

2022年05月04日

食品饮料

大众品 2021 年&22Q1 业绩总结：需求边际改善，静待利润拐点

■大众品 2021 年&22Q1 业绩总结：整体恢复，内部分化。2021 年食品饮料板块实现收入/净利润 8973/1574 亿元，同比+14.9%/13.7%。22Q1 实现收入/归母净利润 2670/603 亿元，同比+10.9%/20.3%。22Q1 净利率 22.64%，环比+8.0pct.，盈利能力环比恢复。分板块来看，调味品经过去库存及社区团购冲击减弱后需求回暖，成本上行致利润仍承压；速冻食品 C 端需求受疫情促进，B 端有所受损，整体营收稳步增长，利润短期仍承压；乳制品需求稳健，营收增速可观，原奶价格逐渐企稳，利润率有所提升；卤制品线下门店收到疫情影响较大，公司加大对加盟商的扶持，费用率提升致利润承压；肉制品受低猪价影响，营收、净利润均继续承压。

■调味品：成本上行致盈利端承压，提价+缩费+基数效应下改善可期。2021 年调味品板块营收稳健增长，利润率小幅下滑，酱醋行业收入增速相对平稳，复合调味品增长放缓，主因高基数+需求疲软+竞争加剧。成本端来看，2021 年原材料成本持续上涨，企业盈利能力普遍承压，目前酱醋类与复调成本均高位，榨菜成本确定性向下。22Q1 各企业收缩销售费用以应对，综合带来毛销差同比持平。在行业性承压的背景下，集中度略有提升，头部企业凭借优异的成本平滑、费用控制能力实现稳定经营，竞争壁垒进一步夯实。展望 2022 年，提价+缩费+基数效应下弹性可期。

■速冻食品：疫情促进 C 端需求，静待利润改善。2021 年餐饮弱复苏及疫情培育的居民消费习惯延续，推动速冻食品行业高增。展望 2022 年，疫情促进 C 端需求，餐饮端待疫情有效控制后有望迎来高增。盈利端，原材料成本上涨至毛利率承压，提价+结构升级+缩费有望持续缓解成本压力，下半年低基数下业绩弹性较大。

■乳制品：原奶价格企稳，板块利润率稳步提升。2021/22Q1 板块毛销差 11.83%/13.95%，同比-0.58/+0.36pct.。2021/22Q1 净利率 6.17%/8.5%，同比+0.68/+0.85pct.。在产品结构升级、奶价逐步企稳、竞争格局放缓上市公司收缩费用的背景下，板块盈利能力持续提升。展望全年，预计原奶价格保持稳定或有小幅回落，终端需求稳健，板块业绩有望稳中向好。

■卤制品：逆势开店，加大对加盟商的补贴力度。疫情反复线下门店受到的打击较大，公司选择与加盟店共进退，给予加盟商补贴和货折优惠致费用率大幅上升。逆境下主要卤制品品牌作为连锁店，抗风险能力更强，2021 年绝味食品和周黑鸭的开店目标都已完成，若疫情好转，门店营收恢复，预计公司将有很好的业绩弹性。

■肉制品：生猪价格低迷，屠宰业务营收承压。2021 年肉制品板块收入 1156/43 亿元，同比-10%/-46%。22Q1 收入/净利润 248/16 亿元，同比-24%/-17%，生猪价格低迷导致行业内 2021 全年毛利率下行，双汇发展屠宰业务营收承压，22Q1 肉制品吨利创新高，肉制品业务有望在低基数、低成本、新品推广下实现较快增长，屠宰业务利润有望逐季改善。

■投资策略：整体投资策略遵循两条主线：(1) 场景复苏逻辑，在疫情解除后的初期，约束条件放开是消费边际改善的重要驱动力，大众品受益于餐饮

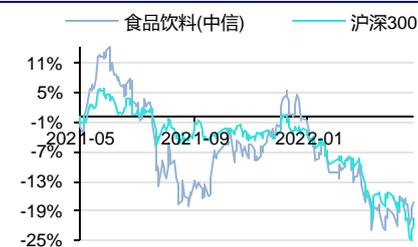
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

| 首选股票 | 目标价 | 评级 |
|--------|------|-------------|
| 002507 | 涪陵榨菜 | 45.00 买入-A |
| 603517 | 绝味食品 | 57.53 买入-A |
| 603345 | 安井食品 | 132.30 买入-A |
| 001215 | 千味央厨 | 58.45 买入-A |
| 603288 | 海天味业 | 106.43 买入-A |
| 600298 | 安琪酵母 | 46.80 增持-A |

行业表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|--------|
| 相对收益 | 7.96 | 5.09 | 2.17 |
| 绝对收益 | 1.88 | -6.91 | -19.44 |

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008
zhaogf1@essence.com.cn

赖雯

报告联系人

laiwen@essence.com.cn

相关报告

22Q1 基金持仓分析：食品饮料整体持仓回落，白酒持仓下降，食品持仓现分化 2022-04-25

周专题—基本面筑底，复苏有节奏——基于财富效应和消费场景框架对板块推演及投资建议 2022-04-18

周专题—在复苏主线中布局估值深度回调标的 2022-04-06

周专题—悲观情绪导致茅台批价快速调整，料近期或将企稳 2022-03-27

行业深度专题一：财富效应和消费场景交替影响板块基本面 2022-03-22

等场景恢复有确定性收入增长，同时进入 22Q2 大众品普遍基数走低释放利润弹性；（2）基于中长期寻找壁垒强化的龙头，在经历 2 年疫情后大众品发生明显分化，其中龙头公司凭借品牌和运营管理，强化公司护城河，建议以长期视角重点布局龙头。具体标的重点推荐涪陵榨菜、绝味食品、安井食品、千味央厨、海天味业、安琪酵母等，关注天味食品、日辰股份等。

■风险提示：疫情恢复不及预期；原材料成本波动超预期；食品安全。

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 大众品 2021 年&22Q1 业绩总结：整体恢复，内部分化..... | 5 |
| 2. 大众品细分子行业回顾与分析..... | 7 |
| 2.1. 调味品：成本上行致盈利端承压，提价+缩费+基数效应下改善可期..... | 7 |
| 2.1.1. 原材料价格上涨致毛利率持续承压..... | 7 |
| 2.1.2. 行业集中度小幅提升，头部企业竞争壁垒进一步夯实..... | 9 |
| 2.1.3. 展望 2022 年，提价+缩费+基数效应下弹性可期..... | 10 |
| 2.1.4. 核心标的分析..... | 11 |
| 2.2. 速冻食品：疫情促进 C 端需求，静待利润改善..... | 12 |
| 2.2.1. 后疫情时期速冻食品加快渗透..... | 12 |
| 2.2.2. 利润短期承压，静待改善..... | 13 |
| 2.2.3. 行业集中度进一步提高..... | 14 |
| 2.2.4. 核心标的分析..... | 15 |
| 2.3. 乳制品：原奶价格企稳，板块利润率稳步提升..... | 16 |
| 2.4. 卤制品：逆势开店，加大对加盟商的补贴力度..... | 17 |
| 2.5. 肉制品：生猪价格低迷，屠宰业务营收承压..... | 18 |
| 3. 投资策略..... | 19 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：2021 年食品饮料板块收入增速（%）..... | 5 |
| 图 2：22Q1 食品饮料板块收入增速（%）..... | 5 |
| 图 3：2021 年食品饮料板块归母净利润增速（%）..... | 5 |
| 图 4：22Q1 食品饮料板块归母净利润增速（%）..... | 5 |
| 图 5：SW 食品饮料净利率..... | 5 |
| 图 6：社会消费品零售总额..... | 5 |
| 图 7：大豆价格仍处于上行区间..... | 8 |
| 图 8：包材价格处于历史高位..... | 8 |
| 图 9：2022 年青菜头成本确定性向下..... | 8 |
| 图 10：油脂价格波动向上..... | 8 |
| 图 11：干辣椒价格逐月上行..... | 8 |
| 图 12：调味品板块毛利率走势（%）..... | 9 |
| 图 13：调味品板块费用率走势（%）..... | 9 |
| 图 14：2020 年调味品行业集中度（按销量）..... | 9 |
| 图 15：2021 年调味品行业集中度（按销量）..... | 9 |
| 图 16：调味品板块单季度收入及增速..... | 10 |
| 图 17：调味品板块单季度利润及增速..... | 10 |
| 图 18：2021 年餐饮弱复苏，限额以上餐企恢复更佳..... | 12 |
| 图 19：2021 年速冻食品餐饮渠道销量高增..... | 12 |
| 图 20：2021 年板块零售渠道受高基数影响，增速下滑..... | 13 |
| 图 21：疫情促进速冻食品消费习惯的培育..... | 13 |
| 图 22：油脂类原材料成本走势..... | 14 |
| 图 23：粉类原材料成本走势..... | 14 |
| 图 24：速冻食品板块单季度收入及增速..... | 14 |
| 图 25：速冻食品板块二、三季度利润基数较低..... | 14 |

