

食品饮料

证券研究报告

2021 年 12 月 13 日

稳定性维度筛选标的，逻辑逐步兑现

行情回顾：板块全面上涨，啤酒、白酒、乳品涨幅明显

上周 SW 食品饮料上涨 5.41%，沪深 300 上涨 3.01%，板块整体上涨。分子行业看，上周啤酒行业上涨 6.61%，白酒行业上涨 5.47%，食品（综合）行业上涨 4.19%，乳品行业上涨 5.11%，肉制品行业上涨 3.09%，调味发酵品行业上涨 4.74%。

上周观点：高端需求坚挺，明年价格逻辑可期

白酒：我们连续四周重点提示高端白酒机会，本周逻辑已经验证，高端白酒板块走势较强，当前继续强推高端白酒板块，催化已然来临。我们提出在白酒板块，高端白酒龙头具备强壁垒，商业模式具备优越性，2022 年业绩稳定性仍较强，目前估值处于合理位置。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，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，是长期看好的优质核心资产。

啤酒：青啤高端化节奏稳健，重啤渠道改革赋能长期发展。青岛啤酒高端化表现持续加速，中高端放量带动产品结构上行，黑吉辽及内蒙等区域高增贡献利润。就重庆啤酒渠道改革而言，我们认为此改革一方面能够使得各事业部获得全产品和全渠道的运营权，提高竞争力，另一方面也能够帮助渠道更好的形成合力，同时稳定价盘。

餐饮产业链：安琪全年预期有望提高，干味央厨竞争力有望持续显现。安琪酵母在提价效应下，全年预期有望提高。同时受益国内良好的竞争格局，我们预计公司提价能力有望持续强化。我们近期将安琪作为重点推荐，作为年度策略的三条主线之一，安琪处于行业格局良好的优质龙头，具备较强的成本传导能力。近期干味央厨发布提价公告，主要针对经销渠道，一定程度应对成本上涨，保证利润稳定性。大 B 端因为锁价等因素，整体盈利能力保持稳定。

软饮料：露露进入年货节备货阶段，期待新品发力带来业绩增长持续性。对承德露露而言，四季度作为传统旺季，主要是春节备货带来的增长。今年以来，公司通过渠道的精耕和下沉，不断丰富渠道网络建设，叠加终端广告的投入和动销的拉动，今年年货节有望实现较好的增长。

乳制品：本周伊利股份非公开发行股份 317.95 百万股，发行价 37.89 元/股，募集资金总额 120.47 亿元。伊利股份前三季度实现营业总收入 850.07 亿元，实现净利润 79.67 亿元，其中金典、安慕希等高品质产品的市占率稳居细分领域前列，金典保持 20%以上增长。

建议关注：茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、青岛啤酒、重庆啤酒、安琪酵母、干味央厨、伊利股份

数据跟踪：

白酒行业：茅台、五粮液批价有所上涨，国窖批价保持稳定

啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格有所上涨，包材玻璃、瓦楞纸价格有所下跌

乳制品行业：生鲜乳均价微跌，全脂奶粉和脱脂奶粉价格均有所上涨，豆粕价格微微上涨、玉米进口价有所上涨

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。

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

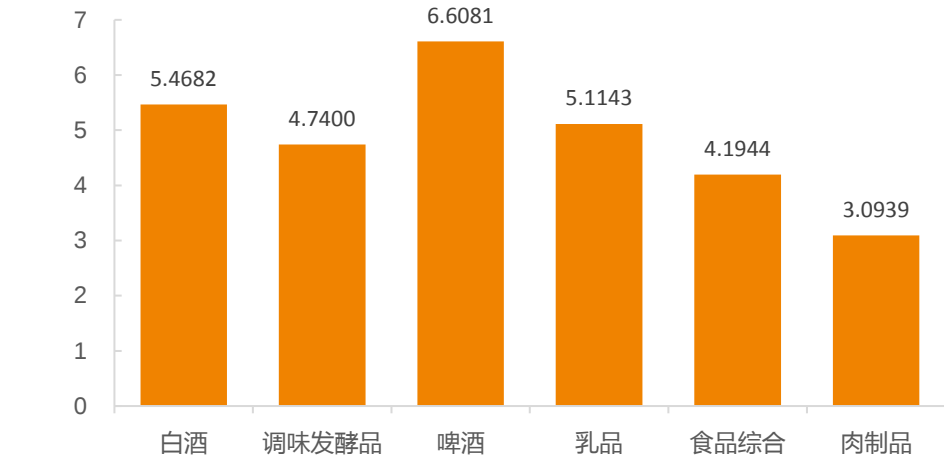
相关报告

- 1 《食品饮料-行业投资策略:砥砺前行,举棋不定中更显稳定性的价值——2022 年食品饮料年度策略》 2021-12-10
- 2 《食品饮料-行业研究周报:高端需求坚挺,明年价格逻辑可期》 2021-12-06
- 3 《食品饮料-行业研究周报:高端白酒经营节奏稳健,静待催化终有时》 2021-11-29

