

啤酒进口价格或将回落 利好麦芽行业

——食品饮料行业周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈：啤酒进口价格或将回落 利好麦芽行业

我们判断中国啤酒价格可能将会企稳回落。中国啤酒大麦的进口价格由全球市场大麦价格决定，而全球大麦价格由全球供求关系决定。

- 我们认为中国进口大麦进口价与全球价差处于高位，即将收窄。全球大麦价格在 23 年缺乏上涨的动力。
- 因此，我们判断中国啤酒进口价将企稳回落。并基于该判断，认为 23 年将是麦芽行业利润释放的年份，盈利将远超历史水平。
- 中国大麦进口价随全球市场价格变动，但存在约 2-6 个月的时滞。

判断 23H1 中国大麦进口价回落。从全球价格看，22Q2 达峰后显著下行，而中国大麦进口价格尚在高位整理，价差已经达到 231 美元/吨，创下 09 年以来的最高点。我们预计在 23 年 Q1 或 Q2 将迎来价差的收窄，中国大麦进口价向全球价格回归。

全球大麦价格缺乏大幅上涨的动力。22 年全球大麦产量约 150 百万吨，较 21 年的 146 百万吨水平，已经有所回升（这也解释了 22 年年中全球大麦价格开始回落）。即使是市场最为担心的俄乌冲突下，乌克兰大麦生产受阻，也对全球大麦产量影响有限。因此，我们认为如果没有更为严重的黑天鹅事件出现，23 年全球大麦产量将进一步回升。进一步而言，全球大麦价格缺乏大幅上涨的动力。

按照该逻辑推演，我们看好永顺泰、中粮麦芽等公司 23 年业绩释放。

- 永顺泰为中国麦芽行业龙头，大麦价格决定了公司的成本。当麦芽协议售价与大麦进货价价差走阔，公司毛利率将有望提升。
- 公司一般在年末与下游啤酒公司签署协议，约定次年的销量、价格，并根据协议安排次年的全年生产。
- 公司对经销商每年调价 2 次，而对直销客户仅每年调价 1 次。在 21、22 年大麦价格上涨过程中，受益于调价灵活性，公司的经销毛利显著高于直销。而调价受阻的直销模式下，公司 22H1 的直销毛利率显著低于历史水平。
- 据我们调研，多数啤酒公司已经与麦芽供应商签署了 23 年采购合同，麦芽吨价同比增 15%至 20%。因此，我们看好整个麦芽行业 23 年的业绩释放。

市场回顾

本周，食品饮料指数涨幅+1.63%，在申万 31 个行业中排名第 2，跑赢沪深 300 指数 3.37pct，预加工食品（+6.12%）、啤酒（+4.37%）、其他酒类（+3.27%）表现相对较好。

- 个股涨幅前 5 名：金达威、ST 西发、老白干酒、广州酒家、五芳斋
- 个股跌幅前 5 名：味知香、绝味食品、中葡股份、华统股份、佳禾食品

投资策略

建议关注：1.建议选择业绩确定性强，或估值合理偏低的公司，如贵州茅台、五粮液、伊利股份。2.建议关注 23 年业绩具有弹性的重庆啤酒，及国企改革释放活力，销量大幅增长的燕京啤酒。3.建议关注麦芽行业 23 年成本变化及业绩释放。

风险提示

食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

评级

增持（维持）

2023 年 02 月 19 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

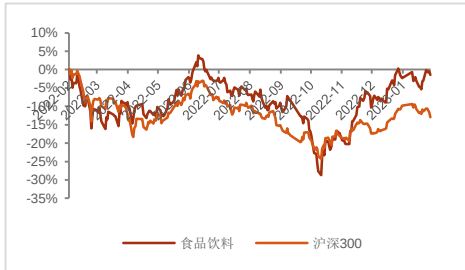
17621838100

行业基本资料

股票家数	119
行业平均市盈率	36.75
市场平均市盈率	24

注：行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率，市场平均市盈率采用中证 500 指数市盈率

行业表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报：关注啤酒行业投资机会》2023-02-12
- 2、《食品饮料行业研究周报：弱现实落地 行业阶段性筑底》2023-02-06
- 3、《食品饮料行业研究周报：22Q4 公募持仓情况更新》2023-01-30

