

攻守兼备，次第花开

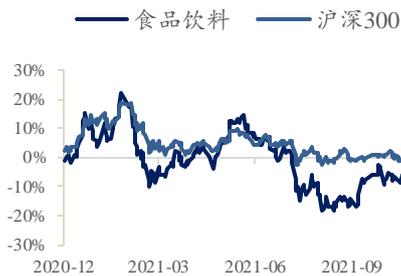
食品饮料行业 2022 年度策略报告

2021 年 12 月 20 日

评级 领先大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
食品饮料	5.26	17.36	-4.84
沪深 300	1.00	0.76	-6.35

**邹建军** 分析师  
 执业证书编号: S0530521080001  
 zoujianjun@hncasing.com 0731-84403452

**杨苑** 研究助理  
 yangyuan@hncasing.com 0731-84403490

相关报告

- 《食品饮料：食品饮料行业月报：白酒迎利好催化，食品提价相继落地，建议增配食品饮料》 2021-12-08
- 《食品饮料：食品饮料行业跟踪：把握食品业绩改善，坚守白酒确定性增长》 2021-11-10
- 《食品饮料：食品饮料行业跟踪：白酒动销平稳事件催化，食品仍有压力关注改善》 2021-10-18

重点股票	2021E		2022E		2023E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
贵州茅台	42.67	48.06	49.62	41.33	56.55	36.26	推荐
五粮液	6.03	39.00	7.11	33.07	8.22	28.61	推荐
泸州老窖	5.32	46.73	6.85	36.31	8.76	28.37	推荐
山西汾酒	4.52	67.32	6.07	50.13	8.15	37.34	推荐
伊利股份	1.53	26.77	1.95	21.01	2.39	17.14	推荐
绝味食品	1.82	35.39	1.99	32.37	2.40	26.84	推荐

资料来源: WIND, 财信证券

投资要点:

- **2022 年食品饮料行业投资策略综述:** 2021 年食品饮料板块行情跌宕起伏，白酒基本面整体稳健但估值波动显著，大众品基本面承压估值大幅回落。展望 2022 年，食品饮料行业既有白酒增长的确定性，又有大众品业绩修复的弹性，投资机会将多于今年，建议继续增配食品饮料，重点布局大众品板块。白酒方面，我们判断明年白酒基本面依然稳健，其中高端白酒增长确定性仍高且有业绩加速的基础，次高端边际降速但部分基础扎实的酒企能维持较高增速，区域龙头有望在渠道与产品运营能力强化、激励机制优化的基础上展现业绩成长性。白酒板块投资可在配置高确定性品种的基础上精选成长性个股以增厚收益。大众品方面，目前涨价积极传导，宏观政策边际放松有助于需求恢复，大众品谷底已过，明年各子行业将陆续重回盈利上行通道。行业重新洗牌过程中，龙头积极应对巩固优势，有望率先确认基本面改善。年底提价信息密集公布推动大众品板块已开启第一轮上涨，从历史经验来看，此阶段上涨属于业绩修复预期带动估值修复，后续将进入业绩改善的验证阶段，随着行业与公司基本面确认上行，板块将开启更大幅度、更长时间的上涨，当前布局大众食品优质标的仍有一定的进攻性，2022 年有望迎戴维斯双击。由于子版块之间竞争格局、需求韧性与弹性、成本走势不同，预计基本面重新走强的时点存在差异，部分子行业需警惕 22 年上半年业绩修复不及预期带来的股价回调。
- **白酒：风险缓释，行稳致远。** 结合对宏观环境的分析与对产业景气度的观察，我们认为本轮白酒周期的复苏→全面繁荣阶段已过去，目前处在繁荣中后期。本轮白酒周期中酒企维持库存良性，龙头加强价格管控，监管对行业潜在风险点保持关注并加强秩序维护，虽下半年景气度略有下滑，但不同于 2012 年价格预期转向渠道加速抛售的危机，行业失速风险小。预计明年白酒行业结构性繁荣特征延续：高端白酒景气度有望维持，稳健增长主基调不变，高端白酒年底现积极变化，明年有增长提速的动力；次高端整体增速将边际放缓，未来随行业由百花齐放转为品牌竞合，次高端酒企将加速走向分化，渠道基础扎实、内部机制完善的酒企竞争优势明显，品牌力得到提升的酒企护城河更深，将获得快于行业的较高增长，成长性有望持续显现；中低端白酒大众消费属性强，行业竞争激烈，预计未来名酒系列酒以及中低端白酒龙头借助渠道与品牌优势继续提升市场份额，其中部分区域龙头将充分受益于区域内消费升级趋势参与到低端价格带的增量竞争，渠道能力强的区域龙头还有望逐步向周边市场扩张抢占中小酒企份额。今年消费税改革加速预期升温，市场担忧消费税改革将造成白酒企业的利润收缩，这也成为压制白酒板块估值的原因之一。我们对消费税改革对酒企利润的潜在影响展开分析，判断顶级名优白酒品牌力极强、

需求旺盛而供给相对稀缺，渠道价差大且酒企对于渠道有极强的话语权，酒厂利润受税收政策变化的影响有限，但不排除因酒厂应对策略实施需要一定时间，利润端短期受扰动的可能性。品牌力较弱、渠道议价权不强的企业需要承担一定比例的新增税负，利润率有下滑压力。长期来看，消费税改革将加剧行业分化，强者恒强的趋势更加明显。

- **白酒板块投资策略：**在龙头审慎经营引领下，行业基本面依然稳健，未来延续结构性繁荣特征，各价格带均有值得挖掘的投资机会。高端白酒方面，在宏观经济趋势性放缓的大背景下，产业层面的增长确定性显得更为稀缺，且明年高端三强茅/五/泸有望实现加速增长。从估值性价比角度看，在流动性收紧、政策风险担忧的情绪扰动下，今年高端白酒估值经历较长时间的下落，考虑到高端白酒基本面持续具备较强支撑、消费税对品牌力强的高端酒企影响有限，估值回落带来高端白酒配置机会。次高端白酒方面，**挑选标的需要考虑成长性、确定性与估值的匹配度。**具备良好品牌基础、渠道管理能力突出、经营战略清晰、内部活力较强的次高端酒企有望更为顺畅的兑现高端化+全国化逻辑，从而持续释放业绩弹性；渠道库存梳理不畅的酒企或面临降速，需重点跟踪产品的真实动销与渠道库存情况。**其他白酒方面，自下而上挖掘个股，**重点关注大小区域龙头提升市场份额、高端产品放量带来的业绩弹性，以及激励机制改革落地对公司内部活力的激发作用。**推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒，关注酒鬼酒、今世缘、古井贡酒。**
- **大众品：走出谷底，期待反攻。**成本端，企业成本压力骤增背景下，Q4行业性提价潮已到来，当前提价正积极向下游消费者传导，且明年PPI大概率回落，**成本压力对企业业绩的压制将在明年得到缓解。**需求端，从2020年至2021年多轮变异病毒扰动后的经济恢复情况来看，2022年疫情影响持续弱化是大概率事件，消费场景受限问题逐渐缓解。宏观政策方面，稳增长的诉求提升，就业问题仍是2022年经济工作重点，预计居民消费能力与消费意愿将持续改善。**我们判断明年需求整体维持改善的方向，必选消费或将展现更强的韧性，大众食品行业面临的需求环境大概率优于今年。**此外，本轮行业经营压力时期，我们观察到部分子行业龙头或逆势扩产/扩店，或积极应对社区团购冲击，主动探索渠道变革，经营能力有望得到强化，**预计未来随行业景气度回升，龙头将最快且最大程度受益，市场份额也将进一步向龙头集中。**
- **大众品板块投资策略：**目前行业处于从底部走出阶段，预计2022年有较多食品公司将迎业绩改善。大众品板块在今年悲观情绪充分反映之后，估值基本回到合理区间，我们认为大众品可作为明年重点布局方向。**提价推动业绩改善是最清晰的主线之一，建议重视子行业格局，关注提价传导效果与成本拐点，把握反攻节奏。**短期内需求恢复节奏仍有不确定性，预计提价向下游消费者的传导速度因子行业而异，竞争格局优、需求韧性强、渠道库存良性的细分行业将更快受益于提价，业绩改善兑现的确定性高。同时行业性经营困境往往加速行业洗牌，本轮中部分子行业龙头应对积极，有望收获更大市场份额、巩固龙头优势，最终体现在定价权的提升。此外，**建议积极关注主要原辅料价格拐点的到来，成本拐点叠加提价效应有望显著增厚相关公司的盈利能力。**子板块层面，当前重点推荐乳制品，逐步布局啤酒、调味品。公司层面，**推荐伊利股份，重点关注安琪酵母、洽洽食品，**关注涪陵榨菜、青岛啤酒、重庆啤酒、海天味业、千禾味业、安井食品、桃李面包。其他投资主线下，推荐绝味食品，关注盐津铺子、妙可蓝多。
- **风险提示：**需求恢复不及预期；疫情反复；原辅料及能源价格加速上行；行业竞争加剧；政策超预期变化；食品安全问题。

## 内容目录

<b>1 食品饮料行业回顾与展望</b> .....	<b>5</b>
1.1 2021 年回顾：白酒估值波动显著，大众品业绩估值双走弱.....	5
1.2 2022 年展望：投资机会增多，攻守兼备.....	7
<b>2 白酒：风险缓释，行稳致远</b> .....	<b>8</b>
2.1 当前白酒周期运行至什么位置？.....	8
2.2 白酒行业 2022 年展望：结构性繁荣延续.....	10
2.2.1 高端白酒：景气度有望维持，业绩稳中有进.....	10
2.2.2 次高端白酒：增速边际放缓，酒企加速走向分化.....	13
2.2.3 中低端白酒：市场趋于收缩，集中度提升.....	15
2.3 消费税改革如何影响酒企利润？.....	16
2.4 投资策略：把握高端增长确定性及边际提速，关注次高端高成长持续性.....	17
<b>3 大众品：走出谷底，期待反攻</b> .....	<b>18</b>
3.1 食品开启行业性提价，成本压力缓释.....	18
3.2 消费需求有望边际改善，行业龙头加强库存管控.....	23
3.3 行业困境中龙头加速提升市场份额.....	25
3.4 投资策略：把握业绩改善兑现，关注提价传导+需求改善+成本回落共振.....	27
<b>4 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1：食品饮料行业 2021 年以来涨跌幅（%）.....	5
图 2：主要子行业 2021 年以来涨跌幅（%）.....	5
图 3：白酒行业营业收入分季度同比增速.....	6
图 4：白酒指数估值（PE, TTM）.....	6
图 5：消费恢复速度较慢，尤其餐饮消费.....	6
图 6：下半年疫情局部反复.....	6
图 7：主要大众品子行业单季度营业收入同比增速.....	6
图 8：主要大众品子行业单季度归母净利润同比增速.....	6
图 9：行业估值水平与历史分位.....	7
图 10：代表公司估值水平与历史分位.....	7
图 11：上一轮白酒周期（2003 年-2015 年）高端白酒批价/出厂价变化（元/瓶）.....	8
图 12：近期高端白酒批价走势（元/瓶）.....	8
图 13：上一轮白酒周期（2003 年-2015 年）酒企归母净利润同比增速（%）.....	8
图 14：2015 年-2016 年行业逐渐走出深度调整期，新一轮白酒牛市开启.....	9
图 15：高端白酒需求韧性强，具备周期穿越能力.....	11
图 16：2021 年 11 月制造业 PMI 重回至荣枯线之上.....	11
图 17：2021 年 11 月 M1-M2 剪刀差略有回升.....	11
图 18：高端白酒行业 CR3 在 95% 以上.....	12
图 19：高端白酒行业集中度高（销售收入口径，亿元）.....	12
图 20：2022 年茅台酒可供销量有所释放.....	12
图 21：提价落地后普五一批价快速回升.....	12
图 22：次高端酒企单季度营收同比增速.....	14
图 23：次高端酒企单季度营收同比 2019 年同期 CAGR.....	14

