

食品饮料

证券研究报告

2021年11月29日

大众品预期逐步抬升，持续看好啤酒板块2022年投资机会

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:砥砺前行, 高端白酒确定性凸显, 当前重点推荐》2021-11-22
- 2 《食品饮料-行业研究周报:寻找行业趋势与公司业绩双确定, 啤酒及餐饮产业链》2021-11-22
- 3 《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

行情回顾: 板块整体上涨, 白酒涨幅明显

上周 SW 食品饮料上涨 2.89%, 沪深 300 下跌 0.42%, 板块整体上涨。分子行业看, 上周啤酒行业下跌 2.24%, 白酒行业上涨 4.70%, 食品(综合)行业上涨 1.92%, 乳品行业下跌 2.27%, 肉制品行业下跌 2.04%, 调味发酵品行业下跌 4.55%。

上周观点: 寻找行业趋势与公司业绩双确定, 啤酒及餐饮产业链

啤酒: 啤酒行业一致向上, 各啤酒公司结构化升级成果有待释放。啤酒行业虽短期在疫情及原材料成本上涨等因素影响下业绩承压, 但各酒企品牌宣传、产品升级等高端化运作有序开展, 结构升级战略明晰。受制于短期压力, 业绩端未呈现出结构升级带来的强大势能, 但展望明年, 一方面啤酒行业基本盘稳, 提价阻力小, 另一方面结构升级及费效提升进程稳健, 有望在明年旺季来临时迎来一波业绩释放。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: 基础调味品需求边际好转, B 端供应链以份额为主要增长目标。 进入四季度以来, 在提价预期的催化下, 基础调味品渠道备货积极性预计有所提升。同时社区团购边际影响弱化, 前三季度基数和库存较低背景下, 终端需求边际有所好转。建议积极关注基础调味品中长期发展机会, 短期提价主线催化, 中长期看提价红利释放, 推荐海天和安琪。餐饮供应链方面, 建议积极关注 B 端供应链企业的先发优势和自身供应链的竞争能力, 看好立高食品和干味央厨。

白酒: 本周高端板块股价表现较好, 我们已经连续三周重点提示高端白酒板块的机会, 逻辑验证。 目前茅五泸有望完成全年经营目标, 进入消化库存状态, 预计春节开门红实现概率较大。在白酒板块, 高端白酒龙头具备强壁垒, 商业模式具备优越性, 预计 2022 年业绩仍较为稳健, 目前估值处于合理位置, 短期或享受估值切换带来的行情, 中期来看, 资金回笼消费板块或将首选高端白酒, 长期来看, 高端白酒提价能力仍存, 只是短期受到外界因素压制, 核心逻辑未变化, 仍是长期看好的优质核心资产。

次高端板块本周涨幅前三分别为舍得酒业、酒鬼酒、口子窖, 该板块首推洋河股份: 内部管理理顺, 改革初期最艰难的时期早已过去。公司明年经营目标稳健不激进, 不追求短期压货带来的高增长, 预计经营业绩向好。

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, 而并非成本驱动, 故明年乳企的利润弹性是否会显现, 仍存不确定性。

当前重点推荐: 五粮液, 洋河股份, 安琪酵母, 海天味业(商社团队联合覆盖)

建议关注: 青岛啤酒、重庆啤酒, 华润啤酒

数据跟踪:

白酒行业: 茅台批价有所上涨, 五粮液、国窖批价下跌

啤酒行业: 产量持续下降, 进口大麦价格大幅上涨, 玻璃价格大幅上涨, 瓦楞纸价格有所下跌

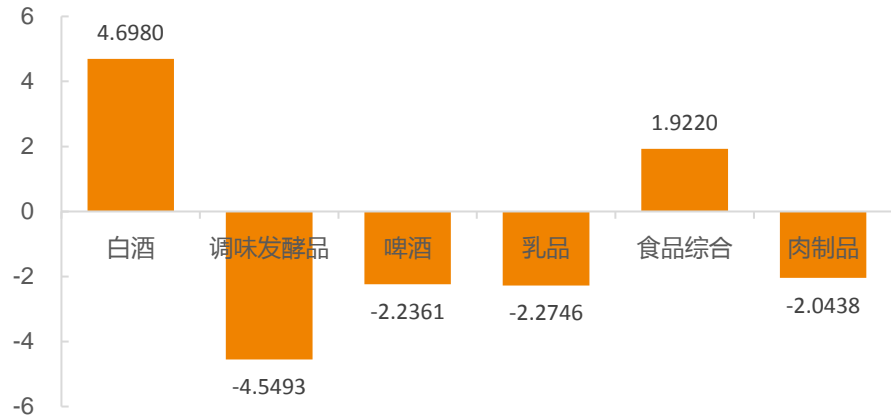
乳制品行业: 生鲜乳均价有所上涨, 全脂奶粉和脱脂奶粉价格均有所上涨, 豆粕价格有所上涨、玉米进口价大幅上涨

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：板块整体下跌，白酒涨幅明显，调味发酵品跌幅明显

上周 SW 食品饮料上涨 2.89%，沪深 300 下跌 0.42%，板块整体下跌。分子行业看，上周啤酒行业下跌 2.24%，白酒行业上涨 4.70%，食品（综合）行业上涨 1.92%，乳品行业下跌 2.27%，肉制品行业下跌 2.04%，调味发酵品行业下跌 4.55%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-11-22~2021-11-26，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的舍得酒业（20%）、酒鬼酒（10%）、贵州茅台（6%），跌幅前三标的古井贡酒（-2%）、今世缘（-2%）、顺鑫农业（-1%）；啤酒行业涨幅靠前标的青岛啤酒（4%）、兰州黄河（1%），跌幅前三标的重庆啤酒（-9%）、*ST 西发（-5%）、惠泉啤酒（-4%）；肉制品行业涨幅靠前标的龙大肉食（13%）、得利斯（1%），跌幅前三标的煌上煌（-5%）、双汇发展（-4%）、金字火腿（-3%）；调味发酵品行业涨幅靠前标的仲景食品（4%），跌幅前三标的天味食品（-9%）、千禾味业（-8%）、加加食品（-6%）；乳品行业涨幅前三标的妙可蓝多（7%）、贝因美（4%）、一鸣食品（3%），跌幅前三标的庄园牧场（-4%）、伊利股份（-4%）、燕塘乳业（-4%）；食品综合涨幅前三标的华宝股份（29%）、嘉必优（26%）、盐津铺子（13%），跌幅前三标的三全食品（-10%）、立高食品（-7%）、仙乐健康（-6%）。

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 | 舍得酒业 | 青岛啤酒 | 龙大肉食 | 仲景食品 | 妙可蓝多 | 华宝股份 |
| | 20% | 4% | 13% | 4% | 7% | 29% |
| | 酒鬼酒 | 兰州黄河 | 得利斯 | | 贝因美 | 嘉必优 |
| | 10% | 1% | 1% | | 4% | 26% |
| | 贵州茅台 | | | | 一鸣食品 | 盐津铺子 |
| 6% | | | | 3% | 13% | |
| 跌幅前三 | 古井贡酒 | 重庆啤酒 | 煌上煌 | 天味食品 | 庄园牧场 | 三全食品 |
| | -2% | -9% | -5% | -9% | -4% | -10% |
| | 今世缘 | *ST 西发 | 双汇发展 | 千禾味业 | 伊利股份 | 立高食品 |
| | -2% | -5% | -4% | -8% | -4% | -7% |
| | 顺鑫农业 | 惠泉啤酒 | 金字火腿 | 加加食品 | 燕塘乳业 | 仙乐健康 |
| -1% | -4% | -3% | -6% | -4% | -6% | |