内容目录

1. 周一谈：啤麦进口价格或将回落 利好麦芽行业.....	2
2. 市场回顾.....	5
3. 行业动态.....	9
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1：中国大麦进口价格跟随国际市场价格变动	3
图 2：中国与国外大麦价差达到 09 年以来最高点	3
图 3：22 年全球大麦产量较 21 年有所回升	4
图 4：近年公司经销/直销毛利率对比	4
图 5：申万一级行业本周涨跌幅	5
图 6：申万一级行业本月涨跌幅	5
图 7：申万一级行业年初至今涨跌幅	6
图 8：食品饮料子行业本周涨跌幅	6
图 9：食品饮料子行业本月涨跌幅	7
图 10：食品饮料子行业年初至今涨跌幅	7
图 11：食品饮料行业本周涨幅前 10 名	7
图 12：食品饮料行业本周跌幅前 10 名	7
图 13：食品饮料行业本月涨幅前 10 名	7
图 14：食品饮料行业年初至今涨幅前 10 名	7
表 1：食品饮料行业部分公司沪（深）股通持股占自由流通股比例变化	8

1. 周一谈：啤麦进口价格或将回落 利好麦芽行业

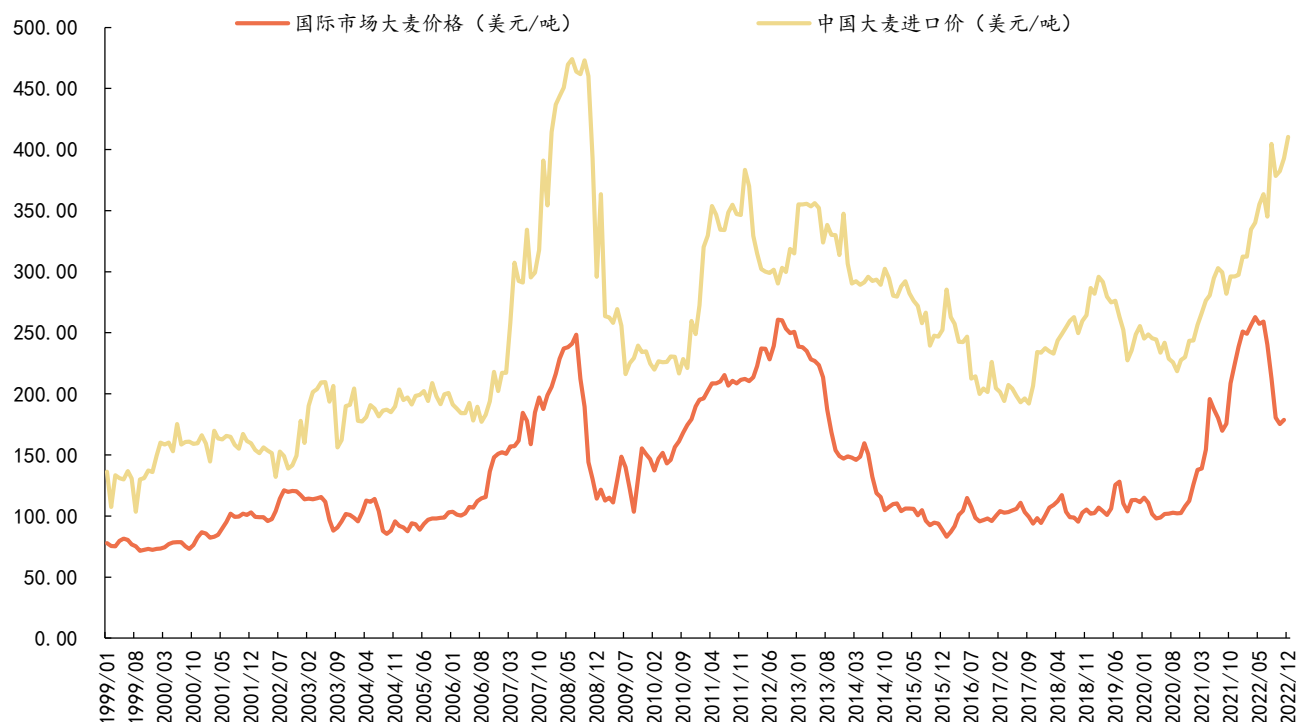
我们判断中国啤麦价格可能将会企稳回落。我们认为：中国啤酒大麦的进口价格由全球市场大麦价格决定，而全球大麦价格由全球供求关系决定。鉴于如下两点判断：

- (1) 中国进口大麦进口价与全球价差处于高位，即将收窄。
- (2) 全球大麦价格在 23 年缺乏上涨的动力。

我们认为中国啤麦进口价将企稳回落。并基于该判断，认为短期（23 年）麦芽龙头永顺泰将受益。

中国大麦进口价随全球市场价格变动，但存在约 2-6 个月的时滞。长期来看，这种相关性较强，但是有时也会存在约 2-6 个月的时滞，如：21 年 5 月全球价格达到阶段性小高点后回落，中国进口价在 21 年 8 月达到小高点（时滞 3 个月）；全球价格 08 年 7 月创下当时的高点，中国进口价在 2 个月后创下历史高点（时滞 2 个月）；12 年 9 月全球价格达到阶段性高点，中国进口价在 13 年 2 月达峰后开始 4 个月价格整理，随即回落（约 5 个月）。