图 24: 白酒行业总产量于 2016 年见顶.....	15
图 25: 白酒营收增速分版块对比: 同比 2020 年.....	15
图 26: 白酒营收增速分版块对比: 同比 2019 年 CAGR .....	15
图 27: 2021 年主要原材料、包材及能源运输价格涨幅显著.....	18
图 28: 2021 年多数大众品子板块归母净利润同比增速 (%) 为负数或环比下滑.....	18
图 29: 2016-2017 年、2020-2021 年 PPI 大幅上升.....	20
图 30: 大豆价格走势.....	20
图 31: 白砂糖价格走势.....	20
图 32: 浮法玻璃价格走势.....	20
图 33: PET 价格走势.....	21
图 34: 瓦楞纸 (高强) 价格走势.....	21
图 35: 休闲食品龙头洽洽单季度毛利率及同比变动情况.....	22
图 36: 啤酒龙头青岛啤酒单季度毛利率及同比变动情况.....	22
图 37: 调味品公司提价后单季度毛利率同比提升幅度 (%) .....	22
图 38: 提价信息公布后股价涨跌幅: 洽洽食品.....	23
图 39: 提价信息公布后股价涨跌幅: 海天/中炬.....	23
图 40: 2021 年社零同比增速未恢复至疫情前.....	24
图 41: 2021 年餐饮业恢复不及不及预期.....	24
图 42: 消费者信心指数位于较低位置.....	24
图 43: 疫后失业率稳步修复.....	24
图 44: 海天 2016 年去库存, 营收增速放缓.....	25
图 45: 2021Q4 主要调味品品牌商超货龄环比收窄 (月) .....	25
图 46: 2020H2 开始原奶价格大幅上涨.....	26
图 47: 乳品龙头伊利股份净利率逆势抬升.....	26
图 48: 伊利股份 2012 年定增拟投资项目.....	26
图 49: 伊利股份 2021 年定增拟投资项目.....	26
图 50: 绝味食品/煌上煌/周黑鸭净新增门店数量.....	26
表 1: 2021 年年初以来估值 (PE, TTM) 变动幅度 (%) .....	7
表 2: 消费税改革假设方案一 (后移至批发环节征收) 测算结果 (金额单位: 元/瓶, 每瓶 500ml) .....	16
表 3: 消费税改革假设方案二 (生产环节征收, 实际从价税率提高) 测算结果 (金额单位: 元/瓶, 每瓶 500ml) .....	16
表 4: 2021 年大众品提价梳理.....	19
表 5: 2016-2018 年部分食品饮料公司提价梳理.....	21

## 1 食品饮料行业回顾与展望

### 1.1 2021 年回顾：白酒估值波动显著，大众品业绩估值双走弱

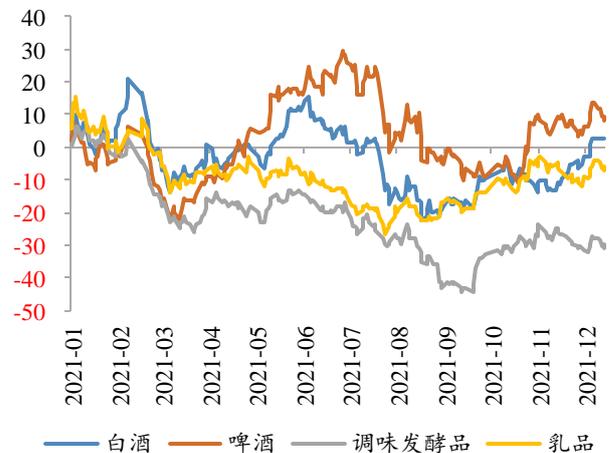
2021 年食品饮料板块行情跌宕起伏，白酒基本面整体稳健估值波动显著，大众品基本面承压估值大幅回落。白酒方面，年初核心资产行情极致演绎，白酒板块估值大幅拔高，春节后受美债收益率上行、流动性收紧预期影响，板块急速下跌，后在春糖热度较高、次高端高景气带动下，Q2 白酒板块止跌回升。下半年宏观经济下行压力加大，部分白酒批价有走软迹象，秋糖会反馈略显平淡、三季报业绩放缓提示白酒景气度边际减弱；同时双减等政策落地后政策风险担忧情绪发酵、白酒消费税改革传言四起，板块估值持续压缩，8 月下旬白酒 PE (TTM) 降至全年低点 40x 附近，较年初高点大幅下降约 40%。Q4 在股权激励、提价、部分酒企明年目标积极等事件催化下，白酒板块估值重新走升。大众品方面，上半年大豆、大麦、糖蜜、生鲜乳等原材料价格涨幅显著，同时消费力恢复不及预期，食品行业普遍面临成本端与需求端的双重压力，以调味品为代表的部分子行业还面临社区团购等新零售渠道的冲击，行业库存高企，企业经营显著承压，中报表现不佳。下半年玻璃、PET 等包材价格以及能源价格加速上涨，三季报成本压力进一步显现，同时宏观经济下行压力加剧、局部疫情反复，大众品行业基本面持续承压，前三季度估值大幅回落。9 月底大众品提价密集落地，推动板块出现一定幅度的上涨。

图 1：食品饮料行业 2021 年以来涨跌幅 (%)



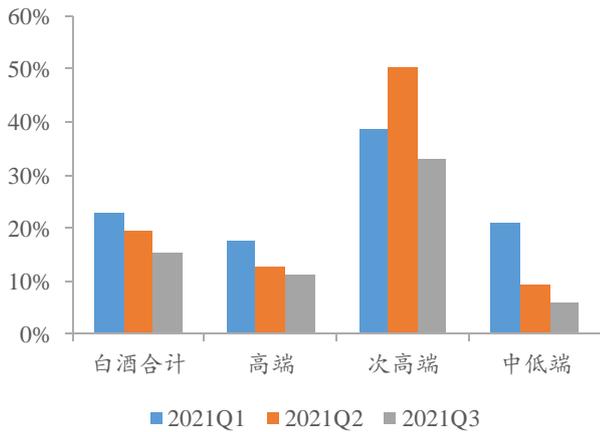
资料来源：WIND，财信证券

图 2：主要子行业 2021 年以来涨跌幅 (%)



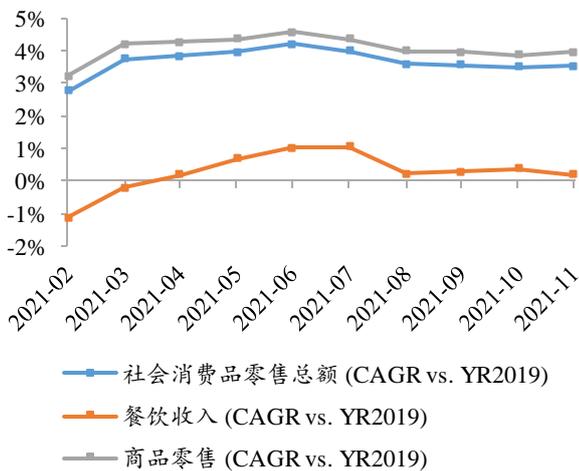
资料来源：WIND，财信证券

图 3：白酒行业营业收入分季度同比增速



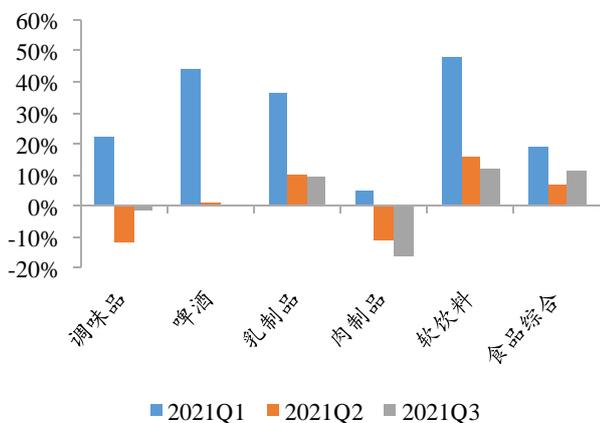
资料来源：WIND，财信证券

图 5：消费恢复速度较慢，尤其餐饮消费



资料来源：WIND，财信证券

图 7：主要大众品子行业单季度营业收入同比增速



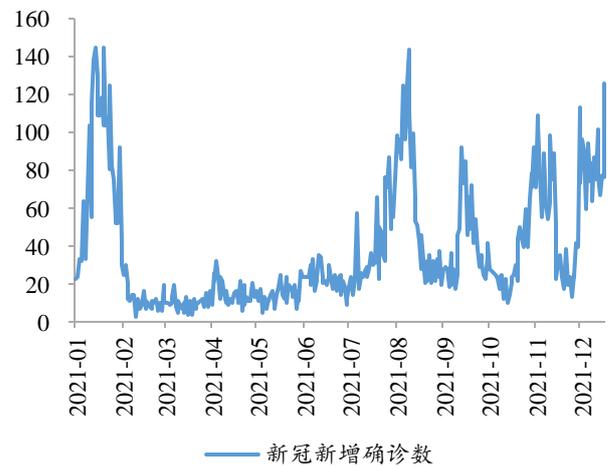
资料来源：WIND，财信证券

图 4：白酒指数估值 (PE, TTM)



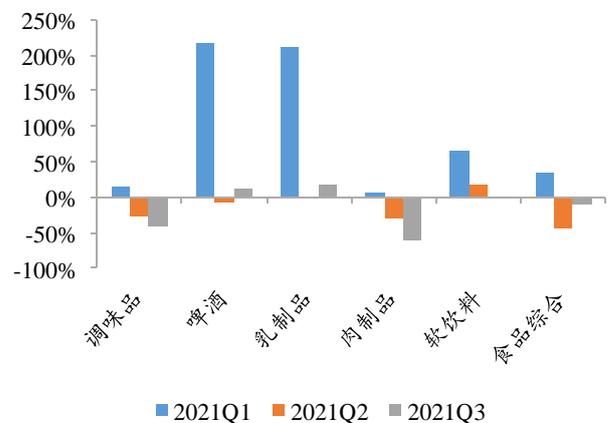
资料来源：WIND，财信证券

图 6：下半年疫情局部反复



资料来源：WIND，财信证券

图 8：主要大众品子行业单季度归母净利润同比增速



资料来源：WIND，财信证券

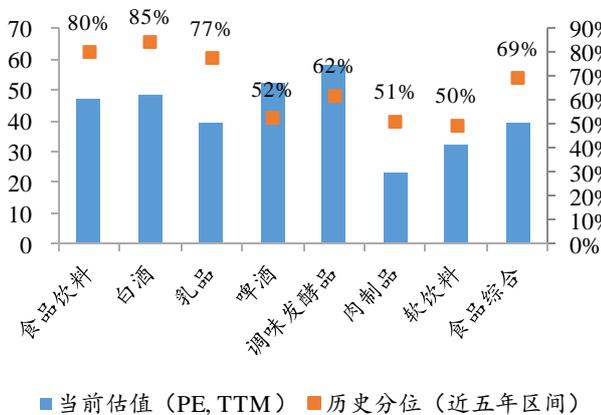
表 1：2021 年年初以来估值 (PE, TTM) 变动幅度 (%)

行业	Q1 末	Q2 末	Q3 末	至今
食品饮料	-14.9	-7.2	-19.7	-14.3
白酒	-11.3	-2.0	-18.7	-13.4
乳品	-29.8	-33.5	-32.4	-28.5
啤酒	-27.4	1.7	-24.6	-14.4
调味发酵品	-23.8	-22.5	-29.4	-38.4
肉制品	-14.6	-31.1	-33.3	-11.0
软饮料	-17.5	64.9	38.1	28.6
食品综合	-10.2	-1.4	-1.5	10.1

