

## 温故而知新，关注本轮大众品提价与盈利传导

强于大市 (维持)

### ——食品饮料行业深度报告

2022年01月28日

#### 行业核心观点:

**提价转嫁成本压力，盈利表现改善:** 根据 2017-2018 年涨价潮的历史经验，调味品、休闲零食、乳制品等大众品行业的需求刚性较强，通过提价容易向消费者转嫁成本压力。多数企业受成本上涨影响下降的毛利率在提价后均有所恢复，部分企业如海天味业、千禾味业、桃李面包等更能通过维持产品价格高位在成本逐渐回落后保持比涨价前更高的毛利率水平。受企业费用管控水平等因素影响，各提价企业之间净利润表现有所差异，海天味业与洽洽食品净利润增长更为稳定。

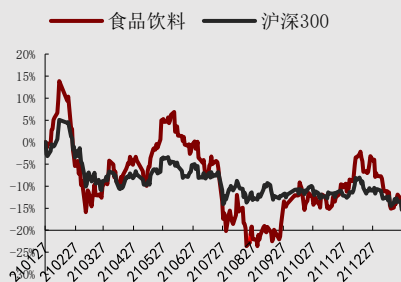
**细分龙头更易走出长线行情:** 相较营销与渠道能力较弱的二三线企业，具有竞争优势的各细分品类龙头更容易保持价格刚性，并通过营销等手段逐步恢复甚至提升产品销量，从而在业绩改善的支撑下走出长线行情。2017-2018 年的涨价潮中，大众品细分龙头海天味业、洽洽食品和伊利股份在提价半年后股价均有 20% 以上的涨幅，伊利股份涨幅高达 38.50%。二三线企业受制于品牌影响力、消费者忠诚度、营销支出等因素，通常只会在提价信息公布时走出短期行情，较难保持股价持续上涨。

**本轮成本涨幅更大，存在二次提价空间:** 在 2021 年全国大宗商品价格一路上涨的背景下，豆油、糖蜜、大豆、大麦等食品饮料原辅料价格均上涨，所需的玻璃、PET 等包装耗材价格都有大幅上涨，给消费品制造企业带来了明显的成本压力。2021 年调味品企业毛利率下降，休闲零食企业净利润同比下行，乳制品企业利润增速回落。为对冲原料成本抬升、提高盈利水平，大众品企业 2021 年 Q3 起纷纷选择提价应对，提价幅度 3%-19% 不等。一方面，相较于产品普遍提价幅度，本轮成本涨价幅度更大，存在二次提价空间；另一方面，随着产品价格上涨逐渐传导至利润端，大众品企业盈利表现有望持续改善。

#### 投资要点:

2021 年年初起，伴随着原材料涨价的持续，上游成本压力逐步向中下游传导，挤占大众品行业的盈利空间，促使企业提价以应对高成本。比较必选品与可选品，必选品的需求刚性更强，相对更具有成本转嫁能力。相较于前几轮行情，本轮 PPI-CPI 剪刀差最高幅度达历史新高，成本高企带来下游制造业更强的提价动力。就 2021 年下半年大众品企业的提价幅度来看，较难覆盖日渐上涨的上游成本，存在二次提价的空间。目前 PPI 已处高位水平，今年大概率将回落，预计 CPI 仍将缓慢上行，PPI-CPI 剪刀差有望逐步收敛，涨价由上游向下游逐渐传导。从历史经验来

#### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

#### 相关研究

白酒动销反馈良好，春节旺季开门红可期  
食品饮料整体承压，乳制品逆势增长  
高端白酒消费热度持续，消费税改革预期扰动市场情绪

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

研究助理:

叶柏良

电话:

18125933783

邮箱:

yebli@wlzq.com.cn

看，具有品牌影响力及渠道优势的细分品类龙头提价后更容易走出长线行情，随着成本压力逐渐缓释，叠加产品提价向利润端传导，2022年中下游必选品龙头的盈利与股价表现值得期待。建议关注具有长期逻辑与竞争优势的乳制品、休闲零食、调味品龙头企业。

**风险因素：**消费恢复不及预期风险，疫情风险，食品安全风险。

## 正文目录

<b>1 复盘：成本高企推动大众品涨价潮再现</b> .....	<b>5</b>
1.1 21Q3 起大众品提价逐步落地.....	5
1.2 PPI-CPI 剪刀差达历史新高，成本压力驱动大众品涨价潮.....	6
<b>2 上一轮提价情况回顾</b> .....	<b>7</b>
2.1 调味品行业.....	7
2.1.1 成本高涨冲击行业利润，17 年起企业陆续提价.....	7
2.1.2 龙头 18 年销售均价微跌，销量持续向好.....	9
2.1.3 盈利能力提升显著，业绩支撑股价上行.....	10
2.2 休闲零食行业.....	12
2.2.1 16 年起零食成本陆续上涨，企业提价时间不一.....	12
2.2.2 龙头线下销售均价维持高位，桃李面包量价齐升.....	12
2.2.3 提价缓解成本压力，股价稳健上涨.....	13
2.3 乳制品行业.....	14
2.3.1 16-17 年国内外原料成本上涨，部分企业提价.....	14
2.3.2 伊利更具价格刚性，销量稳定增长.....	15
2.3.3 产品提价对冲成本压力，股价表现分化.....	16
2.4 总结.....	18
2.4.1 提价转嫁成本压力，盈利表现改善.....	18
2.4.2 细分龙头更易走出长线行情.....	18
<b>3 本轮提价情况与盈利表现</b> .....	<b>18</b>
3.1 调味品行业：近期原料成本高涨，有望二次提价.....	18
3.2 休闲零食行业：葵花籽价格上扬，洽洽果断提价.....	19
3.3 乳制品行业：原料价格近期持续上涨，提升幅度更大.....	20
3.4 总结：本轮成本涨幅更大，存在二次提价空间.....	21
<b>4 投资建议与风险提示</b> .....	<b>22</b>
4.1 投资建议.....	22
4.2 风险因素.....	22
图表 1： 2021 年三季度起大众品提价落地.....	5
图表 2： 2001 年以来我国 CPI、PPI 走势（%）.....	7
图表 3： 四次 PPI-CPI 剪刀差持续为正情况比较.....	7
图表 4： 2013 年 1-6 月海天味业成本采购金额占比.....	8
图表 5： 调味品行业主要原材料 2016-2017 年价格同比走势.....	8
图表 6： 调味品行业主要包材 2016-2017 年价格同比走势.....	8
图表 7： 调味品企业 2017-2018 年提价情况.....	9
图表 8： 海天味业 2018-2019 年线下商超均价及年度累计销量同比.....	9
图表 9： 千禾味业 2018-2019 年线下商超均价及年度累计销量同比.....	9
图表 10： 中炬高新 2018-2019 年线下商超均价及年度累计销量同比.....	10
图表 11： 2016-2018 年调味品提价企业营收同比（%）.....	10
图表 12： 2016-2018 年调味品提价企业毛利率.....	10
图表 13： 2016-2018 年调味品提价企业净利润同比（%）.....	11
图表 14： 调味品提价企业股价走势（元）.....	11
图表 15： 休闲零食行业部分原料 2016-2018 年价格同比走势.....	12

图表 16:	调味品企业 2017-2018 年提价情况.....	12
图表 17:	洽洽食品 2018-2019 年线下商超均价及年度累计销售量同比.....	13
图表 18:	桃李面包 2018-2019 年线下商超均价及年度累计销售量同比.....	13
图表 19:	2017-2018 年休闲零食提价企业营收同比 (%).....	13
图表 20:	2017-2018 年休闲零食提价企业毛利率 (%).....	13
图表 21:	2017-2018 年休闲零食提价企业净利润同比 (%).....	14
图表 22:	休闲零食提价企业股价走势 (元).....	14
图表 23:	伊利股份 2016-2018 年营业成本项目占比.....	15
图表 24:	乳制品行业主要原材料 2016-2018 年价格走势.....	15
图表 25:	乳制品企业 2017-2018 年提价情况.....	15
图表 26:	伊利股份 2018-2019 年线下商超均价及年度累计销售量同比.....	16
图表 27:	三元股份 2018-2019 年线下商超均价及年度累计销售量同比.....	16
图表 28:	2016-2018 年乳制品提价企业营收同比 (%).....	16
图表 29:	2016-2018 年乳制品提价企业毛利率 (%).....	16
图表 30:	2016-2018 年乳制品提价企业净利润同比 (%).....	17
图表 31:	乳制品提价企业股价走势 (元).....	17
图表 32:	部分细分品类龙头提价半年后股价涨幅.....	18
图表 33:	调味品行业主要原材料及包材近期价格同比走势.....	19
图表 34:	2020-2021 年调味品部分企业毛利率 (%).....	19
图表 35:	2020-2021 年调味品部分企业净利润同比 (%).....	19
图表 36:	休闲零食行业部分原材料近期价格同比走势.....	20
图表 37:	2020-2021 年休闲零食部分企业毛利率 (%).....	20
图表 38:	2020-2021 年休闲零食部分企业净利润同比 (%).....	20
图表 39:	乳制品行业主要原材料近期价格走势.....	21
图表 40:	2020-2021 年伊利股份毛利与净利润同比 (%).....	21
图表 41:	2019-2021 年蒙牛乳业毛利与净利润同比 (%).....	21
图表 42:	近期相关原材料价格同比变化情况.....	22
图表 43:	近期相关包装耗材价格同比变化情况.....	22

# 1 复盘：成本高企推动大众品涨价潮再现

## 1.1 21Q3 起大众品提价逐步落地

2021年三季度起，调味品、休闲零食、乳制品等大众品行业龙头纷纷公布提价信息，逐步形成新一轮大众品涨价潮。调味品龙头企业海天味业在10月中旬公告对酱油、蚝油、酱料等部分产品提价，两周后李锦记、恒顺醋业等企业迅速跟进提价。休闲零食龙头洽洽食品10月下旬宣布对主打瓜子等系列产品提价8-18%，好丽友已先于8月份公布提价。乳制品两大巨头伊利与蒙牛也于12月初宣布对部分产品提价。促使诸多企业进行提价的主要原因是原辅材料的价格上涨，以及包材、运输等成本增加，能源限制也带来产能缩减和成本提升。