图1：中国大麦进口价格跟随国际市场价格变动



资料来源：Wind，海关总署，国际货币基金组织，申港证券研究所

判断 23H1 中国大麦进口价回落。从全球价格看，22Q2 达峰后显著下行，吨价由 263 美元大幅回落至 22 年末的 180 美元左右，而中国大麦进口价格尚在高位整理。此外，中国大麦进口价与全球大麦价格的价差已经达到 231 美元/吨，创下 09 年以来的最高点。从历史经验看，我们预计在 23 年 Q1 或 Q2 将迎来价差的收窄，中国大麦进口价向全球价格回归。

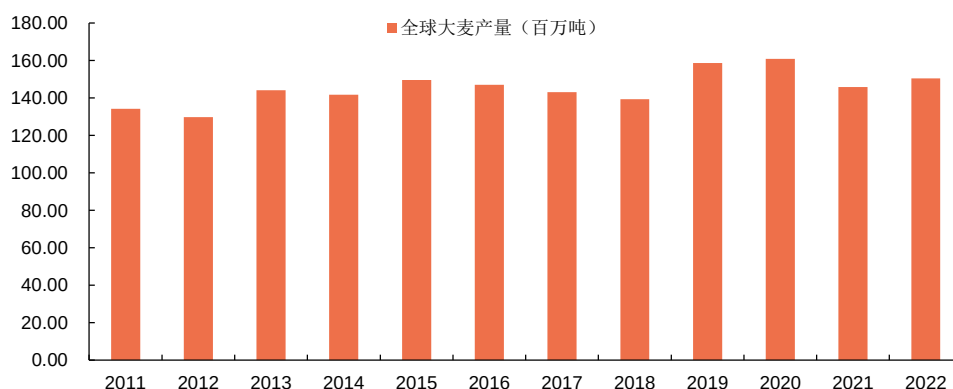
图2：中国与全球大麦价差达到 09 年以来最高点



资料来源：Wind，海关总署，国际货币基金组织，申港证券研究所

全球大麦价格缺乏大幅上涨的动力。21 年近东地区气候干旱、22 年俄乌冲突——大麦产区的黑天鹅事件造成全球大麦产量在 21、22 两年减产，是本轮全球大麦价格上涨的核心原因。但是我们应当注意到，22 年全球大麦产量约 150 百万吨，较 21 年的 146 百万吨水平，已经有所回升（这也解释了 22 年年中全球大麦价格开始回落）。即使是市场最为担心的俄乌冲突下，乌克兰大麦生产受阻，也对全球大麦产量影响有限。因此，我们认为如果没有更为严重的黑天鹅事件出现，23 年全球大麦产量将进一步回升。进一步而言，全球大麦价格缺乏大幅上涨的动力。

图3：22 年全球大麦产量较 21 年有所回升

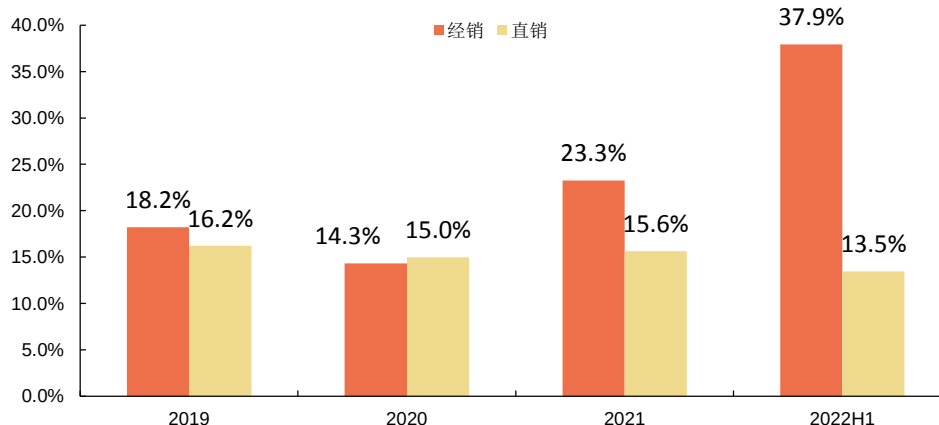


资料来源：Wind，美国农业部，申港证券研究所

按照该逻辑推演，我们看好永顺泰 23 年业绩。

- ◆ 永顺泰为中国麦芽行业龙头，大麦价格决定了公司的成本。当麦芽协议售价与大麦进货价价差走阔，公司毛利率将有望提升。
- ◆ 该公司一般在年末与下游啤酒公司签署协议，约定次年的销量、价格，并根据协议安排次年的全年生产。
- ◆ 公司对经销商宏全国际可每年调价 2 次，而对直销客户啤酒公司仅每年调价 1 次。在 21、22 年大麦价格上涨过程中，受益于调价灵活性，公司的经销毛利显著高于直销。而调价受阻的直销模式下，公司 22H1 的直销毛利率显著低于历史水平。
- ◆ 据我们调研，多数啤酒公司已经与麦芽供应商签署了 23 年采购合同，麦芽吨价同比增 15%至 20%。因此，我们看好整个麦芽行业 23 年的业绩释放。