资料来源：WIND，财信证券

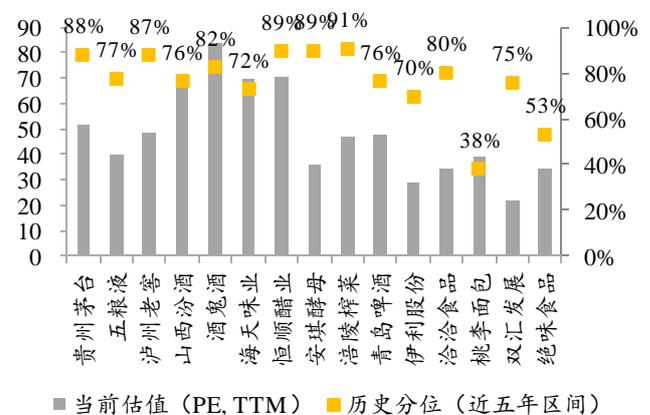
注：截止日期为 2021/12/17

图 9：行业估值水平与历史分位



资料来源：WIND，财信证券

图 10：代表公司估值水平与历史分位



资料来源：WIND，财信证券

## 1.2 2022 年展望：投资机会增多，攻守兼备

展望 2022 年，食品饮料行业既有白酒增长确定性，又有大众品业绩修复弹性，投资机会将多于今年，建议继续增配食品饮料，重点布局大众品板块。

**白酒方面**，我们判断明年白酒基本面依然稳健，其中高端白酒增长确定性仍高且有业绩加速的基础，次高端边际降速但部分基础扎实的酒企能维持较高增速，区域龙头有望在渠道与产品运营能力强化、激励机制优化的基础上展现业绩成长性。经过年底一轮上涨后，当前白酒板块估值水平位于历史上偏高位，考虑到无风险利率下行趋势以及白酒商业模式优势，整体来看，白酒估值处于合理区间上限，**推荐需求稳健、格局清晰、确定性高且明年有望加速增长的高端白酒，重视公司价值的长期增长；部分次高端酒企的估值性价比有所下滑，标的选择需综合考虑业绩增长确定性、成长性与估值水平。白酒板块投资可在配置高确定性品种的基础上精选成长性个股以增厚收益。**

**大众品方面**，目前涨价积极传导，宏观政策边际放松有助于需求恢复，大众品谷底已过，明年各子行业将陆续重回盈利上行通道。行业重新洗牌过程中，龙头积极应对巩固优势，有望率先确认基本面改善。年底提价信息密集公布推动大众品板块已开启第一

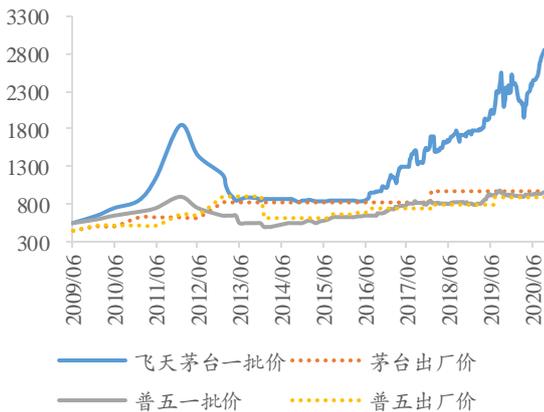
轮上涨，从历史经验来看，此阶段上涨属于业绩修复预期带动估值修复，后续将进入业绩改善的验证阶段，随着行业与公司基本面确认上行，板块将开启更大幅度、更长时间的上涨，当前布局大众食品优质标的仍有一定的进攻性，2022年有望迎戴维斯双击。由于子版块之间竞争格局、需求韧性与弹性、成本走势不同，预计基本面重新走强的时点存在差异，部分子行业需警惕22年上半年业绩修复不及预期带来的股价回调。

## 2 白酒：风险缓释，行稳致远

### 2.1 当前白酒周期运行至什么位置？

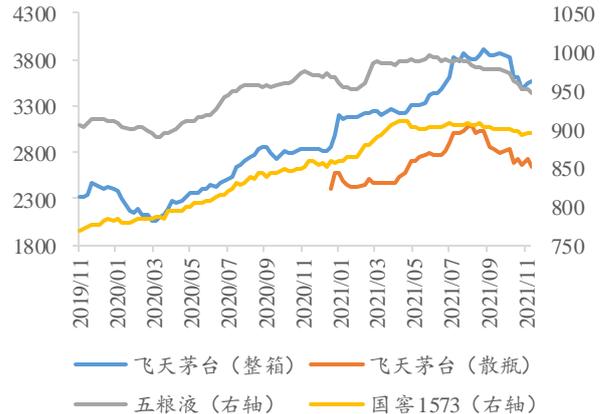
本轮白酒周期始于2015年，15年下半年茅台非标产品与五粮液批价逐渐回暖，16年年中普飞批价开始快速回升，五粮液批价也开始超越出厂价实现顺价，高端白酒率先复苏。在高端白酒带领下，下半年整个行业走出寒冬期，16年多数酒企业绩改善确认，白酒股价也开启趋势性上涨（其中2018年在宏观经济下行压力下板块有所回调）。

图 11：上一轮白酒周期（2003年-2015年）高端白酒批价/出厂价变化（元/瓶）



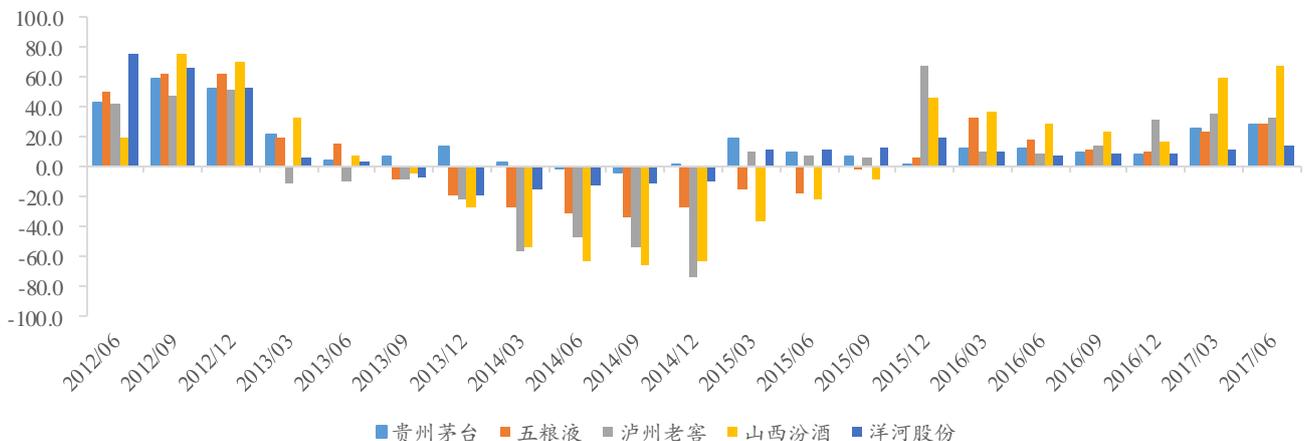
资料来源：酒价参考，财信证券

图 12：近期高端白酒批价走势（元/瓶）



资料来源：酒价参考，财信证券

图 13：上一轮白酒周期（2003年-2015年）酒企归母净利润同比增速（%）



资料来源：WIND，财信证券

图 14：2015 年-2016 年行业逐渐走出深度调整期，新一轮白酒牛市开启



资料来源：WIND，财信证券

作为白酒市场的风向标，普通飞天茅台批价自 21 年 8 月开始回落，同时普五批价中秋国庆旺季前后开始走软，批价表现似乎与上一轮白酒周期的 2012 年相像。白酒行业是否行进至此轮周期的拐点值得认真思考。通过对比研究本轮白酒周期（2015 年至今）与上一轮（2003 年-2015 年），我们认为当前白酒行业基本面与 2012 年存在较大差异，行业整体风险可控。

渠道库存维持良性是本轮不同于上一轮的关键差异之一。2012 年限制三公消费政策出台成为行业进入三年萧条期的导火索，背后深层次的原因是价格持续上涨阶段渠道囤货意愿强烈导致渠道库存高企，而当价格预期转向后，渠道集中抛售加剧了价格下跌→利润压缩→加速抛售→价格加速下跌的恶性循环。本轮酒企对高端及主流价格带产品普遍较为严格地执行配额制，显著加强了对渠道库存的监管，灵活调节发货量以维持库存健康。渠道调研反馈，今年主流白酒品牌库存持续低位，茅台库存长时间维持在半月之内甚至零库存，五粮液、国窖库存维持在 1-1.5 月左右，汾酒青花、波汾产品严格控货下长时间处于缺货状态，洋河主力产品 M6+今年库存创历史新低。

龙头酒企风险意识强，主动加强对市场价格以及价格预期的管理。上一轮白酒周期中，2011 年茅台选择放开对零售价格的管控，茅台价格大涨打开行业价格天花板，全行业批零价格快速上涨，价格泡沫风险快速积聚。对比此轮周期，年初茅台采取拆箱销售政策，旨在抑制价格快速上涨以及促进真实开瓶消费；类似的，8 月下旬茅台集团对部门省区销售公司传达了中秋国庆双节期间“稳市稳价”工作要求，其中包括“100%拆箱、100%清零、100%开票”的三个 100%政策，经销商提高零售比例等。虽然“拆箱销售”的行政化手段最终还是导致整箱茅台稀缺性加剧而批价大幅上行，但体现了酒厂本轮更加积极主动维护市场价格平稳、降低渠道库存。茅台新任董事长上任后，传递推动市场化、法制化改革的信心，此后茅台取消拆箱销售，短期内批价快速回落，12 月向经销商增加普飞配额 600-800 吨，并要求按照 1499 元/瓶出售，茅台批价短期有所波动而后稳定在 2650 元附近，酒厂利用更市场化的手段加强价格管控取得初步胜利。茅台作为行业价

格标杆，价格维持在合理区间对于行业健康发展具有重要意义，本轮我们看到茅台酒厂价格管控动作积极，并逐渐由行政干预向市场化方式转变，有效维护白酒市场价格秩序，降低行业价格泡沫风险。

监管及时控温酱酒热潮，避免供需关系急速恶化。8月中旬国家市场监督管理总局价监竞争局召开白酒市场秩序监管座谈会，就资本大量进入酱酒产业以及部分名酒价格过快上涨问题征集多方意见。座谈会召开的背景为近两年来酱酒热度高涨，需求扩张叠加产业链各环节利润丰厚吸引大量资本入局，茅台镇小酱酒企业数量增长并存在产能无序扩张问题，酱酒价格在渠道累库、资本助推背景下持续上涨，为白酒行业长期发展积聚了一定风险。有关部门关注到当前行业潜在风险点，在酱酒产业过热时及时给产业降温，有利于维护供需关系良好，促进行业中长期良性增长与良性竞争。从结果来看，今年秋糖会反馈酱酒已有明显降温，中小酱酒价格回落。

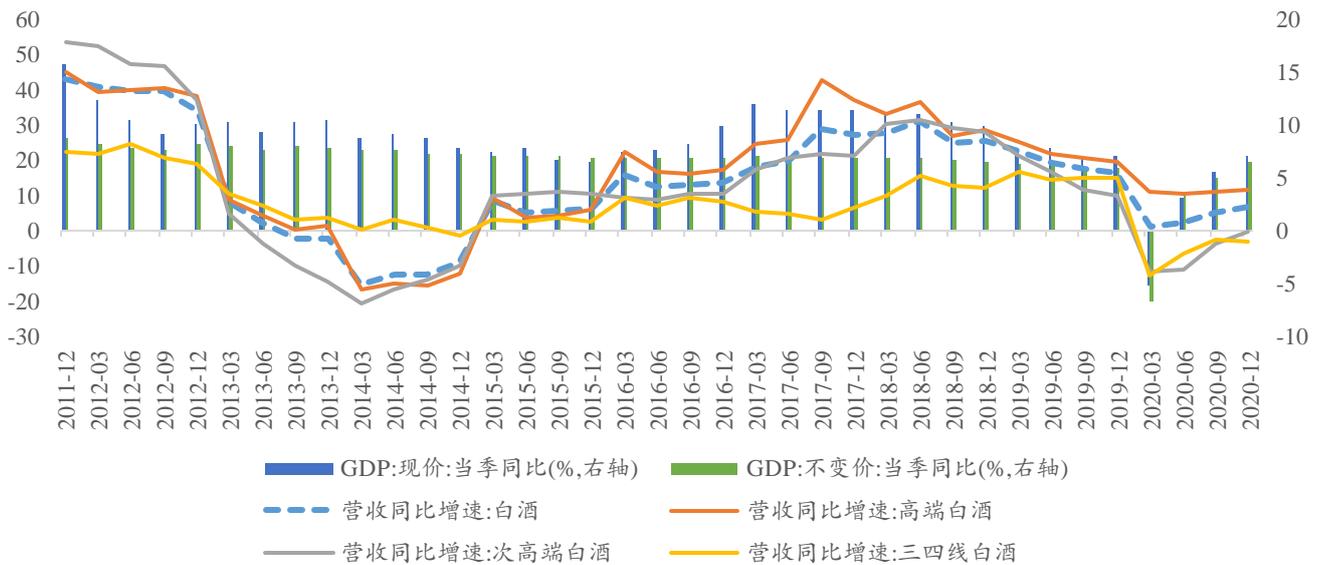
结论：结合对宏观环境的分析与对产业景气度的观察，我们认为本轮白酒周期的复苏→全面繁荣阶段已过去，目前处在繁荣中后期。本轮白酒周期中酒企维持库存良性，龙头加强价格管控，监管对行业潜在风险点保持关注并加强秩序维护，虽下半年景气度略有下滑，类似于2012年行业失速的风险较小。高端酒批价走软是龙头主动控制叠加宏观经济下行压力共同作用的结果，不同于2012年价格预期转向渠道加速抛售的危机。此轮头部酒企着眼行业长远，量价策略谨慎理性，换行业更小的周期波动以及更稳健的发展。

