

## 食品饮料行业 2022 年度策略报告

## 守正出奇，春暖花开——白酒聚焦确定性，食品关注提价传导效率

## 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：

- 2021 年食品饮料表现回顾：**估值回落拖累整体走势，软饮料、啤酒表现较优。2021/1/1-2021/12/3，食品饮料行业收益率-6.8%，跑输沪深 300 指数 0.9pcts，子行业仅软饮料/啤酒取得 13.5%/6.2%正收益；分拆来看，估值回落为板块走弱主因，其中啤酒/白酒 PE\_TTM 降幅较深，较年初下降 48.0%/21.7%；估值水平来看，2021/12/3 食品饮料 PE\_TTM44.0X，PE 历史分位 77.2%，其中啤酒、软饮料、肉制品、食品综合等子行业估值分位数处于历史低位；基金持仓来看，2021Q3 基金食品饮料重仓持股比例 8.3%，环比-1.0pcts，同比-0.3pcts，自 2021 年以来已连续 3 个季度回落。
- 白酒板块：高端白酒稳中有进，次高端白酒弹性可期。**经济下行压力下，2021 年白酒股票市场经历了深度调整。展望 2022 年，我们认为当前国内较为宽松的宏观政策以及消费升级趋势使得白酒板块涨势可期，建议重点布局高端和次高端白酒板块。其中：1) 高端白酒受我国高净值人群数量增长影响，消费将持续增加，头部酒企业绩亮眼，贵州茅台基本面稳健，有望量价提升；五粮液产品矩阵持续优化，经典五粮液不断放量，公司治理优化后改善空间大；泸州老窖股权激励优化组织动力，推动公司更好发展。2) 次高端白酒受益于后疫情时代宴席消费的回补，需求持续向好，高端酒批价上涨和消费升级促进次高端价格带上移，进一步打开市场空间，次高端白酒业绩增速或将继续领跑白酒板块。3) 三四线白酒企业不断调整产品结构，积极寻求发展之路，部分公司有望突出重围。
- 食品板块：关注消费复苏+提价传导两条主线。**受消费低迷以及前期库存较大的双重影响下，食品板块 21 年表现疲软。年初以来 PPI/CPI 剪刀差持续扩大，大宗商品价格大幅上涨推升食品企业原材料成本压力，年底食品板块迎来涨价潮。展望 22 年，消费复苏、提价传导下食品板块有望迎来底部改善，我们看好竞争格局较好、提价传导效率更高的啤酒等板块。其中，我们认为啤酒高端化趋势下，提价传导逻辑最为顺畅；调味品需求复苏在途，22 年盈利有望触底回升；乳制品随着行业竞争趋缓、成本回落，22 年建议把握盈利能力回升的投资主线；速冻食品长期成长逻辑清晰，且随着需求恢复，22 年盈利压力有望缓解。

- 投资建议：**展望 2022 年，我们认为若货币政策持续宽松下，白酒行业有望复制 2019 年行情。高端白酒供需仍然保持紧平衡，在产品放量以及价格持续提升的带动下，业绩有望实现较快增长，推荐贵州茅台，建议关注泸州老窖、五粮液。次高端白酒集中度仍然较低，高端提价后打开次高端价格空间，同时疫情好转下宴席市场有望恢复，次高端公司业绩增长弹性加大，重点推荐舍得酒业。22 年随着疫情好转，我们认为消费呈复苏态势，食品板块有望迎来底部改善。原材料成本压力下食品板块于 2021 年底迎来一波提价潮，我们复盘历史发现，提价效应大约会在 6-12 月左右的时间体现，盈利能力改善的企业会迎来股价的长斜率上涨。因此，我们看好此轮提价中向下传导能力最强的子板块，建议关注重庆啤酒。
- 风险提示：**1) 通胀持续时长及水平超预期。食品饮料行业抗通胀能力存在限度，若通胀持续上行，行业盈利压力较大。2) 提价传导不畅。提价需要一定时间传导至终端，存在价格传导不畅风险。3) 消费复苏不及预期。若疫情反复，终端需求复苏不及预期，则行业盈利将承压。4) 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、窜货等不利影响。5) 食品安全风险。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。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2021-12-07	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
贵州茅台	600519.SH	1955.87	37.17	41.18	48.45	55.79	52.6	47.5	40.4	35.1	推荐
舍得酒业	600702.SH	240.60	1.73	4.26	6.29	8.90	139.2	56.5	38.3	27.0	推荐
泸州老窖	000568.SZ	246.47	4.10	5.25	6.63	8.15	60.1	46.9	37.2	30.2	未评级
重庆啤酒	600132.SH	154.39	2.23	2.29	2.99	3.68	69.4	67.3	51.6	42.0	未评级
安琪酵母	600298.SH	55.99	1.66	1.67	2.00	2.42	33.6	33.6	28.0	23.1	未评级
涪陵榨菜	002507.SZ	35.40	0.98	0.76	1.06	1.25	36.0	46.4	33.5	28.3	未评级

资料来源：Wind，平安证券研究所（贵州茅台、舍得酒业 2021-2023 年 EPS 数据为平安证券预测，其余公司为 Wind 一致预期）

# 正文目录

<b>一、 宏观层面：经济缓慢恢复，消费稳中求进</b>	<b>7</b>
1.1 疫情反复影响经济发展，通胀情况温和	7
1.2 消费低位运行，信心整体趋弱	7
<b>二、 2021 年食品饮料表现回顾：估值回落拖累整体走势，软饮料、啤酒表现较优</b>	<b>9</b>
2.1 走势复盘：2021 年内经历深度调整，10 月初至今见底回升	9
2.2 估值回落为板块走弱主因，食品饮料估值出现分化	11
2.3 2021 年基金重仓持股比例连续 3 个季度回落	12
<b>三、 白酒 2022 年策略：高端酒稳中有进，次高端弹性可期</b>	<b>13</b>
3.1 行情展望：今年走势类似于 2018 年，2022 年白酒行情或可借鉴 2019 年	13
3.2 高端白酒：高端消费坚挺，业绩确定性强	15
3.3 次高端白酒：宴席消费回补，价格带持续扩容	19
3.4 三四线白酒：消费迎来复苏，产品结构升级	22
<b>四、 食品 2022 年策略：关注消费复苏+提价传导两条主线</b>	<b>24</b>
4.1 食品板块 21 年表现疲软，22 年有望底部改善	24
4.2 PPI/CPI 剪刀差持续扩大，食品板块迎来涨价潮	25
4.3 啤酒：顺应高端化趋势，提价逻辑顺畅	26
4.4 调味品：需求复苏，盈利有望触底回升	31
4.5 乳制品：22 年把握盈利能力回升的投资主线	34
4.6 速冻食品：22 年盈利压力有望缓解，长期逻辑清晰	38
<b>五、 投资建议</b>	<b>39</b>
<b>六、 风险提示</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图表 1	2021 年经济缓慢恢复，Q3 增速下滑至 4.9%.....	7
图表 2	2021 年 CPI 平稳，较为温和.....	7
图表 3	消费者信心走低，春节、中秋有所反弹.....	7
图表 4	社零增速 2021 年以来持续回落.....	7
图表 5	2021 年 3-10 月社零“景气红绿灯”状况.....	8
图表 6	粮油、食品类零售总额当月值（亿元）.....	8
图表 7	粮油、食品类零售总额累计同比增速.....	8
图表 8	饮料类零售总额当月值（单位：亿元）.....	9
图表 9	饮料类零售总额累计同比增速.....	9
图表 10	烟酒类零售总额当月值（单位：亿元）.....	9
图表 11	烟酒类零售总额累计同比增速.....	9
图表 12	截至 12 月 3 日食品饮料收益率排名靠后.....	10
图表 13	截至 12 月 3 日食品饮料各子行业收益率情况.....	10
图表 14	2021 年至今食品饮料行业走势.....	10
图表 15	2021 年至今食品饮料子行业走势.....	10
图表 16	食品饮料及子行业业绩与估值变动拆分：估值回落为行业下跌主因.....	11
图表 17	食品饮料及子行业当前估值水平.....	11
图表 18	食品饮料及子行业估值分位数：整体处于历史较高百分位.....	12
图表 19	食品饮料相比沪深 300 估值溢价水平仍处历史较高位.....	12
图表 20	2021 年基金重仓食品饮料比例连续 3 个季度下滑.....	13
图表 21	2018 年白酒板块行情：经济下行，白酒动销受阻，全线股价回调.....	14
图表 22	2021 年白酒板块行情：风格切换+消费低迷，白酒板块剧烈波动.....	14
图表 23	2019 年白酒板块行情：流动性宽松环境下，酒企产品迭代提价，白酒再次领涨.....	15
图表 24	大众、商务消费成为白酒消费主流.....	16
图表 25	我国高净值人群持续增长（万人）.....	16
图表 26	2018-2020 年我国白酒价位带结构分布.....	16
图表 27	茅五泸营收及占比.....	16
图表 28	2021 年全国名酒推出的千元价位新产品.....	17
图表 29	茅台批价稳中有进，为五粮液、泸州老窖打开价格天花板.....	17
图表 30	茅台批价及出厂价差为茅台提供安全边界（元/500ml）.....	18
图表 31	茅台直营渠道比率逐步扩大.....	18
图表 32	经典五粮液“1+2+N”模式，推动持续放量.....	18
图表 33	主流次高端白酒单品价格走势.....	19

图表 34	次高端白酒酒企频繁提价 .....	19
图表 35	我国次高端白酒市场规模稳步增长 .....	21
图表 36	次高端白酒场景比例 .....	22
图表 37	我国商品零售和餐饮收入回暖 .....	22
图表 38	消费信心指数回升 .....	22
图表 39	三四线酒企高端产品占比逐年提升 .....	23
图表 40	21 年食品板块表现：调味品、肉制品表现落后于食品饮料整体 .....	24
图表 41	21 年 10 月餐饮收入超过 19 年同期 .....	24
图表 42	20-21 年餐饮同比增速均值仍低于 19 年同期 .....	24
图表 43	21 年 10 月社零商品零售额同比增速提升 .....	25
图表 44	20-21 年与 19 年商品零售额同比增速收窄 .....	25
图表 45	2021 年以来 PPI/CPI 剪刀差持续扩大 .....	25
图表 46	销售费用率偏低的企业毛利率提升速度更快 .....	26
图表 47	近年啤酒产量延续下滑趋势 .....	27
图表 48	不同价格带啤酒品牌 .....	27
图表 49	21 年啤酒业绩整体稳健 .....	27
图表 50	21 年起啤酒盈利能力平稳 .....	27
图表 51	2020 年啤酒行业 CR5 提升 .....	28
图表 52	近年主要啤酒企业吨价持续提升 .....	28
图表 53	近年主要啤酒企业毛利率上行 .....	29
图表 54	近年主要啤酒企业净利率上行 .....	29
图表 55	18 年涨价潮期间啤酒企业提价情况 .....	29
图表 57	2017 至 2019 年啤酒行业主要公司单季度净利率及毛利率同比情况 ( pct ) .....	30
图表 58	2017 年-2018 年啤酒主要企业收益情况 .....	31
图表 59	21Q2 起调味品业绩显著承压 .....	32
图表 60	21Q2 起调味品盈利能力承压 .....	32
图表 61	2021 年调味品行业逐步迎来涨价潮 .....	32
图表 62	2016 至 2018 年调味品行业主要公司营收增速、净利率以及毛利率 ( % ) .....	33
图表 63	2016 至 2018 年调味品行业主要公司毛利率及净利率同比变化情况 ( pct ) .....	33
图表 64	2017-2018 年调味品主要企业收益率表现情况 .....	34
图表 65	2020 年乳制品行业需求坚挺 .....	35
图表 66	近年乳制品行业集中度持续提升 .....	35
图表 67	21Q1-Q2 业绩波动较大, Q3 稳健增长 .....	35
图表 68	21Q1-Q2 业绩波动较大, Q3 稳健增长 .....	35
图表 69	高端品牌占比持续提升 .....	36
图表 70	2020H2 起原奶价格持续上涨 .....	36

图表 71	2016 至 2018 年乳制品行业主要公司单季度营收增速、净利率以及毛利率 (%)	37
图表 72	2017 至 2018 年乳制品行业主要公司毛利率及净利率同比变化情况 (pct)	37
图表 73	21 年速冻食品利润增速持续下行	38
图表 74	21 年速冻食品盈利能力承压	38
图表 75	我国速冻食品人均消费量有提升空间	38
图表 76	21 年速冻龙头较行业盈利稳定性更好	38
图表 77	重点公司估值表	39

## 一、宏观层面：经济缓慢恢复，消费稳中求进

### 1.1 疫情反复影响经济发展，通胀情况温和

2021 年我国局部疫情不时发生，对经济产生间歇性影响，经济低位运行，2021 年 Q1/Q2/Q3 的 GDP 同步增速分别为 +18.3pct/+7.9pct/+4.9pct，Q3 增速回落至低点，带动下游需求回落。受猪周期下行的影响，我国通胀情况温和，CPI 保持 1.5% 以下的低位运行。截至 11 月 10 日，猪肉平均批发价较年初下跌 47.64%。

图表1 2021 年经济缓慢恢复，Q3 增速下滑至 4.9%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2021 年 CPI 平稳，较为温和



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 1.2 消费低位运行，信心整体趋弱

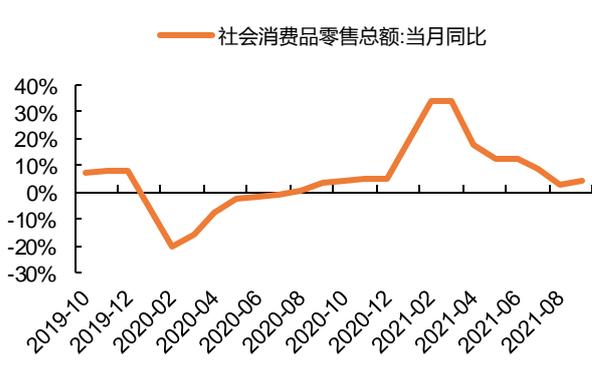
消费者信心持续走低，社零 Q3 探底。从消费景气度看，据 Wind 指数，消费者信心指数由 2021 年 1 月初高点 122.3 下降至 2021 年 8 月低点 117.5，呈现震荡下降趋势，仅在春节、中秋等重大节日出现反弹。从社零角度看，整体下探趋势明显，Q3 达到谷底，随着疫情不断反复改变消费者意愿，预期社零将持续低位运行。

