

2021年11月21日

食品饮料

PPI与CPI轧差收敛，均衡思路增配食品

■两轮CPI上行周期食品饮料都表现不俗。2009年以来，我国CPI共经历2轮主要的上行周期，分别为2009年7月至2011年7月、2017年2月至2020年1月，食品分项为推升CPI上涨的主要动力。受益于通胀价格传导及大众消费复苏，食品饮料两轮均有领涨表现，期间食品饮料各子行业业绩大多实现较快增长，毛利率、净利率提升显著。这两个阶段食品饮料尤其白酒市场表现均不俗。

■提价驱动分析：高端品（白酒等）行业提价主要由通胀推动，价格表现与PPI+CPI走势一致，主因社交/面子消费要求产品价格匹配受众定位，伴随货币超发带来货币贬值、物价通胀，遵循购买力平价原则，白酒价格也会有所提升。大众品（调味品、乳制品、肉制品、啤酒等）提价主要由成本驱动，价格表现主要受上游农产品、大宗品传导，主因产品价格竞争更为激烈，成本压力相对明显，成本走高期间行业整体一致具有提价诉求，提价阻力相对较小。大众品提价效果主要取决于行业跟随及渠道库存状态。海天2014年年末单独提价效果不佳，但2017年引领行业整体提价实现持续较快增长，侧面反映大众品成功提价首先有赖于行业竞争缓和，渠道库存健康及通胀环境升温则是公司业绩持续性改善的重要助力。

■股价表现：由于高端品价格策略更为灵活，相比厂价调整，白酒股价对批价变动也甚为敏感，市场更多参考产品批价及市场投入后续变化以衡量实际（潜在）提价效果。大众品提价则通常预示着行业上涨拐点到来，以调味品为例，成本上行背景下，短期龙头海天宣布提价后的1~3个月内通常会有多数竞品跟随提价，行业竞争格局改善，对市场情绪有明显带动；中期经过一定时间进行终端提价传导确认（海天过去2次提价传导至终端需要约3个月），营收提振预期再度推动股价快速上涨；后期成本下行进一步释放利润空间，但上涨空间需观察公司营收改善可持续性。

■伴随CPI温和复苏，预计：1)参考2018~2019年，PPI回落CPI回升阶段，高端品价格表现仍有较好支撑。考虑本轮白酒周期酒企借助数字化系统及精细化营销，行业库存控制相比以往更为精准、健康，渠道质量进一步提升，白酒价格基础仍然坚实，明年有望实现价稳量增。2)成本压力推动大众品提价持续演绎，预计本轮提价红利有望顺利于收入端兑现，后续成本压力改善将进一步释放利润空间。以调味品为例，行业性提价背景下价格竞争压力缓和，同时库存周期与宏观周期有望实现共振（社区团购冲击缓和，餐饮需求复苏），预计短期提价落地较为顺利（参考以往需3个月左右），中期上游成本压力缓解（预计自2022年下半年起逐步体现）亦将贡献利润弹性，具备良好估值性价比的食品标的有望实现戴维斯双击

■推荐和建议。食品股需求修复，2021年上半年总体食品板块戴维斯双杀，Q3以来食品股需求修复，零售端增速有所改善，Q4基数较低，受益库存回落和发货能力恢复将呈现更为显著改善。建议增强大众消费品配置，主要有涨价板块及个股，稳健标的如乳制品伊利股份，洽洽食品，安井食品等标的，营收及业绩Q4继续改善，明年预期良性的如三全食品，盐津铺子，千禾味业，细分领导品种如妙可蓝多等。白酒方面，高端预期整固，茅台治理改善初步兑现，U形底确立趋势向好，有望2022年营收提速；次高端领先增长的态势延续，借助消费升级次高端扩容，主力标的继续打开市场边际实现更好增长，看好在食品股和地产酒上涨背景下的性价比提升；结构升级传导和业绩轮动下重视地产酒的景气阶段，建议关注地产酒利润弹性阶段性释放；2020-2023或是白酒国企改革和股权激励新周期，关注有预期的重点组合。重点推荐贵州茅台，泸州老窖，舍得酒业，山西汾酒，五粮液，其次是酒鬼酒，水井坊和地产酒如古井贡酒，迎驾贡酒，今世缘。