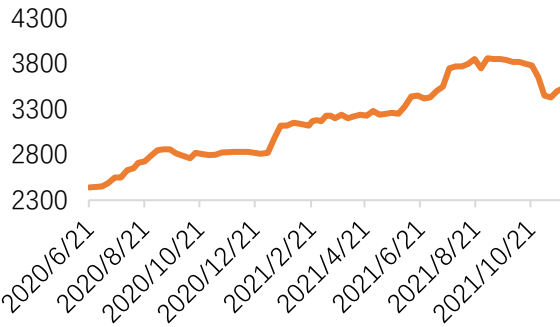
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台批价有所上涨，五粮液和国窖批价下跌

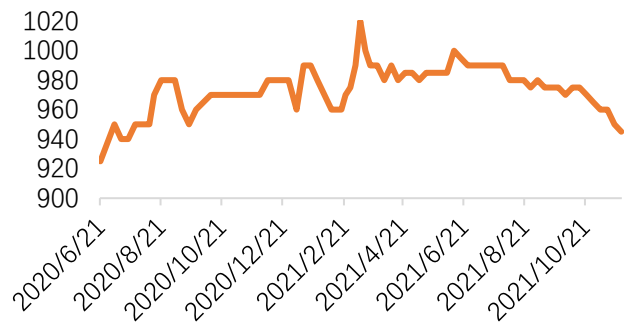
茅台飞天（2021）上周五的原箱批价为 3530 元，11 月 19 日为 3500 元；五粮液普五（八代）上周五批价为 945 元，11 月 19 日为 950 元；国窖 1573 上周五价格为 900 元，11 月 19 日为 905 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



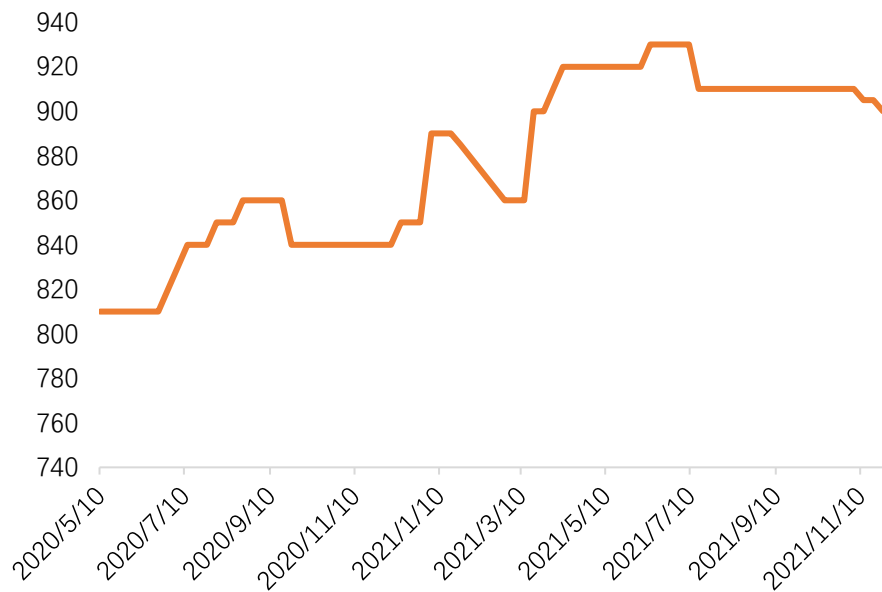
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）

