

复盘系列之八

通胀期调味品表现复盘：调味品通过提价应对，与通胀赛跑

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之白酒韧性十足，不惧调整再攀高峰 20220427

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之2020年疫情期间白酒表现复盘 20220401

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之2020年疫情期间食品表现复盘 20220330

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之复盘徽酒变革，洞察升级趋势20220210

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号
S1060522030001
WANGMENG917@pingan.com.cn

研究助理

潘俊汝 一般证券从业资格编号
S1060121120048
13052596293
PANJUNRU787@pingan.com.cn



平安观点：

- **调味品提价对冲，拥有较强的抗通胀属性。**通过梳理历次通胀周期，我们可以观察到调味品零售价格指数涨时能跑赢CPI，跌时跌幅小于CPI，说明调味品具备良好的抗通胀属性。本篇报告我们将从“通胀引发原材料涨价-企业提价对报表端影响-业绩传导至股价”三个阶段的传导来复盘调味品行业及龙头企业在最近三轮通胀期的表现，期望总结出对当前通胀有指导意义的启示。
- **调味品的刚需属性使得企业能够通过提价转移成本压力。**面对通胀带来的成本压力，调味品企业往往直接提价应对。我们总结调味品能够拥有较强的提价能力主要是由于以下三点：（1）刚需属性。调味品属于必选消费，具有一定的不可替代性；并且由于购买频次低、花销少，消费者对产品的提价相对不敏感。（2）市场集中度不断提升。从提价能力角度看，调味品有较好的行业格局，其中具有较高市占率的行业龙头拥有较强的定价权。（3）产品升级能力强。最大品类酱油目前仍处于品类生命周期的黄金期，行业已完成阶段性扩产能，将由量增转至价增阶段。
- **龙头企业率先提价，品牌力强的企业直接提价。**龙头企业拥有定价权，一般只有在龙头率先提价后，其余竞品企业才会跟随提价，一般跟进时间在3-6个月左右。品牌力强的企业由于消费者认可度高，往往采取直接提价的方式，而对于品牌力较弱或行业处于下行周期的企业，则会通过换包装、换规格的方式推出单价更高的新品，逐步替代旧品以实现变相提价。
- **企业提价紧随原材料阶段性高位之后，提价后约两个季度传递到报表端。**受行业竞争以及传导周期影响，产品提价较原材料成本上涨存在一定滞后期。我们总结出调味品公司提价节点往往出现在原材料阶段性大幅上涨1-2个季度后，基本与原材料高位同时出现。调味品提价的过程往往需要分阶段、分区域逐步执行，渠道库存需要一段时间消化，使得报表端营收、净利润的改善较提价有所滞后，提价后原材料价格由波峰转至波谷的变化，在一定程度上也会增厚企业利润。复盘业绩数据我们总结出调味品公司提价后一般2-3个季度左右传递至报表端，且行业的盈利能力改善能持续1年左右。

- **毛利率改善滞后提价两个季度左右，净利率改善滞后毛利率一个季度左右。**通过复盘我们发现，企业提价后毛利率端改善大约需要两个季度左右的时间，与净利润改善的时点基本趋同。并且提价带来的毛利率提升具有持续性，基本能维持一年以上的的时间。而净利率对于提价的反应则滞后于毛利率一个季度左右，这主要是由于提价往往伴随销售费用投放，待价格顺利过渡后才能传导至净利率端。
- **提价消息催化股价短期上涨，后期持续上涨取决于盈利能力改善。**观察调味品企业股价在三轮通胀中与提价的关系，我们总结出：（1）提价前，受制于成本上涨压力，股价表现往往受到压制；（2）提价消息公布当月，受消息催化影响，市场预期乐观情绪通常会促使股价在短期内实现一定涨幅；（3）拉长维度来看，后期股价能否持续上涨则取决于企业盈利改善是否具有持续性，若后续企业盈利能力有显著改善，股价往往会表现出持续上升趋势。
- **投资建议：**从历史复盘来看，我们发现调味品板块拥有较强的抗通胀能力，往往显著跑赢沪深 300 指数。调味品企业通常能够通过提价传导成本压力，提价后能够顺利传导至下游且盈利能力有显著改善的公司能迎来提价后的股价二次上涨，我们建议关注基本面较好、拥有定价权的调味品龙头企业。重点推荐品牌力和渠道力占优势的海天味业，建议关注利润弹性较高的调味品高端化龙头千禾味业、成本转移能力强的涪陵榨菜、低基数的复合调味品龙头天味食品。
- **风险提示：**1) 价格传导不畅的风险。提价需要一定时间传导至终端，存在价格传导不畅的风险。2) 原材料价格延续大幅上涨。如果后续价格持续上升，当前提价不能有效消化成本压力，行业盈利能力将再度承压。3) 行业竞争加剧。食品饮料行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、串货等不利影响。4) 食品安全的风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。5) 疫情加剧风险。疫情加剧影响线下消费场景减少，可能对餐饮产业链景气度造成冲击。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				评级
		2022-08-04	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
海天味业	603288.SH	82.70	1.58	1.78	2.02	2.39	52.3	46.5	40.9	34.6	推荐	
千禾味业	603027.SH	15.45	0.28	0.32	0.41	0.52	55.2	48.3	37.7	29.7	-	
涪陵榨菜	002507.SZ	32.48	0.84	1.14	1.33	1.52	38.7	28.5	24.4	21.4	-	
天味食品	603317.SH	25.12	0.24	0.39	0.52	0.67	104.7	64.4	48.3	37.5	-	

资料来源：Wind，平安证券研究所。（注：海天味业 EPS 数据为平安证券预测，其余为 Wind 一致预期）

正文目录

一、	调味品提价对冲，拥有较强的抗通胀属性.....	6
二、	2015-2018年通胀周期复盘.....	8
	2.1 大宗农产品及包材 2016 年底至 2017 年初上行至阶段性高位.....	8
	2.2 企业提价滞后于原材料承压 1-2 个季度后，龙头企业率先提价.....	11
	2.3 提价需两个季度传递到报表端，净利率反应滞后毛利率一个季度.....	11
	2.4 股价短期消息面催化，长期依靠业绩改善.....	13
三、	2009-2012年通胀周期复盘.....	14
	3.1 相关大宗商品 2010 年底急速上涨至阶段性高点，短期涨幅较大.....	14
	3.2 调味品企业反应迅速，本阶段提价与原材料价格高位几乎同时到来.....	15
	3.3 原材料压力扰动利润端，提价对盈利能力的改善具有持续性.....	15
	3.4 股价反应相对滞后，后期上涨需待盈利能力修复.....	17
四、	2006-2008年通胀周期复盘.....	18
	4.1 农产品与包材的共同高位出现在 2007 年 10-11 月，以及 2008 年 7 月.....	18
	4.2 企业迅速应对，提价行为主要集中在 2007 年 12 月和 2008 年 1 月.....	19
	4.3 除直接提价外，企业亦通过产品结构升级和费用管控应对成本压力.....	20
	4.4 产品结构改善与提价接替改善盈利能力，头部企业股价实现三轮上涨.....	21
五、	总结及启示.....	22
	5.1 调味品的刚需属性使得企业能够通过提价转移成本压力.....	22
	5.2 龙头企业往往率先提价，其余竞品随后跟进.....	22
	5.3 品牌力强的企业往往直接提价，而稍弱的企业则通过更换包装等方式间接提价.....	23
	5.4 企业提价紧随原材料阶段性高位之后，提价后约两个季度传递到报表端.....	23
	5.5 毛利率改善滞后提价两个季度左右，净利率改善滞后毛利率一个季度左右.....	24
	5.6 提价消息催化股价短期上涨，后期持续上涨取决于盈利能力改善.....	24
六、	投资建议.....	25
七、	风险提示.....	25

图表目录

图表 1	我国 2000 年至今经历了四轮通胀周期.....	6
图表 2	历轮通胀周期的 CPI/PPI 高点时间及剪刀差.....	6
图表 3	历年调味品零售价格指数和 CPI 指数.....	7
图表 4	调味品下游主要为餐饮、家庭场景.....	7
图表 5	2020 年我国调味品行业竞争格局.....	7
图表 6	2019 年调味品百强企业产品产量占比情况.....	8
图表 7	百强企业酱油单位产量收入（元/吨）.....	8
图表 8	海天味业原材料占比情况.....	8
图表 9	2015-2018 年我国大豆、豆粕和白砂糖现货价格较 2015 年初涨幅.....	9
图表 10	2015-2018 年我国 PET 价格走势（元/吨）.....	10
图表 11	2015-2018 年我国瓦楞纸和浮法玻璃价格走势（元/吨）.....	10
图表 12	2015-2018 年调味品企业提价情况.....	11
图表 13	2015 至 2019 年调味品行业主要公司营业收入、归母净利润及增速.....	11
图表 14	2015 至 2018 年调味品行业主要公司毛利率变化情况.....	12
图表 15	2015 至 2018 年调味品行业主要公司净利率变化情况.....	13
图表 16	2015-2018 年调味品主要企业股价表现情况.....	13
图表 17	2009-2012 年我国大豆、豆粕和白砂糖较 2009 年初涨幅.....	14
图表 18	2009-2012 年我国 PET 价格走势（元/吨）.....	15
图表 19	2009-2012 年调味品企业提价情况.....	15
图表 20	2009 至 2012 年调味品行业主要公司营业收入、归母净利润及增速.....	16
图表 21	2009 至 2012 年调味品行业主要公司毛利率变化情况.....	17
图表 22	2009 至 2012 年调味品行业主要公司净利率变化情况.....	17
图表 23	2009-2012 年调味品主要企业股价表现情况.....	18
图表 24	2006-2008 年我国大豆、豆粕和白砂糖较 2006 年初涨幅.....	19
图表 25	2006-2008 年我国 PET 价格走势（元/吨）.....	19
图表 26	2006-2008 年调味品企业提价情况.....	20
图表 27	2006 至 2008 年调味品行业主要公司营业收入、归母净利润及增速.....	20
图表 28	2006 至 2008 年调味品行业主要公司毛利率变化情况.....	21
图表 29	2006 至 2008 年调味品行业主要公司净利率变化情况.....	21
图表 30	2006-2008 年调味品主要企业股价表现情况.....	22
图表 31	龙头率先提价后竞品跟进情况.....	23
图表 32	海天味业直接提价，涪陵榨菜缩规格、换包装间接提价.....	23
图表 33	企业提价紧随原材料阶段性高位之后，提价后约两个季度传递到报表端.....	24