■风险提示：疫情影响可能反复；食品需求恢复不够强劲；宏观经济增长放缓及流动性变化等。

行业专题报告

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
600519 贵州茅台	2300.0	买入-A
000858 五粮液	290.00	买入-A
600809 山西汾酒	362.00	买入-A
000568 泸州老窖	288.00	买入-A
600887 伊利股份	50.35	买入-A
002557 洽洽食品	64.20	买入-A
600882 妙可蓝多	68.40	买入-B
002216 三全食品		买入-A
000799 酒鬼酒	306.00	买入-A
600702 舍得酒业	300.00	买入-A
603517 绝味食品	86.40	买入-A
603345 安井食品	226.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.69	11.87	3.13
绝对收益	0.92	14.40	2.05

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

孙瑜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520080001
sunyu@essence.com.cn

相关报告

啤酒板块三季报总结：高端化趋势加速，关注淡季提价落地 2021-11-04
白酒三季报总结：总体稳健不乏亮点，地产酒迎来景气大年 2021-11-04
周专题—底部已明趋势稳，持优不慌向明年 2021-10-25
年份酒专题二：老酒时代已经到来，真年份蔚然成风 2021-09-14
专题—2009年以来白酒行业的三次大调整异同 2021-09-05

内容目录

1. 核心观点：PPI 与 CPI 轧差收敛，均衡思路增配食品.....	4
2. 食品饮料在 CPI 上行周期表现领先.....	6
2.1. 过去两轮 CPI 上行期间，食品饮料行业表现领先.....	6
2.2. PPI 向 CPI 传导，食品涨价潮已起.....	7
3. 高端品提价由通胀推动，CPI 上行环境具备价格支撑.....	10
3.1. 白酒提价主要由通胀推动，龙头提价具备客观条件.....	10
3.1.1. 白酒结构升级明显，原材料成本压力相对较小.....	10
3.1.2. 白酒定价更多取决于购买力平价，CPI 上行环境具备价格支撑.....	11
3.2. 白酒提价的报表体现.....	12
3.3. 股价复盘.....	14
4. 大众品提价主由成本推动，原材料上涨推升提价潮.....	16
4.1. 大众品提价主要由成本推动.....	16
4.1.1. 大众品原料成本压力较大，行业性提价均由成本推动.....	16
4.1.2. 大豆、包材价格高涨，调味品、啤酒步入新一轮提价周期.....	18
4.2. 大众品提价的报表传导.....	21
4.3. 股价复盘.....	24
5. 食品饮料核心推荐及风险提示.....	27

图表目录

图 1：2009 年以来，共有两轮 CPI 上行周期.....	6
图 2：CPI-食品为推升 CPI 的主要动力.....	6
图 3：食品行业收入增速与通胀走势一致.....	7
图 4：白酒行业收入增速与通胀走势一致.....	7
图 5：2020 年酒企材料分项成本占收入比重.....	10
图 6：原材料成本波动对酒企净利润影响测算.....	10
图 7：白酒企业毛利率维持稳中有升.....	10
图 8：酒企产品吨价涨幅通常能够覆盖原材料涨幅.....	10
图 9：白酒提价由高端向次高端轮动.....	11
图 10：茅五批价变化与通胀水平变化基本一致.....	12
图 11：白酒批价在 PPI 回落 CPI 回升阶段仍有较好支撑.....	12
图 12：白酒行业吨价增速与销量增速对比.....	12
图 13：水井坊季度吨价增速与销量增速对比.....	12
图 14：白酒行业收入增速与茅五批价走势基本一致.....	13
图 15：白酒行业单季收入增速：景气由高端向次高端、中高端传导.....	13
图 16：白酒行业收入与净利增速走势基本一致.....	13
图 17：近年来白酒行业净利率提升快于毛利率.....	13
图 18：白酒上行周期，产品提价对酒企收入及吨价传导较快——以水井坊为例.....	14
图 19：白酒产品提价对酒企毛销差传导体现与公司所处产品周期有关.....	14
图 20：五粮液股价复盘.....	14
图 21：水井坊股价复盘.....	15
图 22：大众品各版块成本结构及毛利率（%）.....	16
图 23：调味品行业主要成本及板块净利率走势.....	17
图 24：啤酒行业主要成本及板块净利率走势.....	17