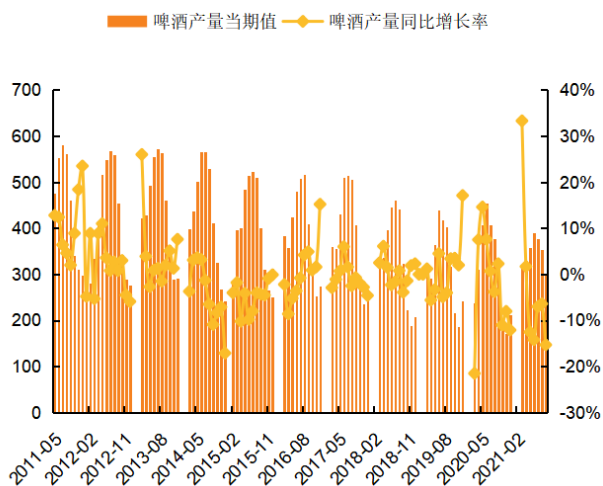


资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格大幅上涨，玻璃价格大幅上涨，瓦楞纸价格有所下跌

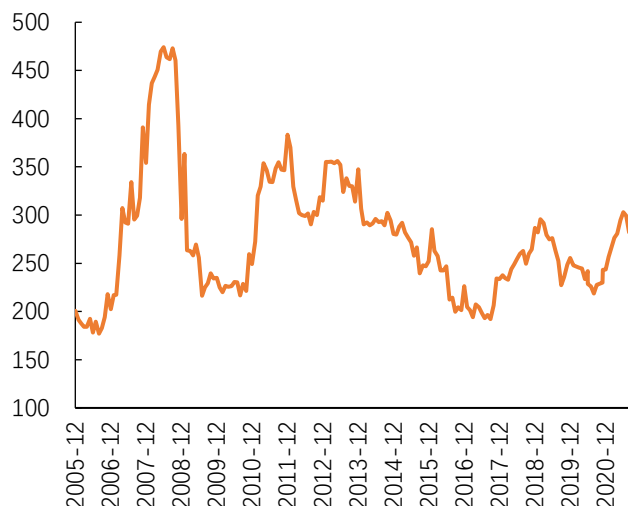
根据国家统计局数据，2021 年 10 月，中国规模以上啤酒企业产量 218.4 万千升，同比下降 27%。2021 年 1-10 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 3132.6 万千升，同比上升 4.55%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 10 月进口大麦平均价为 296.15 美元/吨，涨幅 5.02%。包装原材料玻璃的价格上周大幅上涨，由 11 月 19 日的 1702 元/吨上涨至 11 月 26 日的 1794 元/吨，涨幅为 5.41%。包装原材料瓦楞纸价格有所下跌，由 11 月 10 日的 4816.80 元/吨跌至 11 月 20 日的 4795.20 元/吨，跌幅 0.45%。

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）



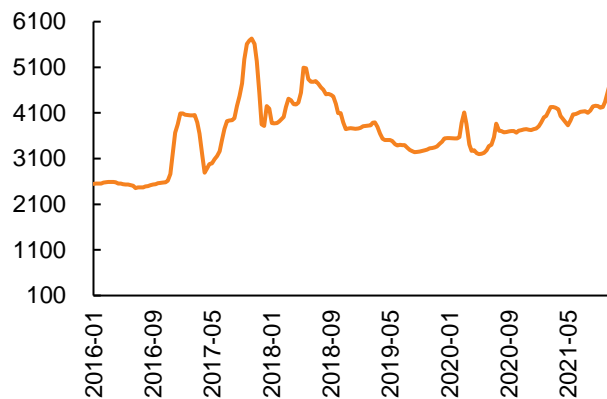
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

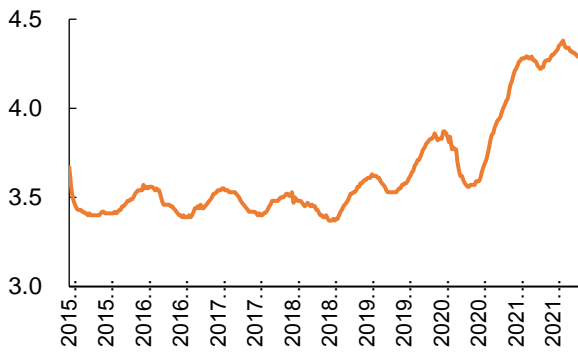
2.3. 乳制品行业：生鲜乳均价有所上涨，全脂奶粉和脱脂奶粉价格均有所上涨，豆粕价格有所上涨、玉米进口价大幅上涨

