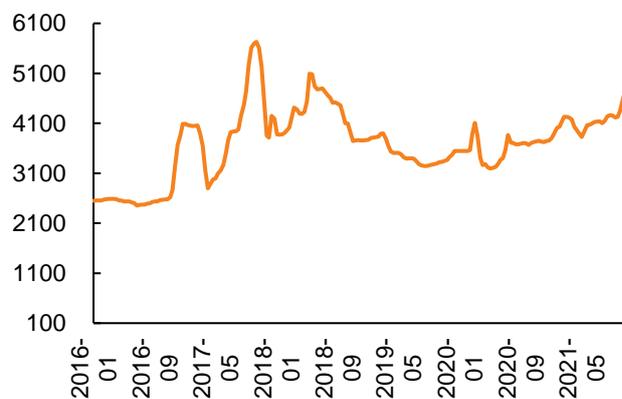
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



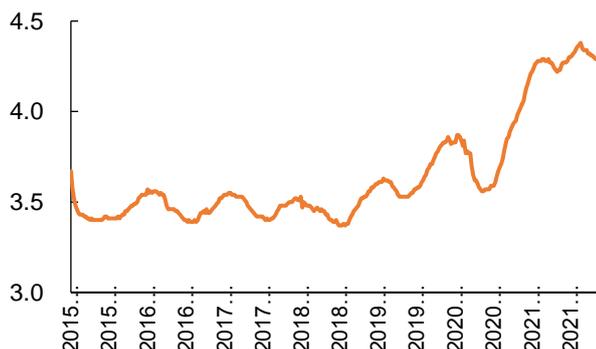
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价持平，全脂奶粉和脱脂奶粉价格均有所上涨，豆粕价格大幅下降、玉米进口价大幅上涨

生鲜乳均价 11 月 10 日 4.29 元/公斤，与 11 月 3 日的 4.29 元/公斤持平。全脂奶粉 11 月 2 日拍卖价为 3921 美元/吨，11 月 16 日上涨至 3987 美元/吨，涨幅 1.90%。脱脂奶粉 11 月 2 日拍卖价为 3627 美元/吨，11 月 16 日上升至 3676 美元/吨，涨幅 1.40%。

豆粕市场价大幅下降，10 月 31 日市场价为 3630.1 元/吨，11 月 10 日为 3404.8 元/吨，下跌 6.21%。玉米进口价较上月明显上涨，2021 年 9 月为 301.42 美元/吨，2021 年 10 月为 310.53 美元/吨，涨幅 3.02%。

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)



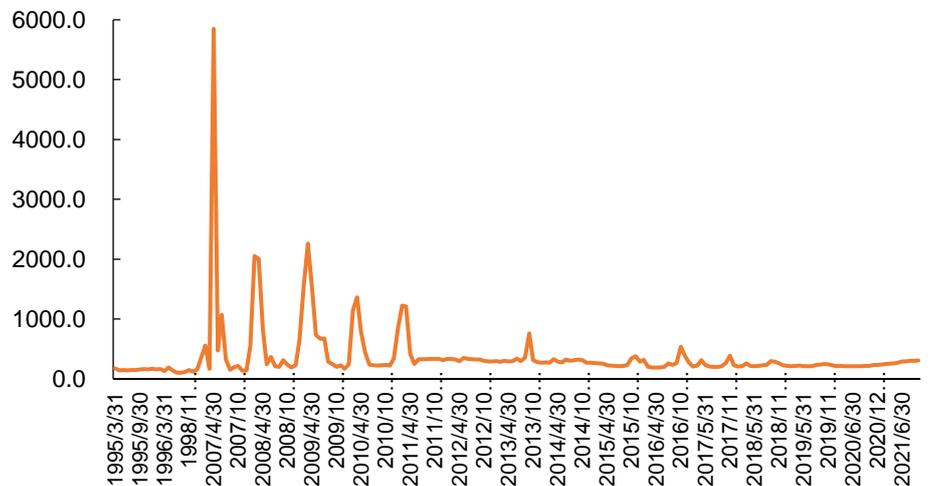
资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

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：寻找行业趋势与公司业绩双确定，啤酒及餐饮产业链

啤酒：啤酒在疫情及成本压力并未完全展现出结构升级所带来的强大势能，明年板块弹性有望显现。2021 年 1-10 月，啤酒产量 3132.6 万千升，同比增长 4.8%。其中 10 月，啤酒企业产量 218.4 万千升，同比增长 16.7%。啤酒行业本年度受制于疫情、天气、原材料成本上涨等因素，业绩端未呈现出结构升级势能。随着四季度及明年年初提价计划正式实施，短期看啤酒板块 PPI 向 CPI 传导阻力小，各企业利用淡季提价换新，理顺价盘，有望在明年旺季来临时迎来一波业绩释放，提振板块情绪。长期看，此次一致提价验证行业竞争格局优化，啤酒行业结构升级逻辑近几年在供给端巨头的推动下持续强化，结构升级及产品提价双举并行，吨价上行打开长期盈利空间。长期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。