图 25: 肉制品行业主要成本及板块净利率走势.....	18
图 26: 乳制品行业主要成本及板块净利率走势.....	18
图 27: 海天吨价增速与销量增速对比.....	21
图 28: 千禾吨价增速与销量增速对比.....	21
图 29: 酱油均价基本跟随上游成本变化.....	21
图 30: 海天收入增速更多由销量增速主导.....	21
图 31: 2014-2016 年海天味业提价公告与报表表现.....	22
图 32: 2017-2019 年海天味业提价公告与报表表现.....	23
图 33: 餐饮收入同比增速.....	24
图 34: 社零及人均消费支出增速.....	24
图 35: 海天味业 2014 年提价后股价表现复盘.....	25
图 36: 海天味业 2017 年提价后股价表现复盘.....	26
表 1: 食品饮料行业涨价行情传导分析.....	4
表 2: 两轮 CPI 上行周期, 食品饮料指数在业绩驱动下涨幅排名第 1.....	6
表 3: 食品饮料主要上游原材料产品价格走势.....	7
表 4: 2021 年以来, 大众品提价历程.....	8
表 5: 调味品行业三轮提价所经历的成本涨幅与传导间隔.....	19
表 6: 啤酒行业三轮提价所经历的成本涨幅与传导间隔.....	19
表 7: 肉制品行业最近两轮提价所经历的成本涨幅与传导间隔.....	19
表 8: 乳制品行业最近两轮提价所经历的成本涨幅与传导间隔.....	20
表 9: 2021 年以来, 调味品、啤酒提价历程及预期.....	20
表 10: 海天三次提价环境及传导效果对比.....	22
表 11: 提价后海天股价走势对比分析.....	25
表 12: 食品各子行业公司估值与业绩增速拆分.....	26

1. 核心观点：PPI 与 CPI 轧差收敛，均衡思路增配食品

直接面对消费者的 2C 属性决定众多大众消费品具备一定的需求价格弹性，在普遍性成本驱动背景下，进入提价周期的基础大众消费品在弱需求价格弹性下将有助于企业总收益 ($TR=Q \times (P-C)$) 的提高，尤其是中后期成本 C 向下时，利润弹性会释放。因此，业绩 beta 令行业在 CPI 上行环境中通常有领涨表现。根据细分子行业属性，我们将板块分为高端品和大众品，从提价驱动、报表传导、股价表现三个维度拆解通胀传导。

表 1：食品饮料行业涨价行情传导分析

	价格弹性	提价驱动	报表传导	股价表现
高端品（中高端白酒）	差异化竞争策略，供给有限，价格弹性弱	1) 遵循购买力平价，物价上涨推动白酒价格对标上涨；2) 渠道利润考量	提价多集中于周期上行阶段，酒企能够充分享受量价共振，收入弹性可观	相比厂价调整，白酒股价对批价变动甚为敏感，以批价传导衡量实际（潜在）提价效果
大众品（调味品等）	总体刚需，品牌多，产品相对同质化，有价格竞争	成本驱动型，原材料上涨阶段行业涨价诉求一致，提价落地相对顺利	行业性提价落地阻力较小，渠道库存健康及通胀环境升温也是重要助力，后续成本压力缓和将进一步释放利润空间	大众品提价通常预示着行业上涨拐点到来，后续上涨催化主要观察行业提价跟随、终端价格顺利传导及公司报表增速改善

资料来源：安信证券研究中心

从提价驱动来看，高端品（白酒等）行业提价主要由通胀推动，价格表现与 PPI+CPI 走势一致，主因社交/面子消费要求产品价格匹配受众定位，伴随货币超发带来货币贬值、物价通胀，遵循购买力平价原则，白酒价格也会有所提升。

大众品（调味品、乳制品、肉制品、啤酒等）提价主要由成本驱动，价格表现主要受上游农产品、大宗品传导，主因产品价格竞争相对更为激烈，成本压力相对明显，成本走高期间行业整体一致具有提价诉求，提价阻力相对较小。

从报表传导来看，高端品（白酒）提价多集中于周期上行阶段，酒企能够充分享受量价共振，收入端弹性可观。周期上行阶段白酒提价的市场接受度通常较高，收入端也通常呈现加速趋势，而厂价上调对毛销差的传导则更多取决于酒企所处产品周期，推广导入阶段提价增量将更多转化为市场费用。

大众品提价传导效果主要取决于行业跟随及渠道库存状态。海天 2014 年年末单独提价效果不佳，但 2017 年引领行业整体提价实现持续较快增长，侧面反映大众品成功提价首先有赖于行业竞争缓和，渠道库存健康及通胀环境升温也是公司业绩持续改善的重要助力。

从股价表现来看，白酒股价走势更多跟随酒企核心产品批价的持续变化，由于白酒企业价格策略相对灵活，相比厂价调整，市场更多参考产品批价及酒企市场投入变化以衡量实际（潜在）提价效果。