图表3 消费者信心走低，春节、中秋有所反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 社零增速 2021 年以来持续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

必选消费品稳中有进，软饮料、烟酒、珠宝景气持续提升。在社零疲软的背景下，各细分项走势出现分化。必选消费品表现平稳；饮料类、烟酒、珠宝类景气度持续上行，其中饮料类表现最优，限额以上企业零售额 2020 年与 2021 年 3-10 月同期同比数据均值均在 10% 以上，持续领跑社零数据；纺织服装类、家具类、家用电器和音像器材类景气度下滑。

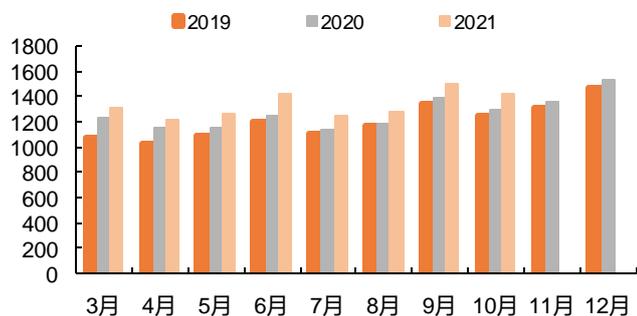
图表5 2021年3-10月社零“景气红绿灯”状况

社零指标	3月红绿灯	4月红绿灯	5月红绿灯	6月红绿灯	7月红绿灯	8月红绿灯	9月红绿灯	10月红绿灯
社会消费品零售总额	9.2%	5.1%	4.8%	5.2%	3.7%	1.5%	3.9%	4.6%
其中：城镇	9.1%	5.1%	4.8%	5.0%	3.7%	1.4%	3.7%	4.5%
乡村	9.9%	5.1%	5.0%	5.7%	3.8%	2.1%	4.7%	5.4%
其中：餐饮收入	22.4%	7.7%	3.9%	2.5%	1.7%	-5.8%	0.1%	1.4%
商品零售	9.0%	5.3%	5.1%	5.5%	4.0%	2.4%	4.3%	5.0%
限额以上企业商品零售总额	11.4%	7.5%	6.8%	6.4%	5.4%	3.0%	4.2%	6.0%
粮油、食品类	13.8%	12.4%	11.0%	13.1%	9.1%	6.9%	8.5%	9.4%
饮料类	19.8%	17.6%	17.9%	24.2%	15.8%	12.4%	16.1%	12.9%
烟酒类	19.0%	16.7%	13.0%	15.8%	10.1%	8.8%	16.8%	14.7%
服装纺织类	17.2%	6.4%	5.9%	6.4%	2.5%	-0.9%	1.8%	4.5%
化妆品类	15.5%	10.7%	13.8%	17.0%	6.0%	9.5%	8.8%	12.8%
金银珠宝类	26.6%	18.1%	13.8%	13.8%	10.9%	11.4%	16.6%	14.7%
家用电器和音像器材类	4.6%	-1.2%	3.7%	9.4%	3.0%	-0.4%	3.1%	6.1%
家具类	10.1%	8.2%	7.8%	6.0%	3.6%	1.3%	1.4%	1.9%

资料来源：国家统计局，平安证券研究所（注：采用2020年与2021年同期同比数据均值，数值大于10%为绿灯，0-10%为黄灯，小于0为红灯）

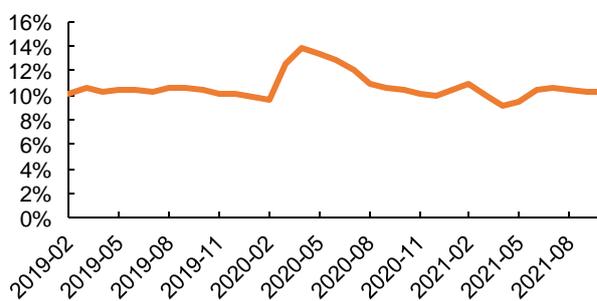
**粮油、食品类韧性凸显。**1-10月，粮油、食品类限额以上企业零售总额同比增长10.3%，景气度持续，表现较为平稳，在经济下行压力下粮油、食品类等必选消费品表现出较好韧性。

图表6 粮油、食品类零售总额当月值（亿元）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

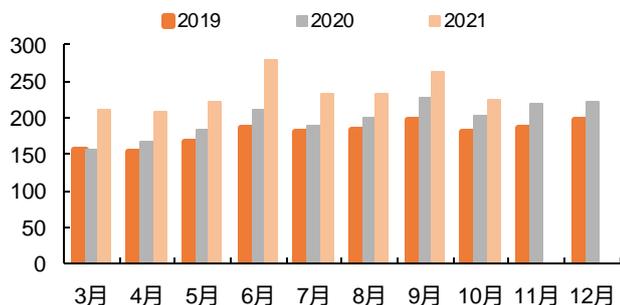
图表7 粮油、食品类零售总额累计同比增速



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

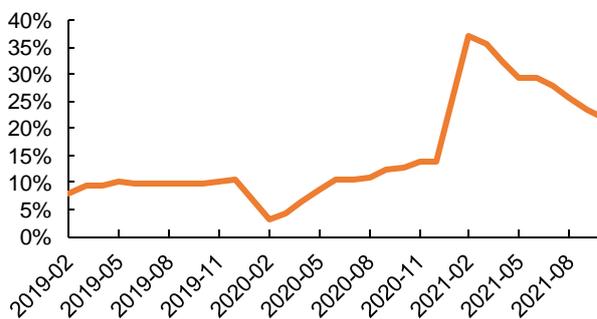
**饮料类领跑社零，高景气增长。**1-10月，饮料类限额以上企业零售总额同比增长21.8%，景气度持续上行。在疫情冲击消费力疲软的大背景下，软饮料社零数据高增，增速领跑食品饮料大盘。东鹏、奈雪的接连上市带动饮料市场热潮，能量饮料、气泡水等细分赛道呈现高景气增长。

图表8 饮料类零售总额当月值（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

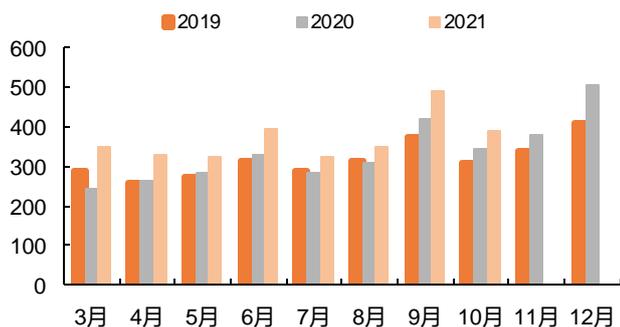
图表9 饮料类零售总额累计同比增速



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

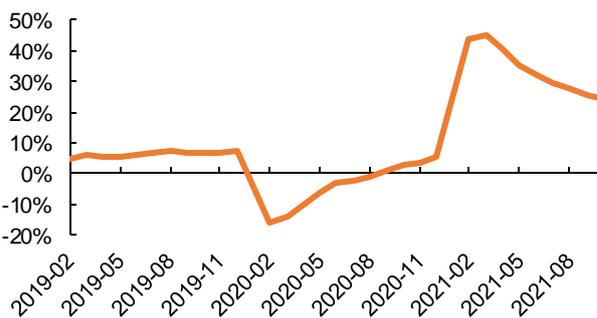
烟酒类快速恢复，景气度持续走高。1-10月，烟酒类限额以上企业零售总额同比增长 24.5%，景气度持续走高。2021 年以来，国内经济缓慢恢复，促进烟酒消费增长，外加酒类高端化、涨价趋势不改，带动烟酒类景气度上行。

图表10 烟酒类零售总额当月值（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表11 烟酒类零售总额累计同比增速



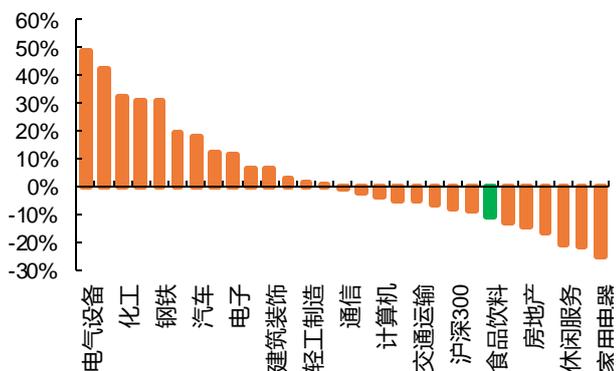
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

## 二、2021 年食品饮料表现回顾：估值回落拖累整体走势，软饮料、啤酒表现较优

### 2.1 走势复盘：2021 年内经历深度调整，10 月初至今见底回升

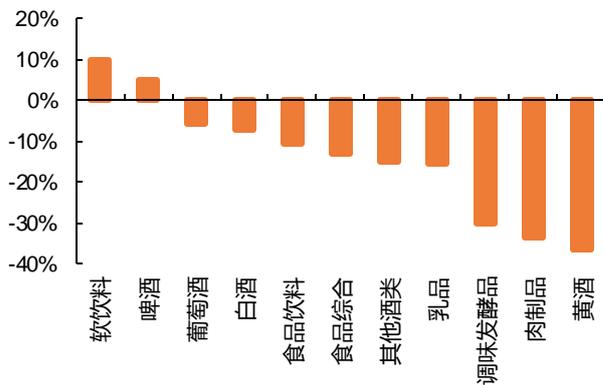
2021 年 1 月 1 日至 12 月 3 日，食品饮料行业收益率-6.8%，跑输沪深 300 指数 0.9pcts；分子行业看，仅软饮料/啤酒取得 13.5%/6.2%正收益，调味品/肉制品收益率-31.3%/-29.9%，跑输食品饮料整体。

图表12 截至12月3日食品饮料收益率排名靠后



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 截至12月3日食品饮料各子行业收益率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

分阶段看,

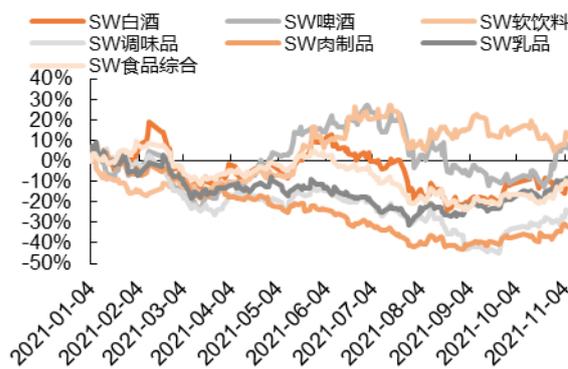
- 1) 1月-2月初: 抱团行情极致演绎。春节前以消费等大盘价值股为主导的抱团行情演绎到极致, 食品饮料 PE\_TTM 一度突破 63.0X;
- 2) 2月初-3月初: 流动性收紧和风格切换引发估值回调。随着美债收益率上行引发市场对流动性收紧担忧、能源价格持续上涨的通胀预期下市场风格转向低估值周期板块, 食品饮料下跌 26.1%;
- 3) 3月初-6月初: 一季报开门红驱动行业反弹。21Q1 低基数效应叠加白酒、啤酒动销高景气, 一季报超出市场预期, 啤酒、白酒及软饮料引领食品饮料反弹;
- 4) 6月初至 10月初: 需求疲软引发深度回调。21Q2 高基数、社零不及预期终端需求疲软、新冠疫情扰动餐饮消费, 导致大众品跌幅较深; 消费税预期、市场悲观情绪也拖累白酒板块表现;
- 5) 10月初至今: 行业见底回升。随着白酒稳健增长、调味品基本面触底、成本压力逐步传导使得食品板块提价预期升温, 10月初以来食品饮料行业触底回升。

图表14 2021年至今食品饮料行业走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 2021年至今食品饮料子行业走势

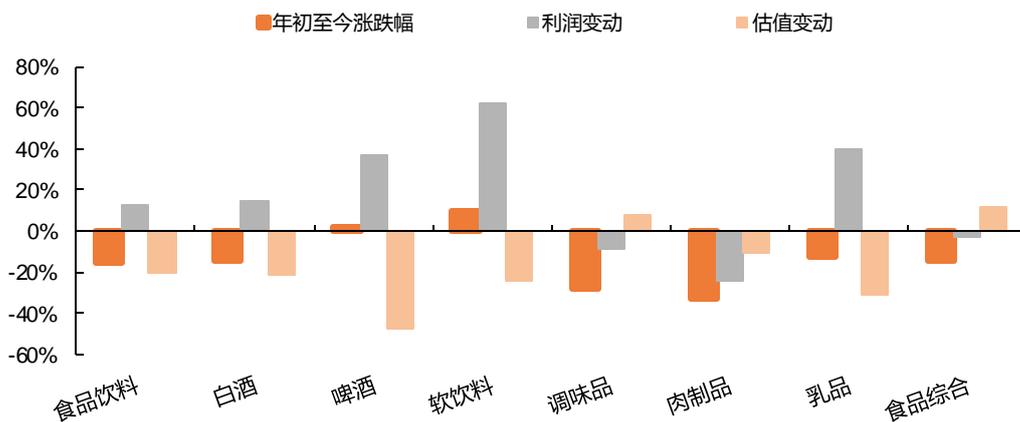


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 估值回落为板块走弱主因，食品饮料估值出现分化

2021年食品饮料走弱主要由估值回落所致，其中啤酒/白酒 PE\_TTM 降幅较深，较年初下降 48.0%/21.7%；调味品/食品综合 PE\_TTM 较年初提升 8.2%/11.5%，板块下跌主要由业绩下滑所致；其中食品板块如调味品、食品综合等受益于提价预期，9月底至今估值有所抬升。