图4：近年公司经销/直销毛利率对比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

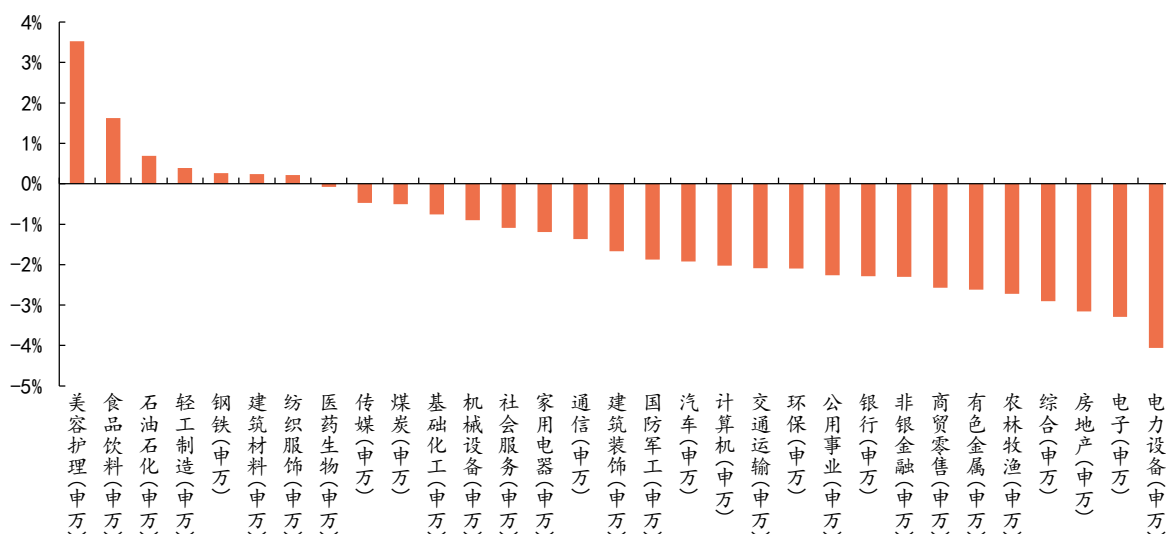
2. 市场回顾

2023 年 2 月 13 日-2 月 17 日，食品饮料指数涨跌幅+1.62%，在申万 31 个行业中排名第 2，跑赢沪深 300 指数 3.37pct。

本月以来，食品饮料涨跌幅+1.7%，在申万行业中排名第 6，跑赢沪深 300 指数 4.65pct。

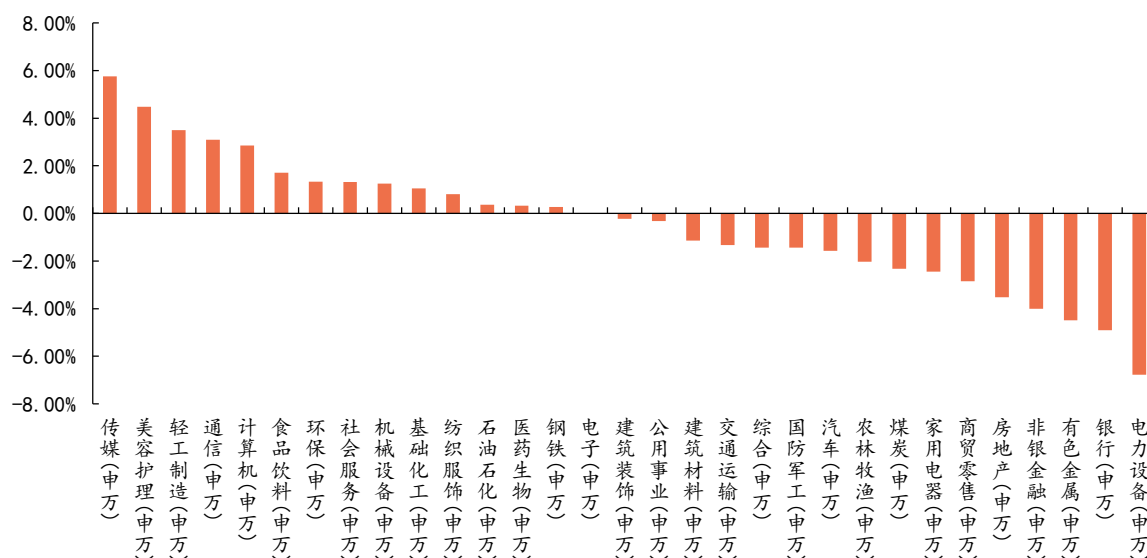
年初至今，食品饮料指数涨跌幅+6.95%，在申万行业中排名第 14，跑赢沪深 300 指数 2.74pct。