大众品提价则通常预示着行业上涨拐点到来，龙头率先提价之后，后续上涨催化主要观察行业提价跟随、终端价格顺利传导及公司报表增速改善，但上涨空间取决于公司基本面改善的可持续性。以调味品为例，成本上行背景下，短期龙头海天宣布提价后的 1-3 个月内通常会有竞品跟随提价，行业竞争格局改善，对市场情绪有明显带动；中期经过一定时间进行终端提价传导确认（海天过去 2 次提价传导至终端需要约 3 个月），营收提振预期再度推动股价快速上涨；后期成本下行进一步释放利润空间，但上涨空间需观察公司营收改善可持续性。

参考以往经验，伴随 CPI 温和复苏，我们预计：

- 1) 参考 2018~2019 年，PPI 回落 CPI 回升阶段，高端品价格表现仍有较好支撑。**考虑本轮白酒周期酒企借助数字化系统及精细化营销，行业库存控制相比以往更为精准、健康，渠道质量进一步提升，白酒价格基础仍然坚实，明年有望实现价稳量增。
- 2) 成本压力推动大众品提价持续演绎，预计本轮提价红利有望顺利于收入端兑现，后续成本压力改善将进一步释放利润空间。**以调味品为例，行业性提价背景下价格竞争压力缓和，同时库存周期与宏观周期有望实现共振（库存去化基本能到位，社区团购冲击缓和，餐饮需求复苏），预计短期提价落地较为顺利（参考以往需 3 个月左右），中期上游成本压力缓解（预计自 2022 年下半年起逐步体现）亦将贡献利润弹性，具备良好估值性价比的食品标的有望实现戴维斯双击。

2. 食品饮料在CPI上行周期表现领先

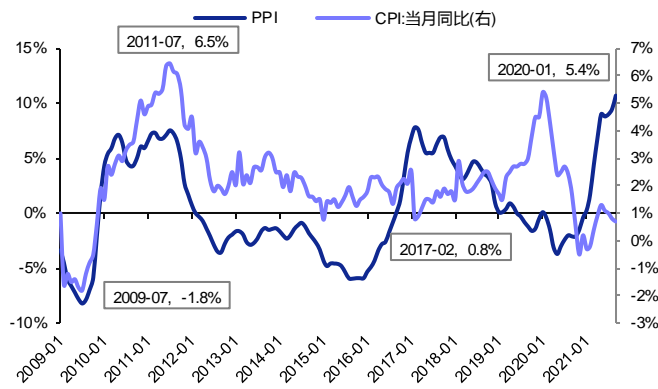
2.1. 过去两轮CPI上行期间，食品饮料行业表现领先

2009年以来，我国CPI共经历2轮上行周期，分别为2009年7月至2011年7月、2017年2月至2020年1月，食品分项为推升CPI上涨的主要动力。

2009~2011年期间，CPI与PPI几乎同步实现快速爬升，主要由于：1) 2010年全球经济复苏推动原油价格持续上涨，同期主要农业生产国遭受自然灾害导致部分农作物供给短缺，大宗品及农业品价格共振推升国内通胀。2) 流动性过剩的背景下，游资炒作农副产品，“豆你玩”“蒜你狠”等层出不穷，食品价格大幅上涨。

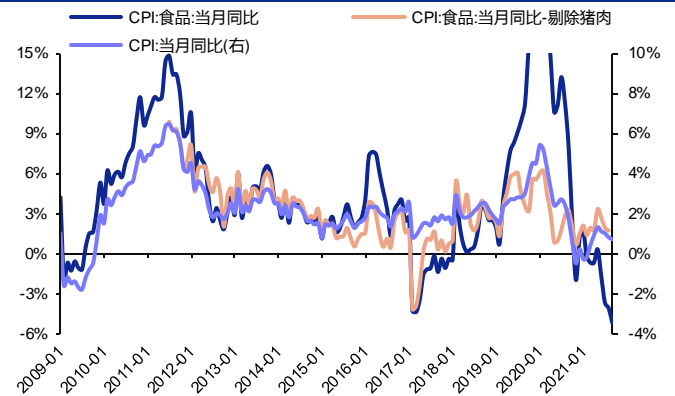
2017~2019年期间，PPI回落而CPI逐步上行，主要由于：1) 受金融去杠杆影响，社融增速持续回落，地产、基建投资增速放缓，需求走弱导致PPI高位回落。2) 2017年年初，由于春节错位、通胀高基数、气温偏高致蔬果丰产等因素，CPI同比大幅下滑，在部分食品提价推动下，CPI食品逐步回升；随后2018年寿光水灾、2019年猪周期先后推升鲜菜及猪肉价格，CPI通胀因此愈演愈烈。