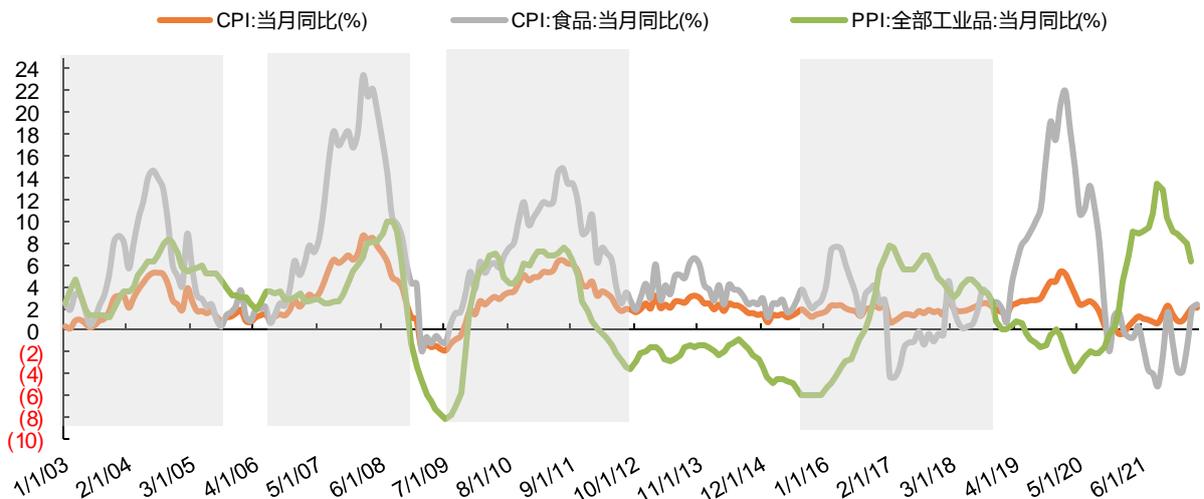
图表 34	2015-2018 通胀期企业提价后毛利率、净利率改善节点.....	24
图表 35	中炬高新产品提价与股价表现的关联性.....	25
图表 36	重点公司估值表.....	25

一、调味品提价对冲，拥有较强的抗通胀属性

2000 年以来，我国共经历了四轮通胀周期，分别为 2003-2005 年、2006-2008 年、2009-2012 年、2015-2018 年。

- 1) 第一轮通胀期：加入 WTO 后，投资和进出口飞速发展，引发需求驱动型通胀。**第一轮通胀周期为 2003-2005 年，主要由固定资产投资和进出口驱动。按照 CPI 物价水平来看，第一轮通胀的高点出现在 2004 年 7 月，CPI/CPI (食品) 当月同比为 5.3%/14.6%，对应的 PPI 在 3 个月后就达到高点，当月同比为 8.4%。
- 2) 第二轮通胀期：全球经济过热引发通胀。**第二轮通胀周期为 2006-2008 年，主要由于中国对外贸易顺差大幅攀升，外汇占款显著高增，宽松的货币环境叠加旺盛的实体需求，经济增长再次出现过热迹象。第二轮通胀的高点出现在 2008 年 2 月，CPI/CPI (食品) 当月同比为 8.7%/23.3%，对应的 PPI 在 6 个月后就达到高点，当月同比为 10.1%。
- 3) 第三轮通胀期：四万亿刺激叠加超额信贷，引发类滞涨型通胀。**第三轮通胀周期为 2009-2012 年，2008 年金融危机后，政府实施四万亿刺激政策叠加国际油价大涨带来输入性的通胀压力引发类滞涨型通胀。第三轮通胀的高点出现在 2011 年 7 月，CPI/CPI (食品) 当月同比为 6.5%/14.8%，对应 PPI 当月同比为 7.5%。
- 4) 第四轮通胀期：供给侧改革，PPI 明显提升，引发结构性通胀。**第四轮通胀周期为 2015-2018 年，PPI 与 CPI 之间出现显著剪刀差，PPI 的上行主要是由工业品领域去产能驱动。第四轮通胀的高点出现在 2016 年 3 月，CPI/CPI (食品) 当月同比为 2.3%/7.6%，对应的 PPI 在 11 个月后就达到高点，当月同比为 7.8%。

图表1 我国 2000 年至今经历了四轮通胀周期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

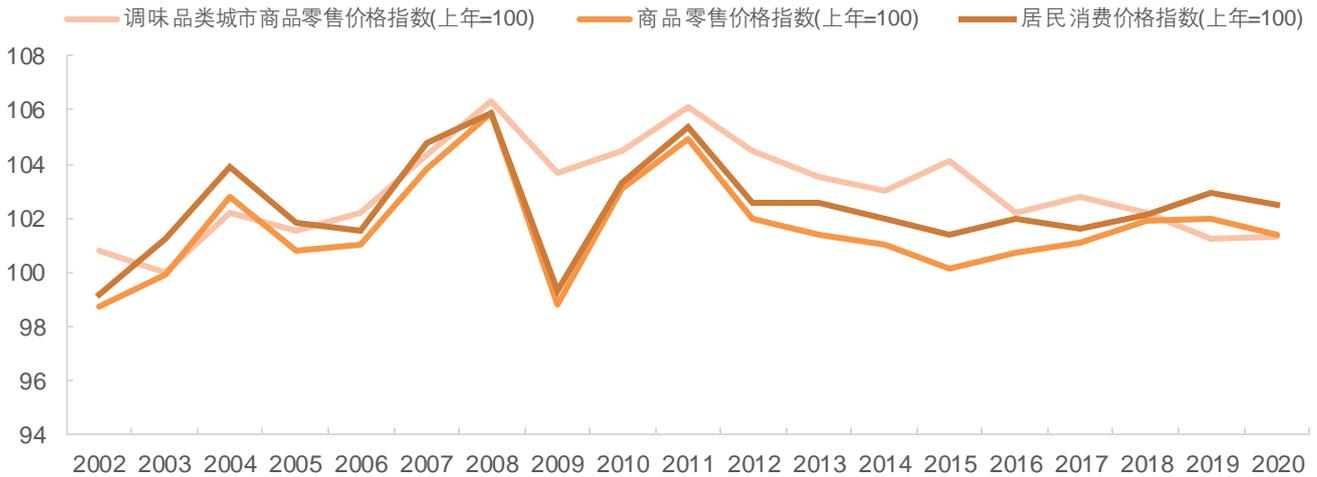
图表2 历轮通胀周期的 CPI/PPI 高点时间及剪刀差

指标	第一轮			第二轮			第三轮			第四轮		
	起始时间	高点时间	数值	起始时间	高点时间	数值	起始时间	高点时间	数值	起始时间	高点时间	数值
CPI	2003年8月	2004年7月	5.3	2006年7月	2008年2月	8.7	2009年4月	2011年7月	6.5	/	2016年3月	2.3
CPI (食品)	2003年8月	2004年7月	14.6	2006年7月	2008年2月	23.3	2009年4月	2011年7月	14.8	2015年12月	2016年3月	7.6
食品超额		/	9.3		/	14.6		/	8.4		/	5.3
PPI	2003年11月	2004年10月	8.4	2007年9月	2008年8月	10.1	2009年8月	2011年7月	7.5	2016年1月	2017年2月	7.8
剪刀差		3个月	3.1		6个月	1.4		/	1.1		11个月	5.5

资料来源: Wind, 平安证券研究所

调味品具备刚需属性，有良好的抗通胀性。调味品属于必选消费，周期性较弱，无论宏观经济如何波动，人们消费调味品的量基本是恒定的。并且由于消费者购买频次低、花销少，调味品需求价格弹性小，消费者对产品的提价相对不敏感。行业通常有两种提价方式：(1) 间接提价，通过不断扩充各价位带产品，升级产品结构；(2) 直接提价，企业对成本的转嫁能力强，头部公司基本上三年提价一次。梳理 2000 年以来的四轮通胀周期，我们可以观察到调味品零售价格指数涨时能跑赢 CPI，跌时跌幅小于 CPI，说明调味品具备良好的抗通胀属性。本篇报告我们将从“通胀引发原材料涨价-企业提价对报表端影响-业绩传导至股价”三个阶段的传导来复盘调味品行业及龙头企业在最近三轮通胀期的表现，期望总结出对当前通胀有指导意义的启示。

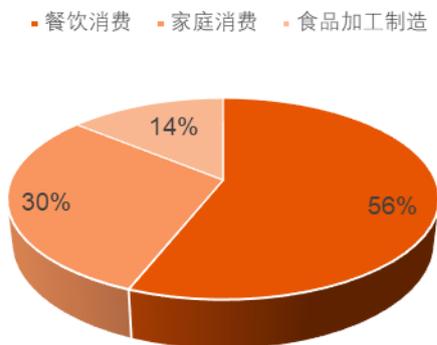
图表3 历年调味品零售价格指数和 CPI 指数



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

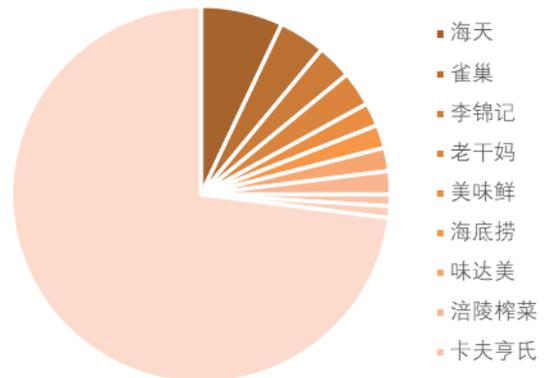
市场集中度快速提升，龙头拥有较强定价权。调味品下游最主要的是餐饮渠道（56%），头部企业已经拥有了明显的先发优势。家庭消费市场（30%）极为分散，每一轮提价都能助推龙头品牌效应增强，从而推动 C 端集中度的提升。目前我国调味品市场竞争格局较为分散，尚未出现垄断性龙头企业。根据欧睿数据，按 2020 年零售额划分，排名前三的为海天味业（7%）、雀巢（4%）和李锦记（3%）。我国调味品行业市场集中度不断提升，CR10 从 2010 年的 25% 上升至 2020 年的 28%。新冠疫情以来，厂商、经销商、餐饮店均承受较大经营压力，餐饮全产业链加快洗牌，具备强竞争力的龙头有望实现集中度快速提升。从提价能力角度看，调味品有较好的行业格局，其中具有较高市占率的行业龙头拥有较强的定价权。