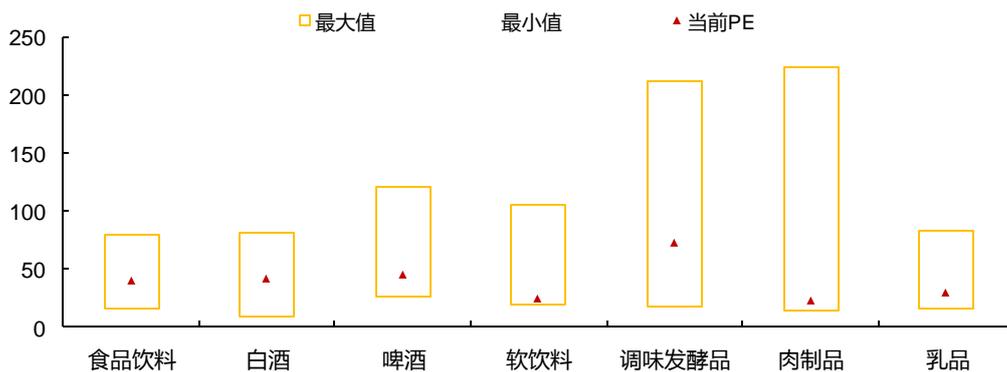
图表 16 食品饮料及子行业业绩与估值变动拆分：估值回落为行业下跌主因



资料来源: Wind, 平安证券研究所

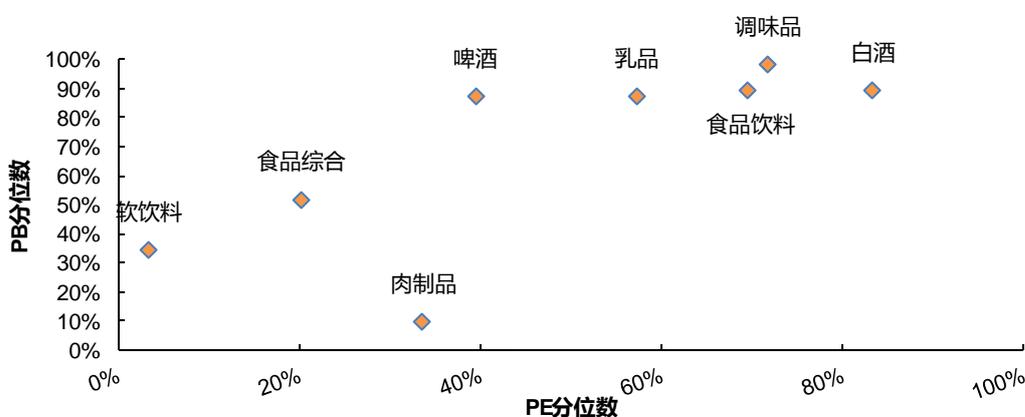
当前食品饮料估值出现分化。2021/12/3 食品饮料 PE\_TTM44.0X, PE 历史分位 77.2%，食品饮料较沪深 300 估值溢价率 234.4%，历史中枢为 127.5%。其中啤酒、软饮料、肉制品、食品综合等子行业估值分位数处于历史低位。

图表 17 食品饮料及子行业当前估值水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 食品饮料及子行业估值分位数：整体处于历史较高百分位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表19 食品饮料相比沪深300估值溢价水平仍处历史高位



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 2.3 2021年基金重仓持股比例连续3个季度回落

2021Q3基金食品饮料重仓持股比例8.3%，环比-1.0pcts，同比-0.3pcts，自2021年以来已连续3个季度回落。展望未来，随着白酒稳健增长以及大众品需求逐步复苏、提价顺畅传导，基金重仓比例有望提升。

图表20 2021年基金重仓食品饮料比例连续3个季度下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、白酒 2022 年策略：高端酒稳中有进，次高端弹性可期

2021 年为白酒的调整之年，在经历了疫情冲击后，原材料价格自高位回落，企业经济活动逐步复苏，渠道库存也回归良性区间。茅台批价在公司取消拆箱销售政策以及双节平稳放量影响下，也出现相应回落，行业风险逐步释放。展望 2022 年，消费升级趋势不改，高端白酒和次高端白酒仍将享受价位带扩容红利。且货币宽松背景下，财富效应凸显，高端购买力提升，优质资产有望获得估值溢价。白酒作为具有确定性收益及稳定 ROE 的优质资产将充分受益。白酒兼具消费属性、投资属性和收藏属性，我们看好白酒在强品牌力支撑下的业绩持续增长，认为高端白酒业绩确定性强，次高端弹性可期。

#### 3.1 行情展望：今年走势类似于 2018 年，2022 年白酒行情或可借鉴 2019 年

回顾 2018-2019 年行情，白酒板块经历了先行回调，而后领涨的过程，其中宏观经济为重要影响变量。2018 年，国内经济基调以去杠杆、结构转型为主，进入“新常态”，叠加中美贸易战开启，对中国商品征加大额关税，双重压力下经济持续承压，白酒动销受阻，下半年开始股价全线回调；2018 年底至 2019 年，由于经济环境的变化，国内宏观政策处于较为宽松的状态，利好白酒行业，叠加 2018 年白酒超跌，以及消费升级、价位扩容的趋势持续，白酒板块领涨。

图表21 2018年白酒板块行情：经济下行，白酒动销受阻，全线股价回调



资料来源：Wind，平安证券研究所

**2021年经济环境、市场表现均与2018年相近。**从市场表现、宏观环境以及流动性预期来看，2018年底与当前相似度高。1) 市场表现方面，2021年由于行情切换叠加消费低迷，白酒板块剧烈波动，虽然上半年次高端、高端白酒股价呈现分化，但下半年白酒板块整体面临持续调整，且高端白酒调整幅度更大，与2018年的情况相似。2) 宏观环境方面，2021年美债利率大幅上行，对股市造成强烈冲击，叠加经济下行压力及疫情扰动，整体经济增长缓慢；2018年面临经济转型及中美贸易战压力，同样对股市造成巨大冲击。3) 流动性预期方面，经济压力下流动性宽松预期持续升温，政策环境较为宽松，财富效应凸显，有望拉动白酒动销。

图表22 2021年白酒板块行情：风格切换+消费低迷，白酒板块剧烈波动



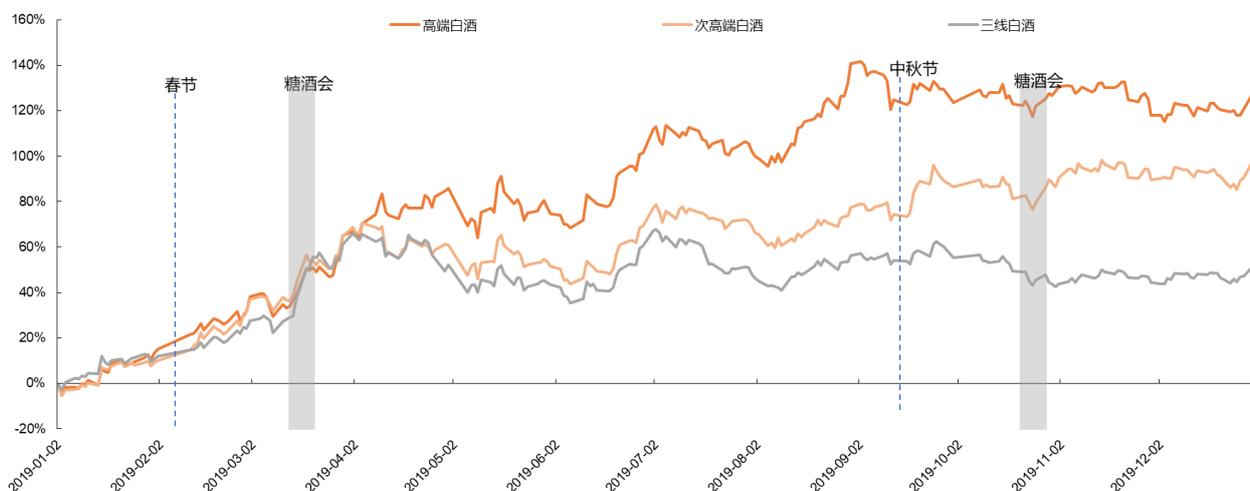
资料来源：Wind，平安证券研究所

**展望2022年，我们认为可以借鉴2019年白酒行情，流动性宽松背景下中高端白酒受益。**回顾2019年，在白酒板块前期

超跌的背景下，年初多家酒企业业绩预告优异，动销情况良好，叠加政策利好及资金流入，板块估值修复，白酒板块迎来全线增长。年中名酒涨价潮显现，汾酒、洋河、今世缘、五粮液等多家酒企相继提价，行业迎来结构性繁荣，白酒板块持续向好，股价呈现第二波攀升。从市场表现来看，行业整体景气度向上，高端白酒实现戴维斯双击，表现最优；次高端白酒表现次之，其中业绩高增、利润水平显著改善的次高端酒企估值溢价甚至优于高端酒。

当前流动性持续宽松，经济环境类似于 2018 年年底，叠加行业升级趋势不改，基本面向好，以及行业风险消化。展望 2022 年，我们认为 2019 年白酒行情变化或可作为借鉴，中高端白酒将最为受益，高端白酒有望再次引来戴维斯双击。我们预计 2022 年疫情常态化下，宴席等消费场景逐步恢复，中高端白酒消费将延续增长，且消费升级趋势不改，酒企产品将继续迭代提价，驱动公司营收利润高增。

图表 23 2019 年白酒板块行情：流动性宽松环境下，酒企产品迭代提价，白酒再次领涨

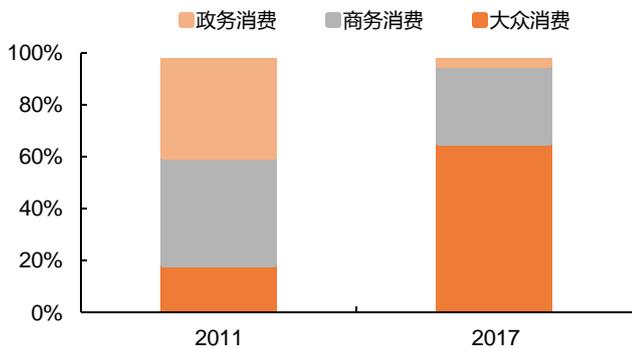


资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3.2 高端白酒：高端消费坚挺，业绩确定性强

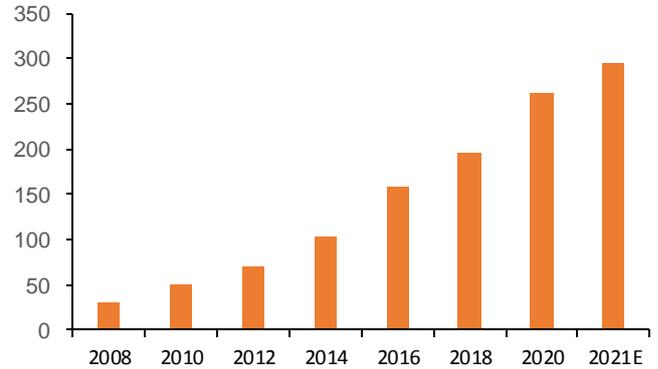
奢侈品增速加快，高端购买力持续上行。自 2012 年“三公”消费调整以来，我国白酒进入由大众消费与商务消费主导阶段，高端白酒充分受益，业绩持续高增。疫情虽造成短期调整，但长期经济向好趋势不改。长期来看，高端白酒消费受益于我国经济持续高速发展，我国高净值收入人群持续增加，居民收入、消费支出不断上升。据招商银行联合贝恩公司发布的《2021 中国私人财富报告》，2020 年中国高净值人群数量达到 262 万人。短期来看，疫情后居民收入分化加剧，马太效应凸显，高端消费者在资产增值和财富效应牵引下提高消费意愿，促进高端白酒消费，预计未来高端白酒消费将持续增加。

图表24 大众、商务消费成为白酒消费主流



资料来源：糖酒快讯，平安证券研究所

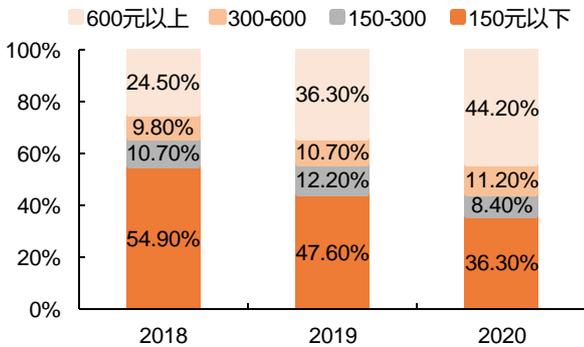
图表25 我国高净值人群持续增长 (万人)



资料来源：贝恩咨询，平安证券研究所 (注：定义可投资资产超过1千万人民币的个人为高净值人群)

**量减价增趋势不改，行业头部化集中。**随着消费结构转变与收入水平的持续提速，白酒消费呈现价格上移趋势，高端白酒消费持续增加。据尼尔森数据，2020年我国白酒600元以上/300-600元/150-300元/150元以下分别占比44.2%/11.2%/8.4%/36.3%，其中600元以上白酒份额较2018年增加19.7pcts。同时，以茅五泸为代表的高端白酒企业，其营收从2015年的620.06亿元，上升到了2020年的1719.67亿元，近五年CAGR为22.6%，其占行业总营收的比例，从2015年的11.5%，提升至2020年的29.46%。在未来，白酒行业“强者愈强”的头部效应会越来越突出。

图表26 2018-2020年我国白酒价位带结构分布



资料来源：尼尔森，平安证券研究所

图表27 茅五泸营收及占比



资料来源：公司公告，国家统计局，平安证券研究所

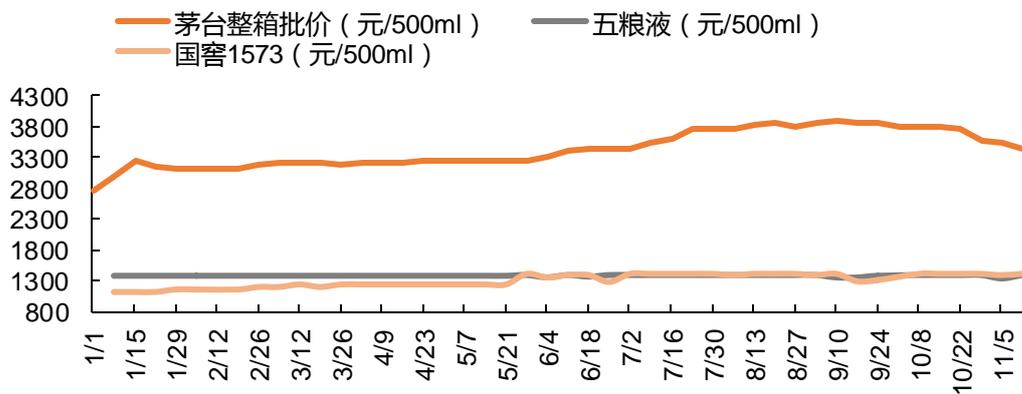
**飞天批价不断攀升，高端业绩稳中有进。**近年来，在白酒行业“量减价增”的趋势下，价增贡献了主要增长。高端白酒依托时间沉淀的品牌力，具有强定价权，且基本面稳健。2021年飞天茅台一批价的不断攀升，成功打开高端白酒和次高端白酒的天花板。在茅台的带领下，五粮液、国窖1573延续价格增长，其余全国性名酒也相继推出战略性卡位单品，布局千元价位带。伴随高端白酒产能扩张持续放量与内部股权激励优化组织动力，我们预计未来高端白酒仍将维持高增长态势。