图 1：2009 年以来，共有两轮 CPI 上行周期



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：CPI-食品为推升 CPI 的主要动力



资料来源：wind，安信证券研究中心

两轮CPI上行期间，食品饮料指数涨幅均表现领先。从股价表现看，两轮CPI上行期间消费品涨幅普遍居前，受益于通胀价格传导及大众消费复苏，食品饮料行业更是两轮均有领涨表现。从财务表现看，食品饮料各子行业收入大多实现较快增长，毛利率、净利率提升显著，利润弹性可观，优异的业绩表现是推动股价上涨的主要原因。

表 2：两轮 CPI 上行周期，食品饮料指数在业绩驱动下涨幅排名第 1

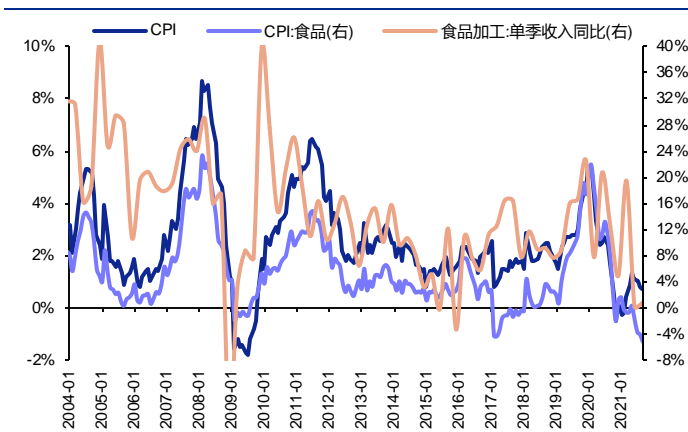
申万一级行业	指数涨跌幅	超额涨跌幅	期间毛利率 (TTM) 增幅	期间净利率 (TTM) 增幅	期间营业收入 (TTM) 增幅	期间净利润 (TTM) 增幅	期末毛利率 (TTM)	期末净利率 (TTM)
2009Q3~2011Q2								
食品饮料	76.2%	84.9%	4.33 pct	5.58 pct	57.7%	183.4%	40.7%	12.6%
食品加工	86.2%	94.9%	-0.08 pct	4.77 pct	50.1%	305.0%	20.9%	2.8%
白酒	82.7%	91.4%	4.45 pct	3.09 pct	80.2%	128.5%	66.2%	28.7%
啤酒	104.9%	113.6%	2.38 pct	1.84 pct	23.4%	69.7%	42.1%	7.6%
电子	66.3%	75.0%	3.25 pct	4.17 pct	71.8%	4914.7%	16.1%	4.0%
家用电器	63.2%	71.9%	-1.49 pct	0.88 pct	98.1%	154.8%	19.9%	4.0%
医药生物	62.9%	71.6%	-0.85 pct	1.45 pct	70.4%	105.0%	27.3%	8.6%
国防军工	61.7%	70.4%	2.61 pct	-0.04 pct	89.4%	88.4%	18.3%	7.3%
2017Q1~2019Q4								
食品饮料	93.4%	99.2%	2.47 pct	3.47 pct	62.4%	103.7%	49.7%	17.2%
食品加工	41.6%	47.4%	-0.17 pct	-0.33 pct	58.5%	51.4%	30.1%	7.6%
白酒	172.0%	177.8%	6.01 pct	5.87 pct	49.1%	128.2%	77.4%	34.0%

啤酒	13.9%	19.7%	-0.85 pct	2.50 pct	7.0%	79.7%	39.5%	6.0%
家用电器	47.1%	52.9%	-3.49 pct	-0.84 pct	61.4%	42.3%	22.0%	6.2%
电子	31.0%	36.8%	-1.72 pct	-1.72 pct	169.4%	81.8%	15.0%	3.6%
非银金融	20.5%	26.3%	0.94 pct	1.00 pct	73.2%	90.5%	98.6%	11.0%
计算机	11.9%	17.7%	0.22 pct	-3.97 pct	55.8%	-38.2%	25.0%	2.6%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

具体来看, 食品饮料行业收入增速变化基本与通胀走势一致, 在通胀上行阶段收入增长呈现加速态势。由于 CPI 通胀上行阶段常常伴随食品饮料产品提价落地、行业竞争格局改善, 企业收入端实现量价双升, 盈利能力亦有提升。