图表1：2021年三季度起大众品提价落地

行业	公司名称	公告时间	提价产品	提价幅度	提价原因
调味发酵	海天味业	2021/10/13	酱油、蚝油、酱料等	3%-7%	主要原材料、运输、能源等成本持续上涨
	李锦记	2021/11/1	部分产品	6%-10%	
	恒顺醋业	2021/11/3	部分产品	5%-15%	原辅材料、运输等成本大幅上涨
	加加食品	2021/11/4	加加酱油、耗油、料酒、鸡精和醋系列产品	3-7%	主要原材料、运输、能源等成本持续上涨
	安琪酵母	2021/11/1	膨松剂、改良剂、乳化剂、脱模油、鸡精系列产品价格	—	原材料成本、制造成本、管理成本上涨
	涪陵榨菜	2021/11/15	部分产品	3%-19%	主要原料、包材、辅材、能源等成本持续上涨，及公司优化升级产品带来的成本上升
速冻食品	安井食品	2021/11/1	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%	原材料、人工、运输、能源等成本持续上涨
	海欣食品	2021/11/2	部分速冻鱼糜制品、速冻米面制品	3%-10%	原材料、人工、运输、能源等成本持续上涨



休闲食品	洽洽食品	2021/10/22	葵花子系列产品以及南瓜子小香西瓜子产品	8%-18%	公司瓜子系列产品升级带来产品力提升, 以及成本上升
	好丽友	2021/8/1	部分派类产品	6%-10%	
乳制品	伊利股份	2021/12/1	部分产品	—	原辅材料成本持续上涨
	蒙牛乳业	2021/12/6	低温产品	—	原材料、运输、能源等成本持续上涨

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

## 1.2 PPI-CPI 剪刀差达历史新高, 成本压力驱动大众品涨价潮

**PPI-CPI剪刀差2021年初起快速扩大。**2021年初至今, PPI同比保持高速增长态势, 10月同比增长13.5%达到峰值。CPI同比保持平稳, 年初至今同比增速均低于2.5%。PPI-CPI剪刀差2021年初起转正且快速扩大, 10月达到12%的历史新高。下游企业面临较大的成本上涨和利润侵蚀压力, 成本压力驱动的涨价具有一定的普遍性。

**2001年至今共出现四次PPI-CPI剪刀差持续为正时期。**2001年以来, 我国共出现四次持续一年以上PPI-CPI剪刀差为正的时期: 2004年初至2007年初、2010年初至2011年末、2016年末至2018年末、2021年初至今。前三个时期持续时间最短为1年9个月, 最长达三年。对比剪刀差扩大维持时间与缩小维持时间可以发现, 剪刀差扩大的速度较为迅猛, 通常一年之内剪刀差达到本轮峰值, 其中第三个时期仅三个月时间(2016年11月-2017年2月) PPI-CPI剪刀差便从1.05%拉升至7%。相反, 剪刀差缩小维持时间较长, 通常为扩大维持时间的2-5倍左右, 期间伴随2-4次反弹, 但反弹幅度均未超过峰值。从过去的规律来看, PPI-CPI剪刀差总会收敛, 呈现正负交错的行情, 说明成本从上游往下游传导虽然有时滞性, 但最终会传导。

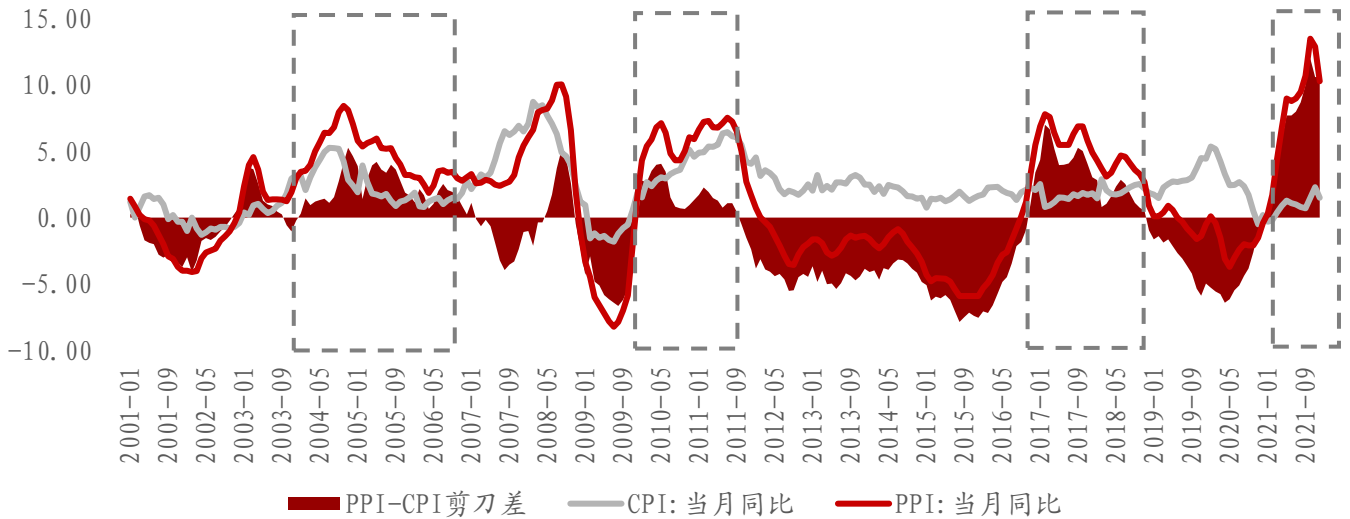
**与前三轮行情相比, 本轮行情PPI-CPI剪刀差幅度创历史新高。**与前三次PPI-CPI剪刀差持续为正时期相比, 本次剪刀差高增有如下特点: ①本次行情虽然尚未结束, 但剪刀差最高幅度已达12%, 远超过去几轮, 这会带来未来下游制造业更强的提价动力; ② PPI高速上行, CPI保持稳定, 与2016-2018年第三次剪刀差持续为正时期最为相似。

**受上游成本压力驱动, 17-18年大众品掀起涨价潮。**2017-2018年, 由于上游原材料、包材等成本压力驱动, 调味品、休闲零食、乳制品等大众品行业的龙头掀起一波涨价潮, 与2021年本轮涨价潮非常类似。在上一轮涨价潮中, 与前两轮行情PPI同比与CPI同比基本同向变动不同, 2019年PPI同比回落至负值后, CPI同比依然维持2.5%以上增速至2020年, 主要原因是受2018年非洲猪瘟影响, 2019-2020年生猪价格涨幅创历史新高, 猪价大涨带动CPI高增, 叠加部分提价大众品企业在上游成本逐渐回落时产品价格依然维持高位。

**借鉴上一轮涨价潮的历史经验, 预判本轮大众品提价盈利传导情况。**2021年11月PPI同比增速回落, CPI同比提速, PPI和CPI均有所回落, 预计随着稳增长政策的逐步落地, PPI同比将进一步下降, CPI温和上行, PPI-CPI剪刀差有望逐渐缩窄。但由于缩窄持续时间长于扩大时间, 叠加本轮剪刀差最高幅度远超过去几轮, 因此预计需要更长的时间完成剪刀差缩窄过程。

我们试图借鉴2016-2018年大众品行业涨价潮的历史经验，探讨大众品龙头能否通过提价成功传导成本上涨压力，获得盈利改善，并在上游成本逐渐回落时，能否通过维持涨价后的相对价格高位实现毛利率改善，获得业绩增长，从而对本轮大众品涨价潮做出预判。

图表2: 2001年以来我国CPI、PPI走势 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表3: 四次PPI-CPI剪刀差持续为正情况比较

时间	持续时长	最高幅度	扩大维持时间	缩小维持时间	缩小反弹次数
2004. 01-2007. 01	37 个月	4. 65%	12 个月	25 个月	4
2010. 01-2011. 09	21 个月	4. 07%	5 个月	16 个月	2
2016. 11-2018. 11	25 个月	7. 00%	4 个月	21 个月	2
2021. 01-至今	--	12. 00%	--	--	--

资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

## 2 上一轮提价情况回顾

### 2.1 调味品行业

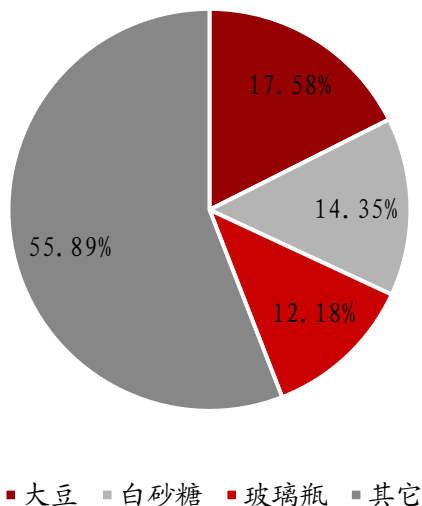
#### 2.1.1 成本高涨冲击行业利润，17年起企业陆续提价

调味品企业主要成本包括原材料成本与包材成本。海天味业、千禾味业等调味品公司的主要产品成本包括大豆、白糖等原材料成本以及玻璃、瓦楞纸等包材成本。以海天味业为例，2013年上半年海天的成本采购金额占前三位分别是大豆、白砂糖及玻璃瓶，合计占采购总金额的44%。

成本持续上行，调味品企业利润承压。2016年7月起，大豆、白糖及玻璃纷纷开启涨价行情，当月价格同比分别增长8.31%/13.48%/10.19%，与6月相比同比增速提升5.83/9.52/5.59个pct。此外，2016年12月起用于纸箱等包装材料的瓦楞纸价格也大幅提