图表4 调味品下游主要为餐饮、家庭场景



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

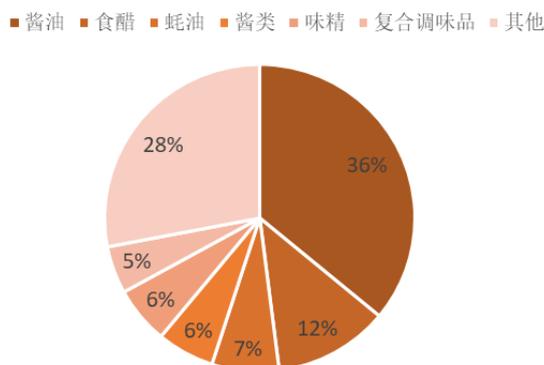
图表5 2020 年我国调味品行业竞争格局



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

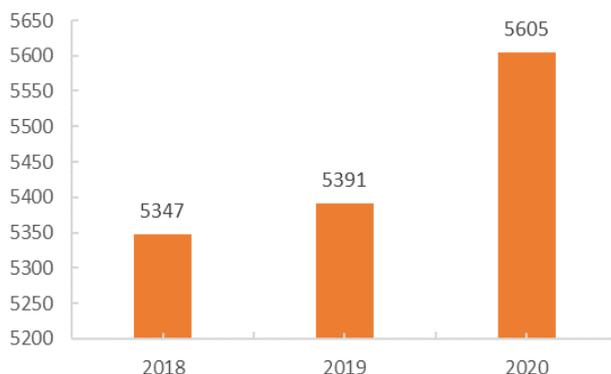
酱油行业高质量发展，量增转至价增阶段。根据调味品分类国家标准，调味品有 17 大品类，其中酱油产业的销售额和企业规模均居调味品行业首位。2019 年调味品百强企业酱油产量份额占比 36%，其次是食醋占比 12%，蚝油、酱类、味精等其它调味品占比仅为个位数。我国酱油行业 CR3（海天味业、李锦记、中炬高新）约为 33%，对标日本酱油行业 CR3（龟甲万、山子牌、正田）约 52%，行业集中度仍有较大提升空间。酱油目前仍处于品类生命周期的黄金期，龙头企业抢占小品牌市场份额导致集中度快速提升，行业已完成阶段性扩产能，将由量增转至价增阶段。根据中国调味品协会统计，百强企业酱油出厂价格继续保持增长，2020 年达到 5605 元/吨，同比增长 4%，产品转型升级顺利进行中。酱油产业正在向高质量发展过渡，距离行业天花板还有很大空间。

图表6 2019年调味品百强企业产品产量占比情况



资料来源：中国调味品协会，平安证券研究所

图表7 百强企业酱油单位产量收入（元/吨）



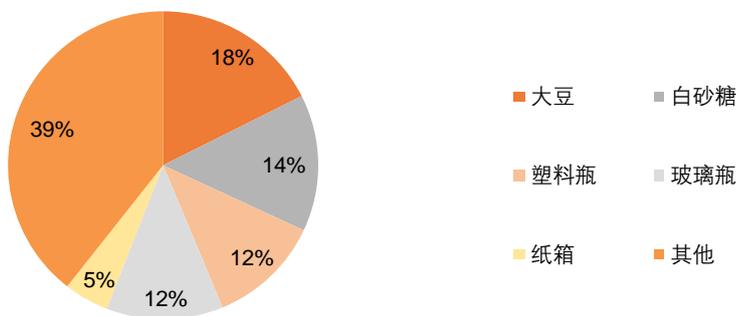
资料来源：中国调味品协会，平安证券研究所

二、2015-2018 年通胀周期复盘

2.1 大宗农产品及包材 2016 年底至 2017 年初上行至阶段性高位

调味品的成本主要由原材料和包材成本构成。根据海天味业招股说明书，原料成本主要包括大豆（18%）、白糖（14%），包材成本主要包括塑料瓶（12%）、玻璃瓶（12%）和纸箱（5%）。调味品的毛利率很大程度上受上述成本波动影响，原材料价格上涨会通过提价的方式传导至下游经销商及消费者。

图表8 海天味业原材料占比情况

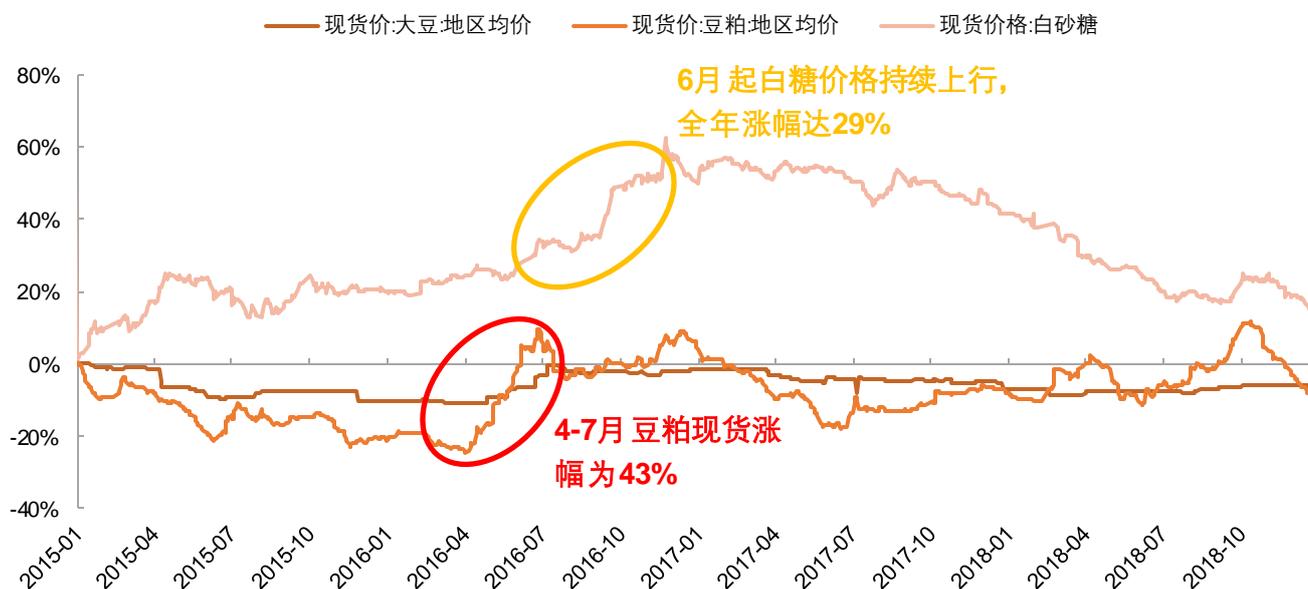


资料来源：公司公告，平安证券研究所

大豆和豆粕区间价格相对平稳，白砂糖价格冲高回落。我国豆粕和大豆现货价格自 2015 年 1 月开始下跌，豆粕现货价格全年跌幅为 24.4%，大豆现货价格全年跌幅为 7.8%，相对豆粕价格跌幅较小。2016 年初受气候因素影响，南美洲大豆产

量大幅下降，而我国大豆主要依赖进口，自 2016 年 4 月起豆粕价格先于大豆出现显著增长，4-7 月涨幅高达 43%，8 月小幅回落后再度攀升，2016 年全年涨幅达 34%。大豆现货价格则从 5 月开始上涨，直至 7 月中旬涨幅约 10%，下半年价格企稳。2017 年 1 月-2017 年 6 月，豆粕价格再次下跌，区间跌幅为 8.1%，7 月初震荡上行，至 2018 年 10 月底达到本阶段最高涨幅，较 2015 年初上涨 11.6%。2017 年 1 月-2018 年末，大豆现货价格则小幅平稳回落，区间涨幅为 6.9%。2015 年-2018 年豆粕现货价格区间跌幅为 9.3%，大豆现货价格区间跌幅为 8.5%，整体表现相对平稳。白砂糖方面，由于 2014 年各糖厂利润达到低点，果农对甘蔗的种植意愿下降，导致制糖原材料供给下降，产物白砂糖也供不应求，白砂糖现货价格自 2015 年 1 月起显著上行，至 2015 年 4 月末涨幅达 25%，而后小幅回落，全年涨幅 20%。2016 年初白砂糖价格继续上升，全年上涨 29%，较 2015 年初上涨 48%，随后白砂糖价格大幅震荡回落，至 2018 年 9 月底，跌幅达 44%。2015 年-2018 年期间，白砂糖价格整体涨幅为 14%。

图表9 2015-2018 年我国大豆、豆粕和白砂糖现货价格较 2015 年初涨幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

PET 价格经历多轮上涨后回落。2015 年-2018 年期间，我国 PET 价格从 6350 元/吨上涨至 7700 元/吨，区间涨幅为 21.3%。PET 价格自 2015 年初震荡上行，共经历了 5 轮上涨：其中第一轮上涨（2015 年 3 月-5 月）实现涨幅 21.5%；第二轮（2016 年 2-3 月中旬）实现涨幅 15.1%；第三轮（2016 年 11 月-12 月）上涨 23.4%，并且高位持续至 17 年 2 月；第四轮上涨（2017 年 5 月-9 月中旬）实现涨幅 18.3%，为 17 年 3 月 PET 价格冲高回落后的触底反弹；至 2018 年 6 月底迎来第五轮上涨（2018 年 6 月-2018 年 9 月），涨幅高达 44.1%，而后大幅回落，9-12 月跌幅达 43.1%。