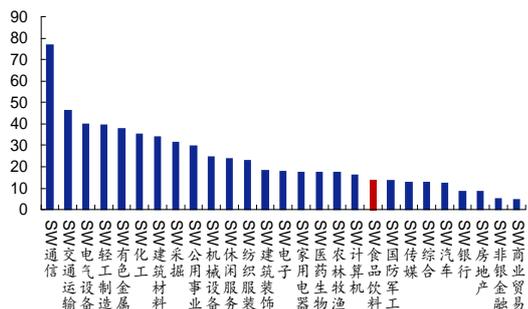
| | |
|---|----|
| 图 26: 速冻米面零售市场 CR5 小幅提升至 47% | 14 |
| 图 27: 速冻调理海鲜制品市场 CR5 逐年提升至 32.5%..... | 14 |
| 图 28: 原奶价格逐步企稳..... | 16 |
| 图 29: 乳制品板块累计毛销差..... | 16 |
| 图 30: 乳制品板块单季度收入及增速..... | 17 |
| 图 31: 乳制品板块单季度利润及增速..... | 17 |
| 图 32: 肉制品行业单季度收入及增速..... | 19 |
| 图 33: 肉制品行业单季度利润及增速..... | 19 |
| 图 34: 肉制品行业毛利率走势..... | 19 |
| 图 35: 肉制品行业费用率走势 (%) | 19 |
| | |
| 表 1: 食品饮料分板块单季收入及盈利增速 (%) | 6 |
| 表 2: 调味品板块 2021 年&2022Q1 业绩概览..... | 7 |
| 表 3: 调味品提价进展..... | 10 |
| 表 4: 部分调味品公司 2022 年目标..... | 10 |
| 表 5: 速冻食品板块 2021 年及 22Q1 业绩概览 (单位: 亿元, %) | 12 |
| 表 6: 速冻食品板块 2021 年及 22Q1 利润率概览 (单位: %) | 13 |
| 表 7: 乳制品板块 2021Q1 业绩概览..... | 16 |
| 表 8: 肉制品板块 2021 年&22Q1 业绩概览..... | 18 |

1. 大众品 2021 年&22Q1 业绩总结：整体恢复，内部分化

2021 年食品饮料板块实现收入 8973.42 亿元，归母净利润 1573.66 亿元，分别同比增长 14.9% 和 13.7%，收入增速居 28 个申万一级子行业第 19，利润增速居 28 个申万一级子行业第 8。

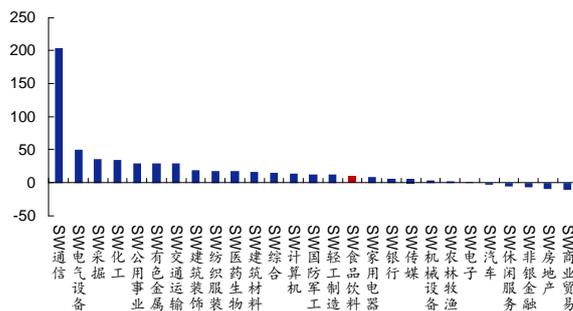
盈利能力环比恢复，22Q1 净利润增速大幅提升。22Q1 食品饮料板块实现收入 2670.33 亿元，归母净利润 603.41 亿元，分别同比增长 10.9% 和 20.3%，收入增速居 28 个申万一级子行业第 16，利润增速居 28 个申万一级子行业第 8。22Q1 净利率 22.64%，环比 21Q4 提升 8.00pct，板块盈利能力环比恢复。

图 1：2021 年食品饮料板块收入增速 (%)



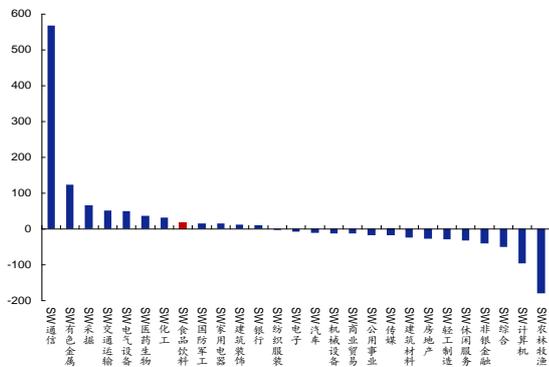
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：22Q1 食品饮料板块收入增速 (%)



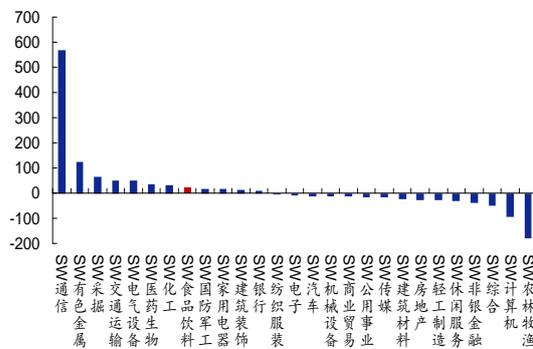
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：2021 年食品饮料板块归母净利润增速 (%)



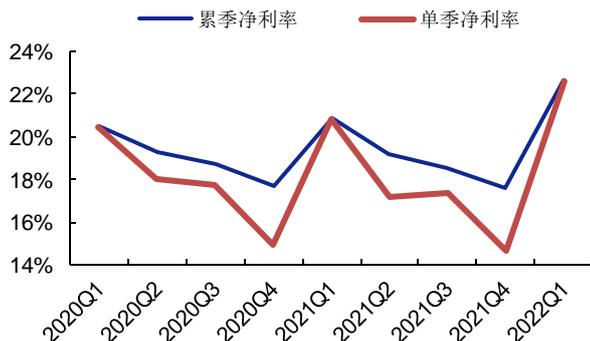
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：22Q1 食品饮料板块归母净利润增速 (%)



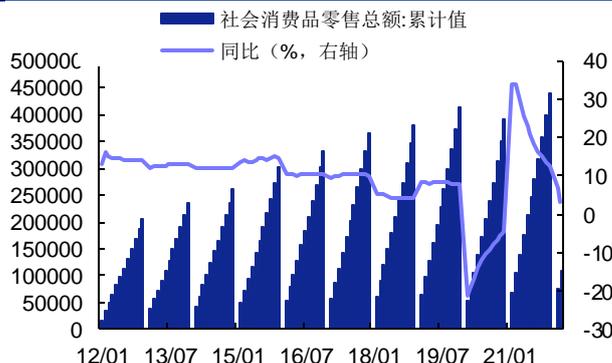
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：SW 食品饮料净利率



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：社会消费品零售总额



资料来源：Wind、安信证券研究中心

乳制品、调味品、速冻营收增速领先，饮料小食品和肉制品表现落后。乳制品主要受益于原奶价格企稳，龙头伊利、蒙牛等产品结构和渠道策略不断优化，促销收紧，带动营收和利润提升。速冻板块受益于疫情促进C端需求，营收实现稳步增长。调味品在2021年受社区团购冲击后逐步恢复，在21Q4提价带动下，营收实现较好增长。肉制品受低猪价影响，营收、净利润均继续承压。

表 1：食品饮料分板块单季收入及盈利增速 (%)

| | 调味品 | 乳制品 | 肉制品 | 饮料小食品 |
|----------------|---------|----------|---------|---------|
| 营收增速 | | | | |
| 2020Q1 | 7.95 | (10.54) | 37.87 | (4.39) |
| 2020Q2 | 22.71 | 18.12 | 30.91 | 5.23 |
| 2020Q3 | 12.49 | 11.38 | 16.12 | 2.93 |
| 2020Q4 | 19.31 | 10.64 | (0.99) | (9.20) |
| 2021Q1 | 26.53 | 33.69 | 3.78 | 12.10 |
| 2021Q2 | 2.79 | 9.09 | (12.13) | 1.64 |
| 2021Q3 | 8.10 | 9.16 | (16.46) | 7.63 |
| 2021Q4 | 21.47 | 11.35 | (15.47) | 13.44 |
| 2022Q1 | 10.18 | 12.48 | (24.34) | (0.74) |
| 归母净利润增速 | | | | |
| 2020Q1 | 8.14 | (58.43) | 21.52 | (14.82) |
| 2020Q2 | 32.16 | 56.61 | 54.05 | 172.67 |
| 2020Q3 | 23.45 | 29.82 | 46.97 | 37.00 |
| 2020Q4 | 20.31 | (116.86) | (2.21) | 1.87 |
| 2021Q1 | 22.53 | 188.96 | 1.46 | 39.31 |
| 2021Q2 | (16.74) | (1.92) | (31.63) | (53.27) |
| 2021Q3 | (15.50) | 17.33 | (66.24) | (5.76) |
| 2021Q4 | 35.90 | (655.99) | (87.87) | (16.97) |
| 2022Q1 | 12.70 | 25.21 | (16.71) | (25.08) |

资料来源：Wind、安信证券研究中心；注：由于速冻食品较多新上市公司，历史单季增速不可比，因此未在表格中列示

2. 大众品细分子行业回顾与分析

2.1. 调味品：成本上行致盈利端承压，提价+缩费+基数效应下改善可期

2021 年板块营收稳健增长，利润率小幅下滑。2021 年调味品板块收入 775.38 亿元，同比 +14.66%，归母净利润 125.75 亿元，同比 +6.30%。净利润率 16.22%，同比 -1.28pct。分板块来看，酱醋行业收入增速相对平稳，2021 年收入/净利润同比 +5.93%/+6.30%。复合调味品增长放缓，收入/净利润同比 -1.48%/-31.37%，主因高基数+需求疲软+竞争加剧。

22Q1 成本端持续承压，净利率环比恢复。22Q1 调味品板块收入/归母净利润分别为 220.43/39.53 亿元，同比 +10.18%/+12.70%。净利润率 17.93%，同比 +0.40pct，环比 +1.71pct。其中酱醋板块收入同比 +2.02%，复合调味品同比 +8.92%。利润端，酱醋类因原材料价格成本承压，净利润同比 -7.41%，复合调味品净利润同比 -10.17%。