升，连续三个月价格同比增长50%以上。此轮上游原材料提价行情持续到2017年6月才逐渐结束，持续一年的成本上行压力对调味品行业的利润产生极大冲击。

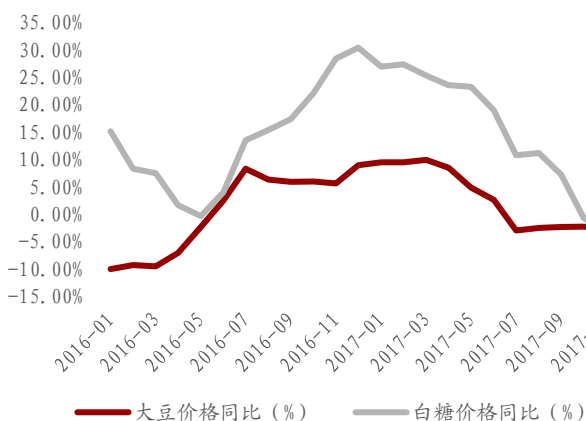
图表4: 2013年1-6月海天味业成本采购金额占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

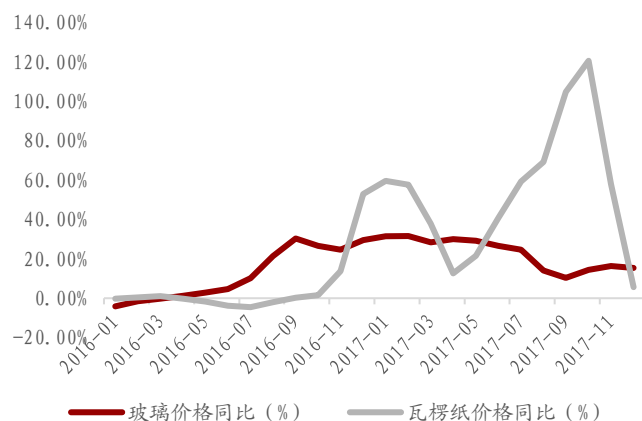
注: 海天2014年于上市招股说明书中披露了2013年上半年以前的每项原材料采购金额, 我们采用最新的2013年上半年采购金额计算各项原材料占比。

图表5: 调味品行业主要原材料2016-2017年价格同比走势



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表6: 调味品行业主要包材2016-2017年价格同比走势



资料来源: wind, 万联证券研究所

受成本压力影响, 2017年起调味品公司纷纷宣布涨价。涨价时间集中在2017年1-4月, 滞后成本提价约6-9个月。其中, 2017年1月龙头海天味业率先提价, 多数产品提价约5%。其余企业迅速跟进, 中炬高新、千禾味业分别于3月和4月公布提价信息, 对旗下产品提价5%-8%不等。



图表7: 调味品企业2017-2018年调价情况

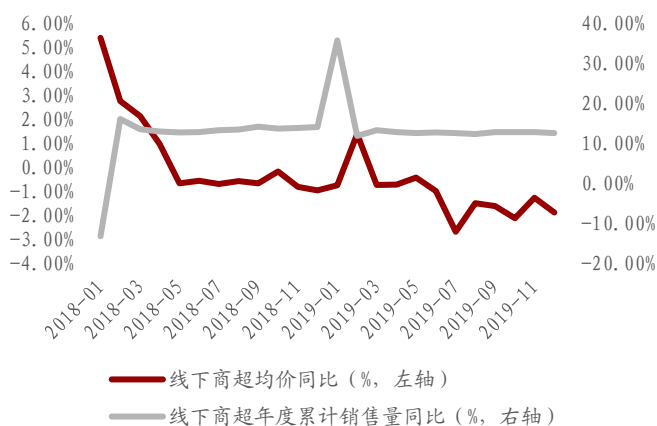
公司名称	调价时间	调价措施
海天味业	2017.1	多数产品调价约 5%
中炬高新	2017.3	邦厨及美味鲜全线产品整体调价 5%-6%
千禾味业	2017.4	全线产品出厂价的调价幅度在 8%左右, 各级经销商同步开始调整终端供价及零售价

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

### 2.1.2 龙头 18 年销售均价微跌, 销量持续向好

2017年初调价后, 海天味业与千禾味业线下商超均价2018年均有一定下滑, 但海天味业均价下降幅度不大, 月同比跌幅均未超过1%; 中炬高新均价2018年维持同比正增长, 2019年同比微跌, 跌幅不超过5%。三家企业销量表现可圈可点, 海天味业2018年2月起至2019年末年度累计销量维持10%以上同比增幅, 中炬高新2018年6月起年度累计销量维持正增长且增速稳步提升, 千禾味业年度累计销量2018年2月起至2019年末同比增速均高达50%以上。

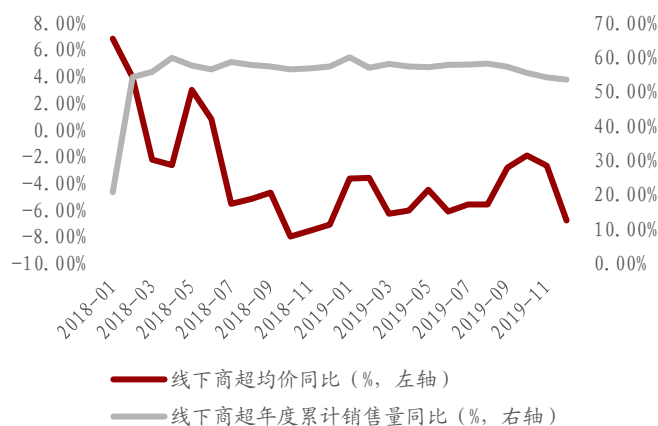
图表8: 海天味业2018-2019年线下商超均价及年度累计销量同比



资料来源: Datayes!, 万联证券研究所

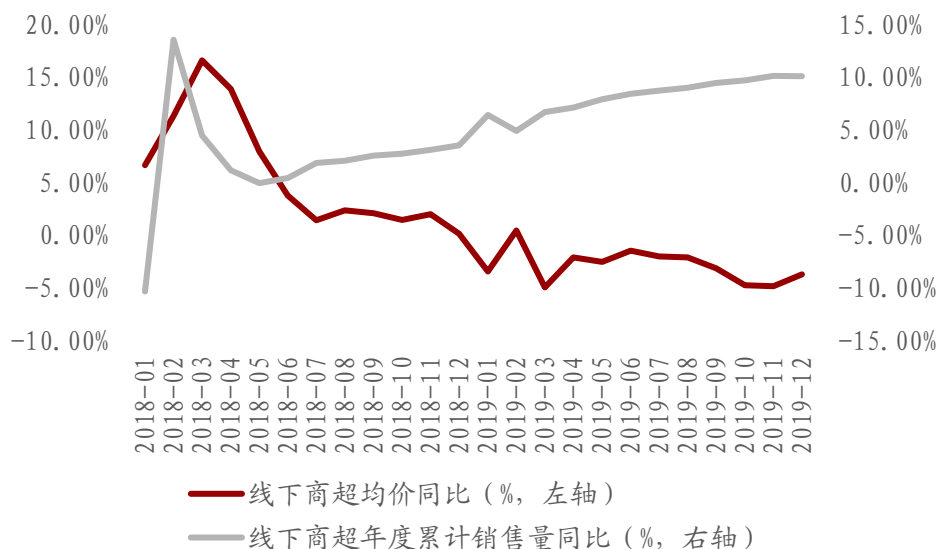
注: 大众品企业线下商超统计数据起始年份为2017年, 因此我们从2018年开始计算同比数据, 下同。

图表9: 千禾味业2018-2019年线下商超均价及年度累计销量同比



资料来源: Datayes!, 万联证券研究所

图表10: 中炬高新2018-2019年线下商超均价及年度累计销量同比

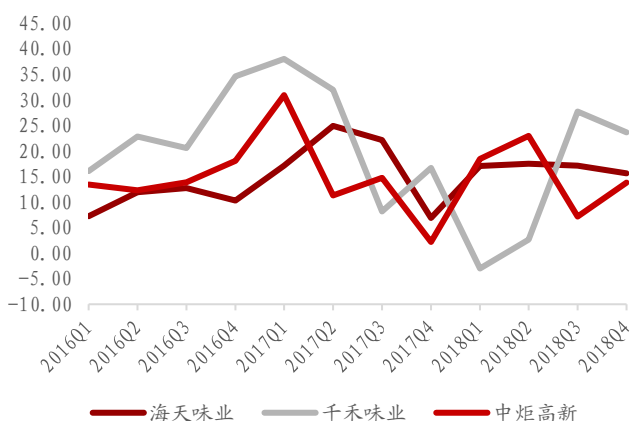


资料来源: Datayes!, 万联证券研究所

### 2.1.3 盈利能力提升显著, 业绩支撑股价上行

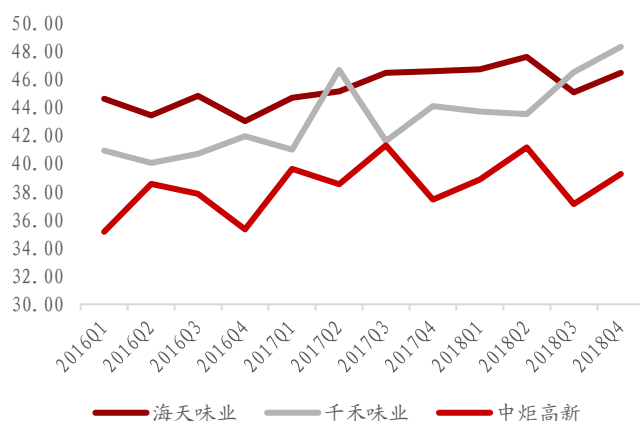
**提价后企业营收回暖, 盈利能力提升。**从营收来看, 提价对于调味品企业的营收产生一定影响。2017年Q2-Q4三家企业营收同比增速呈下滑趋势, 千禾味业在2018年Q1营收同比跌至负值。但随着销量逐渐回升, 2018年三家营收均触底反弹, 至2018年Q4营收同比增速已回升至2016年初水平。从毛利来看, 提价对企业报表盈利表现均有所改善。2017年提价后三家企业的销售毛利率均有所提升, 且整体上升趋势持续到2018年。相较2016年Q4, 2018年Q4海天味业、千禾味业与中炬高新毛利率分别提升3.43/6.36/3.95个pct, 盈利能力提升显著。

