

成本与定价，食饮企业如何穿越周期？

2022年05月17日

➤ **成本与需求在周期性的波动，什么样的企业能够持续稳健成长穿越周期？**一方面，食饮企业受上游大宗原辅材料价格波动影响，考验其供应链控制能力与成本转嫁能力（定价权）；另一方面，受国内经济环境及收支要素波动影响 B 端、C 端、G 端消费需求也呈现一定的周期性。企业大多在成本上行与需求收缩期发展承压，如何才能快速走出周期底部乃至穿越周期？复盘历史我们看到，诸如茅台、海天、伊利等企业能够在周期底部率先突围实现收入与利润的双成长，其背后原因总结有两点：一是定价权，以产品创新切入细分市场，创造或者满足消费新需求，从而掌控行业/品类的定价权；二是规模化，以规模化对冲/控制成本压力，而规模化的前提是产能利用率与品牌渠道能力的协同。

➤ **如何定价以破除价格线性竞争的“内卷”？消费者愿意为“价值感”买单：**我们观察到，传统食饮工业企业大多受成本困扰，采取“成本定价”模式，品牌净利率水平常年低位徘徊，而如钟薛高、元气森林、喜茶等新兴品牌则更多着眼于消费场景，实现效用最大化溢价。当然，这本质上是由商品本身的双重价值决定的，即“物理价值”与“精神价值”，我们认为物理价值更多着眼于基础功能，如口味、口感，满足裹腹、解渴、酒精等需求，精神属性则诉求文化、情感、IP、使命感等价值认同，具备满足消费者特定场景需求的效用溢价，因此我们把消费品溢价能力做必需品 < 上瘾品 < 社交品 < 信仰品的分类与排序，即满足居民日常基本需求的产品，其价格主要受通胀（CPI）推动，而高端品则首先满足精神追求，多用场景定价，新生代的购物习惯与强购买能力也将驱动行业创新发展，回顾 2011-2021 年，城镇居民收入累计涨幅 117.39%，部分企业以差异化破局单一产品的价格线性竞争，如啤酒以精酿、白啤、无醇等多品类满足个性化需求，驱动盈利持续提升；休闲食品则从选品向口感口味创新转变，构筑第二增长点。

➤ **拆分子行业成本结构，必需品生产企业亦可通过品牌与渠道协同实现规模化优势，以产能利用率的提升来构筑成本壁垒。**受制于自身定位，必选类产品直接提价能力相对较弱，但其需求高频，总规模巨大，优势企业凭借生产、营销、研发等方面优势构建壁垒，通过规格调整等方式提升 ASP。具体生产成本敏感度看，啤酒包装物 49%、麦芽 14%，调味品（海天）大豆 18%、糖 14%，乳制品（新乳业）原奶 47%、包材 23%，软饮（东鹏）糖 31%、瓶坯 PET19%、纸箱 18%，速冻米面（干味）包材及其他原材料 36%、能源 17%、专用小麦粉 9%，速冻（安井）肉类 25%、鱼糜 16%，休闲食品（甘源）棕榈油 10%、包膜 9%等。

➤ **投资建议：**成本与需求周期波动不影响行业长期成长逻辑，推荐三条主线：

1. **买入定价权：**在细分场景/品类上有定价权或有持续提价能力的公司，具有强社交属性的白酒仍是配置首选；消费升级下，啤酒、乳制品等行业内高端产品的放量带来产品结构提升，推荐青岛啤酒、重庆啤酒、伊利股份、洽洽食品、甘源食品、安琪酵母、东鹏饮料。

2. **买入规模化优势龙头公司：**在规模效应下，优势企业凭借更高的运营效率，盈利能力将优于行业平均水平，成本相对可控，推荐海天味业、安井食品、三全食品、天味食品、干味央厨、巴比食品。

3. **投资场景与成本边际转好行业企业：**通过对主要子行业成本端拆分，我们测算了主要原材料敏感性，发现部分原材料价格边际有所改善，有望带来阶段性财务指标好转，可重点关注猪肉、青菜头等，推荐双汇发展、涪陵榨菜。

➤ **风险提示：**原材料涨价超预期，市场需求恢复不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题。

推荐

维持评级



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理：王玲瑶

执业证号：S0100121070022

电话：010-85127909

邮箱：wanglingyao@mszq.com

相关研究

1. 民生食饮周报 20220515：分阶段推进复商复市 场景修复下关注需求端边际改善
2. 民生食饮周报 20220508：五一消费场景局部受限 关注大众品低基数效应
3. 食品饮料 2021 年报及 2022 年一季报总结 专题报告：消费韧性与分化并存，复苏在途
4. 22Q1 食品饮料板块基金持仓专题：环比下滑超配不改 成本疫情扰动下细分龙头受青睐
5. 民生食饮周报 20220502：关注价值边际改善，期待消费场景复苏

目 录

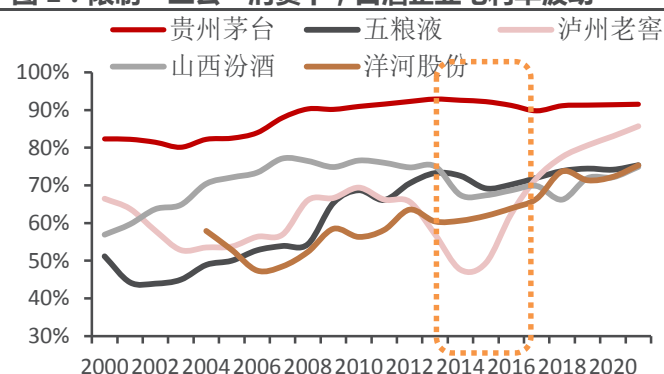
1 成本与需求在周期性的波动，什么样的企业能够持续稳健成长穿越周期？	3
2 如何定价以破除价格线性竞争的“内卷”？消费者愿意为“价值感”埋单	4
2.1 为什么毛利率、净利率低位徘徊？	4
2.2 成本上行企业被动提价，未来成本走势几何？	5
2.3 具备社交等属性产品可采用场景定价	7
3 必需品企业亦可通过规模化优势构筑成本壁垒	10
4 拆分子行业成本结构，找寻关键原辅材料	12
5 原材料及包材价格走势分析：寻找边际改善	15
5.1 主要原料：大宗商品涨幅回落，后续走势存在分化	15
5.2 包材：多重因素影响，品类表现有所差异	29
5.3 当前成本压力行至何处—部分行业率先修复，部分行业短期压力仍存	34
6 投资建议：成本与需求周期波动不影响行业长期成长逻辑	35
7 风险提示	36
插图目录	37
表格目录	38

1 成本与需求在周期性的波动，什么样的企业能够持续稳健成长穿越周期？

成本与需求的周期性对食品饮料企业收入与盈利能力形成扰动，一方面，企业受上游大宗原辅材料价格波动影响，考验其供应链控制能力与成本转嫁能力（定价权）；另一方面，受国内经济环境及收支要素波动影响 B 端、C 端、G 端消费需求也呈现一定的周期性。企业大多在成本上行与需求收缩期发展承压，如何才能快速走出周期底部乃至穿越周期？复盘历史我们看到，诸如茅台、海天、伊利等企业能够在周期底部率先突围实现收入与利润的双成长，其背后原因总结有两点：一是定价权，以产品创新切入细分市场，创造或者满足消费新需求，从而掌控行业/品类的定价权；二是规模化，以规模化对冲/控制成本压力，而规模化的前提是产能利用率与品牌渠道能力的协同。

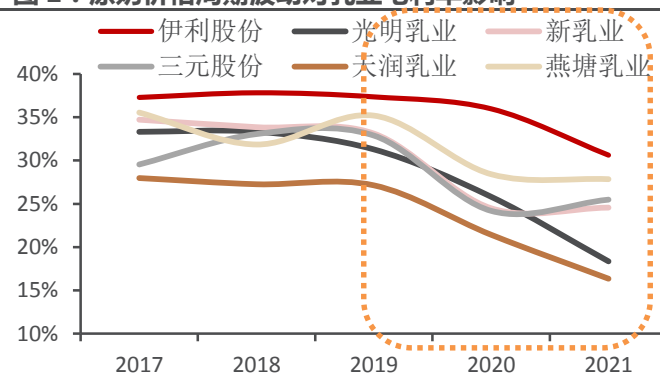
以白酒为例，在经历 2003-2012 黄金十年后，2013-2015 年在限制“三公”消费的政策下，白酒需求收缩，行业低迷，2015 年之后随着居民消费及商务消费的兴起，行业再次步入景气周期，需求端波动直接影响企业当期盈利；成本端，我们也可以看到原奶价格周期性波动对乳制品企业盈利产生较大影响。

图 1：限制“三公”消费下，白酒企业毛利率波动



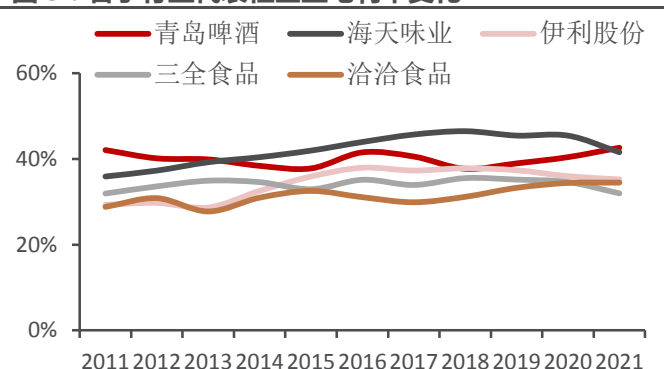
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：原奶价格周期波动对乳业毛利率影响



资料来源：公司公告，民生证券研究院

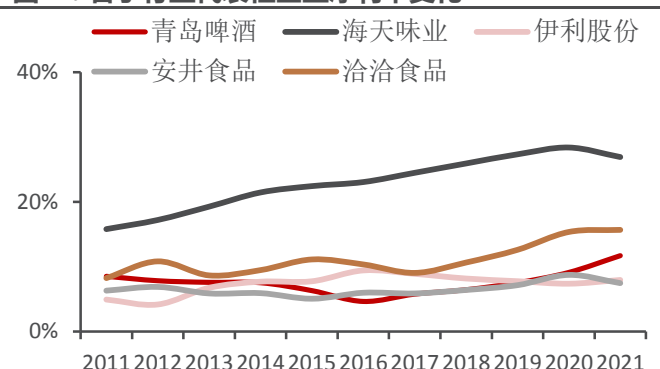
图 3：各子行业代表性企业毛利率变化



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：2020-2021 年运费调整至销售费用

图 4：各子行业代表性企业净利率变化












资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2 如何定价以破除价格线性竞争的行业“内卷”？消费者愿意为“价值感”埋单

2.1 为什么毛利率、净利率低位徘徊？

我们观察到，传统食品饮料工业企业大多受成本困扰，采取“成本定价”模式，品牌净利率水平常年低位徘徊，而如钟薛高、元气森林、喜茶等新兴品牌则更多着眼于消费场景，实现效用最大化溢价。

表 1：2010-2021 年各子行业毛利率变化情况










子行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	趋势	变动趋势
白酒	70%	71%	74%	74%	74%	70%	71%	74%	77%	77%	78%	79%		70%+，稳步向上
啤酒	42%	41%	40%	40%	39%	38%	36%	39%	38%	40%	43%	40%		40%中枢，基本稳定
调味品	25%	19%	19%	18%	28%	32%	33%	34%	37%	42%	41%	37%		35%+，稳步提升
乳制品	30%	33%	33%	32%	34%	37%	38%	36%	36%	36%	33%	28%		30%中枢，基本稳定
其他酒					-					52%	47%	49%		50%左右，基本稳定
肉制品					-					15%	13%	11%		10%+，有下滑趋势
速冻食品					-					29%	27%	23%		20%+，有下滑
休闲食品					-					34%	32%	31%		30%左右，基本稳定
其他食品					-					39%	37%	33%		35%中枢，基本稳定

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：1.由于会计准则调整，2020-2021 年部分企业将运输费用调整至成本端列示，导致毛利率下滑

2.调味品板块由于海天味业 2014 年纳入指数，大幅拉升行业整体毛利率水平

表 2：2010-2021 年各子行业净利率变化情况

子行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	趋势	变动情况
白酒	31%	34%	38%	35%	32%	30%	29%	33%	35%	35%	37%	37%		30%+，稳步向上
啤酒	8%	7%	6%	6%	6%	5%	4%	5%	5%	6%	9%	11%		稳步提升至 10%+
调味品	12%	4%	4%	2%	9%	9%	13%	13%	15%	22%	24%	20%		快速提升至 20%左右
乳制品	3%	5%	4%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	6%		5%中枢，基本稳定
其他酒					-					12%	11%	9%		10%中枢，有下滑
肉制品					-					6%	6%	3%		下滑
速冻食品					-					4%	9%	7%		基本稳定
休闲食品					-					7%	12%	8%		10%左右，基本稳定
其他食品					-					6%	16%	13%		基本稳定

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 成本上行企业被动提价，未来成本走势几何？

2021 年以来原辅材料价格普遍上涨，严重挤压食品企业利润空间：2022 年俄乌冲突进一步加剧部分农产品供需结构，推动原材料价格进一步上涨，2021 年至今，小麦/油葵/玉米/豆粕/棕榈油价格分别上涨 32.51%/68.69%/51.26%/56.58%/85.68%，铝材/PET 价格分别上涨 32.97%/51.63%。

提价是把“双刃剑”，龙头掌控行业定价权：2021H2 行业企业在龙头公司带动下，普遍提价以应对成本压力，21Q4 各企业的提价均已传导落地，对经销商的补贴政策正逐步退坡，预计在 22Q2 起提价红利将逐步验证效果，有望释放利润空间。

表 3：大众消费品公司提价梳理

所属行业	公司名称	提价时间	提价产品	提价幅度
啤酒	百威亚太	2021.04	百威及全国范围内的核心和实惠品牌	应地区通胀水平加价
		2021.12	部分地区和品牌	3%-10%
	青岛啤酒	2021.08	山东区域青岛纯生	终端供货价上调 4 元/箱，提价 5%
		2021.11	1903 听装、白啤听装	最高为 13%
	华润啤酒	2021.09	勇闯天涯	出厂价上调约 4 元/箱，提价 10%
	重庆啤酒	2021.09	疆内乌苏全系列：疆外大乌苏和小瓶装乌苏酒液	大乌苏出厂箱价提升 6 元左右，提价幅度超 10%，小瓶装乌苏酒液升级同时箱价提升
调味品	安琪酵母	2021.09	大包装干酵母、半干酵母、鲜酵母	出厂价格分别上调 6000-8000 元/吨，6000-8000 元/吨，2000-2500 元/吨
		2021.11	无铝害油条膨松剂系列、馒头、面包改良剂系列、面包、蛋糕乳化剂系列、脱模油系列、鸡精系列产品	价格上调 3000 元/吨，1000-2000 元/吨，1000-3000 元/吨，2000 元/吨，2000-5000 元/吨
	海天味业	2021.10	酱油、蚝油、酱料等部分产品	3%-7%
	天味食品	2021.10	两款产品	-
	恒顺醋业	2021.11	部分产品	5%-15%
	加加食品	2021.11	酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品	3%-7%
	涪陵榨菜	2021.11	部分产品	3%-19
	千禾味业	2021.11	部分中低端产品	5%
	中炬高新	2021.11	全部产品的 70%	3-10%
	仲景食品	2021.11	部分产品	10%
		2021.12	牛肉酱系列产品	13%
	李锦记	2021.12	部分产品	6%-10%
	太太乐	2022.01	部分产品	3%-5%
乳制品	蒙牛乳业	2021.12	低温产品	-
	伊利股份	2022.01	基础白奶产品	3-5%
速冻食品	安井食品	2021.11	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%

	海欣食品	2021.11	部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品	3%-10%
	三全食品	2021.12	部分速冻米面制品及速冻鱼糜制品	3%-10%
	千味央厨	2021.12	部分速冻米面制品产品	2%-10%
	立高食品	2022.01	部分主要冷冻烘焙食品及烘焙原材料产品	3%-8%
休闲食品	洽洽食品	2021.10	葵花子系列、南瓜子、小而香西瓜子产品	8%-18%
	甘源食品	2021.04	经销商总体	10%
	有友食品	2021.12	有友全系列食品	15%
豆制品	祖名股份	2021.11	部分植物蛋白饮品（主要为自立袋豆奶）	15%-20%

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

成本维持高位，压力或逐步显现：步入 2022 年，多数原材料价格仍处高位，甚至继续上行，食品饮料企业成本压力显现。2022 年一季报，食品饮料行业约 50% 企业盈利出现下滑，提价本身存在滞后，部分提价无法完全覆盖上涨的成本，同时部分企业提价后影响自身销量。