表 2：调味品板块 2021 年&2022Q1 业绩概览

| 证券简称 | 2021 年 | | | | 2021Q4 | | | | 2022Q1 | | | |
|--------|-----------|---------|------------|----------|-----------|---------|------------|----------|-----------|---------|------------|----------|
| | 营业收入 (亿元) | YoY (%) | 归母净利润 (亿元) | YoY (%) | 营业收入 (亿元) | YoY (%) | 归母净利润 (亿元) | YoY (%) | 营业收入 (亿元) | YoY (%) | 归母净利润 (亿元) | YoY (%) |
| 海天味业 | 250.04 | 9.71 | 66.71 | 4.18 | 70.10 | 22.85 | 19.63 | 7.19 | 72.10 | 0.72 | 18.29 | (6.36) |
| 中炬高新 | 51.16 | (0.15) | 7.42 | (16.63) | 17.04 | 29.70 | 3.75 | 68.93 | 13.47 | (12.70) | 1.58 | (9.46) |
| 恒顺醋业 | 18.93 | (6.01) | 1.19 | (62.22) | 5.34 | (6.01) | (0.16) | (118.70) | 5.72 | (34.23) | 0.77 | (2.07) |
| 加加食品 | 17.55 | (15.34) | (0.80) | (145.48) | 5.59 | 13.00 | (0.82) | (322.77) | 5.15 | (16.09) | 0.01 | (97.79) |
| 千禾味业 | 19.25 | 13.70 | 2.21 | 7.58 | 5.70 | 20.95 | 0.89 | (594.17) | 4.82 | 11.08 | 0.55 | 38.47 |
| 涪陵榨菜 | 25.19 | 10.82 | 7.42 | (4.52) | 5.63 | 18.74 | 2.38 | 45.75 | 6.89 | 1.30 | 2.14 | 5.39 |
| 安琪酵母 | 106.75 | 19.50 | 13.09 | (4.59) | 30.81 | 22.91 | 2.91 | (19.06) | 30.32 | 13.22 | 3.13 | (29.30) |
| 梅花生物 | 228.37 | 33.94 | 23.51 | 139.40 | 65.52 | 31.74 | 10.24 | 528.42 | 67.12 | 33.49 | 11.59 | 183.71 |
| *ST 莲花 | 18.15 | 9.69 | 0.44 | (40.28) | 4.85 | 9.06 | 0.08 | (65.11) | 4.17 | 12.14 | 0.15 | 32.80 |
| 佳隆股份 | 2.80 | 14.99 | 0.27 | 174.04 | 0.69 | (24.98) | 0.08 | (43.95) | 0.55 | (15.30) | (0.02) | (171.04) |
| 安记食品 | 5.49 | 30.58 | 0.45 | (14.06) | 1.49 | 11.20 | 0.10 | (29.71) | 1.09 | 34.15 | 0.03 | (78.52) |
| 天味食品 | 20.26 | (14.34) | 1.85 | (49.32) | 6.28 | (25.22) | 1.04 | 136.78 | 6.29 | (37.12) | 1.00 | 25.27 |
| 日辰股份 | 3.39 | 28.57 | 0.81 | 0.05 | 0.98 | 24.25 | 0.25 | 13.50 | 0.75 | 23.03 | 0.14 | (7.51) |
| 仲景食品 | 8.06 | 10.95 | 1.19 | (7.33) | 1.99 | 11.15 | 0.12 | (45.39) | 1.99 | 8.31 | 0.17 | (58.46) |

资料来源：Wind、安信证券研究中心；注：灰色底色为安信覆盖

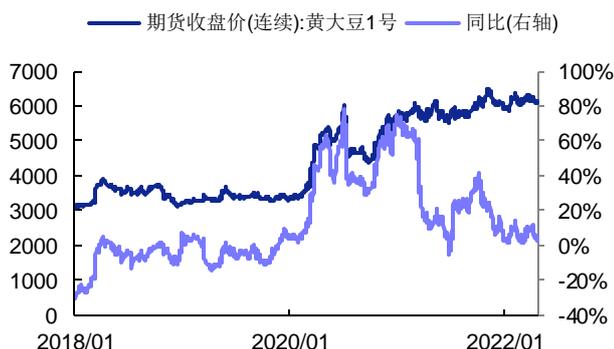
2.1.1. 原材料价格上涨致毛利率持续承压

原材料价格上涨致毛利率持续承压。2021/22Q1 调味品板块毛利率分别为 30.30%/31.84%，同比 -2.95pct/-0.82pct，主要受原材料如大豆、豆粕、油脂、包材等价格上涨的影响，盈利能力出现下滑，但 22Q1 环比 21Q4 增长 1.57pct，在提价逐步落地已有环比改善趋势。

分品类看，酱醋类与复调成本均处于高位，榨菜成本确定性向下：

1) 酱醋类：2022 年 4 月 29 日非转基因大豆的主要标的黄大豆 1 号价格为 6150 元/吨，同比 +5.1%，常州华润聚酯 PET 瓶片出厂价为 8500 元/吨，同比 +24.1%，均处于上行区间内。从未来走势来看，俄乌战争及疫情影响造成的粮食安全担忧情绪边际减弱，国际进出口大豆贸易趋于平稳，同时我国逐渐出台应对政策，中储粮收购与投放并行，有效调节市场，因此全国大豆价格开始逐步平稳运行，步入下行区间的时点仍需根据国内产量及国际进出口量持续跟踪，因此我们预计酱醋类利润弹性缓慢释放。

图 7：大豆价格仍处于上行区间



资料来源：Wind、安信证券研究中心

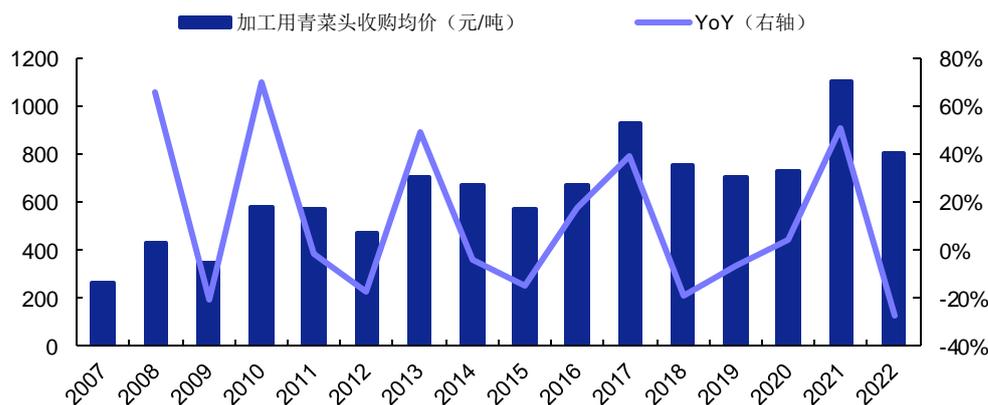
图 8：包材价格处于历史高位



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2) 榨菜：涪陵榨菜今年的青菜头采购价约 800 元/吨，同比下降近 40%，成本确定性下降，2022 年 Q2 起利润弹性逐季加大。

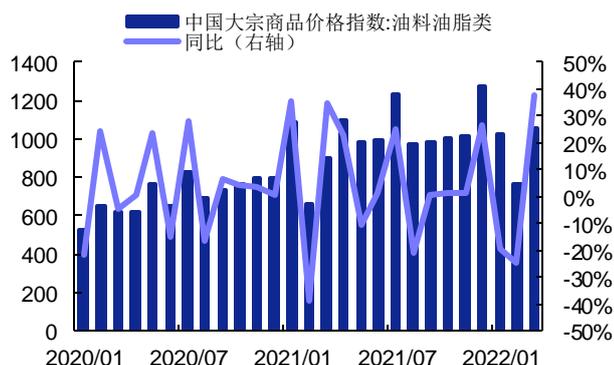
图 9：2022 年青菜头成本确定性向下



资料来源：公司公告、重庆市涪陵区人民政府、安信证券研究中心

3) 复合调味品：天味、颐海的主要原材料包括油脂、辣椒、花椒等，目前油脂与干辣椒价格仍处于波动向上区间，成本压力较大。

图 10：油脂价格波动向上



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 11：干辣椒价格逐月上行

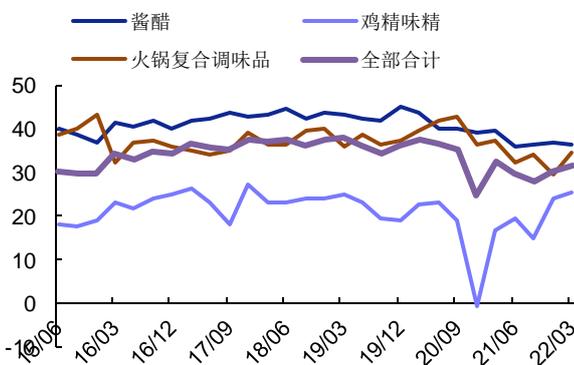


资料来源：Wind、安信证券研究中心

销售费用方面，2021/22Q1 调味品板块销售费用率 6.40%/5.91%，同比-0.41pct/-0.82pct；其中酱醋板块分别同比+0.18pct/-0.51pct，主要系千禾、恒顺等 2021 年投入较多销售费用进行品牌推广与渠道拓展。复合调味品分别同比-0.45pct/-0.49pct，主因复调公司于 2020 年投入较多费用进行品牌建设、区域扩张，造成 2020 年销售费用率高基数（2020 年复调销售费用率 15.99%），2021 年各公司费投效率逐步提升。