图表11: 2016-2018年调味品提价企业营收同比 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: 2016-2018年调味品提价企业毛利率 (%)

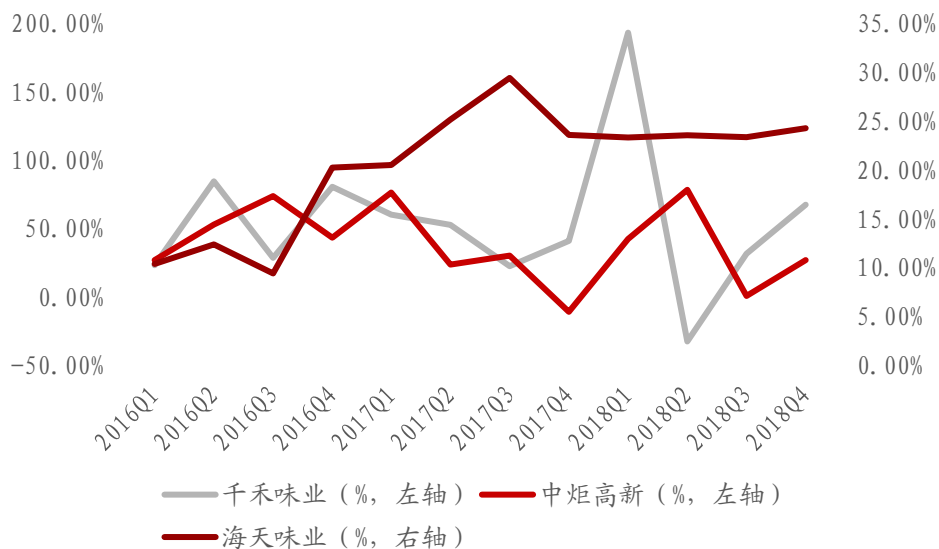


资料来源: wind, 万联证券研究所

**提价改善企业利润表现, 海天味业更具稳定性。**2016年Q1-Q3受成本上涨影响, 海天味业净利润同比增速相对较低。2016年Q4海天味业净利润同比增长20.23%, 同比增速较Q3提升10.82个pct。自2016年Q4起持续至2018年Q4, 海天味业净利润同比增速均

维持在20%以上。千禾味业与中炬高新在提价初期利润表现也有一定改善,2017年Q1-Q3净利润同比增速均超过20%,其中中炬高新受益于公司产品扩张及渠道拓展,2017年Q1净利润同比大涨76.32%。但千禾味业与中炬高新2018年的利润表现波动较大,相较之下海天味业更具有稳定性。

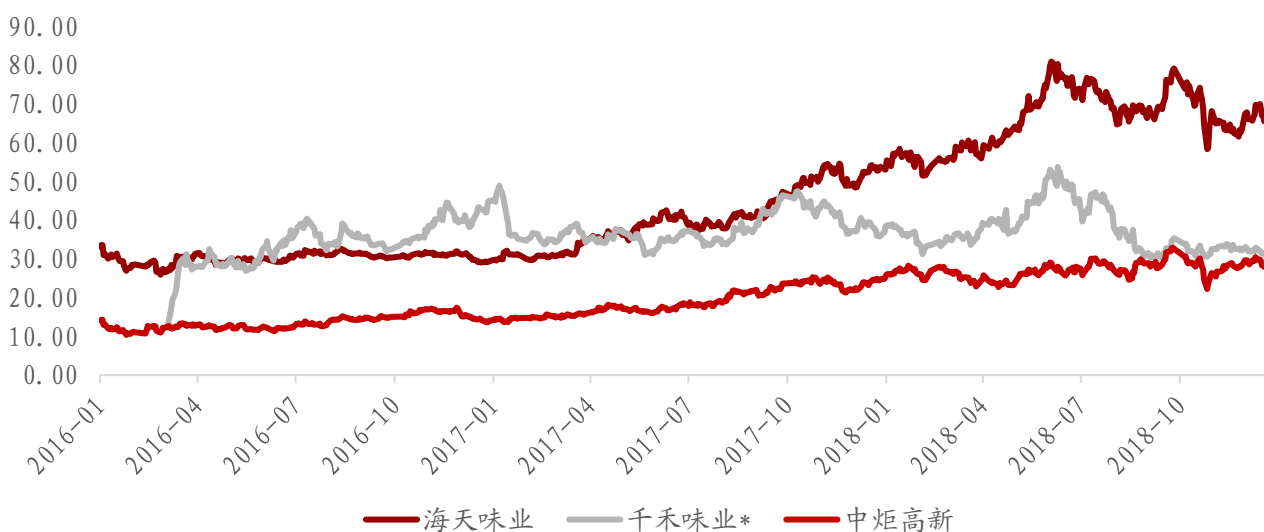
图表13: 2016-2018年调味品提价企业净利润同比 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

**业绩提升支撑企业股价上行。**海天味业2017-2018年毛利率提升、净利润表现良好,叠加公司执行聚焦品牌传统媒介及网络端新媒体头部资源投放的营销战略取得成效,支撑2017年股价大涨83.43%。中炬高新2017年全年上涨35.3%;千禾味业受成本压力影响上半年股价有所下跌,提价到位后下半年跌幅收窄至2.7%。同时,股价上行趋势在2018年仍然延续,海天味业2018年上半年股价上涨36.88%,下半年有所回调但全年仍收涨27.88%;千禾味业与中炬高新2018年上半年股价分别上涨25.96%/13.09%。

图表14: 调味品提价企业股价走势 (元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

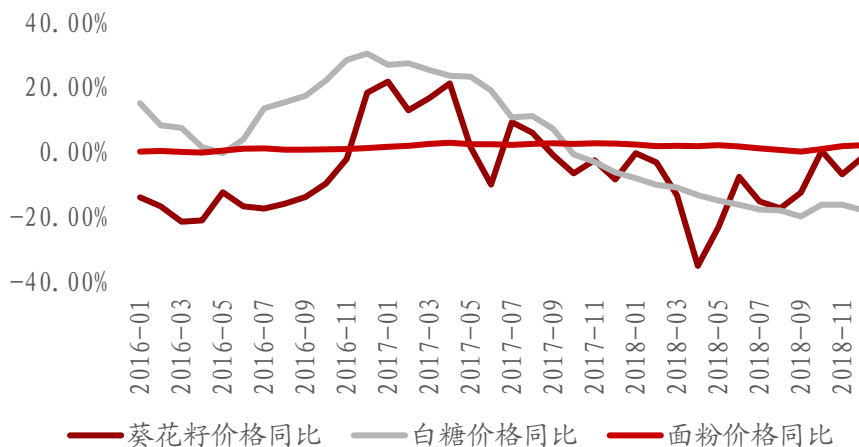
注: 千禾味业于2017年6月7日实施了每股转增1股的权益分派,为保证可比性,我们对2017年6月7日后千禾味业的股价采用实际收盘价\*2处理

## 2.2 休闲零食行业

### 2.2.1 16年起零食成本陆续上涨，企业提价时间不一

休闲零食行业原材料2016年开启上涨行情。休闲零食行业品类众多，各子行业成本结构差异较大。龙头桃李面包主要成本为面粉与白糖，洽洽食品主要原料为葵花籽。白糖价格2016-2017年一直维持较高速增长，月同比增速最高达30.42%。面粉价格增速波动不大，2016-2018年一直维持1%-2%的温和增速。葵花籽价格2016年12月价格同比转正，上涨行情持续至2017年8月，其中2017年1月与4月同比增速均超过20%。

图表15: 休闲零食行业部分原料2016-2018年价格同比走势



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

休闲零食企业提价时间与提价幅度差异较大。由于各细分行业主要原材料价格上涨的时间各不相同，休闲零食企业选择提价的时间也相差较大。桃李面包于2017年7月率先提价2%-3%，并不断推出高毛利率新品。洽洽食品则在一年后才宣布提价，价格上调幅度较大，对香瓜子、原香瓜子等八个品类提价6%-14.5%。

图表16: 调味品企业2017-2018年提价情况

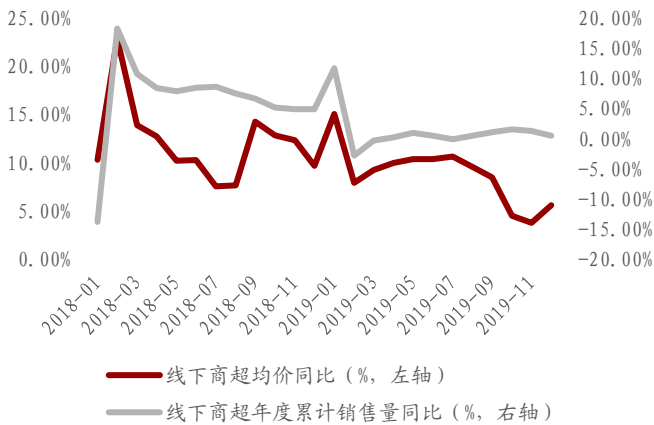
公司名称	提价时间	提价措施
洽洽食品	2018年7月	对八个品类提价6%-14.5%
桃李面包	2017年7月	提价2%-3%

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

### 2.2.2 龙头线下销售均价维持高位，桃李面包量价齐升

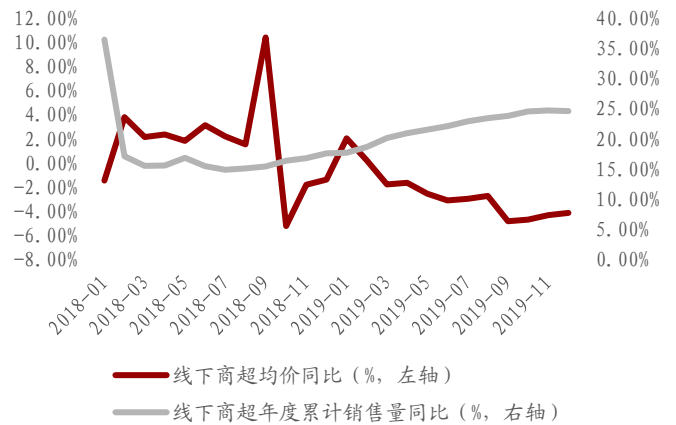
洽洽食品2018年8月提价后，线下商超销售均价一直维持高位，2018年9月至2019年8月保持10%左右同比增速；销量则没有明显增长。桃李面包线下销售均价2018年2月至9月一直维持同比正增长，线下年度累计销量自2018年起至2019年底一路走高，同比增速保持10%以上且稳步提升，量价齐升带动2018年营收大幅增长。