表 4：各子行业主要原材料价格变化及预测

子行业	重要原材料	预期变化	判断依据
调味品	大豆	→	国内大豆种植成本高，预期种植面积有所增长
	糖蜜	↑	我国甜菜种植面积稳中有降，需求增长
	白砂糖	↑	我国甜菜种植面积稳中有降，海外产量受天气影响减少
啤酒	大麦	→	俄乌冲突或导致全球大麦减产
乳制品	原奶	↓	奶牛存栏补充
休闲零食	葵花籽	↑	天气影响、种植面积下降
	坚果	→	海外疫情影响坚果需求
	棕榈油	↑	东南亚限制外来劳工入境，印尼禁止棕榈油出口，马来执行 B20 生物柴油标准
肉制品/速冻	猪肉	↑	存栏快速下降，国家启动收储，供需结构改善
	鸡肉	↑	存栏减少，与猪肉存在替代关系
	面粉	↑	国内小麦面临天气及疫情影响，俄乌冲突或导致乌克兰小麦减产、印度禁止小麦出口
包材	易拉罐/铝	↓	疫情影响下游需求，限电限产情况恢复
	PET	→	受国际原油价格影响，高油价对价格形成支撑
	瓦楞纸	→	废纸禁令导致供给缺口，疫情影响物流
	玻璃	↓	供给产能释放，下游地产需求相对疲软

资料来源：腾讯网等，民生证券研究院预测

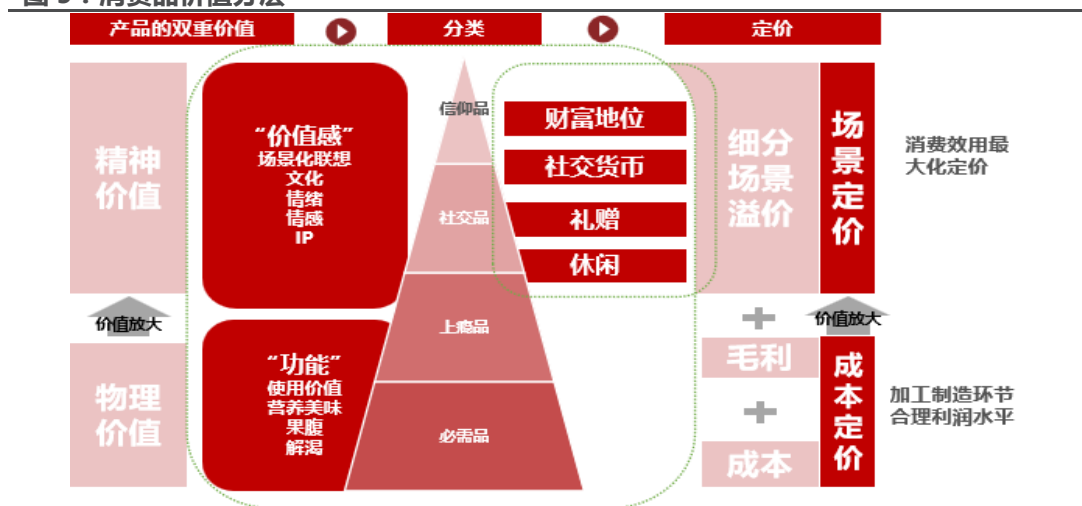
注：↑、↓、→ 分别代表预期未来价格将上涨、回落、持平

2.3 具备社交等属性产品可采用场景定价

2.3.1 成本提升被动提价或许受自身商业模式或者定位影响，但是细分品类与场景的创新或许更具价值，哪些企业/品类能够主动定价？

商品本身的“物理价值”与“精神价值”双重价值影响了其定价，我们认为物理价值更多着眼于基础功能如口味、口感，满足果腹、解渴、酒精等需求，精神属性则诉求文化、情绪、情感、IP、使命感等价值认同，具备满足消费者特定场景需求的效用溢价，因此我们把消费品溢价能力做必需品 < 上瘾品 < 社交品 < 信仰品的分类与排序，即满足居民日常基本需求的产品，其价格主要受通胀（CPI）推动，而高端品则首先满足精神追求，多用场景定价，新生代的购物习惯与强购买能力也将驱动行业创新发展。

图 5：消费品价值分层



资料来源：民生证券研究院

回顾 2011-2021 年，城镇居民收入累计涨幅 117.39%，部分企业以差异化破局单一产品的价格线性竞争，消费者愿意为满足更高层次需求（如社交、健康、尊重）的消费品支付更高的价格，这类产品价格累计涨幅基本与居民收入涨幅相当，如白酒。

而满足居民日常基本消费的必需品，如基础调味品、速冻食品，消费者对其价格敏感度较高，其价格主要受通胀（CPI）推动，涨价幅度约 20%。

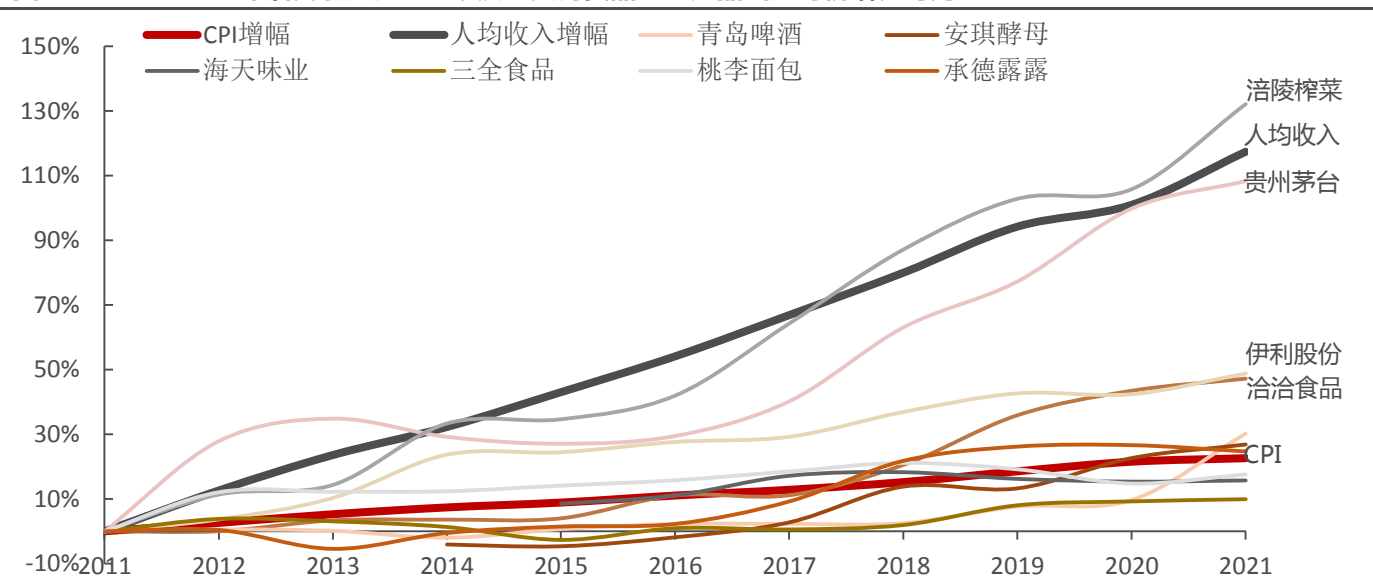
乳制品、休闲食品等子行业，一方面它们具有基数较大的平价产品，是必需品属性，另一方面企业不断推出高端新品，针对消费者的品质需求，产品结构提升，整体价格涨幅介于人均收入及 CPI 之间。

值得注意的是酵母与啤酒两个行业，在 2011-2018 年间，其产品价格涨幅相对较小，基本与 CPI 相当。在我国人均 GDP 突破 1 万美元后，消费升级已成为行业成长的重要驱动力，行业公司迎合趋势做战略调整，如啤酒行业高端化成为共识，安琪酵母达到国内市占率第一、全球第三，由追求产能转向追求价格，同时发展酵母提取物等更高附加值的产品，价格提升加速，升级趋势明显。

表 5：2011-2021 年主要公司产品出厂均价累计涨幅

指标/企业	2011-2021 年累计涨幅
涪陵榨菜	132.14%
人均收入增幅	117.39%
贵州茅台（茅台酒）	108.32%
伊利股份（液态奶）	48.79%
洽洽食品	47.21%
青岛啤酒	30.20%
安琪酵母（酵母）	26.83%
承德露露（杏仁露）	24.70%
CPI 增幅	22.60%
桃李面包（面包）	17.57%
海天味业（酱油）	15.72%
三全食品（速冻米面）	9.92%

资料来源：国家统计局，wind，民生证券研究院

图 6：2011-2021 年居民收入、CPI 以及主要消费品企业产品出厂均价增长对比


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3.2 洞悉消费升级趋势，以产品差异化定位满足细分场景需求

一般食品工业企业以成本定价，行业净利率水平常年在个位数徘徊，但随着新一代消费群体的演化，部分企业率先洞悉消费升级需求，以差异化产品摆脱原有单一产品的价格线性竞争，诸如啤酒行业以精酿、白啤、黑啤等多品类满足消费者个性化需求，以果啤等定位女性消费者，甚至推出无醇啤酒，不再将自身局限于酒精的摄入，由此带来行业近几年盈利水平的持续提升；乳制品行业以产地，高钙含量等做成差异化标签，以针对消费者对健康的更高需求；休闲零食不断推出烘焙、坚果等新品类，丰富了消费者选择，也为企业带来了全新的成长点。

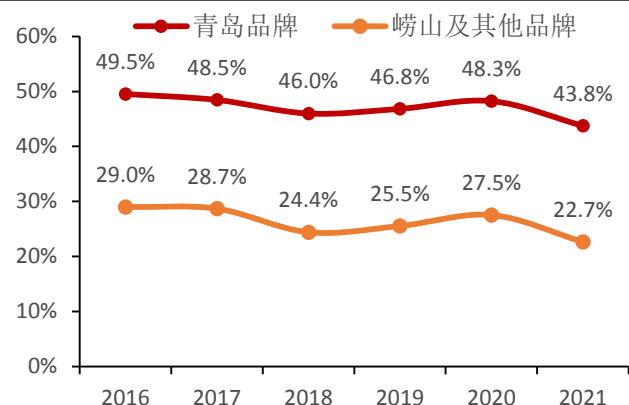
图 7：华润啤酒差异化产品



资料来源：华润啤酒官网，民生证券研究院

高定位的产品将带来更优的盈利水平，同时突破原有价格定位，打开价格天花板，具有持续提价的能力，以啤酒行业青岛啤酒为例，其面向高端的青岛品牌盈利能力，吨价均大幅高于经济型崂山品牌。

图 9：中高档品牌具有更高的毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

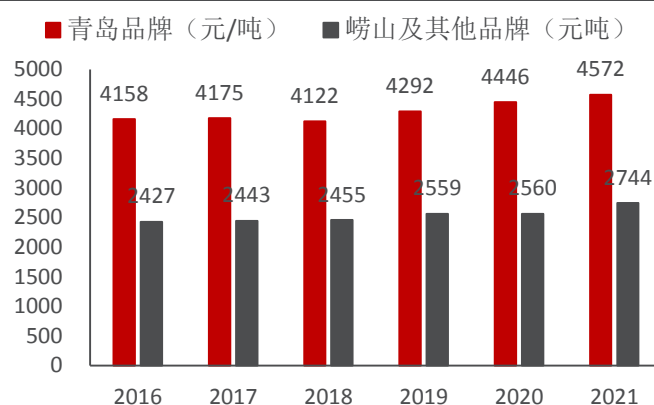
注：2021 年毛利率下降主因会计政策调整，运费计入成本所致

图 8：乳制品多层次产品



资料来源：伊利官网，民生证券研究院

图 10：中高档品牌具有更高的定价



资料来源：wind，民生证券研究院

3 必需品企业亦可通过规模化优势构筑成本壁垒

受制于自身定位，必选类产品直接提价能力相对较弱，但其需求高频，总规模巨大，消费者对大众品价格敏感性较高，提价幅度相对较小，同时提价对产品销量有一定影响。在成本上行下，2022 年一季度，以调味品为代表的大众产品盈利能力均出现不同程度下滑（肉制品、速冻食品成本端猪肉价格大幅下降）。

表 6：2022Q1 大众品盈利能力受损

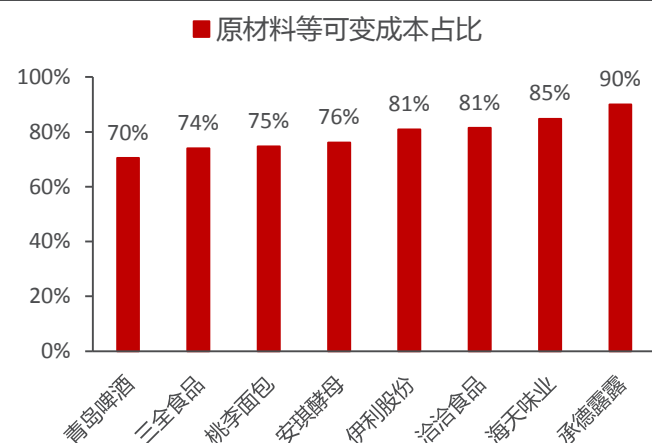
子版块（中信）	收入同比增速	利润同比增速	净利率	净利率同比变动
白酒	+19.42%	+26.28%	39.84%	+2.16pct
啤酒	+7.82%	+19.48%	8.81%	+0.86pct
其他酒	+5.08%	-4.62%	15.81%	-1.61pct
调味品	+1.69%	-7.20%	20.23%	-1.94pct
乳制品	+14.61%	+25.85%	8.42%	+0.75pct
非乳饮料	+37.61%	+7.48%	15.69%	-4.40pct
肉制品	-23.09%	-16.37%	6.13%	+0.49pct
速冻食品	+13.17%	+43.17%	8.38%	+1.76pct
休闲食品	+16.13%	-20.98%	6.40%	-3.00pct
其他食品	+9.70%	-30.44%	12.49%	-7.21pct

资料来源：Wind，民生证券研究院

行业企业原辅材料成本受大宗商品涨价影响较大，固定成本主要为生产员工工资，设备折旧等，总额相对稳定，随着工厂产能利用率的提升，产品销量增长，单位产品固定成本摊销减少，部分缓解原材料涨价压力。

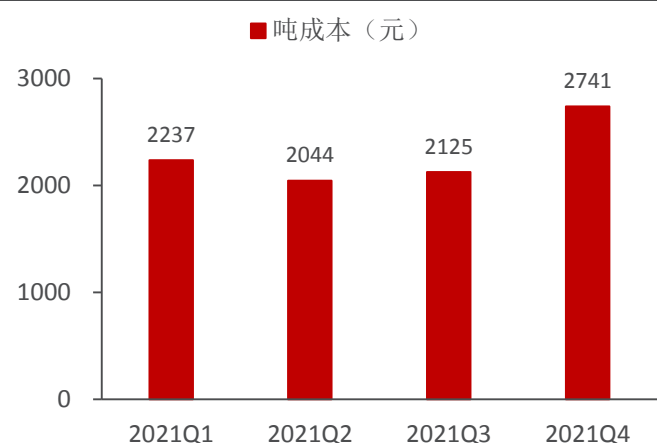
典型如啤酒行业，固定成本占总成本比重约 25%，由于啤酒行业具有明显的消费淡旺季，工厂开工率有季节性变化，通常情况下旺季销量大，开工率高，单吨成本较低，淡季成本较高。

图 11：2021 年主要企业原材料等可变成本占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：青岛啤酒单吨成本旺季低，淡季高



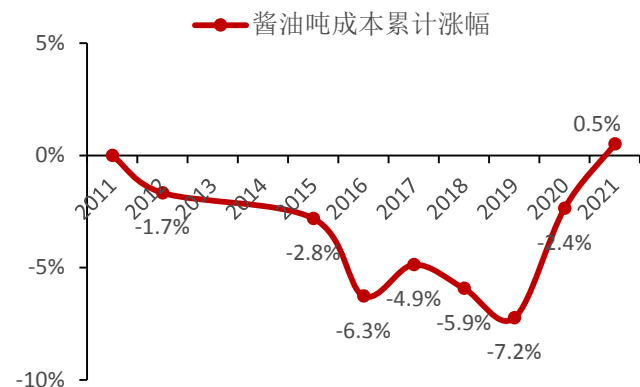
资料来源：wind，民生证券研究院

依托品牌与渠道的有效协同实现规模效应，提高企业盈利能力。以海天味业为例，酱油主要原材料大豆价格经历过多轮价格周期，但公司酱油吨成本保持相对稳定，2011-2021 年十年累计涨幅仅 0.5%，公司净利率由 2011 年约 16% 提升至 2021 年 27%。

我们认为规模优势企业应对原材料价格波动有多重措施，包括但不限于：长单

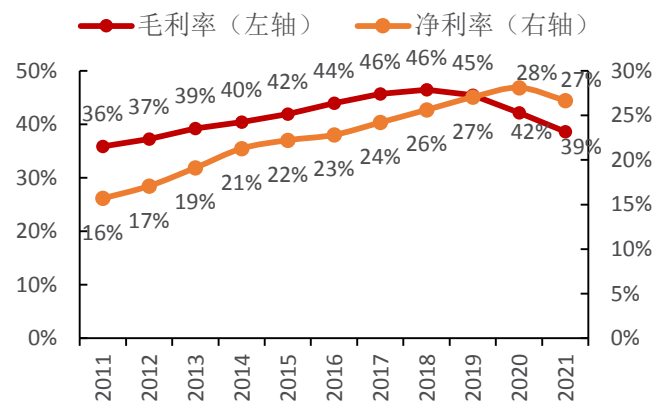
锁定重要原材料价格,通过调整包装/对包材回收利用,减少包材价格上涨的影响;
改进工艺提升生产效率等。