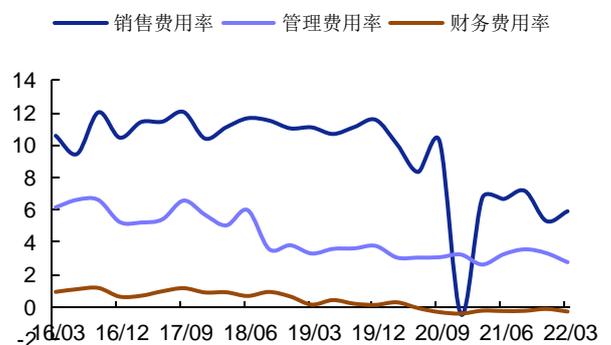
毛销差方面，为了剔除会计政策调整影响，从毛销差角度来看，2021/22Q1 板块毛销差分别同比-2.55pct/持平。主因 2021 年以来原材料成本持续上涨，导致行业内企业盈利能力普遍承压，同时多家企业在销售费用方面加大投入以打开市场。22Q1 在成本继续上涨下，各企业有意收缩销售费用以应对成本上涨，综合带来毛销差同比持平。

图 12: 调味品板块毛利率走势 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 13: 调味品板块费用率走势 (%)

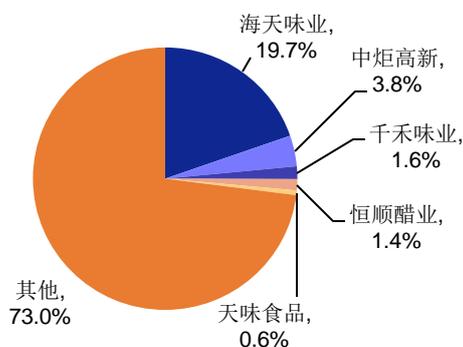


资料来源: Wind、安信证券研究中心; 注: 销售费用率在 2021 年下降有会计准则调整的影响

2.1.2. 行业集中度小幅提升，头部企业竞争壁垒进一步夯实

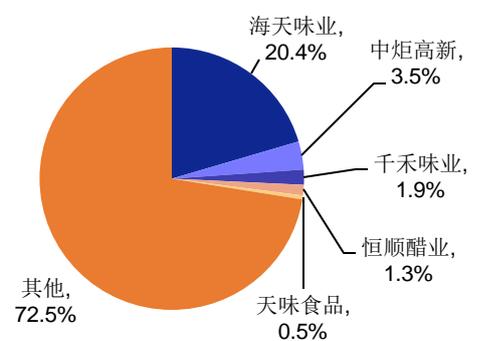
从行业集中度角度来看，在社区团购、需求疲软的行业性冲击下，海天和千禾的市占率略有提升，中炬、恒顺和天味的市占率出现小幅下滑，但行业集中度出现上升。说明在行业性承压的背景下，头部企业凭借优异的成本平滑、费用控制能力实现稳定经营，10 月之前基本未有行业性提价动作，一定程度上有利于中小企业出清，头部企业竞争壁垒进一步夯实。

图 14: 2020 年调味品行业集中度 (按销量)



资料来源: 公司公告、中国调味品协会、安信证券研究中心

图 15: 2021 年调味品行业集中度 (按销量)



资料来源: 公司公告、中国调味品协会、安信证券研究中心; 注: 假设行业产量增速略低于头部企业平均增速, 按 5% 计算

2.1.3. 展望 2022 年，提价+缩费+基数效应下弹性可期

提价落地部分缓解成本端压力。展望 2022 年，虽然原材料成本价格仍大部分处于高位，但随着国际形势趋于稳定、国内原材料新产季投产，原材料成本价格或有平稳趋势。同时 2021 年 10 月起的行业性提价动作已逐步推进，根据渠道调研，海天、涪陵榨菜已基本完成，中炬预计 5 月完成落地，恒顺仍在推进中，我们预计随着提价逐步落地，原材料成本上涨有望部分平滑，减少成本端压力。

表 3：调味品提价进展

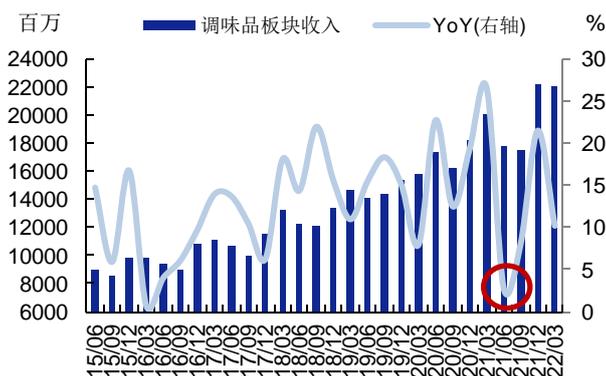
| 公司 | 公告时间 | 提价时间 | 提价内容 | 提价进展 |
|------|------------|------------|---------------------------------|---|
| 海天味业 | 2021/10/12 | 2021/10/25 | 对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价提高 3%-7% | 流通、KA 渠道终端价已提升，部分终端仍有促销，整体提价已基本落地 |
| 恒顺醋业 | 2021/11/3 | 2021/11/20 | 对部分产品提价 5-15% | 仍在推进中 |
| 涪陵榨菜 | 2021/11/14 | 2021/11/12 | 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 | 公司线上授权店、旗舰店已顺利提价，流通渠道已于 1 月完成传导，KA 渠道也在 3 月顺利实现提价，整体提价已基本落地 |
| 千禾味业 | 2021/11/17 | 2021/11/18 | 对部分产品出厂价进行调整 | 省内提价已基本落地 |
| 中炬高新 | 2021/11/27 | | 提价品类超过全部产品的 70%，平均提价幅度 3-10% | 春节后开始实施提价，预计 5 月完成 |

资料来源：公司公告、渠道及草根调研、安信证券研究中心

费用收缩预期下业绩弹性加大。2021 年部分调味品企业有较大销售费用支出，如千禾味业投入 0.98 亿元赞助《新相亲大会》，2021 年公司广告宣传费用同比+123%至 2.3 亿元；涪陵榨菜投入 2.4 亿元品牌宣传费，销售费用率同比+6.28pct；天味食品投入 0.85 亿元广告费用用于明星代言和节目赞助等。展望 2022 年，行业成本端承压下，各公司均注重费投效率，平滑成本波动影响，因此费用收缩预期下，业绩弹性有望加大。

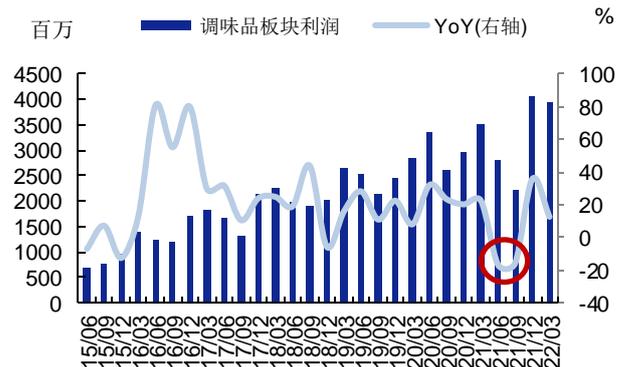
基数效应下弹性可期。由于社区团购+高库存+需求疲软的影响，21Q2 出现行业性低基数，因此在基数效应下我们预计 22Q2 以来行业有望恢复较快增速。

图 16：调味品板块单季度收入及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 17：调味品板块单季度利润及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

从公司公告披露的 2022 年增长目标来看，整体比较稳健，预计全行业有望实现稳中求进。

表 4：部分调味品公司 2022 年目标

| 公司 | 2022 年目标 |
|------|---|
| 海天味业 | 营收目标为 280 亿元，同比+12.0%，利润目标为 74.7 亿元，同比+12.2% |
| 千禾味业 | 2022 年公司计划营收/归母净利润/归母经常性净利润同比+18.5%/9.34%/6.95% |
| 天味食品 | 2022 年公司计划营业收入目标同比增长不低于 15%，净利润增长不低于 30% |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.1.4. 核心标的分析

海天味业: 2021 年海天在行业调整期逆势实现增长, 作为龙头在渠道、品牌、产品、成本控制、费用平滑等方面的核心壁垒进一步体现。22Q1 在成本上行压力下归母净利润小幅下滑, 后续公司有望通过销售端的规模效应、对渠道良好的管控能力, 恢复稳健增长。

中炬高新: 中炬单 Q4 调味品业务表现优于全年, 去库存情况较为顺利, 且社区团购影响逐步消弭, 整体呈现环比改善趋势。展望全年, 公司持续推进营销变革, 设立销售督导部, 新成立 4 个一级营销大区和 38 个办事处, 通过考核制度给予营销人员正向激励。但考虑到疫情影响仍未减弱、成本高位仍未缓解, 我们预计公司收入端中个位数增长, 利润端或承压。

千禾味业: 2021 年酱油/醋吨价同比-13.85%/-3.07%, 主要系疫情影响消费力下降及产品结构调整导致产品占比提升, 利润端亦因成本上行承压, 2021 年/22Q1 毛利率分别同比-3.47pct/-8.37pct。根据公司公告, 2022 年公司计划营收/归母净利润/归母经常性净利润同比+18.5%/9.34%/6.95%, 我们认为营收增长主要依赖零添加产品持续放量+流通渠道、新增区域的市场拓展, 利润增速低于收入主因全年原材料走向尚不清晰, 且费投或加大。考虑到全年目标较为保守, 我们认为千禾在渠道扩展叠加区域开拓下有望顺利完成目标。