图5：申万一级行业本周涨跌幅

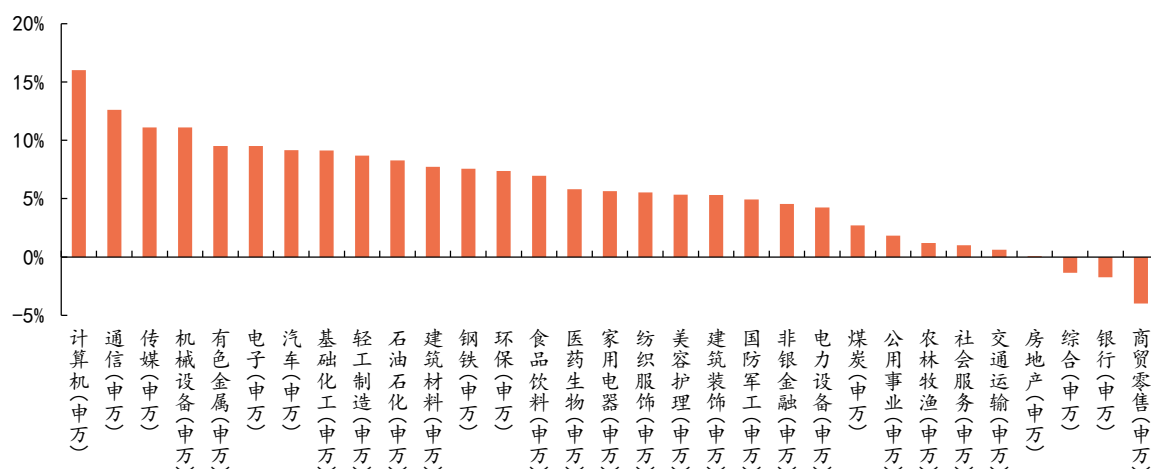


资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：申万一级行业本月涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

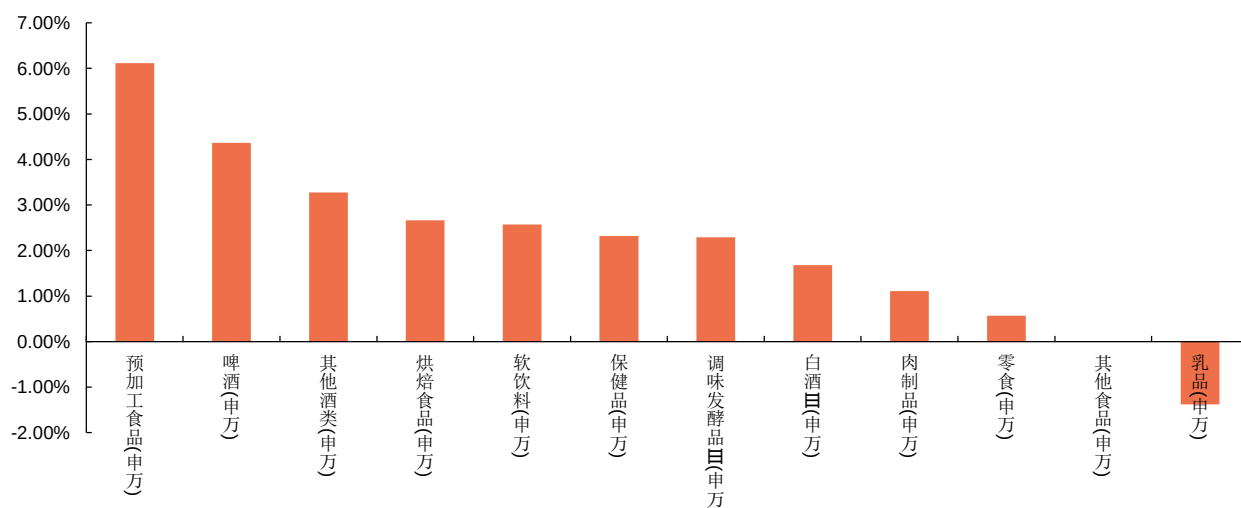
图7：申万一级行业年初至今涨跌幅


资料来源：Wind，申港证券研究所

本周，食品饮料各子行业中预加工食品(+6.12%)、啤酒(+4.37%)、其他酒类(+3.27%)表现相对较好。分别跑赢沪深300指数7.86pct、6.12pct、5.02pct。