## 2.2 白酒行业 2022 年展望：结构性繁荣延续

### 2.2.1 高端白酒：景气度有望维持，业绩稳中有进

高端白酒需求韧性强，明年需求有望边际改善。需求端，高端白酒以政商务宴请、礼赠为主的消费属性意味着一定程度的需求刚性、价格不敏感性。复盘行业历史，15年下半年高端白酒率先企稳并引领行业复苏，18年宏观经济下行期高端白酒增长更为稳健，展现出较强的周期穿越能力。展望未来，宏观层面迎来全面降准、前期严监管政策的纠偏，2021年11月PMI重回荣枯线之上，12月中央经济工作会议对来年宏观政策定调积极，预计2022年经济下行压力有望环比减弱，行业发展大环境将边际改善。长期来看，中产及以上阶级人群扩容、消费升级趋势延续将继续共同推动高端白酒需求侧扩容。

图 15: 高端白酒需求韧性强, 具备周期穿越能力



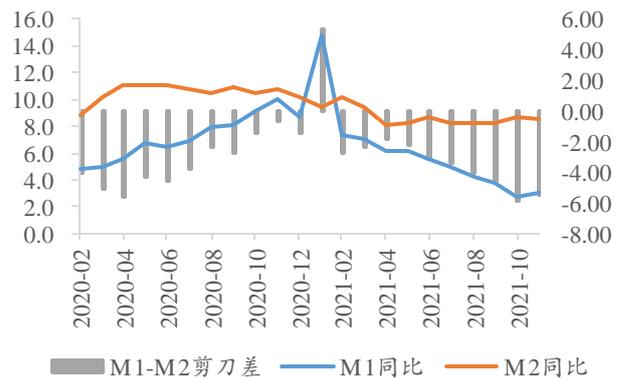
资料来源: WIND, 财信证券

图 16: 2021 年 11 月制造业 PMI 重回至荣枯线之上



资料来源: WIND, 财信证券

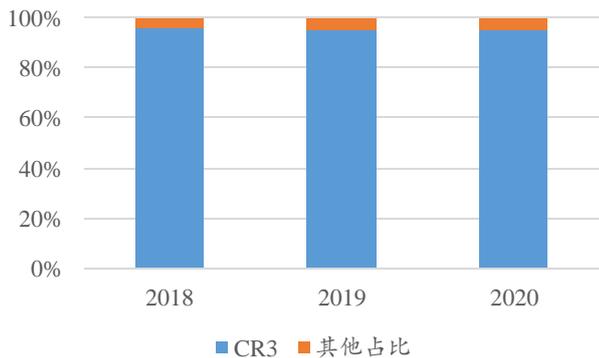
图 17: 2021 年 11 月 M1-M2 剪刀差略有回升



资料来源: WIND, 财信证券

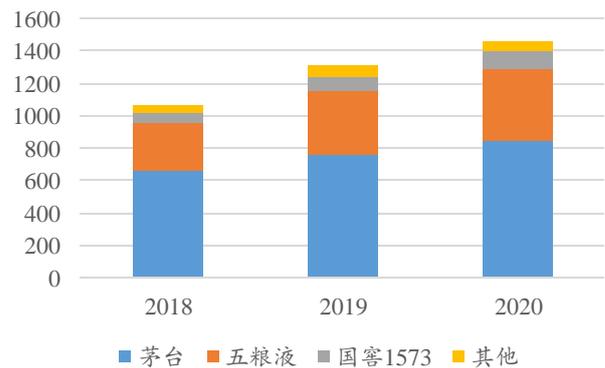
供给格局较为稳定, 龙头量价策略谨慎, 新进入者的挑战能力有限。供给端, 消费者对品牌的认知是核心竞争力, 其中产品价格与意见领袖培育是关键因素。新进入者的品牌建设成本远远高于行业内成熟公司进行品牌维护的成本, 且需要花费较长的时间。对渠道而言, 经销知名品牌的低风险+高回报特征是渠道推力的坚实基础。因此高端白酒行业具有较高壁垒, 行业格局长期较为稳定。但高端白酒的较高壁垒并非意味着不可入侵, 近年来, 以郎酒、习酒为代表的众多酱酒品牌以及酒鬼内参、汾酒青花 30 复兴版等其他香型产品加入千元价格带竞争, 产品均有较好的品质, 给千元价格带消费者带来更丰富的选择。从市场批价来看, 茅台、五粮液与国窖 1573 在厂家并未大幅增加渠道投入的前提下全国批价依然坚挺, 表明当前高端三强的品牌优势仍然明显, 但新产品的持续挑战也对酒企良好把握竞争策略提出了更高的要求。而在本轮周期中高端酒企风险意识强烈, 量价策略谨慎, 立足行业长期健康发展, 平抑行业周期波动。

图 18: 高端白酒行业 CR3 在 95% 以上



资料来源: WIND, 财信证券

图 19: 高端白酒行业集中度高 (销售收入口径, 亿元)



资料来源: WIND, 财信证券

综上所述, 我们判断 2022 年高端白酒景气度有望维持, 稳健增长主基调不变。前期在共同富裕政策声音以及社会舆论下, 市场担忧茅台丧失直接提价的主动权, 五粮液与国窖的提价亦将受到限制, 担忧高端白酒量价齐升的逻辑破坏, 业绩增速将下台阶。我们认为这是龙头在面对行业分叉口时选择更稳健、更长期的发展路径, 以时间换空间。以茅台为例, 茅台酒市场价格秩序良好于白酒行业和公司自身发展来说具有重大意义, 具体来说, 茅台市场价格稳定且处于合理区间即是行业平稳健康发展的基础, 也是茅台出厂价提升的前提条件。高端白酒仍有支撑业绩稳健增长的坚实基础, 除直接提价外, 酒企通过产品结构与渠道体系优化实现吨价间接提升以及有序放量仍可实现盈利能力的持续提升。

年底高端白酒现积极变化, 明年业绩有望加速增长:

茅台 22 年量价齐升基础稳固, 叠加内部治理改善, 明年业绩提速的确定性高。21 年前三季度茅台酒放量有限制约业绩增长, 我们按照过去几年茅台基酒产量粗略测算, 明年茅台具备约 10% 的量增空间。价格方面, 明年仍主要看直营比例、非标产品有序增量带来吨价的间接提升。此外, 茅台新任董事长带领公司推动市场化、法制化改革的信心与动力十足, 相关经营动作相继落地, 判断公司经营管理步入加速改善阶段。从当前时点来看, 2022 年茅台业绩提速的确定性进一步增强。

图 20: 2022 年茅台酒可供销量有所释放



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 21: 提价落地后普五一批价快速回升



资料来源: 酒价参考, 财信证券

**五粮液提价落地，后续展望乐观，需跟踪验证批价上行趋势。**10月以来普五批价持续走软，一方面由于经销商年底加快出货回笼资金为来年开门红打款做准备，今年经销商的普五综合成本普遍在911元附近，渠道快速出货期间批价曾下探至940元，另一方面宏观经济环境景气度下滑也对高端白酒动销一定影响。公司与经销商在经过一段时间的商讨后，提价方案基本确定，明年普五计划外打款价格提升至1089元（今年999元），计划外占比提升至40%左右（今年约20%）。在经济已在底部运行一段时间、政策开始维稳的宏观大背景下，以及考虑到普五在千元价格带的引领地位，我们对公司提价持乐观态度。提价落地后，经销商拿货综合成本上行至969元（同比+6.4%），给足未来批价上行的推力，表明酒厂坚定维护品牌力和龙头地位的决心。市场担忧提价后五粮液面临市场份额丢失，我们认为五粮液强品牌力是对普五经销商长期利润的坚实支撑，同时提价时点接近春节旺季，普五礼赠、高端宴请刚需属性对销量形成有力支撑，批价有上挺的基础，综合来看，经销商切换至其他白酒品牌的机会成本仍大。另一方面，公司或需在渠道运营上更加灵活积极以激发渠道动能，确保提价顺利实施。提价方案确认后，12月初普五批价快速回升至970元附近，后续持续关注批价走势，若普五需求坚挺、旧库存消化顺利、渠道秩序稳定，明年普五批价上行至千元是大概率事件，公司业绩也将显著受益于批价提升。

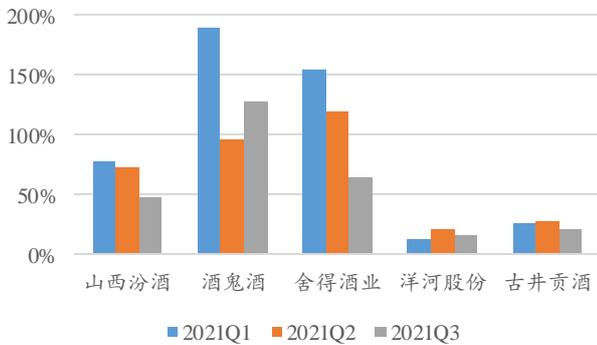
**老窖股权激励计划正式获批，来年规划积极。**12月泸州老窖股权激励计划正式得到泸州市国资委批复，此次股权激励计划公司层面业绩考核条件为：公司2021-2023年净资产收益率不低于22%，且不低于对标企业75分位值；21-23年扣非归母净利润增长率不低于对标企业75分位值；21-23年成本费用占营业收入比例不高于65%。股权激励方案顺利落地将进一步激发内部活力，业绩考核条件对利润创造有较高要求，有助于推动公司高质量发展。年底公司通知提升国窖高度低度等产品的终端供货价，有利于终端价格的进一步上挺，并保证渠道合理利润空间，为春节旺季动销做好准备。国窖1573明年展望积极，目标增速30%以上，五粮液批价提升亦给国窖带来空间。此外，今年特曲与窖龄有所起势，提价后市场接受度亦逐渐提高。预计明年双品牌战略继续高效执行，业绩有望维持较高弹性。

### 2.2.2 次高端白酒：增速边际放缓，酒企加速走向分化

**预计22年次高端整体增速边际放缓，但行业仍在量价齐升阶段，内生增长动力保障行业维持较高增速中枢。**本来白酒景气周期以来次高端增速表现亮眼，据微酒，次高端白酒规模由2015年的200亿元增至2019年的600亿元，CAGR约37%。2020年上半年次高端消费场景与消费能力受疫情冲击较大，此后逐渐复苏。2021年上半年，在疫后需求集中回补叠加高端白酒高景气向下传导的共同作用下，次高端迎来百花齐放的繁荣发展时期，主流次高端酒企迎来高增长。展望明年，考虑到宴席消费场景补偿式恢复的红利消退，高端白酒价格带上移空间有限，以及疫后大众消费能力弱复苏，判断2022年次高端整体增速边际放缓。但在消费升级以及部分高端白酒的需求外溢的推动下，行业仍具备较强的内生增长动力，增速中枢有望维持在20%-30%的较高水平。从价的角度看，上一轮景气周期中次高端主流价格带位于200-500元，本轮上移至300-800元，且头部次