恒顺醋业: 2021 年公司积极进行营销变革, 11 月聘任新任营销总监大力推进市场化改革, 九大战区持续深化, 促进 21Q4 实现全年单季度最好业绩。根据年报, 2022 年公司计划调味品营收超 10% 增长, 扣非净利润实现 5% 增长以上。我们认为虽然 22Q2 受疫情影响或仍将承压, 但全年目标较为保守, 营销改革红利释放下有望顺利完成。

涪陵榨菜: 2021 年毛利率同比-2.29pct (还原运费后), 主因原材料青菜头及榨菜半成品受市场供需影响, 全年价格同比+80%/42%。22Q1 受提价影响, 1-2 月销量略有下降, 叠加 3 月疫情受益, 整体营收略降。展望 2022 年, 低价青菜头有望 5 月投入生产, 提价+成本压力放缓+销售费用率边际缩减, 利润弹性可期。

天味食品: 2021 年业绩承压主因高基数+行业竞争加剧+持续去库存。21Q4 以来, 公司渠道库存一直处于良性水平, 重新轻装上阵, 行业竞争格局边际改善, 费用投放减少, 22Q1 成绩亮眼。展望 2022 年, 经过 2021 年优化组织架构、薪酬体系等管理变革后, 公司内部机制理顺, 将继续完善产品矩阵, 加速渠道下沉, 建设智能生产车间等, 不断提升综合竞争力, 业绩有望稳步向好。

2.2. 速冻食品：疫情促进 C 端需求，静待利润改善

速冻食品板块维持高景气，成本上涨致利润承压。2021 年速冻食品板块收入 210.71 亿元，同比+22%，22Q1 收入 58.45 亿元，同比+11.4%，一季度增速放缓主因 21Q1 疫情得到控制后餐饮业恢复良好，春节旺季节需求旺盛造成高基数。利润方面，2021 年速冻食品板块归母净利润 18.27 亿元，同比+1.2%，22Q1 归母净利润 5.7 亿元，同比+20.9%。2021 年利润增速显著低于收入增速主要系高基数以及部分原材料成本涨幅大，22Q1 板块盈利有所改善主因较多公司在 2021 年底对部分产品进行提价及灵活调整促销力度等以应对成本压力。

表 5：速冻食品板块 2021 年及 22Q1 业绩概览（单位：亿元，%）

| 证券简称 | 2021Q4 | | | | 2021A | | | | 2022Q1 | | | |
|------|--------|------|-------|-------|--------|------|-------|-------|--------|------|-------|-------|
| | 营业收入 | YOY | 归母净利润 | YOY | 营业收入 | YOY | 归母净利润 | YOY | 营业收入 | YOY | 归母净利润 | YOY |
| 安井食品 | 31.76 | 28.1 | 1.88 | -16.1 | 92.72 | 33.1 | 6.82 | 13.0 | 23.39 | 24.2 | 2.04 | 17.7 |
| 三全食品 | 18.64 | 8.2 | 2.55 | 29.4 | 69.43 | 0.3 | 6.41 | -16.5 | 23.43 | 0.5 | 2.61 | 48.4 |
| 立高食品 | 8.56 | 40.4 | 0.86 | 16.6 | 28.17 | 55.7 | 2.83 | 22.0 | 6.30 | 8.8 | 0.40 | -45.3 |
| 千味央厨 | 3.86 | 14.9 | 0.32 | 14.6 | 12.74 | 34.9 | 0.88 | 15.5 | 3.48 | 20.2 | 0.29 | 44.8 |
| 味知香 | 1.94 | 20.3 | 0.30 | -2.9 | 7.65 | 22.8 | 1.33 | 6.1 | 1.86 | 14.2 | 0.36 | 21.9 |
| 合计 | 64.75 | 22.0 | 5.91 | 6.7 | 210.71 | 22.0 | 18.27 | 1.2 | 58.45 | 11.4 | 5.70 | 20.9 |

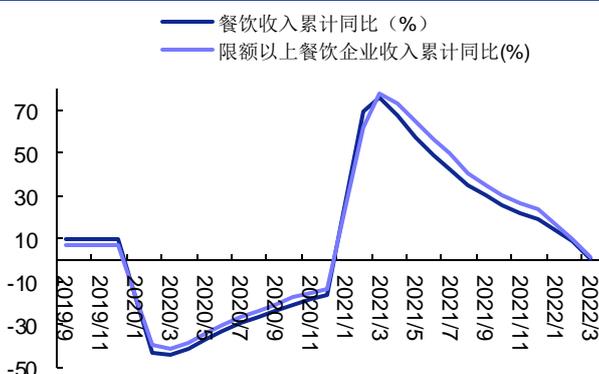
资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.2.1. 后疫情时期速冻食品加快渗透

2021 年餐饮弱复苏及疫情培育的居民消费习惯延续，推动速冻食品行业保持较高增速。根据国家统计局数据，2021 年餐饮业收入 4.69 亿元，同比+18.6%，相比 2019 年增长了 0.4%，已恢复至疫情前水平，其中，规模以上餐饮业收入 1.04 亿元，同比+23.5%，相比 2019 年增长了 10.5%。餐饮弱复苏带动速冻食品餐饮渠道需求回暖，欧睿数据显示，2021 年速冻米面和速冻调理海鲜（火锅料）餐饮渠道销量分别同比增长 34.8%和 26.3%，相比 2019 年也有 31.6%和 25%的增长。

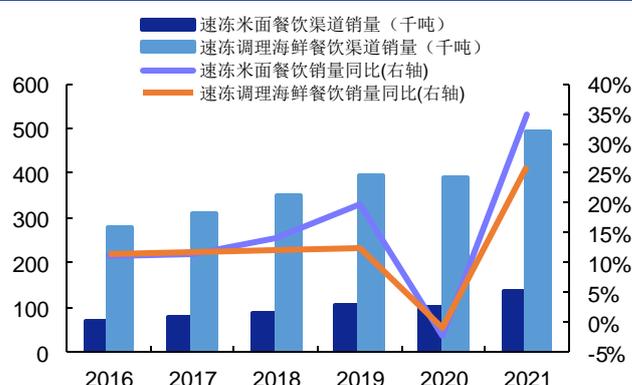
零售渠道方面，速冻食品在后疫情阶段仍保持加快渗透，根据凯度消费者指数，疫情初爆发期间有 26%的购买者在过去一年未曾买过速冻食品，且这些新买家中有一部分产生复购行为，虽然在疫情后速冻食品零售市场增速有所放缓，但仍然处于较高位。欧睿数据显示，2021 年速冻米面和速冻调理海鲜零售额分别为 279 亿、133 亿，分别同比-2.2%、-3.2%，若剔除高基数影响，与 2019 年相比分别增长 8.9%、10.5%。

图 18：2021 年餐饮弱复苏，限额以上餐企恢复更佳



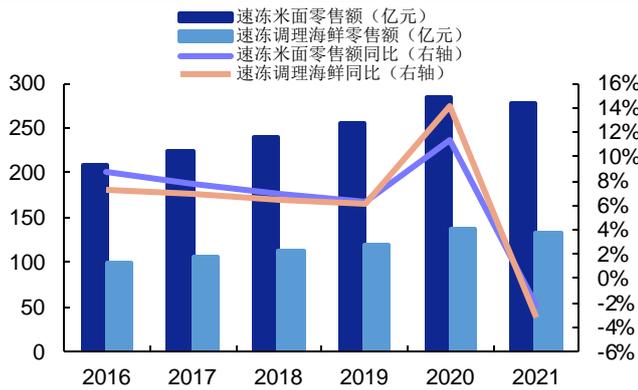
资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 19：2021 年速冻食品餐饮渠道销量高增



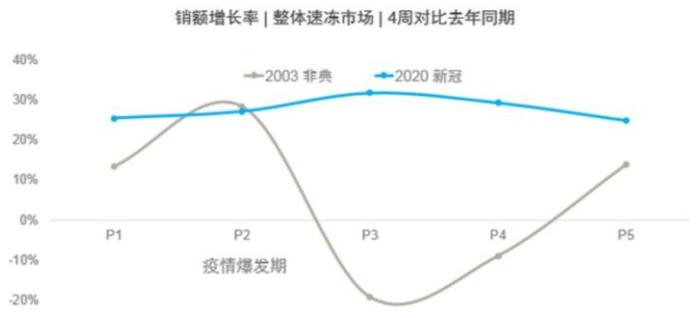
资料来源：欧睿、安信证券研究中心

图 20: 2021 年板块零售渠道受高基数影响, 增速下滑



资料来源: 欧睿、安信证券研究中心

图 21: 疫情促进速冻食品消费习惯的培育



资料来源: 凯度消费者指数、安信证券研究中心 (注: P1 为截至 2020 年 1 月 24 日的四周与去年同期对比, 其后各期顺序向后滚动四周。)

