

行业深度报告

复盘系列之我国食品三次涨价潮启示录

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

研究助理

陈昕晖 一般证券从业资格编号
S1060121090034
CHENXINHUI167@pingan.com.cn



平安观点：

- 06年至今三次食品涨价潮，16-17年同为PPI向CPI传导。根据国家统计局数据显示，2021年9月我国CPI同比增长0.7%，PPI同比增长10.7%，PPI/CPI已经出现较大的剪刀差，与此同时，大宗商品大幅上涨推动产品生产端原材料成本的大幅上扬，造成近期食品行业也出现了涨价潮。回顾历史，从2006年起，我国共出现了4次PPI的大幅上涨，也带动了食品饮料行业出现了4次涨价潮。16-17年第三轮涨价潮的情况与本轮最为相似，均是由PPI向CPI传导，我们分析了三次涨价潮中食品饮料公司的表现，探究上游原材料提价情况对公司盈利能力的影响，以及公司提价后报表端改善及股价表现的滞后情况。
- 产品提价较原材料成本上涨滞后1-2个季度，龙头公司率先提价。受行业竞争及传导周期影响，产品提价较原材料成本上升存在一定的滞后期，通过研究啤酒、调味品、乳制品、休闲食品的三次涨价，我们发现公司提价节点相比成本上升的滞后期一般在1-2个季度。考虑到市场的充分竞争性，一般龙头率先提价后，其余竞品企业才会跟随性提价，一般跟进时间在3-6个月左右。以调味品为例，2017年1月海天率先提价后，美味鲜、千禾味业、李锦记均在2017年3月跟进，东古也在同年6月采取跟随性提价。
- 话语权强、品牌力强的企业通常为直接提价，稍弱的企业则是通过推新品或者换包装实现间接提价。不同公司提价方式不同，其中品牌力强的公司由于消费者认可度高，往往采取直接提价的方式，如海天、伊利等龙头企业。而对于品牌力较弱或者行业处于下行周期的公司，则会通过换包装、换规格的方式推出单价更高的新品，逐步替代老品，从而实现变相提价。
- 提价效应大约会在1年左右的时间体现，盈利能力改善的企业会迎来股价的长斜率上涨。报表端的滞后期大约在一年左右，主要表现为公司净利润率的提升。提价存在1年滞后期的原因在于：1）食品饮料作为快消品，其提价需循序渐进，分区域、分品类逐步执行，渠道库存需要一段时间消化；2）原材料涨价波峰转至波谷的周期。股价方面，在提价消息公布当月，受消息催化影响，公司股价大多呈现上涨趋势，涨幅在5-30%之间不等。拉长维度来看，如果涨价效应持续并对公司盈利能力有显著改善，则会带来企业更大幅度的上涨，如海天味业、中炬高新、涪陵榨菜在提价消息公布后的一年内股价分别实现涨幅+86.9%、+78.8%、+77.5%。

- **销售费用偏低的企业提价后毛利率提升速度更快。**针对食品饮料公司在三次涨价潮中的表现，我们发现以洽洽为代表的食品提价以后毛利率迅速上移，啤酒次之，牛奶最差。在相同的行业类目中，毛利率提升速度与销售费用率呈反比，以乳制品为例，毛利率提升速度：伊利股份>蒙牛乳业>三元股份>光明乳业，对比其销售费用水平：伊利股份<=蒙牛乳业<三元股份<光明乳业。我们认为，毛利率提升速度与销售费用水平呈反比，即销售费用高的企业，提价以后往往需要投入更多的费用平滑对渠道和终端的影响，从而导致提价传导更慢。
- **投资建议：**2021年，在PPI与CPI剪刀差扩大的背景下，随着上游原材料成本压力向下游传导，食品行业再度迎来涨价潮。安琪酵母、海天味业、李锦记、恒顺醋业等公司均已发布提价公告，对部分产品的出厂价格进行一定幅度的调整，预计其他公司也将相继跟进。从历史复盘来看，提价后能够顺利传导至下游且盈利能力有改善的行业和公司能迎来提价后的二次股价上升，我们建议关注具有长期逻辑且竞争格局较好的食品行业和公司，例如啤酒、调味品，重点推荐海天味业、绝味食品，建议关注重庆啤酒、涪陵榨菜、洽洽食品。
- **风险提示：**1) 价格传导不畅的风险。提价需要一定时间传导至终端，存在价格传导不畅的风险。2) 原材料价格延续大幅上涨。如果后续价格持续上升，当前提价不能有效消化成本压力，行业盈利能力将再度承压。3) 行业竞争加剧。食品饮料行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、串货等不利影响。4) 食品安全的风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。

股票简称	股票代码	11月2日	EPS				PE				评级
		收盘价	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
海天味业	603288.SH	120.00	1.98	1.64	1.95	2.29	60.61	73.32	61.45	52.30	推荐
绝味食品	603517.SH	70.91	1.15	1.71	2.09	2.57	61.66	41.46	33.99	27.58	推荐
重庆啤酒	600132.SH	162.61	2.23	2.34	2.95	3.62	72.92	69.47	55.04	44.91	-
涪陵榨菜	002507.SZ	35.66	0.98	0.85	1.11	1.34	36.39	41.71	32.01	26.59	-
洽洽食品	002557.SZ	57.99	1.60	1.79	2.14	2.49	36.31	32.34	27.12	23.26	-

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所吧 注：盈利预测为wind一致预期。

正文目录

一、	06 年至今 PPI 上行引发四轮食品涨价潮.....	7
二、	2016-2017 年第三轮涨价潮复盘.....	7
	2.1 啤酒行业：上游成本压力传导，行业呈高端化趋势.....	7
	2.2 调味品行业：成本波动影响显著，周期性提价规律.....	12
	2.3 乳制品行业：奶价季节性波动，少数企业提价.....	17
	2.4 休闲食品行业：成本波动影响显著，提价周期较长.....	20
三、	2007-2008 年涨价潮复盘.....	23
	3.1 2007 年起食品主要原料、包材成本持续上涨.....	23
	3.2 调味品、啤酒、软饮料于 2008 年初迎来提价潮.....	24
	3.3 啤酒盈利改善弹性大，承德露露当季盈利改善.....	24
	3.4 提价初期普涨，后续取决于业绩兑现情况.....	26
四、	2010-2011 年涨价潮复盘.....	27
	4.1 调味品、啤酒、乳制品、瓜子等产品成本明显上涨.....	27
	4.2 食品企业 2010 年底至 2011 年初陆续开启提价周期.....	28
	4.3 业绩表现：竞争格局决定提价对盈利能力的改善幅度.....	29
	4.4 股价复盘：提价后上市公司股价随盈利改善程度分化.....	32
五、	涨价潮复盘总结及启示.....	34
	5.1 产品提价较原材料成本上涨一般有 1-2 个季度的滞后.....	34
	5.2 龙头公司作为价格标杆率先提价，其余竞品在 3-6 个月内跟进提价.....	34
	5.3 话语权强、品牌力强的企业往往是直接提价，而稍弱的企业一般是通过推新品或者换包装来间接提价.....	35
	5.4 提价效应大约会在 1 年左右的时间体现，表现为净利润率的提升，因为原材料涨价波峰转到波谷会增厚企业利润.....	36
	5.5 销售费用偏低的企业提价后毛利率提升速度更快.....	36
	5.6 提价会促进股价一定程度上涨，二次上涨取决于盈利能力的改善.....	37
六、	投资建议.....	37
七、	风险提示.....	38

图表目录

图表 1	2006 年至今出现四次 PPI 大幅上行，引发食品涨价潮.....	7
图表 2	2013-2018 年我国啤酒产量	8
图表 3	2013 年-2018 年我国啤酒行业竞争格局.....	8
图表 4	头部厂商持续推进供应链优化，关闭工厂（部分）	8
图表 5	青岛啤酒主要生产成本构成为包装物、麦芽等.....	9
图表 6	浮法平板玻璃价格（元/吨）	9
图表 7	国产 A356 铝合金价格（元/吨）	9
图表 8	大麦平均进口单价（元/吨）	9
图表 9	瓦楞纸价格（元/吨）	9
图表 10	第三次涨价潮期间啤酒企业提价情况.....	10
图表 11	2017 至 2019 年啤酒行业主要公司单季度营收、净利率及毛利率情况	10
图表 12	2017 至 2019 年啤酒行业主要公司单季度毛利率及净利率变化情况	11
图表 13	2017 年-2018 年啤酒主要企业收益情况	12
图表 14	海天味业招股说明书中原材料占比情况	12
图表 15	2016 年我国大豆及豆粕现货价格走势（元/吨）	13
图表 16	2016 年我国白砂糖、大豆、豆粕现货价格较年初涨幅.....	13
图表 17	2016-2017 年我国 PET 价格走势.....	14
图表 18	2016-2017 年我国瓦楞纸及浮法玻璃价格较年初涨幅	14
图表 19	第三次涨价潮期间调味品企业提价情况	15
图表 20	2016 至 2018 年调味品行业主要公司营收、净利率以及毛利率	15
图表 21	2016 至 2018 年调味品行业主要公司毛利率及净利率变化情况	16
图表 22	2017-2018 年调味品主要企业股价表现情况	17
图表 23	2016-2020 年我国大包粉进口数量.....	17
图表 24	2016-2018 年我国大包粉进口平均价	17
图表 25	2017 年我国主产区生鲜乳平均价（元/公斤）	18
图表 26	2016-2018 年我国主产区生鲜乳平均价	18
图表 27	第三次涨价潮期间乳制品企业提价情况	18
图表 28	2016 至 2018 年乳制品行业主要公司单季度营收、净利率以及毛利率	19
图表 29	2017 至 2018 年乳制品行业主要公司毛利率及净利率变化情况	19
图表 30	2017 年燕塘乳业与三元股份股价表现情况	20
图表 31	2016-2017 年面粉市场价变动情况.....	20
图表 32	2016-2017 年活鸭市场价变动情况.....	20
图表 33	2016-2018 年洽洽食品净利率情况.....	21

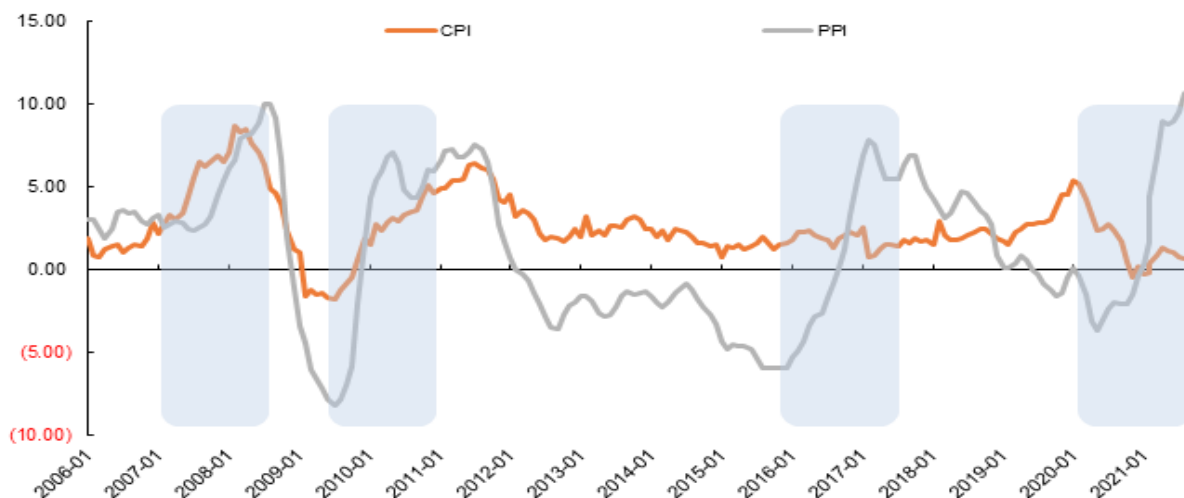
图表 34	2016-2017 年绝味食品与桃李面包净利率情况	21
图表 35	第三次涨价潮期间食品企业提价情况	21
图表 36	2017-2018 年洽洽食品营业收入与净利润增速情况	22
图表 37	2017-2018 年洽洽销售净利率与销售毛利率情况	22
图表 38	2016 至 2018 年休闲食品行业主要公司营收、净利率以及毛利 (%)	22
图表 39	2017 至 2019 年休闲食品行业主要公司毛利率及净利率变化情况	22
图表 40	2017-2018 年安琪酵母与洽洽食品股价表现情况	23
图表 41	大豆价格 2007-2008 年期间最高涨幅 89% (元/吨)	23
图表 42	2007-2008 年进口大麦均价 (万美元/吨)	23
图表 43	聚酯切片价格在 2007-2008 年期间保持平稳	24
图表 44	马口铁价格 2007-2008 年期间最高涨幅 24% (元/吨)	24
图表 45	第一次涨价潮期间调味品、啤酒、软饮料企业提价情况	24
图表 46	2006-2009 年燕京啤酒单季度毛利率情况	25
图表 47	2006-2009 年燕京啤酒单季度净利润率情况	25
图表 48	2006-2009 年青岛啤酒单季度毛利率情况	25
图表 49	2006-2009 年青岛啤酒单季度净利润率情况	25
图表 50	2006-2009 年承德露露单季度毛利率情况	26
图表 51	2006-2009 年承德露露单季度净利润率情况	26
图表 52	2007-2009 年啤酒企业提价后股价表现	26
图表 53	图表 53 2007-2009 年承德露露提价后股价表现	27
图表 54	2010-2012 年大豆现货价格 (元/吨)	27
图表 55	2010-2012 年大麦进口均价 (美元/吨)	27
图表 56	2010-2012 年我国生鲜乳平均价格 (元/公斤)	28
图表 57	2010-2012 年我国苦杏仁平均价格 (元/公斤)	28
图表 58	2010-2012 年我国油葵平均价格 (元/公斤)	28
图表 59	2010-2012 年我国瓦楞纸平均价格 (元/吨)	28
图表 60	第二次涨价潮期间调味品、啤酒、软饮料企业提价情况	28
图表 77	恒顺醋业提价初期股价涨幅明显	32
图表 78	随着盈利改善加速,涪陵榨菜股价自 2012 年起开启	32
图表 79	2011 年啤酒企业提价效果有限,股价无明显涨幅	33
图表 80	2010-2012 年承德露露股价收益率情况	33
图表 81	2010-2012 年伊利乳业和光明乳业收益率情况	33
图表 82	洽洽食品提价后股价无明显涨幅	34
图表 83	食品饮料行业提价节点较成本上升滞后 3-6 个月	34
图表 84	龙头率先提价后竞品在 3-6 个月内跟进	34
图表 85	涪陵榨菜多次采取换包装、缩规格的方式进行变相提价	36

图表 86	销售费用率偏低的企业毛利率提升速度更快.....	36
图表 87	食品饮料公司提价后的业绩表现	37
图表 88	重点公司预测与评级.....	37

一、06 年至今 PPI 上行引发四轮食品涨价潮

根据国家统计局数据显示，2021 年 9 月我国 CPI 同比增长 0.7%，PPI 同比增长 10.7%，PPI/CPI 已经出现较大的剪刀差，与此同时，大宗商品大幅上涨推动产品生产端原材料成本的大幅上扬，造成近期食品行业也出现了涨价潮。回顾历史，我们看到从 2006 年起，我国共出现了 4 次 PPI 的大幅上涨，也带动了食品饮料行业出现了 4 次涨价潮（含本轮提价）。我们回顾了前三次涨价潮，发现 16-17 年第三轮涨价潮的情况与本轮最为相似，均是由 PPI 向 CPI 传导，我们分析了前三次涨价潮中食品饮料公司的表现，探究上游原材料提价情况对公司盈利能力的影响，以及公司提价后报表端改善及股价表现的滞后情况。