高端酒企正加速布局 800-1000 元价格带，旨在占领茅五泸高端产品站稳千元后留下的空白市场。量的角度，在消费升级的大趋势下，预计大量中低端白酒消费将逐渐被次高端白酒消费替代，主流次高端酒企正扩建产能，积极推进酿酒工程技改项目建设、配套设施升级等，为未来放量打下基础。

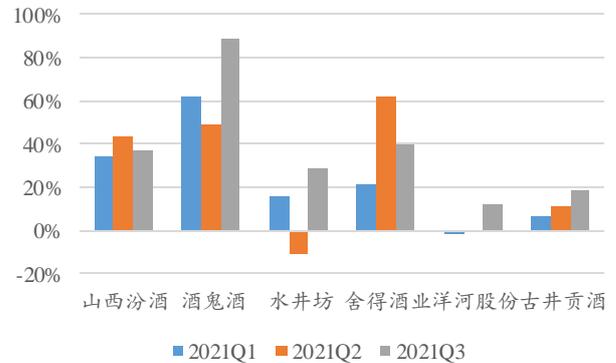
图 22：次高端酒企单季度营收同比增速



资料来源：WIND，财信证券

注：水井坊 2021Q2 营收增速存在较大基数扰动，此处次高端酒企比较中剔除水井坊

图 23：次高端酒企单季度营收同比 2019 年同期 CAGR



资料来源：WIND，财信证券

**次高端竞争有所加剧，未来酒企加速走向分化。**次高端价格带不仅有泛全国化老牌玩家剑南春、汾酒、洋河、水井坊、舍得等，还有高端茅五泸的系列酒品牌，此外本轮白酒周期中受益于茅台需求溢出，众多酱酒品牌入局次高端，金沙摘要、习酒窖藏 1988、郎酒红花郎、国台国标等成为次高端明星产品，行业竞争激烈程度有所加剧。当前次高端酒企间继续切磋渠道/品牌/产品能力，未来随行业由百花齐放转为品牌竞合，次高端酒企将加速走向分化。

次高端产品的相互替代性高于高端白酒，竞争相对激烈，渠道与产品运营是核心竞争要素。上半年部分次高端酒企高增长受益于快速招商铺货，三季度在宏观经济承压环境下，部分产品面临动销减弱、库存略增。我们认为：一方面，在次高端较为激烈的市场竞争中，酒企需要从粗放式扩张转为精细化管理，以求更稳健、更可持续的全国化发展；另一方面，高端化并非一味追求产品定价提升，还需要充分运用渠道管理与市场运营能力，使得产品被对应消费群体接触到→产品品质被消费者认可→产品价值被更多消费者认可→消费者对品牌认识不断增强，当产品具备一定程度的不可替代性、终端动销稳定性显著增强，即为成功实现高端化。

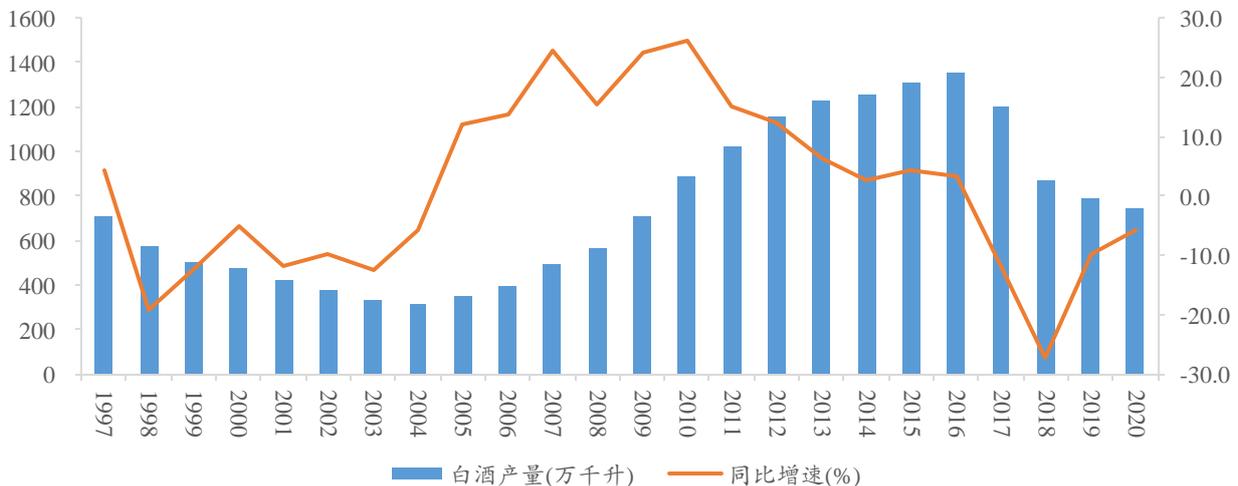
次高端酒企间竞争能力与发展阶段有差异，渠道基础扎实、内部机制完善的酒企竞争优势明显，品牌力得到提升的酒企护城河更深，将获得快于行业的较高增长，成长性有望持续显现。汾酒率先推进改革，当前已进入收获期，品牌势能显著提升，体现在消费者认可汾酒为清香型白酒的标杆，前期波汾+青花的市场打法有效推动市场扩张深入进行，汾酒已在全国多数地区建立起较为稳定的经销商团队，目前全国化+高端化深入推进，明年延续高增长的确信度高。剑南春有较强的全国化基础，是次高端的有力竞争者。舍

得、酒鬼、水井坊处于快速扩张阶段，未来需要从粗放式招商扩张向渠道精细化管理转变，巩固渠道能力。

### 2.2.3 中低端白酒：市场趋于收缩，集中度提升

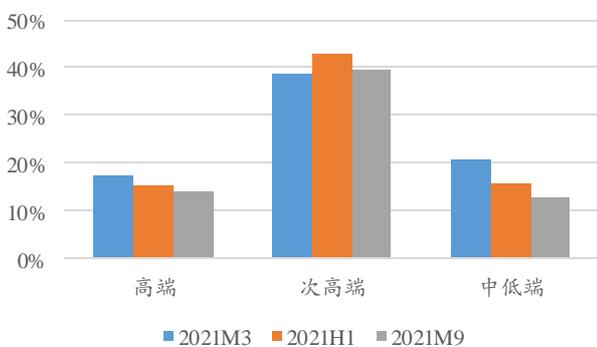
中低端白酒大众消费属性强，消费者对价格敏感、品牌忠诚度偏低，行业竞争激烈。除高端与次高端酒企的中低端产品外，主要是地产酒在参与市场竞争。在“少喝酒、喝好酒”的消费升级浪潮以及白酒行业整体量不增的大趋势下，中低端白酒市场趋于收缩。从今年上市公司业绩来看，中低端白酒内生增长动力明显弱于高端与次高端白酒。参考海内外行业成熟期发展趋势，预计未来名酒系列酒以及中低端白酒龙头借助渠道与品牌优势继续提升市场份额，其中部分区域龙头将充分受益于区域内消费升级趋势参与到次高端价格带的增量竞争，渠道能力强的区域龙头还有望逐步向周边市场扩张抢占中小酒企份额。

图 24：白酒行业总产量于 2016 年见顶



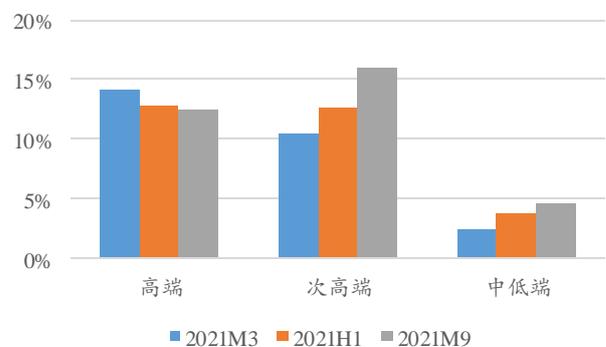
资料来源：WIND，财信证券

图 25：白酒营收增速分版块对比：同比 2020 年



资料来源：WIND，财信证券

图 26：白酒营收增速分版块对比：同比 2019 年 CAGR



资料来源：WIND，财信证券

中端及低端白酒需自下而上挖掘投资机会，关注地产酒龙头的积极变化。目前江苏省与安徽省消费升级趋势明显，苏酒龙头今世缘，徽酒龙头古井贡酒均有产品结构升级与渠道深耕的战略动作，增长势能增强，可重点关注。对地产酒而言，产品结构升级策略成熟、大本营市场渠道能力突出是公司从激烈竞争中突围的重要基础。

### 2.3 消费税改革如何影响酒企利润？

近期消费税改革加速预期升温，市场担忧消费税改革将造成白酒企业的利润收缩，这也成为压制白酒板块估值的原因之一。当前白酒消费税在生产端征收，实行从价+从量复合征收模式：计税价格按照最终一级销售单位的对外销售价格的 60% 计算，从价税率设置为 20%，另从量征收 0.5 元/500ml，实际消费税征收计算方式为出厂价的  $60% * 20% + 0.5$  元/500ml。

目前消费税改革具体措施暂未有定论，但完善税收机制、缩小贫富差距、推动共同富裕的政策目标明确。基于此，我们做出以下两种消费税改革可能方案的假设：1. 参照海外成熟市场，白酒消费税后移至批零环节征收，税率维持不变；2. 考虑到白酒终端流通渠道广而复杂，监管难度较大，白酒消费税仍在生产端征收，但计税价格由最终一级销售价格的 60% 提升至 70%，则实际从价税率提高至 14%。考虑到不同白酒的价格体系与渠道特征差异较大，我们做出五种产品假设，包括渠道高利润空间的超高端白酒、渠道高利润的次高端白酒（如市场推广初期的酱酒品牌）、以及各价格带成熟品牌给予渠道相对稳定利润空间的情景。

表 2：消费税改革假设方案一（后移至批发环节征收）测算结果（金额单位：元/瓶，每瓶 500ml）

品种假设	出厂价	批发价	渠道加价幅度	目前消费税	改革后消费税	消费税增加	税负增加幅度（相较于出厂端）
超高端	969	2650	173.5%	116.8	318.5	201.7	20.8%
高端	889	1000	12.5%	107.2	120.5	13.3	1.5%
次高端：高渠道利润型	500	600	20.0%	60.5	72.5	12.0	2.4%
次高端：普通型	500	540	8.0%	60.5	65.3	4.8	1.0%
中低端	50	52	4.0%	6.5	6.7	0.2	0.5%

资料来源：财信证券

表 3：消费税改革假设方案二（生产环节征收，实际从价税率提高）测算结果（金额单位：元/瓶，每瓶 500ml）

品种假设	出厂价	批发价	渠道加价幅度	目前消费税	改革后消费税	消费税增加	税负增加幅度（相较于出厂端）
超高端	969	2650	173.5%	116.8	318.5	201.7	20.8%
高端	889	1000	12.5%	107.2	120.5	13.3	1.5%
次高端：高渠道利润型	500	600	20.0%	60.5	72.5	12.0	2.4%
次高端：普通型	500	540	8.0%	60.5	65.3	4.8	1.0%
中低端	50	52	4.0%	6.5	6.7	0.2	0.5%

资料来源：财信证券

从测算结果来看，在消费税后移至批发环节征收假设方案一中，渠道加价幅度越大的品种税负增加更多，征收环节后移至零售端不改变结论。除模拟茅台的产品假设 1 之

外，其他品种的单瓶税负增加幅度在 2.4% 以下。假设方案二中，各品种税负增加幅度相同（2%），但出厂价格更高的品种税负新增绝对额越大。

**新增消费税对酒厂利润的影响最终看酒厂的承担程度，动态视角下，酒企将根据自身情况对新增消费税做出反应，最终品牌力的强弱决定了新增税负在酒厂、渠道、消费者之间的分配比例。** 1. 对于品牌力极强、对下游渠道具有强议价权的酒企：消费税后移至批发端情景下，酒厂无需主动帮助渠道商消化新增税负，渠道利润空间压缩，而酒厂利润不受影响甚至因生产端消费税转移出去而获益；出厂端从价税率增加情景下，酒厂可通过提出厂价等方式将新增税负转嫁给下游渠道商，从而使酒厂利润不受影响。2. 对于品牌力较弱、极度依赖渠道商进行扩张的酒企，消费税后移至批发端情景下，由于对渠道议价能力弱，酒企或以降低出厂价或增加费用补贴方式保障渠道利润空间，酒厂变承担所有新增税负，利润受负面影响；出厂端从价税率增加情景下，酒厂大概率自行承担新增税负而无法将其向下游转移。现实情况中，多数酒企处于以上两种极端假设之间，则消费税将由酒厂与渠道商共同承担。