1. 行情回顾：板块全面上涨，啤酒、白酒、乳品涨幅明显

上周 SW 食品饮料上涨 5.41%，沪深 300 上涨 3.01%，板块整体上涨。分子行业看，上周啤酒行业上涨 6.61%，白酒行业上涨 5.47%，食品（综合）行业上涨 4.19%，乳品行业上涨 5.11%，肉制品行业上涨 3.09%，调味发酵品行业上涨 4.74%。

图 1：食品饮料各子行业上周涨跌幅（2021-12-06~2021-12-10，单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

白酒行业涨幅前三标的的老白干酒（27%）、口子窖（20%）、伊力特（12%），跌幅靠前的顺鑫农业（-0.2%）、泸州老窖（-0.1%）；啤酒行业涨幅前三标的的惠泉啤酒（14%）、燕京啤酒（9%）、兰州黄河（8%）；跌幅靠前的*ST 西发（-2%）；肉制品行业涨幅前三标的的华统股份（17%）、春雪食品（13%）、煌上煌（4%）；跌幅靠前的龙大肉食（-5%）、金字火腿（-3%）；调味发酵品行业涨幅前三标的的中炬高新（21%）、加加食品（9%）、日辰股份（8%）；跌幅靠前的星湖科技（-2%）、佳隆股份（-0.4%）；乳品行业涨幅前三标的的贝因美（7%）、新乳业（6%）、伊利股份（6%），乳品行业本周无下跌标的；食品综合涨幅前三标的的涪陵榨菜（12%）、盐津铺子（11%）、*ST 麦趣（11%），跌幅前三标的的华宝股份（-11%）、嘉必优（-7%）、双塔食品（-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	老白干酒	惠泉啤酒	华统股份	中炬高新	贝因美	涪陵榨菜
	27%	14%	17%	21%	7%	12%
	口子窖	燕京啤酒	春雪食品	加加食品	新乳业	盐津铺子
	20%	9%	13%	9%	6%	11%
	伊力特	兰州黄河	煌上煌	日辰股份	伊利股份	*ST 麦趣
跌幅前三	顺鑫农业	*ST 西发	龙大肉食	星湖科技		华宝股份
	-0.2%	-2%	-5%	-2%		-11%
	泸州老窖		金字火腿	佳隆股份		嘉必优
	-0.1%		-3%	-0.4%		-7%
						双塔食品
						-5%

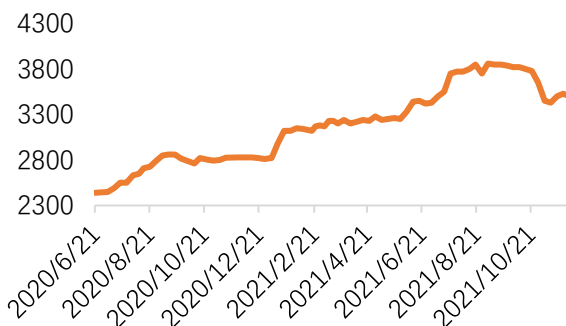
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 数据追踪

2.1. 白酒行业：茅台、五粮液批价有所上涨，国窖批价保持稳定

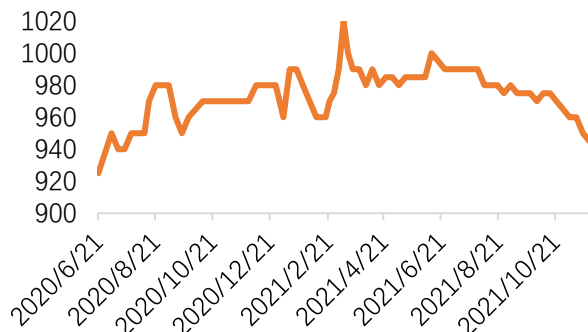
茅台飞天（2021）上周五的原箱批价为 3530 元，12 月 10 日为 3550 元；五粮液普五（八代）上周五批价为 950 元，12 月 10 日为 975 元；国窖 1573 上周五价格为 900 元，12 月 10 日为 900 元。