本月以来，食品饮料各子行业中其他酒类(+12.72%)、啤酒(+10.96%)、预加工食品(+8.81%)表现相对较好。分别跑赢沪深300指数15.66pct、13.9pct、11.75pct。

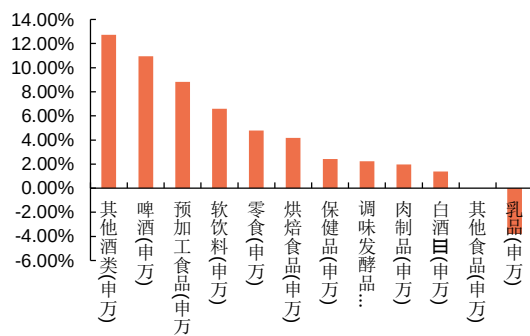
年初至今，食品饮料各子行业中白酒(+9.34%)、其他酒类(+8.03%)、啤酒(+6.43%)表现相对较好。分别跑赢沪深300指数5.13pct、3.82pct、2.22pct。

图8：食品饮料子行业本周涨跌幅


资料来源：Wind，申港证券研究所

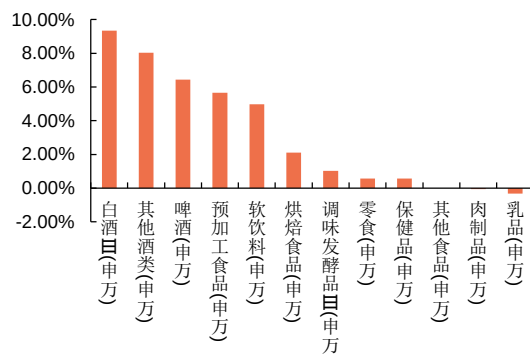
注：“其他食品(申万)”类暂无上市公司，因此不计入统计，下同。

图9：食品饮料子行业本月涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

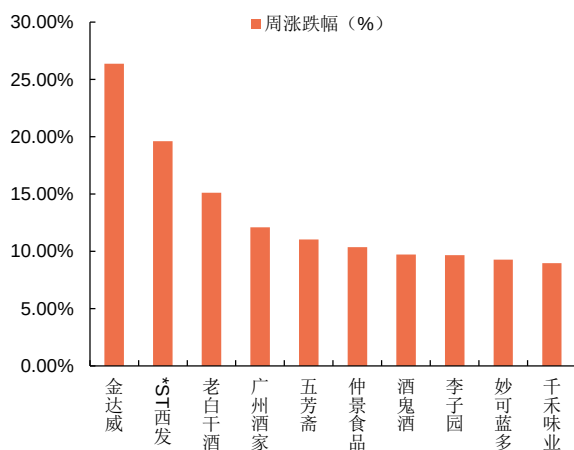
图10：食品饮料子行业年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，申港证券研究所

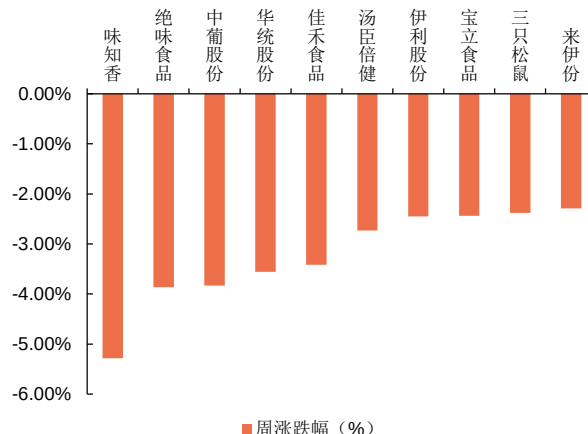
个股方面，本周金达威(+26.37%)、ST西发(+19.61%)、老白干酒(+15.11%)、广州酒家(+12.08%)、五芳斋(+11.04%)等涨幅居前。