图 13：海天酱油 2011-2021 单位成本累计上涨 0.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：海天味业毛利率相对稳定，净利率不断提升



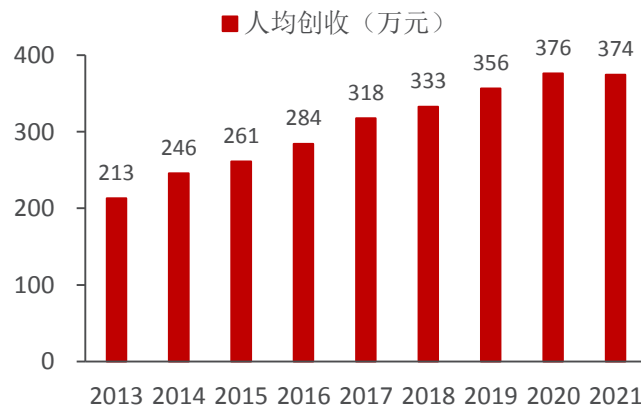
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：国内大豆价格经历多轮价格周期



资料来源：国际统计局，民生证券研究院

图 16：海天味业人均创收不断提高



资料来源：wind，民生证券研究院

4 拆分子行业成本结构，找寻关键原辅材料

21Q4 以来，各类原辅材料价格涨幅放缓，部分行业成本涨幅回落至 5% 以内，但总成本仍处高位，而行业成本压力仍将存在。具体生产成本敏感度看，啤酒包装物 49%、麦芽 14%，调味品（海天）大豆 18%、糖 14%，乳制品（新乳业）原奶 47%、包材 23%，软饮（东鹏）糖 31%、瓶坯 PET19%、纸箱 18%，速冻米面（干味）包材及其他原材料 36%、能源 17%、专用小麦粉 9%，速冻（安井）肉类 25%、鱼糜 16%，休闲食品（甘源）棕榈油 10%、包膜 9% 等。

（1）啤酒、乳制品、速冻食品行业成本压力上涨压力趋缓。

啤酒行业包装物成本占比 49%，其中玻璃瓶占比高，玻璃价格自 21Q3 回落之后，啤酒整体成本涨幅由 21Q2 同比 20%+ 逐渐回落至 22Q1 个位数，伴随行业品牌提价，以提价对冲成本压力的效果也将逐步显现。

乳制品成本核心取决于原奶价格走势，2021 年原奶供需缺口明显，21Q2-21Q3 原奶均面临 15% 以上涨幅，带动乳制品行业成本明显上涨，进入 Q4 之后，奶牛热应激状态缓解，原奶缺口有所缩小，同时奶牛补栏进度加快，推动原奶价格增幅回落，21Q4 乳制品企业成本增幅回落至个位数。

速冻米面制品包材及其他原材料占比 36%、能源 17%，在包材价格涨幅趋缓带动下，成本涨幅回落至个位数，但面粉价格上涨对速冻米面成本形成一定压力，提价及阶段性锁价将形成一定对冲。速冻鱼肉糜制品类前期受益于猪周期下行及淀粉价格回落，2021 年整体成本涨幅持续回落，22Q1 成本下降近 10%，预期后续随着猪价走高，盈利能力或受一定影响。

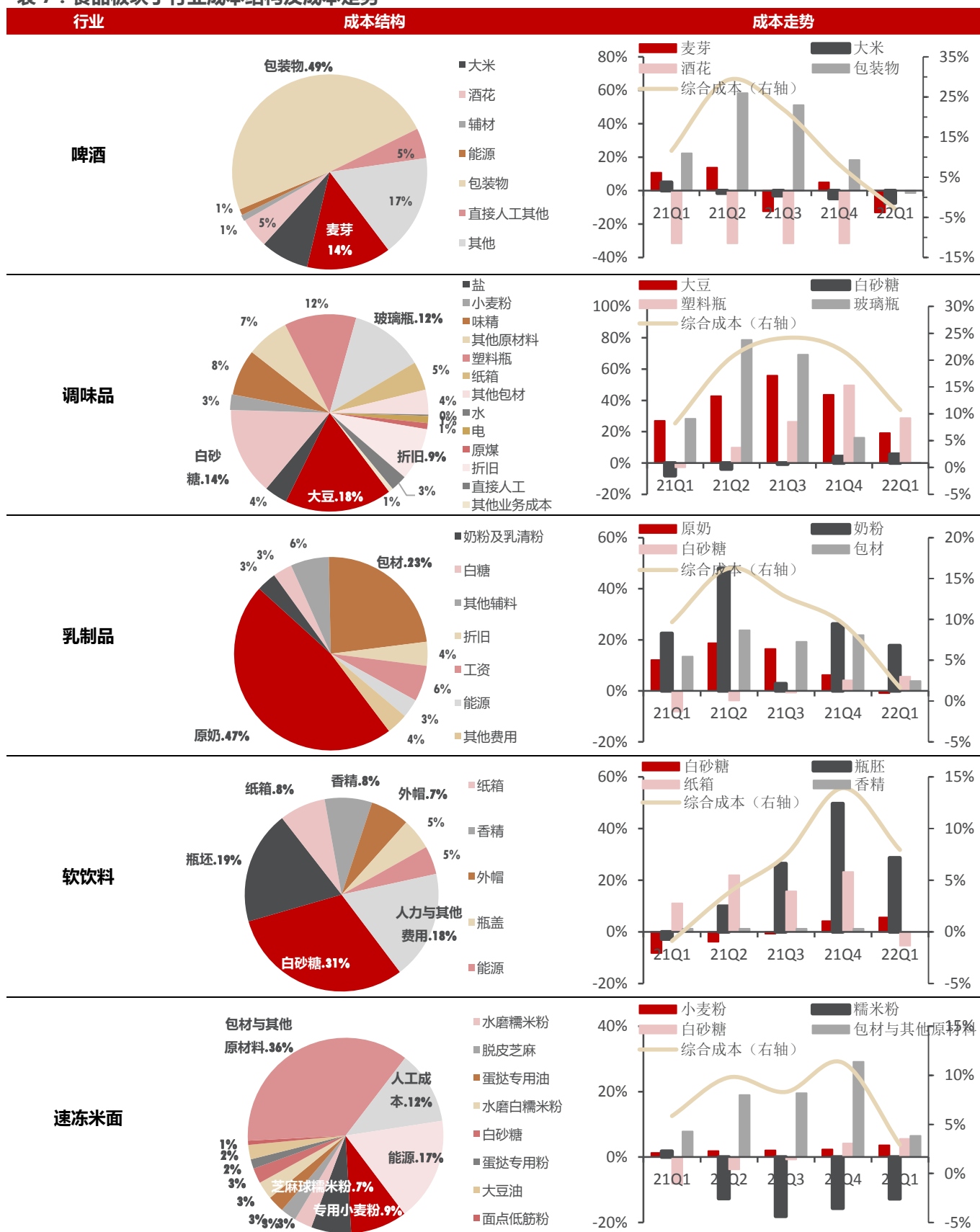
（2）调味品、休闲食品、软饮料成本压力仍将持续。

调味品成本结构中大豆 18%、糖 14%、玻璃瓶 12%，伴随玻璃价格涨幅回落，22Q1 整体成本涨幅回落至 +10% 水平，但大豆价格持续高位仍对调味品成本形成一定压力。

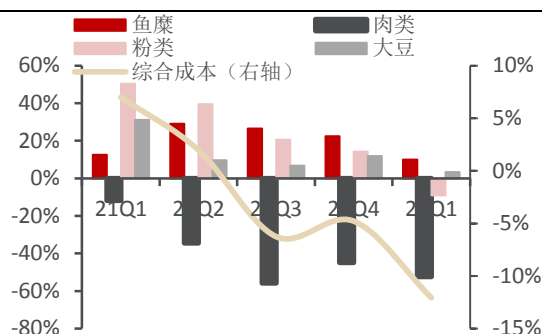
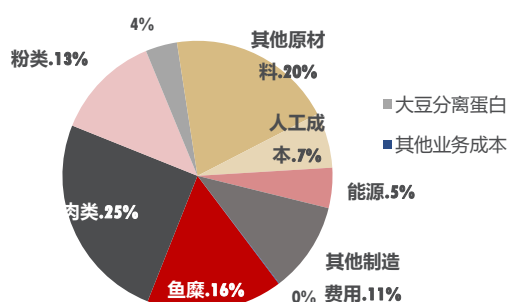
休闲食品品类较为丰富，成本构成较为多元，坚果、猪肉、面粉、白砂糖、棕榈油等主辅料价格波动均会对休闲食品成本带来影响。以坚果品类为例，21 年棕榈油、部分籽坚果及包材价格快速上涨，带动休闲食品成本上涨，进入 22 年包材价格涨幅明显回落，但棕榈油价格持续上行仍对休闲食品整体成本形成一定压力。

软饮料行业成本构成中糖占 31%、瓶坯 PET19%、纸箱 18%，目前白砂糖价格持续高位，在巴西食糖减产，及国内糖料作物种植面积下降背景下，预计白砂糖后续价格或仍将持续高位运行，PET 涨幅有一定收窄。

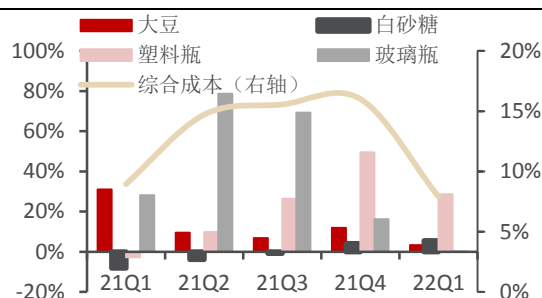
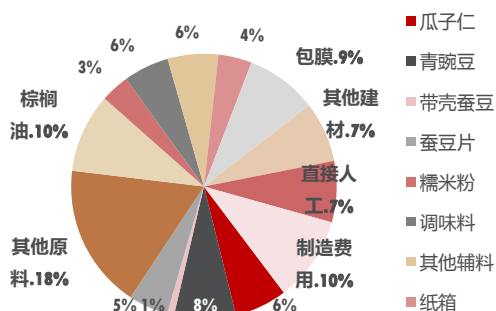
表 7：食品板块子行业成本结构及成本走势



速冻食材



休闲食品



资料来源：各公司公告，产业信息网，Wind，同花顺，农业农村部，海关总署，国家统计局，国家发改委，商务部，恒天然，国家电网能源院，北京发改委，民生证券研究院测算

注：1.行业成本结构均以代表性企业近期成本结构为例进行测算，如调味品-海天，乳制品-新乳业，软饮料-东鹏，速冻米面-干味央厨，速冻食材-安井，休闲食品-甘源，啤酒行业成本结构参考产业信息网。

2.各类原材料价格均以市场价为基准进行测算，而实际中大部分企业对主要原材料进行锁价、长期协议等举措以应对成本上行，此测算并未考虑锁价等情况，与企业实际经营情况有所出入。

3.以上测算均未考虑运输费用影响。

4.直接人工以全国工资水平为基准进行测算，水价参考全国均价，电价参考全国大工业企业名称电价，燃气价格参考北京发改委燃气销售价格，但实际中水电气均为阶梯价格制，并且不同省份间价格差异较大，此测算与各企业实际能源使用价格存在差异。

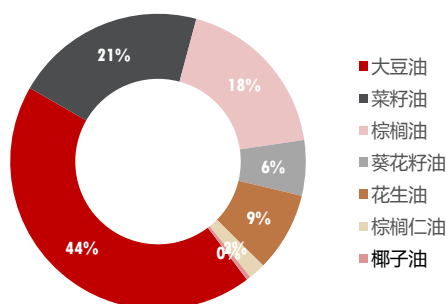
5 原材料及包材价格走势分析：寻找边际改善

5.1 主要原料：大宗商品涨幅回落，后续走势存在分化

5.1.1 油脂：全球油料普遍涨价，俄乌冲突进一步加剧油料供需格局

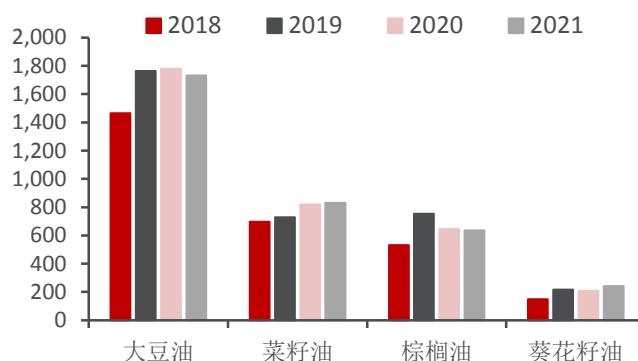
国内日常使用的油脂可分为大豆油、菜籽油、棕榈油、葵花籽油等，2021 年中国大豆油/菜籽油/棕榈油/葵花籽油使用量分别为 1732.5/830.9/735.0/241.2 万吨，分别占比油料总使用量的 44%/21%/18%/6%，其余油料包含花生油、棕榈仁油、椰子油。大豆油 70%以上用途为直接食用，另外可用作食品加工；菜籽油除直接食用以外，还可用作食品加工及工业生产；棕榈油和葵花籽油主要用作食品加工和工业生产。

图 17：2021 年中国油料使用量情况



资料来源：美国农业部，民生证券研究院

图 18：2018-2021 年中国油脂使用量变化情况 (吨)



资料来源：中国农业部，海关总署，商务部，美国农业部，民生证券研究院
注：国内使用量=国内产量+出口数量-进口数量

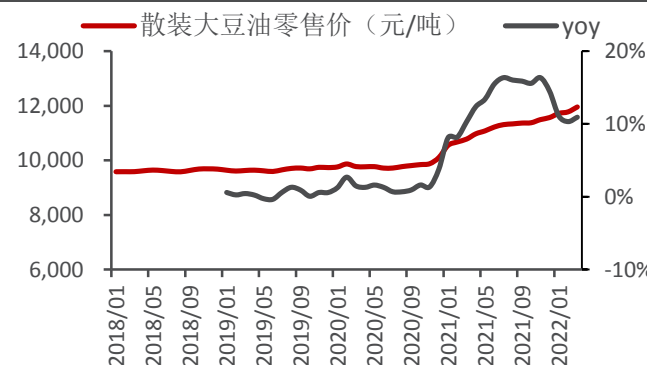
中国大豆油 90%以上来自于国内自产，根据美国农业部数据，2021 年大豆油国内自产占比 93.65%，进口占比 6.35%。国内大豆油价格自 2020 年疫情之后持续上涨，一方面由于国内油料库存处于相对低位，同时化肥价格上涨，另一方海外进口大豆价格上涨也推升豆油价格。2021 年一级压榨大豆油市场均价同比大幅增长 43.57%，2022 年 1-4 月同比+17.62%。2021 年散装大豆油零售均价同比+13.55%，2022 年 1-3 月同比+10.78%，短期增速有所放缓，但仍保持上涨趋势。

图 19：2021 年一级压榨大豆油价格同比+43.57%



资料来源：Wind，民生证券研究院

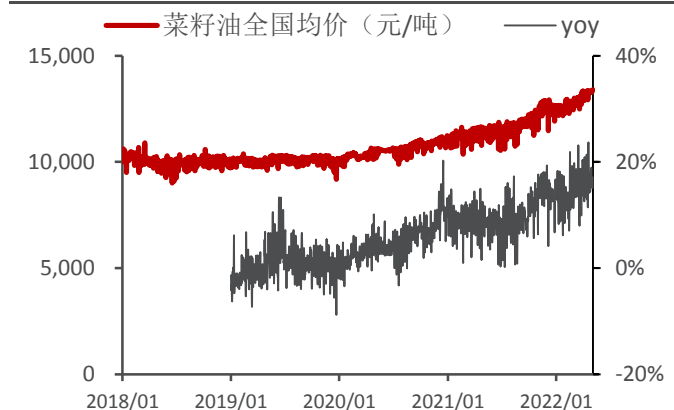
图 20：散装大豆油价格持续上涨



资料来源：国家发改委，民生证券研究院

中国菜籽油 78%来自于国内自产，22%来自于海外进口，进口国主要包含加拿大和俄罗斯。2021 年油菜籽全球主产区加拿大因干旱减产，同时油菜籽含油率下滑，2021 年进口菜籽油均价同比+36.17%，带动国内菜籽油均价同比+10.43%，2022 年 1-4 月在俄乌局势催化下，国内菜籽油价格进一步同比+14.43%。