图 2：茅台飞天一批价（单位：元）



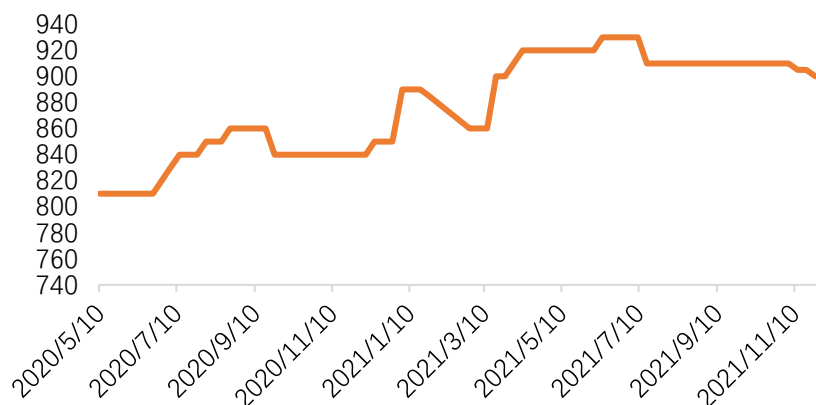
资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

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）

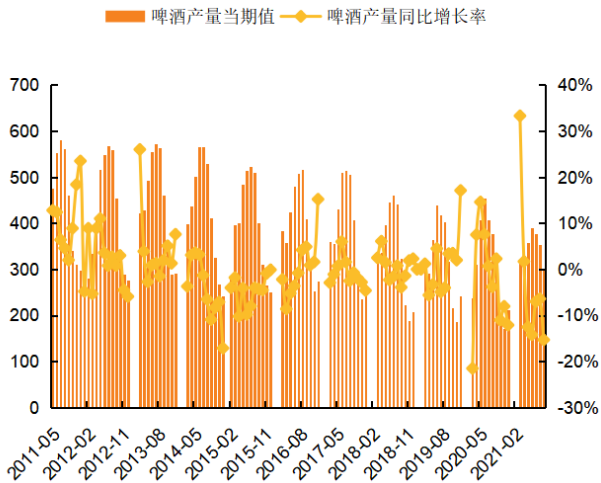


资料来源：今日酒价，茅帝，天风证券研究所

2.2. 啤酒行业：产量持续下降，进口大麦价格有所上涨，玻璃、瓦楞纸价格均有所下跌

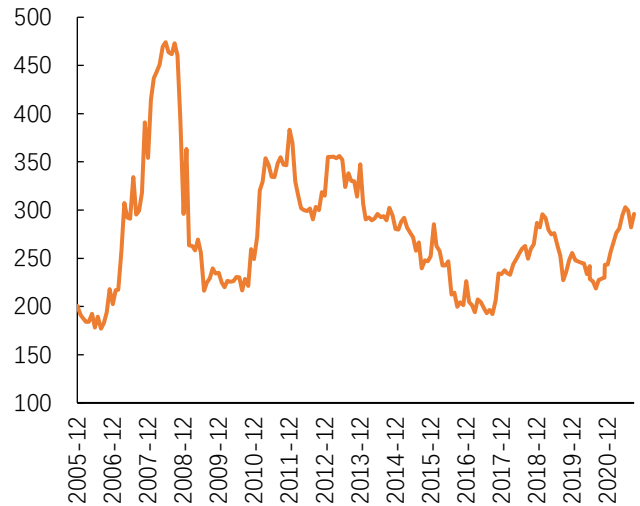
根据国家统计局数据，2021 年 10 月，中国规模以上啤酒企业产量 218.4 万千升，同比下降 27%。2021 年 1-10 月，中国规模以上啤酒企业累计生产 3132.6 万千升，同比上升 4.55%。成本方面，进口大麦价格有所上涨，2021 年 10 月进口大麦平均价为 296.15 美元/吨，涨幅 5.02%。包装原材料玻璃的价格上周大幅下跌，由 12 月 3 日的 1956 元/吨下跌至 12 月 10 日的 1814 元/吨，跌幅为 7.26%。包装原材料瓦楞纸价格有所下跌，由 11 月 20 日的 4795.20 元/吨跌至 11 月 30 日的 4589.90 元/吨，跌幅 4.28%。

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）



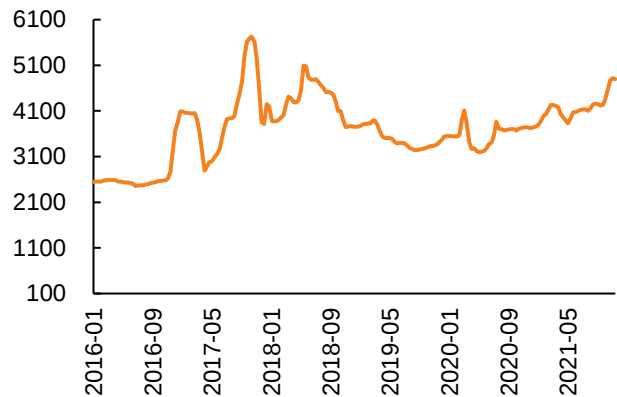
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）