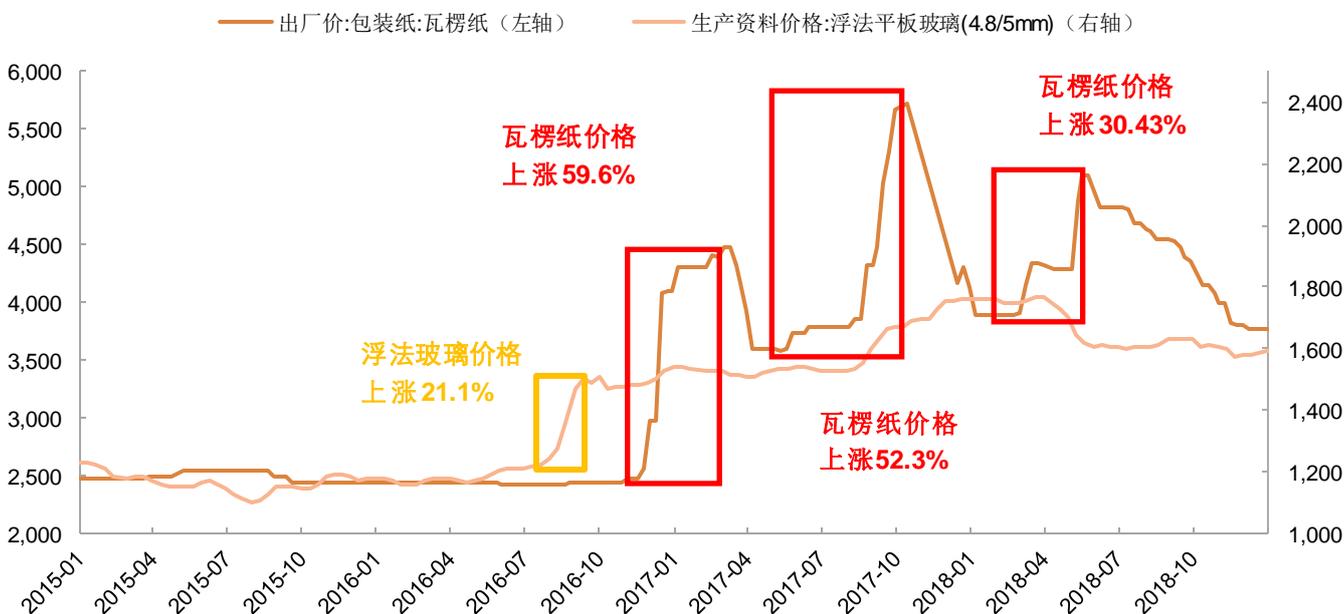
图表10 2015-2018年我国PET价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

瓦楞纸和浮法玻璃价格波动上行。2015年,我国瓦楞纸和浮法平板玻璃价格保持基本平稳。我国浮法平板玻璃价格于2016年4月开始攀升,2016年-2017年区间涨幅达50%,其中16年8月至9月中旬上涨速度最快,涨幅达21.1%。浮法玻璃价格于2018年3月上涨至最高点1766元/吨,较2015年年初涨幅约为43.9%,随后价格回落,2015年-2018年区间涨幅为29.9%。瓦楞纸价格则于2016年11月中旬起开始大幅波动并经历三轮上涨,其中第一轮上涨(2016年11月-2017年1月)涨幅为59.6%,第二轮上涨(2017年5月-11月)涨幅为52.3%,于2017年10月升至最高点5725元/吨,在大幅跌落后迎来第三轮(2018年3月-2018年6月)上涨,涨幅为30.43%,2015年-2018年整体区间涨幅达52.4%。

图表11 2015-2018年我国瓦楞纸和浮法玻璃价格走势(元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

2.2 企业提价滞后于原材料承压 1-2 个季度后，龙头企业率先提价

成本压力驱动提价，企业提价滞后 1-2 季度。由于 2016 年底至 2017 年初酱油原材料大豆、豆粕和白砂糖价格上涨至阶段性高位，包材 PET、瓦楞纸和浮法玻璃也进入新一轮上涨周期，原材料大幅涨价驱动调味品主要企业纷纷涨价，我们观察到企业提价往往同期于原材料高位或滞后于原材料阶段性大幅上涨 1-2 个季度后。海天味业作为龙头企业率先提价，于 2016 年底宣布对多数产品提价 4%-5% 后，其他企业随之提价，价格涨幅在 5%-20% 之间。中炬高新于 2017 年 3 月提出对厨邦及美味鲜全线产品提价 5-6%，千禾味业也在同期对其主力产品提价 5%-8%，涪陵榨菜由于主要原材料青菜头 2017 年初起大幅涨价，产品提价幅度较大，从 2016 年到 2018 年多次提价 10% 以上。

图表 12 2015-2018 年调味品企业提价情况

公司	时间	提价政策
涪陵榨菜	2016 年 7 月	对 11 款单品提价 8%-12%
	2017 年 2 月	对 9 款单品提价 15%-17%
	2017 年 11 月	对脆口和主力榨菜包装缩量，变相提价 10%-16%
	2018 年 10 月	对七款榨菜单品提价约 10%
海天味业	2016 年 12 月	对多数产品提价 4%-5%
	2017 年 1 月	对多数产品提价 5%
中炬高新	2017 年 3 月	对厨邦及美味鲜全线产品提价 5-6%
千禾味业	2017 年 3 月	对全线产品提价约 8%
	2017 年 4 月	对主力产品提价 5%-8%

资料来源：公司公告、同花顺 iFinD，平安证券研究所

2.3 提价需两个季度传递到报表端，净利率反应滞后毛利率一个季度

成本压力对业绩的影响具有滞后性，提价需两个季度传递到报表端。纵观主要调味品企业的业绩指标，我们认为 2015-2018 通胀期间原材料涨价对营业收入的影响不显著，主要调味品企业营收增速均表现平稳，说明调味品作为生活必需品，需求价格弹性相对小，消费者对价格不敏感，这其中也有企业及时提价对冲、平滑增速的影响。净利润方面，中炬高新、千禾味业、涪陵榨菜 2016 年在通胀压力下，均实现较高的净利润增速，说明原材料涨价对调味品企业净利润的影响具有滞后性。2017Q1 主流企业纷纷提价，经过两个季度左右的传导，2017Q4 盈利实现复苏，因此从年度数据来看，主流企业 2017 年净利润能基本维持高增速，并且高速增长能够延续至 2018 年，但很难持续至 2019 年。这说明调味品提价体现在财务报表上的滞后期为 6 个月左右，且行业的盈利能力改善能持续 1 年左右。另外，海天味业 2016 年净利润增速较低的原因主要是自身基本面的影响，即渠道高库存，费用投放加大，2017 年提价后净利润增速明显改善至 24.21%，并延续至 2018 和 2019。

图表 13 2015 至 2019 年调味品行业主要公司营业收入、归母净利润及增速

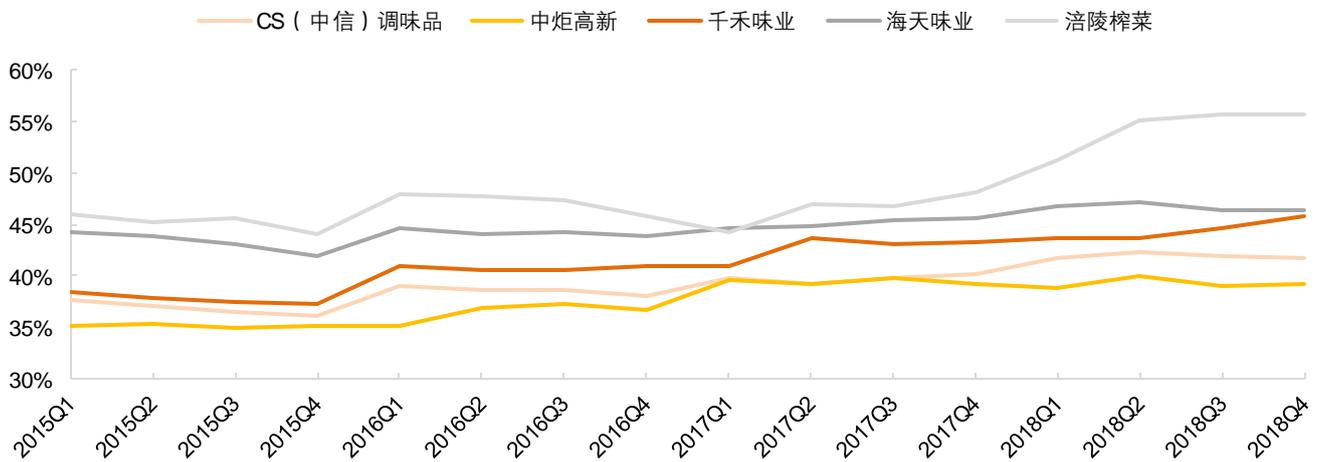
公司	指标	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
CS (中信) 调味品	营业收入 (亿元)	228.81	252.57	287.55	326.39	372.45
	营业收入同比增速 (%)	7.02	10.38	13.85	13.51	14.11
	归母净利润 (亿元)	33.56	44.36	49.78	65.52	80.74
	归母净利润同比增速 (%)	6.91	32.18	12.22	31.62	23.23
中炬高新	营业收入 (亿元)	27.59	31.58	36.09	41.66	46.75
	营业收入同比增速 (%)	4.42	14.48	14.29	15.43	12.20
	归母净利润 (亿元)	2.47	3.62	4.53	6.07	7.18
	归母净利润同比增速 (%)	-13.78	46.55	25.08	34.01	18.19
千禾味业	营业收入 (亿元)	6.24	7.71	9.48	10.65	13.55

	营业收入同比增速 (%)	-4.18	23.62	23.00	12.37	27.19
	归母净利润 (亿元)	0.67	1.00	1.44	2.40	1.98
	归母净利润同比增速 (%)	25.60	50.44	43.93	66.61	-17.40
海天味业	营业收入 (亿元)	112.94	124.59	145.84	170.34	197.97
	营业收入同比增速 (%)	15.05	10.31	17.06	16.80	16.22
	归母净利润 (亿元)	25.10	28.43	35.31	43.65	53.53
	归母净利润同比增速 (%)	20.06	13.29	24.21	23.60	22.64
涪陵榨菜	营业收入 (亿元)	9.31	11.21	15.20	19.14	19.90
	营业收入同比增速 (%)	2.67	20.43	35.64	25.92	3.93
	归母净利润 (亿元)	1.57	2.57	4.14	6.62	6.05
	归母净利润同比增速 (%)	19.23	63.46	61.00	59.78	-8.55