图表17: 洽洽食品2018-2019年线下商超均价及年度累计销售量同比



资料来源: Datayes!, 万联证券研究所

图表18: 桃李面包2018-2019年线下商超均价及年度累计销售量同比

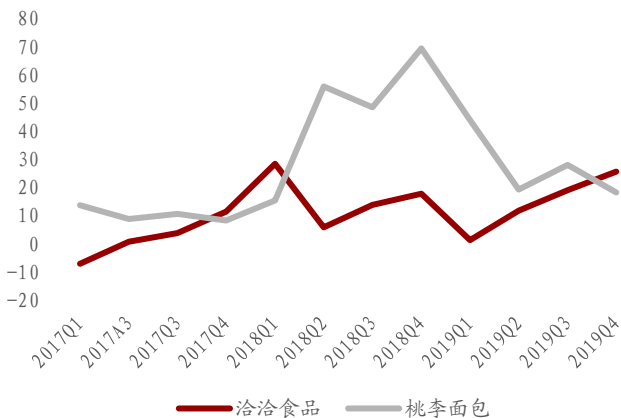


资料来源: Datayes!, 万联证券研究所

### 2.2.3 提价缓解成本压力, 股价稳健上涨

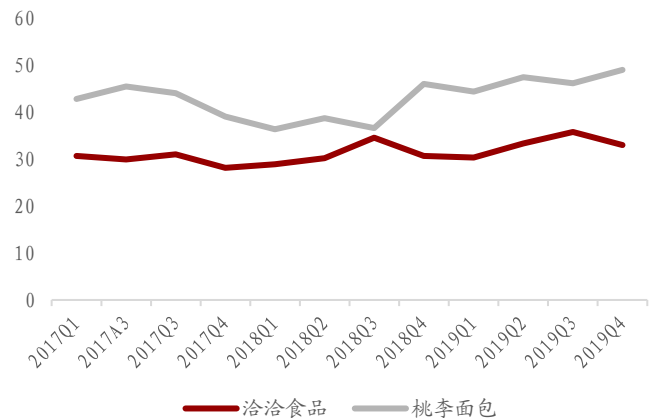
产品价格提升缓解成本压力, 销售毛利回升。提价后桃李面包营收表现亮眼, 2017年Q4起营收同比增速迅速提升, 2018年Q2至2019年Q1连续四个季度营收同比增速超40%。原材料成本价格持续上涨致使企业毛利率承压, 2017年起洽洽食品与桃李面包毛利率均呈下降趋势。分别实施提价措施后, 两家企业毛利率逐渐回升, 2019年Q4洽洽食品与桃李面包毛利率分别为33.06%/49.09%, 相比2017年Q1分别提升2.32/6.22个pct。

图表19: 2017-2018年休闲零食提价企业营收同比 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

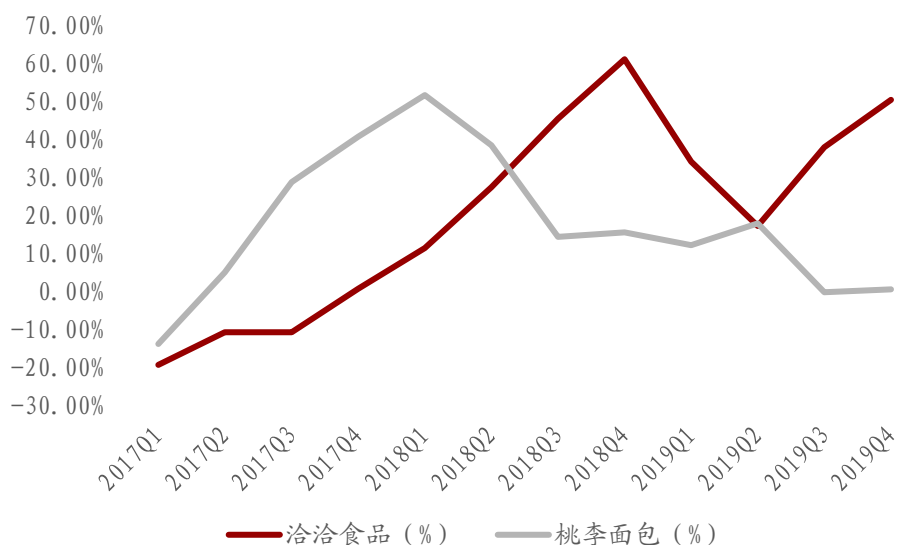
图表20: 2017-2018年休闲零食提价企业毛利率 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

提价战略对休闲零食企业利润提升显著。桃李面包2017年Q3提价后净利润同比增长28.68%, 较Q2同比增速提升23.68个pct。2018年后净利润同比增速虽有所回落, 但直至2019年Q2桃李面包仍然维持10%以上的净利润同比增速。洽洽食品利润表现更为亮眼, 2018年Q3提价后净利润同比大幅增長, 2019年同比增速高位回落后再度反弹, 至2019年Q4净利润同比增速达50.36%, 提价战略大获成功。

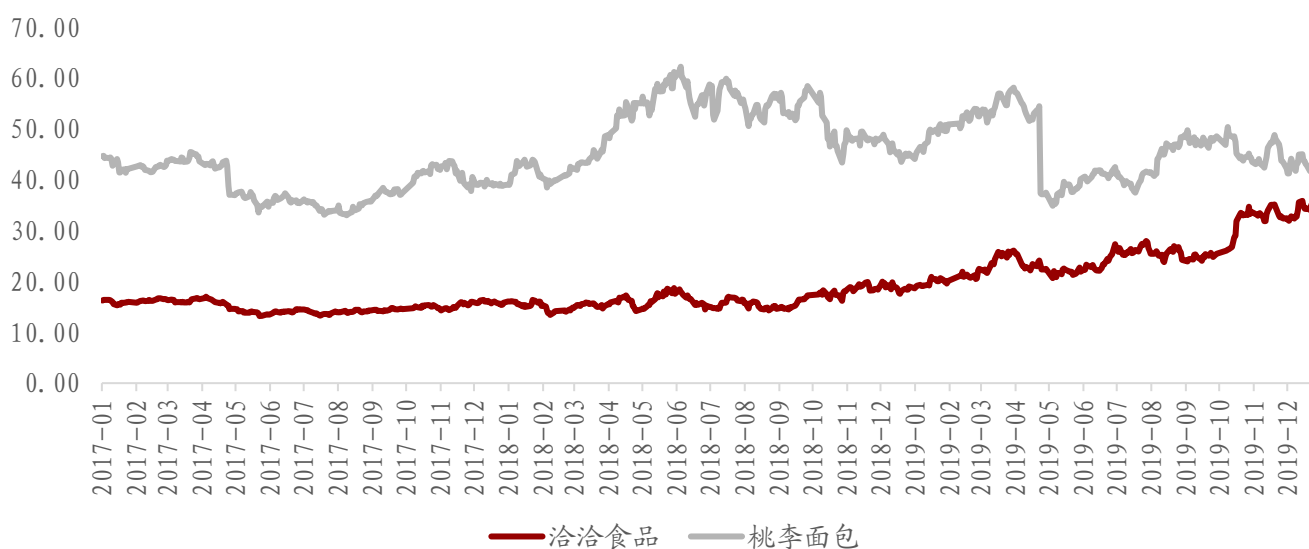
图表21: 2017-2018年休闲零食提价企业净利润同比 (%)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

提价利好企业股价表现, 洽洽后续增长稳健。桃李面包提价一年内业绩表现良好, 叠加公司积极加快扩大产能、项目建设稳步推进, 2018年6月相较2017年6月股价大涨60.60%; 洽洽食品提价后增长稳健, 叠加海外工厂落地、股票回购计划实施等利好因素, 2019年6月较2018年6月股价涨幅65.57%。

图表22: 休闲零食提价企业股价走势 (元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2.3 乳制品行业

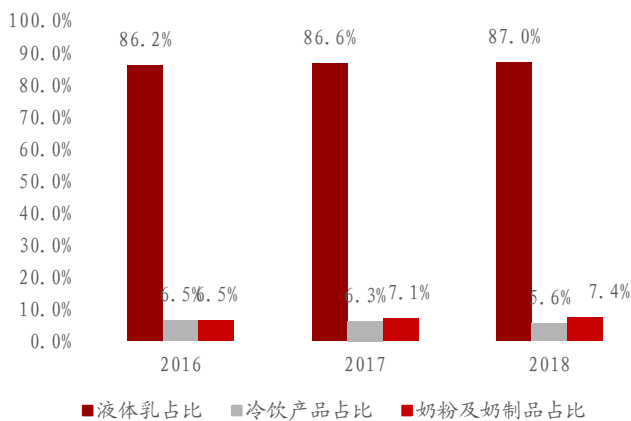
### 2.3.1 16-17年国内外原料成本上涨, 部分企业提价

乳制品行业2016年H2起原料价格快速拉升。乳制品企业营业成本主要以液体乳成本为主, 以伊利股份为例, 2016-2018年液体乳成本均占伊利营业成本的85%以上, 并且