图表28 2021年全国名酒推出的千元价位新产品

公司	推出时间	新产品	价格定位(元/500ml)	产品展示
钓鱼台国宾	2021年1月	钓鱼台·液体黄金	1,000元以上	
古井贡酒	2021年4月	年份原浆·年三十	2,000元以上	
山西汾酒	2021年7月	青花40·中国龙	3,000元以上	
国台酒业	2021年7月	国台·世袭伯爵	1,000元以上	
牛栏山	2021年11月	魁盛号·樽玺	1,500元以上	

资料来源：公司网站，平安证券研究所

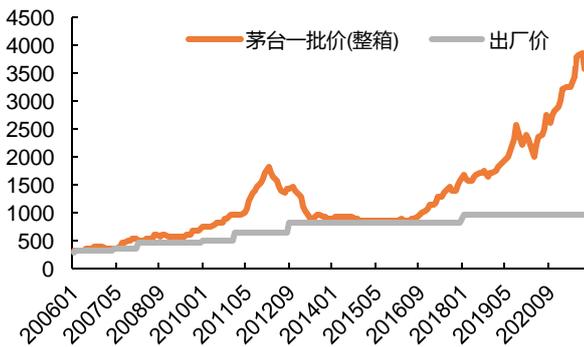
图表29 茅台批价稳中有进，为五粮液、泸州老窖打开价格天花板



资料来源：Wind，平安证券研究所

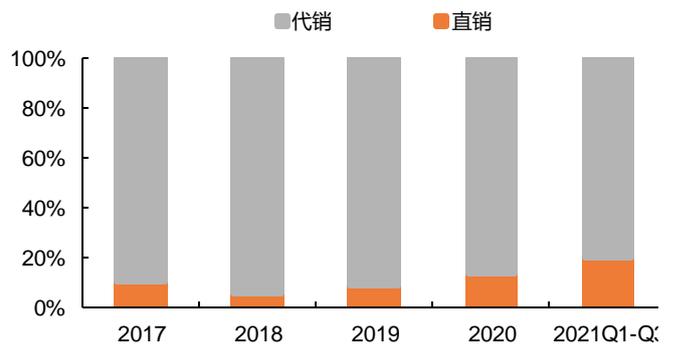
**贵州茅台：基本面稳健，业绩确定性强。** 1) 从批价来看，近期在取消拆箱销售政策以及双节平稳放量影响下，茅台批价自高点有所回落。但茅台终端需求依旧旺盛，叠加产能限制，茅台始终处于供不应求状态。截止 11 月中旬，整箱飞天茅台一批价在 3450 元，散瓶飞天一批价在 2600 元左右，远高于 969 元的出厂价，显著的价差表明渠道利润始终稳健，具有安全边界。2) 从管理层来看，近日茅台新董事长上任，提出要“坚持市场化及法制化改革”、“推进营销体制和价格体系改革”，让茅台“回归商品属性”，并在市场调节机制方面持续发力。3) 从产能来看，据茅台股东大会，2021 贵州茅台预计实现产能 5.53 万吨，随着茅台持续推进产能建设，未来放量可期。未来，随着渠道、产品结构改善升级，公司将继续提升直营比例，升级非标产品，优化产品结构，公司业绩确定性强。

**图表30 茅台批价及出厂价差为茅台提供安全边界(元/500ml)**



资料来源：国酒财经，平安证券研究所

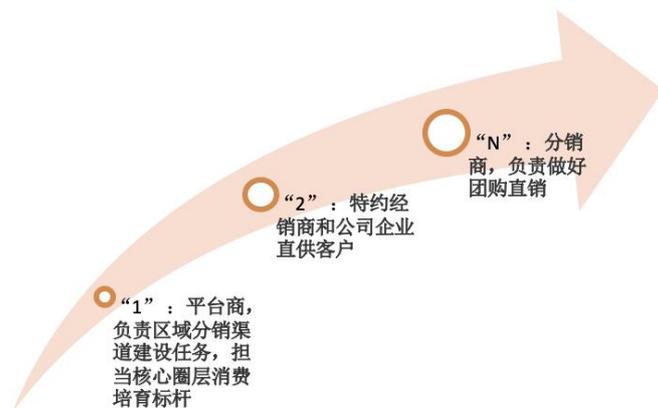
**图表31 茅台直营渠道比率逐步扩大**



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**五粮液：产品矩阵持续优化，经典五粮液不断放量。** 自茅台批价持续上升打开价格天花板以来，高端白酒价格带扩容，五粮液持续受益，成为千元价格带领头羊，且积极发力经典五粮液，完善产品矩阵。1) 普五方面，虽然自价格天花板打开以来竞争对手增加(如青花30复兴版、青花郎等)，但五粮液作为高端白酒，所具有的品牌、产品力优势明显，外加“控量挺价”政策稳中有进，普五在千元价格带位置较为坚挺。2) 经典五粮液方面，公司十四五规划投放量破万吨，21年2000吨目标进展较好，外加数字化营销系统实施，管理层能力强化，看好经典五粮液将成为五粮液新增长点，突破2,000元高端价格带。

**图表32 经典五粮液“1+2+N”模式，推动持续放量**



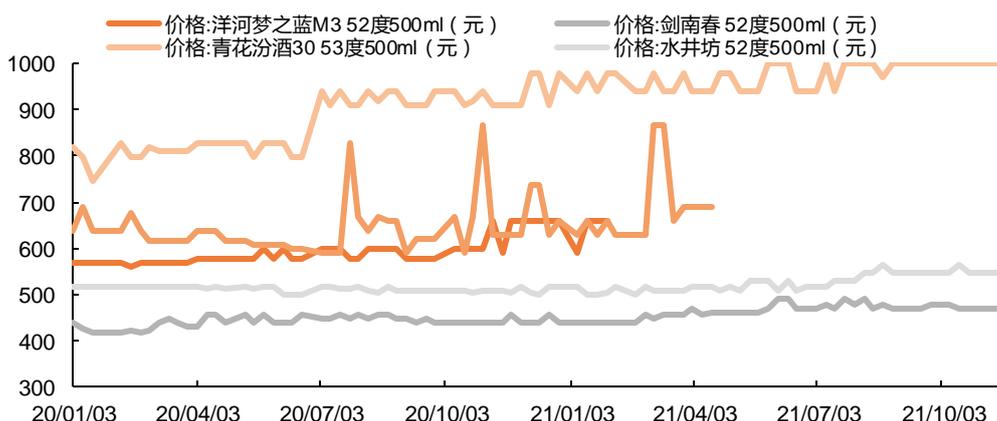
资料来源：微酒，平安证券研究所

**泸州老窖：股权激励优化组织动力，激励管理层不断向前。**2021年9月27日，泸州老窖发布限制性股票激励计划，拟向521名对象授予不超过883.46万股限制性股票，限制性股票的授予价格为92.71元/股。从激励角度看，本次股权激励力度较广，覆盖9位高管及512位核心骨干人员，同时，业务骨干人员人均1.42万股，高管人均8万股，激励力度较大，从考核目标来看，本次股权激励要求2021~2023年公司每年扣非后净资产收益率不低于22%，扣非净利润增速不低于行业75分位数，成本费用/营收比例不高于65%，本次股权激励考核目标完善，贴合“双品牌、三品系、大单品”战略规划，将有效激发管理层动力，推动公司向好发展。

### 3.3 次高端白酒：宴席消费回补，价格带持续扩容

次高端价格带上移，市场增量空间巨大。2018年初，飞天茅台零售指导价自1299元/瓶上调至1499元/瓶，带领白酒行业进入新一轮的涨价周期，高端酒价格稳步提升，带动次高端价格区间持续上移。2021年，在消费升级、品牌集中和通胀抬头的拉动下，洋河、汾酒、剑南春等次高端酒企频频调价。对于次高端名酒企而言，涨价有助于提升产品形象，拉升品牌高度和品牌价值。同时，涨价能助长利润空间或重塑价格体系，进而倒逼渠道挺价。展望2022年，消费升级趋势延续，通胀上行环境不改，次高端价格或将进一步上移，市场空间持续扩容。

图表33 主流次高端白酒单品价格走势



资料来源：微酒，平安证券研究所

图表34 次高端白酒酒企频繁提价

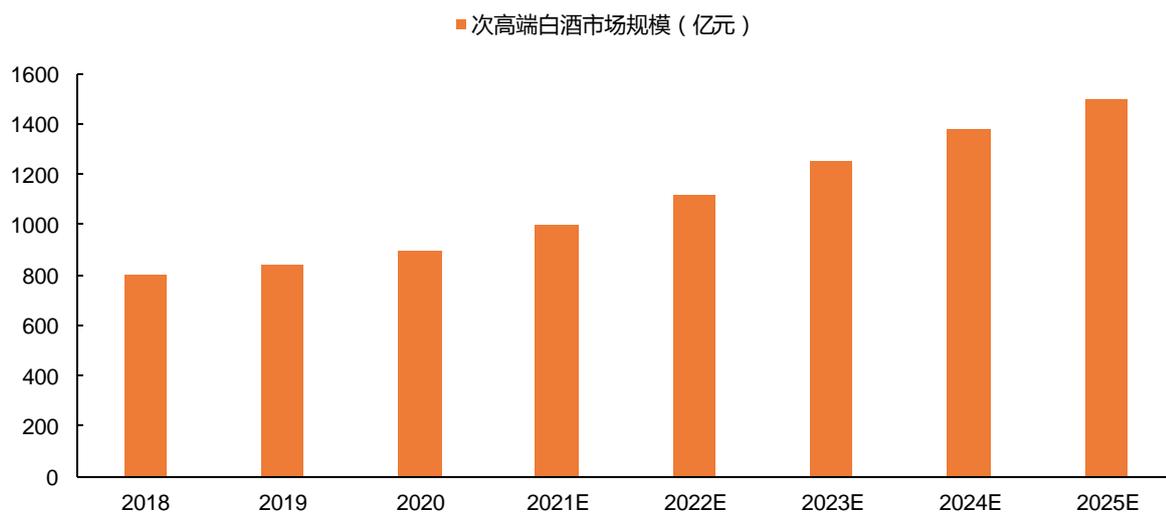
公司	时间	提价情况
洋河股份	2017年1月	梦之蓝M3/M6 分别提价10/20元
	2017年12月	梦之蓝M3/M6 单瓶出厂价分别上涨5/10元
	2018年2月	梦之蓝M3/M6 单瓶价格分别上调20/40元
	2018年7月	梦之蓝M3/M6 单瓶价格皆上调5元
	2018年10月	梦之蓝M3/M6 分别提价30/50元
	2019年5月	海之蓝、天之蓝、梦之蓝上调供货指导价，最高涨幅超过20%
	2020年9月	梦之蓝M3 终端零售价上涨20元/瓶，终端建议成交价分别不低于420元/瓶(低度)和500元/瓶(高度)
古井贡酒	2018年3月	古8上涨80元/箱，零售价1000元/箱；古16上涨240元/箱，零售价2160元/箱

	2019年4月	古8终端零售价不得低于240元/瓶
	2020年9月	古8终端成交价为230元/瓶,古16终端成交价为370元/瓶,古20上调20元/瓶
	2021年3月	38度/42度/52度古20单瓶经销价分别上调40/40/60元
	2021年9月	55度古6结算价上调90元/瓶
剑南春	2020年1月	水晶剑提价20元/瓶
	2020年3月	水晶剑出厂价提价25元/瓶
	2020年4月	水晶剑的建议零售价调整为489元/瓶
	2021年3月	水晶剑提价30元/瓶
今世缘	2017年11月	四开国缘终端价上调20元/瓶
	2018年10月	四开国缘上调20元/瓶,国缘K3上调20元/瓶
	2019年6月	四开国缘上调30元/瓶
	2020年2月	四开国缘上调20元/瓶,国缘K3上调20元/瓶
	2020年7月	四开国缘和对开国缘零售价分别上调15元/瓶和10元/瓶
	2021年1月	四开国缘分别在1/2/3月1日上调10元/瓶
	2021年5月	42度四开国缘和52度四开国缘开票价分别上调60元和50元/瓶
水井坊	2016年11月	臻酿八号零售价调整为320元,井台系列零售价调整为460元
	2017年7月	井台和臻酿八号分别上调10元/瓶以及10元/瓶
	2017年12月	井台系列上调30元/瓶,臻酿八号上调20元/瓶
	2020年9月	臻酿八号38度和臻酿八号43度终端零售价均上涨20元/瓶
	2020年12月	臻酿八号(52度500ml)提价20元/瓶
酒鬼酒	2016年4月	红坛酒提价5%-10%
	2017年12月	52度500ml红坛酒零售价调整为568元
	2018年7月	红坛和紫坛每瓶分别提价22/20元
	2020年4月	红坛酒鬼酒(高度柔和)战略价上调30元/瓶
	2020年6月	52度500ml紫坛(柔和)战略价上调40元/瓶;
	2020年9月	52度500ml黄坛酒鬼酒(2018版)战略价上调30元/瓶。
	2020年1月	42度500ml酒鬼酒战略价上调20元/瓶
	2021年5月	52度和42度500ml酒鬼酒新升级战略价上调10元/瓶,零售指导价上调20元/瓶
舍得	2017年1月	全渠道提价20元
	2018年1月	品味舍得酒出厂价上调20元/瓶
	2018年3月	舍得酒业宣布“变相”提价,在全国范围内对品味舍得的渠道配赠政策由原来的买5赠1调整为买6赠1;
	2020年1月	52/42/38度500ml智慧舍得在原供货价格基础上上调52元/盒(每盒六瓶);
	2020年12月	舍之道系列产品终端供货价在全国范围内统一上调10元/瓶
山西汾酒	2016年4月	青20出厂价上调10元/瓶
	2017年5月	青20终端零售价提价20元/瓶
	2018年7月	青30开票价上调15元/瓶
	2019年5月	48/53度青30开票价分别上调35/25元
	2019年7月	48/53度青30开票价分别上调20/30元,建议终端价分别提价30/50元至768/788元
	2020年6月	青20开票价上调20元/瓶
	2020年10月	青花20/30单凭开票价分别上调20/101元,出货价也同步上调