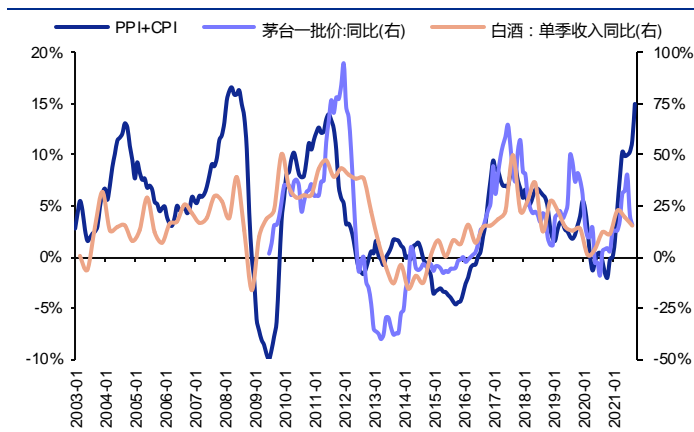
图 3: 食品行业收入增速与通胀走势一致



资料来源: wind, 安信证券研究中心

注: 收入为上市公司口径

图 4: 白酒行业收入增速与通胀走势一致



资料来源: wind, 安信证券研究中心

注: 收入为上市公司口径

2.2. PPI 向 CPI 传导, 食品涨价潮已起

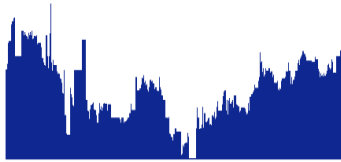
成本压力凸显, 上游通胀逐步向下游食品传导。本轮 PPI 上涨主要由供给收缩驱动, 国际疫情反复导致大宗品供给受限, 国内能耗“双控”政策又进一步抬升资源品价格, 供需错配推动今年以来 PPI 连续跳涨, 食品饮料行业主要上游原材料项目涨幅显著, 尤以大豆、包材(PET 瓶片、瓦楞纸、铝锭)及运输(原油)价格累涨最为突出, 调味品、啤酒等子行业成本压力凸显。参考 2017~2018 年, 预计成本压力将推动本轮大众品提价持续演绎, 相应带动食品通胀稳步复苏, 行业由此步入上行周期。

预计后续成本压力将逐步缓解, 行业受益 PPI 与 CPI 轧差收敛, 利润弹性有望逐步显现。分析食品饮料上游主要农产品、大宗品未来走势: 1) 大豆、白糖、玻璃由于丰产或上游成本回落, 预计后市价格将有回落。2) PET、瓦楞纸、铝锭由于“能耗双控”政策导致开工受限, 预计价格短期维持高位震荡, 伴随 PET、瓦楞纸产能陆续投放, 自 2022 年下半年起价格压力或将得到缓解。

表 3: 食品饮料主要上游原材料产品价格走势

类别	名称	最近 2 年走势	过去上涨原因	未来走势判断
原材料	大豆		因下游养殖业需求大幅增长, 以及国内主产区种植面积、实际产量双减, 去年以来大豆价格持续走高, 期现价格呈螺旋式上涨。	2021 年 10 月份美国农业部数据, 美豆单产上调后美豆丰收格局确定, 美豆 22Q1 集中上市后价格面临供给压力。但关注到 11 月有超过 80% 概率出现“拉尼娜”, 或令阿根廷大豆减产。因此进口传导下后国内大豆价格下降为大概率事件, 不过需关注极端天气影响。

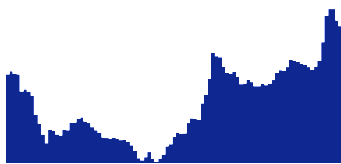
白糖



海外疫情致主要产糖国如古巴、印尼等产量大幅下降,国内旺季受台风天气影响产量下降,同时国内需求在传统旺季仍保持高位,供需缺口持续推高糖价。

四季度随着北半球主要产糖国陆续开榨,预计短期内全球糖供应较为充足,且国内工业库存偏高,料将维持“外强内弱”的价格走势。中期全球存在供给缺口,注定国际糖价不会太弱。同时短期内伴随着原油价格中枢的抬升以及全球能源危机的发酵,乙醇需求或将对国际糖价形成较强支撑,可能需保持关注。

PET 瓶片



2021年初,海外需求恢复促使原油价格上行,叠加国内库存低位,聚酯瓶片价格大幅拉涨。9月末,“能耗双控”致企业开工跌至低点,原油价格也不断新高,PET瓶片市场价格宽幅上涨,但实际成交稀少。

考虑工业经济继续稳定恢复,能源危机短期仍将推升油价,成本面支撑尚可,另外限电政策缓解也将推动国内需求改善,预计2022年PET瓶片维持高位震荡。由于PET上游PTA在2020-2022年将迎来新一轮产能投放周期,预计后续供需有望良性转好。