图11：食品饮料行业本周涨幅前10名



资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：食品饮料行业本周跌幅前10名

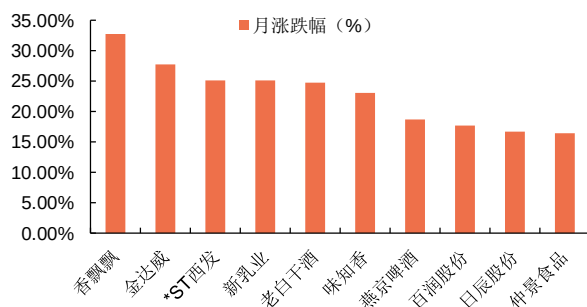


资料来源：Wind，申港证券研究所

本月以来，香飘飘(+32.76%)、金达威(+27.74%)、ST西发(+25.13%)、新乳业(+25.11%)、老白干酒(+24.75%)涨幅居前。

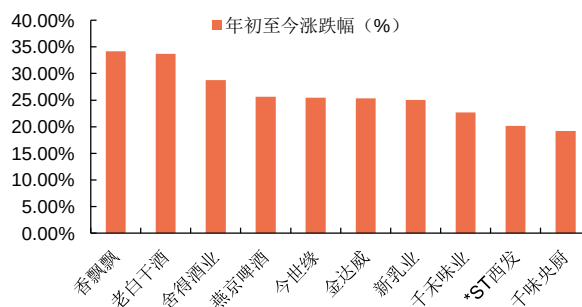
年初至今，香飘飘(+34.18%)、老白干酒(+33.67%)、舍得酒业(+28.79%)、燕京啤酒(+25.61%)、今世缘(+25.44%)涨幅居前。

图13：食品饮料行业本月涨幅前10名



资料来源：Wind，申港证券研究所

图14：食品饮料行业年初至今涨幅前10名



资料来源：Wind，申港证券研究所

本周北上资金增持个股主要为三全食品(+2.01pct)、天味食品(+1.83pct)、广州酒家(+1.96pct)、涪陵榨菜(+1.33pct)、水井坊(+1.26pct)。本周北上资金减持个股主要为千禾味业(-0.63pct)、古井贡酒(-0.51pct)、新乳业(-0.42pct)、顺鑫农业(-0.35pct)、金达威(-0.28pct)。

(括号内为沪(深)股通持股占自由流通股比例较前一周增减的百分点幅度)

表1: 食品饮料行业部分公司沪(深)股通持股占自由流通股比例变化

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动(PCT)
002216.SZ	三全食品	5.4587	3.4483	2.01
603317.SH	天味食品	5.9829	4.1543	1.83
603043.SH	广州酒家	10.1454	8.4584	1.69
002507.SZ	涪陵榨菜	13.4100	12.0835	1.33
600779.SH	水井坊	18.0498	16.7862	1.26
603919.SH	金徽酒	3.0356	1.7768	1.26
000729.SZ	燕京啤酒	8.4274	7.2112	1.22
002461.SZ	珠江啤酒	6.0619	4.9482	1.11
603866.SH	桃李面包	13.8354	13.0585	0.78
600597.SH	光明乳业	2.8862	2.1409	0.75
000895.SZ	双汇发展	11.3892	10.7419	0.65
300146.SZ	汤臣倍健	11.2920	10.6702	0.62
002568.SZ	百润股份	5.3256	4.7597	0.57
000869.SZ	张裕 A	4.3076	3.8103	0.50
000799.SZ	酒鬼酒	5.7107	5.2246	0.49
605499.SH	东鹏饮料	12.7378	12.2864	0.45
600809.SH	山西汾酒	10.4109	9.9715	0.44
603345.SH	安井食品	8.5260	8.1358	0.39
002847.SZ	盐津铺子	6.1126	5.7283	0.38
600872.SH	中炬高新	8.1088	7.7473	0.36
603288.SH	海天味业	27.2438	26.9063	0.34
603170.SH	宝立食品	1.6983	1.4005	0.30
600132.SH	重庆啤酒	22.0775	21.8378	0.24
000568.SZ	泸州老窖	7.4142	7.2120	0.20
603198.SH	迎驾贡酒	5.0747	5.0059	0.07
600519.SH	贵州茅台	16.5258	16.4740	0.05
300973.SZ	立高食品	1.9923	1.9551	0.04
603719.SH	良品铺子	0.0648	0.0648	0.00
603156.SH	养元饮品	0.0542	0.0542	0.00
600702.SH	舍得酒业	0.0374	0.0374	0.00
600199.SH	金种子酒	0.0000	0.0000	0.00
603057.SH	紫燕食品	0.0000	0.0000	0.00
002840.SZ	华统股份	0.0000	0.0000	0.00
600882.SH	妙可蓝多	1.9985	1.9994	0.00
600305.SH	恒顺醋业	0.6238	0.6251	0.00
603517.SH	绝味食品	5.7868	5.7956	-0.01
600887.SH	伊利股份	19.8477	19.8702	-0.02
600197.SH	伊力特	0.8298	0.8563	-0.03
600559.SH	老白干酒	2.9481	2.9840	-0.04
600298.SH	安琪酵母	13.5171	13.5588	-0.04
603369.SH	今世缘	3.9842	4.0636	-0.08
002557.SZ	洽洽食品	35.7858	35.8935	-0.11
000858.SZ	五粮液	14.5151	14.6504	-0.14
002304.SZ	洋河股份	7.5515	7.6907	-0.14
603589.SH	口子窖	4.4741	4.6853	-0.21
600600.SH	青岛啤酒	8.5048	8.7721	-0.27
002626.SZ	金达威	1.7543	2.0315	-0.28
000860.SZ	顺鑫农业	4.1136	4.4684	-0.35