资料来源:公司网站,平安证券研究所

次高端白酒市场延续高增长，千亿规模势不可挡。据观研天下的《2021年中国次高端白酒市场分析报告》显示，2020年我国次高端白酒消费的市场规模在900亿元左右，2015至2020年CAGR为14.8%。同时，《尼尔森2018-2019酒类趋势研究报告》也指出，中端及次高端白酒的销售增长远高于高端及其他价位段的表现，更契合大众消费者需求的价值型产品领涨市场，连续两年都保持了20%以上的增长。由此可以认为，消费者对于次高端白酒品牌的认知尚未固化，且仍有增量人群，在未来依然能以10%左右的年增长率蓬勃发展，预计2025年我国次高端白酒行业市场规模将超过1500亿元。

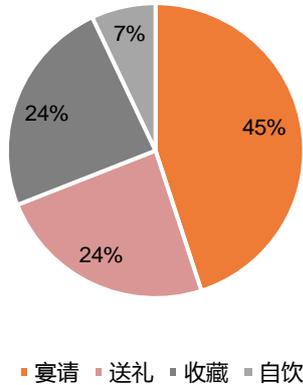
图表35 我国次高端白酒市场规模稳步增长



资料来源：观研天下，平安证券研究所

疫苗升级加速疫情好转，宴请回暖提升次高端景气度。随着疫苗功效不断增强和加强针的接种普及，疫情有望得到进一步控制，情况加速好转，对于宴会聚餐的监管也将逐步放松，商务宴请消费需求回升。次高端白酒具有显著的社交属性，在商务宴请场景需求巨大，据酒业家统计，次高端白酒消费中宴请场景占比高达45%。商务宴请的逐步恢复将推动次高端白酒放量，带动行业景气度的显著提升。

图表36 次高端白酒场景比例

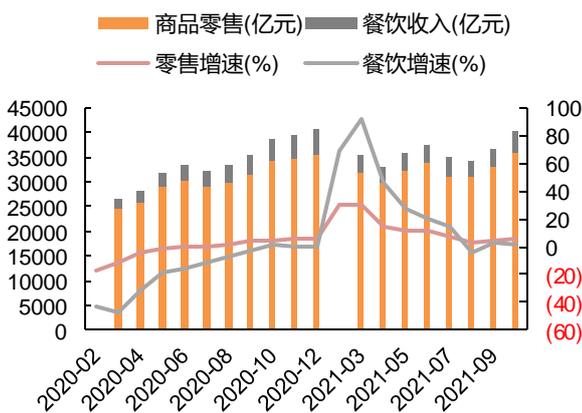


资料来源：酒业家，平安证券研究所

### 3.4 三四线白酒：消费迎来复苏，产品结构升级

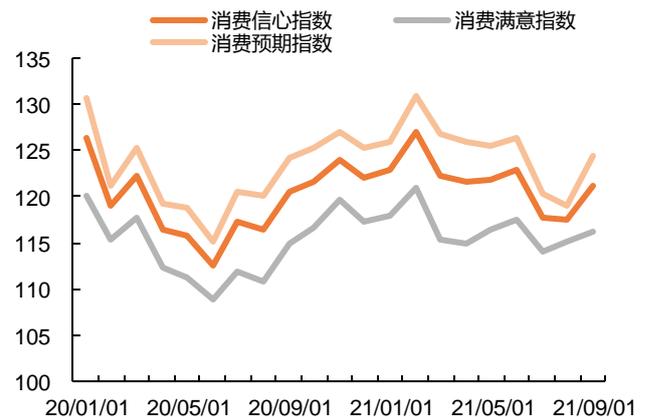
2022年消费复苏有望拉升三四线白酒销量。2021年我国整体消费逐步复苏，1-10月商品零售额同比2019年增长了8.2%；餐饮收入尽管在下半年系于疫情反复有所低迷，但上半年明显复苏使得1-10月同比2019年小幅增长了1.5%。消费信心指数和预期指数也逐步回升，预示着市场上消费者对于未来经济收入增长、消费回暖持有积极正面的态度。目前我国消费市场的韧性充足，消费规模扩大、消费结构升级、消费模式创新的发展态势没有改变，随着经济恢复、就业扩大、居民收入增加，以及社会保障逐步完善，2022年消费增长仍然具有较好支撑。中低端白酒作为一项重要的消费支出，将受益于消费复苏和增长，销售情况弹性可期。

图表37 我国商品零售和餐饮收入回暖



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表38 消费信心指数回升



资料来源：Wind，平安证券研究所

积极突破创新，寻求发展道路。在消费升级、产业结构优化的趋势下，三四线酒企不断突破创新，通过升级产品结构、打造高端单品、举办品酒会和酒论坛活动，提升品牌形象、营造酒文化氛围，寻求高质量发展道路。

1) 顺鑫农业在 2018 年率先推出高端品牌“魁盛号”，标志着牛栏山战略与二锅头品类升级迈入关键阶段，2021 年 9 月又推“魁盛号樽玺”，意在打造国际化、年轻化、高品质的品牌形象，是牛栏山后百亿时代占位高端和发展新动能的破局之举。顺鑫农业 2021H1 白酒板块营收 65.36 亿元，其中高档酒营收 7.96 亿元，同比去年下降 1.96%，中档酒营收 7.65 亿元，同比下降 17.42%。

2) 金种子不断向次高端冲击，撬动市场增长新契机。2020 年 8 月打造的“馥合香系列”新品，以差异化定位，为金种子增添了品牌的高度和市场的厚度，标志着金种子中高端战略的落地。金种子馥合香也在全省各地打造以消费者为核心的“馥香荟”，通过品鉴、推广、价值观与资源型互动，创造品牌与消费者之间健康良性关系，奠定了金种子馥合香徽酒高端社交新名片基础，为品牌找到战略支点。2021 上半年，金种子酒实现的营业收入为 5.45 亿元，同比增长 32.98%，其中中高档酒营收 1.04 亿元，对比去年同期下降 0.95%。

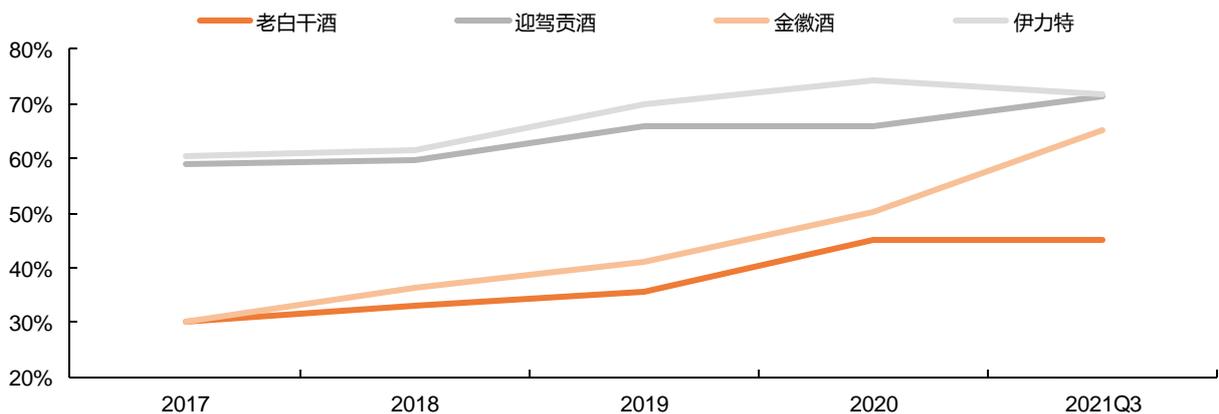
3) 老白干酒的营销重心是继续向上调整产品结构，积极打造大单品。老白干 1915 是衡水老白干的核心高端产品和品牌形象产品，2020 年出库量增长 90%以上，增势迅猛，市场价稳定在 2000 元/瓶左右，目前已成为河北高端酒细分市场的第一品牌，预计在 2024 年将晋升为十亿单品。定位次高端市场的十八酒坊甲等系列（主要是 15、20 两个单品）在 2021H1 销售额增速超过 30%，预计在 2023 年突破 10 亿元关口。2021Q3 高端占比进一步提升达到 45.21%。

4) 迎驾贡酒持续升级产品结构，主推定位次高端价位段洞藏系列，布局 200-800 元主流价格带，构建差异化竞争优势，在六安、合肥等核心终端市场迅速放量，市场份额快速提升，销售额已突破 10 亿元。2021Q2 以生态洞藏系列为代表的中高档白酒同比去年增长 104%，高端产品的收入占比也逐年提升，2021Q3 比重为 71.48%，相比 2017 年提升了 12.61pct。

5) 金徽酒在高档酒保持着持续发力状态，百元以上价位的世纪金徽五星、正能量系列、柔和金徽系列、金徽年份系列在 2020 年实现销售额 8.67 亿元，2016-2020 年 CAGR 为 23.56%，占比由 2016 年的 26.52%上升到 2021Q3 的 65.16%。2021 年金徽酒联合陇酒知名品牌“陇南春”实施双品牌运作，推动金徽酒在次高端和高端市场的发展。

6) 伊力特在 2020 年建成伊力特酒文化产业园和 2021 年推出伊力王酒升级产品是提升品牌形象、优化产品结构的重要战略举措，2021Q3 高端比重为 71.87%，相比 2017 年提升了 11.45pct。

图表39 三四线酒企高端产品占比逐年提升



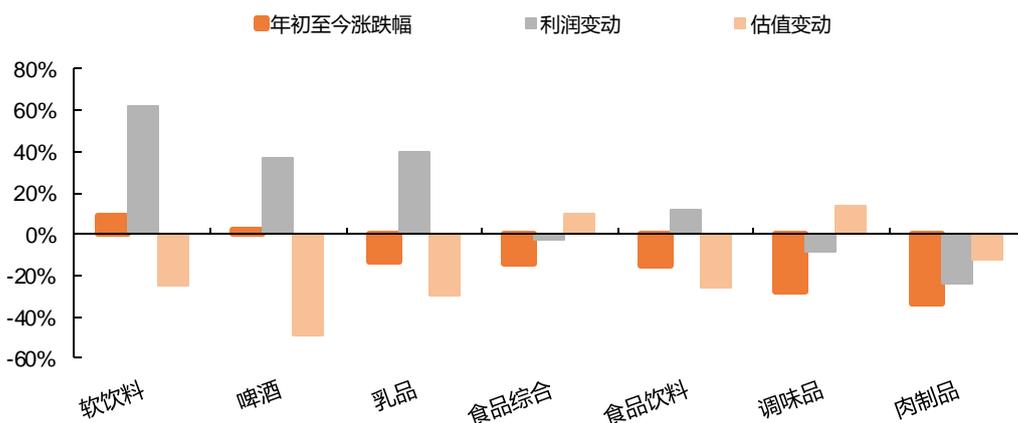
资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、食品 2022 年策略：关注消费复苏+提价传导两条主线

### 4.1 食品板块 21 年表现疲软，22 年有望底部改善

业绩估值双双拖累 21 年食品板块整体市场表现。分子行业看，调味品、肉制品大幅跑输食品饮料整体 12.4pcts、17.9pcts。拆分来看，肉制品 21 年经历业绩估值双杀，软饮料、啤酒、乳制品业绩保持增长，市场表现不佳主要受估值下滑拖累；受下游需求疲软、社区团购分流、成本压力影响，调味品、食品综合 21 年业绩下滑，拖累板块表现，但出现逆势拔估值。

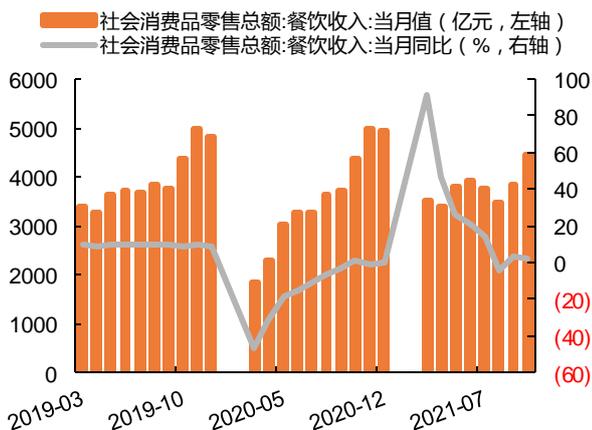
图表 40 21 年食品板块表现：调味品、肉制品表现落后于食品饮料整体



资料来源：Wind，平安证券研究所

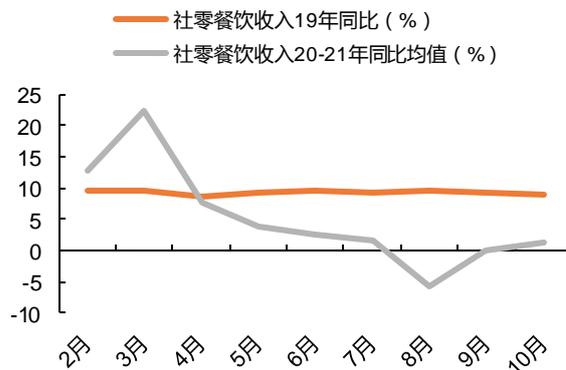
22 年消费有望延续复苏态势，食品板块迎来底部改善。B 端来看，10 月社零餐饮收入已超过 19 年同期，同比增速延续弱复苏，但仍低于 19 年同期；C 端来看，10 月社零商品零售额同比增速提升，20-201 年同比均值较 19 年同期持续收窄。展望未来，预计下游消费波动仍存，但不改恢复趋势。

图表 41 21 年 10 月餐饮收入超过 19 年同期



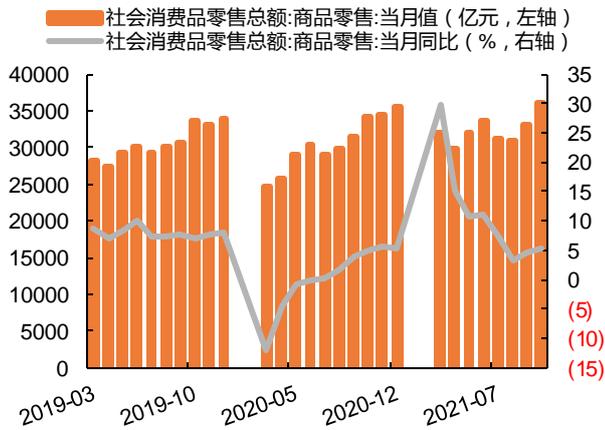
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 42 20-21 年餐饮同比增速均值仍低于 19 年同期