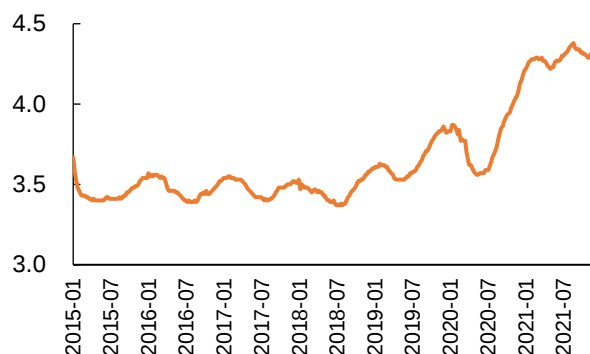
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

生鲜乳均价 11 月 24 日为 4.32 元/公斤，12 月 1 日下跌至 4.31 元/公斤，跌幅 0.23%。全脂奶粉 11 月 16 日拍卖价为 3987 美元/吨，12 月 7 日上涨至 4008 美元/吨，涨幅 0.53%。脱脂奶粉 11 月 16 日拍卖价为 3676 美元/吨，12 月 7 日上升至 3721 美元/吨，涨幅 1.22%。

豆粕市场价微微上涨，11 月 20 日为 3427.5 元/吨，11 月 30 日市场价为 3428.8 元/吨，上涨 0.04%。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）



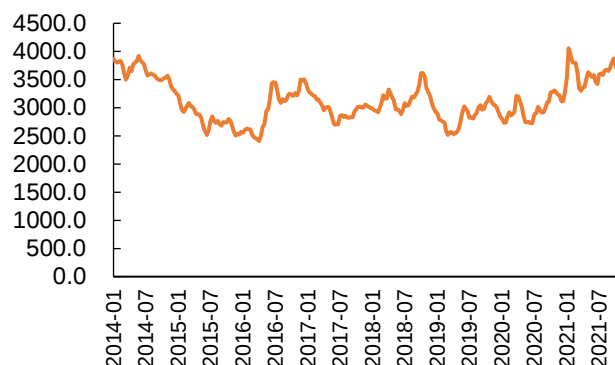
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

图 11：大包粉拍卖价（脱脂奶粉，美元/吨）



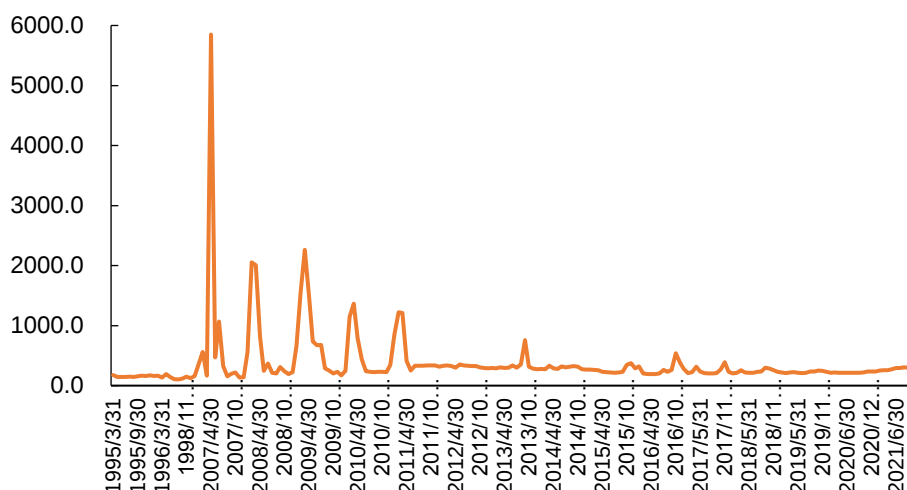
资料来源：中国奶业经济月报，天风证券研究所

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：稳定性维度筛选标的，逻辑逐步兑现

白酒：我们连续四周重点提示高端白酒机会，本周逻辑已经验证，高端白酒板块走势较强，当前继续强推高端白酒板块，催化已然来临。我们提出在白酒板块，高端白酒龙头具备强壁垒，商业模式具备优越性，2022 年业绩稳定性仍较强，目前估值处于合理位置。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，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，是长期看好的优质核心资产。