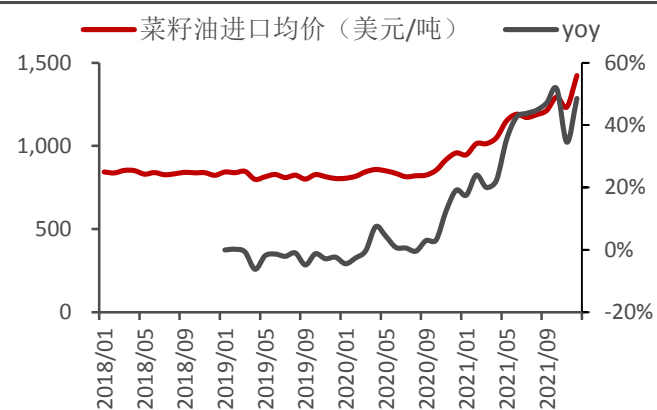
图 21：2022 年 1-4 月菜籽油全国均价同比+14.43%



资料来源：商务预报，民生证券研究院

注：菜籽油均价来自于全国 22 个菜市场价格算术平均

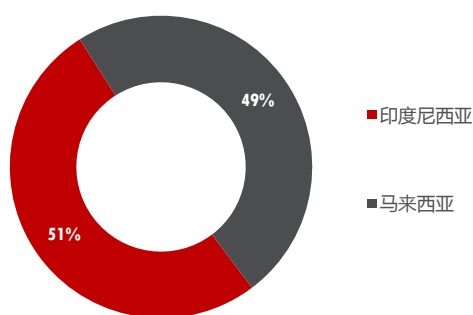
图 22：2021 年菜籽油进口均价同比+36.17%



资料来源：海关总署，商务部，民生证券研究院

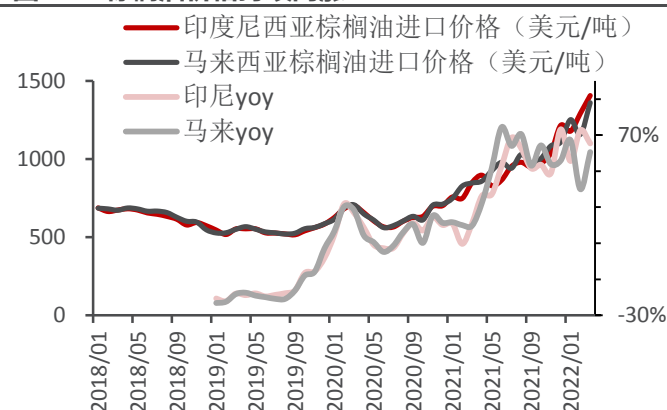
中国由于气候限制无法生产棕榈油，国内棕榈油完全依赖进口，2022 年 3 月分别由印度尼西亚/马来西亚进口 51.25%/48.75%的棕榈油，进口量分别同比-67.09%/+3.57%。由于疫情马来西亚限制外来劳工入境，以及俄乌冲突之后全球植物油价格上涨，带动棕榈油供需结构更趋紧张。2021 年印尼/马来西亚棕榈油全年均价分别达到 920.41/966.09 美元/吨，分别同比+43.42%/+52.68%，2022 年 1-3 月印尼/马来棕榈油价格进一步同比+66.02%/+58.41%。印尼 4 月 28 日起禁止棕榈油出口，马来西亚预计将在 2022 年底强制执行 B20 生物柴油标准，即生物柴油中需混入 20%棕榈油，在此之前棕榈油掺混比例为 10%，预计将进一步加剧棕榈油供需格局。后续棕榈油价格走势核心关注马来西亚对于外来劳工入境限制以及全球其他植物油价格走势。

图 23：2022 年 3 月中国棕榈油进口结构



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图 24：棕榈油价格持续高涨

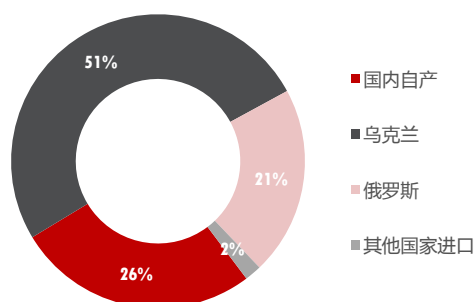


资料来源：海关总署，民生证券研究院

2021 年葵花籽油国内自产占比 26.62%，进口占比 73.38%，主要进口于乌克兰及俄罗斯，分别占比进口总量的 69.14%/28.34%。乌克兰及俄罗斯也在油葵

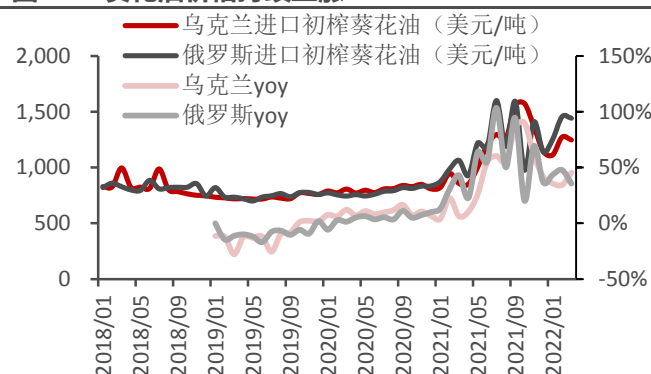
价格上涨，及其他油料作物涨价带动下，葵花籽油出口价格明显提升，2021 年乌克兰/俄罗斯葵花籽油均价同比分别+43.76%/50.47%，2022 年俄乌冲突之后，乌克兰葵花籽油出口不畅，俄罗斯也在 4 月 1 日实施葵花籽油出口配额政策，出口关税不断上涨，1-3 月乌克兰/俄罗斯葵花籽油均价同比分别+38.39%/42.02%。

图 25：2021 年中国葵花籽油消费结构



资料来源：美国农业部，海关总署，民生证券研究院

图 26：葵花油价格持续上涨



资料来源：海关总署，民生证券研究院

5.1.2 肉类：生猪产能去化，后续猪价或将上行

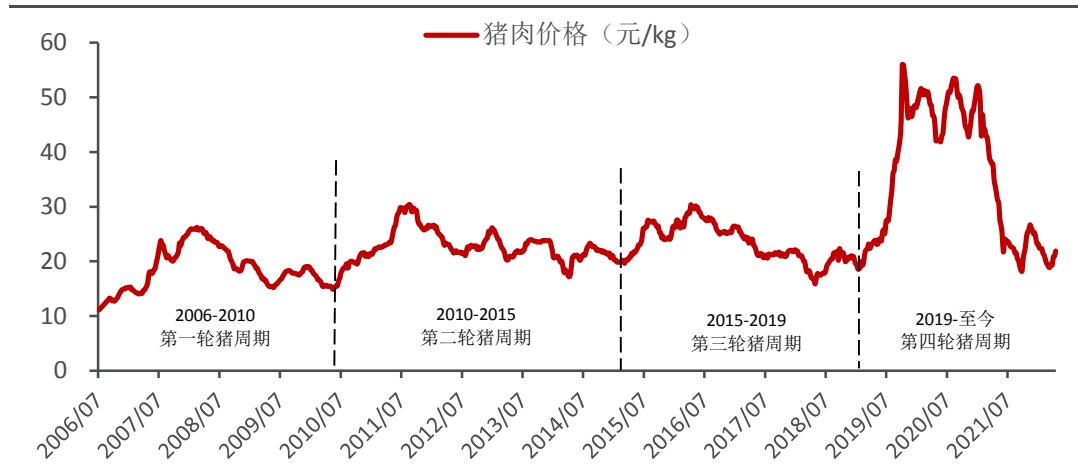
2006 年以来经历 4 轮猪周期，通常以动物疫情导致存栏下降为开场，经历约 15-20 个月的猪价上升期，随后带动养殖户补栏，猪价下行，养殖亏损推动能繁母猪去化，猪肉供不应求后猪价进一步上涨。而在猪价下行阶段，养殖户经历的亏损程度和亏损时长将明显影响能繁母猪去化程度，而生猪去产能幅度将直接影响后期猪价涨幅。

本轮猪周期自 2019 年 2 月开始，在非洲猪瘟、粮食价格暴涨等多因素共同影响下，猪价涨幅更高，波动程度更大。2019 年 2 月猪肉价格在非洲猪瘟影响下开始飞速上涨，至 2019 年 11 月上涨至 2 月的 3 倍价格；同期生猪存栏由 2018 年 12 月 3.11 亿头下降至 2019 年 11 月 1.95 亿头，减少 37%，能繁母猪存栏由 2988 万头下降至 2001 万头，减少 33%，在存栏快速下滑的背景下，国内环保限产力度一定程度上减缓。2020 年生猪养殖企业快速补栏，2020 年 12 月提升至 4.07 亿头生猪存栏，3629 万头能繁母猪存栏；2019 年 11 月至 2021 年 1 月猪价高位震荡，且波动幅度明显大于过往几轮周期。2021 年 1 月后，在存栏补充、出栏量提升、二元母猪替代以及消费替代的影响下，猪肉价格快速下跌，至 2021 年 10 月下滑 65%。21 年 11-12 月在南方腌制腊肉香肠及春节旺季推动下，价格小幅反弹，春节后持续回落。

本轮猪周期与过往的不同之处在于：1）非洲猪瘟影响本轮能繁母猪及生猪存栏大幅下滑，2019 年深度去化存栏，也因此导致猪价快速上涨。一般行业在经历深度亏损之后将主动去产能，但疫情往往极大程度加速这一进程。而非洲猪瘟为急性、100%致死率的冠状病毒传染病，短期没有疫苗支撑的情况下，扑杀成为唯一有效防控手段。2）目前大型规模养殖企业已储备大量后备母猪，能快速补充能繁母猪数量，缩短补栏周期。3）饲料价格大幅上涨，20Q2 之后玉米价格大幅上涨，

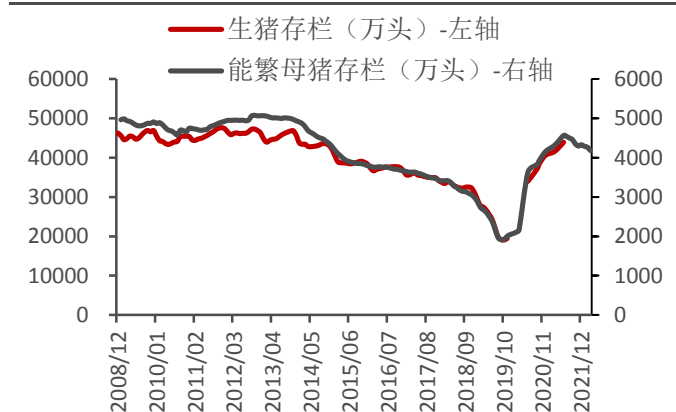
21Q1 之后豆粕价格快速上涨，加深了本轮猪周期亏损幅度，但明显缩短了猪企亏损时间。

图 27：2006 年至今经历 4 轮猪周期



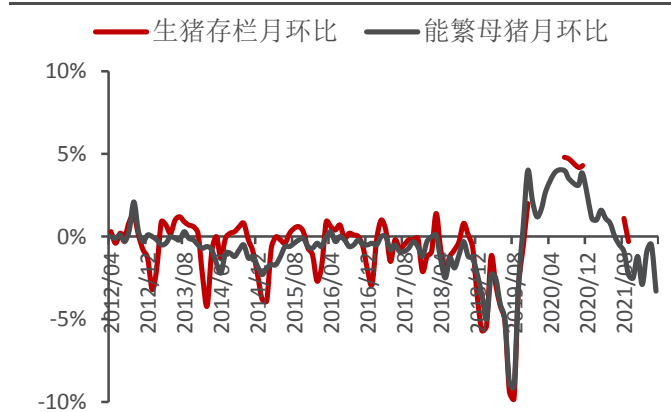
资料来源：wind，民生证券研究院

图 28：非洲猪瘟推动能繁母猪深度去化



资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图 29：本轮猪周期存栏环比变动明显

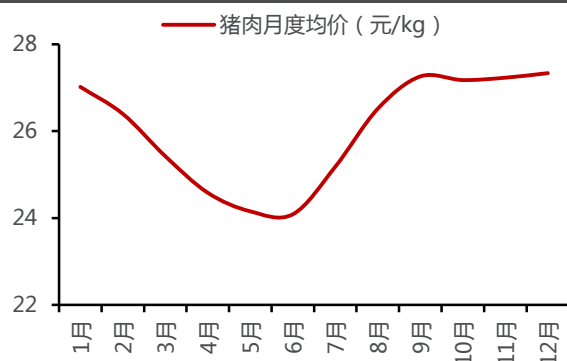


资料来源：农业部，民生证券研究院

展望后续猪肉价格，短期看，伴随猪肉价格季节性波动，以及能繁母猪及生猪存栏边际下降，预计短期猪价将会逐步上行。从月度维度看，猪肉价格一般在下半年处于上行阶段，8-9 月维持高位，10-11 月小幅回调，12 月在南方腌制腊肉储备年货及春节旺季需求的推动下，价格继续上行，春节之后需求下滑，猪肉价格回落。能繁母猪自 2021 年 6 月 4564 万头持续下滑，22 年 3 月 4185 万头，虽然依然高于“十四五”规划能繁母猪正常保有量 4100 万头，但存栏边际下降有利于后期价格上涨。此外，国家收储将对猪肉价格形成一定支撑，5 月 4 日全国猪粮比为 5.32，2022 年 1 月中旬以来全国猪粮比持续低于 6:1，处于过度下跌二级预警区间（连续 3 周处于 5:1~6:1），甚至一级预警区间（低于 5:1），国家启动猪肉收储工作也将对猪肉价格形成一定支撑。

长期看，需求端，中国猪肉人均消费量缓慢下滑，伴随人口结构改变，及居民对于膳食营养健康关注度提升，猪肉消费量逐渐下滑，而对于牛肉、鱼肉等消费量逐渐提升。2020 年中国人均猪肉消费量为 18.2kg，同比-10.24%，而牛肉/羊肉/鱼肉人均消费量分别同比+4.65%/+2.75%/+2.28%。供给端，生猪养殖行业集

中度有望持续提升，大规模养殖企业优势体现在：1）具备资金优势和融资优势，更能承受周期下行阶段带来的亏损，而猪周期下行阶段深度亏损挤出抗风险能力较弱的散户和小规模养殖企业。2）储备大量后备母猪，在周期波动过程中，调控力度更加灵活。3）育种能力强，有效提升 PSY，管理更为标准化，有力提升 MSY 指标。4）疫病防控能力更强，应对疫情风险能力更强。

图 30：2010-2021 年猪肉月度均价呈季节性波动


资料来源：wind，民生证券研究院

图 32：2022 年国家猪肉收储

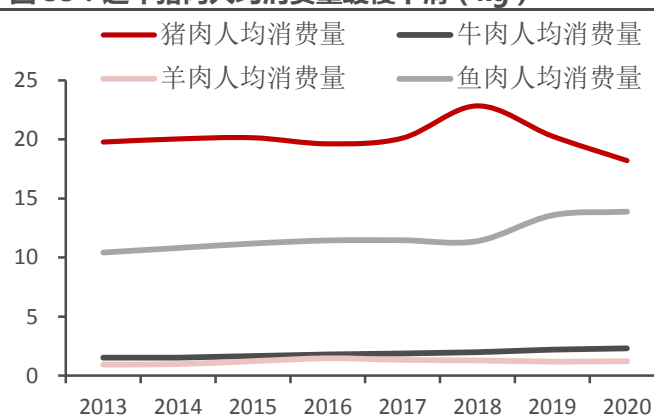
批次	日期	计划收储量 (万吨)	实际收储量 (万吨)	成交均价 (元/吨)
第一批	3月3日	1.94	1.94	19135
	3月4日	2.06	2.06	19135
第二批	3月10日	3.8	2.2	21870
第三批	4月2日	1.18	1.18	19464
	4月3日	2.82	0.85	21000
第四批	4月14日	4	0.27	21800
第五批	4月22日	4	0	21950
第六批	4月29日	4	0.18	22910
合计		23.8	8.68	-

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

2022 年 5 月第一周白羽鸡均价 9.21 元/kg，同比+2.79%，环比-0.54%，肉鸡苗价格 3.00 元/羽，同比+12.36%，环比+11.94%。受疫情影响鸡肉需求处于低位，而猪价波动对鸡肉价格也形成一定影响。3 月父母代存栏减少将滞后 2 个月反应在毛鸡和鸡肉供给，供给端将继续支撑鸡肉价格。

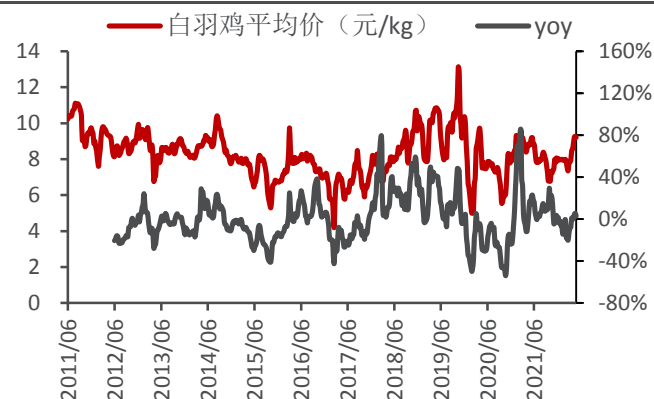
图 31：2022 年猪粮比持续低于 6:1


资料来源：国家发改委，民生证券研究院

图 33：近年猪肉人均消费量缓慢下滑 (kg)


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 34：2022 年 5 月第一周白羽鸡均价环比-0.54%