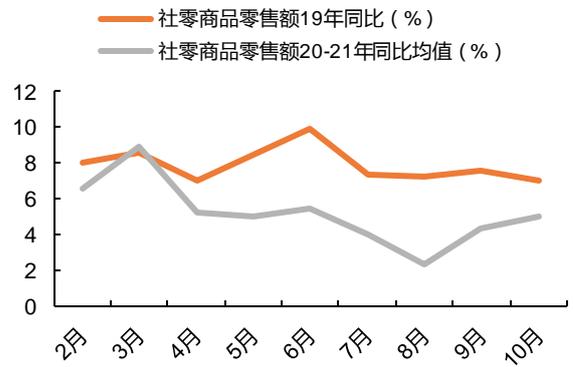
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表43 21年10月社零商品零售额同比增速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表44 20-21年与19年商品零售额同比增速收窄

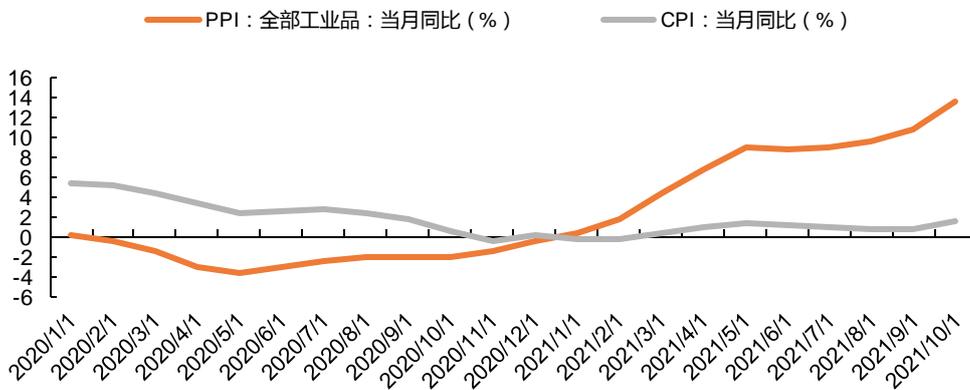


资料来源: Wind, 平安证券研究所

#### 4.2 PPI/CPI 剪刀差持续扩大，食品板块迎来涨价潮

2021年10月我国CPI同比增长1.5%，PPI同比增长13.5%，2021年以来PPI/CPI剪刀差持续扩大，大宗商品价格大幅上涨推升食品企业原材料成本压力，食品板块迎来涨价潮，安琪酵母、海天味业、李锦记、恒顺醋业、洽洽食品、海欣食品、安井食品、金龙鱼、涪陵榨菜等公司均已发布提价公告，对部分产品出厂价进行调整，预计其他公司也将相继跟进。

图表45 2021年以来PPI/CPI剪刀差持续扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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。我们对16-17年食品行业涨价潮复盘后发现，提价对报表端的滞后期约一年，表现为公司净利润率的提升，主要由于：1) 食品饮料作为快消品，其提价循序渐进，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。

图表46 销售费用率偏低的企业毛利率提升速度更快

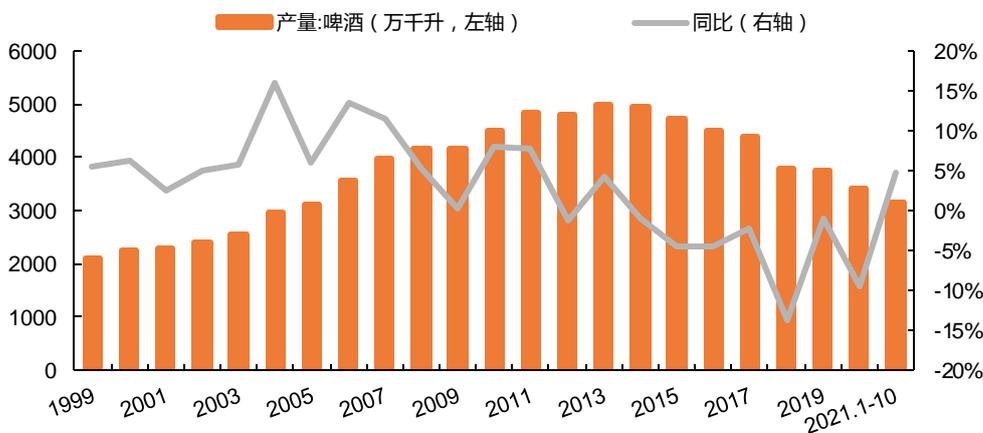
行业类目	公司名称	提价时间	毛利率提升节点	滞后时间	销售费用率
食品	洽洽食品	2018年7月	18Q3	当季	10-13%
	涪陵榨菜	16年7月 17年2月	17Q4	2个季度	18-20%
	燕京啤酒	17年12月 18年3月	18Q2	1个季度	10-12%
啤酒	华润啤酒	2018年1月	18Q2	1个季度	16-18%
	重庆啤酒	2018年2月	19Q1	3个季度	13-15%
	青岛啤酒	2018年1月	19Q2	4个季度	17-20%
乳制品	伊利股份	2013年7月	14Q1	2个季度	18-20%
	蒙牛乳业	2013年8月	14Q2	3个季度	18-20%
	三元股份	2013年12月	14Q4	3个季度	20-22%
	光明乳业	2013年12月	14Q4	4个季度	28-30%

资料来源：Wind，平安证券研究所

### 4.3 啤酒：顺应高端化趋势，提价逻辑顺畅

21年啤酒行业基本面整体稳健。2020年受疫情冲击即饮场景下滑较大，全年啤酒产量同比-9.4%，2021年1至10月我国啤酒产量3133万千升，同比+4.8%，整体而言自2013年产量见顶后啤酒行业增长动力来自高端化，按照价格带进行划分，目前我国高端啤酒品牌包括百威、乐堡、喜力、科罗娜、嘉士伯等，中等价位包括蓝带、南昌啤酒、金威啤酒等，经济价位包括华润雪花、哈尔滨啤酒、崂山、汉斯、青岛山水。21Q1低基数下啤酒板块业绩高增，Q2高基数下面临较大压力，单Q2营业收入同比-0.6%，归母净利润同比-1.5%，Q3疫情和雨水天气扰动下，行业产量累计同比持续放缓，同时原料成本压力较大，但啤酒行业高端化趋势向好，吨价提升使得盈利水平较为平稳。

图表47 近年啤酒产量延续下滑趋势



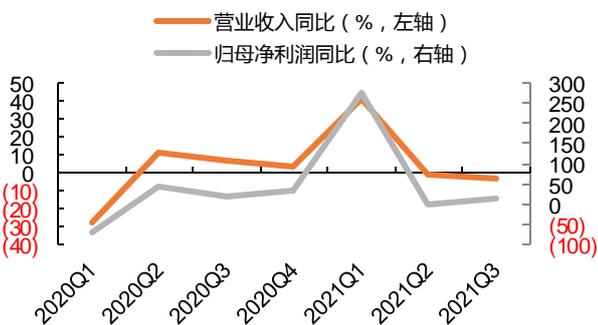
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表48 不同价格带啤酒品牌

零售价格带 (元/升)	代表品牌	
高端价位	14元以上	百威、乐堡、喜力、科罗娜、嘉士伯
中等价位	7-14元	蓝带、南昌啤酒、金威啤酒
经济价位	7元以下	华润雪花、哈尔滨啤酒、崂山、汉斯、青岛山水

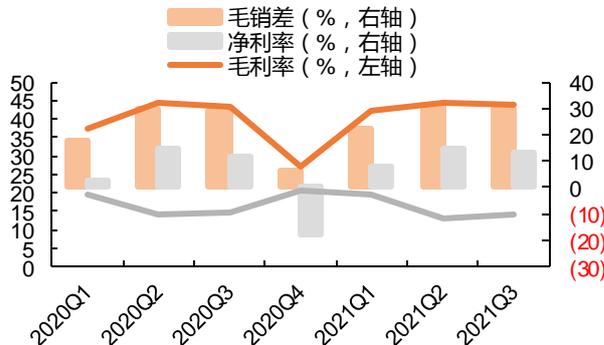
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表49 21年啤酒业绩整体稳健



资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 剔除重庆啤酒)

图表50 21年起啤酒盈利能力平稳

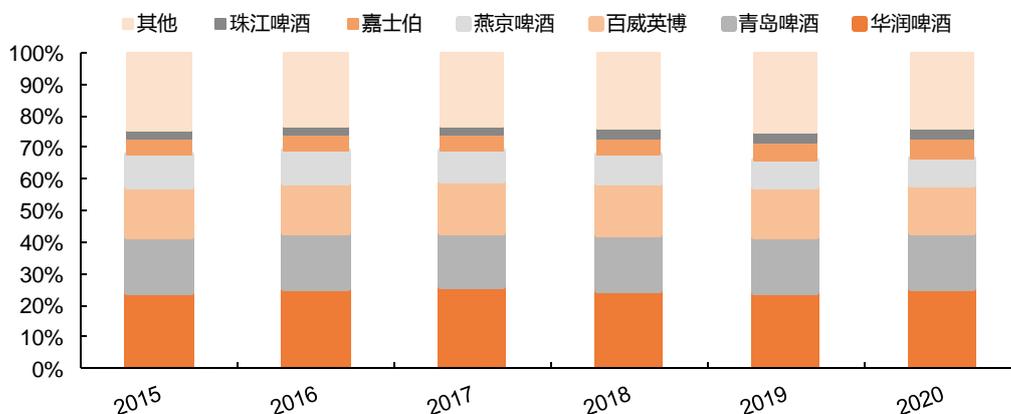


资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 剔除重庆啤酒)

疫情后啤酒行业集中度进一步提升。2020年行业CR5 73.0%，较2019年提升1.2pct，华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒和嘉士伯继续引领啤酒行业，2020年市占率分别为25.1%、18.0%、15.2%、8.3%、6.4%，较2019年+0.7pct。

+0.6pct、-0.7pct、+0.0pct、+0.6pct。

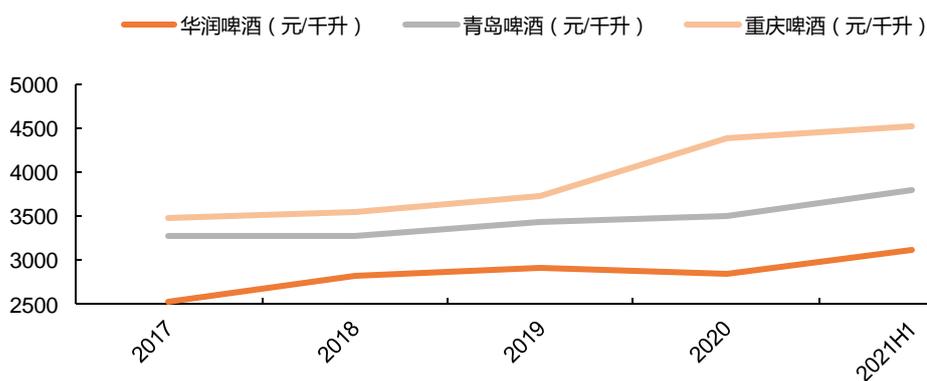
图表51 2020年啤酒行业CR5提升



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

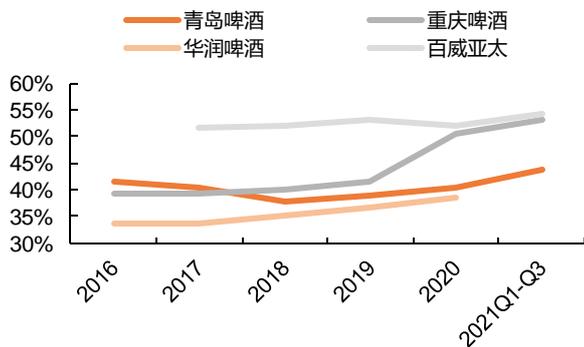
啤酒高端化趋势下，涨价逻辑顺畅。1) 啤酒行业提价往往集中在淡季，以便给予渠道调整时间，当前啤酒原料成本持续承压，预计 21 年底至 22 年初啤酒板块涨价潮有望持续演绎；2) 当前啤酒行业正处高端化进程，近年主要啤酒企业吨价及利润率持续上行，我们认为啤酒提价传导在大众品中最为顺畅；3) 需求：啤酒即饮场景占比较高，随着餐饮消费逐步复苏，2022 年行业有望迎来边际改善。

图表52 近年主要啤酒企业吨价持续提升



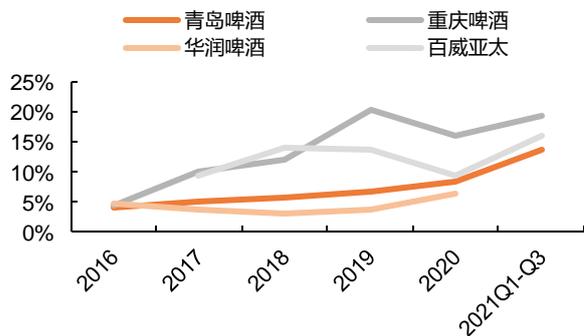
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表53 近年主要啤酒企业毛利率上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表54 近年主要啤酒企业净利率上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

复盘上一轮啤酒行业涨价潮，报表端滞后期约 1 年。18Q1 行业集中涨价后，从主要酒企的毛利率变动水平看，19Q1/Q2/Q3/Q4 单季度毛利率均值同比分别+1.50pct/+1.36pct/+2.24pct/+8.11pct，整体盈利能力显著上升。细看，发现行业龙头盈利能力优先改善，其中华润啤酒 2019H1 实现毛利率 37.8%，同比上涨 1.9pct，重庆啤酒 2019Q1 毛利率为 37.4pct，同比上涨 2.4pct。

图表55 18 年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%
	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
	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%
	2018 年 4 月	哈尔滨啤酒涨价