图表 1 2006 年至今出现四次 PPI 大幅上行，引发食品涨价潮



资料来源：Wind，平安证券研究所

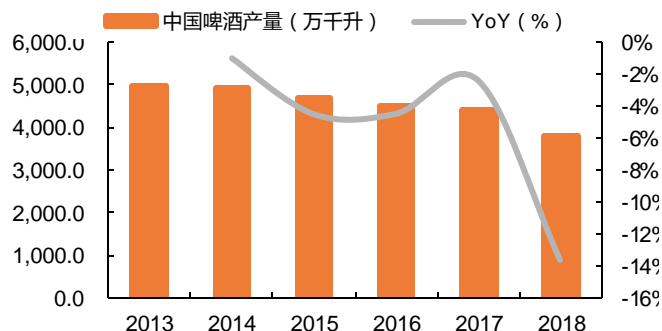
二、2016-2017 年第三轮涨价潮复盘

2.1 啤酒行业：上游成本压力传导，行业呈高端化趋势

行业产量见顶，结构性升级趋势逐渐显现。在产量方面，自千禧年以来我国啤酒产量逐步上升，在 2013 年达到顶峰，约 4,982.8 万千升。但随着人口老龄化趋势和健康意识的提高，我国人均啤酒消费量不断下降，需求减弱带动啤酒产量震荡下跌。2018 年我国啤酒消费量仅为 3,800.83 万千升，同比下滑 13.6%，据中国酒业协会统计，2013-2018 年我国啤酒产量五年 CAGR 为 -5.27%。在产品结构升级方面，高端化趋势成为厂家普遍选择。从厂家来看，在面临成本上升、量增遭遇瓶颈的背景下，啤酒企业不断推出高端产品并推动产品实现矩阵升级。

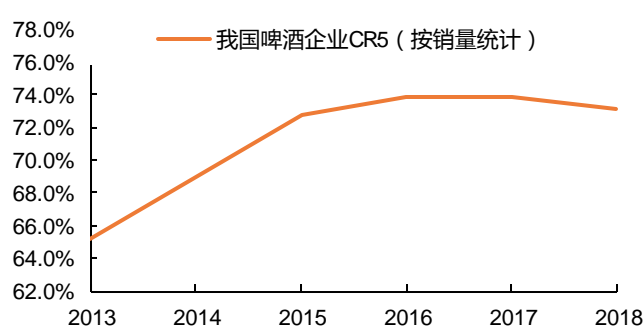
啤酒延续存量竞争，玩家头部化集中。龙头企业得益于其品牌力和渠道力，充分受益高端化趋势，市场份额有望提升。据 Euromonitor 统计，2017 年我国啤酒企业 CR5 为 73.8%，相比 2013 年提升 8.6%。在规模效应下，头部企业抢占更多的市场份额，市场集中度持续增加。

图表2 2013-2018年我国啤酒产量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2013年-2018年我国啤酒行业竞争格局



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

持续优化供应链，罐装产品优势凸显。从收入端角度考虑，因罐装啤酒均价显著高于瓶装啤酒，厂商倾向于推动产品结构调整，罐装啤酒占比持续提高；从成本端角度考虑，由于早前啤酒消费持续走高，啤酒厂商大幅扩张，导致产能过剩，自2015年以来，行业开始出现关厂潮，中小啤酒厂不断出清，据统计局数据，2017年我国规模以上啤酒厂仅447家，较2013年的506家减少59家，减少10%。重庆啤酒、华润啤酒等头部厂商纷纷推动去产能进程，如华润啤酒在2015年关停3家、2016年关停2家工厂，重庆啤酒在2016年关闭17家工厂。

图表4 头部厂商持续推进供应链优化，关闭工厂（部分）

公司	年份	月份	关闭工厂
重庆啤酒	2016年	1月	黔江分公司
		2月	六盘水公司
		5月	安徽亳州公司
		7月	转让宁波大梁山70%股权
		2月	转让九华山公司100%股权
华润啤酒	2016年	-	2家工厂
	2017年	-	四川、安徽、上海工厂
百威英博	2016-2017年	-	舟山、河南新乡

资料来源: 公司公告、同花顺 iFinD, 平安证券研究所

2.1.1 玻璃、麦芽等为啤酒生产主要成本

从成本角度出发，以青岛啤酒为例，2018年主营业务成本占主营业务收入62.3%。从细分项看，玻璃瓶、麦芽、铝罐、纸箱为主要生产成本，占比分别达到30%、11.6%、11%以及3.6%，故原材料价格变动会对厂商终端销售价格产生较大影响。

图表5 青岛啤酒主要生产成本构成为包装物、麦芽等



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2017-2018 年啤酒涨价潮中，国内政策及海外大麦主要产区减产为主要因素。2017-2018 年的啤酒涨价主要源于国内政策及海外大麦主要产区减产，原材料、人工、能源成本大幅上行迫使啤酒厂商涨价。在国内，随着去产能持续推动以及环保政策收紧，瓦楞纸、玻璃、铝材等原材料大幅上涨，据万得数据，国产 A356 铝合金价格自 2016 年去产能以来持续呈现上涨趋势，2017 年 9 月达峰，实现涨幅 45.38%，此后略有回落，但仍然高位持续震荡，同时，玻璃、瓦楞纸等啤酒重要原材料价格均快速上升，运费、能源等也有小幅度上升；在国外，澳大利亚、欧盟大麦产量减产，推动进口大麦价格上升，据海关总署数据，自 2017 年 3 月起，大麦持续上升，当年涨幅达到 20%，至 2018 年底实现涨幅 47.8%。

图表6 浮法平板玻璃价格（元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表7 国产 A356 铝合金价格（元/吨）



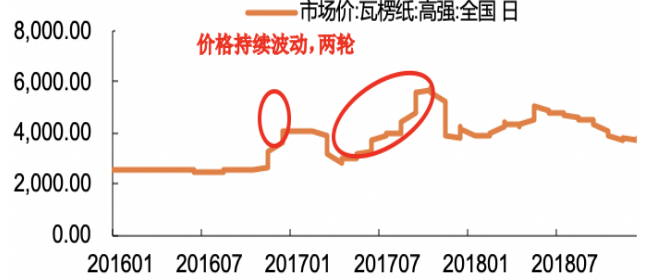
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 大麦平均进口单价（元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.1.2 提价滞后原材料涨价 1-2 季度，提价幅度为 5%-10%

企业为保证经营可持续性，通常会提早签订合同，因此当期价格上涨并不能完全反映在当期的财报中，且上游玻璃、铝材、瓦楞纸等的涨价也需要等待原材料端进一步传导，同样存在价格传导的滞后性。啤酒行业提价较原材料上涨有 3-6 个月左右的滞后时间，原材料价格快速上涨时间在 2017 年 6 月至 2017 年 12 月，涨价潮在 2017 年 12 月至 2018 年 5 月发生，提价幅度大概在 5%-10% 左右。

图表 10 第三次涨价潮期间啤酒企业提价情况

公司	时间	提价政策
重庆啤酒	2018 年 2 月	针对核心市场瓶装纯生和低端罐装出厂价提 5%
青岛啤酒	2018 年 1 月	拟对部分区域的部分产品进行价格上涨，拟涨价部分产品的平均涨价幅度不超过 5%
燕京啤酒	2018 年 5 月	优质啤酒全国提价，单款单箱全国提价 2 元
燕京啤酒	2017 年 12 月	对旗下本生啤酒（460ml，纸 1*12）的终端进货结算价格提高 3 元/箱，单瓶零售价上涨 1 元
华润啤酒	2018 年 3 月	低端产品涨价 5% 左右
华润啤酒	2018 年 1 月	调整部分中低端产品价格，包括雪花纯生、勇闯天涯在内的 9 款产品进店价格上涨 2-10 元/件，提价产品规格均为 500ml
百威英博	2018 年 3 月	百威啤酒年前已提价，年后批价由 57 元/件提至 85 元/件，涨幅近 50%
百威英博	2018 年 4 月	哈尔滨啤酒涨价

资料来源：公司公告、同花顺 iFinD，平安证券研究所

2.1.3 业绩表现：18 年毛利水平承压，19 年整体盈利改善

原材料涨价潮影响行业整体盈利能力。我们梳理了 2016 年至 2019 年华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒等主要酒企的盈利能力指标，总结发现，2017 年底的原材料涨价潮，致使 2018 年 Q1 主流酒企的毛利率均值较 2017 年 Q1 同比下降 1.61pct。定价能力强、行业龙头酒企受影响更小，如青岛啤酒毛利率同比下滑 0.85pct，重庆啤酒同比下滑 1.13pct，均低于均值，珠江啤酒作为地方酒企，影响较大，毛利率同比下滑 4.03pct。

提价一年后行业整体盈利水平改善，行业龙头优先改善。由于提价的传导存在一定滞后性，所以我们从 2018-2019 年企业业绩出发，进一步挖掘提价对企业净利润的影响，发现报表端的滞后期大约在一年左右。从主要酒企的毛利率变动水平看，2019 年 Q1/Q2/Q3/Q4 单季度毛利率均值同比分别+1.50pct/+1.40pct/+1.46pct/+2.31pct，整体盈利能力显著上升。细分看，发现行业龙头盈利能力优先改善，其中华润啤酒 2019 年 H1 实现毛利率 37.85%，同比上涨 1.85pct，重庆啤酒 2019 年 Q1 毛利率为 37.40pct，同比上涨 2.36pct。

图表 11 2017 至 2019 年啤酒行业主要公司单季度营收、净利率及毛利率情况

公司	指标	2017				2018				2019			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
华润啤酒	营业同比	-	4.2	-	3.7	-	10.9	-	7.4	-	7.2	-	4.0
	净利率	-	7.3	-	3.9	-	8.5	-	3.0	-	9.8	-	3.9
	毛利率	-	33.5	-	33.7	-	36.0	-	35.1	-	37.9	-	36.8
青岛啤酒	营业同比	2.6	1.8	0.4	-5.8	3.0	-1.5	2.0	1.5	11.4	7.3	-1.7	5.2
	净利率	8.6	8.1	8.5	5.3	9.7	9.2	9.5	5.9	10.6	10.4	11.0	6.9
	毛利率	41.0	42.0	42.4	40.5	40.1	39.4	39.2	37.7	39.7	40.1	40.2	39.0

燕京啤酒	营业同比	2.1	-0.7	-5.5	-16.5	3.4	-2.2	0.1	10.8	5.1	-2.6	1.3	-1.1
	净利率	2.0	8.3	6.4	1.5	2.0	8.8	6.5	2.0	2.0	8.8	6.7	2.3
	毛利率	32.6	40.6	39.4	36.3	32.2	42.4	41.2	38.5	32.5	42.6	41.1	39.1
重庆啤酒	营业同比	0.3	-5.4	4.2	-3.7	10.4	11.4	5.8	11.3	2.5	5.1	2.8	2.4
	净利率	6.4	10.8	12.7	10.3	10.6	13.3	14.5	12.1	12.1	14.8	21.8	20.3
	毛利率	36.2	40.1	40.5	39.3	35.0	39.4	41.1	39.9	37.4	40.7	41.8	41.7
珠江啤酒	营业同比	14.6	11.6	6.3	6.2	7.8	9.2	6.9	7.3	4.6	5.5	5.5	5.1
	净利率	2.1	4.8	5.8	5.3	2.9	8.1	9.9	9.4	4.4	10.4	13.4	12.1
	毛利率	37.3	41.1	40.5	39.2	33.3	40.2	41.9	40.6	37.0	43.2	46.3	46.8

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2017至2019年啤酒行业主要公司单季度毛利率及净利率变化情况

		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
毛利率	青岛啤酒	-0.15	1.15	-0.47	-0.98	-0.85	-2.58	-3.17	-2.85	-0.44	0.74	0.94	1.26
	燕京啤酒	-0.19	-2.28	-1.27	-3.38	-0.44	1.78	1.86	2.21	0.31	0.14	-0.10	0.53
	重庆啤酒	1.57	0.86	-0.48	0.04	-1.13	-0.66	0.65	0.58	2.36	1.28	0.64	1.76
	珠江啤酒	-2.63	-0.79	-0.58	-1.14	-4.03	-0.92	1.38	1.40	3.77	3.00	4.36	6.29
	平均	-0.35	-0.25	-0.70	-1.09	-1.61	0.03	0.18	0.55	1.50	1.40	1.46	2.31
净利率	青岛啤酒	0.85	0.85	0.19	1.02	1.10	1.08	0.98	0.61	0.90	1.21	1.43	1.02
	燕京啤酒	0.20	0.65	0.05	-1.21	-0.02	0.42	0.05	0.43	0.05	0.04	0.23	0.32
	重庆啤酒	4.27	4.99	2.41	5.89	4.22	2.46	1.78	1.88	1.53	1.49	7.38	8.19
	珠江啤酒	0.07	0.99	1.78	1.67	0.83	3.31	4.10	4.13	1.44	2.24	3.47	2.68
	平均	1.35	1.38	1.11	1.29	1.53	1.69	1.73	1.23	0.98	1.26	3.13	2.61

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.1.4 股价表现: 短期事件催化, 当月股价上涨 20-40%

提价预期为股价上涨重要催化因素, 短期内斜率较高。我们回顾了 2017 年至 2019 年主要啤酒企业的收益变动, 发现随着提价信息宣布, 企业股价均快速上升, 进入上升周期, 如华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒等, 在 2017 年 12 月至 1 月期间宣布涨价消息, 当月股价快速上涨, 重庆啤酒上涨约 20%, 燕京啤酒上涨约 40%, 青岛啤酒上涨约 30%。

提价效应不断释放, 股价迎来二次长斜率上涨。随着原材料价格从波峰逐渐转向波谷, 而企业提价效果在终端不断夯实, 企业业绩持续改善, 提价效应进一步释放, 股价迎来进一步的长斜率上涨。2019 年底, 华润啤酒股价较 2017 年底上涨 66.3%, 青岛啤酒上涨 32.4%。

图表13 2017年-2018年啤酒主要企业收益情况



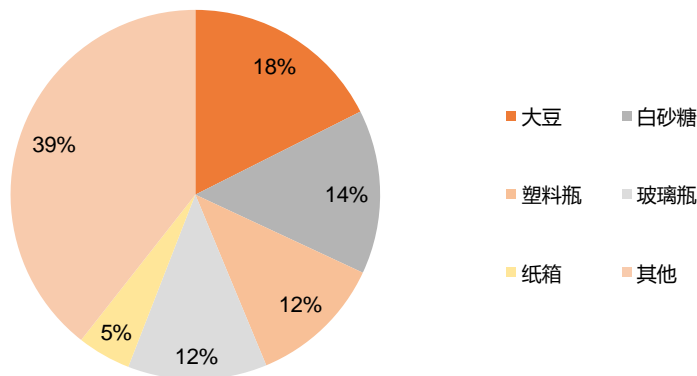
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 调味品行业：成本波动影响显著，周期性提价规律

2.2.1 原材料和包材占调味品成本较大比例，受此影响较大

调味品的成本主要由原材料成本和包材成本构成。根据海天味业招股说明书，原料成本主要包括大豆(18%)、白糖(14%)，包材成本主要包括塑料瓶(12%)、玻璃瓶(12%)和纸箱(5%)。调味品的毛利率很大程度上受到上述成本波动影响，原材料上涨会通过提价的方式传导至下游经销商及消费者。