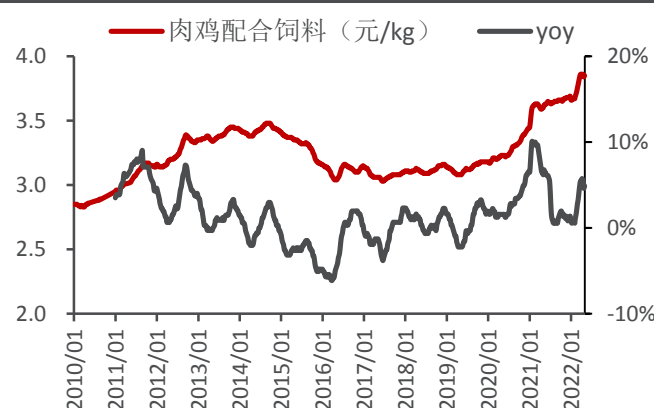
资料来源：博亚和讯，民生证券研究院

图 35：2022 年 5 月第一周肉鸡苗均价环比+11.94%



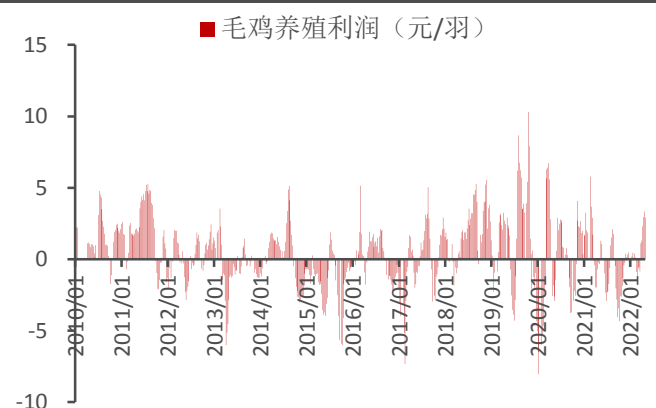
资料来源：博亚和讯，民生证券研究院

图 36：肉鸡养殖成本上行



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图 37：毛鸡养殖利润回正



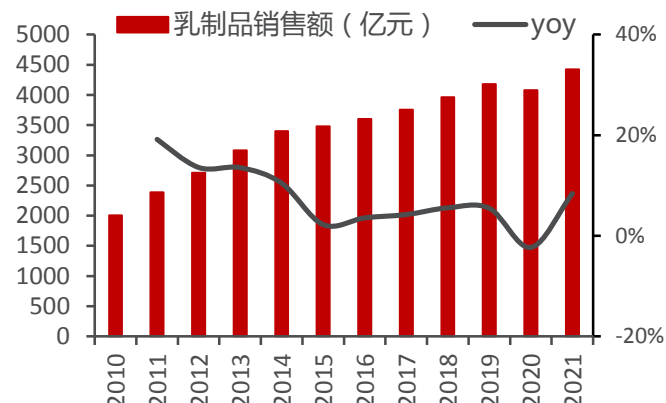
资料来源：wind，民生证券研究院

5.1.3 原奶：奶牛补栏推动供给增加，原奶价格边际下降

原奶价格核心取决于市场供需结构。2020 年疫情之后，消费者对乳制品营养价值认知提升，而供给端奶牛存栏自 2014 年后持续下滑，供不应求推动奶价持续高升。5 月 5 日全国主产区生鲜乳价格为 4.17 元/kg，自 2020 年 5 月底以来已上涨 16.8%，但在前期高位水平下环比稍有下滑。展望后续，需求依旧稳健，而 19H2 后奶牛补栏将推动供给增加，2022 年下半年或将延续边际下降趋势。

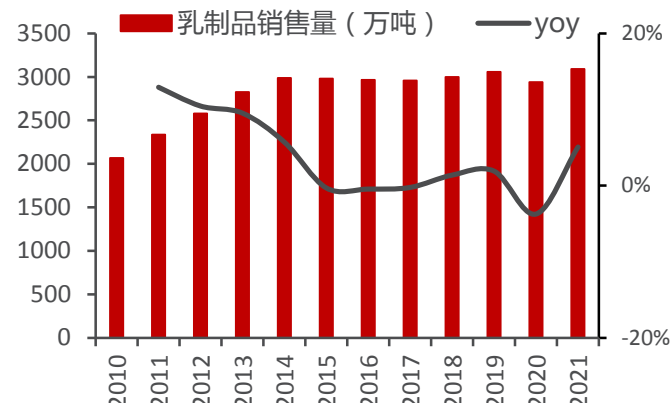
需求端：疫情后乳制品需求稳步提升，整体产品结构向高端化发展。疫情后消费者对于乳制品营养价值的认知进一步加深，推动白奶需求明显提升。根据欧睿数据，21 年乳制品销售额 4425 亿元，同比+8.4%。而在原奶紧缺情况下，乳企均加大对高端 UHT 奶、巴氏奶等高端产品的推广力度，整体产品结构向高端方向偏移。21 年乳制品销量 3091 万吨，同比+5.1%，量增幅度小于整体销售额增幅，验证价增同样贡献一部分增量。

图 38：2021 年乳制品销售额同比+8.4%



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 39：2021 年乳制品销售量同比+5.1%

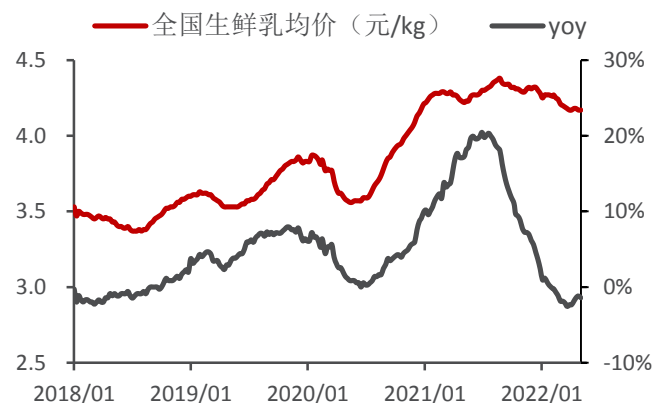


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

供给端：奶牛补栏推动原奶供给增加，奶价或将延续边际下降趋势。生鲜乳价格自 2020 年五月起进入上涨通道，2021 年前三季度均维持双位数同比增幅，进入四季度之后同比增速回落至 10% 以内，2022 年原奶价格高位震荡，且呈现边际下降趋势。

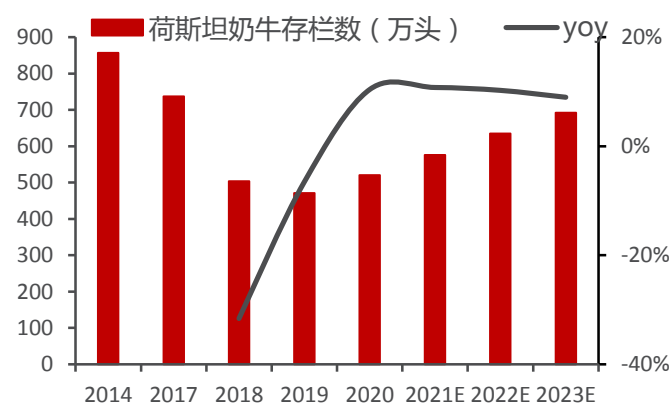
本轮奶牛补栏周期由 2019 年三四季度开始，全国范围内大规模新建牛场，正常建设周期下，一个万头牛场的建设需要 1.5 年建设周期，若引进青年牛，至泌乳期还需 1 年时间，若自繁自养，至泌乳期还需 2 年，预计在 2022 年下半年开始这批补栏的奶牛将逐渐补充原奶供给。根据全国畜牧总站统计数据，2020 年全国荷斯坦奶牛存栏 520 万头，同比+10.40%，预计 2021 年后将维持 10% 左右增速。在补栏推动下，预计 2022 年奶价或将保持边际下降趋势。

图 40：目前原奶价格已边际下降



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图 41：2020 年奶牛存栏同比+10.40%



资料来源：全国畜牧总站，荷斯坦 HOLSTEINFARMER，民生证券研究院

成本端：高位饲养成本对奶价形成一定支撑。奶牛饲养所需精饲料（玉米、豆粕等）与粗饲料（苜蓿、燕麦草等）在 2020 年后持续上升，推动原奶价格提升。玉米价格在 2020 年进入上涨通道后，2021 年四季度价格维持在高位水平，近期供需偏紧张，预期全年价格或仍将维持震荡上行。豆粕价格近期有所上涨，主要源于今年生猪、奶牛补栏较快，下游需求旺盛，预计短期豆粕价格将维持高位，后续核心关注内蒙、哈尔滨等核心产区大豆种植面积及巴西、美国等地大豆产量情况。苜蓿草价格相对稳定，近期保持在 260 美元/吨左右，燕麦草进口价格 2021 年末

略有上涨，由 340 美元/吨上涨至 380 美元/吨左右。

图 42：玉米价格近期维持在高位水平



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 43：近期豆粕价格有所上涨

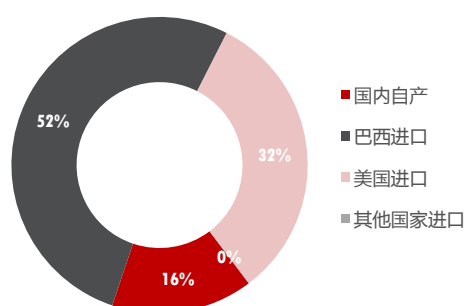


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

5.1.4 大豆：国内大豆价格增速明显回落

国内大豆基本依赖进口，2020 年国内大豆 85%来自于海外进口。由于海外主产区转基因大豆种植比例高达 90%以上，农业农村部规定进口大豆不允许进入食用领域，国内直接食用及食品加工所用大豆主要来自于国内自产，而进口大豆主要用于榨油，余下豆粕部分用作动物饲料。进口大豆 62%来自于巴西，38%来自于美国，全年采购存在非常明显的季节性，每年 5-10 月主要由巴西进口，11 月至来年 4 月主要由美国进口，主因巴西和美国分别位于南北半球，在北半球，春大豆一般 3-4 月播种，秋大豆一般 7-8 月播种，9 月进入春大豆收获期，12 月进入秋大豆收获季，而南半球每年 3-4 月进入收获季。也因此，2022 年 1-3 月中国进口大豆 66%来自于美国，31%来自巴西，与全年采购结构存在一定差异。

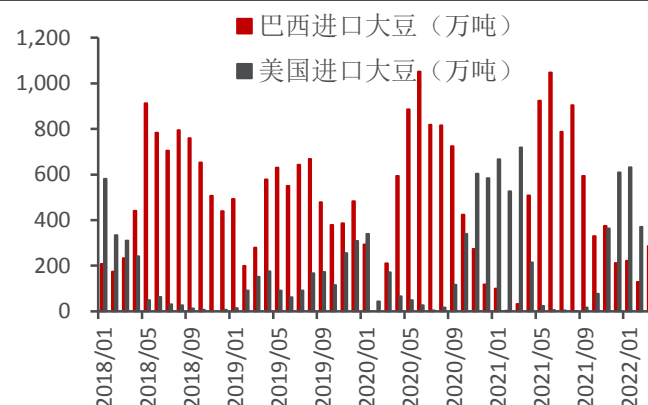
图 44：2020 年中国大豆消费结构



资料来源：中国农业农村部，海关总署，民生证券研究院

国内大豆产量有限，而海外已实现机械化大规模种植，且美国等地拥有广阔的平原，光照充足，土壤肥沃，规模效应显著，另外，美国所种植大豆以转基因品种为主，而中国主要采用选育品种，两者产量存在较大区别。2022 年 1-4 月中国大豆单产水平为 1.94 吨/公顷，美国/巴西大豆单产水平分别达到 3.19/1.79 吨/公

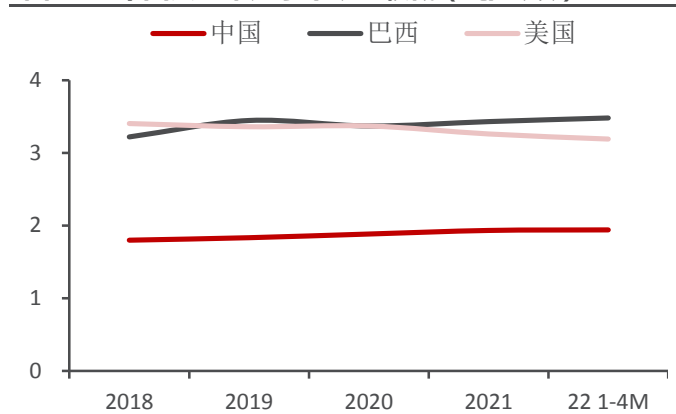
图 45：大豆进口具备明显季节特征



资料来源：海关总署，民生证券研究院

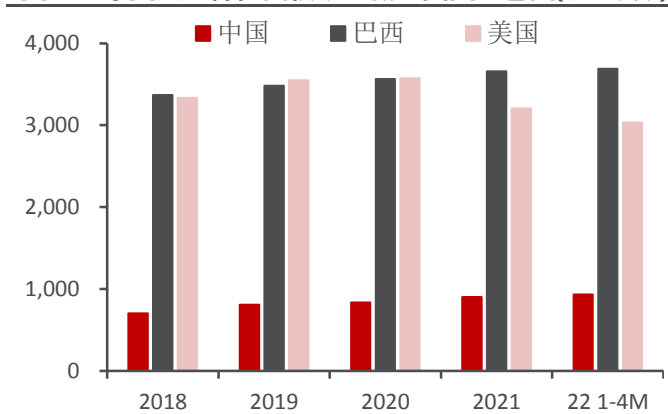
顷，约为中国的 1.6/1.8 倍。从种植面积来看，2022 年 4 月中国大豆种植面积为 933 万公顷，美国/巴西分别达到 3033/3690 万公顷。

图 46：中国大豆单产水平明显较低（吨/公顷）



资料来源：美国农业部，民生证券研究院

图 47：中国大豆种植面积明显低于美国和巴西（万公顷）

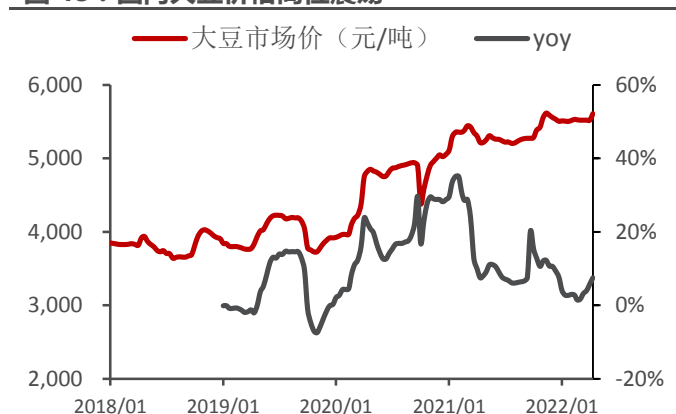


资料来源：美国农业部，民生证券研究院

2020 年后美国大豆种植面积有所回落，同时巴西受高温干旱气候影响，推迟对中国出口，进口大豆价格自 2020H2 之后持续走高，2021 年巴西/美国进口均价分别达到 564/568 美元/吨，分别同比+42.05%/+41.33%。但目前伴随巴西气候好转、种植面积增加，2021 年 1-3 月进口价格增速明显回落，巴西/美国进口均价分别同比+19.15%/+25.29%。

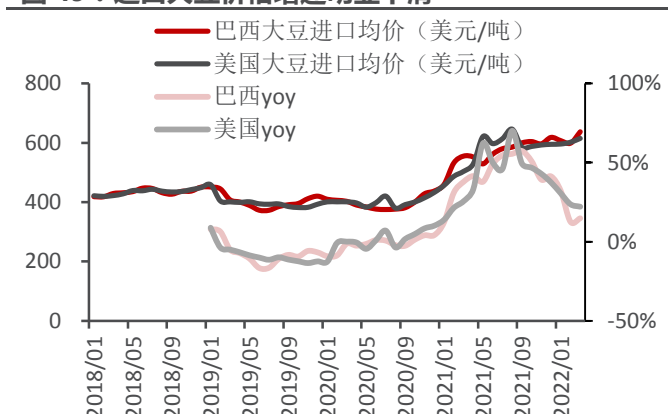
拉尼娜现象下国内冷冬热夏、南旱北涝，北方连续大风降温天气，影响国内大豆供给，2020 年后国内大豆价格持续上涨趋势，目前价格保持高位震荡。农业农村部 4 月预测 2021/22 年度中国大豆种植面积为 840 万公顷，同比减少 148 万公顷，单产同比下滑 1.7%，实现产量 1640 万吨，同比下滑 16.3%，国内需求更多依靠进口补充。伴随国际供需格局向好发展，预计国际大豆价格同比-5.0%~-0.4%，国内大豆价格同比-2.6%~+0.8%。

图 48：国内大豆价格高位震荡



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 49：进口大豆价格增速明显下滑



资料来源：海关总署，民生证券研究院

表 8：农业农村部中国大豆供需平衡表

	2019/20	2020/21 (4 月估计)	2021/22 (3 月预测)	2021/22 (4 月预测)
播种面积 (千公顷)				
大豆播种面积	9354	9882	8400	8400