**结论：结合以上测算分析，顶级名优白酒品牌力极强、需求旺盛而供给相对稀缺，渠道价差大且酒企对于渠道有极强的话语权，酒厂利润受税收政策变化的影响有限，但不排除因酒厂应对策略实施需要一定时间，利润端短期受扰动的可能性。品牌力较弱、渠道议价权不强的企业需要承担一定比例的新增税负，利润率有下滑压力，但根据测算结果，酒企净利率下滑幅度有限。长期来看，消费税改革将加剧行业分化，强者恒强的趋势更加明显。**

#### 2.4 投资策略：把握高端增长确定性及边际提速，关注次高端高成长持续性

在龙头审慎经营引领下，行业基本面依然稳健，未来延续结构性繁荣特征，各价格带均有值得挖掘的投资机会。**高端白酒方面，在宏观经济趋势性放缓的大背景下，产业层面的增长确定性显得更为稀缺，且明年高端三强茅/五/泸有望实现加速增长。**从估值性价比角度看，在流动性收紧、政策风险担忧的情绪扰动下，今年高端白酒估值经历较长时间的下落，考虑到高端白酒基本面持续具备较强支撑、消费税对品牌力强的高端酒企影响有限，估值回落带来高端白酒配置机会，推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

**次高端白酒方面，挑选标的需要考虑成长性、确定性与估值的匹配度。**今年部分酒企受益于行业量价齐升以及招商铺货红利实现快速增长，预计明年次高端增速边际放缓，竞争依然相对激烈，渠道库存梳理不畅的酒企或面临降速，需重点跟踪产品的真实动销与渠道库存情况。具备良好品牌基础、渠道管理能力突出、经营战略清晰、内部活力较强的次高端酒企有望更为顺畅的兑现高端化+全国化逻辑，从而持续释放业绩弹性。汾酒当前已有明显的品牌势能提升，青花+玻汾配合进攻新兴市场，量价策略成熟，我们认为汾酒当前进入渠道改革收获期，明年维持高成长的确定性较强。推荐山西汾酒，关注酒鬼酒。**其他白酒方面，自下而上挖掘个股，重点关注大小区域龙头提升市场份额、高端产品放量带来的业绩弹性，以及激励机制改革落地对公司内部活力的激发作用，关注今**

世缘、古井贡酒。

### 3 大众品：走出谷底，期待反攻

#### 3.1 食品开启行业性提价，成本压力缓释

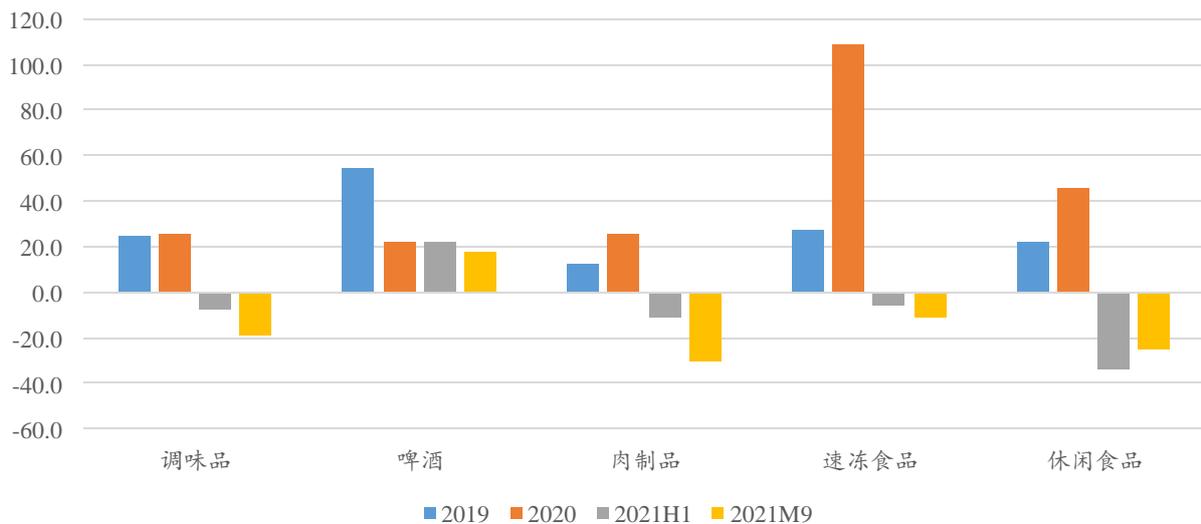
今年以来，食品生产加工的主要原辅料、包材以及能源运输价格涨幅显著，在前期锁价的低价原材料基本消耗完毕后，2021Q2 企业报表端开始反映成本压力，多数大众品公司 Q2/Q3 在成本端与需求端的双重压力下业绩下滑明显。Q3 大众品子行业龙头海天味业、安琪酵母、青岛啤酒、洽洽食品等率先宣布提价，此后二三线公司跟进。后续提价落地后，企业成本压力将得到缓解。

图 27：2021 年主要原材料、包材及能源运输价格涨幅显著

类别	项目	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11
原材料	大豆	33.2	33.8	26.8	9.1	9.8	9.9	7.0	6.5	7.0	17.1	12.8
	豆粕	36.8	33.4	12.4	10.2	28.4	25.9	20.9	24.0	23.9	12.7	5.9
	白糖	-10.0	-9.3	-6.9	-3.7	2.9	2.5	4.1	6.8	2.9	3.0	10.2
	大麦	16.4	22.5	26.6	23.0	22.8	20.1	16.9	18.2	20.1	16.6	18.6
	糖蜜	42.8	43.3	46.6	47.0	51.4	42.9	33.7	38.5	37.8	36.4	24.8
	生鲜乳	10.3	12.3	14.0	17.6	18.8	19.7	19.2	17.0	12.5	9.1	6.8
包材	玻璃	28.5	22.6	34.9	63.3	87.3	85.4	84.9	68.6	57.2	39.8	10.7
	PET	-15.0	4.8	27.8	28.8	23.6	18.8	29.8	33.0	34.4	63.3	57.5
	瓦楞纸	10.0	12.6	11.0	20.9	22.8	22.3	11.0	14.4	14.4	23.1	26.6
	铝材	5.3	18.9	41.1	48.8	45.9	34.9	31.2	37.6	53.3	50.1	22.1
能源运输	动力煤	63.9	17.9	16.4	55.3	81.0	70.9	74.6	91.8	133.7	254.6	78.7
	原油	-16.5	9.9	81.7	137.7	114.4	78.8	71.4	56.3	76.2	98.1	86.8
	BDI运价	136.2	225.6	235.7	272.8	506.3	155.7	95.1	145.5	203.8	195.6	135.6

资料来源：WIND，同花顺，财信证券

图 28：2021 年多数大众品子板块归母净利润同比增速（%）为负数或环比下滑



资料来源：WIND，财信证券

**表 4：2021 年大众品提价梳理**

子行业	公司名称	提价时间	提价详情
调味品	海天味业	2021 年 10 月 25 日	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，新价格执行于 2021 年 10 月 25 日开始实施。
调味品	安琪酵母	2021 年 9 月 30 日	对国内所有区域 B 端酵母产品提高出厂价，幅度 20%-30%+ 不等，酵母提取物提价 10%-15%，动物营养提价约 20%
调味品	安琪酵母	2021 年 11 月 8 日	对食品原料提价约 30%
调味品	涪陵榨菜	2021 年 11 月 12 日	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，价格执行于 2021 年 11 月 12 日 17:00 开始实施。
调味品	千禾味业	2021 年 11 月 18 日	对收入占比约占 20%-30% 中低端产品提价 5%-6%
调味品	恒顺醋业	2021 年 11 月 20 日	对部分产品提价 5%-15%
调味品	加加食品	2021 年 11 月 16 日	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，上调幅度为 3%~7% 不等，新价格于 2021 年 11 月 16 日正式执行。
调味品	李锦记	2021 年 12 月 16 日	对部分产品提价 6%-10%
啤酒	青岛啤酒	2021 年 8 月	对山东地区纯生供货价提价 5%
啤酒	青岛啤酒	2021 年 12 月底	对纯生等主力产品的出厂价、终端价提价 8-10%
啤酒	华润啤酒	2021 年 9 月	勇闯天涯启用新包装，出厂箱价提升 10% 左右
啤酒	重庆啤酒	2021 年 9 月	疆外大乌苏出厂箱价提升 6 元左右，幅度超过 10%；小瓶乌苏酒液升级并提价
啤酒	百威亚太	2021 年 4 月起	对百威等多个品牌提价，提价幅度 3%-10% 不等
乳品	伊利股份	2021 年 1 月	对 70% 左右白奶产品提价 4%-5%，减小买赠促销
乳品	伊利股份	2021 年 11 月	对金典、安慕希及纯奶产品上调供货价及终端零售价，幅度 5%-10%，设定促销低价
乳品	蒙牛乳业	2021 年 7 月	对部分常温奶产品调整供货价和终端零售价，幅度 4%-14%，减小买赠促销
乳品	光明乳业	2021 年 7 月	对低温鲜奶全品类提价 10%-15%
速冻食品	安井食品	2021 年 11 月 1 日	对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为 3%-10% 不等
速冻食品	海欣食品	2021 年 11 月 3 日	对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为 3%-10% 不等
速冻食品	三全食品	2021 年 12 月 1 日	对部分速冻米面制品及速冻鱼糜制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为 3%-10% 不等
休闲食品	洽洽食品	2021 年 10 月 22 日	对国葵系列产品合计 208 个 sku 的供货价格进行调整，幅度 8%-18%
烘焙	桃李面包	2021 年 10 月	对各区域市场对不同产品进行调价及减少促销，综合来看，调整幅度 3%-5%
主食	克明食品	2021 年 12 月 1 日	对公司各系列产品上调价格

资料来源：公司公告，WIND，同花顺，财信证券

本轮成本大幅上涨的宏观环境与 2016-2017 年相似，2015 年底 PPI 触底后快速回升，来带一轮上游原辅料价格大幅上涨周期，最终于 2017 年 2 月见顶。在此期间，以调味品、啤酒为代表的食品企业与本轮一样业绩承压，此后通过提价缓解成本压力。通过复盘我

们发现：

1. 大众品涨价潮开启时点往往滞后于企业实际成本压力快速增加后的 1-2 季度。如酱油生产企业成本压力在 2016 年下半年骤增，海天于 2017 年年初率先提价，中炬、千禾 3 月跟进；啤酒生产企业的成本结构中包材占比更大，玻璃、瓦楞纸等包材价格在 2017 年下半年大幅冲高，叠加进口大麦价格 2017 年下半年回升，因此 2017H2 啤酒厂家成本压力快速增加，行业提价潮始于 2018 年初。