图表14 海天味业招股说明书中原材料占比情况

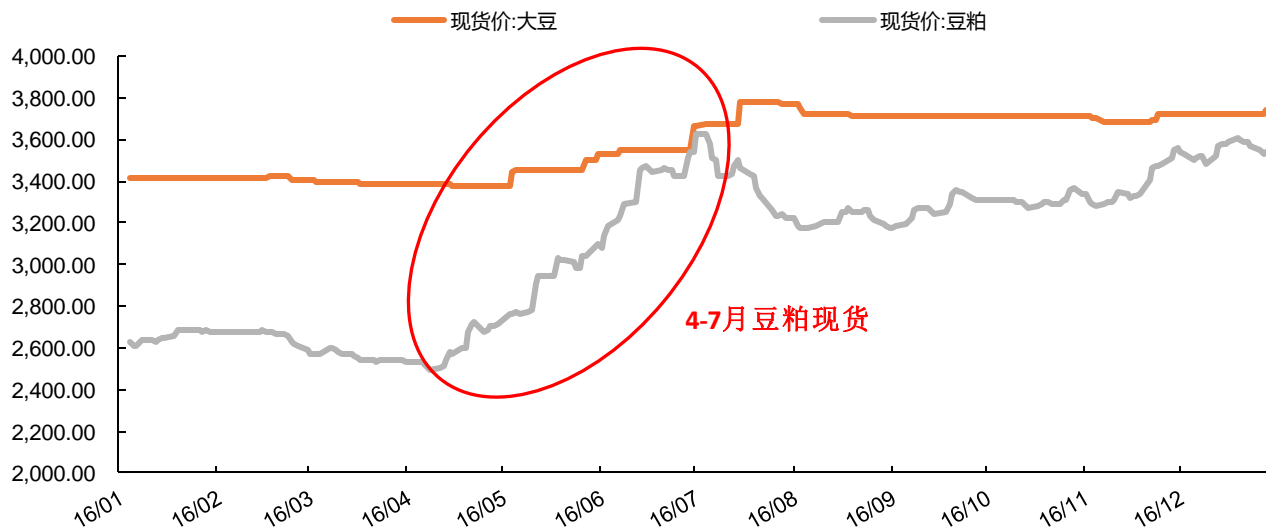


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

大豆价格4月起显著上行，白砂糖价格下半年持续。2016年4月，豆粕现货价出现显著增长，4-7月涨幅高达43%，8月

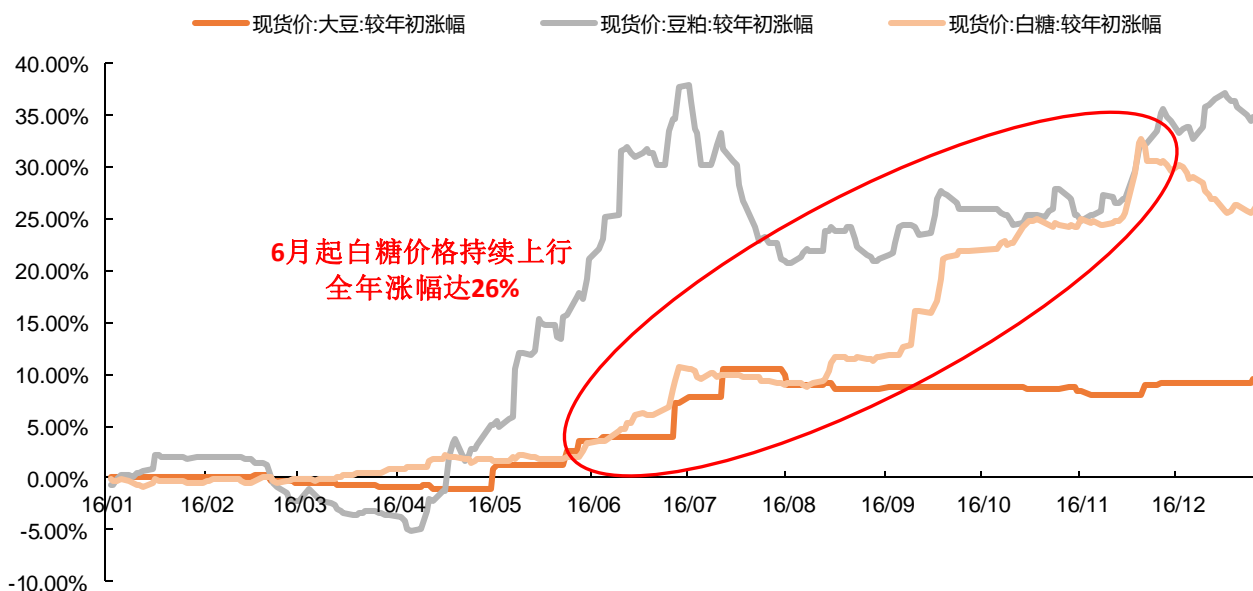
小幅回落后再度攀升，全年涨幅达 34%。大豆现货价则从 5 月开始上涨，直至 7 月中旬上涨幅度约 10%，下半年价格稳居高位。我国白砂糖现货价格则自 2016 年 6 月开始上行，直至 11 月底最高上涨 30.6%，全年涨幅达 25.7%。

图表 15 2016 年我国大豆及豆粕现货价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

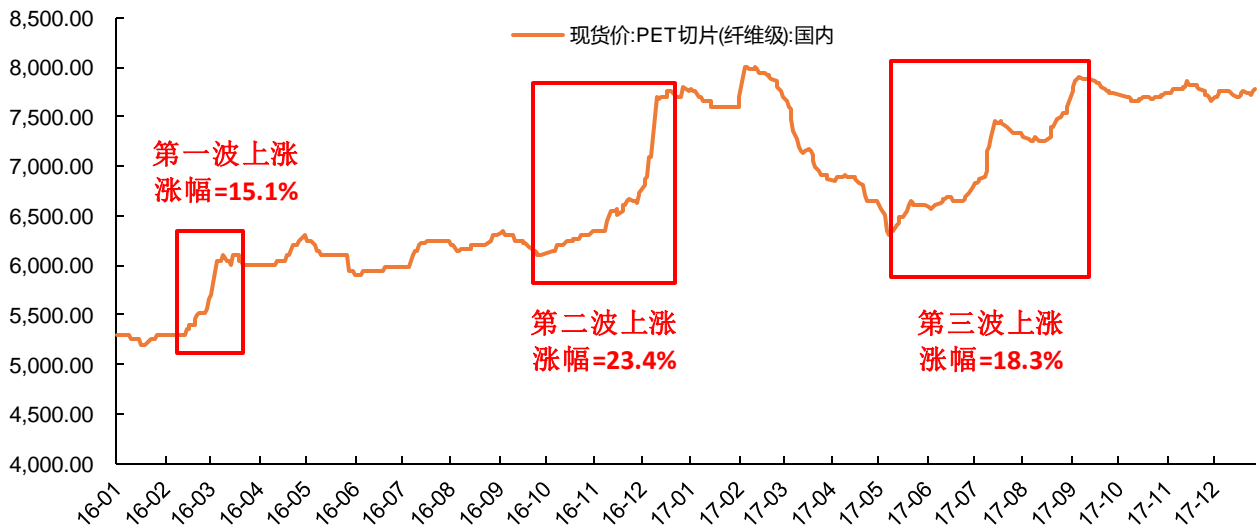
图表 16 2016 年我国白砂糖、大豆、豆粕现货价格较年初涨幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

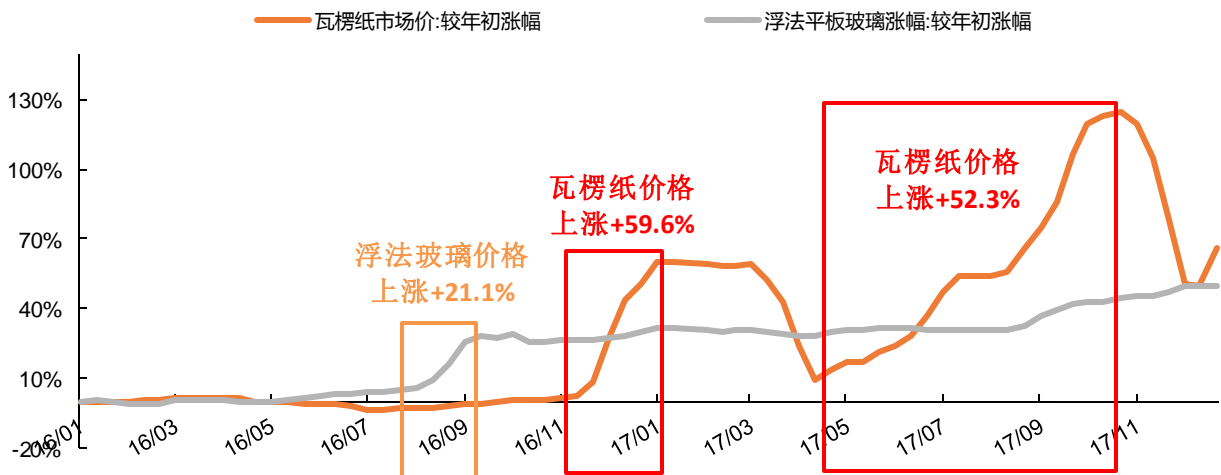
玻璃价格不断走高，PET、瓦楞纸经历多轮上涨。2016年-2017年期间，我国浮法平板玻璃价格持续攀升，区间涨幅达50%，其中16年8月至9月中旬上涨速度最快，上涨幅度达21.1%。同期PET价格则是经历了三轮上涨，区间涨幅达46.8%，其中第一轮上涨（2016年2月-3月中旬）实现涨幅15.1%；第二轮（2016年11月-12月）上涨23.4%，并且持续稳居高位至17年2月；第三轮上涨（2017年5月-9月中旬）为17年3月PET价格冲高回落后的触底反弹，实现涨幅18.3%。2016-2017年期间，我国瓦楞纸价格经历了两轮上涨，区间涨幅达66.2%，其中第一轮上涨（2016年11月-2017年1月）涨幅为59.6%，第二轮上涨（2017年5月-11月）涨幅为52.3%。

图表17 2016-2017年我国PET价格走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 2016-2017年我国瓦楞纸及浮法玻璃价格较年初涨幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2.2 提价幅度为 5%-10%，提价滞后 4-6 个月左右

基于调味品行业主要原材料价格变化以及厂商的提价行为，第三次涨价潮的滞后提价周期为 6 个月，价格快速上涨时间在 2016 年 2-3 月和 2016 年 6-11 月，涨价潮主要集中在 2017 年 1 月至 2017 年 3 月，且幅度大概在 5%-10% 左右。其中海天作为行业龙头在 17 年 1 月率先提价，对多数产品提价 5%，随后中炬高新、千禾味业等调味品企业也纷纷在 2 个月内跟随性提价，提价幅度在 5-8% 之间。为应对原材料成本的上行，涪陵榨菜也进行了多轮提价。2016 年 7 月，为应对原材料和劳动力上涨，涪陵榨菜将 11 个单品价格提高 8%-12%；2017 年 2 月，为缓解成本压力，公司再次上调了 80 克和 88 克榨菜等 9 个单品的产品价格，提价幅度为 15%-17%；2017 年四季度，公司将旗下脆口榨菜的包装净含量从 175 克减少至 150 克，主力榨菜则由 88 克减少至 80 克，售价不变，即对上述两款产品变相提价 10% 至 16.7%。

图表 19 第三次涨价潮期间调味品企业提价情况

公司	时间	提价政策
海天味业	2017 年 1 月	对多数产品提价 5%
中炬高新	2017 年 3 月	对厨邦及美味鲜全线产品提价 5-6%
千禾味业	2017 年 3 月	对全线产品提价约 8%
恒顺醋业	2016 年 6 月	对主力醋产品提价 9%
涪陵榨菜	2016 年 7 月	对 11 款单品提价 8-12%
	2017 年 2 月	对 9 款单品提价 15-17%
	2017Q4	对脆口和主力榨菜包装缩量，变相提价 10-16%

资料来源：公司公告、同花顺 iFinD，平安证券研究所

2.2.3 业绩表现：16Q4 毛利水平承压，17Q4 报表盈利改善

原材料涨价潮影响行业整体盈利能力。我们梳理了 2016 年至 2018 年海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业和涪陵榨菜等主要调味品企业的盈利能力指标，总结发现，2016 年的原材料涨价潮，致使 2016 年 Q4 主流调味品企业的毛利率均值较 2016 年 Q1 下降 2.0pct。

提价后企业盈利能力得到改善，对冲成本上涨压力。第三轮涨价潮中调味品公司的主要提价时间为 17Q1，17Q4 行业整体盈利复苏，主流调味品毛利率均值同比上涨 4.32pct。其中海天味业报表端改善显著，17Q4 毛利率同比+3.56pct，中炬高新 Q4 毛利率同比+2.12pct，千禾味业 Q4 毛利率同比+2.14pct。18 年调味品行业盈利水平稳居高位，18Q1-Q4 主流调味品毛利率均值同比上涨+2.04pct/+2.61pct/+2.08pct/+2.51pct。由此可见，调味品提价体现在财务报表上的滞后期为 6 个月左右，且行业的盈利能力改善具有持续性。

图表 20 2016 至 2018 年调味品行业主要公司营收、净利率以及毛利率

公司	指标	2016				2017				2018			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
海天味业	营业同比	7.24	11.90	12.72	10.28	17.11	24.88	22.09	6.87	17.04	17.48	17.12	15.63
	净利率	23.64	24.64	19.83	22.97	24.33	24.70	21.02	26.57	25.63	25.97	22.14	28.55
	毛利率	44.61	43.42	44.82	43.02	44.69	45.13	46.45	46.58	46.70	47.59	45.08	46.45
中炬高新	营业同比	13.44	12.28	13.84	18.03	30.90	11.25	14.72	2.18	18.42	22.94	7.15	13.77
	净利率	10.00	11.46	15.47	14.58	13.47	12.74	17.57	12.72	16.19	18.48	16.53	14.19
	毛利率	35.15	38.55	37.86	35.32	39.63	38.54	41.30	37.44	38.88	41.16	37.12	39.27
千禾	营业同比	16.07	22.80	20.55	34.54	37.98	31.96	8.12	16.64	-3.01	2.64	27.68	23.59

味业	净利率	12.77	14.39	12.33	12.64	14.82	16.64	13.96	15.28	14.40	10.94	14.40	20.69
	毛利率	40.93	40.05	40.71	41.95	40.99	46.66	41.62	44.10	43.71	43.51	46.50	48.31
恒顺醋业	营业同比	7.91	6.21	16.69	12.73	2.85	8.69	5.39	9.06	8.21	11.24	12.98	7.34
	净利率	10.09	11.84	11.21	13.25	12.36	13.45	13.20	31.67	14.73	15.66	25.07	16.05
	毛利率	41.43	41.64	40.10	41.81	41.02	41.73	40.59	39.13	40.24	43.44	40.71	44.20
涪陵榨菜	营业同比	22.05	32.57	21.26	1.25	25.08	35.15	34.74	53.14	47.72	23.71	11.01	25.86
	净利率	18.47	19.59	25.30	31.26	18.55	24.08	30.41	37.59	22.64	34.23	45.24	37.53
	毛利率	47.96	47.56	46.75	37.91	44.21	49.12	46.31	54.34	51.18	58.55	57.26	55.90

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 2016至2018年调味品行业主要公司毛利率及净利率变化情况

毛利率		2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
	海天味业	0.42	-0.15	3.33	4.24	0.07	1.71	1.64	3.56	2.02	2.45	-1.37	-0.13
中炬高新	-0.02	3.24	3.33	0.03	4.48	0.00	3.44	2.12	-0.74	2.62	-4.18	1.83	
千禾味业				5.63	0.06	6.61	0.92	2.14	2.72	-3.15	4.88	4.21	
恒顺醋业	1.18	-0.26	1.95	3.16	-0.42	0.09	0.50	-2.67	-0.78	1.71	0.11	5.06	
涪陵榨菜	2.05	3.05	0.44	-0.03	-3.75	1.56	-0.43	16.43	6.97	9.43	10.95	1.55	
平均	0.64	0.92	1.93	2.60	0.09	1.99	1.21	4.32	2.04	2.61	2.08	2.51	

净利率		2017Q3	2017Q2	2017Q1	2017Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
	海天味业	0.67	0.11	-0.60	1.90	0.68	0.05	1.19	3.59	1.31	1.28	1.12	1.98
中炬高新	1.07	3.04	5.33	2.56	3.47	1.28	2.10	-1.87	2.72	5.74	-1.05	1.48	
千禾味业				3.22	2.05	2.25	1.63	2.65	-0.42	-5.70	0.44	5.41	
恒顺醋业	-34.13	0.33	1.85	6.00	2.27	1.62	2.00	18.42	2.37	2.21	11.87	-15.62	
涪陵榨菜	0.39	-0.46	5.85	23.47	0.08	4.49	5.11	6.33	4.09	10.15	14.84	-0.06	
平均	-8.55	0.26	1.98	7.43	1.71	1.94	2.41	5.82	2.01	2.73	5.44	-1.36	