餐饮产业链：基础调味品看提价传导性，B 端供应链看产业趋势。在供需端双重压力下，调味品板块今年业绩表现不佳；但随着企业提价策略的落地，成本往下游传导，基本面或逐步迎来边际改善，长期若伴随需求恢复，原材料价格回落，提价效应将释放利润弹性，故 22 年须密切关注需求、成本拐点。此外，本次板块提价潮中，我们认为市占率高、议价力、品牌力强的 C 位龙头具有更好的成本传导能力，提价红利释放具备较大概率，建议关注海天味业、安琪酵母、涪陵榨菜等行业龙头。在短期餐饮行业走出“V”字反弹曲线，长期持续扩容，下游餐企标准化、连锁化发展趋势下，B 端餐饮供应链景气度依旧；

本轮成本上行周期中，安井等业内龙头尽管利润端普遍承压，但营收稳步增长，预计随着本轮高成本库存消耗干净、原材料成本回落以及提价效应下，龙头明年利润端或率先反弹，在今年低业绩基数下有望取得不错的增速，同时有望借助行业成本压力以及自身品牌、规模、渠道等优势不断提升市占率。

白酒：我们判断白酒行业复苏阶段的高增速时期已告一段落，接下来将进入增速换挡期。2019-2021 年白酒板块释放业绩高弹性的节奏为：第一阶段，高端白酒提价释放业绩弹性，并为次高端板块提价预留空间；第二阶段，次高端板块提价、产品结构高端化带来均价的提升，推进全国化进程招商带来量的增长。截至当前时点，提价及招商效应已然释放，2021 年部分酒企基数较高，预计 2022 年大部分企业将步入新一轮的稳健经营阶段，增速换挡，稳步消化估值。

本周次高端行业呈震荡向上，表现较好的分别为迎驾贡酒、古井贡酒和今世缘。我们认为 2021 年次高端板块受益于高端提价以及消费升级的红利呈现了量价齐升的增长，酒企纷纷抓住机会快速扩展经销商及布局全国化，同时也受益于 20 年疫情，婚宴酒席等需求延至今年。我们认为因招商外延式扩展的增长以及疫情导致的需求后移而带来的增长是不可持续的。因此次高端酒企纷纷迈入了高端化及全国化的进程，季报显示次高端酒企渠道费用大幅增长，拓展全国销售渠道，以文创产品、联名、冠名、承办比赛等多渠道塑造品牌形象，提升品牌价值，加大招商力度，力图实现更广泛的铺货，实现向高端的过渡。预计未来次高端酒企将继续致力于高端化与全国化的推进，第四季度或将以梳理渠道库存与稳定价格体系为主，相较于目前的估值水平，明年在营收和利润端或将承压，建议重点关注估值在底部且有预期改革的洋河股份。

高端白酒茅五泸品牌壁垒深厚、需求偏刚性，2022 年业绩表现稳定性高，在板块增速换挡的敏感期或将享受业绩稳定性溢价。增速换挡并不代表行业景气度的下行，从长期看，酒企提价能力仍存，白酒板块核心投资逻辑并未改变，当前时点依然建议坚守长期价值。

洋河股份产品结构升级和内部管理改善同步进行，省内梦 6+ 替换老梦 6 带来新的行情。省内水晶梦也逐步完成对老梦 3 的替代，给经销商带来新的利润弹性，结合公司内部员工的年轻化、知识化、专业化，新引擎启动带动公司营收增长提速。利润上的非经营性因素对公司价值不构成影响。

古井贡酒依靠升级产品的放量、占比提升带动盈利能力的改善，主要系优势地区古 16 承接古 8 满足宴席需求，古 8 满足日常用饮需求稳步放量。同时，内部人员激励或将逐步到位，营收或利润或将加速增长，我们判断这将成为消费升级背景下公司新一轮的景气周期。

乳制品：我们预计原奶价格在 2022 年或迎来向下拐点，若伊利提价动作落地，明年毛利率将向上，但净利率的变化更多取决于销售费用的投放节奏。从 13-15 年原奶价格波动来看，13-14 年原奶价格上涨过程中，伊利净利率反而上涨，15 年原奶价格下降过程中，伊利净利率持平，故我们认为乳业龙头的盈利能力更多受到费用投放的影响，而非成本驱动，故明年乳企的利润弹性是否会显现，仍存不确定性。本周健合（H&H）国际公布 2021 年第三季度业绩报告，营收 80.96 亿元，同比增长达 4.2%，其中中国市场奶粉业务销售额同比增长 4.5%，羊奶粉销售额同比增长 67.2%。从去年开始，在奶价上涨的大背景下，伊利、蒙牛、光明、飞鹤等大型乳企或是通过并购、参股，或是扩产的方式，以此实现对于上游的控制，保障奶源价格稳定。当前婴配粉行业处在存量竞争，近期由于下游需求且大饲料价格不断上涨，而奶源供应仍然偏紧，羊奶收购价上涨 50%，我们认为未来羊奶市场仍有发展空间。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