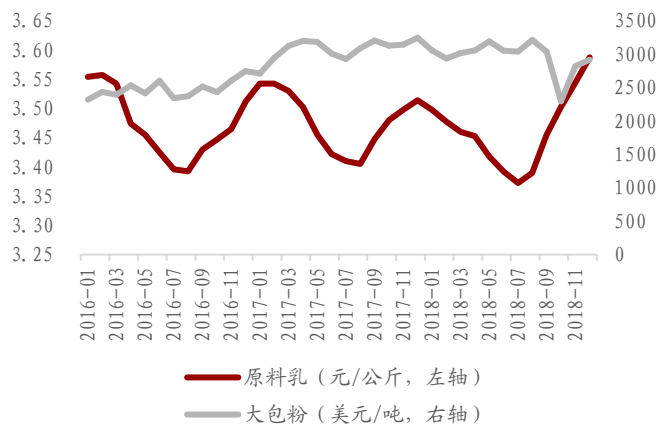
占比逐年上升。液体乳的原材料主要包括我国生产区的生鲜乳以及国外进口的大包粉。2016年8月起，原料乳价格由3.39元/公斤快速拉升，2017年1-2月达到峰值3.54元/公斤。虽然在接下来半年内有所回落，但2017年8月起又重新上扬，上涨趋势一直持续到12月。进口大包粉价格则保持稳步增长态势，2016年8月至2017年8月由2373美元/吨上涨至3090元/吨，涨幅约30%。

图表23: 伊利股份2016-2018年营业成本项目占比



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表24: 乳制品行业主要原材料2016-2018年价格走势



资料来源: 同花顺iFinD, 奶业经济观察, 万联证券研究所

面对逐渐上涨的成本压力，乳制品龙头选择有所分歧。三元股份在原料乳第一轮涨价8个月后，于2017年4月率先对部分入户奶产品提价，价格上调幅度在10%左右。龙头伊利股份则在原料乳第二轮涨价开始时，即2017年9-10月对部分地区的普通白奶、低温奶等产品实施涨价，价格上调幅度在5%-10%之间。另一巨头蒙牛乳业选择深耕产品结构调整及新产品研发，并未直接对产品进行提价。

图表25: 乳制品企业2017-2018年提价情况

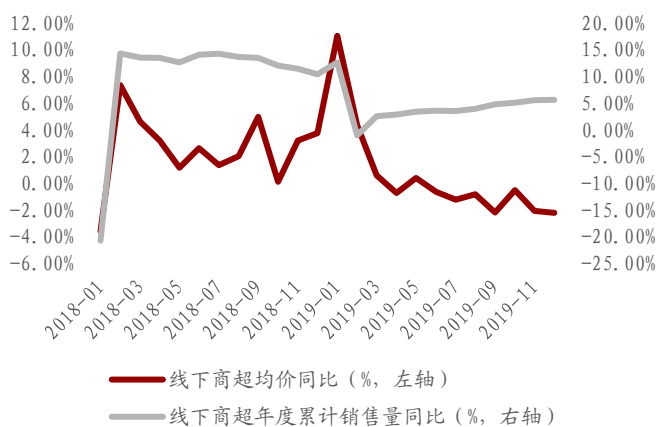
公司名称	提价时间	提价措施
伊利股份	2017.9-2017.10	部分地区普通白奶的终端价从36.8元/箱涨至40元/箱 低温奶直接提价约5%
三元股份	2017.4	特品鲜牛奶价格由2.95元/瓶涨到3.3元/瓶 茯苓酸牛奶价格由3.3元/瓶涨到3.6元/瓶

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

### 2.3.2 伊利更具价格刚性，销量稳定增长

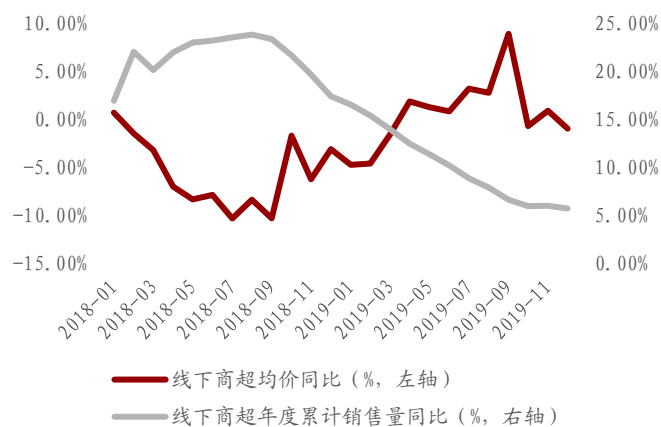
乳制品龙头较二线企业更具有价格刚性。伊利股份2018年2月至2019年3月线下销售均价持续正增长，虽然同比增速不高但价格维持高位。三元股份2018年起线下销售均价同比持续下滑，2018年5月均价较2017年5月下跌8.34%，无法维持提价后的高位价格。从销量上看，伊利股份2018年3月起年度累计销量同比增速保持平稳，2019年初受上年同期高基数影响有所回落；三元股份销量2018年迎来一波增长高潮，年度累计同比增速维持在15%以上，但2019年起受高基数叠加价格回升影响销量同比迅速下滑。整体而言，相较于三元股份，伊利股份价格回落速度更慢，更容易维持价格高位。

图表26: 伊利股份2018-2019年线下商超均价及年度累计销售量同比



资料来源: Datayes!, 万联证券研究所

图表27: 三元股份2018-2019年线下商超均价及年度累计销售量同比

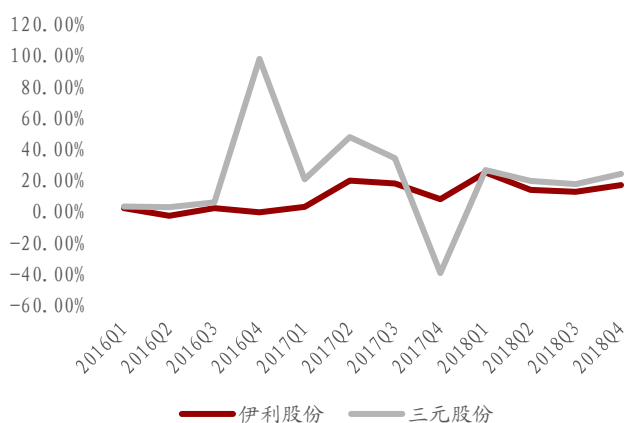


资料来源: Datayes!, 万联证券研究所

### 2.3.3 产品提价对冲成本压力, 股价表现分化

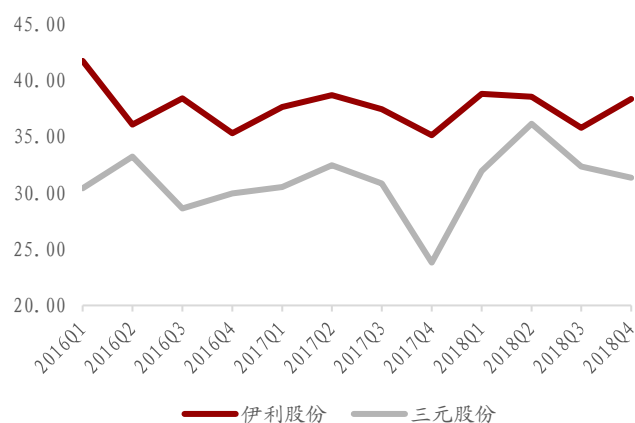
2016年Q3起原材料成本上涨压缩乳制品企业利润空间, 毛利率普遍下降。2017年伊利与三元采取提价战略后, 毛利基本恢复至先前水平, 伊利股份除2017年Q4由于春节备货时间错配及渠道清理库存, 发货量减少导致毛利率有所下滑外, 2017年至2018年Q2毛利率基本维持在37%以上。三元股份毛利率2017年波动较大, 但2018年已恢复至2016年提价前水平。从营收来看, 龙头伊利营收稳步提升, 提价后2018年四个季度营收同比均超过10%。三元股份营收增速波动较大, 但2018年后逐渐稳定, 四个季度营收同比均超过15%。

图表28: 2016-2018年乳制品提价企业营收同比 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表29: 2016-2018年乳制品提价企业毛利率 (%)

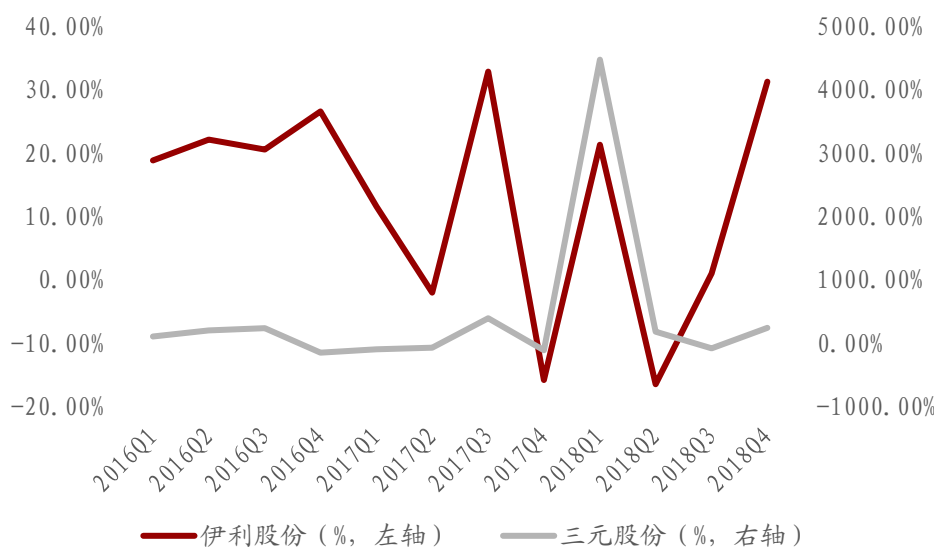


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

产品提价伊利利润向好, 三元利润增速较为波动。伊利股份与三元股份分别于2017年Q3和Q2提价后, Q3净利润同比均有所提升。伊利股份2017年Q4至2018年Q2净利润同比增速有所波动, 但2018年Q4净利润同比增速反弹至31.26%, 利润走势向好。三元

股份虽然2018年Q1受上年同期低基数影响净利润同比大幅拉升，但整体来看提价后2017年Q4-2018年Q4净利润增速较为波动。

图表30: 2016-2018年乳制品提价企业净利润同比 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