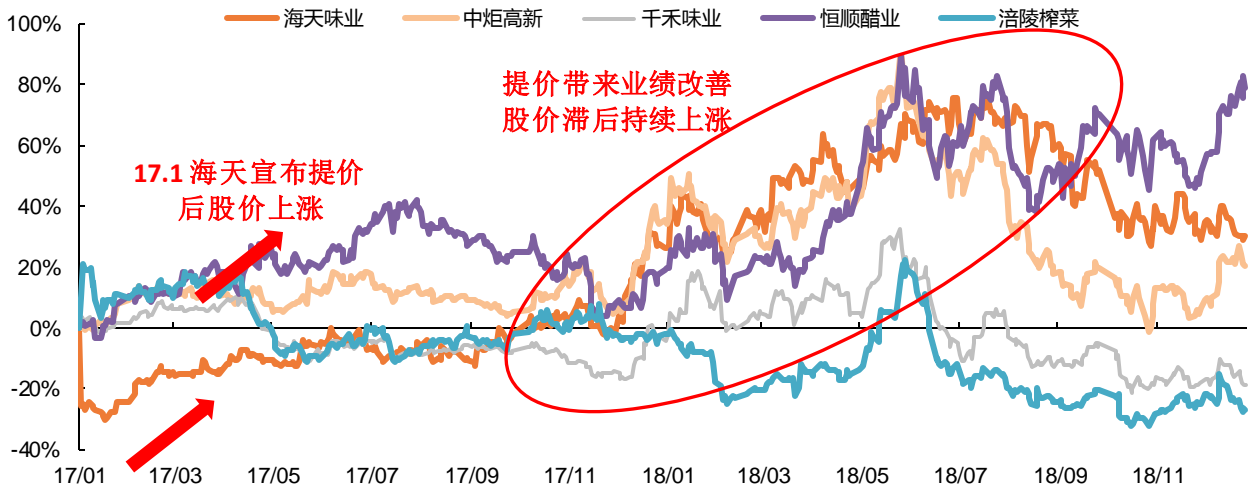
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2.4 股价表现: 短期提价预期催化乐观情绪, 长期盈利改善股价上涨

龙头提价催化股价上涨, 短期内涨幅较大。我们回顾了 2016 年至 2017 年主要调味品企业的收益变动, 发现随着提价信息宣布, 企业股价均快速上升, 进入上升周期。恒顺醋业 2016 年 6 月公布提价信息后, 当月股价上涨 8.59%, 市场情绪乐观。2017 年 1 月海天宣布涨价消息, 当月股价上涨 6.9%, 其余调味品公司受益提价预期也纷纷上涨, 中炬高新当月上涨约 7.9%。千禾味业虽然当月股价下跌, 但在其 3 月提价信息公布后也实现了 11.9% 的涨幅。

提价后盈利改善, 长期股价向上。随着提价带来的业绩改善, 调味品企业盈利能力恢复, 业绩支撑下股价呈上涨趋势, 2018 年上半年海天味业股价大幅上涨 41.3%, 全年涨幅 31.3%; 中炬高新上半年上涨 10.8%, 全年实现涨幅 19.2%; 千禾味业上半年实现涨幅 37.5%。

图表22 2017-2018年调味品主要企业股价表现情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 乳制品行业：奶价季节性波动，少数企业提价

我们回顾了 2017 年乳制品全球市场与中国市场的背景情况：

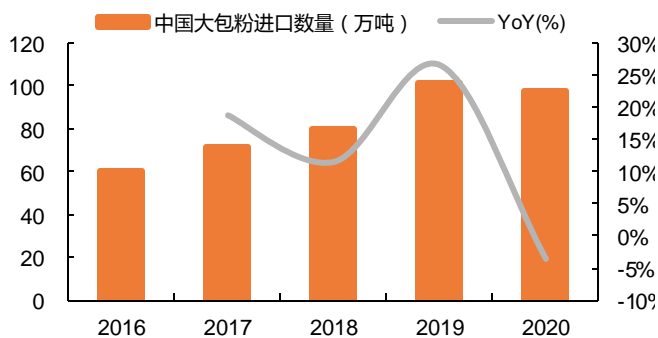
从供给端的角度来看，全球市场产量处于收缩阶段。在全球最大的七个奶源出口地区中，除美国外的六个地区产量都在 2016 年的下半年出现了大幅下降。而在内地原奶行业，由于饲料成本高，需要大量进口所需设备、冻精、兽药、添加剂等技术性产品，叠加高土地成本和规模化水平较低、单产较低等因素，造成内地原奶价格大部分时间都高于国际价格。同时，内地奶牛存栏量增速下滑，导致内地原奶供给不足，共同限制了产能供给。

从需求端的角度来看，全球市场的扩张主要源于美国 and 欧洲的需求稳步上升，然而产量的增加不是一蹴而就的，需要经历一段时间，这种滞后性造成乳制品价格全面上涨。国内市场方面，中国三四线城市和乡镇的消费培养、二胎红利的释放以及乳制品消费升级，也带来了新一轮的市场扩张。

2.3.1 乳制品成本拆分及涨价分析

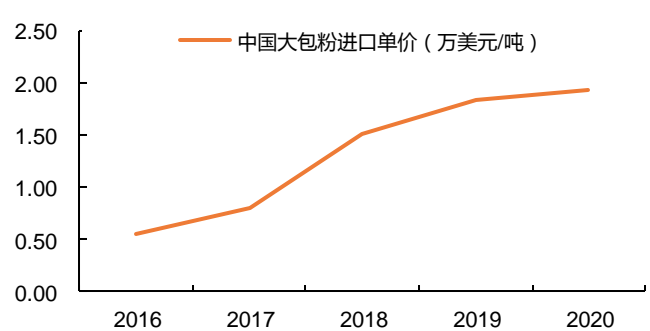
乳制品的原料主要包括原奶和大包粉（工业奶粉）。我国进口大包粉主要来自于新西兰、欧盟、澳大利亚，2016-2018 年期间我国大包粉进口量显著上涨，CAGR 高达 15.2%，进口平均价自 0.56 万美元/吨上涨至 1.50 万美元/吨，上涨幅度达 169.7%。

图表23 2016-2020年我国大包粉进口数量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 2016-2018年我国大包粉进口平均价

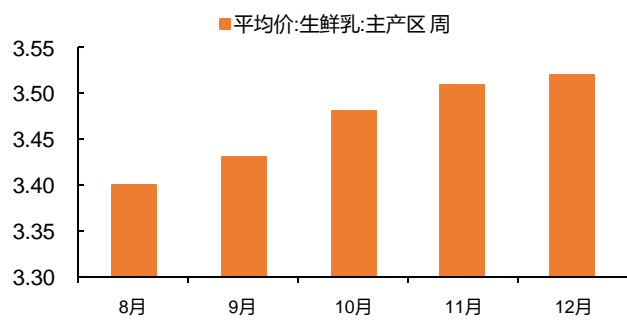


资料来源: Wind, 平安证券研究所

回顾我国主产区生鲜乳的价格走势，2016-2018年我国奶价呈现季节性波动，全年生鲜乳价格下跌 0.8%。16年生鲜乳价格 3月自高点回落，8月回升，17年4月再次自高位下跌，8月开始持续上涨，8-12月涨幅 3.52%。

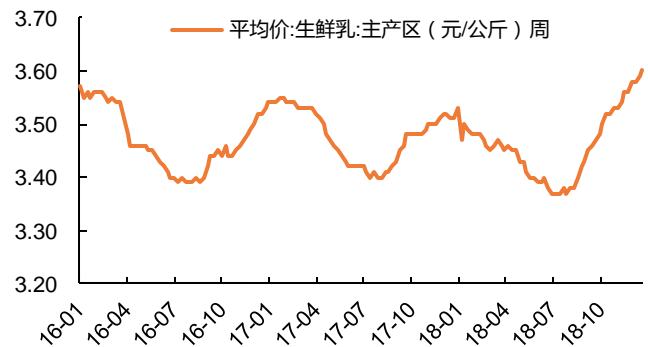
同期海外奶粉价格也出现了大幅上涨，美国农业部数据显示，2016年12月份，美国、欧盟和大洋洲三大主产区的黄油、脱脂奶粉、全脂奶粉批发均价每吨分别环比上涨 5.4%、1.7%、4.7%，同比分别上涨 15.8%、23.0%、26.9%。

图表25 2017年我国主产区生鲜乳平均价(元/公斤)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 2016-2018年我国主产区生鲜乳平均价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3.2 提价分析: 少数乳企提价, 提价幅度 2-3%

头部品牌未提价, 部分乳企提价幅度 2-3%。面对原奶价格的季节性上涨, 于 13年底刚进行提价的伊利、蒙牛和光明并未采取提价措施, 但其他部分乳企为缓解成本压力, 选择了对产品进行提价。基于乳制品行业主要原材料价格变化以及厂商的提价行为来看, 第三次涨价潮的滞后提价周期为 3-6个月, 价格快速上涨时间在 2016年9月-2017年2月, 涨价潮主要集中在 2017年2月至 2017年4月, 且幅度大概在 2%-3%左右。2017年1月17日, 广东燕塘乳业股份有限公司在对经销商发出通知称, 由于市场形势变化, 产品生产升本上升, 为了稳定产品质量, 拟对部分产品价格做调整, 价格调整自 2017年2月1日起执行, 调价幅度为 2-3%, 涨价产品数约占总体的 30%。涵盖纯牛奶、纯味乳酸奶、高钙奶、酸奶、礼品装红枣枸杞奶、其他风味奶等 10多款产品。2017年4月, 媒体报道三元食品下发通知正式提高到户奶品价格, 涉及产品包括原味酸牛奶等十几款到户奶品。

图表27 第三次涨价潮期间乳制品企业提价情况

公司	时间	提价政策
燕塘乳业	2017年2月	对旗下 30%的产品提价 2-3%
三元股份	2017年4月	对十几款到户奶品提价

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

2.3.3 业绩表现: 17年行业整体承压, 提价企业逆势突围

原奶涨价行业整体盈利能力承压。我们梳理了 2016年至 2018年以来蒙牛乳业、伊利股份、光明乳业等主要乳制品企业的盈利能力指标, 总结发现, 在 2016-2018年的原材料波动性涨价下, 致使 17Q1/Q2/Q3 主流乳制品企业的毛利率均值较 16年下降 1.3pct/1.7pct/2.2pct, 行业整体盈利水平承压。

提价企业受冲击较小, 实现逆势突围。在 17Q1 行业龙头伊利股份和光明乳业毛利率水平分别降低 4.10pct 和 5.56pct 的情况下, 宣布提价的燕塘乳业盈利能力逆势增长, 17Q1 毛利率水平同比提升 4.25pct, 充分受益提价策略。

图表28 2016至2018年乳制品行业主要公司单季度营收、净利率以及毛利率

公司	指标	2016				2017				2018			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
蒙牛乳业	营收同比	-	6.65	-	10.13	-	8.02	-	11.47	-	17.15	-	14.71
	净利率	-	4.34	-	-1.50	-	3.78	-	3.37	-	4.80	-	4.63
	毛利率	-	33.68	-	32.79	-	35.64	-	35.21	-	39.22	-	37.38
伊利股份	营收同比	2.61	-2.11	2.40	0.03	3.23	19.63	17.68	7.17	24.56	13.80	12.92	17.57
	净利率	10.23	10.77	9.59	9.40	11.05	10.11	9.48	8.89	10.76	8.76	8.31	8.17
	毛利率	41.74	36.08	38.41	35.32	37.64	38.69	37.45	35.13	38.80	38.54	35.80	38.34
光明乳业	营收同比	-1.59	2.39	-31.24	11.44	7.45	5.34	7.45	8.96	-4.98	-1.54	-10.57	-1.71
	净利率	3.21	3.13	3.25	3.34	3.97	3.92	3.76	3.77	4.23	4.29	3.35	2.51
	毛利率	40.72	42.10	39.52	31.80	35.17	34.47	33.69	29.74	34.30	32.71	33.65	32.71
燕塘乳业	营收同比	-0.25	11.71	8.71	3.95	27.84	7.97	9.20	11.43	9.14	5.46	3.09	2.28
	净利率	4.91	9.78	11.00	9.62	5.58	10.88	11.89	10.00	4.14	7.25	6.96	3.49
	毛利率	28.39	40.97	41.36	33.83	32.64	36.19	37.30	35.13	32.10	34.65	31.09	29.47
三元股份	营收同比	2.69	1.99	4.95	10.35	-0.18	16.45	7.84	-5.85	26.71	19.72	17.62	24.21
	净利率	1.01	6.02	4.40	2.28	0.04	1.06	2.59	1.29	1.25	2.95	2.22	2.50
	毛利率	30.40	33.23	28.63	29.97	30.53	32.45	30.84	23.81	31.96	36.15	32.34	31.34

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 2017至2018年乳制品行业主要公司毛利率及净利率变化情况

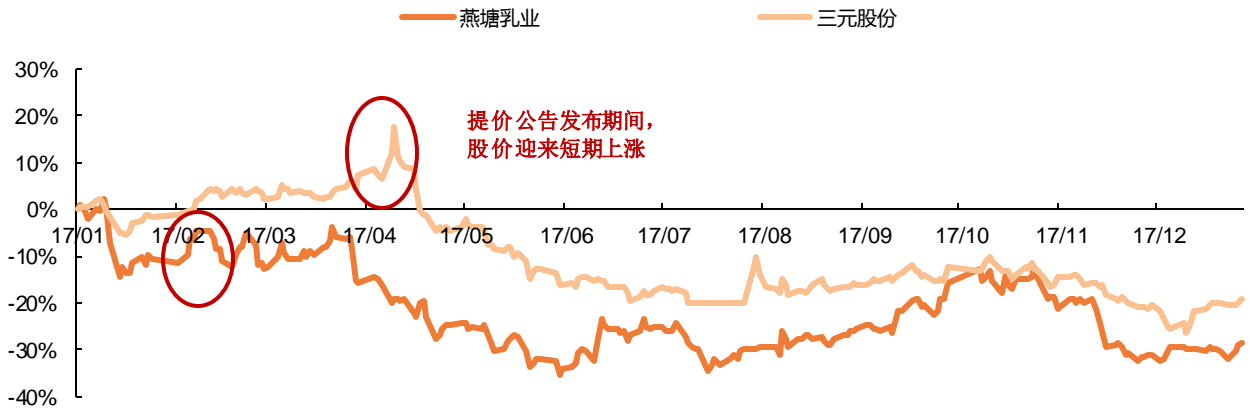
		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
毛利率	伊利股份	-4.10	2.61	-0.96	-0.19	1.16	-0.14	-1.65	3.21
	光明乳业	-5.56	-7.63	-5.83	-2.06	-0.86	-1.76	-0.04	2.97
	燕塘乳业	4.25	-4.77	-4.05	1.30	-0.54	-1.55	-6.21	-5.66
	三元股份	0.13	-0.77	2.21	-6.16	1.43	3.70	1.51	7.53
	平均	-1.32	-1.72	-2.16	-0.94	0.30	0.77	-1.60	2.04
净利率	伊利股份	0.82	-0.65	-0.12	-0.51	-0.29	-1.35	-1.17	-0.72
	光明乳业	0.76	0.79	0.51	0.43	0.26	0.38	-0.41	-1.27
	燕塘乳业	0.67	1.09	0.89	0.38	-1.44	-3.63	-4.93	-6.51
	三元股份	-0.97	-4.97	-1.82	-1.00	1.22	1.89	-0.37	1.21
	平均	0.32	-0.86	-0.13	0.83	-0.06	-0.34	-1.72	-1.20

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3.4 股价表现: 短期事件催化, 连续多日上涨

乳企提价事件对公司股价短期情绪利好。下半年的生鲜乳涨价，从成本端带动了奶制品企业的股价上涨。我们回顾了 2017 年内一些提价乳企的收益变动，燕塘乳业连续上涨 6 天，上涨幅度达 7.85%；三元股份在市场传出提价讯息后，期间公司股价上涨 12.8%。但拉长周期来看，由于行业竞争加剧以及品牌力较弱，仅二三线乳企的提价并未像调味品、啤酒一样走出二次上涨的行情。

图表30 2017 年燕塘乳业与三元股份股价表现情况



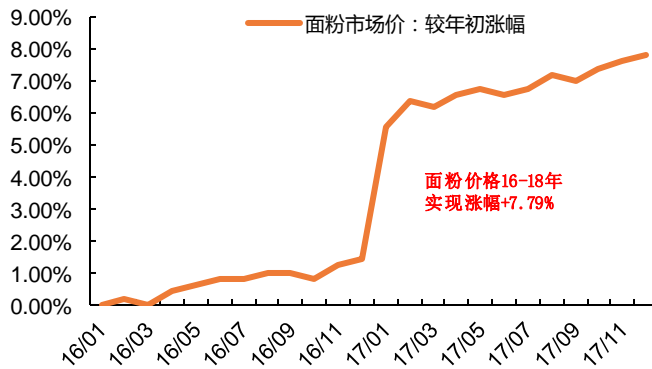
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 休闲食品行业：成本波动影响显著，提价周期较长