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

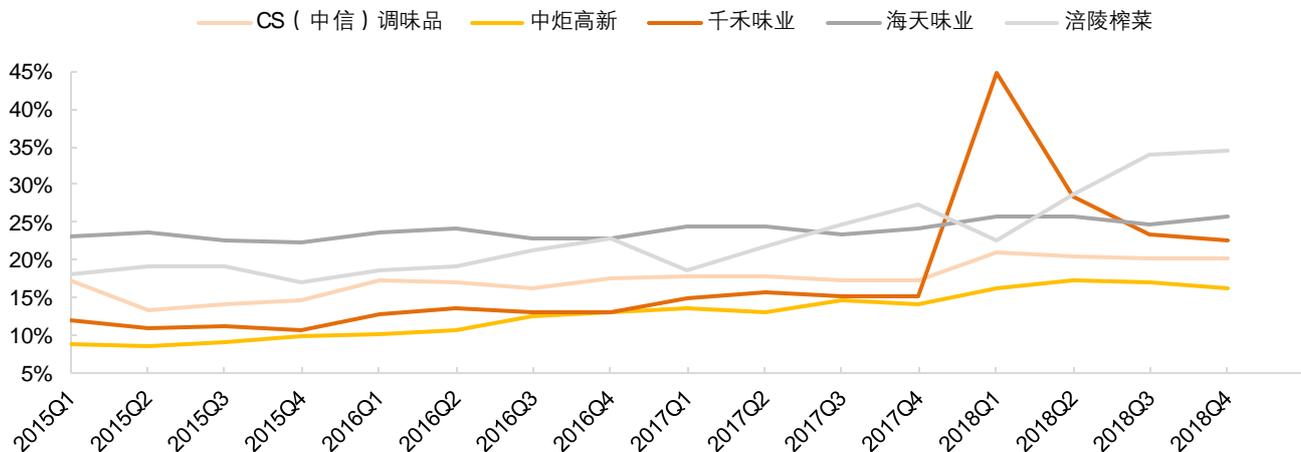
提价后净利率反应滞后于毛利率, 行业的盈利能力改善具有持续性。毛利率方面, 2016 年的原材料涨价潮, 导致 2017Q1 调味品板块毛利率较 2016Q1 下降 0.59pct, 个股毛利率降幅则更大。2017Q1 提价后企业盈利能力得到改善, 对冲成本上涨压力, 2017Q4 行业整体盈利复苏, 调味品板块毛利率同比上涨 2.19pct, 其中中炬高新/千禾味业/海天味业/涪陵榨菜分别上涨 2.58pct/2.37pct/1.74pct/2.44pct。并且提价带来的毛利率提升具有持续性, 2018Q1-Q4 调味品板块毛利率同比上涨 2.00pct/3.22pct/2.17pct/1.60pct。而净利率对于提价的反应则滞后毛利率一个季度左右, 到 2018Q1 板块和主要企业净利率才呈现出大幅上涨, 其中板块净利率同比提升 3.11pct。2018Q1 千禾味业净利率同比提升高达 29.99pct, 这主要是受非经常性损益 (转让子公司 100% 股权获转让收益 6910 万元) 的影响, 扣非后净利率同比提升 0.78pct。净利率反应相对滞后于毛利率主要是由于提价往往伴随销售费用投放, 待价格顺利过渡后才能传导至净利率端。

图表 14 2015 至 2018 年调味品行业主要公司毛利率变化情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

图表15 2015至2018年调味品行业主要公司净利率变化情况

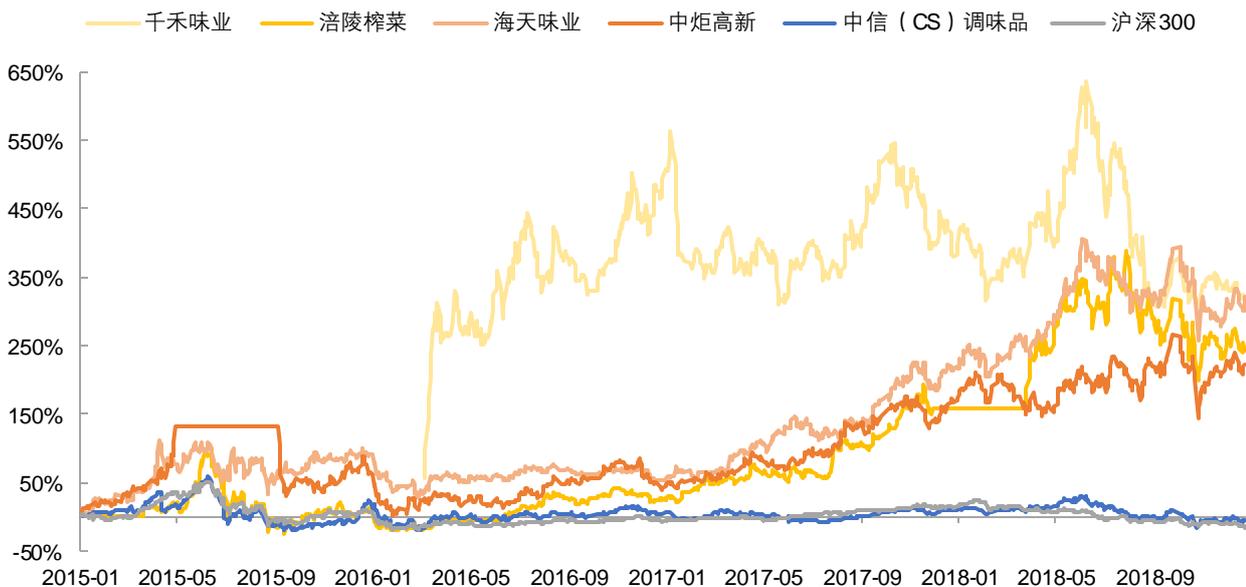


资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

2.4 股价短期消息面催化，长期依靠业绩改善

短期提价预期催化，长期业绩改善支撑股价持续上涨。我们回顾了 2015 年至 2018 年主要调味品企业的股价涨跌幅变动，总结出：（1）提价前企业面对不断攀升的原材料成本的压力，股价受到压制；（2）2017Q1 宣布提价消息后，股价快速反应，例如 2017 年 1 月海天宣布产品涨价消息，当月股价上涨 6.9%；（3）提价后企业盈利能力逐步改善，业绩支撑催化股价持续上涨，在 2018 年中旬达到最高。2018 年上半年海天味业股价大幅上涨 41.3%，全年实现涨幅 31.3%；中炬高新上半年上涨 10.8%，全年实现涨幅 19.2%；而千禾味业由于业绩高速增长，带动股价增长远远跑赢行业平均水平。

图表16 2015-2018年调味品主要企业股价表现情况



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

三、2009-2012 年通胀周期复盘

3.1 相关大宗商品 2010 年底急速上涨至阶段性高点，短期涨幅较大

大豆、豆粕温和上涨，白砂糖 2010Q2-2011Q3 高位横盘。原材料方面，大豆价格自 2009 年 1 月起温和上涨，2009-2012 年区间涨幅达 33.3%。豆粕均价则呈波动上行趋势，2009 年 1 月初至中旬实现涨幅 18%，随后 2-3 月价格跌落，跌幅达 28.9%，2009 年全年实现涨幅 12.7%。自 2010 年初起，豆粕价格回落并于 6 月末跌至最低点，跌幅达 25.8%，7-11 月上行，实现涨幅 25.3%，随后价格呈现波动震荡走势，于 2012 年 9 月上涨至最高点，较 2009 年年初涨幅达 45.8%，2009-2012 年区间涨幅达 26.5%。白砂糖现货价格涨幅较大，自 2009 年年初便出现显著增长，2010 年 6-11 月涨幅明显加快，实现涨幅 84%并在高位横盘，至 2011 年 8 月达到最高涨幅 172%，随后价格回落，2009-2012 年实现区间涨幅 98%。

图表 17 2009-2012 年我国大豆、豆粕和白砂糖较 2009 年初涨幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

2009-2012 年我国 PET 价格冲高回落，2010 年底达到最高点。PET 价格自 2009 年初的 5950 元/吨波动上行，至 2010 年 11 月达最高点 15200 元/吨，涨幅高达 155.46%，随后急速回落，2011 年 1 月回调至 11750 元/吨，降幅为 22.7%。随后继续高位震荡并于 2011 年 11 月大幅回调至 9700 元/吨，较最高点跌幅为 56.59%。2012 年 6 月起 PET 价格再度上升，至年末实现涨幅 25%，2009 年-2012 年 PET 区间价格涨幅为 84.87%。

图表18 2009-2012年我国PET价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 调味品企业反应迅速，本阶段提价与原材料价格高位几乎同时到来

通胀导致原材料价格急速上涨至高位，企业迅速提价应对。前期政策刺激后遗症叠加输入性高通胀，2010年起我国物价水平持续攀升，CPI最高于2011年7月达6.45%，同期PPI也站上最高点7.54%。2010年11月酱油原材料大豆、豆粕、白砂糖价格上涨至阶段性高位，包材成本PET价格同时涨至最高点，原材料大幅涨价驱动调味品主要企业纷纷提价。本阶段我们观察到企业提价与原材料价格高位几乎同时到来，主要是由于原材料短期急速上涨，企业不得不迅速提价应对。海天味业作为龙头企业于2010年11月宣布对酱油产品提价5%并对其它部分产品提价4%-5%，同期中炬高新宣布对高中低三档产品提价5-10%，并于2011年6月再次宣布对厨邦酱油出厂价格提高6%-7%。受2010-2011年主要原材料青菜头大幅涨价的影响，2011年涪陵榨菜对乌江榨菜等主力产品提价10%，2012年再次提价高达50%，历史上看，涪陵榨菜往往通过变更包装的形式间接提价，以降低消费者敏感度。

图表19 2009-2012年调味品企业提价情况

公司	时间	提价政策
海天味业	2010年11月	对酱油产品提价5%
	2010年12月	对部分产品提价4%-5%
	2012年Q3	对60%产品提价4%-5%，其中金标生抽提价10%，银标酱油提价12.5%
中炬高新	2010年11月	对高中低三档产品提价5%-10%
	2011年6月	厨邦酱油出厂价格提价6%-7%
涪陵榨菜	2011年	对主力产品提价10%
	2012年	对乌江榨菜等主力产品提价50%