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动 (PCT)
002946.SZ	新乳业	1.9376	2.3603	-0.42
000596.SZ	古井贡酒	6.2404	6.7457	-0.51
603027.SH	千禾味业	8.4173	9.0430	-0.63

资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 行业动态

盼盼食品：布局椰乳赛道

2月14日，伽那食品宣布已于近日完成首轮融资，本轮融资由深耕消费产业投资的黑蚁资本领投，内向基金参投。日前，伽那食品已上市椰乳基品牌“椰子跳动”，主要面向现制茶饮、咖啡等B端品牌客户。

伽那食品是盼盼食品集团新孵化企业，这也是盼盼食品集团首次引入资本的独立运营项目。

君乐宝：投资奶酪品牌“酪神世家”

企查查显示,近日,君乐宝乳业集团有限公司(以下简称“君乐宝”)新增一条对外投资信息,投资对象为上海酪神世家健康科技发展有限公司(简称“酪神世家”),投资比例为10%。

除了发力奶酪赛道外,君乐宝也正在开拓全品类业务。此前,君乐宝更是喊出了“2025年销售额达到500亿元”“争取在2025年完成上市”的口号。

雀巢：推出超高端学生奶粉“优学睿选”

2月14日，雀巢针对6—15岁人群推出超高端学生奶粉“爱思培优学睿选”，主打A2牛奶蛋白和全年龄段营养。据雀巢相关负责人介绍，过去几年雀巢学生奶粉内部有超过1.5倍的增长，市场份额保持领先。

奈雪的茶：多名高管任乐乐茶董事

2022年2月16日，据国家企业信用信息公示系统，乐乐茶关联公司上海茶田餐饮管理有限公司发生工商变更，法定代表人由郭楠变为李明博；股东新增上海茶祥企业管理咨询中心（有限合伙）；董事新增奈雪的茶创始人彭心、董事长赵林以及奈雪的茶COO邓彬等；注册资本由约5089.29万人民币增至约5779.73万人民币。

去年12月5日晚间，奈雪的茶发布公告称，拟投资5.25亿元收购乐乐茶43.64%的股份。交易完成后，奈雪的茶将成为乐乐茶第一大股东，乐乐茶将成为奈雪的茶茶的联营公司，并将继续维持独立经营。

周黑鸭：去年全年净利润或降超九成

2月13日，周黑鸭发布盈警，该公司去年全年净利润不少于2000万元，2021年为3.4亿元，收入预期下跌约20%，2021年收入为28.7亿元。原因是受期内疫情持续反复影响，消费客流骤降，同时防控要求下，部分门店暂时停业；原材料价格上涨，导致成本压力增加；汇率变动导致汇兑损失增加，对利润造成较大冲击。

新乳业：高管减持公司股份

新乳业公告，因参与公司2020年限制性股票激励计划，资金筹集通过融资完成，董事席刚、董事兼总裁朱川于2月13日以大宗交易方式分别减持公司股份298.6万股、20万股，占总股份比例分别为0.35%、0.02%，本次减持资金主要用于归还借款。

康师傅：子公司全资控股天津顶津食品

近日，工商信息显示，康师傅饮品投资（中国）有限公司在天津顶津食品有限公司的持股比例从75.3156%增加到100%，广州顶津食品有限公司退出股东行列。该公司于1995年12月18日成立，注册资本为6084万美元，主要经营范围包括生产、加工、开发、销售饮料等。

贵州茅台：控股股东再次增持

2月10日晚，贵州茅台发布公告，茅台集团公司和茅台技术开发公司10日通过集中竞价交易方式首次增持了公司股票，合计增持15.45万股。按当日贵州茅台成交均价估算，增持金额达2.79亿元。

去年11月底，茅台在宣布272亿元年中分红的同时，其控股股东茅台集团及其全资子公司茅台技术开发公司也宣布，将利用部分特别分红资金增持贵州茅台股票，金额不低于15.47亿元，不高于30.94亿元的股票。贵州茅台表示，增持计划尚未实施完毕，公司将持续关注茅台集团公司和茅台技术开发公司增持公司股票的进展情况。

4. 风险提示

食品质量及食品安全风险、疫情影响有所反复、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上