2.4.1 休闲食品成本拆分及涨价分析

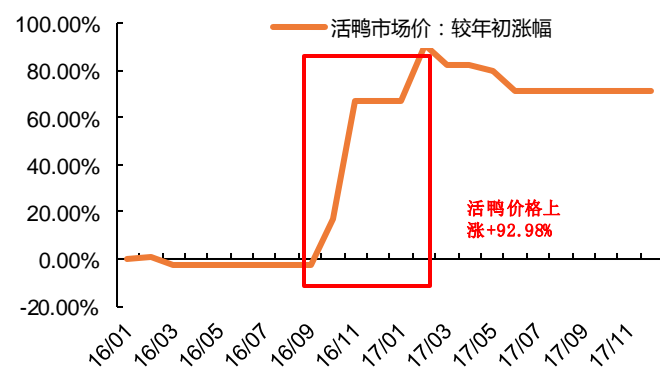
原材料价格上升，净利率承压下降。我国休闲食品子类目丰富，包括坚果、卤制品、烘焙、糖果、饼干等，各子行业的成本构成较为不同。自 2016 年初开始，活鸭、面粉、油脂等休闲食品相关原材料大幅涨价。其中活鸭价格涨幅最大且持续时间最长，自 16 年初开始价格显著提升，一直持续至 2017 年 Q3。原材料价格的上涨，使休闲食品企业的成本增加。

图表31 2016-2017 年面粉市场价变动情况



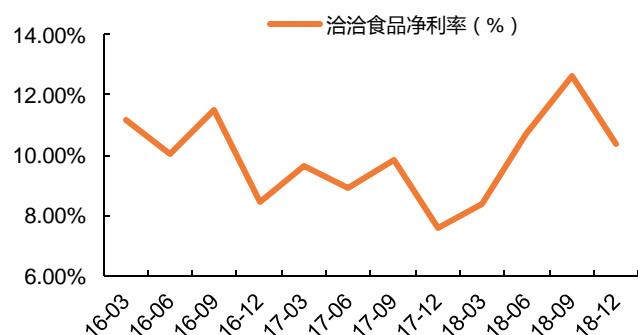
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 2016-2017 年活鸭市场价变动情况



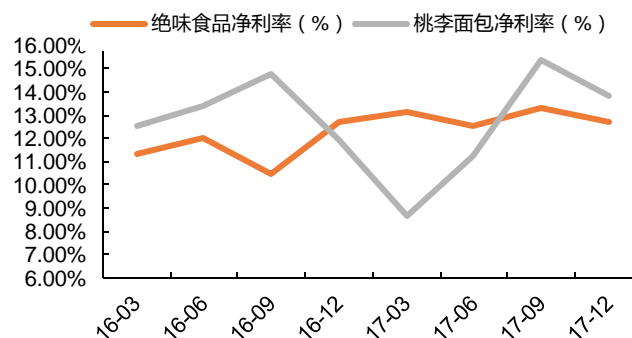
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 2016-2018年洽洽食品净利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表34 2016-2017年绝味食品与桃李面包净利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4.2 原材料上涨推动提价, 提价幅度为 5%-15%

由于成本上涨, 企业经营压力提升, 部分企业开始通过提价来转移成本压力, 产生了从原材料向产成品自上而下的涨价潮。安琪酵母于 18 年 1 月对国内 60% 的产品提价 3%-4% 左右, 同年 10 月再次对部分酵母产品提价 7%-15%, 其提价主要驱动因素为糖蜜价格上涨。洽洽食品在 2018 年 7 月 18 日对香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等八个品类提价, 幅度为 6%-14.5%。

图表35 第三次涨价潮期间食品企业提价情况

公司	时间	提价政策
洽洽食品	2018 年 7 月	对八个品类提价 6-14.5%
安琪酵母	2016 年 1 月	对埃及酵母、YE 产品提价 5%
	2016 年 5 月	对 YE 产品提价 5%

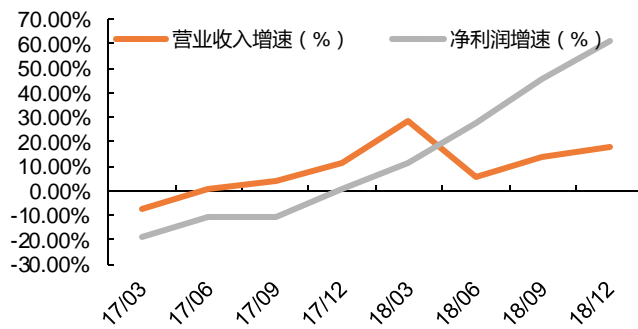
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

2.4.3 业绩表现: 及时提价纾解成本压力, 盈利能力迅速改善

成本上升冲击公司盈利能力, 部分公司依靠囤货缓冲。我们梳理了 2016 年至 2018 年以来绝味食品、洽洽食品、桃李面包等主要食品企业的盈利能力指标, 发现以鸭副产品为主要原材料的绝味食品在 17 年活鸭价格大幅上涨时, 依靠消耗之前年度囤货来缓冲成本冲击, 净利率表现较为平和。18Q1 洽洽食品则受成本上行影响, 毛利率同比下降 1.81pct。

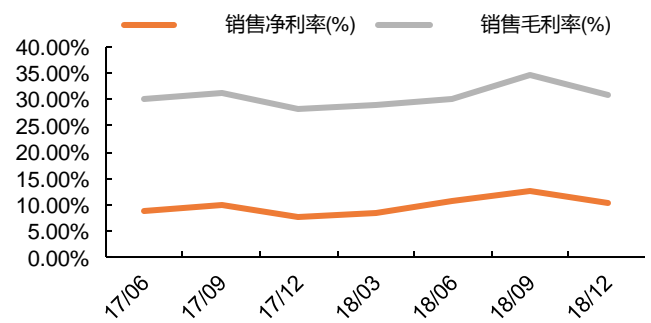
洽洽采取提价策略, 企业盈利能力得以改善。洽洽食品提价后, 盈利能力迅速出现显著改善, 18Q3/18Q4/19Q1/Q2 毛利率分别同比 +3.55pct/2.56pct/1.45pct/3.19pct。同时, 销售净利率也出现了对应上升趋势, 18Q3/18Q4/19Q1/Q2 分别同比 +1.07pct/1.59pct/2.72pct/1.73pct。洽洽此次提价传导顺畅, 财务指标当季度迅速改善, 成功将成本压力传至终端。

图表36 2017-2018年洽洽食品营业收入与净利润增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 2017-2018年洽洽销售净利率与销售毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表38 2016至2018年休闲食品行业主要公司营收、净利率以及毛利 (%)

公司	指标	2017				2018				2019			
		2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4
绝味食品	营收同比	18.68	18.89	19.58	13.36	10.11	14.87	13.76	14.71	19.63	19.24	18.21	16.70
	净利率	13.09	12.79	12.99	12.92	15.50	14.92	14.73	14.44	15.60	15.77	15.63	15.29
	毛利率	34.67	36.49	35.07	36.87	34.42	36.39	33.92	32.47	33.31	35.03	35.52	31.70
洽洽食品	营收同比	-7.13	0.71	3.82	11.41	28.44	5.86	13.78	17.81	1.26	11.78	19.01	25.68
	净利率	9.67	9.29	9.50	8.93	8.39	9.44	10.57	10.52	11.11	11.17	12.49	12.48
	毛利率	30.74	29.97	31.10	28.19	28.93	30.22	34.65	30.76	30.38	33.40	35.84	33.06
桃李面包	营收同比	23.88	24.81	24.20	21.13	20.57	18.30	19.15	16.40	15.52	20.19	15.18	16.29
	净利率	8.69	10.09	12.11	12.58	10.93	12.13	13.13	13.29	10.61	11.87	12.21	12.11
	毛利率	34.66	36.12	40.32	38.66	38.82	39.70	39.40	40.59	39.29	39.89	39.60	39.46

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 2017至2019年休闲食品行业主要公司毛利率及净利率变化情况

毛利率	公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
		绝味食品	4.43	5.01	3.54	2.98	-0.25	-0.10	-1.16	-4.40	-1.10	-1.36	1.60
洽洽食品	-1.12	-1.22	-0.24	-1.82	-1.81	0.25	3.55	2.56	1.45	3.19	1.19	2.30	
桃李面包	-0.54	0.12	3.07	2.86	4.15	3.58	-0.92	1.93	0.47	0.19	0.20	-1.13	
平均		-0.54	0.12	3.07	2.86	4.15	3.58	-0.92	1.93	0.47	0.19	0.20	-1.13
净利率	公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
		绝味食品	1.80	1.11	1.74	1.30	2.41	2.14	1.74	1.52	0.10	0.84	0.90
洽洽食品	-1.46	-1.33	-1.42	-1.29	-1.29	0.15	1.07	1.59	2.72	1.73	1.92	1.95	
桃李面包	-4.28	-3.59	-1.06	3.89	0.84	0.02	0.55	2.36	-1.53	-1.26	-1.08	1.50	
平均		-1.27	-1.22	-0.14	0.99	0.88	0.63	1.34	1.14	0.27	0.13	0.69	0.86

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4.4 股价表现：短期事件催化，当月股价上涨

股价提前反应提价预期，持续上涨 1-2 月。洽洽食品在 18 年 7 月发布提价公告前，股价已提前反应，并持续上涨十个交易日，当月股价上涨 8%。安琪酵母在 18 年 1 月提价后，股价半个月内在上涨 11.52%，同年 10 月再次提价，提价情绪期间股价大幅上涨 16.3%。

图表 40 2017-2018 年安琪酵母与洽洽食品股价表现情况



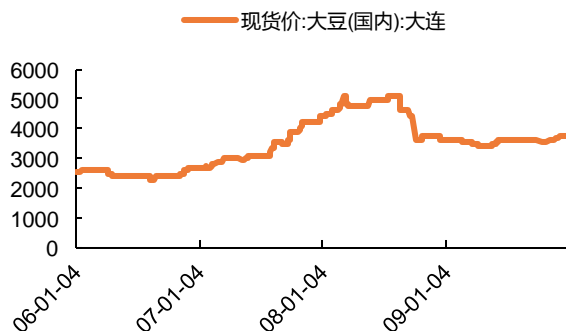
资料来源：Wind，平安证券研究所

三、2007-2008 年涨价潮复盘

3.1 2007 年起食品主要原料、包材成本持续上涨

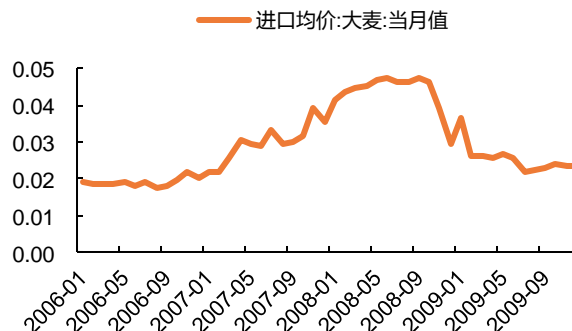
原材料方面，大豆价格自 2007 年初至 2008 年 8 月持续上行，从 2700 元/吨上涨至 5100 元/吨，涨幅达 88.9%；大麦进口均价由 2007 年 1 月 217 美元/吨上涨至 2008 年 6 月的 474 美元/吨，涨幅高达 118.4%；包材方面，马口铁价格在 2006 年 8 月至 2008 年 6 月期间涨幅 23.7%。

图表 41 大豆价格 2007-2008 年期间最高涨幅 89% (元/吨)



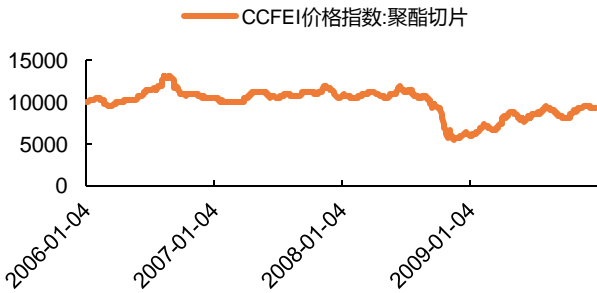
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 42 2007-2008 年进口大麦均价 (万美元/吨)



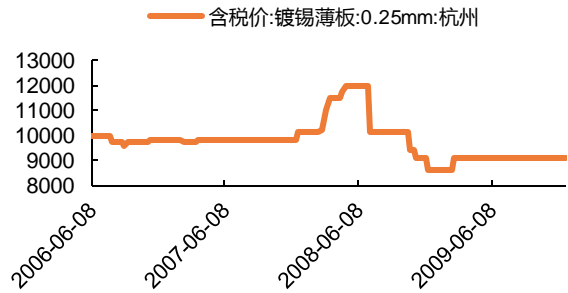
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表43 聚酯切片价格在2007-2008年期间保持平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表44 马口铁价格2007-2008年期间最高涨幅24%(元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 调味品、啤酒、软饮料于2008年初迎来提价潮

对于食品公司而言, 1) 直接材料成本普遍占比较高, 原料包材价格上涨对其盈利能力影响较大; 2) 食品作为必选消费品, 占居民整体消费比重较低, 食品的需求价格弹性相对较小。因此在成本上行期食品公司有较大的动力提价改善盈利。

调味品: 酱油、醋、榨菜的主要成本构成分别为大豆和白砂糖、糯米、青菜头, 历史上看, 酱醋提价周期一般为2-3年, 涪陵榨菜普遍通过变更包装的形式间接提价, 降低消费者敏感度。受2007年主要原料成本上行压力影响, 2007年底海天味业对其酱油产品提价5.0%, 2008年初涪陵榨菜通过包装变更的方式间接提价, 提价后其70克、80克和100克产品平均售价较2007年上涨24.9%。

啤酒/软饮料: 2007年大麦成本涨幅较大, 啤酒行业于2007年底至2008Q1集体提价, 2007年12月燕京啤酒宣布对其北京市场70多个产品中的6种产品价格适当调整, 后续在2008Q1陆续在内蒙、河北、两广、湖南、山东等市场调价, 幅度在5%-10%; 青岛啤酒自2008年1月1日起上调其主力产品青岛大优出厂价6%-8%。由于马口铁价格持续上行, 承德露露分别在2007年11月、2008年1月上调出厂价3.6%、5.0%。

图表45 第一次涨价潮期间调味品、啤酒、软饮料企业提价情况

提价时间	公司名称	提价品类/区域	提价幅度
调味品			
2007年底 2008年初	海天味业	酱油产品	5.0%
	涪陵榨菜	将产品包装从70g换为100g	70克、80克和100克产品平均售价较2007年上涨24.9%
啤酒/软饮料			
2007.12.18	燕京啤酒	北京市场70多个产品中的6种产品	适当调整
2008Q1	燕京啤酒	陆续在内蒙、河北、两广、湖南、山东等市场调价	5%-10%
2008.1.1	青岛啤酒	青岛大优	6%-8%
2007.11	承德露露	杏仁露	3.6%
2008.1	承德露露	杏仁露	5.0%

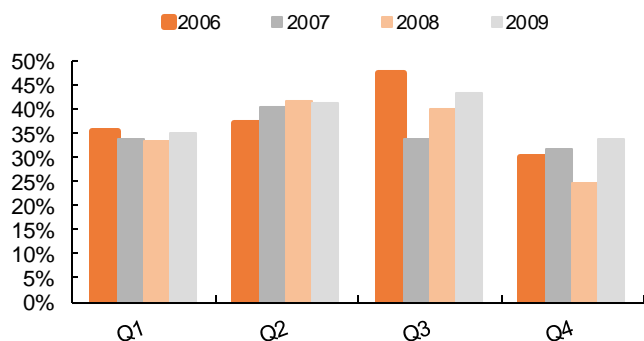
资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