展望 2022 年, 疫情促进 C 端需求, 餐饮端待疫情有效控制后有望迎来高增。2022 年以来, 全国多地出现疫情, 餐饮业整体受损, 22Q1 餐饮业收入 1.07 万亿元, 同比+0.54%, 进而影响了速冻食品餐饮渠道的销售, 但疫情促进了 C 端需求尤其是米面类制品, 使得板块 22Q1 实现收入 58.45 亿元, 在高基数情况下同比增长 11.4%。随着疫情逐渐得到控制, 防疫政策科学化, 餐饮业逐渐复苏, 家庭消费回归理性但消费习惯有所延续, 板块增速有望恢复, 渗透率进一步提升。

2.2.2. 利润短期承压, 静待改善

原材料成本上涨至毛利率承压, 提价+缩费持续改善盈利能力。2021 年板块毛利率/销售费用率/净利率分别为 23.9%/9.7%/8.1%, 同比-4.7/-1.7/-2.4pct., 利润率下滑主因油脂类、粉类、包材等主要原材料价格大幅上涨, 如棕榈油 2021 年末末平均价达到 9702 元/吨, 同比+52.4%。22Q1 板块毛利率/销售费用率/净利率分别为 26.5%/11.1%/9.3%, 同比-1.9/-1.9/+0.3pct., 板块盈利能力有所改善, 主要系 2021 年底行业性提价+缩减促销费用有效缓解成本压力。

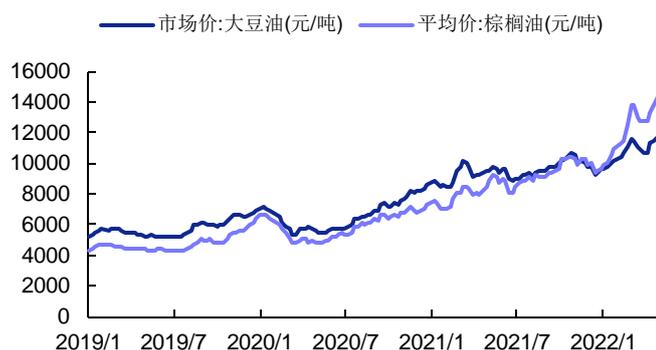
展望 2022 年, 结构升级+提价效应有望持续缓解成本压力, 低基数下业绩有弹性。2021 年初原材料价格开始大幅上涨, 致 21Q2、Q3 板块利润率下滑较多, 21Q4 行业性提价有效缓解了部分成本压力, 21Q1 板块利润率已有所改善, 在低基数效应下, 板块盈利能力有望逐季恢复, 更大的弹性释放还需待原材料成本价格出现拐点。

表 6: 速冻食品板块 2021 年及 22Q1 利润率概览 (单位: %)

| 证券简称 | 2021Q4 | | | | 2021A | | | | 2022Q1 | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | 毛销差 | YOY | 净利率 | YOY | 毛销差 | YOY | 净利率 | YOY | 毛销差 | YOY | 净利率 | YOY |
| 安井食品 | 13.11 | -3.81 | 5.94 | -3.13 | 12.97 | -3.47 | 7.41 | -1.26 | 13.89 | -1.60 | 8.96 | -0.26 |
| 三全食品 | 19.71 | 0.74 | 13.70 | 2.24 | 14.19 | -1.25 | 9.22 | -1.87 | 16.63 | 4.21 | 11.14 | 3.60 |
| 立高食品 | 22.44 | -1.05 | 10.00 | -2.05 | 21.96 | -2.31 | 10.05 | -2.78 | 20.09 | -3.26 | 6.36 | -6.29 |
| 千味央厨 | 20.48 | 1.12 | 8.26 | -0.02 | 19.03 | 0.60 | 6.85 | -1.26 | 19.36 | 0.33 | 8.10 | 1.35 |
| 味知香 | 19.74 | -3.80 | 15.48 | -3.71 | 20.38 | -3.85 | 17.35 | -2.74 | 20.71 | -2.03 | 19.17 | 1.69 |

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 22: 油脂类原材料成本走势



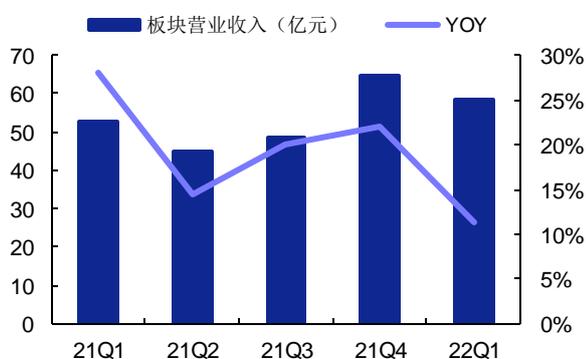
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 23: 粉类原材料成本走势



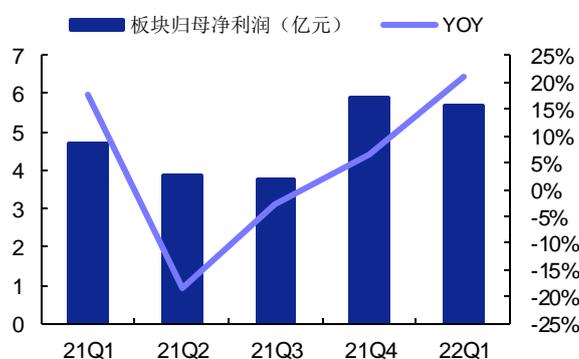
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 24: 速冻食品板块单季度收入及增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 25: 速冻食品板块二、三季度利润基数较低

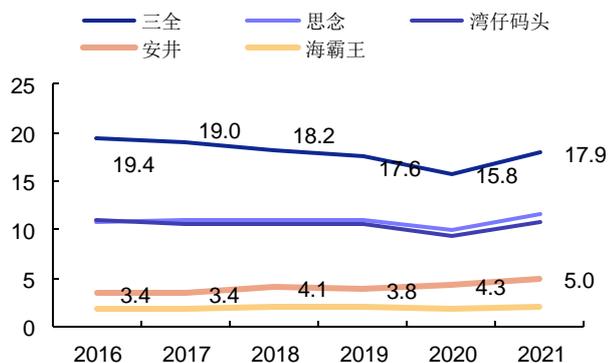


资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.2.3. 行业集中度进一步提高

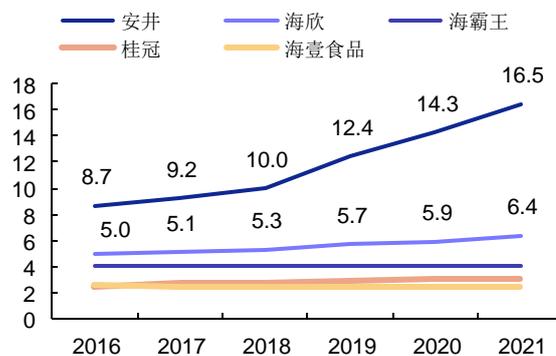
疫情反复影响板块需求, 原材料成本上涨, 叠加消费升级, 淘汰了部分落后产能, 行业集中度稳步提升。根据欧睿数据, 2021 年速冻米面行业零售渠道 CR5 为 47.1%, 同比+5.9pct., 分别为三全 (17.9%, +2.1 pct.) 思念 (11.5%, +1.6 pct.) 湾仔码头 (10.7%, +1.3pct.) 安井 (5%, +0.7pct.) 海霸王 (2%, +0.2pct.)。2021 年速冻调理海鲜制品行业零售渠道 CR5 为 32.5%, 同比+2.8pct., 分别为安井 (16.5%, +2.2pct.) 海欣 (6.4%, +0.5pct.) 海霸王 (4.1%) 桂冠 (3.1%, +0.1pct.) 海壹食品 (2.4%)。

图 26: 速冻米面零售市场 CR5 小幅提升至 47%



资料来源: 欧睿、安信证券研究中心

图 27: 速冻调理海鲜制品市场 CR5 逐年提升至 32.5%



资料来源: 欧睿、安信证券研究中心

2.2.4. 核心标的分析

安井食品：疫情促进速冻米面需求，火锅料在高基数+餐饮受损的情况下增速放缓，长期来看，传统业务景气依旧，预制菜表现亮眼，带动整体收入保持高增。公司 22Q1 合同负债 6.43 亿元，同比/环比+26.2%/+144.5%，体现出经销商补货意愿较强烈。利润方面，2021 年/22Q1 毛利率为 22.1%/24.2%，同比-3.6/-2.3pct；2021/22Q1 净利率为 7.4%/8.7%，同比-1.3/-0.5pct，主要系部分原材料成本和运费上涨以及菜肴制品收入占比提升。展望未来，随着疫情得到进一步控制，物流与餐饮加快恢复，原材料成本回落，菜肴制品自产率提升，规模效应进一步强化，公司业绩有望保持高增。

三全食品：公司持续优化产品与渠道结构，淘汰低毛利老品，积极推出高毛利新品，收缩直营商超渠道，餐饮市场开拓卓有成效。2021/22Q1 毛利率 27.2%/31%，同比-2.7/+2.4pct，2021 年销售/管理费用率分别为 13%/2.8%，同比-1.4/-0.5pct，22Q1 销售/管理费用率分别为 14.4%/2.2%，同比-1.8/-0.2pct，经营效率不断提升。2021/22Q1 净利率 9.2%/11.1%，同比-1.9/+3.6pct，变革红利逐渐释放，盈利水平迈上新台阶。