大豆收获面积	9354	9882	8400	8400
单位面积产量 (吨/公顷)				
大豆单产	1935	1983	1950	1950
供需预测 (万吨)				
大豆产量(万吨)	1810	1960	1640	1640
大豆进口量	9853	9978	10200	10200
大豆消费量	10860	11326	11808	11808
压榨消费	9100	9500	10047	10047
食用消费	1380	1420	1355	1355
种子用量	80	76	76	76
损耗及其他	300	330	330	330
食糖出口量	9	6	15	15
结余变化	794	606	17	17
国产大豆销区批发均价 (元/吨)				
	4938	5952	5800-6000	5800-6000
进口大豆到岸税后均价 (元/吨)				
	3213	4317	4100-4300	4100-4300

资料来源：农业农村部，民生证券研究院

注：大豆市场年度为当年 10 月至下年 9 月

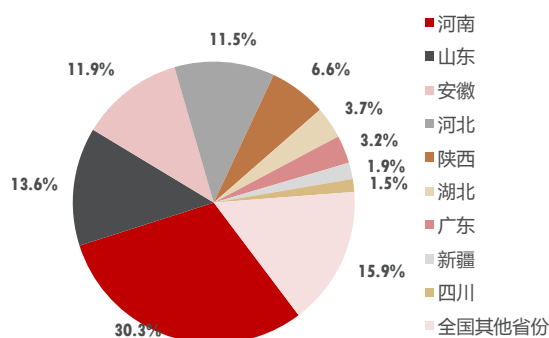
5.1.5 面粉：21Q4 后天气、成本等多方面因素推动面粉价格上涨

面粉一般指小麦粉，根据蛋白质含量的不同可细分为高筋粉、中筋粉、低筋粉；每 100g 面粉中，蛋白质含量在 10.5g 以上为高筋粉，延展性较强，通常用来制作面包，而蛋白质含量在 13.5g 以上的为特高筋粉，可用于制作油条；蛋白质含量在 8.0-10.5g 的面粉通常为中筋粉，也是最常见的中式面粉，用于制作包子、馒头、饺子、面条等；蛋白质含量在 8.5g 以下的为低筋粉，通常用于制作蛋糕和饼干等。

国内面粉基本自给自足，进出口占比极小，2018 年河南面粉产量占比 30.3%，山东/安徽/河北产量分别占比 13.6%/11.9%/11.5%，为国内面粉主产省区。21Q3 以前全国面粉产量稳步增长，价格保持平稳趋势，21Q4 由于主产区受雨水天气影响延迟小麦上市，同时元旦、春节需求旺季来临，供需结构错配，叠加人工成本、运输成本、种植成本等均有所上升，共同推升面粉价格。从 2021 年 12 月至今，标准粉（中筋粉）市场零售均价同比+4.1%，富强粉（高筋粉）同比+1.8%，目前依然保持增长趋势，2022 年 5 月 6 日标准粉/富强粉零售均价分别 5.26/5.72 元/kg，分别同比+5.2%/+3.6%。

目前俄乌冲突或导致乌克兰小麦减产，印度 5 月 13 日宣布禁止小麦出口，或导致国际小麦供需结构更为紧张。而国内小麦受天气及疫情影响，或将延后小麦收割时间，同时小麦种植成本均处于高位，预计短期内仍将支撑小麦价格。

图 50：2018 年中国面粉产量分布情况



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

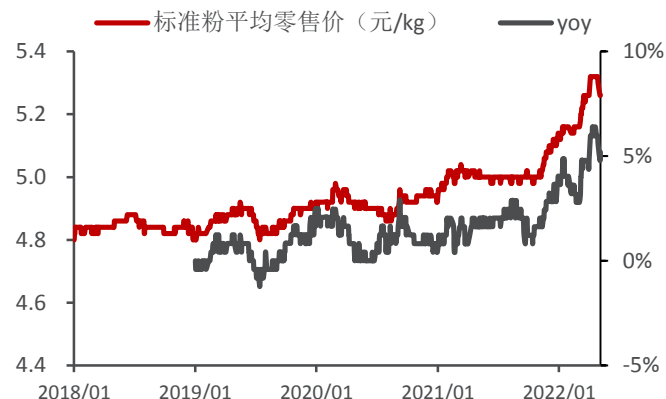
图 51：全国面粉产量保持稳步增长趋势



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

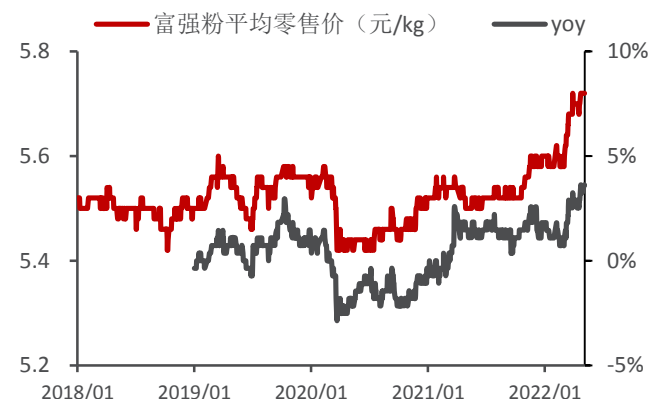
注：2 月数据为 1-2 月合并情况

图 52：5 月 6 日国内标准粉均价同比+5.2%



资料来源：国家发改委，民生证券研究院

图 53：5 月 6 日国内富强粉均价同比+3.6%



资料来源：国家发改委，民生证券研究院

5.1.6 白砂糖：国内外价格联动，预期减产带动糖价上行

2021 中国食糖消费结构中，进口占比 35%，自产 65%，其中甘蔗糖/甜菜糖分别占比约 87%/13%。伴随进口占比由 2018 年 26%提升至 2021 年 35%，国内外食糖价格联动也更加明显。

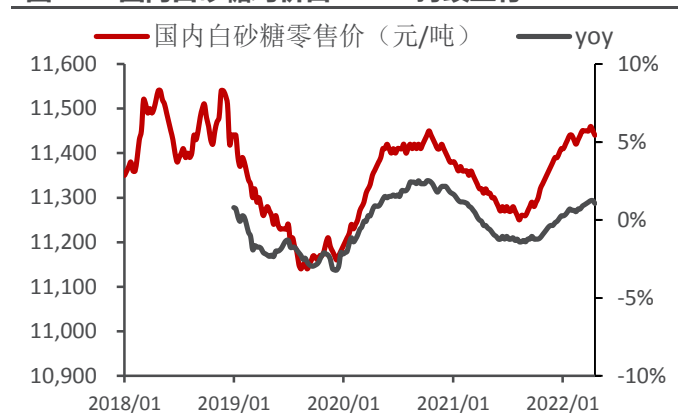
食糖主产区巴西受干旱及连续霜冻天气影响，国际糖价持续攀升，且长期来看，巴西减产影响或将持续存在，全球食糖供给过剩格局或将转为供应紧缺，远期国际糖价仍有上升空间。

2021H1 南宁糖业存货同比减少近 4 成，新疆自 2021 年 10 月进入拉尼娜状态，经历极端寒冷天气，同时内蒙古等地甜菜种植面积下降，国内食糖供需结构紧张。2021 年 6 月中下旬我国食糖进口配额用完，执行 50%进口关税，国际糖价联动影响更为明显，进一步推动国内糖价上涨。

根据中国糖业协会统计，截至 3 月底，全国累计产糖 889 万吨，同比减少 124 万吨。云南部分糖厂受疫情影响，糖料收榨时间或受一定影响。农业农村部预测 2021/22 年度甜菜播种面积将下滑近 40%，带动整体糖料种植面积下滑 6%，年

度食糖产量为 1007 万吨，同比-5.6%。预计国内糖价将同比上涨 5%~15%，国际糖价上涨 8%~27%。

图 54：国内白砂糖均价自 21H2 持续上行



资料来源：商务部，民生证券研究院

图 55：国际糖价自 2021 年开始上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 9：农业农村部中国食糖供需平衡表

	2019/20	2020/21 (4 月估计)	2021/22 (3 月预测)	2021/22 (4 月预测)
播种面积（千公顷）				
糖料播种面积	1380	1453	1365	1365
甘蔗	1165	1191	1205	1205
甜菜	215	262	160	160
糖料收获面积	1380	1453	1365	1365
甘蔗	1165	1191	1205	1205
甜菜	215	262	160	160
单位面积产量（吨/公顷）				
糖料单产	59.4	58.43	59.85	59.85
甘蔗	62.7	64.35	65.55	65.55
甜菜	56.1	52.50	54.15	54.15
供需预测（万吨）				
食糖产量(万吨)	1041	1067	1007	1007
甘蔗糖	902	913	917	917
甜菜糖	139	154	90	90
食糖进口量	376	634	450	450
食糖消费量	1500	1550	1550	1550
食糖出口量	18	13	18	18
结余变化	-100	138	-111	-111
国际食糖价格（美分/磅）				
	12.42	16.6	18.0-21.0	18.0-21.0
国内食糖价格（元/吨）				
	5565	5378	5650-6150	5650-6150

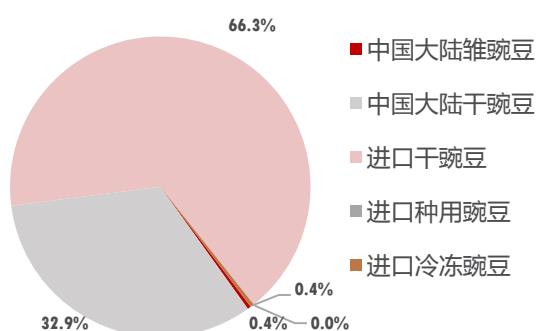
资料来源：农业农村部，民生证券研究院

注：食糖市场年度为当年 10 月至次年 9 月

5.1.7 坚果：籽坚果价格略有上涨，树坚果价格保持平稳

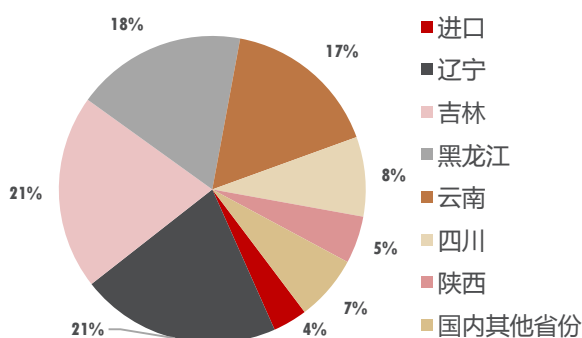
坚果根据原料来源可细分为树坚果及籽坚果，树坚果为杏仁、腰果、夏威夷果、核桃等，籽坚果为瓜子、花生、蚕豆等。由于中国过往消费习惯及树坚果种植时间较晚等原因，中国坚果消费量 50%以上都集中于籽坚果。同时，瓜子、花生等籽坚果原料主要来自于国内，豌豆自产/进口占比分别为 35%/65%左右。树坚果中核桃 99%以上来自于国内自产，松子 95%以上来自国内自产，集中于东北及云南、四川等地，榛子 90%以上来自于国产，且集中于辽宁等北方区域，其余开心果、腰果、夏威夷果等舶来品种仍主要来自于进口。伴随树坚果消费在国内的快速扩容，树坚果种植产业逐渐发展，洽洽、三只松鼠等也加码上游坚果树种植产业，部分国内适种品种有望在未来逐步实现进口替代。

图 56：2020 年中国豌豆 65%以上来自于进口



资料来源：联合国粮农组织，海关统计数据平台，民生证券研究院

图 58：2018 年松子 95%以上来自于国内自产

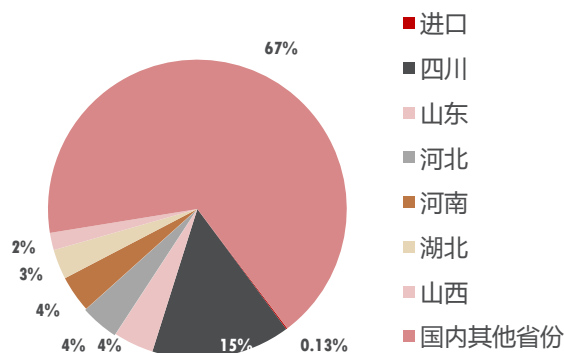


资料来源：中国林业年鉴，海关统计数据平台，民生证券研究院

国内瓜子主产区集中于内蒙及新疆，而今年受天气影响，主产区瓜子产量下滑，同时其他油料作物减产，带动油葵价格上涨。2021 年油葵均价同比上涨 35.33%，2022 年至今均价同比继续上涨 36.12%，根据调研 2021 年食用瓜子价格同比也上涨 30%左右。而在瓜子原料大幅涨价背景下，洽洽以“订单农业”的方式与上游农户达成长期合作方案，保障成本端稳定性，2022 年春年前采购季洽洽瓜子原料仅涨价 5%-10%。

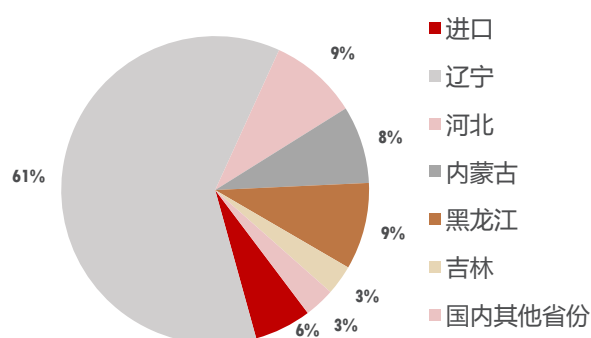
国内豌豆价格季度波动非常明显，在 4-10 月采购旺季，价格为全年低点，整体来看基本保持平稳状态。进口干豌豆价格在 2021 年后快速增长，2021 年均价

图 57：2020 年中国核桃 99%以上来自于国内自产



资料来源：中国林业年鉴，海关统计数据平台，民生证券研究院

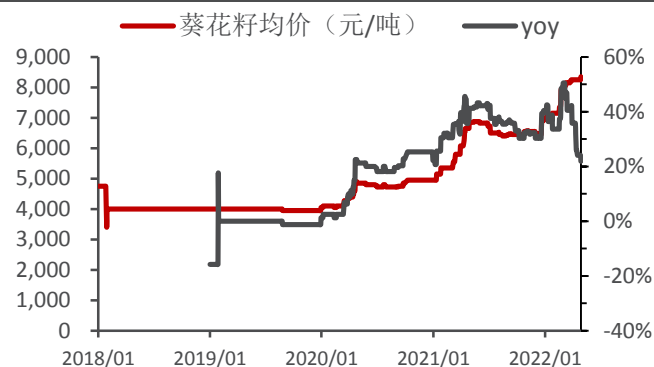
图 59：2018 年榛子 90%以上来自于国内自产



资料来源：中国林业年鉴，海关统计数据平台，民生证券研究院

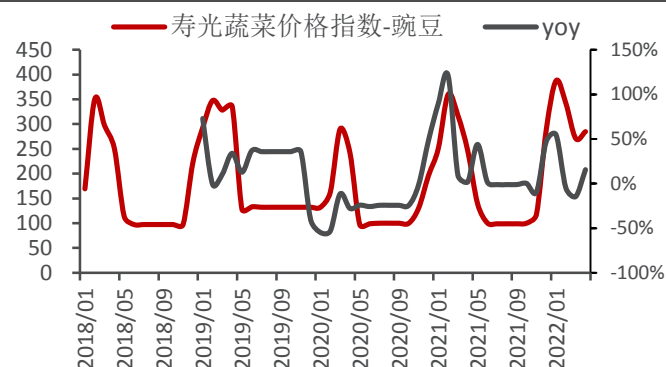
同比+27.02%，2022年1-3月均价进一步同比+64.86%。而花生在面对南方阴雨天气情况下，价格依然略有所下滑，2021年同比小幅下滑0.79%，2022年至今同比下滑3.06%，主因下游最大需求方油料厂商备货充足，供需结构变化导致花生价格下行。

图 60：油葵价格 2020 年后有所上涨



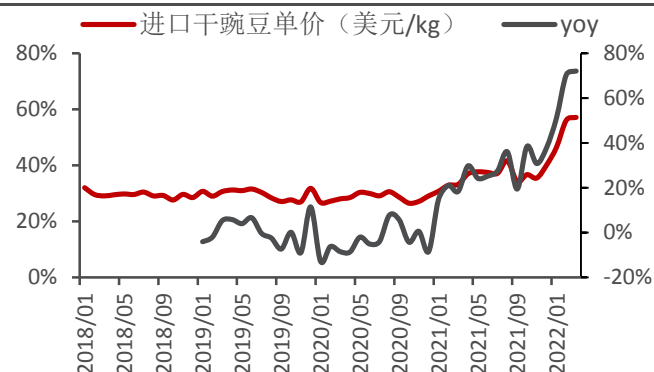
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 61：国内豌豆价格呈现明显季节性波动



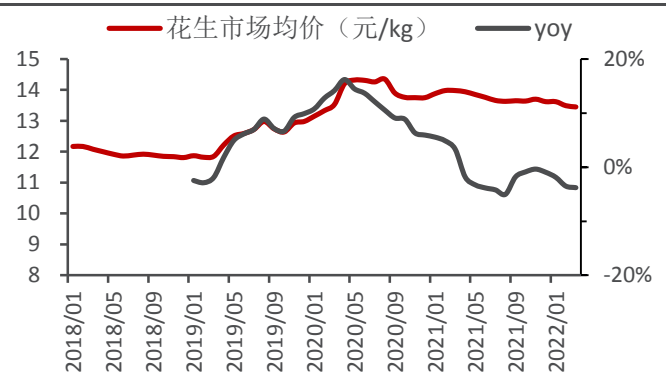
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 62：进口豌豆价格 2021 年后有所上涨