资料来源: 公司公告、同花顺iFinD, 平安证券研究所

3.3 原材料压力扰动利润端，提价对盈利能力的改善具有持续性

报表滞后体现通胀成本压力，龙头企业提价盈利能力改善明显。纵观2009-2012年主要调味品企业的业绩指标，我们认为原材料成本提升主要是影响企业利润端，对营收并无明显扰动。海天味业2011年营收增速下降，一是2010年底提价措施一定程度上影响了经销商拿货节奏，二是2010年高明二期150万吨产能建设延缓。净利润方面，中炬高新、涪陵榨菜在2010年通胀压力下，净利润仍维持高增速，说明原材料涨价对业绩的影响通常具有滞后性。而海天味业2010年归母净利

润显著同比下滑 6.57%，主要是企业在 2010 年率先提价，于 2010 年底提高了销售费用以扩展销售渠道、抢占市场份额。2011 年 Q1 其他主流企业纷纷提价，经过两个季度左右的传导至 2011Q4 盈利实现复苏。从年度数据来看，主流企业 2011 年净利润基本维持高增速。到 2012 年海天味业、涪陵榨菜净利润增速相对放缓，这说明调味品提价体现在财务报表上不仅存在滞后期，且行业的盈利能力改善仅能持续 1 年左右。此外中炬高新 2012 年营业收入增速下降，主要是因为公司本年没有开展土地物业出售，业务收入比上年减少 2.99 亿元，但旗下调味品板块美味鲜公司保持稳定增长，实现营业收入 16.18 亿元，增幅 25.03%，有效弥补了母公司的收入缺口，营收拖累下净利润增速同比放缓。

图表 20 2009 至 2012 年调味品行业主要公司营业收入、归母净利润及增速

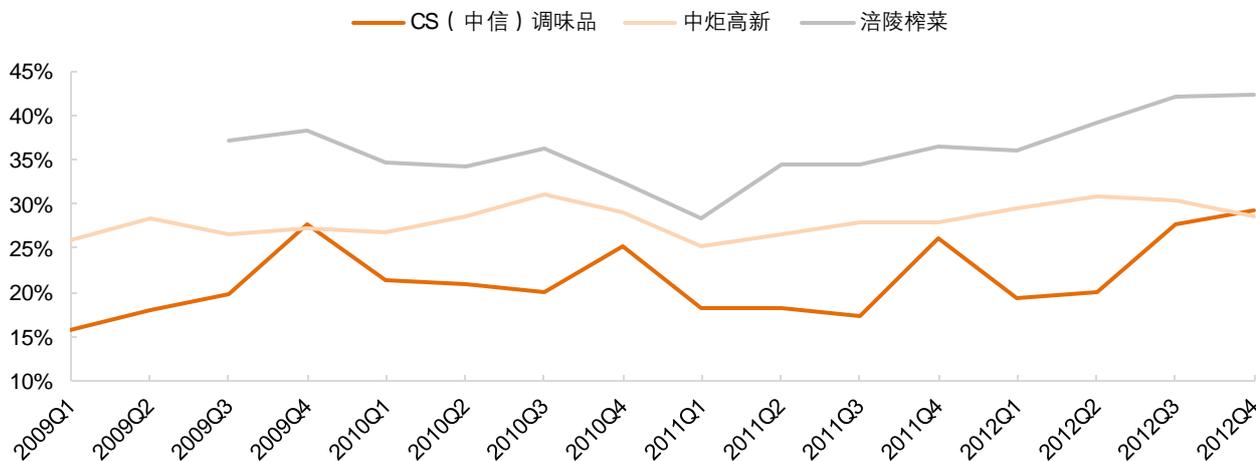
公司	指标	2009A	2010A	2011A	2012A
CS (中信) 调味品	营业收入 (亿元)	114.59	132.25	160.16	175.07
	营业收入同比增速 (%)	88.72	15.41	21.10	9.31
	归母净利润 (亿元)	10.16	9.74	9.41	20.19
	归母净利润同比增速 (%)	625.71	-4.13	-3.39	114.56
中炬高新	营业收入 (亿元)	9.60	12.78	17.35	17.54
	营业收入同比增速 (%)	-0.72	33.18	35.80	1.09
	归母净利润 (亿元)	0.69	0.98	1.30	1.26
	归母净利润同比增速 (%)	-13.91	43.13	32.78	-3.65
千禾味业	营业收入 (亿元)	--	--	5.03	5.50
	营业收入同比增速 (%)	--	--	--	9.34
	归母净利润 (亿元)	--	--	0.47	0.62
	归母净利润同比增速 (%)	--	--	--	31.54
海天味业	营业收入 (亿元)	44.83	55.16	60.91	70.70
	营业收入同比增速 (%)	--	23.03	10.43	16.07
	归母净利润 (亿元)	7.07	6.60	9.56	12.08
	归母净利润同比增速 (%)	--	-6.57	44.74	26.36
涪陵榨菜	营业收入 (亿元)	4.42	5.45	7.05	7.13
	营业收入同比增速 (%)	4.78	23.29	29.29	1.14
	归母净利润 (亿元)	0.42	0.56	0.88	1.26
	归母净利润同比增速 (%)	23.03	34.15	58.59	43.04

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

调味品提价后毛利率改善明显，且具有持续性。毛利率方面，2010 年底原材料价格高位导致 2011Q1 调味品板块毛利率同比下降 3.23pct，其中涪陵榨菜同比下降 6.32pct，中炬高新同比下降 1.60pct，行业整体盈利水平承压。企业迅速通过提价转移成本压力，传导 2-3 个季度后，到 2011Q4 行业盈利能力改善初现，调味品板块毛利率同比上涨 1.12pct，其中涪陵榨菜提价后渠道积极进货，毛利率同比上涨 4.09pct。我们可以观察到，提价对公司毛利率有直接拉动作用，同时提价带来

的毛利率提升具有持续性，2012Q1-Q4 调味品板块毛利率同比上涨 1.08pct/1.81pct/10.41pct/2.95pct。

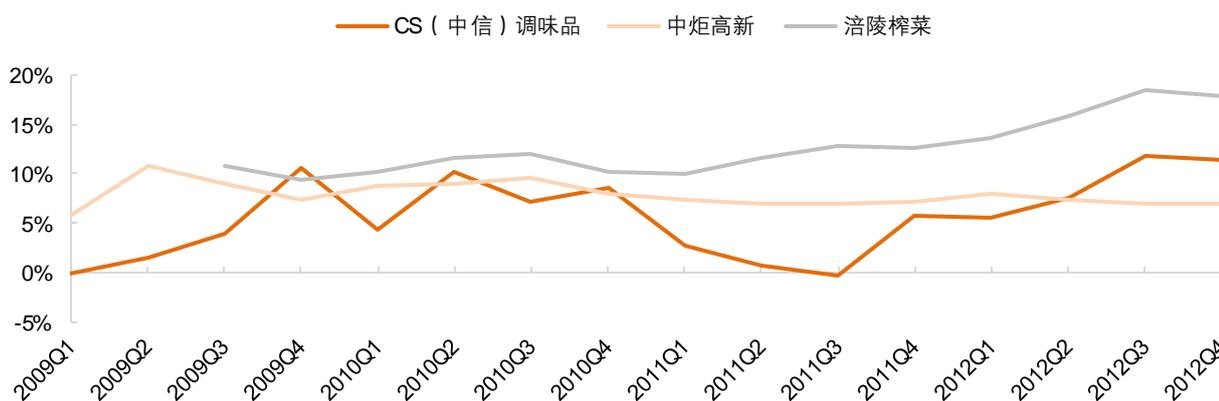
图表21 2009至2012年调味品行业主要公司毛利率变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

产品价格敏感度越低，净利率改善越明显。净利率对于提价的反应滞后毛利率一个季度左右，主要是由于提价伴随销售费用投放，待价格顺利过渡后才能传导至净利率端。2010年底调味品主要企业提价后，板块净利率连续下降，到2011Q3板块净利率同比下降7.44pct，2011Q4开始明显改善，环比增加6.05pct。2012Q1-Q4调味品板块净利率持续增长，同比上涨2.72pct/6.86pct/11.98pct/5.54pct，其中涪陵榨菜净利率同比上升3.57pct/4.28pct/5.71pct/5.20pct，明显高于行业平均水平。企业间产品力、品牌力、渠道库存掌控力的差异会导致毛利率向净利率的传导出现较大差异，中炬高新2012Q1净利率同比上升0.53pct，Q2-Q4净利率则与上年基本持平。而涪陵榨菜产品单价普遍较低，大部分消费者对提价不敏感，因此提价传导较为顺畅，净利率表现更好。

图表22 2009至2012年调味品行业主要公司净利率变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

3.4 股价反应相对滞后，后期上涨需待盈利能力修复

主要企业本阶段经历两轮提价，因此股价反应相对滞后。回顾2009-2012年主要调味品企业的股价变动，可以观察到提价

前企业面临原材料成本压力，板块股价表现受到压制。2010Q4 主要企业纷纷宣布提价消息后，11 月调味品板块股价涨幅达 71.8%。涪陵榨菜主要通过更换产品包装规格间接提价，对业绩的改善循序渐进，2011 年初提价后股价于 1 月底至 2 月初出现阶段性小幅上涨后回落，随着盈利能力改善加速以及产品再次提价，2012 年起股价上涨趋势明显，全年实现涨幅 143.2%。中炬高新在 2010 年 11 月首次提价消息公布后，当月股价最高涨幅为 12.9%，2011 年 3 月起公司股价开始下行，6 月公司再次宣布提价后，短期内仍实现较大涨幅 20.6%，随后股价继续下行。提价后尚需时间传导至消费者端，随着盈利能力修复，到 2012 年初股价开始上涨，1-4 月实现最高涨幅达 104.1%，而后略有回落，全年实现涨幅 17.7%。