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表56 2017至2019年啤酒行业主要公司单季度营收增速、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	营收同比	-	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	-	37.8	-	36.8
青岛啤酒	营收同比	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	7.7	9.3	-21.2	9.7	8.8	10.1	-23.5	10.6	10.3	12.0	-25.9
	毛利率	41.0	42.8	43.3	25.4	40.1	38.7	39.0	25.2	39.7	40.5	40.3	29.1
燕京啤酒	营收同比	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	14.7	3.3	-48.3	2.0	16.0	2.8	-39.7	2.0	16.6	3.3	-39.6
	毛利率	32.6	48.7	37.3	5.3	32.2	53.3	37.3	13.6	32.5	54.1	38.8	19.5
重庆啤酒	营收同比	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	14.7	15.4	-3.0	10.6	15.6	16.2	-0.3	12.1	17.0	32.7	12.2
	毛利率	36.2	43.4	41.1	33.1	35.0	43.1	43.8	33.5	37.4	43.4	43.5	41.2
珠江啤酒	营收同比	14.6	9.9	-0.6	6.0	7.8	9.9	3.6	9.3	4.7	6.0	5.4	3.2
	净利率	2.1	6.4	7.3	2.7	2.9	11.1	12.7	7.0	4.4	13.7	18.0	5.9
	毛利率	37.3	43.3	39.7	32.8	33.3	44.1	44.6	34.4	37.0	46.6	51.0	49.4

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表57 2017至2019年啤酒行业主要公司单季度净利率及毛利率同比情况(pct)

		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
毛利率	青岛啤酒	-0.15	2.28	-3.34	-5.87	-0.85	-4.12	-4.24	-0.16	-0.44	1.82	1.31	3.84
	燕京啤酒	-0.19	-4.10	0.17	-26.34	-0.44	4.60	-0.01	8.29	0.31	0.81	1.51	5.85
	重庆啤酒	1.57	0.46	-2.60	2.57	-1.13	-0.28	2.68	0.35	2.36	0.29	-0.31	7.73
	珠江啤酒	-2.63	0.31	-0.38	-3.76	-4.02	0.78	4.86	1.61	3.76	2.53	6.45	15.01
	平均	-0.35	-0.26	-1.54	-8.35	-1.61	0.25	0.82	2.52	1.50	1.36	2.24	8.11
净利率	青岛啤酒	0.86	0.84	-0.97	5.40	1.10	1.04	0.80	-2.27	0.90	1.49	1.93	-2.34
	燕京啤酒	0.20	1.26	-1.07	-19.65	-0.03	1.26	-0.57	8.60	0.05	0.61	0.56	0.12
	重庆啤酒	4.26	5.79	-1.79	23.85	4.23	0.92	0.87	2.71	1.52	1.41	16.45	12.46
	珠江啤酒	0.07	1.56	2.95	1.16	0.82	4.68	5.38	4.30	1.44	2.65	5.34	-1.04
	平均	1.35	2.36	-0.22	2.69	1.53	1.98	1.62	3.34	0.98	1.54	6.07	2.30

资料来源: Wind, 平安证券研究所

**股价表现：短期事件催化，提价效应释放助推长斜率上涨。** 1) 提价预期为股价上涨重要催化因素，短期内斜率较高：从2017-2019年主要啤酒企业股价变动看，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%；2) 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58 2017年-2018年啤酒主要企业收益情况

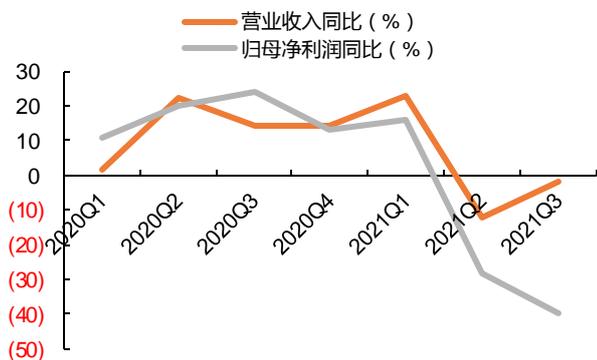


资料来源：Wind，平安证券研究所

#### 4.4 调味品：需求复苏，盈利有望触底回升

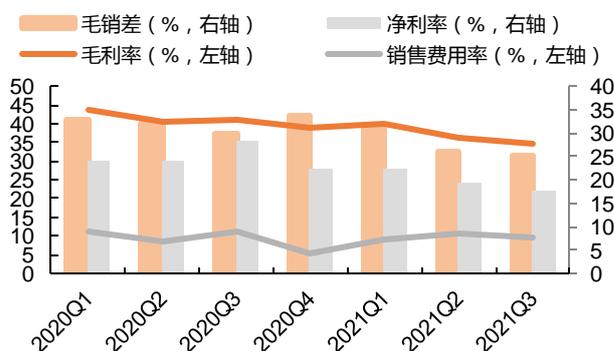
**需求走弱、社区团购分流、成本压力下 21 年调味品板块业绩承压。** 21 年初春节旺季行情下调味品企业积极备货，后续受疫情反复需求走弱、社区团购分流商超渠道影响，行业库存压力凸显，21Q2 起调味品企业营收增速明显放缓，Q2 同比增速环比 Q1 下降 35.0pcts；同时 20 年起调味品主要原料、包材价格持续上行，致使 21 年行业毛销差、净利率承压，归母净利润同比增速自 21Q2 放缓，Q3 同比降幅扩大。

图表59 21Q2起调味品业绩显著承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表60 21Q2起调味品盈利能力承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**21Q4 调味品板块迎来涨价潮。**随着调味品企业前期锁定的采购订单及原料库存耗尽,调味品行业自 21Q4 迎来密集涨价潮,目前海天味业、安琪酵母、涪陵榨菜、恒顺醋业、千禾味业等头部企业均已提价,预计 21 年底至 22 年初其他企业也将陆续跟进。

图表61 2021 年调味品行业逐步迎来涨价潮

执行日期	企业	提价内容	提价原因
2021/5	中炬高新	对部分餐饮大包装产品调整供货价格,幅度 1%-5%不等	成本持续上行
2021/9/30	安琪酵母	1) 大包装干酵母出厂价上调 6000-8000 元/吨; 2) 半干酵母出厂价上调 6000-8000 元/吨; 3) 鲜酵母出厂价上调 2000-2500 元/吨	成本持续上行
2021/10/25	海天味业	对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整,主要产品调整幅度为 3%-7%不等	成本持续上行
2021/11/8	安琪酵母	1) 无铝害油条膨松剂系列产品价格上调 3000 元/吨; 2) 馒头、面包改良剂系列产品价格上调 1000-2000 元/吨; 3) 面包、蛋糕乳化剂系列产品价格上调 1000-3000 元/吨; 4) 脱模油系列产品价格上调 2000 元/吨; 5) 鸡精系列产品价格上调 2000-5000 元/吨	成本持续上行
2021/11/12	涪陵榨菜	对部分产品出厂价格进行调整,各品类上调幅度为 3%-19%不等	成本持续上行
2021/11/16	加加食品	对加加酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价格进行调整,上调幅度 3%-7%不等	成本持续上行
2021/11/18	千禾味业	对部分中低端产品黄豆、生抽、老抽等出厂价调整,上调幅度约 5%	成本持续上行
2021/11/20	恒顺醋业	对部分产品进行价格调整,调整幅度 5%-15%不等	成本持续上行

资料来源: 公司公告, 中华网财经, 平安证券研究所

**调味品需求复苏在途, 2022 年提价传导、成本回落有望催化盈利弹性释放。**1) 需求弱复苏有望延续; 2) 政策规范、调味品企业积极拥抱变革, 社区团购负面影响有望边际弱化: 随着规范政策出台, 社区团购严重补贴、价格倒挂现象有望缓解,

同时调味品企业亦在积极对接平台，预计社区团购对于 C 端的分流效应将逐步弱化；3) 提价传导、成本回落，盈利有望回升：2022 年随着提价效应逐步体现以及成本压力缓解，有望催化调味品企业盈利释放。

调味品提价体现在财务报表上的滞后期为 6 个月左右，且的盈利能力改善具有持续性。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。

图表62 2016 至 2018 年调味品行业主要公司营收增速、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	营收同比	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	营收同比	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
千禾味业	营收同比	16.07	22.80	20.55	34.54	37.98	31.96	8.12	16.64	-3.01	2.64	27.68	23.59
	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	营收同比	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	营收同比	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63 2016 至 2018 年调味品行业主要公司毛利率及净利率同比变化情况 (pct)

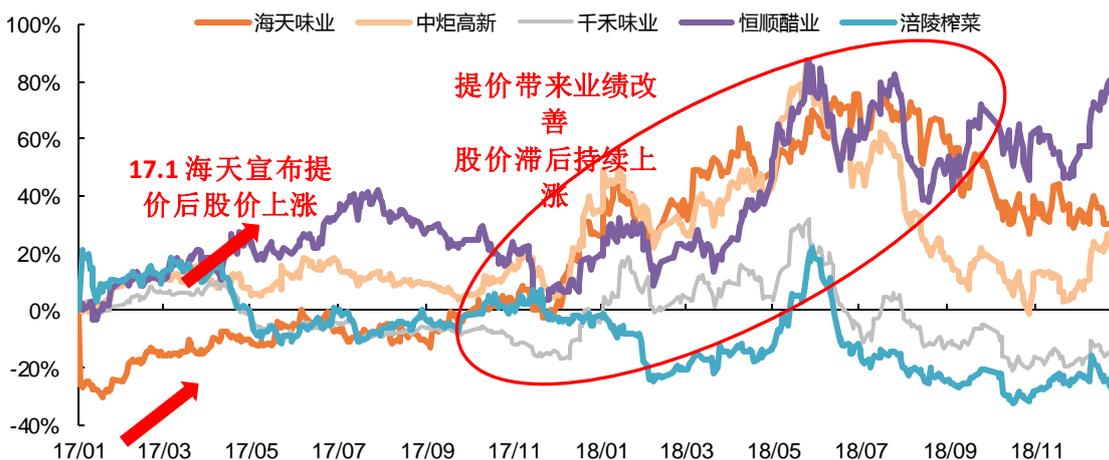
		2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
		毛利率	海天味业	0.42	-0.15	3.33	4.24	0.07	1.71	1.64	3.56	2.02	2.45
中炬高新	-0.02		3.24	3.33	0.03	4.48	0.00	3.44	2.12	-0.74	2.62	-4.18	1.83
千禾味业					5.63	0.06	6.61	0.92	2.14	2.72	-3.15	4.88	4.21
恒顺醋业	1.18		-0.26	1.95	3.16	-0.42	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	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

**短期提价预期催化乐观情绪，长期盈利改善股价上涨。** 1) 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。2) 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64 2017-2018 年调味品主要企业收益率表现情况

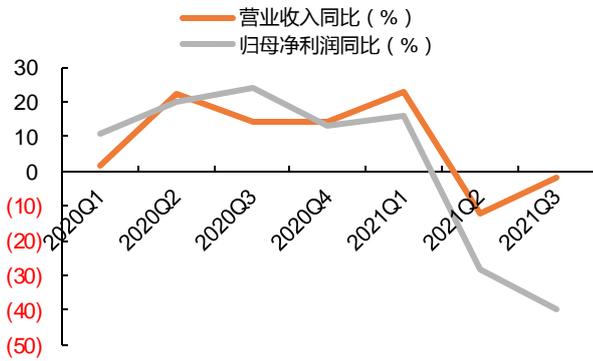


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 4.5 乳制品：22 年把握盈利能力回升的投资主线

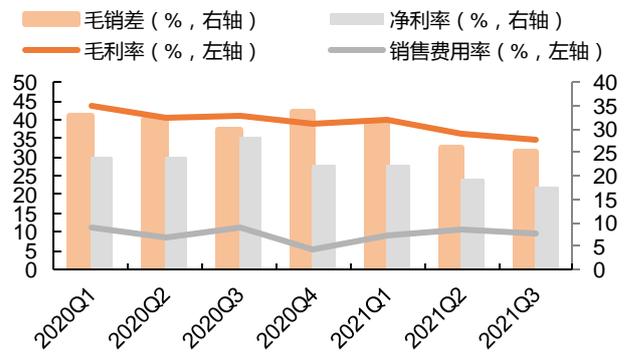
**21 年乳制品表现稳健，行业竞争趋缓盈利改善。** 受益于乳制品的健康属性，疫情下行业需求较为坚挺，2020 年行业规模 4082 亿元，同比-2.3%；竞争格局来看，龙头份额持续提升，2020 年行业 CR5 达 58.0%，同比+2.5pcts，其中伊利 26.3% (同比+1.2pcts)，蒙牛 22.2% (同比+1.5pcts)，双寡头格局稳固。由于高低基数效应，21Q1-Q2 乳制品行业增速起伏较大，Q3 营业收入同比+9.7%，归母净利润同比+17.6%，毛销差 13.1% (同比+0.4pcts)，净利率 7.2% (同比+0.3pcts)，整体稳健增长，原奶成本上行使得行业竞争程度趋缓，盈利能力改善。

图表65 2020年乳制品行业需求坚挺



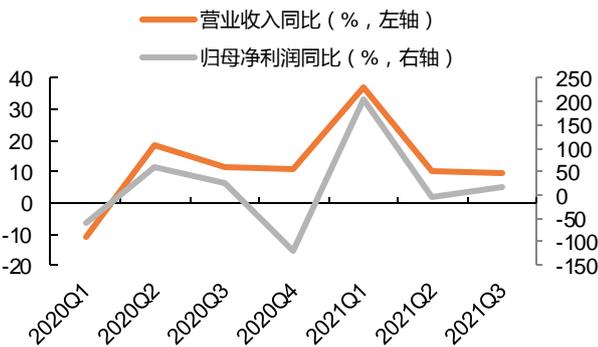
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表66 近年乳制品行业集中度持续提升



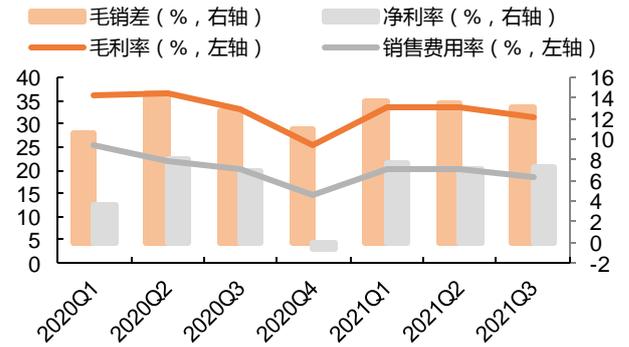
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表67 21Q1-Q2 业绩波动较大, Q3 稳健增长