3.3 啤酒盈利改善弹性大, 承德露露当季盈利改善

啤酒提价后营收增速表现稳定，提价传导顺利。燕京啤酒、青岛啤酒提价后单季度营业收入增速相比 2007 年同期表现平稳，表明提价对销量影响有限。

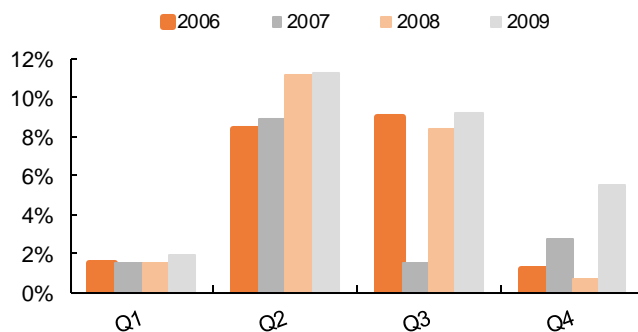
啤酒提价传导至盈利改善存在 1 年滞后期，盈利弹性较高。2008Q1 提价后，啤酒企业当年盈利能力并未改善，而 2009 年为盈利能力显著改善的时间点。2008Q1-Q4 燕京啤酒毛利率分别同比-0.6/+1.1/+6.0/-7.2pcts，净利率分别同比+0.0/+2.3/+7.0/-2.1pcts，青岛啤酒毛利率分别同比+0.8/-1.0/+1.5/-1.1pcts，净利率分别同比+0.2/-1.3/+3.0/+5.8pcts；2009Q1-Q4 燕京啤酒毛利率分别同比+1.6/-0.4/+3.3/+9.0pcts，净利率分别同比+0.4/+0.1/+0.7/+4.9pcts，青岛啤酒毛利率分别同比-1.7/+3.7/+3.4/+2.8pcts，净利率分别同比+1.6/+2.4/+4.8/+0.2pcts。提价存在 1 年滞后期的原因在于：1) 啤酒作为快消品，其提价循序渐进，分区域、分品类逐步执行；2) 大麦价格直至 2008 年 6 月前仍在持续上涨，推升啤酒公司吨酒成本。同时由于竞争激烈啤酒行业利润率偏低，因此提价带来的弹性较高，但彼时啤酒企业竞争策略仍然以抢占份额为主，提价同时会加大费用投放，净利率提升幅度普遍低于毛利率增幅。

图表 46 2006-2009 年燕京啤酒单季度毛利率情况



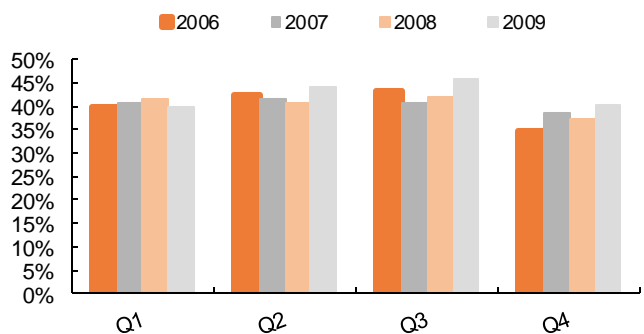
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 47 2006-2009 年燕京啤酒单季度净利率情况



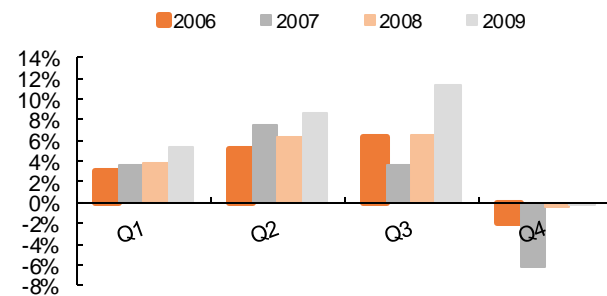
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 48 2006-2009 年青岛啤酒单季度毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

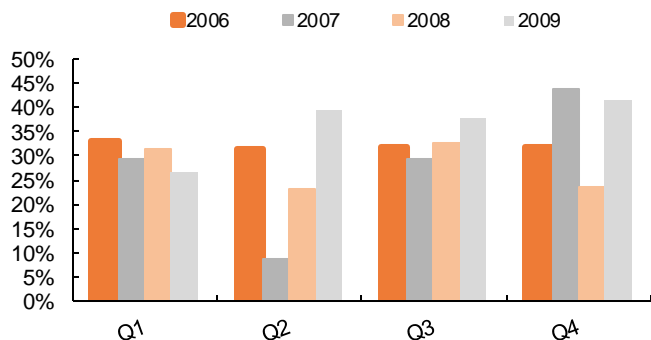
图表 49 2006-2009 年青岛啤酒单季度净利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

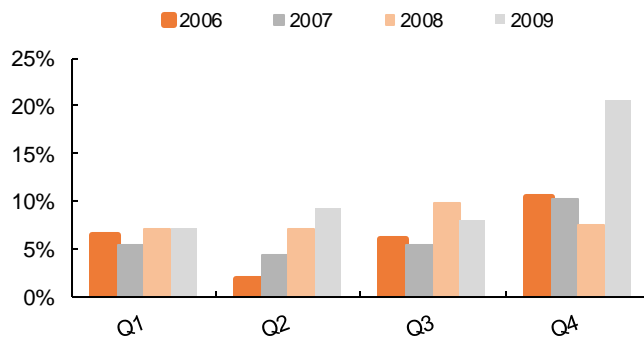
承德露露提价后营收增速放缓，当期盈利能力逐步改善。在 2007 年底至 2008 年初提价后营业收入增速明显放缓，由于其产品结构单一，销量受到较大影响。提价对盈利的改善来看，滞后期较短，在 2008 年当期毛利率、净利率即出现较为明显改善。

图表 50 2006-2009 年承德露露单季度毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 51 2006-2009 年承德露露单季度净利润率情况

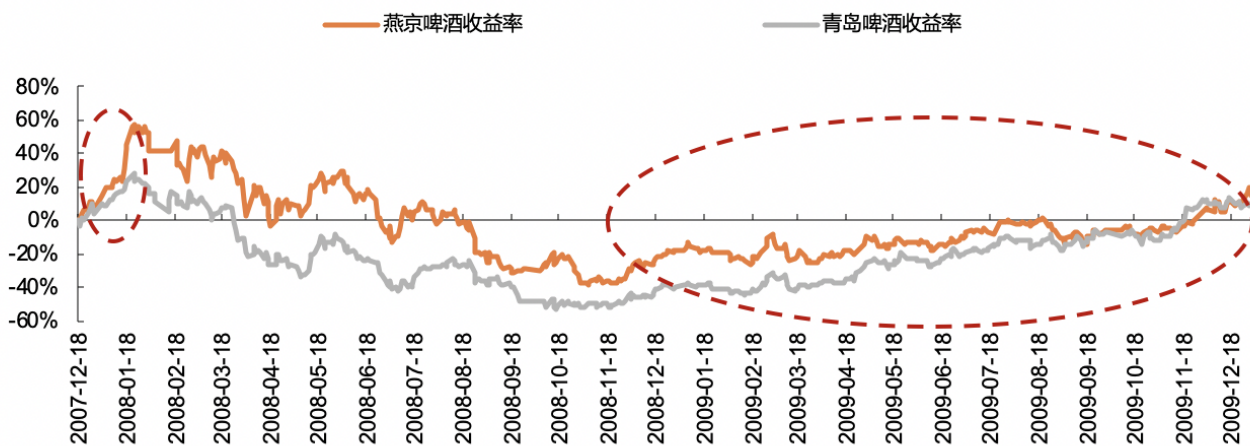


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 提价初期普涨，后续取决于业绩兑现情况

啤酒提价初期、盈利释放期股价涨幅明显。2007 年底至 2008 年初啤酒企业上调出厂价后，在提价事件催化、市场预期驱动下，啤酒企业估值上修，股价迎来一轮明显上涨；但后续随着 2008 年单季度盈利改善不及预期，股价继续下跌；随着啤酒企业提价顺利传导，盈利能力于 2009 年明显提升，业绩弹性快速释放，啤酒企业股价随之迎来一轮 1 年期的上涨，上涨斜率较提价初期更平滑。

图表 52 2007-2009 年啤酒企业提价后股价表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

承德露露提价初期股价涨幅明显。受提价事件催化，承德露露在提价初期股价涨幅明显，此后由于销量、营收增速放缓，股价进入较长下行期。因此，我们认为一般而言在提价初期，受事件催化，食品公司股价普遍会迎来一波明显涨幅，而股价上涨能否持续取决于提价能否顺利传导、业绩能否兑现。

图表53 图表 53 2007-2009年承德露露提价后股价表现



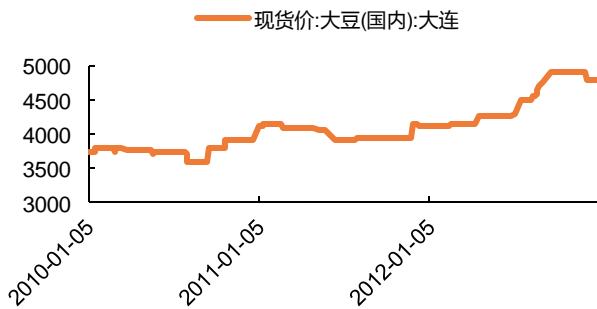
资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、2010-2011年涨价潮复盘

4.1 调味品、啤酒、乳制品、瓜子等产品成本明显上涨

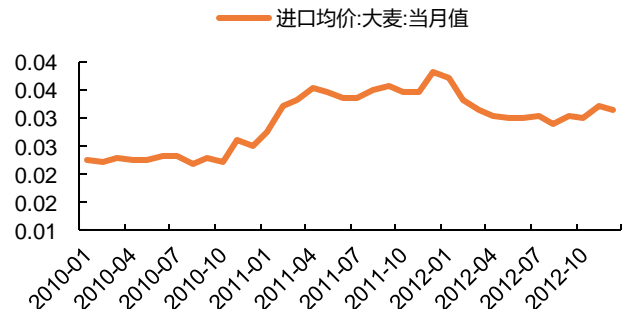
原材料, 酱油成本方面, 大豆价格自 2010 年 9 月 3600 元/吨持续上涨至 2011 年 2 月阶段性高点 4150 元/吨, 涨幅 15.3%, 此后 2011 年 11 月大豆价格再次快速上涨; 大麦进口均价由 2010 年 10 月 221 美元/吨快速上涨至 2011 年 12 月 383 美元/吨, 涨幅达 73.3%, 啤酒企业成本明显承压; 乳制品成本方面, 主产区生鲜乳均价 2010 年初至 2012 年底持续上涨, 涨幅达 27.4%; 苦杏仁价格由 2010 年 1 月 22 元/千克上涨至 2010 年 11 月 31 元/千克, 涨幅 40.9%; 瓜子原料价格来看, 油葵自 2010 年 10 月初 2.0 元/公斤上涨至 2012 年 3 月 7.2 元/公斤, 涨幅 242.9%。包材方面, 瓦楞纸价格 2010 年初至 2011 年初涨幅 25.9%。

图表54 2010-2012年大豆现货价格(元/吨)



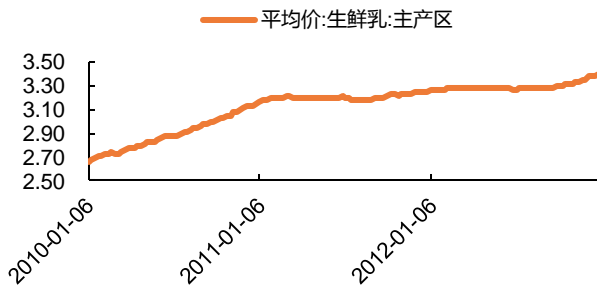
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表55 2010-2012年大麦进口均价(美元/吨)



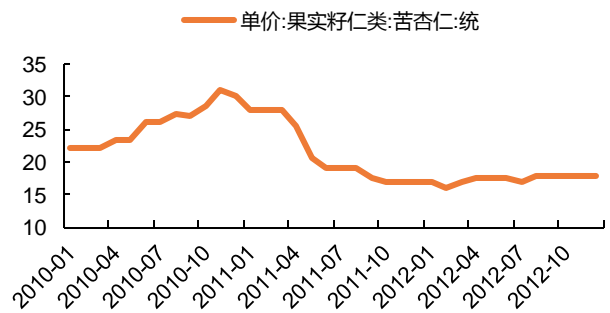
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表56 2010-2012年我国生鲜乳平均价格(元/公斤)



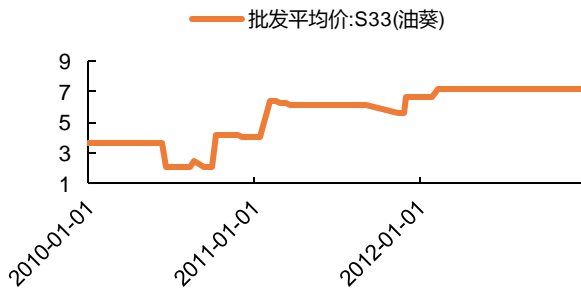
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表57 2010-2012年我国苦杏仁平均价格(元/公斤)



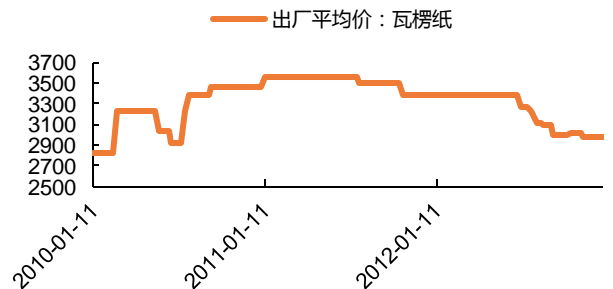
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表58 2010-2012年我国油葵平均价格(元/公斤)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表59 2010-2012年我国瓦楞纸平均价格(元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 食品企业 2010 年底至 2011 年初陆续开启提价周期

调味品:海天味业 2010 年底上调酱油产品出厂价 5%;恒顺醋业 2010 年 11 月对高档产品提价 10%,中低档产品提价 5%;涪陵榨菜将原先 160 种榨菜产品缩减至 50 种以内,2011-2012 年均价分别同比上调 10.6%/11.4%。

啤酒/软饮料:啤酒行业于 2011Q1 全面提价,燕京啤酒 2011 年 1 月 18 日上调北京普通装 10 度燕京清爽、燕京本生出厂价 16%,青岛啤酒 2011Q1 上调其小瓶装、青岛纯生、易拉罐装产品出厂价 4%-5%,4 月继续上调经典大瓶出厂价 5%;由于苦杏仁涨价推升成本压力,承德露露 2010 年 10 月 16 日提价 10%。

乳制品:受原奶价格上行周期影响,伊利股份 2010 年对冰淇淋、高端液态奶、奶粉等高毛利产品进行了 4 次提价,幅度在 5%-10%;光明乳业于 2011 年 12 月 1 日对巴氏奶及部分酸奶品种提价 3%。

休闲零食:受葵花籽、瓦楞纸等原料成本上涨影响,洽洽食品 2011 年 3 月/5 月分别对瓜子、薯片产品提价 8%/10%。

图表60 第二次涨价潮期间调味品、啤酒、软饮料企业提价情况

提价时间	公司名称	提价品类/区域	提价幅度
调味品			
2010 年底 2010.11	海天味业	酱油产品	5%
	恒顺醋业	高中低三档产品	5%-10%
2011-2012 年	涪陵榨菜	将原本 160 种榨菜产品缩减至 50 种以内	2011/2012 年分别上调 10.64%/11.38%

啤酒/软饮料			
2011.1.18	燕京啤酒	北京普通装 10 度燕京清爽、 燕京本生	16%
2011Q1	青岛啤酒	小瓶装、纯生、易拉罐	4%-5%
2011.4	青岛啤酒	青岛经典大瓶	5%
2010/10/16	承德露露	杏仁露露	10%

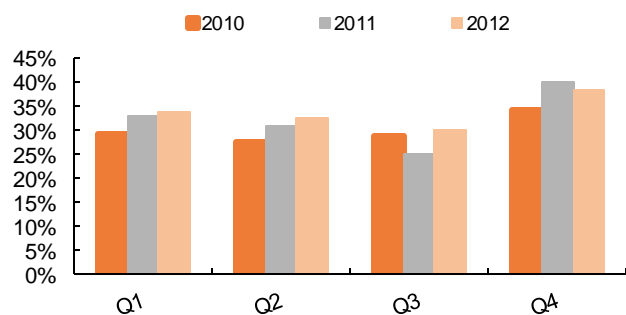
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD，平安证券研究所

4.3 业绩表现：竞争格局决定提价对盈利能力的改善幅度

调味品提价后毛利率改善明显。2010 年底及 2011 年恒顺醋业、涪陵榨菜提价后存在渠道积极进货的现象，企业营收增长提速，提价对公司毛利率直接拉动作用，2011Q1-Q4 恒顺醋业毛利率分别同比+3.8/+3.7/-3.8/+5.8pcts，2011Q2-Q4 涪陵榨菜毛利率分别同比+6.5/-5.0/+25.1pcts。