**产品提价提振行情, 股价后续表现分化。**伊利股份与三元股份释放涨价预期后股价短期均有所提振, 但两家企业股价后续走势表现迥异。龙头企业伊利由于产品价格刚性较强, 品牌力与营销能力行业领先, 提价利好后股价持续上涨, 提价半年后(2018年3月)股价仍在28-32元高位波动; 三元股份则由于品牌力较弱, 消费者忠诚度不高, 短期提振行情后提价战略难以持续, 提价半年后(2017年10月)股价由7-9元回落至6-7元, 未能实现持续上涨。

图表31: 乳制品提价企业股价走势 (元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2.4 总结

### 2.4.1 提价转嫁成本压力，盈利表现改善

根据2017-2018年涨价潮的历史经验，调味品、休闲零食、乳制品等大众品行业的需求刚性较强，通过提价容易向消费者转嫁成本压力。多数企业受成本上涨影响从而下降的毛利率在提价后均有所恢复，部分企业如海天味业、千禾味业、桃李面包等更是能通过维持产品价格高位在成本逐渐回落后保持比涨价前更高的毛利率水平。受企业费用管控水平等因素影响，各提价企业之间净利润表现有所差异，海天味业与洽洽食品净利润增长更为稳定。

### 2.4.2 细分龙头更易走出长线行情

相较营销与渠道能力较弱的二三线企业，具有竞争优势的各细分品类龙头更容易保持价格刚性，并通过营销等手段逐步恢复甚至提升产品销量，从而在业绩改善的支撑下走出长线行情。2017-2018年的涨价潮中，大众品细分龙头海天味业、洽洽食品和伊利股份在提价半年后股价均有20%以上的涨幅，伊利股份涨幅高达38.50%。二三线企业受制于品牌影响力、消费者忠诚度、营销支出等因素，通常只会在提价信息公布时走出短期行情，较难保持股价持续上涨。

图表32: 部分细分品类龙头提价半年后股价涨幅

企业名称	提价前日期	提价前收盘价(元)	提价半年后日期	提价半年后收盘价(元)	股价涨幅
海天味业	2017/1/3	29.72	2017/7/3	38.83	30.65%
洽洽食品	2018/7/2	15.02	2019/1/2	18.67	24.30%
伊利股份	2017/9/1	23.40	2018/3/1	32.41	38.50%

资料来源: wind, 万联证券研究所

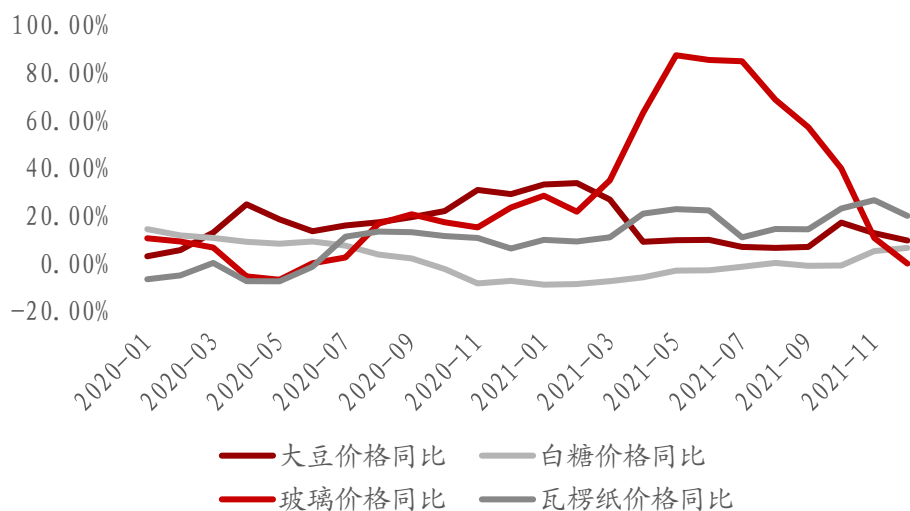
## 3 本轮提价情况与盈利表现

### 3.1 调味品行业: 近期原料成本高涨，有望二次提价

2020年以来，调味品行业原材料及包材再次开启上涨行情。大豆价格持续高企，2020年3月-2021年3月同比增速均超过13%，最高达33.74%。玻璃、瓦楞纸等耗材价格2021年起快速上涨，2021年5月至7月玻璃价格同比增速拉升到80%以上，给下游企业带来较大成本压力。

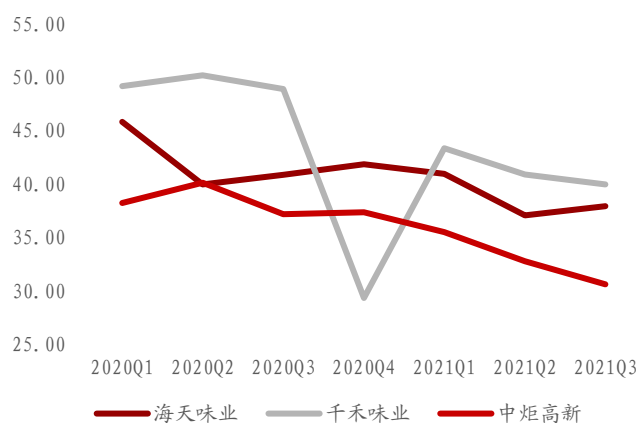
成本上涨毛利承压，存在二次提价空间。2020年起海天味业、千禾味业、中炬高新三家调味品企业毛利率均呈下降趋势，2021年Q3相较2020年Q1毛利率分别下降了7.91/9.22/7.62个pct。2020-2021年，千禾味业受低基数影响净利润同比波动较大，海天味业与中炬高新净利润同比增速低迷。中炬高新与千禾味业2021年三个季度净利润同比增速均跌至负值。为应对日渐高涨的原料成本，调味品企业于2021年10-11月纷纷宣布对旗下产品提价，但价格上调幅度仅为3%-15%，较难覆盖已上涨13%-30%的上游成本，有望二次提价。

图表33: 调味品行业主要原材料及包材近期价格同比走势



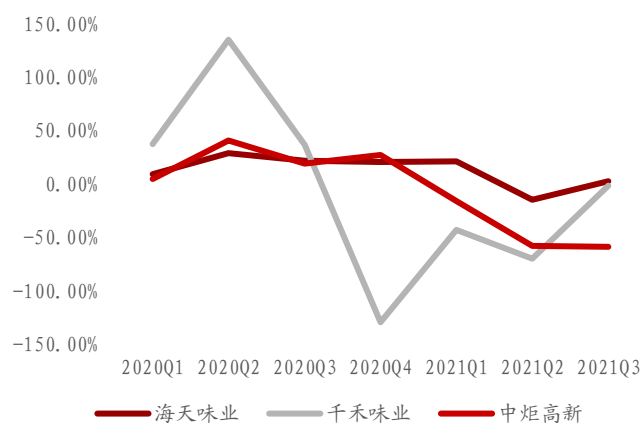
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表34: 2020-2021年调味品部分企业毛利率 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表35: 2020-2021年调味品部分企业净利润同比 (%)

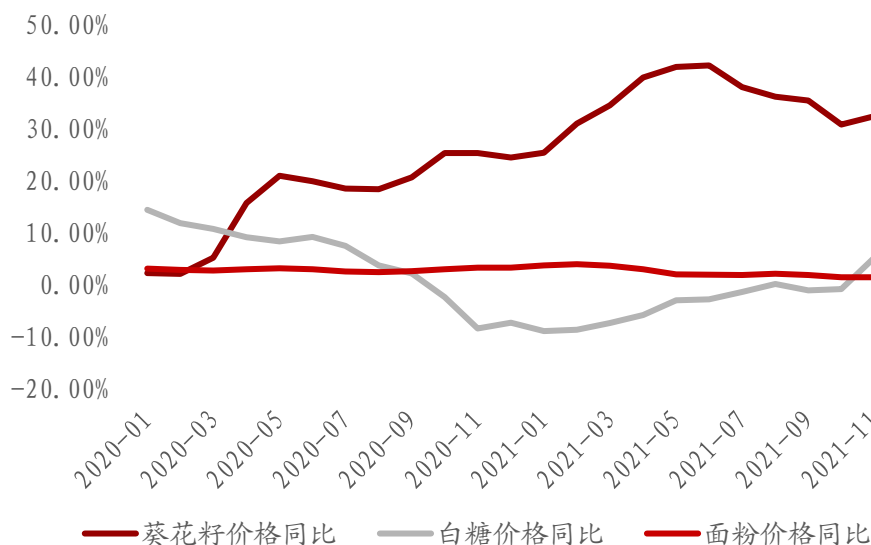


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

### 3.2 休闲零食行业: 葵花籽价格上涨, 洽洽果断提价

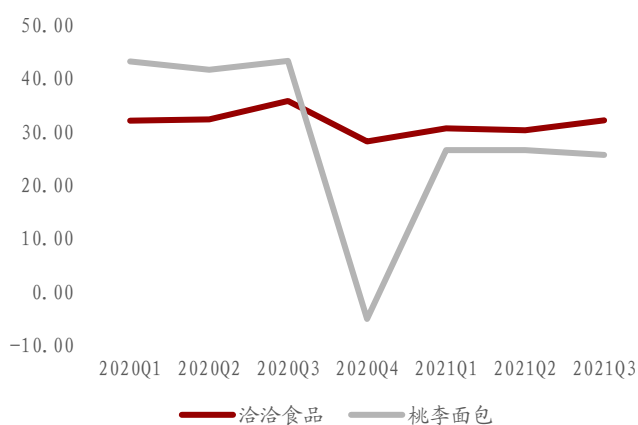
与上轮行情相比, 本次葵花籽价格上涨幅度更大。2020年4月起葵花籽价格开始高速增长, 月同比增速一直保持15%以上, 最高超过40%。白糖与面粉的价格保持平稳, 但由于执行新会计准则, 将原计入销售费用的产品配送服务费计入营业成本, 桃李面包2020年Q4毛利率大跌。2020-2021年, 洽洽食品与桃李面包净利润同比增速整体下滑, 桃李面包2021年起同比增速跌至负值, 主要原因是产品营收不佳以及上年同期高基数影响。原料成本持续高压下洽洽食品反应迅速、积极应对, 2021年10月宣布对瓜子系列产品提价8%-18%, 价格上调幅度较2018年更高。桃李面包也于2021年11月起选择分区域、分批次对旗下产品逐步提价。