图表 23 2009-2012 年调味品主要企业股价表现情况



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

四、2006-2008 年通胀周期复盘

4.1 农产品与包材的共同高位出现在 2007 年 10-11 月，以及 2008 年 7 月

大豆及豆粕 2008 年 7 月达到相对高点，白砂糖价格持续下跌。2008 年 1 月大豆现货价出现显著上涨，1-3 月最高涨幅达 17%，小幅度回落后 7 月再度攀升至 17%，之后开始持续下跌，到年底最大跌幅为 25%。豆粕现货价则从 4 月起不断攀升，至 7 月区间涨幅达 25%，随后便大幅度下降，全年跌幅为 13%。白砂糖现货价从 2006 年开始就持续波动下跌，到 2007 年 7-10 月小幅上涨后继续波动下跌，到 2008 年底，白砂糖跌幅为 38%。

图表24 2006-2008年我国大豆、豆粕和白砂糖较2006年初涨幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

PET 价格第一轮高点为 2006 年 8 月，第二轮高点为 2007 年 11 月，第三轮高点为 2008 年 7 月。2006 年 7 月，PET 价格有小幅度的攀升，8 月最高达 12900 元/吨，随后又逐渐回落到 10000 元/吨的水平。2007 年 4 月，PET 价格又出现了小幅度回升，最高达 11800 元/吨，到 2007 年 11 月初达到小峰值 12000 元/吨，随后回落。此后 PET 价格一直在 10000 元/吨的价格上下波动，直到 2008 年 7 月后，PET 价格开始剧烈下跌，下跌一直持续到 11 月，最低达 5500 元/吨。

图表25 2006-2008年我国PET价格走势(元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 企业迅速应对，提价行为主要集中在 2007 年 12 月和 2008 年 1 月

企业反应较快，提价行为紧随原材料阶段性高位出现。虽大宗商品价格缺失数据较多，但我们可以大致判断出农产品与包材的共同高位出现在 2007 年 10-11 月。海天味业作为行业龙头在 2007 年 12 月及时提价，对酱油产品提价 5%。随后涪陵榨菜也在两个月内提价，对 70 克、80 克和 100 克产品平均售价较 2007 年提价 24.9%；后续继续对 0.5 元/70g 产品升级为 1 元/100g，提价 40%。2008 年中炬高新也跟随对旗下厨邦酱油提价 10%。

图表26 2006-2008年调味品企业提价情况

公司	时间	提价政策
海天味业	2007年12月	对酱油产品提价5%
涪陵榨菜	2008年1月	对70克、80克和100克产品平均售价较2007年提价24.9%
	2008年	对0.5元/70g产品升级为1元/100g, 提价40%
中炬高新	2008年	对厨邦酱油提价10%

资料来源：公司公告、同花顺iFinD，平安证券研究所

4.3 除直接提价外，企业亦通过产品结构升级和费用管控应对成本压力

提价后原材料继续涨价，影响盈利能力的改善。本阶段我们主要关注数据较为完整的中炬高新的表现。2007年中炬高新营收增速21.20%，净利润增速133.33%；其中美味鲜调味品营收增速23.8%，净利润增速131.5%。净利润增速较高一是因为公司更加明确以厨邦品牌为主要销售策略，继续进行产品结构升级，扩大高附加值产品比重；二是因为费用管理更加规范化，开源节流挖掘企业盈利能力。我们可以观察到，除直接提价外，企业也可通过产品结构升级和费用管控精细化的方式积极应对原材料价格上涨。2008年中炬高新营收同比下降7.73%，净利润同比增长7.8%；其中美味鲜调味品营收同比增长18.2%，净利润同比下降16.6%，主要是受上半年原材料价格大幅上涨的影响，2008年公司对厨邦酱油的提价还未传导至报表端。

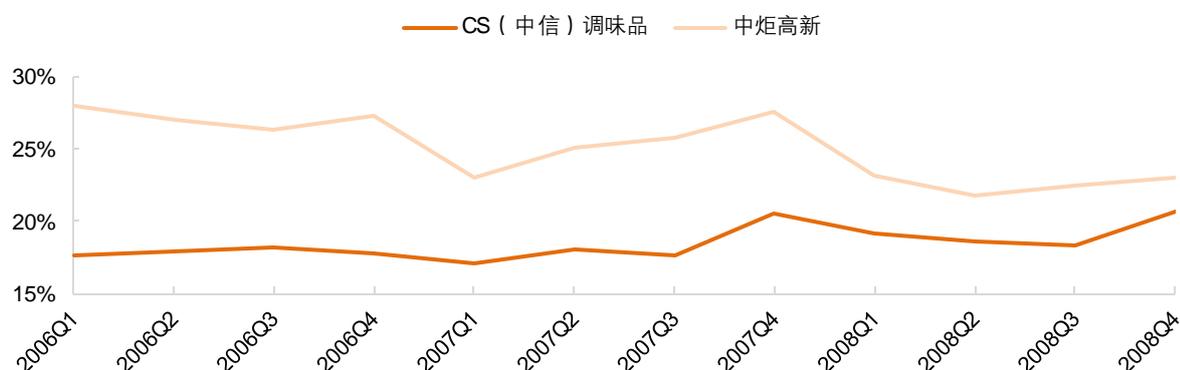
图表27 2006至2008年调味品行业主要公司营业收入、归母净利润及增速

公司	指标	2006A	2007A	2008A
CS(中信)调味品	营业收入(亿元)	40.92	53.18	60.72
	营业收入同比增速(%)	16.05	29.96	14.18
	归母净利润(亿元)	0.99	1.48	1.40
	归母净利润同比增速(%)	-	49.49	-5.41
中炬高新	营业收入(亿元)	8.64	10.47	9.67
	营业收入同比增速(%)	13.90	21.20	-7.73
	归母净利润(亿元)	0.32	0.74	0.80
	归母净利润同比增速(%)	16.77	133.33	7.80
涪陵榨菜	营业收入(亿元)	--	4.35	4.22
	营业收入同比增速(%)	--	--	-3.09
	归母净利润(亿元)	--	0.28	0.34
	归母净利润同比增速(%)	--	--	18.86

资料来源：同花顺iFinD，平安证券研究所

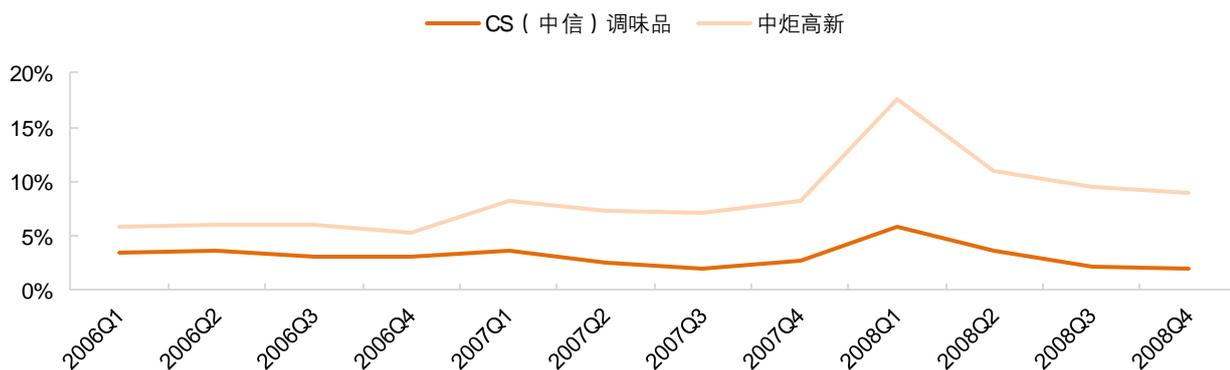
产品结构提升对利润率的改善也具有显著效果。本阶段行业毛利率变化情况与龙头企业中炬高新基本趋同，中炬高新2007年通过优化产品结构和精细化费用实现了较好的盈利能力改善，2007Q4中炬高新毛利率显著环比提升1.82pct，同期行业毛利率环比提升3pct。之后毛利率持续下行，直到2008年中炬高新产品提价后，传导至2008Q4才有好转。净利率的反应明显相对毛利率滞后一个季度，2008Q1达到高峰，行业净利率环比提升3.14pct，中炬高新净利率环比提升9.34pct，之后3个季度持续回落。

图表 28 2006 至 2008 年调味品行业主要公司毛利率变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

图表 29 2006 至 2008 年调味品行业主要公司净利率变化情况



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

4.4 产品结构改善与提价接替改善盈利能力，头部企业股价实现三轮上涨

业绩驱动下，企业实现较高绝对收益。调味品板块股价涨跌幅与主要权重股趋同，最高点出现在 2007 年 5 月，较 2006 年初涨幅 218%，随后逐渐回落。中炬高新本阶段股价涨幅靓丽，尤其是 2007 年上半年出现了短期较大幅度的增长，最高点在 2007 年 5 月，较 2006 年初涨幅 1128%。主要是由于下属企业美味鲜技改扩产，带动企业业绩大幅上升，催化股价上涨。短暂调整之后由于下半年业绩依然保持较高增速，2007 年 9 月到达第二轮高点，涨幅达 926%，冲高之后回落。2008 年初虽受原材料涨价影响较大，但企业积极提价应对，2008 年 3 月到达第二轮高点，涨幅达 838%。之后由于上年高基数影响业绩增速，加之提价暂未体现在业绩端，股价出现下滑。

图表30 2006-2008年调味品主要企业股价表现情况



资料来源：同花顺iFinD，平安证券研究所

五、总结及启示

5.1 调味品的刚需属性使得企业能够通过提价转移成本压力

通过梳理历次通胀周期，我们可以观察到调味品零售价格指数涨时能跑赢CPI，跌时跌幅小于CPI，说明调味品具备良好的抗通胀属性。因此面对成本压力，调味品企业往往会直接提价应对。我们总结调味品能够拥有较强的提价能力主要是由于以下三点：（1）刚需属性。调味品属于必选消费，具有一定的不可替代性，因此周期性较弱，无论宏观经济如何波动，人们消费调味品的量基本是恒定的。并且由于消费者购买频次低、花销少，调味品需求价格弹性小，消费者对产品的提价相对不敏感。（2）市场集中度不断提升。目前我国调味品市场竞争格局较为分散，尚未出现垄断性龙头企业，根据欧睿数据2020年零售额口径，龙头海天市占率为7%。我国调味品行业市场集中度不断提升，CR10从2010年的25%上升至2020年的28%。从提价能力角度看，调味品有较好的行业格局，其中具有较高市占率的行业龙头拥有较强的定价权。（3）产品升级能力强。以最大的品类酱油为例，其目前仍处于品类生命周期的黄金期，行业已完成阶段性扩产能，将由量增转至价增阶段。根据中国调味品协会统计，百强企业酱油出厂价格继续保持增长，2020年达到5605元/吨，同比增长4%，产品转型升级顺利进行中。