生鲜乳均价 11 月 10 日的 4.29 元/公斤，11 月 17 日上涨至 4.31 元/公斤，与，涨幅 0.47%。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，11 月 10 日市场价为 3404.8 元/吨，11 月 20 日为 3427.5 元/吨，上涨 0.67%。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%。

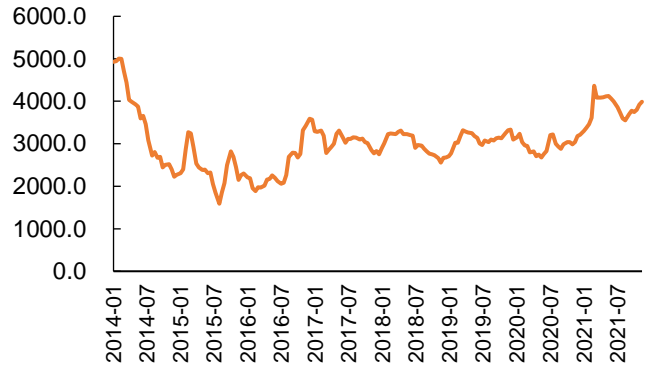
图 9：生鲜乳均价（元/公斤）

图 10：大包粉拍卖价（全脂奶粉，美元/吨）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 大包粉拍卖价(脱脂奶粉, 美元/吨)

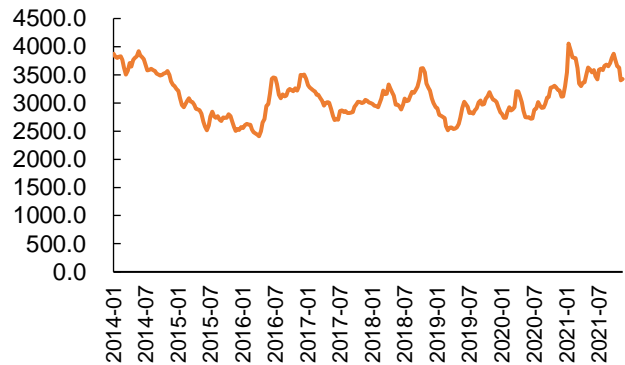


资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所

图 12: 豆粕市场价(元/吨)

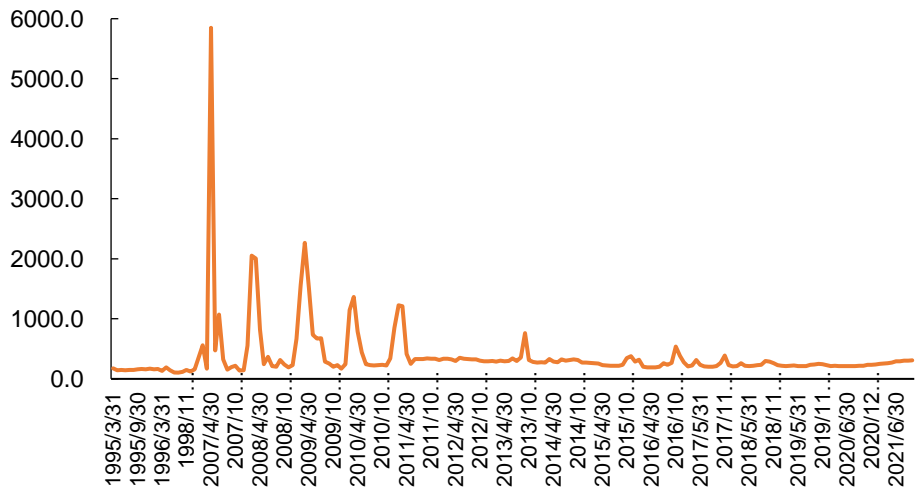


资料来源: 中国奶业经济月报, 天风证券研究所



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：大众品预期逐步抬升，持续看好啤酒板块 2022 年投资机会