图 29：2016-2017 年、2020-2021 年 PPI 大幅上升



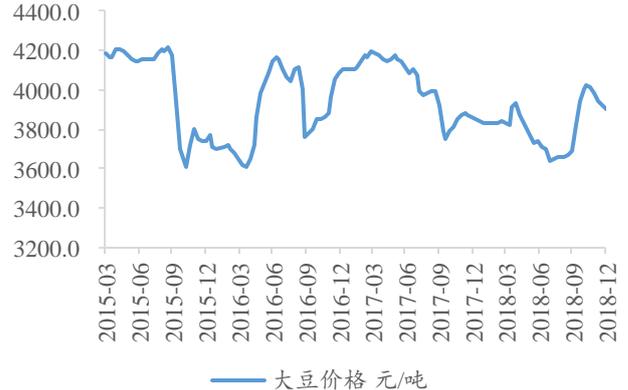
资料来源：WIND，财信证券

图 31：白砂糖价格走势



资料来源：WIND，财信证券

图 30：大豆价格走势



资料来源：WIND，财信证券

图 32：浮法玻璃价格走势



资料来源：WIND，财信证券

图 33: PET 价格走势



图 34: 瓦楞纸（高强）价格走势



资料来源: WIND, 财信证券

资料来源: WIND, 财信证券

表 5: 2016-2018 年部分食品饮料公司提价梳理

子行业	公司名称	提价时间	提价详情
调味品	海天味业	2017 年 1 月	对多数产品提价 5%
调味品	中炬高新	2017 年 3 月	对厨邦及美味鲜全线产品提价 5%-6%
调味品	千禾味业	2017 年 3 月	对全线产品提价约 8%
调味品	恒顺醋业	2016 年 6 月	对主力醋产品提价 9%
调味品	涪陵榨菜	2016 年 7 月	对 11 款单品提价 8%-12%
调味品	涪陵榨菜	2017 年 2 月	对 9 款单品提价 15%-17%
调味品	涪陵榨菜	2017 年 Q4	对脆口和主力榨菜包装缩量, 变相提价 10%-16%
啤酒	燕京啤酒	2017 年 12 月	对旗下本生啤酒终端进货结算价格提高 3 元/箱, 单瓶零售价上涨 1 元
啤酒	燕京啤酒	2018 年 3 月	低端产品涨价 5% 左右
啤酒	青岛啤酒	2018 年 1 月	对部分区域的部分产品进行价格上涨, 平均涨价幅度不超过 5%
啤酒	青岛啤酒	2018 年 5 月	优质啤酒全国提价, 单款单箱全国提价 2 元
啤酒	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
啤酒	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%
休闲食品	洽洽食品	2018 年 7 月	对公司香瓜子、原香瓜子、小而香西瓜子等八个品类的产品进行出厂价格调整, 提价幅度为 6%-14.5% 不等

资料来源: 公司公告, WIND, 同花顺, 财信证券

2. 提价效应反映在企业利润端存在时滞, 时长从一季度到一年不等, 与行业竞争格局与需求环境有关。在上一轮涨价潮中, 作为坚果炒货细分领域龙头, 洽洽食品于 2018 年 7 月上调部分产品价格, 2018Q3 即见毛利率出现较大幅度增长; 调味品行业提价传导用时约 1-2 季度, 其中涪陵榨菜 2016H2 至 2017 年有多轮提价, 2017Q4 毛利率同比大幅提升; 啤酒行业传导时间约 1 年, 啤酒行业传导时间更长与成本拐点到来时间更晚、2018 年宏观经济下行压力增加有关。

图 35: 休闲食品龙头洽洽单季度毛利率及同比变动情况

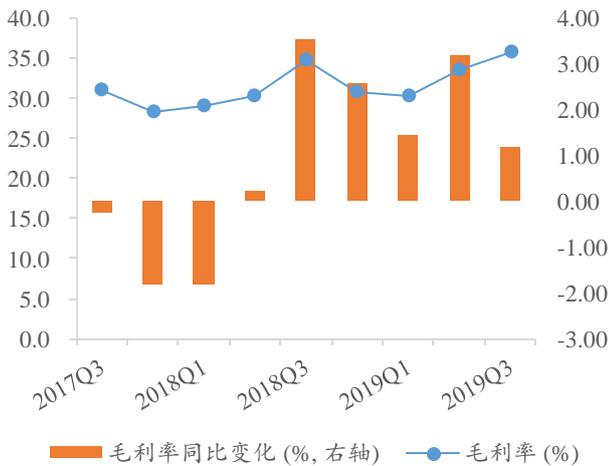
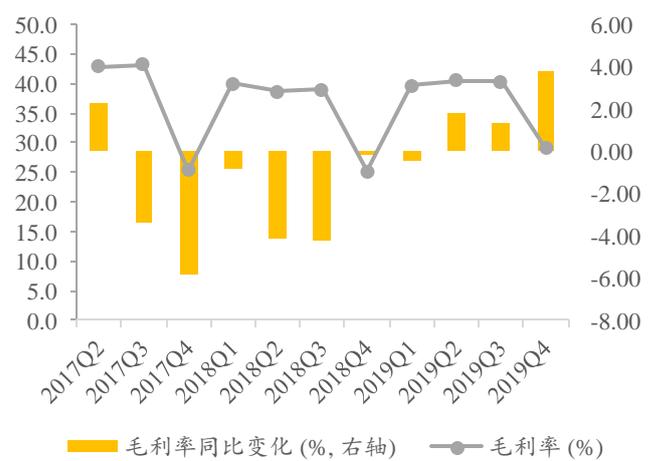


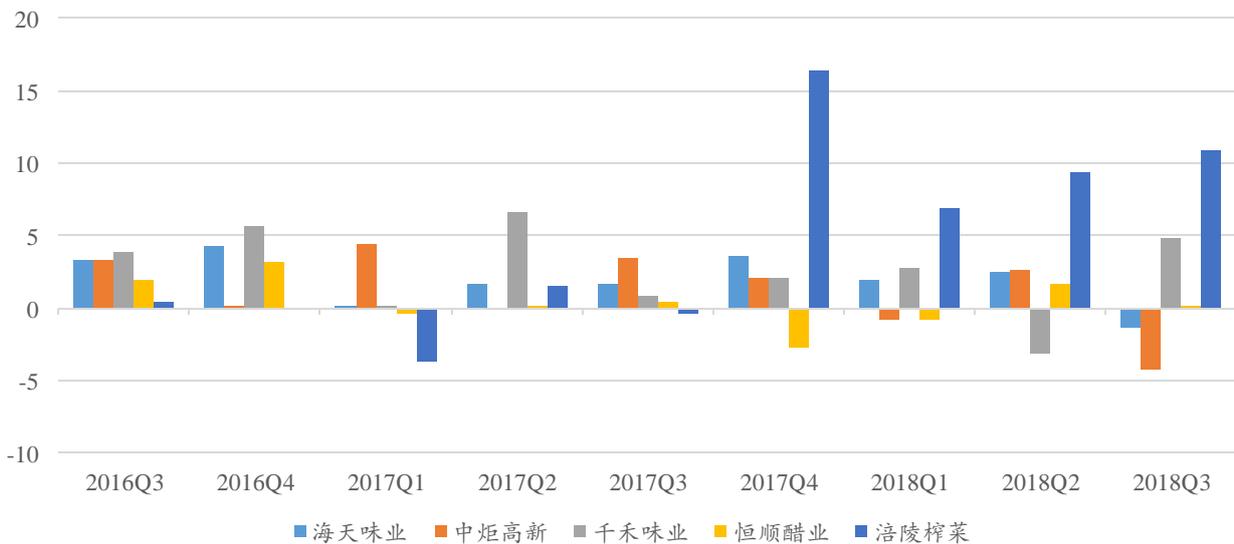
图 36: 啤酒龙头青岛啤酒单季度毛利率及同比变动情况



资料来源: WIND, 财信证券

资料来源: WIND, 财信证券

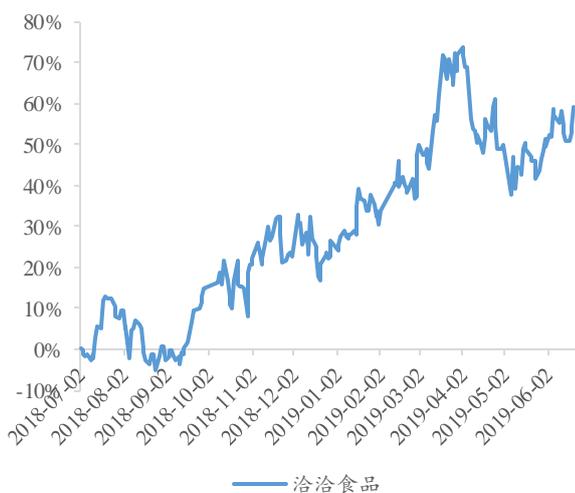
图 37: 调味品公司提价后单季度毛利率同比提升幅度 (%)



资料来源: WIND, 财信证券

3. 股价层面, 通常提价预期提振市场情绪, 催化股价开启首轮上涨 (主要为估值修复), 后续随盈利改善确认而迎来更长、更大幅度的上涨 (即出现业绩+估值提升的戴维斯双击), 但中间或因业绩修复不及预期出现较长时间回调。

图 38：提价信息公布后股价涨跌幅：洽洽食品



资料来源：WIND，财信证券

图 39：提价信息公布后股价涨跌幅：海天/中炬



资料来源：WIND，财信证券

当前多数子行业处于提价后的传导时期，近期渠道反馈，在提价传导预期下，头部调味品公司的一批商向二批商/终端的出货加快，部分地区终端价格已完成上调。此外，明年 PPI 大概率回落，目前部分原辅料及能源价格涨幅已开始收窄。我们判断食品行业正在从底部走出，随着涨价逐渐向下游消费者传导，成本压力对企业业绩的压制将在明年将得到缓解。

### 3.2 消费需求有望边际改善，行业龙头加强库存管控

2022 年大众食品行业面临的需求环境大概率改善。今年需求改善速度偏慢，其中受疫情反复影响，餐饮相关行业恢复速度不及预期，调味品、速冻食品等与餐饮产业链紧密相关的食品行业面临的外部环境不佳。从 2020 年至 2021 年多轮变异病毒扰动后的经济恢复情况来看，2022 年疫情影响持续弱化是大概率事件，消费场景受限问题逐渐缓解。宏观政策方面，稳增长的诉求提升，就业问题仍是 2022 年经济工作重点，在政府加大力度落实“六稳六保”工作的背景下，预计居民消费能力与消费意愿将持续改善。综合宏观环境展望及对经济周期的历史复盘，我们判断明年需求整体维持改善的方向，必选消费或将展现更强的韧性，大众食品行业面临的需求环境大概率优于今年。

图 40：2021 年社零同比增速未恢复至疫情前

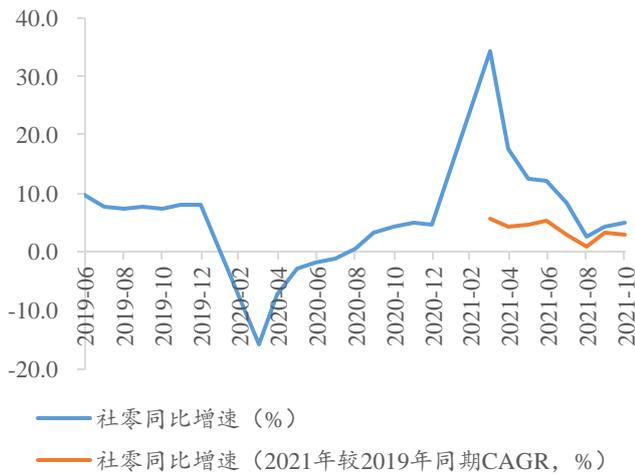
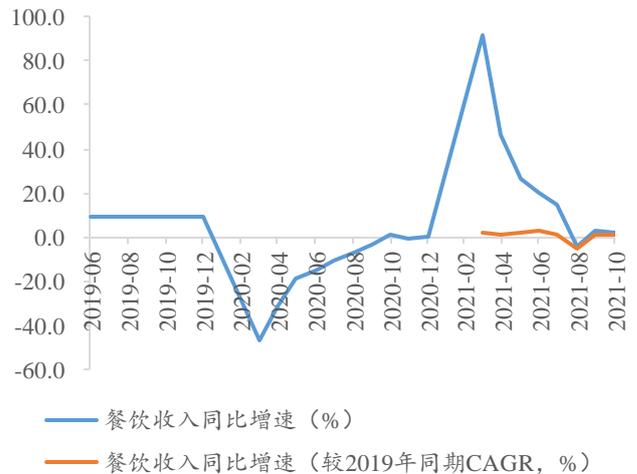