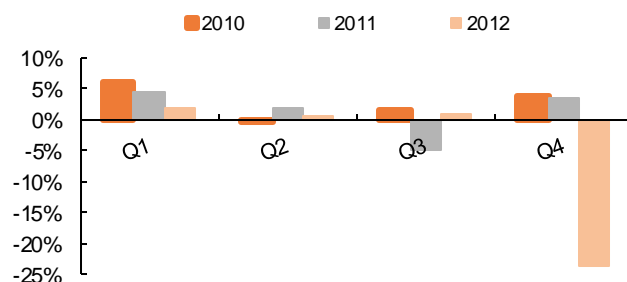
品牌力差距导致向净利润率传导出现较大差别。企业间品牌力、渠道库存掌控力的差异会导致毛利率向净利率传导出现较大的差异。恒顺提价后净利润率不升反降，公司需要不断加大促销来消化产品提价效应，2011 年恒顺醋业销售费用率较上年增长了 2.75 pcts，2011Q1-Q4 净利率分别同比-1.8/2.0/-6.5/-0.3pcts。而涪陵榨菜由于在榨菜行业处于龙头地位，传导较为顺畅，2011Q1-Q4 净利率分别同比+0.5/+2.0+8.6pcts。

2010-2012 年恒顺醋业单季度毛利率情况



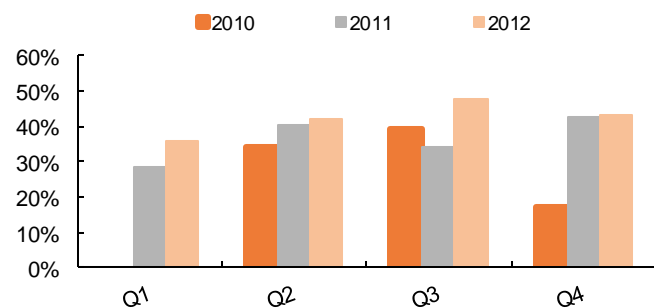
资料来源：Wind，平安证券研究所

2010-2012 年恒顺醋业单季度净利率情况



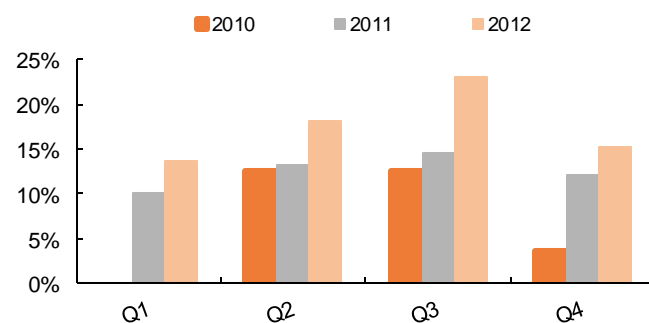
资料来源：Wind，平安证券研究所

2010-2012 年涪陵榨菜单季度毛利率情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

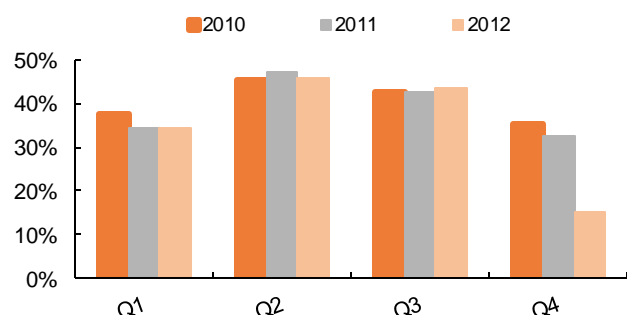
2010-2012 年涪陵榨菜单季度净利率情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

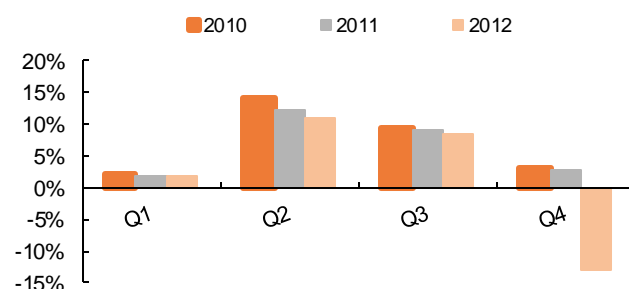
行业竞争激烈，2011Q1啤酒企业提价后盈利能力不升反降。本轮提价效果不显著的原因在于：1) 2011年啤酒行业竞争激烈，龙头企业对份额看重；2) 2011年全年大麦价格持续上涨。并且在2011-2016年期间，随着行业竞争加剧，主要啤酒公司盈利的改善只能通过产品结构升级而非直接提价实现。软饮料来看，承德露露2010Q4提价后营收多个季度增速放缓，并且最终传导至毛利率改善经历约1年时间。

2010-2012年燕京啤酒单季度毛利率情况



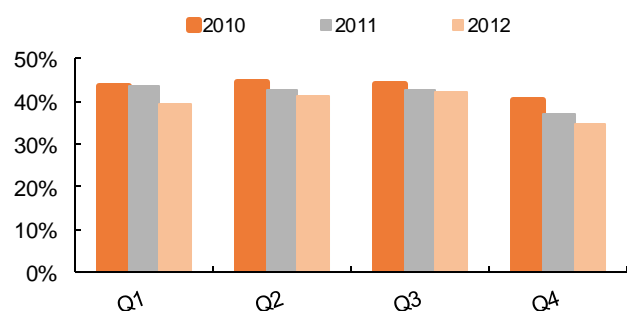
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2010-2012年燕京啤酒单季度净利率情况



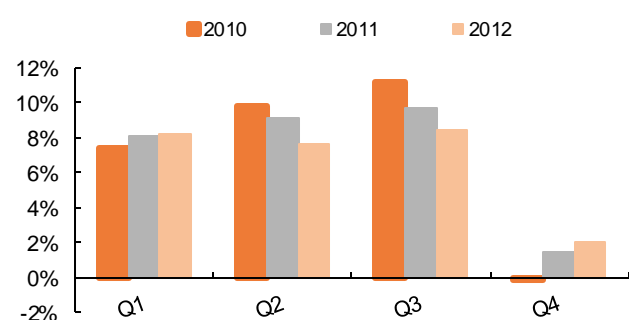
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2010-2012年青岛啤酒单季度毛利率情况



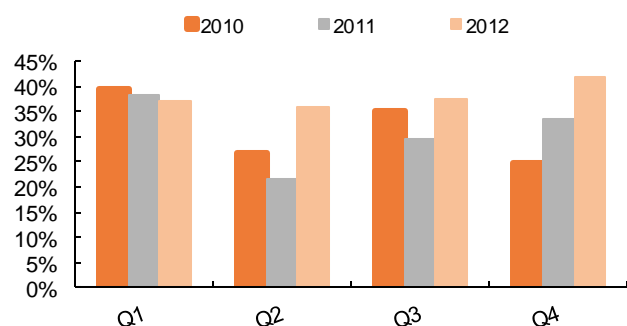
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2010-2012年青岛啤酒单季度净利率情况



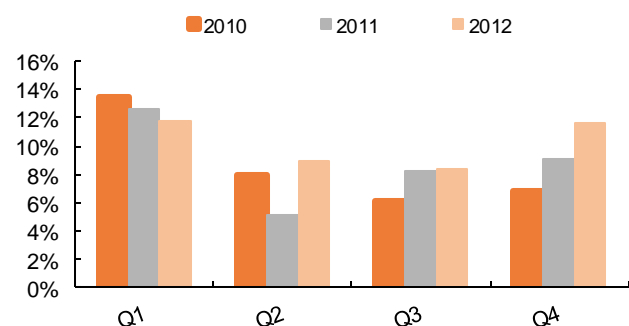
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2010-2012年承德露露单季度毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

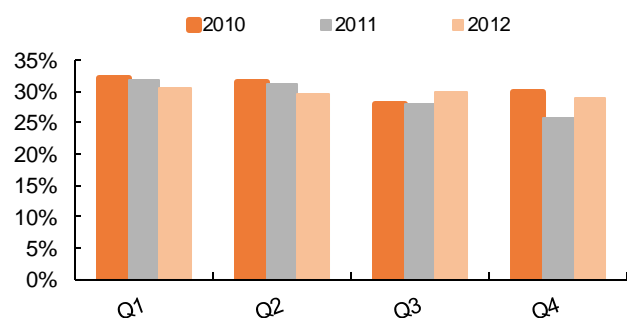
2010-2012年承德露露单季度净利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

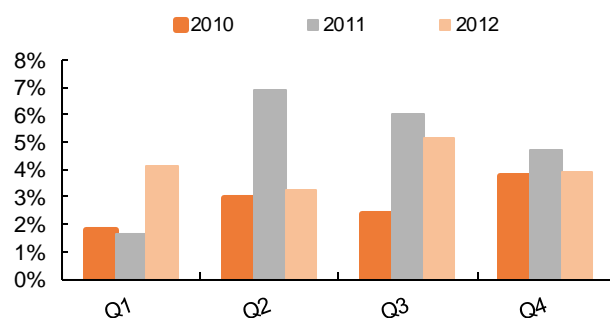
原奶成本上行背景下乳品行业竞争格局趋缓，龙头盈利弹性迎来释放。伊利股份在 2010 年提价后毛利率并未明显改善，2011Q1-Q4 毛利率同比分别为-0.3/-0.2/-0.1/-4.2pcts，但由于原奶成本上行，行业竞争趋缓，销售费用率改善明显，净利率明显回升，2011Q1-Q4 净利率分别同比-0.1/+3.9/+3.6/+0.9pcts；光明乳业 2011 年底提价后，2012 年单季度营收增速明显下滑，净利率同比基本持平。

2010-2012 年伊利股份单季度毛利率情况



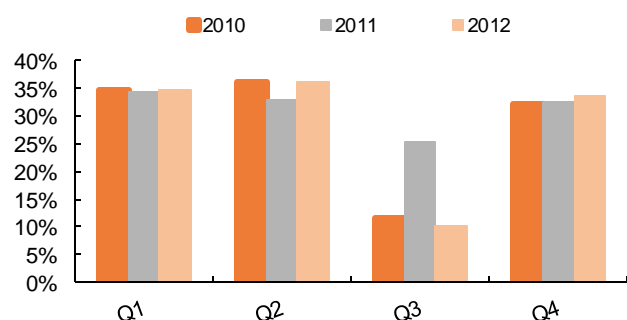
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2010-2012 年伊利股份单季度净利率情况



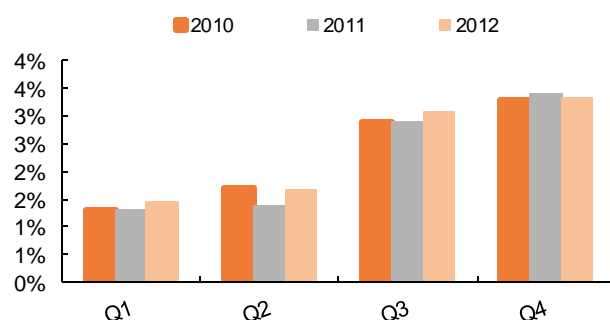
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2010-2012 年光明乳业单季度毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

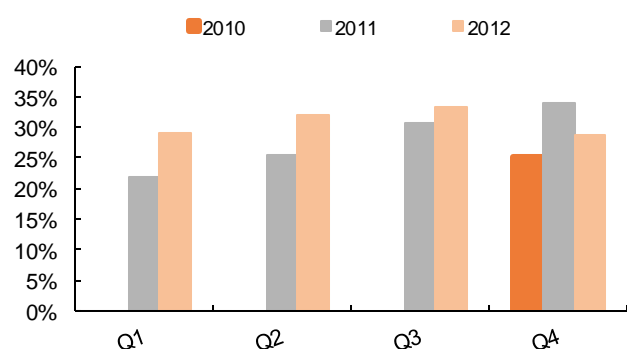
2010-2012 年光明乳业单季度净利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

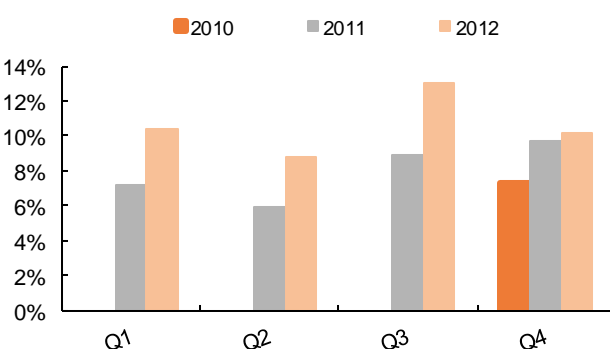
休闲零食方面，洽洽食品一般 3-4 年提价一次以消化成本上行，公司在 2011H1 提价后单季度毛利率、净利率改善明显，但销量受到较大影响，营收增速明显放缓，表明产品力没有明显提升情况下的提价消费者接受度有限。

2010-2012 年洽洽食品单季度毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2010-2012 年洽洽食品单季度净利率情况

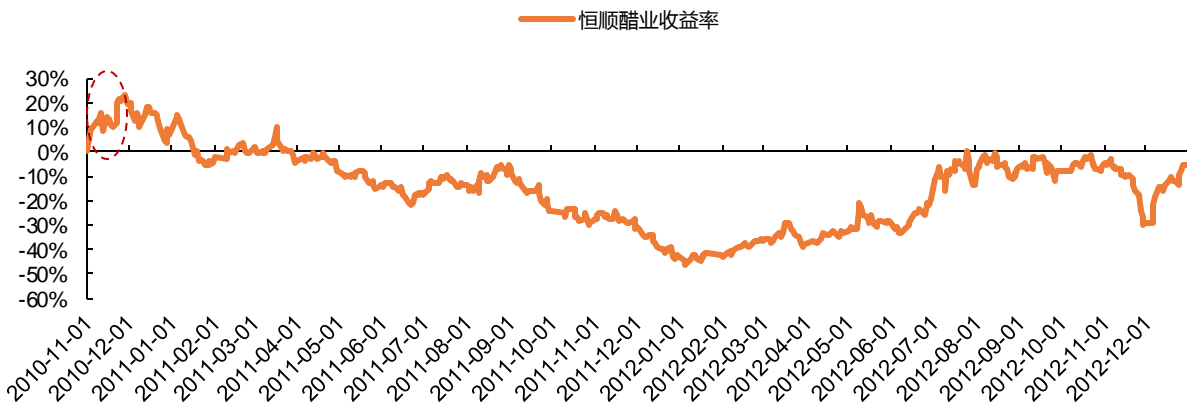


资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.4 股价复盘：提价后上市公司股价随盈利改善程度分化

恒顺醋业 2010 年底提价后，事件催化下提价初期股价涨幅明显，此后由于竞争激烈，费用率上升，提价并未改善利润率，业绩明显下滑，股价随着持续下行。2012 年，公司股价迎来上涨，但同时期公司业绩并无明显改善，股价和基本面出现了背离。