我们连续四周重点提示高端白酒的机会：

- 11 月 14 日周报：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，2022 年业绩稳定性仍较强，目前估值处于合理位置。
- 11 月 22 日周报：我们判断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稳定性溢价。
- 11 月 29 日周报：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，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。
- 12 月 6 日周报：高端酒企估值已修复至合理区域，业绩长期看好，是持续推荐的优质核心资产。

高端白酒首推五粮液、贵州茅台：

（1）五粮液批价已上升至 975 元，大部分渠道完成全年打款，发货量达 80%。明年五粮液总量增速为个位数的可能性较大。目前市场认为五粮液提价是短期重大催化，但我们认为要从长远的发展视角去看待提价，短期过快提价易带来渠道商压力，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。

（2）茅台目前飞天整箱降至 3530 元，散瓶至 2660 元。价格在经历了前期的价格下跌后，整体趋于平稳。飞天茅台或将全面取消开箱政策，经销商在收到新一批原箱茅台后或将开始执行新政策，我们判断取消拆箱的影响有：①原箱茅台供给量增加，预计价格将继续下降，回归到良性区间；②散茅价格或有所下降，之前无法购买到原箱茅台的需求转移到散瓶茅台，拆箱政策取消后这部分需求或得到满足，散茅价格或走弱；③原箱价格与散茅价格之间的差距或将缩小，主要系原箱价格受拆箱政策影响更大，或将下降更多。

本周次高端涨幅明显，老白干、口子窖、伊力特等酒企表现可观。次高端的涨幅主要是此前中秋国庆市场过于悲观后形成的预期改善，预计春节备货的情况比较乐观，加上年底的经销商大会，以及各酒企的控货挺价，Q1 有望迎来开门红，但预计向好行情持续性不强。

我们对于次高端板块整体目前维持中性谨慎态度，建议关注目前估值在低位和边际上有向好趋势的洋河股份：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。我们认为非经营性因素只是对估值造成短期压制，目前公司基本面向上趋势确立。

啤酒：青啤高端化节奏稳健，重啤渠道改革赋能长期发展。青岛啤酒高端化表现持续加速，中高端放量带动产品结构上行，黑吉辽及内蒙等区域高增贡献利润。就重庆啤酒渠道改革而言，我们认为此改革一方面能够使得各事业部获得全产品和全渠道的运营权，提高竞争力，另一方面也能够帮助渠道更好的形成合力，同时稳定价盘。此外，对于乌苏，我们认为公司通过产能的扩张支撑乌苏的快速增长，能够更好的在激励的竞争中突破。同时在乌苏建立的渠道基础上，未来进行新品导入，以期实现持续扩张。建议持续关注青啤和重啤的投资机会。

餐饮产业链：安琪全年预期有望提高，干味央厨竞争力有望持续显现。安琪酵母在提价效应下，全年预期有望提高。同时受益国内良好的竞争格局，我们预计公司提价能力有望持续强化。我们近期将安琪作为重点推荐，作为年度策略的三条主线之一，安琪处于行业格局良好的优质龙头，具备较强的成本传导能力。我们认为明年安琪的催化因素有：1）产能紧平衡下，产能结构的调整带来业绩的稳定性；2）提价传导顺畅，红利有望显

现；3）糖蜜如若继续上涨，公司仍能继续提价，成本若下降，则利润弹性显现。我们持续看好公司明年业绩超预期的可能性，维持公司强烈推荐。近期干味央厨发布提价公告，主要针对经销渠道，一定程度应对成本上涨，保证利润稳定性。大 B 端因为锁价等因素，整体盈利能力保持稳定。公司较同行提价“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。

软饮料：露露进入年货节备货阶段，期待新品发力带来业绩增长持续性。对承德露露而言，四季度作为传统旺季，主要是春节备货带来的增长。今年以来，公司通过渠道的精耕和下沉，不断丰富渠道网络建设，叠加终端广告的投入和动销的拉动，今年年货节有望实现较好的增长。另一方面，公司也在积极的为新品的推出做准备，新品或主要针对年轻的消费群体，主打轻饮、健康等概念，待新品落地如若反馈良好，我们认为公司或将打开业绩天花板，实现二次增长。建议持续关注公司新品和南方市场开拓进展。

乳制品：本周伊利股份非公开发行股份 317.95 百万股，发行价 37.89 元/股，募集资金总额 120.47 亿元。伊利股份前三季度实现营业总收入 850.07 亿元，实现净利润 79.67 亿元，其中金典、安慕希等高品质产品的市占率稳居细分领域前列，金典保持 20%以上增长。我们预计原奶价格在 2022 年或迎来向下拐点，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，仍存不稳定性。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，促进奶源价格稳定。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