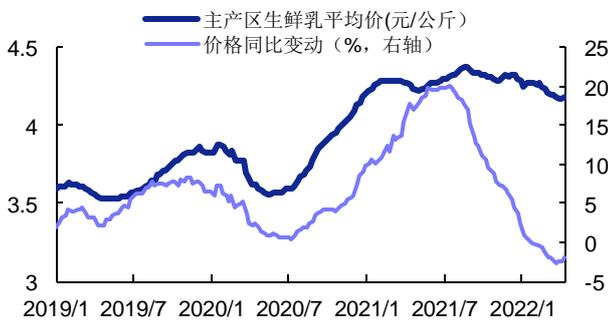
千味央厨：公司大单品油条产品线保持高增，新品蒸煎饺产品线 2021 年快速成长，有望成为下一个大单品。另外，公司拟设立子公司“河南御知菜”，重点围绕预制菜进行研发、生产、推广和销售。渠道方面，直营大客户门店加快恢复以及新品供应增加，同时，新开拓客户数量大幅增长，对大经销商的培育和扶持效果也初步显现。2021 年毛利率/净利率为 22.36%/6.94%，分别+0.65/-1.17pct，原材料锁价+产品结构优化+规模效应强化使毛利率稳中有升，净利率下滑主要系政府补助减少。22Q1 毛利率/净利率为 22.56%/8.24%，同比+0.41/+1.4pct，盈利能力持续改善。22Q1 多地疫情反复，公司仍实现较高速增长，体现出较高的抗风险能力及大客户的稳定性，随着物流、餐饮逐渐恢复，新开发客户与蒸煎饺、烘焙类新品放量，油炸类加速渗透，有望保持高增。

2.3. 乳制品：原奶价格企稳，板块利润率稳步提升

2021 年乳制品上市公司合计实现收入 1687.57 亿元，同比增长 15.59%，归母净利润 104.08 亿元，同比增长 29.8%，2021Q1 收入/归母净利润分别同比增 13.02%/25.62%。

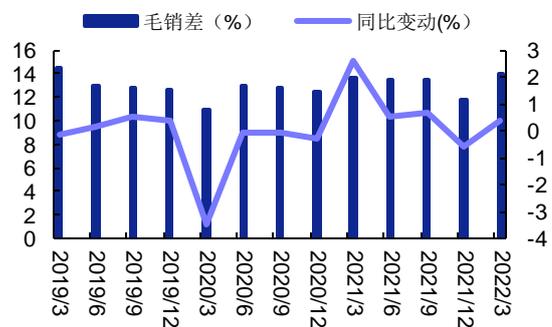
原奶价格企稳，净利率稳步提升。2021 年行业平均毛利率 28.28%，同比下滑 4.80pct，22Q1 毛利率 31.21%，同比下滑 2.81pct，主因原奶成本上涨以及部分运输费用从销售费用调整至营业成本。2021 年行业销售费用率 16.46%，同比下滑 4.22pct，22Q1 为 17.25%，同比下滑 3.17pct。剔除会计政策调整的影响，2021 毛销差 11.83%，同比-0.58pct.，22Q1 毛销差 13.95%，同比扩大 0.36pct，主要系奶价逐步企稳，以及行业上市公司在奶价上行背景下，促销放缓，竞争格局改善，销售费用率有所下降。2021/22Q1 行业平均净利率 6.17%/8.5%，同比+0.68/+0.85pct。

图 28：原奶价格逐步企稳



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 29：乳制品板块累计毛销差



资料来源：Wind、安信证券研究中心

伊利股份：2021 年实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 1105.95/87.05/79.44 亿元，同比+14.15%/+22.98%/+19.90%。22Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 310.47/35.19/32.90 亿元，同比+13.47%/+24.32%/+25.18%。公司产品结构持续升级，如金典有机奶 2021 年高增 41.5%，低温鲜奶同比增 250%。高毛利率业务占比稳步提升，如 2021 年奶粉及奶制品同比+25.8%，奶酪 BC 双轮驱动，同比增速超 150%。2021/22Q1 净利率分别为 7.9%/11.3%，同比+0.6/1.0pct.，盈利能力提升。展望未来，公司继续推陈出新，优化产品结构，完善全渠道精细化管理，开拓海外市场，随着奶价逐步企稳回落，业绩有望持续向好。

妙可蓝多：2021 年实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 44.78/1.54/1.22 亿元，同比增 57.31%/160.6%/173.72%。22Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 12.86/0.74/0.69 亿元，同比增 35.24%/129.55%/118.13%。公司奶酪占比持续提升，21Q4/22Q1 奶酪占比 79.2%/81.2%，同比提升 3.8/7.8pct，主要系低温奶酪棒不断迭代升级以及常温奶酪棒加速铺货。公司计划在今年开启营养早餐工程，推出高端奶酪片等多款产品契合早餐场景，不断丰富家庭餐桌系列，在常低温奶酪棒大单品基础上，挖掘新潜力品类。根据凯度数据，2021 年妙可蓝多以 30.8%市占率位居行业第一，公司新品储备丰富，未来会继续通过渠道有序拓张，高举高打抢占消费者心智，强化品牌护城河。2021/22Q1 净利率 3.45%/5.72%，同比+1.37/+2.35pct，在奶酪业务占比提升、产品迭代升级、规划效应强化、费效比提升的背景下，公司盈利能力持续改善。

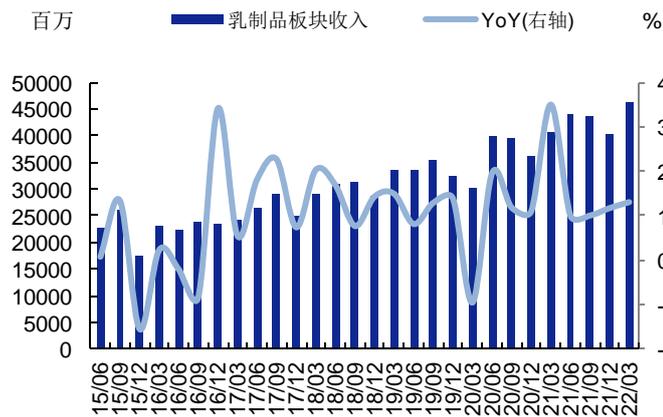
表 7：乳制品板块 2021Q1 业绩概览

| 证券简称 | 2021Q4 | | | | 2021 | | | | 2022Q1 | | | |
|------|-----------|---------|------------|---------|-----------|---------|------------|---------|-----------|---------|------------|---------|
| | 营业收入 (亿元) | YoY (%) | 归母净利润 (亿元) | YoY (%) | 营业收入 (亿元) | YoY (%) | 归母净利润 (亿元) | YoY (%) | 营业收入 (亿元) | YoY (%) | 归母净利润 (亿元) | YoY (%) |
| | | | | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|--------|-------|--------|---------|---------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|--------|
| 伊利股份 | 255.88 | 10.70 | 7.61 | -27.82 | 1105.95 | 14.15 | 87.05 | 22.98 | 310.47 | 13.47 | 35.19 | 24.32 |
| 光明乳业 | 71.49 | 10.02 | 1.47 | -19.13 | 292.06 | 15.79 | 5.92 | -2.51 | 72.46 | 3.73 | 1.66 | 67.14 |
| 新乳业 | 23.17 | 10.79 | 0.56 | -34.43 | 89.67 | 32.87 | 3.12 | 15.23 | 23.17 | 15.02 | 0.43 | 48.70 |
| 三元股份 | 17.98 | -6.95 | 0.33 | -51.56 | 77.31 | 5.13 | 2.45 | 1011.72 | 21.56 | 15.45 | 0.42 | -5.71 |
| 燕塘乳业 | 4.87 | 9.78 | -0.002 | -101.82 | 19.85 | 21.24 | 1.58 | 50.38 | 3.86 | -2.99 | 0.20 | -41.49 |
| 天润乳业 | 5.37 | 19.69 | 0.37 | 35.29 | 21.09 | 19.32 | 1.50 | 1.52 | 5.43 | 17.33 | 0.35 | 5.69 |
| 妙可蓝多 | 13.34 | 37.45 | 0.11 | 72.68 | 44.78 | 57.31 | 1.54 | 160.60 | 12.86 | 35.24 | 0.74 | 129.55 |

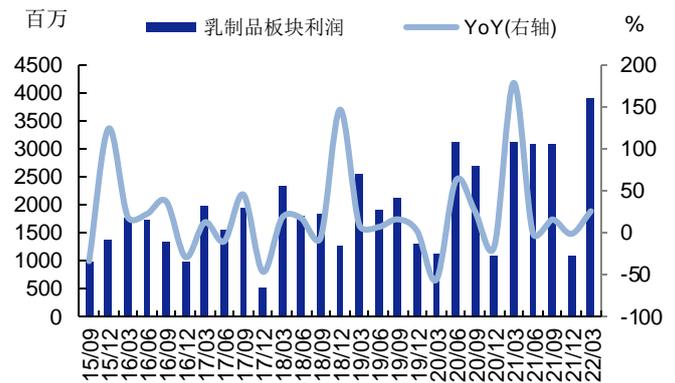
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 30: 乳制品板块单季度收入及增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 31: 乳制品板块单季度利润及增速



资料来源: Wind、安信证券研究中心

2.4. 卤制品: 逆势开店, 加大对加盟商的补贴力度

当前我国卤制品行业作为休闲零食主要依赖线下门店销售, 消费者的购买具有即时性, 需要“看到即吃到”。由于此属性, 在疫情反复的情况下, 线下门店受到的打击较大。另外, 主要卤制品品牌的线下门店主要为加盟连锁店, 因此公司都会选择与加盟店共进退, 在困难时期给予加盟商补贴和货折优惠。逆境下主要卤制品品牌作为连锁店, 抗风险能力更强, 不管是面对疫情还是面对生产成本的上漲, 都积极采取措施应对。2021 年绝味食品和周黑鸭的开店目标都已完成, 若疫情好转, 门店营收恢复, 则公司将有较好的业绩弹性。