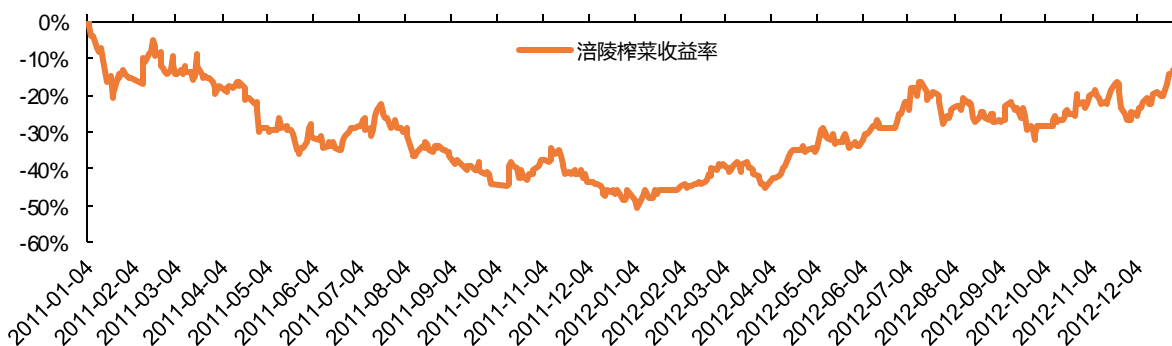
图表61 恒顺醋业提价初期股价涨幅明显



资料来源：Wind，平安证券研究所

由于涪陵榨菜通过更换产品包装规格间接提价，对盈利和业绩改善循序渐进，初期股价并无明显涨幅，随着利润率 and 业绩同比加速增长，2012 年起股价开启上涨。

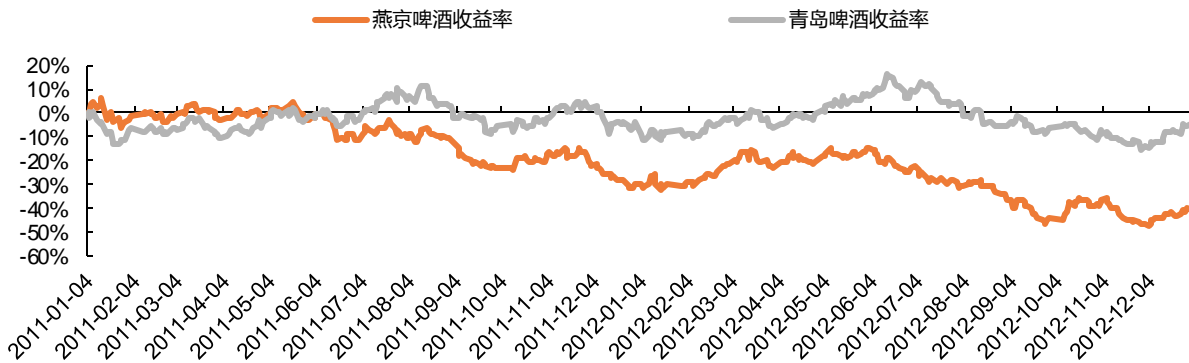
图表62 随着盈利改善加速，涪陵榨菜股价自 2012 年起开启



资料来源：Wind，平安证券研究所

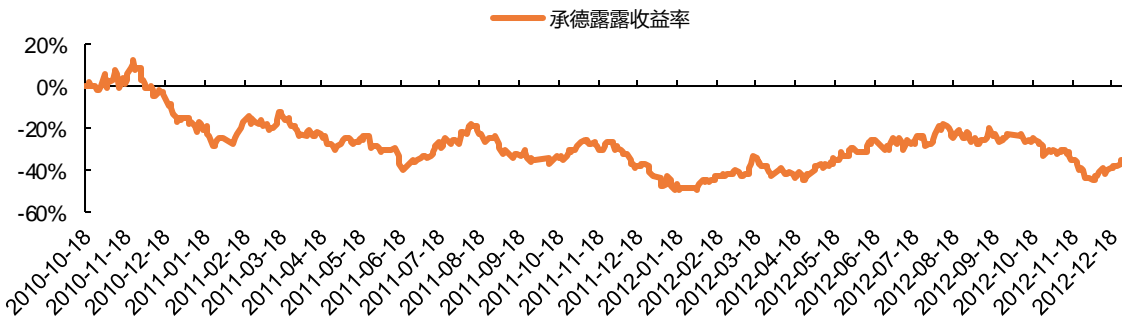
2011 年啤酒企业提价效果有限，对盈利能力、业绩无改善，因此提价后股价整体走势震荡；2010Q4 承德露露提价初期股价涨幅明显，此后由于营收增速放缓、盈利无明显改善，股价持续下行，2012Q2 随着业绩释放股价再次开启上涨。

图表63 2011年啤酒企业提价效果有限，股价无明显涨幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

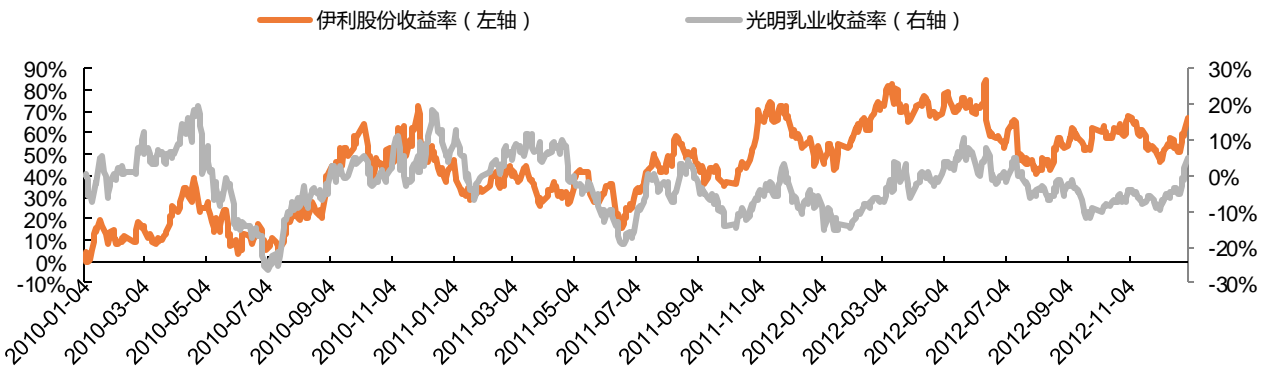
图表64 2010-2012年承德露露股价收益率情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

随着乳制品板块竞争趋缓，伊利股份利润率持续提升，业绩稳步增长，2010-2012年期间股价呈上涨趋势；光明乳业2011年12月提价初期股价涨幅明显，但由于营收下滑、盈利能力平稳，股价后续并未持续上涨。

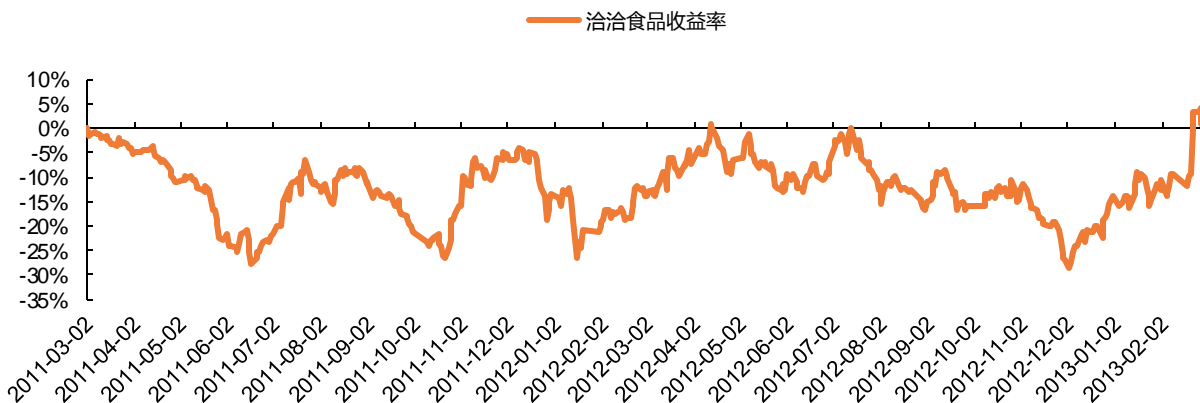
图表65 2010-2012年伊利乳业和光明乳业收益率情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

由于洽洽食品本轮提价并未伴随产品力提升，提价后销量下滑幅度较大，营收增速明显放缓，股价无明显上涨。

图表66 洽洽食品提价后股价无明显涨幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、 涨价潮复盘总结及启示

5.1 产品提价较原材料成本上涨一般有 1-2 个季度的滞后

受行业竞争及传导周期影响，产品提价较原材料成本上升存在一定的滞后期，针对啤酒、调味品、乳制品在三次涨价潮中的表现，我们发现公司提价节点相比成本上升的滞后期一般在 1-2 个季度。

图表67 食品饮料行业提价节点较成本上升滞后 3-6 个月

行业	第一次涨价潮	第二次涨价潮	第三次涨价潮
啤酒	6 个月	3 个月	3-6 个月
调味品	6 个月	3 个月	6 个月
乳制品	/	3 个月	3-6 个月

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

5.2 龙头公司作为价格标杆率先提价，其余竞品在 3-6 个月内跟进提价

食品饮料龙头企业价格一般会被作为市场标杆，面对原料及包材成本上行带来的压力，食品饮料企业往往会采取提价措施，将压力传导至下游渠道及消费者。但考虑到市场的充分竞争性，一般只有在龙头率先提价后，其余竞品企业才会跟随性提价，一般跟进时间在 3-6 个月左右。以调味品为例，2017 年 1 月海天率先提价后，中炬高新、千禾味业、李锦记均在 2017 年 3 月跟进，东古也在同年 6 月采取跟随性提价。

图表68 龙头率先提价后竞品在 3-6 个月内跟进

公司名称	提价时间	提价幅度
调味品		
2010 年 海天味业	2010 年底	5%

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

	恒顺醋业	2010年11月	/
	涪陵榨菜	2011	10%
2012年	海天味业	2012Q3	5-7%
	中炬高新	2013年7月	5%
2017年	海天味业	2017年1月	6-8%
	中炬高新	2017年3月	5-6%
	千禾味业	2017年3月	8%
	李锦记	2017年3月	/
	东古	2017年6月	/
啤酒/软饮料			
2007年	燕京啤酒	2007年12月	适当调整
	承德露露	2010年10月	10%
2008年	燕京啤酒	2008年Q1	5%-10%
	青岛啤酒	2008年1月	6%-8%
2011年	燕京啤酒	2011年1月	16%
	青岛啤酒	2011年Q1	4%-5%
		2011年4月	5%
2017年	燕京啤酒	2017年12月	本生2啤酒进货结算价提高3元/箱， 单瓶零售价上涨1元
2018年	华润啤酒	2018年1月	部分中低价产品上涨2-10元/件
	青岛啤酒	2018年1月	5%
		2018年5月	优质啤酒单款单箱提价2元
	重庆啤酒	2018年2月	5%
	燕京啤酒	2018年3月	5%
	百威英博	2018年4月	/
乳制品			
2010年	伊利股份	2010年	5%-10%
2011年	光明乳业	2011年12月	3%
2013年	伊利集团	2013年7月	5%-13%
	蒙牛乳业	2013年8月	5%-13%
	三元集团	2013年12月	8%
	光明乳业	2013年12月	8%
2017年	燕塘乳业	2017年2月	2-3%
2021年	伊利集团	2021年1月	5%-13%
	蒙牛乳业	2021年1月	5%

资料来源：公司公告、同花顺 iFinD，平安证券研究所

5.3 话语权强、品牌力强的企业往往是直接提价，而稍弱的企业一般是通过推新品或者换包装来间接提价

不同公司提价方式不同，其中品牌力强的公司由于消费者认可度高，往往采取直接提价的方式，如海天、伊利等龙头企业。而对于品牌力较弱或者行业处于下行周期的公司，则会通过换包装、换规格的方式推出单价更高的新品，逐步替代老品，从而实现变相提价，典型的例子是涪陵榨菜，对冲成本上行，公司多次采取换包装、缩规格的方式变相提价。

图表69 涪陵榨菜多次采取换包装、缩规格的方式进行变相提价

提价时间	提价方式	提价策略	提价幅度
2008年	换包装	0.5元/70g 升级为 1元/100g	40%
2012年	缩规格	1元/100g 替换为 1元/80g	25%
2013年	换包装+缩规格	1元/80g 替换为 1元/70g	14%
2014年	缩规格	1元/70g 替换为 1元/60g	17%
2015年	换包装	1元/50g, 60g, 70g 升级为 1.5元/88g (广东地区)	2%
2016年	换包装	1元/50g, 60g, 70g 升级为 1.5元/88g (全国地区)	2%
2017年	缩规格	1.5元/88g 替换为 1.5元/80g	15%

资料来源：公司公告、同花顺 iFinD，平安证券研究所

5.4 提价效应大约会在 1 年左右的时间体现，表现为净利润率的提升，因为原材料涨价波峰转到波谷会增厚企业利润

由于提价的传导存在一定滞后性，所以我们从提价次年的企业业绩出发，进一步挖掘提价对企业净利润的影响，发现报表端的滞后期大约在一年左右，主要表现为公司净利润率的提升。提价存在 1 年滞后期的原因在于：1) 食品饮料作为快消品，其提价需循序渐进，分区域、分品类逐步执行，渠道库存需要一段时间消化；2) 原材料涨价波峰转至波谷的周期。

5.5 销售费用偏低的企业提价后毛利率提升速度更快

针对食品饮料公司在三次涨价潮中的表现，我们发现以洽洽为代表的食品提价以后毛利率迅速上移，啤酒次之，牛奶最差。在相同的行业类目中，毛利率提升速度与销售费用率呈反比，以乳制品为例，毛利率提升速度：伊利股份>蒙牛乳业>三元股份>光明乳业，对比其销售费用水平：伊利股份<=蒙牛乳业<三元股份<光明乳业。

因此，我们认为，毛利率提升速度与销售费用水平呈反比，即销售费用高的企业，提价以后往往需要投入更多的费用平滑对渠道和终端的影响，从而导致提价传导更慢。

图表70 销售费用率偏低的企业毛利率提升速度更快

行业类目	公司名称	提价时间	毛利率提升节点	滞后时间	销售费用率
食品	洽洽食品	18年7月	18Q3	当季	10-13%
	涪陵榨菜	16年7月 /17年2月	17Q4	2个季度	18-20%
	燕京啤酒	17年12月 /18年3月	18Q2	1个季度	10-12%
啤酒	华润啤酒	18年1月	18Q2	1个季度	16-18%
	重庆啤酒	18年2月	19Q1	3个季度	13-15%
	青岛啤酒	18年1月	19Q2	4个季度	17-20%
	伊利股份	13年7月	14Q1	2个季度	18-20%
乳制品	蒙牛乳业	13年8月	14Q2	3个季度	18-20%
	三元股份	13年12月	14Q4	3个季度	20-22%
	光明乳业	13年12月	14Q4	4个季度	28-30%

注：销售费用率为提价期间费用率 资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

5.6 提价会促进股价一定程度上涨，二次上涨取决于盈利能力的改善

通过复盘我们发现，在提价消息公布当月，受消息催化影响，公司股价大多呈现上涨趋势，涨幅在 5-30% 之间不等。拉长维度来看，如果涨价效应持续并对公司盈利能力有显著改善，则会带来企业更大幅度的上涨，如海天味业、中炬高新、涪陵榨菜在提价消息公布后的一年内股价分别实现涨幅+86.9%、+78.8%、+77.5%。

图表71 食品饮料公司提价后的业绩表现

公司名称	提价时间	当月股价涨幅	时间区间	提价后一年股价涨幅
青岛啤酒	2018年5月	30.8%	2018年5月-2019年5月	26.6%
海天味业	2017年1月	6.4%	2017年1月-2018年1月	86.9%
中炬高新	2017年3月	5.4%	2017年3月-2018年3月	78.8%
恒顺醋业	2016年6月	8.6%	2016年6月-2017年6月	-6.9%
涪陵榨菜	2017年2月	8.6%	2017年2月-2018年2月	77.5%

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

六、投资建议

2021年，在PPI与CPI剪刀差扩大的背景下，随着上游原材料成本压力向下游传导，食品行业再度迎来涨价潮。安琪酵母、海天味业、李锦记、恒顺醋业等公司均已发布提价公告，对部分产品的出厂价格进行一定幅度的调整，预计其他公司也将相继跟进。

从历史复盘来看，提价后能够顺利传导至下游且盈利能力有改善的行业和公司能迎来提价后的二次股价上升，我们建议关注具有长期逻辑且竞争格局较好的食品行业和公司，例如啤酒、调味品，重点推荐海天味业、绝味食品，建议关注重庆啤酒、涪陵榨菜、洽洽食品。

图表72 重点公司预测与评级

股票简称	股票代码	11月2日				EPS				PE				评级
		收盘价	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E				
海天味业	603288.SH	120.00	1.98	1.64	1.95	2.29	60.61	73.32	61.45	52.30	推荐			
绝味食品	603517.SH	70.91	1.15	1.71	2.09	2.57	61.66	41.46	33.99	27.58	推荐			
重庆啤酒	600132.SH	162.61	2.23	2.34	2.95	3.62	72.92	69.47	55.04	44.91	-			
涪陵榨菜	002507.SZ	35.66	0.98	0.85	1.11	1.34	36.39	41.71	32.01	26.59	-			
洽洽食品	002557.SZ	57.99	1.60	1.79	2.14	2.49	36.31	32.34	27.12	23.26	-			

注：盈利预测为wind一致预期。

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

七、 风险提示

- 1) 价格传导不畅的风险。提价需要一定时间传导至终端，存在价格传导不畅的风险。
- 2) 原材料价格延续大幅上涨。如果后续价格持续上升，当前提价不能有效消化成本压力，行业盈利能力将再度承压。
- 3) 行业竞争加剧。食品饮料行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、串货等不利影响。
- 4) 食品安全的风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033