资料来源：海关统计数据平台，民生证券研究院

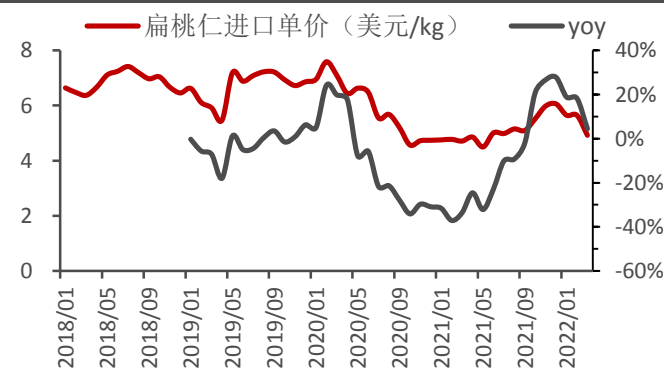
图 63：花生价格 2021 年后略有下滑



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

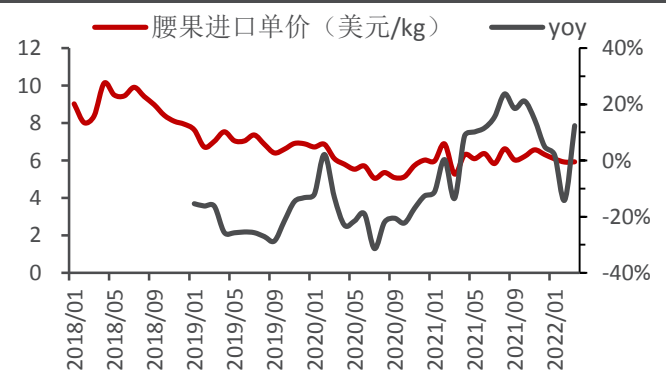
坚果方面，由于海外疫情较为严重，坚果需求量有所下滑，大部分坚果价格均较为平稳，甚至同比略有下滑，而对于部分价格短期上涨的坚果，国内坚果厂商可通过品类调整平抑成本波动，预计整体影响有限。2021年扁桃仁/腰果/开心果/夏威夷果进口均价分别同比-14.32%/+7.80%/+1.08%/-2.38%，2022年1-3月进口均价分别同比-34.18%/-7.88%/-14.03%/+19.06%。

图 64：扁桃仁进口价格短期有所下滑



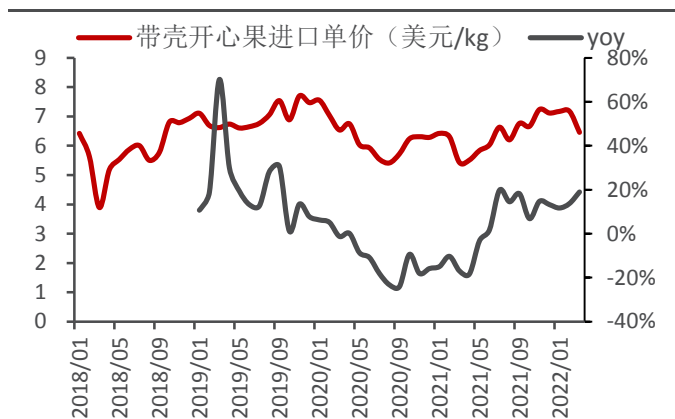
资料来源：海关统计数据平台，民生证券研究院

图 65：腰果价格近期略有下滑



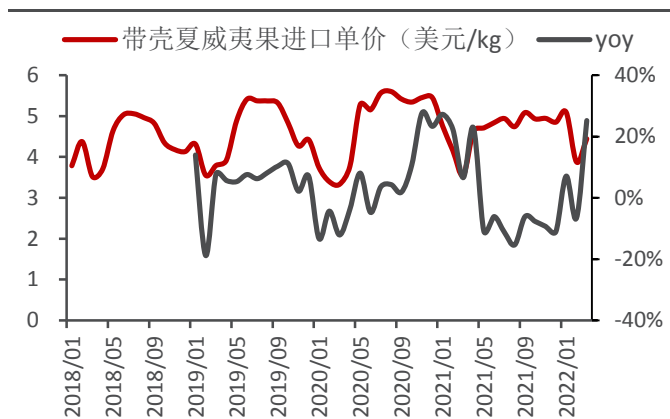
资料来源：海关统计数据平台，民生证券研究院

图 66：开心果价格整体较为平稳



资料来源：海关统计数据平台，民生证券研究院

图 67：夏威夷果价格季节波动较为明显



资料来源：海关统计数据平台，民生证券研究院

5.2 包材：多重因素影响，品类表现有所差异

5.2.1 玻璃：2021Q3 价格大幅下行，当下高库存、弱需求

玻璃分为平板玻璃和深加工玻璃，浮法玻璃属于平板玻璃，因具有厚度均匀、上下表面平整平行、劳动生产率高及利于管理等因素成为玻璃制造的主流方式。平板玻璃主要应用于建筑市场，而建筑玻璃（以平板玻璃为主）与包装玻璃相关性较强，因此平板玻璃的价格波动情况为研究包装玻璃的重要参考指标。

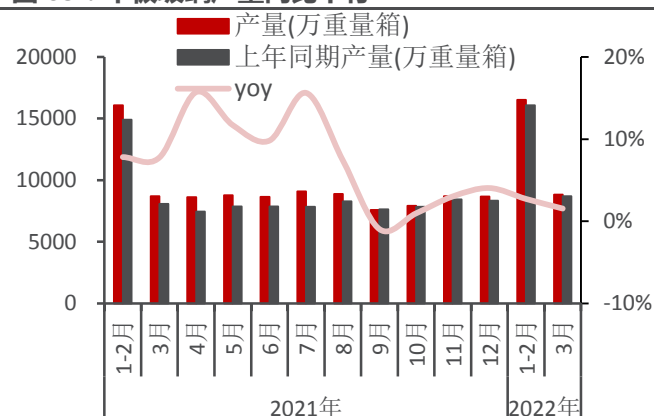
供给弹性较小，下游需求占价格影响因素比重最大。2020年下半年后，下游市场需求旺盛，伴随房地产新开工施工面积显著走高，平板玻璃价格持续走高。下半年在能耗“双控”下，原材料如动力煤、纯碱和石英砂成本上行等因素影响下，玻璃价格继续上行至9月份，达到近10年的最高水平，较2020年5月上涨前大幅增长130%；10月份房地产竣工面积同比下降20.6%，需求稍弱导致玻璃价格回落至年初水平。2022年开工后玻璃价格有明显上涨，2022Q1房地产竣工面积同比-11.5%，以备货性需求为主；后受疫情影响现货市场震荡下行，整体看当下玻璃处于高库存，弱需求阶段，后续价格走势重点关注地产新开工情况。

图 68：平板玻璃价格波动情况



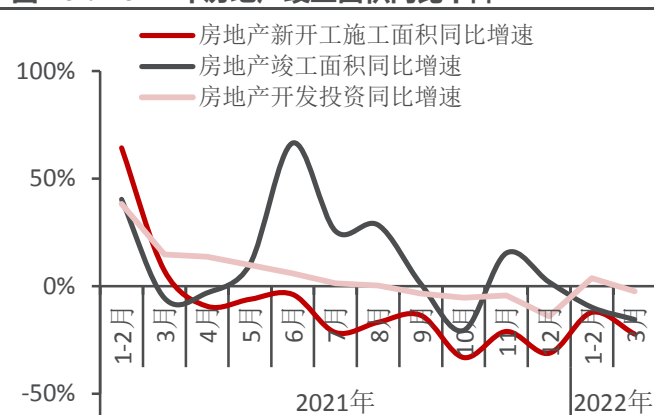
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 69：平板玻璃产量同比下行



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 70：2022 年房地产竣工面积同比下降



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

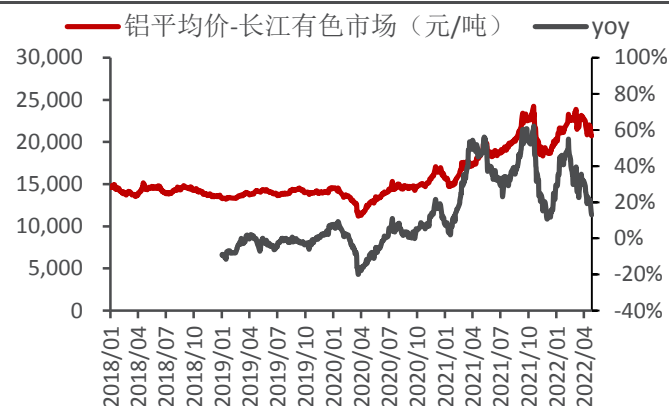
5.2.2 易拉罐：近期铝材与镀锡板卷价格呈下降趋势

易拉罐主要应用于啤酒及碳酸饮料包装，主要包含两片罐和三片罐，两片罐由罐身和罐盖组成，三片罐由罐身、罐底和罐盖三部分组成，两片罐的和三片罐的主要材料分别为铝和马口铁。易拉罐行业采取成本加成定价方式，价格主要受马口铁、铝材等原材料价格波动所影响。优势金属包装企业一般拥有与之相互依托的核心客户，双方形成长期稳定的合作关系，能够与客户形成良性的成本转嫁机制。

铝行业分为氧化铝、电解铝和铝加工三个子行业，中国为全球第一大氧化铝和电解铝的生产国与消费国。2020 年疫情初期需求骤减，由于电解铝连续生产特性，供应过剩被动累计库存，导致铝价下跌；四月份后疫情得到初步控制，经济复苏，铝价上行；后续流动性持续释放，叠加国内能耗双控及缺点限产政策，铝价持续上行至 2021 年中；俄乌冲突下海外能源供给紧张，电力成本上升，欧洲铝厂自 2021 年底起持续减产，支撑铝价上行；国内春节后复产稳步进行，但疫情影响下游需求，美联储加息落地，对大宗商品价格形成压制，目前铝价承压下行，预计后续铝价将持续震荡走势。

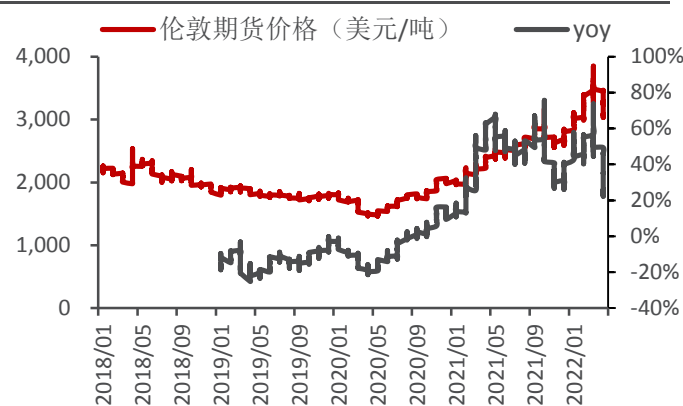
马口铁（电镀锌薄钢板）因坚固性、抗氧化性强及可塑性好、款式多样等特点，在消费者越来越注重包装美观程度的背景下，市场需求持续提升。冷轧钢卷占马口铁原材料成本 70%以上，2020 年底成本上涨支撑钢价上行，镀锡板价格自 2020 年 Q4 开始大幅上行，2021 年 6 月后有所回落，房地产偏弱导致钢材成本下降，马口铁价格中枢下行，后续价格仍有下降压力。

图 71：国内铝价近期有所下行



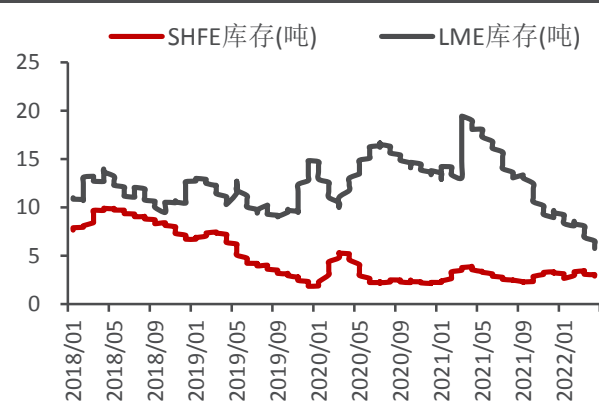
资料来源：长江有色金属网，民生证券研究院

图 72：海外铝价自 2021 年底后持续走高



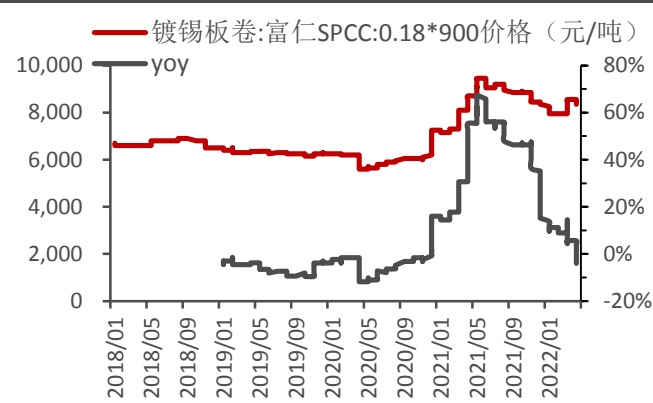
资料来源：LME，民生证券研究院

图 73：海外铝材库存 2021 年后快速下降



资料来源：LME，上海期货交易所，民生证券研究院

图 74：镀锡板价格增幅有所下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

5.2.3 PET：PET 价格逐步增长，PTA 价格持续震荡

我国是全球最大的 PET（聚酯瓶片）生产国及出口国，软饮料为 PET 主要下游产业。根据欧睿数据，2011-2021 年中国软饮料市场规模由 3419 亿元扩容至 5829 亿元，10 年 CAGR 为 5.48%，其中包装水/能量饮料/即饮咖啡 10 年 CAGR 分别+10.73%/+17.59%/+19.45%。而中国人均软饮料消费量较欧美日韩仍有提升空间，预计中国软饮料规模将会持续扩容，这也将带动 PET 包材需求提升。

图 75：PET 价格自 2020 年末稳步上涨



资料来源：生意社，民生证券研究院

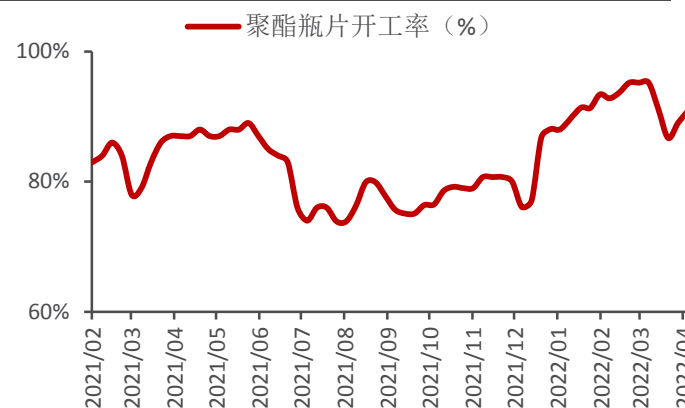
图 76：PTA 价格持续震荡



资料来源：wind，民生证券研究院

PET (聚酯瓶片) 主要原料为 PTA 和 MEG，经过聚酯流程生成聚酯切片，每 0.855 吨的 PTA 及 0.355 吨的 MEG 可生产 1 吨 PET。目前国内 PTA 工厂检修较多，产能利用率较低，国际油价高位震荡对 PTA 成本支撑仍存。近期聚酯瓶片开工率有所变化，或筑底企稳，存在反弹预期。后续开工率及 PET 价格情况仍需关注疫情控制情况及对物流影响程度。

图 77：聚酯瓶片下游开工率短期有所下滑



资料来源：同花顺金融，民生证券研究院

图 78：聚酯瓶片 21Q3 以后逐月小幅增产

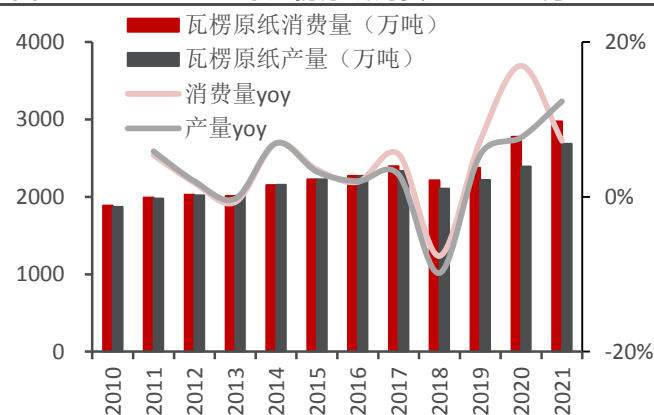


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5.2.4 瓦楞纸：禁废令下废纸缺口扩大，通过进口瓦楞原纸予以补充