包材

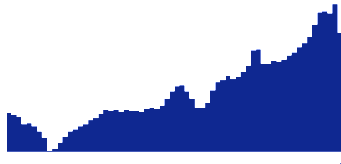
瓦楞纸



2021年起国内进口废纸配额彻底清零,开工不足及运费攀高亦推升国外成品纸和废纸浆进口成本增加,加上今年新增产能有限,国内瓦楞纸供给短期偏紧,龙头纸业自8月起开启提价。

“能耗双控”背景下,2021年10月以来头部纸厂纷纷进行停机检修,行业整体供给端收缩,下游纸品经销商补货意愿增强,在“双十一”等电商旺季需求有所回暖时,供需缺口拉开,同时能源、原材料上涨,头部纸企涨价有一定支撑。考虑大型纸企产能投放计划均集中于2022年下半年至2023年间,后续价格压力或将得到缓解。

铝锭



由于双限加强对于电解铝的供给限制,同时年内地产竣工、新能源行业对铝需求增强,导致电解铝价格持续大幅上行。

限电、能耗双控仍然趋严,铝供应趋紧不改。但限电使得下游开工同样受阻,需求走弱、库存上升导致近期铝价下跌。不过考虑铝价大跌将令冶炼端利润显著收窄,预计铝价在当前位置震荡运行为主。

玻璃

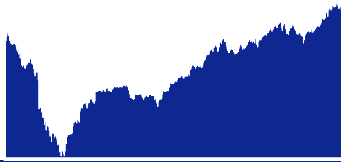


日用玻璃从过去看供需两端相对稳定,但年内受原材料纯碱、煤炭等价格大幅上涨影响,产品价格有所提升,但提价幅度不及工业玻璃显著。

随国内大宗情绪走弱,纯碱、煤炭等价格随期货价格螺旋式下降,成本支撑逻辑逐步坍塌,料日用玻璃价格后续走弱,类似工业玻璃走势,预计生产企业仍以毛利率为锚逐步降价。

运费

原油



全球在后疫情时代对原油需求持续恢复,但OPEC+保持谨慎的增产态度,同时美元走弱促使油价持续上涨。

OPEC+在11月月会并未因美方压力而起计划增产,同时美国页岩油保持克制的资本开支计划,料2022年原油供给仍将低速增长,存在供需缺口。但北半球冬季欧美疫情反复使得需求略有走弱,Taper后美元走强预期上升,预计原油价格中枢一年内持续高位宽幅震荡趋势。

资料来源:wind,安信证券研究中心

9月份以来,食品饮料行业涨价潮已起。2021年9月安琪酵母主要产品出厂价提高6%-10%,10月12日调味品龙头海天味业公告对主打的酱油蚝油等产品出厂价上提3%-7%,其后调味品行业李锦记,恒顺醋业,加加食品,涪陵榨菜和千禾味业均对出厂价进行了提升。速冻食品主要企业亦对鱼肉,速冻米面制品进行了提价。

表 4: 2021 年以来,大众品提价历程

行业	公司	公告时间	提价时间	提价内容
调味品	安琪酵母	2021/9		大包装干酵母出厂价格上调 6000-8000 元/吨,半干酵母出厂价格上调 6000-8000 元/吨,鲜酵母出厂价格上调 2000-2500 元/吨。
	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%
	李锦记	2021/11/1	2021/12/16	主要产品出厂价提高 6%-10%
	恒顺醋业	2021/11/3	2021/11/20	对部分产品提价 5-15%
	加加食品	2021/11/4	2021/11/16	对酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价上调 3%-7%
	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
	千禾味业	2021/11/17	2021/11/18	对部分产品出厂价进行调整
		中炬高新 天味食品		
速冻食品	安井食品	2021/11/1	2021/11/1	对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调,幅度为 3%-10%不等
	海欣食品	2021/11/2	2021/11/3	对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调,幅度为 3%-10%不等
	惠发食品	2021/11/5	2021/11/15	对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减

三全食品		2021/11/18	2021/12/1	或对经销价进行上调，幅度为3-10%不等
啤酒	百威亚太		2021/5	对部分速冻米面制品及速冻鱼糜制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，幅度为3%-10%不等
	青島啤酒		2021/8	百威提价 1.5%
	华润啤酒			青島纯生山东区域终端供货价上调，提价幅度约 5%，预计后续跟随上调出厂价
	重庆啤酒			9月1日勇闯天涯换装，后续预计将逐步在全国范围内进行提价
	百威亚太			拟陆续针对不同产品/区域/渠道进行提价，幅度约在4-8%之间 年底或继续推动常态化提价