绝味食品: 2021 年实现营业收入 65.49 亿元, 同比+24.12%; 归母净利润 9.81 亿元, 同比+39.86%。22Q1 营业收入 16.88 亿元, 同比+12.09%; 归母净利润 0.89 亿元, 同比-62.24%。截至 2021 年底, 公司共有门店 13,714 家, 2021 年净增 1315 家。存量门店中单店营收随着店龄正向增长。2021 年受到原材料上漲的影响, 毛利率下降 1.8pct 至 31.7%, 销售费用率增加 1.9pct 至 8.0%。2022 年 1 月由于产品全线提价, Q1 毛利率回升至 30.3%, 销售费用率 14%, 同比+7.3pct, 主要系 1) 对原有门店的货折补贴; 2) 新店的开店补贴, 如进货补贴、装修费补贴; 3) 营销推广费用增加; 4) 职工薪酬的增加。公司多措并举与加盟商共进退。

周黑鸭: 公司 2021 年实现收入 28.70 亿元, 同比+31.56%; 税前利润 4.51 亿元, 同比+125.43%; 归母净利润 3.42 亿元, 同比+126.44%。21H2 实现营业收入 14.17 亿元, 同比+10.87%; 税前利润 1.32 亿元, 同比-47.39%; 归母净利润 1.13 亿元, 同比-41.64%。2021 年公司自营门店、线上渠道、特许经营门店分别实现营收 16.43/5.49/5.92 亿元, 同比+10.97%/+19.83%/+322.43%, 其中特许经营门店业务营收增速亮眼, 主要系疫情期间公司实施了保证金减免、特许费分期以及分成比例提升等政策, 全方位扶持特许商。截至 2021 年

底，公司共有门店 2781 家，直营店 1246 家，特许店 1535 家，特许店净增 937 家。公司成本管控能力稳步提升。2021 年毛利率为 57.8%，同增 2.31pct，主要系公司建立 OCM 成本精细化管理体系，对整个供应链进行优化。费用率方面，公司全年销售费用率为 37.8%，同比-4.22pct，主要系疫情期间公司积极推进减租谈判，主动削减营销费用，不断优化成本结构。公司全年归母净利率提升 5pct 至 11.9%。

2.5. 肉制品：生猪价格低迷，屠宰业务营收承压

2021 年肉制品板块收入 1155.64 亿元，同比-10.15%，净利润 43.16 亿元，同比-45.62%。22Q1 肉制品板块收入实现收入 248.14 亿元，同比-24.34%，净利润 16.26 亿元，同比-16.71%。

生猪价格低迷导致 2021 全年毛利率下行。2021 年肉制品上市公司平均毛利率 11.48%，同比-2.55pct，22Q1 毛利率为 14.74%，同比+1.31pct，双汇肉制品吨利大幅提升，抵消屠宰利润下滑的影响。

双汇发展：肉制品吨利创新高，屠宰业务业绩有望逐季改善。

肉制品方面，2021 年销量同比-1.8%，主要系 21H2 猪价快速下跌、行业竞争加剧、新产品结构调整不及预期。22Q1 肉制品吨利创新高达到 4500 元，根据公司交流，肉制品成本预计继续处于低位，全年吨利预计与 21Q4 接近，肉制品业务有望在低基数、低成本、新品推广下实现较快增长。

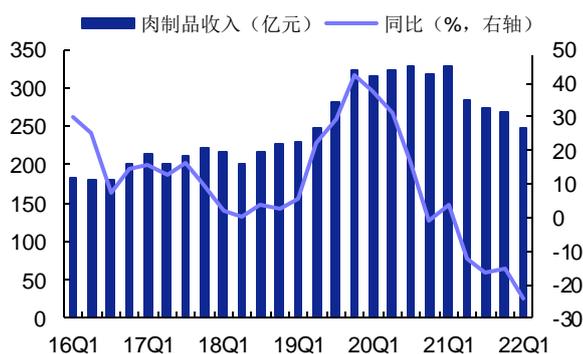
屠宰业务方面，22Q1 营收同比-37.1%，主要系猪价低位大幅拉低营收，利润同比-52.8%，鲜品利润大幅提升，冻品利润由于高基数大幅下降。屠宰量同比+84.6%，我们预计全年屠宰量或有望接近 2018 年水平。21Q2/Q3 大幅计提减值带来较低基数，我们预计屠宰业务利润有望逐季改善，利润弹性有望释放。

表 8：肉制品板块 2021 年&22Q1 业绩概览

| 证券简称 | 21Q4 | | | | 2021 年 | | | | 22Q1 | | | |
|------|------------|------------|-------------------|------------|------------|------------|-------------------|------------|------------|------------|-------------------|------------|
| | 营收 (亿元) | YoY (%) | 归母净 利润 (亿元) | YoY (%) | 营收 (亿元) | YoY (%) | 归母净 利润 (亿元) | YoY (%) | 营收 (亿元) | YoY (%) | 归母净 利润 (亿元) | YoY (%) |
| 双汇发展 | 157.53 | (13.31) | 14.13 | 7.28 | 667.98 | (9.65) | 48.66 | (22.21) | 137.91 | (24.71) | 14.60 | 1.34 |
| 龙大肉食 | 39.82 | (33.55) | (9.86) | (438.08) | 195.10 | (19.05) | (6.59) | (172.70) | 33.40 | (45.67) | 0.23 | (89.07) |
| 得利斯 | 3.69 | (47.15) | 0.03 | 14.03 | 31.30 | (4.59) | 0.44 | 50.30 | 7.07 | (18.48) | 0.31 | 48.23 |
| 上海梅林 | 62.04 | 5.01 | (0.36) | (290.35) | 236.17 | (1.04) | 3.03 | (25.17) | 64.71 | (4.27) | 2.02 | 16.62 |
| 新五丰 | 5.49 | (39.05) | (1.80) | (495.22) | 20.03 | (26.47) | (2.80) | (199.13) | 3.68 | (19.02) | (1.12) | (357.54) |
| 金字火腿 | 1.05 | (53.07) | (0.14) | (58.03) | 5.06 | (28.79) | 0.43 | (27.74) | 1.37 | (45.14) | 0.22 | (63.19) |

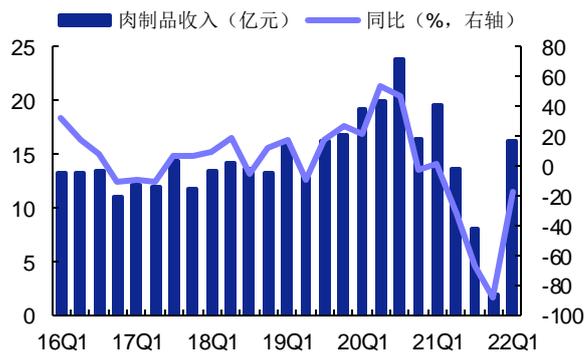
资料来源：Wind、安信证券研究中心；注：灰色底色为安信覆盖

图 32: 肉制品行业单季度收入及增速



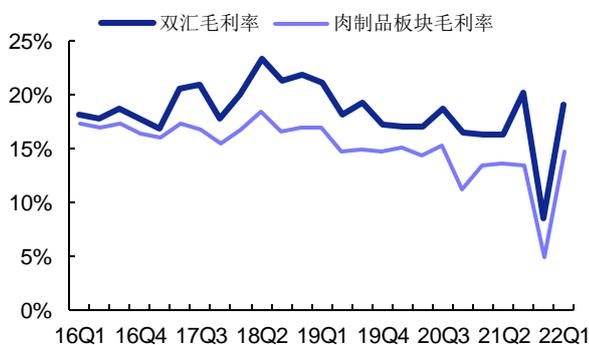
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 33: 肉制品行业单季度利润及增速



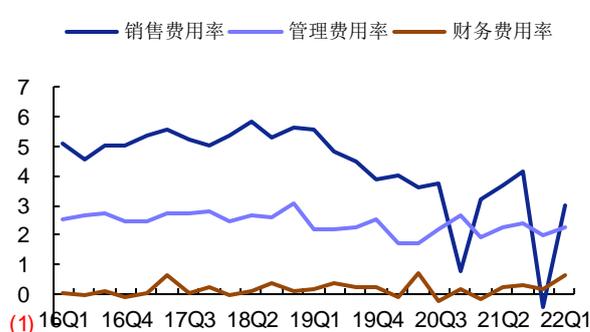
资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 34: 肉制品行业毛利率走势



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 35: 肉制品行业费用率走势 (%)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

3. 投资策略

整体投资策略遵循两条主线：(1) 场景复苏逻辑，在疫情解除后的初期，约束条件放开是消费边际改善的重要驱动力，大众品受益于餐饮等场景恢复有确定性收入增长，同时进入 22Q2 大众品普遍基数走低释放利润弹性；(2) 基于中长期寻找壁垒强化的龙头，在经历 2 年疫情后大众品发生明显分化，其中龙头公司凭借品牌和运营管理，强化公司护城河，建议以长期视角重点布局龙头。具体标的重点推荐涪陵榨菜、绝味食品、安井食品、千味央厨、海天味业、安琪酵母等，关注天味食品、日辰股份等。

风险提示：疫情恢复不及预期；原材料成本波动超预期；食品安全。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034