啤酒：啤酒行业一致向上，各啤酒公司结构化升级成果有待释放。啤酒行业虽短期在疫情及原材料成本上涨等因素影响下业绩承压，但各酒企品牌宣传、产品升级等高端化运作有序开展，结构升级战略明晰。受制于短期压力，业绩端未呈现出结构升级带来的强大势能，但展望明年，一方面啤酒行业基本盘稳，提价阻力小，另一方面结构升级及费效提升进程稳健，有望在明年旺季来临时迎来一波业绩释放。本周根据渠道调研反馈，华润啤酒提价及升级进程不断，勇闯天涯换新包装整箱开单价提价 4 元，白瓶勇闯升级

超级天涯抢占 8 元价位带。餐饮渠道乌苏自点率高，10 元价位带在乌苏教育下空间打开。而青啤则通过弱势地区发力流通渠道及罐化率提升来差异化竞争，费效优势显著。我们认为，近年来啤酒行业结构升级逻辑在供给端巨头的推动下持续强化，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：基础调味品需求边际好转，B 端供应链以份额为主要增长目标。进入四季度以来，在提价预期的催化下，基础调味品渠道备货积极性预计有所提升。同时在社区团购边际影响弱化，前三季度基数和库存较低背景下，终端需求边际有所好转。建议积极关注基础调味品中长期发展机会，短期提价主线催化，中长期看提价红利释放，推荐海天和安琪。餐饮供应链方面，明年烘焙原材料成本或仍处在高位，但立高暂未采取大范围提价计划，主要系公司希望能够在产能释放的背景下，加快市场增量的攫取，提高市场份额。我们认为公司未来可通过规模效应、渠道优势以及产品结构调整对冲增收不增利现象，行业龙头地位有望持续夯实。建议积极关注 B 端供应链企业的先发优势和自身供应链的竞争能力，看好立高食品和干味央厨。

白酒：本周高端板块股价表现较好，我们已经连续三周重点提示高端白酒板块的机会，逻辑验证。目前茅五泸有望完成全年经营目标，进入消化库存状态，预计春节开门红实现概率较大。在白酒板块，高端白酒龙头具备强壁垒，商业模式具备优越性，预计 2022 年业绩仍较为稳健，目前估值处于合理位置，短期或享受估值切换带来的行情，中期来看，资金回笼消费板块或将首选高端白酒，长期来看，高端白酒提价能力仍存，只是短期受到外界因素压制，核心逻辑未变化，仍是长期看好的优质核心资产。

高端板块首推五粮液：一方面公司正在经历管理改革，坚信改革后公司将重焕生机；另一方面，批价淡季走弱或与管理改革相关，明年批价有望持续恢复。

高端板块的核心逻辑在于提价，我们认为高端酒企提价能力一直都在，目前市场对于五粮液提价的关注度极高，认为是短期重大催化，但我们认为要从长远的发展视角去看待提价这件事，短期过快的提价容易带来渠道商的压力，反而导致经营有所恶化，企业按照自身发展节奏稳步提价-控货-稳价，才是长久的发展之道，高端白酒建议布局长远。

本周次高端涨幅明显。酒鬼酒、汾酒、洋河等酒企今年经营业绩可观，加之即将迎来的春节备货以及年底的经销商大会，短期白酒或将迎来一波估值切换的行情。长期来看仍然维持对次高端偏谨慎的态度，部分酒企明年的营收增速较今年放缓，无法支持现在的估值水平。建议关注估值在底部，有改革预期的洋河股份。

次高端板块本周涨幅前三分别为舍得酒业、酒鬼酒、口子窖，该板块首推洋河股份：内部管理理顺，改革初期最艰难的时期早已过去。公司明年经营目标稳健不激进，不追求短期压货带来的高增长，预计经营业绩向好。目前梦 6+ 已过培育期步入成熟期，水晶梦 1 月份上市以来仍处培育期，预计明年可贡献较多增速。

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，而并非成本驱动，故明年乳企的利润弹性是否会显现，仍存不确定性。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，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 |