图 41：2021 年餐饮业恢复不及预期



资料来源：WIND，财信证券

图 42：消费者信心指数位于较低位置



资料来源：WIND，财信证券

图 43：疫后失业率稳步修复



资料来源：WIND，财信证券

资料来源：WIND，财信证券

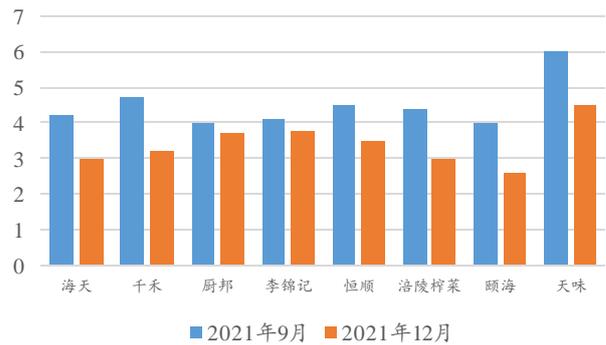
下半年行业开启去库存，明年轻装上阵，有望释放业绩弹性。今年上半年需求整体疲软，初期调味品行业龙头公司并未放缓对渠道放贷，渠道库存明显上升。回顾历史，海天曾在 2015Q4 通过加库存的方式使得报表业绩稳定，但此后的 2016 年公司主动放弃全年目标，经历了为期一年的渠道库存调整。2021Q3 以来行业开启去库存动作，龙头海天表示不将以向渠道压货的方式来追求年度目标完成。据草根调研显示，多数调味品、休闲食品品牌商超货龄已有明显收窄。调味品龙头公司渠道库存较年中下降，但在提价信息公布后，渠道库存整体略有回升，近期一批商向二批商/终端的出货有所加快。展望明年，在库存降至偏低水平、需求持续恢复的基础上，行业或迎来补库周期与需求回升的共振，叠加提价逐渐传导到位，今年业绩大幅受损的调味品 2022 年有较大的业绩弹性释放空间。

图 44：海天 2016 年去库存，营收增速放缓



资料来源：WIND，财信证券

图 45：2021Q4 主要调味品品牌商超货龄环比收窄（月）



资料来源：WIND，财信证券

### 3.3 行业困境中龙头加速提升市场份额

参考海内外消费品行业发展历程，行业压力期往往是行业洗牌期，优势企业韧性凸显、应对策略积极，为新一轮景气上行周期充分积蓄力量，而弱势企业加速出清让渡市场份额，行业集中度进一步提升。本轮行业经营压力时期，我们观察到部分行业龙头或逆势扩产/扩店，或积极应对社区团购冲击，主动探索渠道变革，经营能力有望得到强化，预计未来随行业景气度回升，龙头将最快且最大程度受益，市场份额也将进一步向龙头集中。

以乳制品行业为例，原奶成本显著上涨压力下，中小乳企由于规模效应相对较弱以及缺少对上游奶源的掌控力，无法顺利转移成本上涨压力而被迫退出市场竞争；相比之下，液态奶龙头公司伊利、蒙牛则通过产品结构升级、减小促销力度、缩减费用投放、直接提价等多种方式缓解成本上涨压力，经营韧性凸显，且盈利能力提升超出市场预期。同时，伊利年中发布定增预案，筹集资金主要用于液态奶及奶粉的产能扩建，项目达产后，液态奶将新增日产 6148 吨生产能力，液态奶总产能将在 2020 年 886.2 万吨的基础上提升约 25%；奶粉新增日产 100 吨生产能力，估算新增年产约 3.6 万吨，在 2020 年奶粉及奶制品产量 22.3 万吨的基础上新增约 16%。复盘历史，2012 年伊利也曾在经营压力下推动定增落地，加大奶源建设投入力度，加速产能扩建、优化产能布局，此后在高端液态奶以及国产奶粉迅速崛起的大潮流中充分受益，市场份额不断提升，进一步巩固公司乳业龙头地位，保持较强增长势能。

休闲卤制品行业类似，2020 年新冠疫情对餐饮相关行业造成了较大冲击，中小企业承受波动能力弱，出现现金流问题后，难以维系门店固定支出而选择关闭；另一边则是龙头企业逆势开店，龙头公司凭借雄厚的资金实力和加盟商资源优势趁机加快拿店、展店，收割小店的市場空间，提升市场份额。2020 年全年绝味/周黑鸭/煌上煌分别净增门店 1445/921/454 家，超 2017-2019 年均值。此外，绝味食品 21 年发布定增预案，拟募集资金不超过 23.84 亿元，用于产能扩建，合计新增产能 16 万吨，全部投产后可在 20 年 14.5 万吨产能基础上实现翻倍，为后续门店扩张打下坚实的产能基础，并进一步巩固规

模优势，推动市场份额提升。

图 46：2020H2 开始原奶价格大幅上涨



资料来源：WIND，财信证券

图 48：伊利股份 2012 年定增拟投资项目

项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	新增产能 (万吨)
液态奶项目	22.31	18.79	84.7
奶粉项目	5.52	5.50	4.5
冷饮项目	8.05	5.77	3.8
酸奶项目	4.64	4.64	26.1
奶源项目	15.03	11.17	18.2
补充流动资金	-	4.14	-
合计	55.54	50.00	137.3

资料来源：公司公告，财信证券

图 47：乳品龙头伊利股份净利率逆势抬升



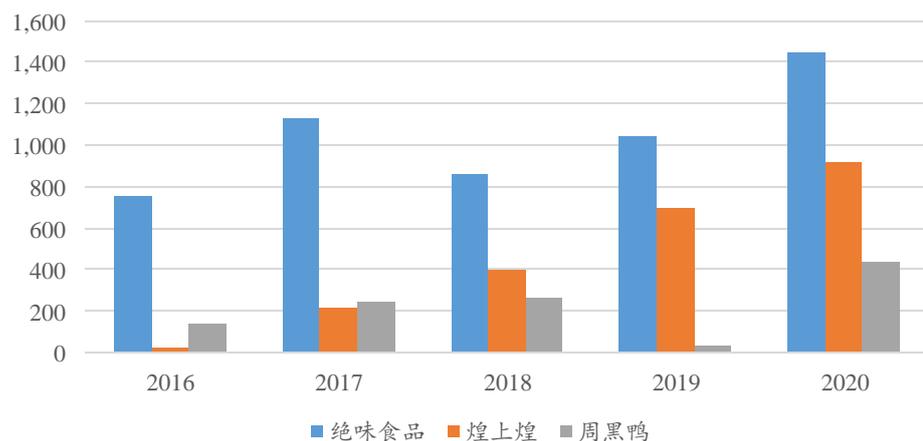
资料来源：WIND，财信证券

图 49：伊利股份 2021 年定增拟投资项目

项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	新增产能 (万吨)
液态奶生产基地建设项目	89.27	50.23	224.4
全球领先5G+工业互联网婴儿配方奶粉智能制造示范项目	21.20	15.50	3.7
长白山天然矿泉水项目	7.44	2.10	37.4
数字化转型和信息化升级项目	18.33	11.00	-
乳业创新基地项目	6.22	5.90	-
补充流动资金及偿还银行贷款	38.60	35.74	-
合计	181.05	120.47	265.5

资料来源：公司公告，财信证券

图 50：绝味食品/煌上煌/周黑鸭净新增门店数量



资料来源：公司公告，财信证券

社区团购快速兴起冲击渠道体系，行业竞争格局有所恶化。今年以调味品为代表的行业受到社区团购的冲击，一方面社区团购平台对传统渠道产生分流作用，传统渠道周转变慢、库存积压，最终体现在公司业绩承压；另一方面，社区平台的大力补贴导致产品在平台上低价出售，部分传统渠道不得不加大促销力度低价甩货，严重扰乱渠道价盘，

显著增加了企业的渠道管理难度。实际上，在龙头主动介入之前，社区团购等新零售渠道的兴起给了中小品牌争夺流量的机会，在一定程度上加剧了行业竞争。

**Q2 开始龙头主动加强应对，积极探索与社区团购平台的合作模式，有望增强渠道韧性。**2021Q2 开始，调味品龙头企业加强应对，力求在稳定传统渠道体系的基础上积极主动与社区团购渠道合作。海天味业专门成立社区团购部门对接平台，公司采取指定经销商、指定产品的合作模式，并设立价格限制，并有与平台合作出品的专款产品推出。千禾味业、中炬高新等酱油龙头也依次跟进，成立相关团队负责与社区团购的对接工作。食醋龙头恒顺醋业、榨菜龙头涪陵榨菜同样加强应对，或指定经销商对接社区平台，或公司直接与社区平台合作。目前龙头公司对社区团购渠道持积极拥抱态度，并对公司渠道体系进行梳理与重塑，有助于提升渠道立体度、增强渠道韧性。

预计未来社区团购行业逐渐规范化，龙头公司积极应对下份额有望提升。一方面，相关部门对社区团购的监管趋严，推动平台行为规范化，低价恶性竞争的现象将缓解；另一方面，从社区团购行业本身视角来看，抢夺流量烧钱补贴的模式不具备持续性，社区团购运营最终仍将以盈利为目的，对传统渠道价盘的冲击逐渐减轻。此外，受社区团购冲击的大众品公司主动加强应对，探索健康的可持续的合作模式，目前主要以特定产品进入社区团购渠道为主，避免渠道间的恶性竞争，以维护传统渠道商利益及品牌形象。在社区平台价格理性化的前提下，龙头公司的强品牌力具有引流效果，使其在社区团购渠道中天然具有优势。预计随着社区团购平台行为规范化，大众品与平台合作模式趋于成熟，龙头公司的竞争优势逐渐增强，市场份额有望提升。

### 3.4 投资策略：把握业绩改善兑现，关注提价传导+需求改善+成本回落共振

2021 年多数大众品子行业遭遇需求、成本、渠道分流等多重压力，业绩受损严重。当前行业迎来提价潮，有助于缓解成本压力，社区团购等新零售渠道的冲击也在逐渐减弱，利空有望充分消化，目前仅有需求恢复的速度与幅度仍不明朗，但稳中有升的方向明确。整体来看，目前行业处于从业绩底部走出阶段，预计 2022 年有较多食品公司有业绩改善。大众品板块在今年悲观情绪充分反映之后，估值基本回到合理区间，我们认为大众品可作为明年重点布局方向。

提价推动业绩改善是最清晰的主线之一，建议重视子行业格局，关注提价传导效果与成本拐点，把握反攻节奏。短期内需求恢复节奏仍有不确定性，预计提价向下游消费者的传导速度因子行业而异，竞争格局优、需求韧性强、渠道库存良性的细分行业将更快受益于提价，业绩改善兑现的确定性高。同时行业性经营困境往往加速行业洗牌，本轮中部分子行业龙头应对积极，有望收获更大市场份额、巩固龙头优势，最终体现在定价权的提升。此外，建议积极关注主要原辅料价格拐点的到来，成本拐点叠加提价效应有望显著增厚相关公司的盈利能力。子板块层面，当前重点推荐乳制品，逐步布局啤酒、调味品。公司层面，推荐伊利股份，重点关注安琪酵母、洽洽食品，关注涪陵榨菜、青岛啤酒、重庆啤酒、海天味业、千禾味业、安井食品、桃李面包。

**其他投资主线：**

- 1. 业绩增长确定性强：**休闲卤味行业格局清晰，明年疫情对门店营收的负面影响弱化，龙头逆势加快门店扩张，并通过营销创新、运营优化等推动单店营收持续增长，推荐绝味食品。
- 2. 业绩修复弹性大：**以商超渠道为强势渠道的公司上半年业绩严重受损，此后相关公司积极推动渠道与产品体系调整，明年有望恢复正常经营，带来业绩与估值双修复，关注盐津铺子。
- 3. 业绩成长性较高：**关注消费习惯改变带来的可选消费需求端的结构性变化，在预期未来需求增速较快的行业中优选格局清晰的赛道，产品/渠道/品牌占优的龙头企业最有可能主导行业格局的塑造，关注妙可蓝多。

## 4 风险提示

需求恢复不及预期；疫情反复；原辅料及能源价格加速上行；行业竞争加剧；政策超预期变化；食品安全问题。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438