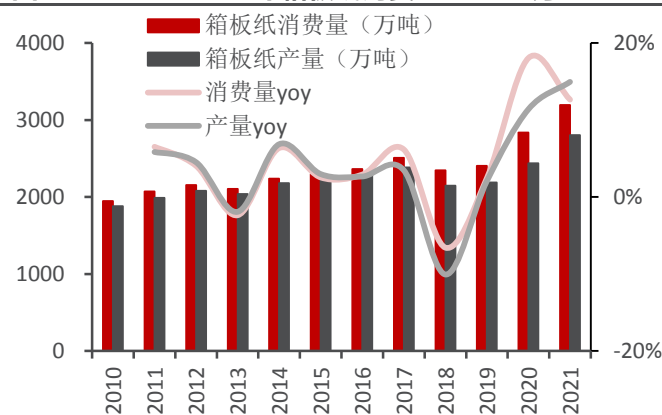
箱板纸和瓦楞纸为包装用纸主要品类，箱板纸的强度和防水性更强，而瓦楞纸具备成本低、质量轻等优点，箱板纸一般用于家电包装，瓦楞纸一般用于食品外箱包装。根据中国造纸协会数据，2021 年箱板纸和瓦楞原纸使用量分别为 3196/2977 万吨，2011-2021 年 CAGR 分别为 4.61%/4.22%，除市场消费力有所下滑的 2013 年及贸易摩擦背景下的 2018 年箱板纸及瓦楞纸消费量增速有所下滑，其余年份均保持稳步增长趋势。

图 79：2020-2021 年瓦楞原纸消费量 CAGR 为 4.22%



资料来源：中国造纸年鉴，民生证券研究院

图 80：2020-2021 年箱板纸消费量 CAGR 为 4.61%

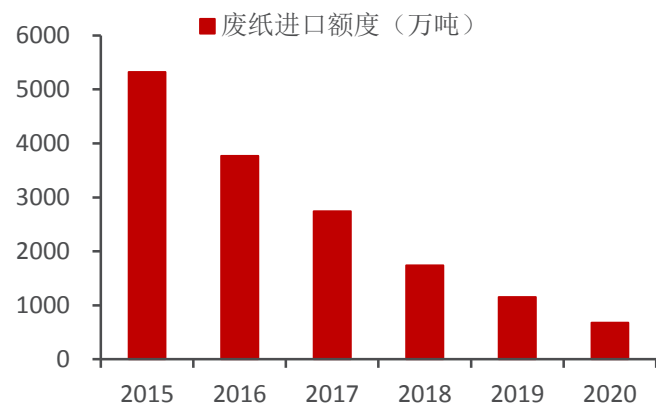


资料来源：中国造纸年鉴，民生证券研究院

瓦楞纸的原材料为废纸及废纸浆，2016 年以前进口废纸浆占比 24%-26%，2017 年面临内部环保压力，废纸进口配额收缩，以及外部海关管理政策、海运成本上升等诸多因素，进口废纸浆占比下滑至 21%，2020 年下滑至 6%，2021 年

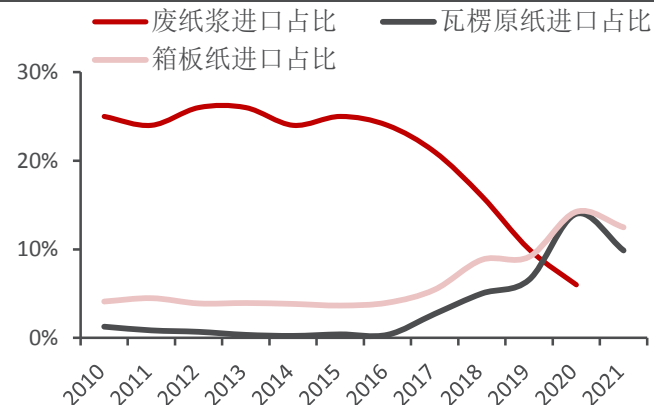
1月1日起生态环境部等多部门全面禁止外废进口。国内废纸缺口凸显,而这部分缺口核心通过进口瓦楞原纸予以补充,2016-2021年中国进口瓦楞原纸数量由8万吨提升至294万吨,瓦楞纸使用量占比由0.35%提升至9.88%。预计未来依然将通过进口瓦楞原纸来补充国内废纸缺口。

图 81：2015 年后废纸进口额度逐渐缩减



资料来源：固废化学品管理网，民生证券研究院

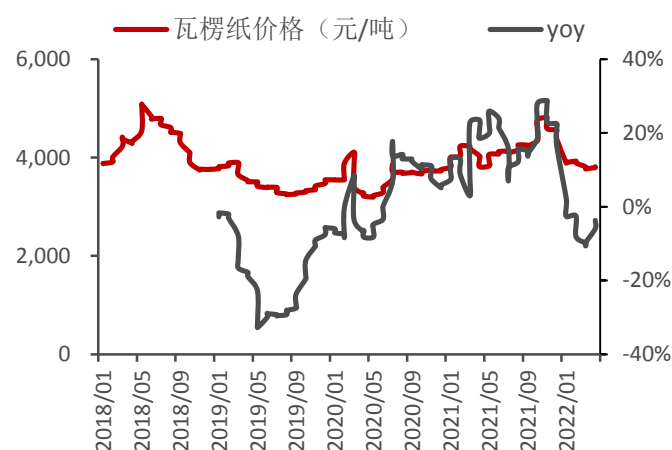
图 82：废纸缺口核心通过进口成品纸予以补充



资料来源：中国造纸年鉴，民生证券研究院

国内瓦楞纸价格自 2020 年一季度后开始上调,一路上涨至 2021 年底,12 月后逐步下调,进入 2022 年后,疫情对下游需求及物流供应形成一定影响,同时规模纸企停机检修对市场价格形成一定支撑。供给端依靠国废回收率提升(目前为 50%左右)难以弥补当前缺口,预计后续废纸缺口将进一步扩大;短期疫情、物流限制影响瓦楞纸下游需求,下半年伴随疫情修复,逐步进入造纸业旺季,需求有望逐步反弹。

图 83：2021 年 12 月后瓦楞纸价格有所下调



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 84：上游国废价格基本平稳



资料来源：中纸在线，民生证券研究院

5.3 当前成本压力行至何处—部分行业率先修复，部分行业短期压力仍存

大宗原材料价格上涨，行业迎来提价潮。回顾 2021 年至今，由于疫情、国际极端天气及俄乌冲突等多方面原因，大宗原材料价格均呈现不同程度上涨，2021 年至今，小麦/油菜/玉米/豆粕/棕榈油价格分别上涨 32.51%/68.69%/51.26%/56.58%/85.68%，铝材/PET 价格分别上涨 32.97%/51.63%。行业成本上涨明显挤压企业利润空间，21H2 龙头企业也带动行业密集提价。

目前啤酒、乳制品、速冻食品成本压力已明显缓和，而调味品、休闲食品、软饮料的成本压力短期仍持续存在。

啤酒成本大概 50%来自于包材，20H2 之后伴随地产新开工面积增加，玻璃价格明显上涨，2021 年 9 月价格高点较 2020 年 5 月底同比+130%，伴随后续地产竣工面积回落，玻璃价格明显下降，带动啤酒整体成本增速逐渐下降，目前玻璃价格进入下降通道，预计啤酒行业后续仍然将受益于包材价格回落。

乳制品企业成本核心取决于原奶价格走势，5 月 5 日全国生鲜乳均价 4.17 元/kg，较 2020 年 5 月底以来已上涨 16.8%，明显挤压乳企利润空间，而目前原奶价格已在前期高位水平下环比稍有下滑，伴随奶牛补栏，预计后续奶价依然延续边际下降趋势，乳制品企业有望受益于奶价下滑，打开毛利空间。

速冻米面成本核心取决于包材、面粉及糯米粉，速冻食材则强相关于肉类价格。进入 2022 年之后包材价格明显回落有力带动速冻米面成本下行，而面粉价格上涨对速冻米面又形成一定压力，预计在龙头企业长期锁价及规模效应带动下将有力对冲成本涨幅，同时部分企业成本加成定价方式也将有效转移成本压力。2021 年速冻食材充分受益于猪价下行，明显具备成本端优势。

调味品成本核心取决于大豆、白砂糖及包材。2021 年由于天气干扰，大豆价格持续维持高位，明显挤压调味品企业利润空间，未来核心关注 2021/22 种植季大豆播种面积。白砂糖由于国际天气及国内种植面积下降，价格自 21H2 持续上涨，预计未来依然对调味品成本端形成一定压力。

休闲零食品类较为丰富，成本构成较为多元，坚果、面粉、白砂糖、棕榈油等原辅料价格均会对零食成本形成一定影响。目前瓜子、青豌豆等部分籽坚果价格有所上行，进口树坚果价格基本保持平稳，棕榈油受海外疫情及俄乌冲突影响，当前价格已行至历史最高水平，未来核心关注海外疫情发展情况。

软饮料成本主要由白砂糖及 PET 构成，目前白砂糖价格依然处于高位，PET 价格自 2020 年末持续上涨以来，目前增速已有所放缓，后续核心关注疫情及上游 PTA 开工率情况。

6 投资建议：成本与需求周期波动不影响行业长期成长逻辑

成本与需求周期波动不影响行业长期成长逻辑，推荐三条主线：

1. 买入定价权：在细分场景/品类上有定价权或有持续提价能力的公司，具有强社交属性的白酒仍是配置首选；消费升级下，啤酒、乳制品等行业内高端产品的放量带来产品结构提升，推荐青岛啤酒、重庆啤酒、伊利股份、洽洽食品、安琪酵母。

2. 买入规模化优势龙头公司：在规模效应下，优势企业凭借更高的运营效率，盈利能力将优于行业平均水平，成本相对可控，推荐海天味业、安井食品、三全食品、天味食品、千味央厨、巴比食品。

3. 投资场景与成本边际转好行业企业：通过对主要子行业成本端拆分，我们测算了主要原材料敏感性，发现部分原材料价格边际有所改善，有望带来阶段性财务指标好转，可重点关注猪肉、青菜头等，推荐双汇发展、涪陵榨菜。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600600	青岛啤酒	85.76	2.32	2.41	2.66	37	36	32	推荐
600132	重庆啤酒	119.50	2.41	2.95	3.42	50	41	35	推荐
600887	伊利股份	37.32	1.43	1.67	1.93	26	22	19	推荐
002557	洽洽食品	53.35	1.83	2.24	2.61	29	24	20	推荐
002991	甘源食品	51.10	1.65	1.99	2.65	31	26	19	推荐
600298	安琪酵母	41.00	1.59	2.10	2.37	26	20	17	推荐
605499	东鹏饮料	129.02	3.11	3.70	4.55	41	35	28	推荐
603288	海天味业	73.38	1.58	1.98	2.31	46	37	32	推荐
603345	安井食品	129.41	2.33	3.02	4.05	56	43	32	推荐
002216	三全食品	20.41	0.73	0.82	0.92	28	25	22	推荐
603317	天味食品	20.66	0.24	0.47	0.65	86	44	32	推荐
001215	千味央厨	47.97	1.02	1.26	1.58	47	38	30	推荐
605338	巴比食品	29.52	1.27	1.02	1.34	23	29	22	推荐
000895	双汇发展	29.80	1.40	2.02	2.21	21	15	13	推荐
002507	涪陵榨菜	34.36	0.87	1.05	1.19	39	33	29	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 05 月 16 日收盘价)

7 风险提示

1) 原材料价格大幅波动。在国际极端天气、俄乌冲突等不确定性因素影响下，各类原材料价格或将大幅波动。

2) 市场需求恢复不及预期。疫情影响正常居民消费需求，疫情偶发干扰及疫情后市场需求复苏程度可能不及预期。

3) 行业竞争加剧。面对市场需求的多元化及新消费场景的开拓，及成本回落释放利润空间，行业竞争可能有所加剧。

4) 食品安全问题。食品加工环节较多，链条较长，发生偶发性食品安全问题将对企业生产经营及品牌口碑造成影响。

插图目录

图 1：限制“三公”消费下，白酒企业毛利率波动	3
图 2：原奶价格周期波动对乳业毛利率影响	3
图 3：各子行业代表性企业毛利率变化	3
图 4：各子行业代表性企业净利率变化	3
图 5：消费品价值分层	7
图 6：2011-2021 年居民收入、CPI 以及主要消费品企业产品出厂均价增长对比	8
图 7：华润啤酒差异化产品	9
图 8：乳制品多层次产品	9
图 9：中高档品牌具有更高的毛利率	9
图 10：中高档品牌具有更高的定价	9
图 11：2021 年主要企业原材料等可变成本占比	10
图 12：青岛啤酒单吨成本旺季低，淡季高	10
图 13：海天酱油 2011-2021 单位成本累计上涨 0.5%	11
图 14：国内大豆价格经历多轮价格周期	11
图 15：海天味业毛利率相对稳定，净利率不断提升	11
图 16：海天味业人均创收不断提高	11
图 17：2021 年中国油料使用量情况	15
图 18：2018-2021 年中国油脂使用量变化情况（吨）	15
图 19：2021 年一级压榨大豆油价格同比+43.57%	15
图 20：散装大豆油价格持续上涨	15
图 21：2022 年 1-4 月菜籽油全国均价同比+14.43%	16
图 22：2021 年菜籽油进口均价同比+36.17%	16
图 23：2022 年 3 月中国棕榈油进口结构	16
图 24：棕榈油价格持续高涨	16
图 25：2021 年中国葵花籽油消费结构	17
图 26：葵花油价格持续上涨	17
图 27：2006 年至今经历 4 轮猪周期	18
图 28：非洲猪瘟推动能繁母猪深度去化	18
图 29：本轮猪周期存栏环比变动明显	18
图 30：2010-2021 年猪肉月度均价呈季节性波动	19
图 31：2022 年猪粮比持续低于 6:1	19
图 32：2022 年国家猪肉收储	19
图 33：近年猪肉人均消费量缓慢下滑（kg）	19
图 34：2022 年 5 月第一周白羽鸡均价环比-0.54%	20
图 35：2022 年 5 月第一周肉鸡苗均价环比+11.94%	20
图 36：肉鸡养殖成本上行	20
图 37：毛鸡养殖利润回正	20
图 38：2021 年乳制品销售额同比+8.4%	21
图 39：2021 年乳制品销售量同比+5.1%	21
图 40：目前原奶价格已边际下降	21
图 41：2020 年奶牛存栏同比+10.40%	21
图 42：玉米价格近期维持在高位水平	22
图 43：近期豆粕价格有所上涨	22
图 44：2020 年中国大豆消费结构	22
图 45：大豆进口具备明显季节特征	22
图 46：中国大豆单产水平明显较低（吨/公顷）	23
图 47：中国大豆种植面积明显低于美国和巴西（万公顷）	23
图 48：国内大豆价格高位震荡	23
图 49：进口大豆价格增速明显下滑	23
图 50：2018 年中国面粉产量分布情况	25
图 51：全国面粉产量保持稳步增长趋势	25
图 52：5 月 6 日国内标准粉均价同比+5.2%	25
图 53：5 月 6 日国内富强粉均价同比+3.6%	25
图 54：国内白砂糖均价自 21H2 持续上行	26

图 55：国际糖价自 2021 年开始上行	26
图 56：2020 年中国豌豆 65%以上来自于进口	27
图 57：2020 年中国核桃 99%以上来自于国内自产	27
图 58：2018 年松子 95%以上来自于国内自产	27
图 59：2018 年榛子 90%以上来自于国内自产	27
图 60：油葵价格 2020 年后有所上涨	28
图 61：国内豌豆价格呈现明显季节性波动	28
图 62：进口豌豆价格 2021 年后有所上涨	28
图 63：花生价格 2021 年后略有下滑	28
图 64：扁桃仁进口价格短期有所下滑	28
图 65：腰果价格近期略有下滑	28
图 67：夏威夷果价格季节波动较为明显	29
图 68：平板玻璃价格波动情况	29
图 69：平板玻璃产量同比下行	30
图 70：2022 年房地产竣工面积同比下降	30
图 71：国内铝价近期有所下行	31
图 72：海外铝价自 2021 年低后持续走高	31
图 73：海外铝材库存 2021 年后快速下降	31
图 74：镀锡板价格增幅有所下滑	31
图 75：PET 价格自 2020 年末稳步上涨	31
图 76：PTA 价格持续震荡	31
图 77：聚酯瓶片下游开工率短期有所下滑	32
图 78：聚酯瓶片 21Q3 以后逐月小幅增产	32
图 79：2020-2021 年瓦楞原纸消费量 CAGR 为 4.22%	32
图 80：2020-2021 年箱板纸消费量 CAGR 为 4.61%	32
图 81：2015 年后废纸进口额度逐渐缩减	33
图 82：废纸缺口核心通过进口成品纸予以补充	33
图 83：2021 年 12 月后瓦楞纸价格有所下调	33
图 84：上游固废价格基本平稳	33

表格目录

表 1：2010-2021 年各子行业毛利率变化情况	4
表 2：2010-2021 年各子行业净利率变化情况	4
表 3：大众消费品公司提价梳理	5
表 4：各子行业主要原材料价格变化及预测	6
表 5：2011-2021 年主要公司产品出厂均价累计涨幅	8
表 6：2022Q1 大众品盈利能力受损	10
表 7：食品板块子行业成本结构及成本走势	13
表 8：农业农村部中国大豆供需平衡表	23
表 9：农业农村部中国食糖供需平衡表	26
重点公司盈利预测、估值与评级	35

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001