图表36: 休闲零食行业部分原材料近期价格同比走势



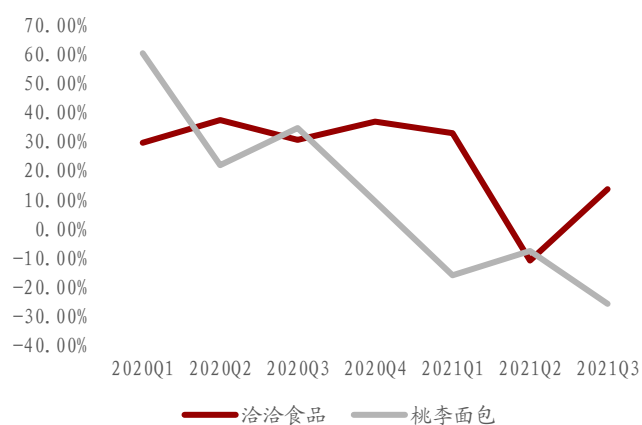
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表37: 2020-2021年休闲零食部分企业毛利率 (%)



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表38: 2020-2021年休闲零食部分企业净利润同比 (%)



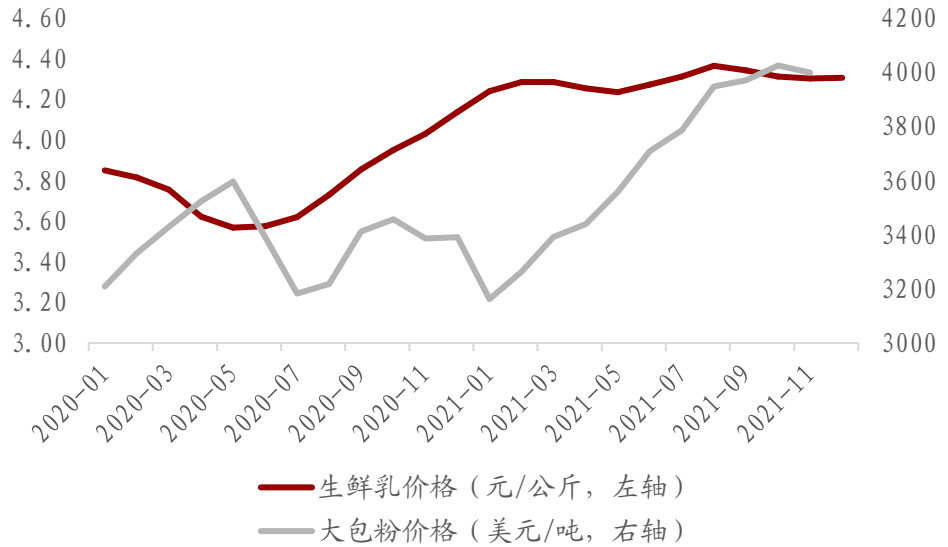
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

### 3.3 乳制品行业: 原料价格近期持续上涨, 提升幅度更大

2020年起, 乳制品原料国内生鲜乳与进口大包粉的价格再次双双上涨, 上升趋势持续至今仍未结束。生鲜乳价格由2020年1月的3.85元/公斤上涨至2021年12月的4.31元/公斤, 上调幅度为11.84%; 大包粉进口价格2020年1月为3209美元/吨, 2021年11月拉升至3998美元/吨, 涨幅高达24.59%。本轮行情原材料价格涨幅与峰值均超过2016-2017年, 给下游奶企带来更大成本压力。伊利股份2021年Q1由于疫情后白奶需求旺盛叠加上年同期低基数, 毛利率与净利润同比双双提升, 2020年起毛利率整体趋势向下, 2021年前三季度净利润同比也有所回落。预计本轮行情乳制品企业产品涨价幅度将超过上轮, 在成本下降后有望持续巩固高位价格, 获得超额收益。

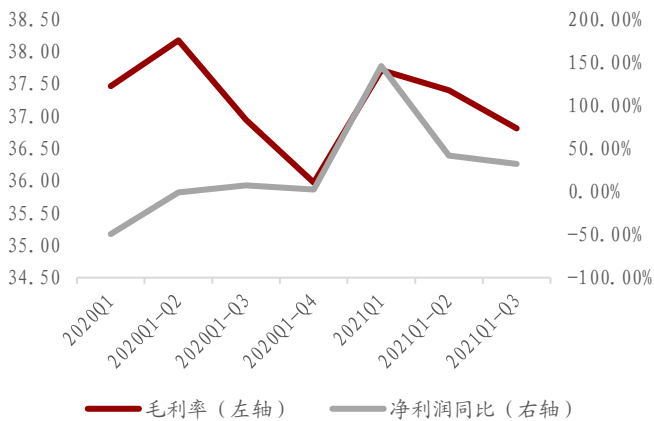


图表39: 乳制品行业主要原材料近期价格走势

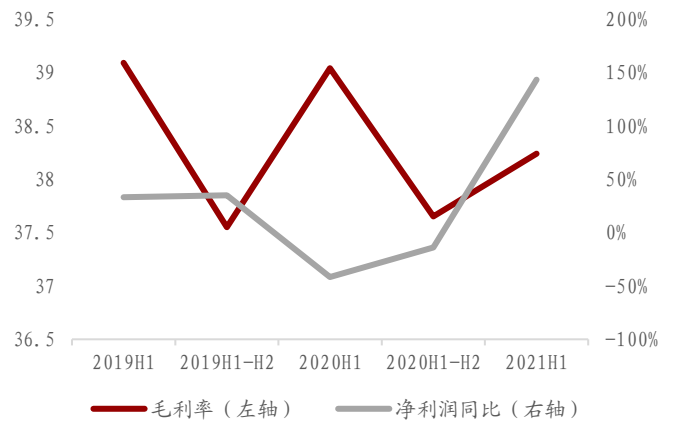


资料来源: 同花顺iFinD, 奶业经济观察, 万联证券研究所

图表40: 2020-2021年伊利股份毛利与净利润同比 (%)



图表41: 2019-2021年蒙牛乳业毛利与净利润同比 (%)



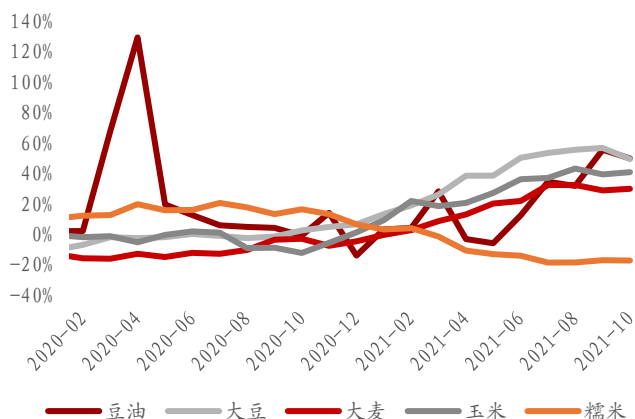
资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

### 3.4 总结: 本轮成本涨幅更大, 存在二次提价空间

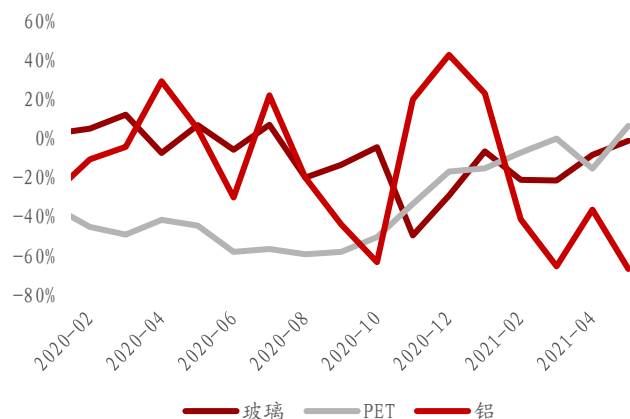
在2021年全国大宗商品价格一路上涨的背景下, 豆油、糖蜜、大豆、大麦等食品饮料原辅料价格均上涨, 所需的玻璃、PET等包装耗材价格都有大幅上涨, 给消费品制造企业带来了明显的成本压力。2021年调味品企业毛利率下降, 休闲零食企业净利润同比下行, 乳制品企业利润增速回落。为对冲原料成本抬升、提高盈利水平, 大众品企业2021年Q3起纷纷选择提价应对, 提价幅度3%-19%不等。一方面, 相较于产品普遍提价幅度, 本轮成本涨价幅度更大, 存在二次提价空间; 另一方面, 随着产品价格上涨逐渐传导至利润端, 大众品企业盈利表现有望持续改善。

图表42: 近期相关原材料价格同比变化情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表43: 近期相关包装耗材价格同比变化情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

## 4 投资建议与风险提示

### 4.1 投资建议

2021年年初起,伴随着原材料涨价的持续,上游成本压力逐步向中下游传导,挤占大众品行业的盈利空间,促使企业提价以应对高成本。比较必选品与可选品,必选品的需求刚性更强,相对更具有成本转嫁能力。相较于前几轮行情,本轮PPI-CPI剪刀差最高幅度达历史新高,成本高企带来下游制造业更强的提价动力。就2021年下半年大众品企业的提价幅度来看,较难覆盖日渐上涨的上游成本,存在二次提价的空间。目前PPI已处高位水平,今年大概率将回落,预计CPI仍将缓慢上行,PPI-CPI剪刀差有望逐步收敛,涨价由上游向下游逐渐传导。

从历史经验来看,具有品牌影响力及渠道优势的细分品类龙头提价后更容易走出长线行情,随着成本压力逐渐缓释,叠加产品提价向利润端传导,2022年中下游必选品龙头的盈利与股价表现值得期待。建议关注具有长期逻辑与竞争优势的乳制品、休闲零食、调味品龙头企业。

### 4.2 风险因素

消费恢复不及预期风险,疫情风险,食品安全风险。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场