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

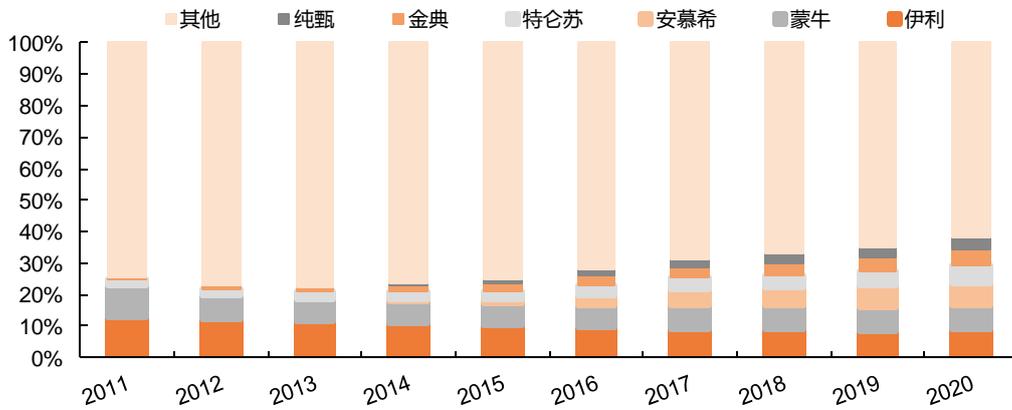
图表68 21Q1-Q2 业绩波动较大, Q3 稳健增长



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

分结构看, 乳品高端化趋势明显。需求端受益于人均收入水平提升, 供给端各大乳品品牌通过产品创新和品牌升级, 给消费者带来高端有机奶、传递有机生活理念, 近年高端白奶如金典、特仑苏等品牌占比持续提升。

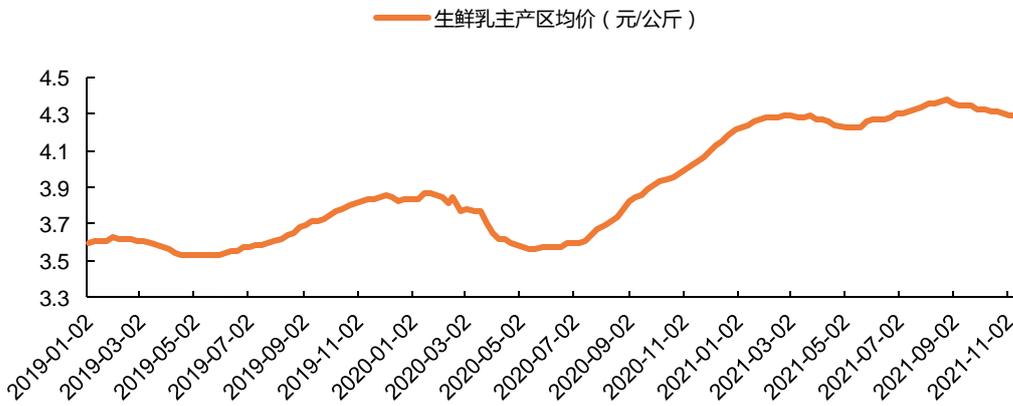
图表69 高端品牌占比持续提升



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

**2022 年需求有望延续稳健，竞争趋缓、成本回落带来龙头利润率回升。** 1) 需求端，22 年随着消费者健康意识的提升，白奶需求有望延续稳健增长；2) 供给端，随着 21 年原奶价格上行，行业竞争趋缓，当前行业双寡头格局稳固，龙头利润诉求明确，品牌升级与品类创新为未来增长点，而非恶性竞争；3) 成本端，随着前期行业补栏带来的供给释放，21Q3 起原奶价格上涨势头已明显趋缓，2022 年行业成本压力有望趋缓，推动盈利改善。

图表70 2020H2 起原奶价格持续上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**复盘 17 年原奶成本上行周期：行业整体承压，提价企业逆势突围。** 我们梳理了 2016 年至 2018 年以来伊利股份、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/2.6pct/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 5.55pct 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71 2016至2018年乳制品行业主要公司单季度营收增速、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
伊利股份	营收同比	2.2	-2.6	2.3	-0.3	3.0	19.9	18.0	8.0	25.1	14.1	12.7	16.9
	净利率	10.2	11.3	7.4	8.8	11.1	9.3	8.4	6.9	10.8	6.8	7.5	7.7
	毛利率	41.7	36.1	38.4	35.3	37.6	38.7	37.5	35.1	38.8	38.5	35.8	38.3
光明乳业	营收同比	-1.6	2.4	-31.2	11.4	7.5	5.3	7.5	9.0	-5.0	-1.5	-10.6	-1.7
	净利率	3.2	3.1	3.5	3.6	4.0	3.9	3.5	3.8	4.2	4.4	1.4	0.1
	毛利率	40.7	42.1	39.5	31.8	35.2	34.5	33.7	29.7	34.3	32.7	33.7	32.7
燕塘乳业	营收同比	-0.3	11.7	8.7	4.0	27.8	8.0	9.2	11.4	9.1	5.5	3.1	2.3
	净利率	4.9	12.7	13.0	5.8	5.6	14.6	13.6	4.7	4.1	9.5	6.5	-6.6
	毛利率	28.4	41.0	41.4	33.8	32.6	36.2	37.3	35.1	32.1	34.7	31.1	29.5
三元股份	营收同比	2.7	2.0	5.0	10.4	-0.2	16.5	7.8	-5.9	26.7	19.7	17.6	24.2
	净利率	1.0	11.0	1.3	-0.8	0.0	1.9	4.7	-3.0	1.3	4.4	0.7	3.4
	毛利率	30.4	33.2	28.6	30.0	30.5	32.5	30.8	23.8	32.0	36.2	32.3	31.3

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表72 2017至2018年乳制品行业主要公司毛利率及净利率同比变化情况(pct)

		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	-0.15	-1.65	3.21
	光明乳业	-5.55	-7.63	-5.83	-2.06	-0.87	-1.76	-0.04	2.97
	燕塘乳业	4.25	-4.78	-4.06	1.30	-0.54	-1.54	-6.21	-5.66
	三元股份	0.13	-0.78	2.21	-6.16	1.43	3.70	1.50	7.53
	平均	-1.32	-2.65	-2.16	-1.78	0.29	0.06	-1.60	2.01
净利率		2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
	伊利股份	0.82	-2.05	0.96	-1.88	-0.29	-2.47	-0.88	0.80
	光明乳业	0.76	0.81	-0.04	0.18	0.26	0.49	-2.09	-3.73
	燕塘乳业	0.67	1.92	0.65	-1.11	-1.44	-5.10	-7.15	-11.26

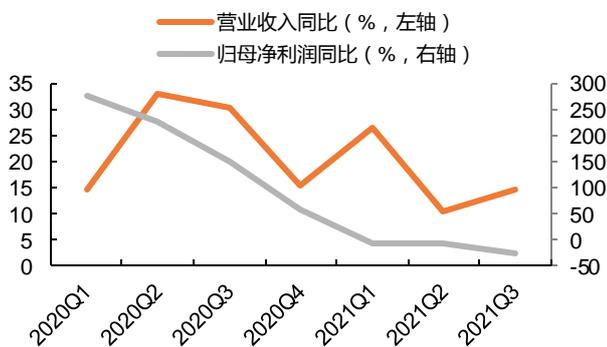
三元股份	-0.97	-9.12	3.44	-2.12	1.21	2.52	-3.98	6.36
平均	0.32	-2.11	1.25	-1.23	-0.06	-1.14	-3.53	-1.96

资料来源: Wind, 平安证券研究所

#### 4.6 速冻食品：22 年盈利压力有望缓解，长期逻辑清晰

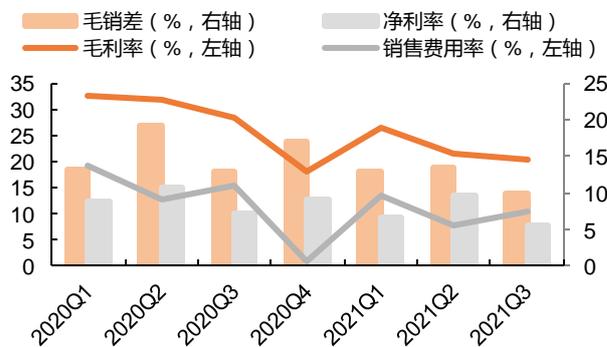
**21 年速冻食品板块盈利承压。**由于下游需求较弱、商超客流量下滑，速冻食品企业费用投放加大，行业盈利承压，21Q3 营业收入同比+14.8%，归母净利润同比-23.8%，毛销差 9.9%（同比-2.9pcts），净利率 5.6%（同比-1.6pcts）。

图表 73 21 年速冻食品利润增速持续下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

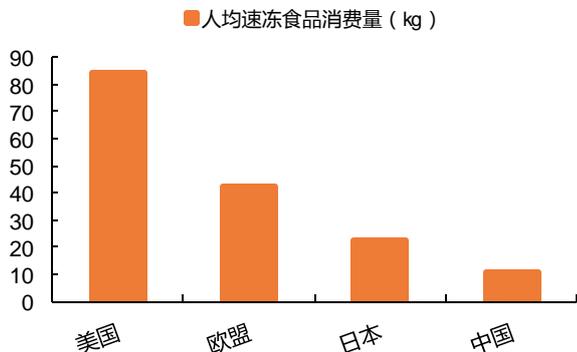
图表 74 21 年速冻食品盈利能力承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

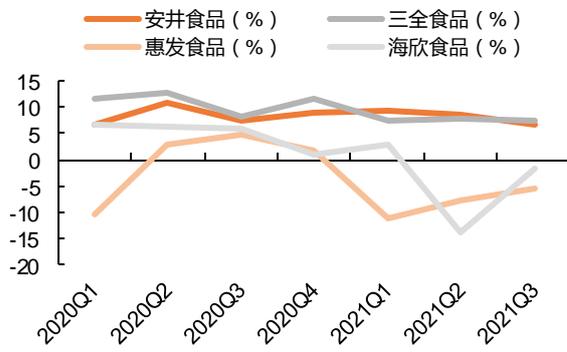
**22 年需求恢复向好，盈利压力有望缓解。**1) 需求端：22 年随着餐饮端需求复苏，速冻食品收入增速有望常态化；长期来看随着 B 端餐饮行业连锁化率和 C 端便捷性需求提升，速冻食品行业仍有较大成长空间；2) 预制菜发展尚处早期，未来空间较大；3) 成本端：21 年鱼糜等原材料成本上行下，速冻食品企业盈利承压，安井、三全等龙头企业通过提价对冲，同时龙头企业盈利稳定性明显好于行业平均，展望 22 年盈利压力有望缓解。

图表 75 我国速冻食品人均消费量有提升空间



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表 76 21 年速冻龙头较行业盈利稳定性更好



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 五、投资建议

### 5.1 白酒板块：建议抓住确定性和高弹性两条投资主线，推荐高端和次高端白酒

展望 2022 年，我们认为若货币政策持续宽松下，白酒行业有望复制 2019 年行情。高端白酒供需仍然保持紧平衡，在产品放量以及价格持续提升的带动下，业绩有望实现较快增长，推荐贵州茅台，建议关注泸州老窖、五粮液。贵州茅台明年是管理层更换第一年，量价有望齐升，需求持续旺盛下公司业绩确定性高。五粮液产品矩阵持续优化，经典五粮液不断放量，公司治理优化后改善空间大；泸州老窖股权激励优化组织动力，推动公司更好发展。

次高端白酒集中度仍然较低，高端提价后打开次高端价格空间，同时疫情好转下宴席市场有望恢复，次高端公司业绩增长弹性加大，重点推荐舍得酒业。舍得酒业次高端产品舍得系列渠道持续下沉，老酒概念助长消费者自点率，沱牌系列名酒基础上重回增长轨道，公司 PEG 竞争力强。

### 5.2 食品板块：关注消费复苏+提价传导两条主线，推荐提价传到效率较高的啤酒板块

22 年随着疫情好转，我们认为消费呈复苏态势，食品板块有望迎来底部改善。原材料成本压力下食品板块于 2021 年底迎来一波提价潮，我们复盘历史发现，提价效应大约会在 6-12 月左右的时间体现，盈利能力改善的企业会迎来股价的长斜率上涨。因此，我们看好此轮提价中向下传导能力最强的子板块。

其中，过去 5 年啤酒行业吨价持续上行，今年下半年提价顺应行业发展趋势，我们认为啤酒行业价格传导将更顺利，有望较快迎来盈利改善行情，建议关注重庆啤酒。调味品行业由于库存以及竞争格局等问题，我们认为此次价格传导调整时间比 2016 年底的提价更长，预计明年后半程有望迎来拐点，推荐海天味业，建议关注安琪酵母、涪陵榨菜。

图表 77 重点公司估值表

股票简称	股票代码	股票价格		EPS			PE			评级	
		2021/12/7	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E		2023E
贵州茅台	600519.SH	1955.87	37.17	41.18	48.45	55.79	52.6	47.5	40.4	35.1	推荐
舍得酒业	600702.SH	240.60	1.73	4.26	6.29	8.90	139.2	56.5	38.3	27.0	推荐
泸州老窖	000568.SZ	246.47	4.10	5.25	6.63	8.15	60.1	46.9	37.2	30.2	未评级
重庆啤酒	600132.SH	154.39	2.23	2.29	2.99	3.68	69.4	67.3	51.6	42.0	未评级
安琪酵母	600298.SH	55.99	1.66	1.67	2.00	2.42	33.6	33.6	28.0	23.1	未评级
涪陵榨菜	002507.SZ	35.40	0.98	0.76	1.06	1.25	36.0	46.4	33.5	28.3	未评级

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：贵州茅台、海天味业、舍得酒业 2021-2023 年 EPS 数据为平安证券预测，其余公司为 Wind 一致预期）

## 六、风险提示

- 1) 通胀持续时长及水平超预期。食品饮料行业抗通胀能力存在限度，若通胀持续上行，行业盈利压力较大。
- 2) 提价传导不畅。提价需要一定时间传导至终端，存在价格传导不畅风险。
- 3) 消费复苏不及预期。若疫情反复，终端需求复苏不及预期，则行业盈利将承压。
- 4) 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、窜货等不利影响。
- 5) 食品安全风险。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，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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