5.2 龙头企业往往率先提价，其余竞品随后跟进

由于龙头企业市占率较高，其产品价格对行业具有一定的指导意义。在面对原料及包材价格上涨时，调味品企业往往会采取提价措施将成本上涨压力转移至下游渠道及消费者。但考虑到市场的充分竞争性，一般只有在龙头率先提价后，其余竞品企业才会跟随提价，一般跟进时间在3-6个月左右。以2007年为例，原材料价格处于高位，海天味业于1月份率先提价，中炬高新、千禾味业则在2017年3月跟随提价。

图表31 龙头率先提价后竞品跟进情况

		公司名称	提价时间	提价幅度
第一轮通胀周期	2007年	海天味业	2007年12月	5%
		涪陵榨菜	2008年1月	对70克、80克和100克产品提价24.9%
	2008年	中炬高新	2008年	10%
第二轮通胀周期	2010年	海天味业	2010年11、12月	4%-5%
		中炬高新	2010年11月	5%-10%
		中炬高新	2011年6月	6%-7%
	2011年	涪陵榨菜	2011年	10%
	2012年	海天味业	2012Q3	4%-5%
第三轮通胀周期	2017年	海天味业	2017年1月	5%
		中炬高新	2017年3月	5%-6%
		千禾味业	2017年3月	8%

资料来源：公司公告、同花顺iFinD，平安证券研究所

5.3 品牌力强的企业往往直接提价，而稍弱的企业则通过更换包装等方式间接提价

处于行业不同地位的公司面对原材料价格上涨时，往往有不同的提价方式，品牌力强的企业由于消费者认可度高，往往采取直接提价的方式，而对于品牌力较弱或行业处于下行周期的企业，则会通过换包装、换规格的方式推出单价更高的新品，逐步替代旧品以实现变相提价。以海天味业和涪陵榨菜为例对比，可以发现海天味业由于较强的品牌力及较高的行业地位，通常选择直接提价，而涪陵榨菜则多是通过换包装、缩规格的方式变相提价。涪陵榨菜2016年之前以改包装提价为主，2016年以后随着品牌力的增强也出现了多轮的直接提价。公司前期选择改包装、改规格提价主要是由于直接提价相对困难，虽公司作为榨菜细分领域绝对龙头，但消费者对同一包装商品的价格显著增长接受度较低，因此公司通过更换包装向消费者传递产品升级换代信号，接受度相对更高。

图表32 海天味业直接提价，涪陵榨菜缩规格、换包装间接提价

提价时间	提价方式	
	海天味业	涪陵榨菜
2007年	对酱油产品提价5%	/
2008年	/	0.5元/70g升级为1元/100g，换包装提价
2012年	对60%产品提价4%-5%，其中金标生抽提价10%，银标酱油提价12.5%	对乌江榨菜等主力产品提价50%
2016年	对多数产品提价4%-5%	对11款单品提价8%-12%
2017年	对多数产品提价5%	对脆口和主力榨菜包装缩量，变相提价10%-16%，缩规格提价

资料来源：公司公告、同花顺iFinD，平安证券研究所

5.4 企业提价紧随原材料阶段性高位之后，提价后约两个季度传递到报表端

受行业竞争以及传导周期影响，产品提价较原材料成本上涨存在一定滞后期。我们总结出调味品公司提价节点往往出现在原材料阶段性大幅上涨1-2个季度后，基本与原材料高位同时出现。调味品提价的过程往往需要分阶段、分区域逐步执行，渠道库存需要一段时间消化，使得报表端营收、净利润的改善较提价有所滞后，提价后原材料价格由波峰转至波谷的变化，在一定程度上也会增厚企业利润。复盘业绩数据我们总结出调味品公司提价后一般2-3个季度左右传递至报表端，且行业

的盈利能力改善能持续 1 年左右。举例来看，2017Q1 主流企业提价后，经过 2 个季度左右的传导，2017Q4 盈利实现复苏，因此从年度数据来看，主流企业 2017 年净利润基本维持高速增长，并且能够延续至 2018 年。

图表 33 企业提价紧随原材料阶段性高位之后，提价后约两个季度传递到报表端

	原材料高位时间点	公司名称	提价时间	提价后报表端业绩表现
第一轮通胀周期	2007 年 10-11 月	海天味业	2007 年 12 月	/
		涪陵榨菜	2008 年 1 月	2008 年净利润增速 18.86%
第二轮通胀周期	2010 年 11 月	海天味业	2010 年 11 月	2011 年净利润增速 44.74%
		中炬高新	2010 年 11 月	2011 年净利润增速 32.78%
		涪陵榨菜	2011 年	2011 年净利润增速 58.59%
第三轮通胀周期	2016 年底至 2017 年初	海天味业	2016 年 12 月-2017 年 1 月	2017 年净利润增速 24.21%，2018 年为 23.60%
		中炬高新	2017 年 3 月	2017 年净利润增速 25.08%，2018 年为 34.01%
		千禾味业	2017 年 3-4 月	2017 年净利润增速 43.93%，2018 年为 66.61%

资料来源：公司公告、同花顺 iFinD，平安证券研究所

5.5 毛利率改善滞后提价两个季度左右，净利率改善滞后毛利率一个季度左右

通过复盘我们发现，企业提价后毛利率端改善大约需要两个季度左右的时间，与归母净利润改善的时点基本趋同。并且提价带来的毛利率提升具有持续性，基本能维持一年以上的的时间。而净利率对于提价的反应则滞后于毛利率一个季度左右，这主要是由于提价往往伴随销售费用投放，待价格顺利过渡后才能传导至净利率端。由于数据的完整性，我们观察到这些规律在 2015-2018 年的通胀期表现更为典型。

图表 34 2015-2018 通胀期企业提价后毛利率、净利率改善节点

公司名称	提价时间	毛利率改善节点	净利率改善节点
中炬高新	2017 年 3 月	17Q4	18Q1
千禾味业	2017 年 3-4 月	17Q4	18Q1
海天味业	2016 年 12 月-2017 年 1 月	17Q4	18Q1
涪陵榨菜	2017 年 2 月	17Q4	18Q2

资料来源：公司公告、同花顺 iFinD，平安证券研究所

5.6 提价消息催化股价短期上涨，后期持续上涨取决于盈利能力改善

观察调味品企业股价在三轮通胀中与提价的关系，我们总结出：（1）提价前，受制于成本上涨压力，股价表现往往受到压制；（2）提价消息公布当月，受消息催化影响，市场预期乐观情绪通常会促使股价在短期内实现一定涨幅；（3）拉长维度来看，后期股价能否持续上涨则取决于企业盈利改善是否具有持续性，若后续企业盈利能力有显著改善，股价往往会表现出持续上升趋势。我们以上市时间最长、数据最为完整的中炬高新为例，可以看出产品提价与股价的表现基本符合上述规律。2017 年 3 月公司对厨邦及美味鲜全线产品提价 5-6%，受消息催化，当月股价最高涨幅 8.8%，后续由于提价传导通畅，公司盈利能力持续改善，提价后 12 个月股价实现涨幅 54.39%。

图表35 中炬高新产品提价与股价表现的关联性

公司名称	提价时间	股价表现
中炬高新	2008年	2008年1-3月股价最高涨幅20.97%
	2010年11月	当月股价最高涨幅11.43%，之后回落
	2011年6月	当月股价最高涨幅4.15%，之后回落
	2017年3月	当月股价最高涨幅8.8%，提价后12个月实现涨幅54.39%

资料来源：公司公告、同花顺iFinD，平安证券研究所

六、投资建议

当前通胀再起，在PPI与CPI剪刀差扩大的背景下，随着上游原材料成本压力向下游传导，调味品行业再度迎来涨价潮。海天味业、中炬高新、千禾味业等公司均于2021Q3发布提价公告，对部分产品的出厂价格进行一定幅度的调整。虽2022Q2存在疫情扰动，但当前观察到提价传导较为顺畅，调味品公司正在逐渐消化成本压力，随着疫情好转餐饮端修复，期待下半年调味品行业的表现。

从历史复盘来看，我们发现调味品板块拥有较强的抗通胀能力，往往显著跑赢沪深300指数。调味品企业通常能够通过提价传导成本压力，提价后能够顺利传导至下游且盈利能力有显著改善的公司能迎来提价后的股价二次上涨，我们建议关注基本面较好、拥有定价权的调味品龙头企业。重点推荐品牌力和渠道力占优势的海天味业，建议关注利润弹性较高的调味品高端化龙头千禾味业、成本转移能力强的涪陵榨菜、低基数的复合调味品龙头天味食品。

图表36 重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				评级
		2022-08-04	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
海天味业	603288.SH	82.70	1.58	1.78	2.02	2.39	52.3	46.5	40.9	34.6	推荐	
千禾味业	603027.SH	15.45	0.28	0.32	0.41	0.52	55.2	48.3	37.7	29.7	-	
涪陵榨菜	002507.SZ	32.48	0.84	1.14	1.33	1.52	38.7	28.5	24.4	21.4	-	
天味食品	603317.SH	25.12	0.24	0.39	0.52	0.67	104.7	64.4	48.3	37.5	-	

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：海天味业EPS数据为平安证券预测，其余为Wind一致预期）

七、风险提示

- 1) 价格传导不畅的风险。提价需要一定时间传导至终端，存在价格传导不畅的风险。
- 2) 原材料价格延续大幅上涨。如果后续价格持续上升，当前提价不能有效消化成本压力，行业盈利能力将再度承压。
- 3) 行业竞争加剧。食品饮料行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、串货等不利影响。
- 4) 食品安全的风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。
- 5) 疫情加剧风险。疫情加剧影响线下消费场景减少，可能对餐饮产业链景气度造成冲击。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

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

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033