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3. 高端品提价由通胀推动，CPI 上行环境具备价格支撑

3.1. 白酒提价主要由通胀推动，龙头提价具备客观条件

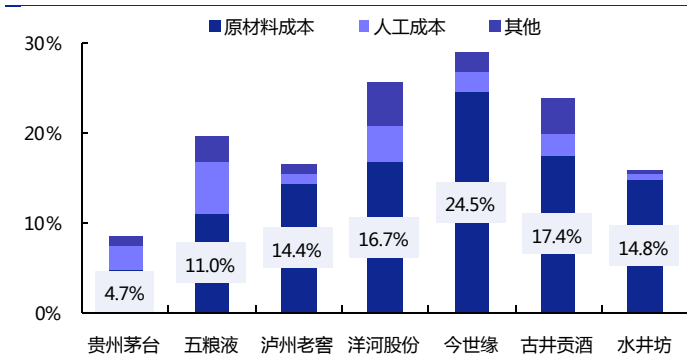
3.1.1. 白酒结构升级明显，原材料成本压力相对较小

原材料成本为白酒企业主要成本项，包括粮食和包装材料两大类，由于酒企毛利率高（上市酒企普遍在 70%以上），上游成本压力相对较小。白酒企业营业成本主要包括原材料成本、人工成本和燃料动力等其他制造成本，其中原材料成本为主要成本项，成本占比达 50%以上。但折算原材料成本占收入比重，上市酒企普遍在 20%以内；折算原料成本波动对酒企利润影响，成本利润弹性系数也都远小于 1，说明原材料成本压力较为可控。

1) 粮食：不同香型的白酒在制作过程中使用的粮食有所不同。对于酱香型白酒，酿造过程中的原材料以优质高粱和小麦为主；对于浓香型白酒，其粮食原料比较丰富，主要包括高粱、小麦、大麦、大米、糯米等。由于近年来我国采取了一系列强农、惠农政策，农民生产积极性有所提高，我国粮食产量除个别年份受气象灾害影响外，基本保持稳中有增的态势，并且白酒酿造的粮食使用量占全国产量的比例极低，因此拥有较为充足的粮食供应来源，粮食采购价格波动风险较小。

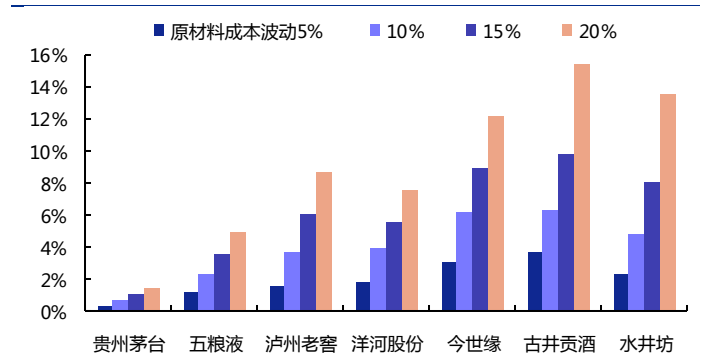
2) 包材：配套包材主要包括酒瓶、瓶盖、酒坛、纸箱、纸盒等。该行业供应商众多，并且定制型产品占多数，行业集中度难以提升，供应商议价权较弱。

图 5：2020 年酒企材料分项成本占收入比重



资料来源：wind，安信证券研究中心

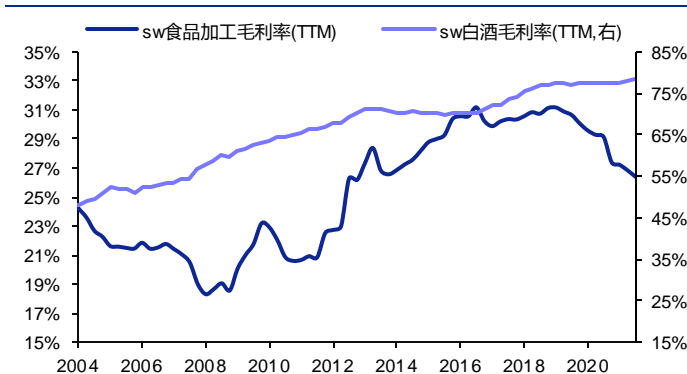
图 6：原材料成本波动对酒企净利润影响测算



资料来源：wind，安信证券研究中心；基于 2020 年成本及净利率测算

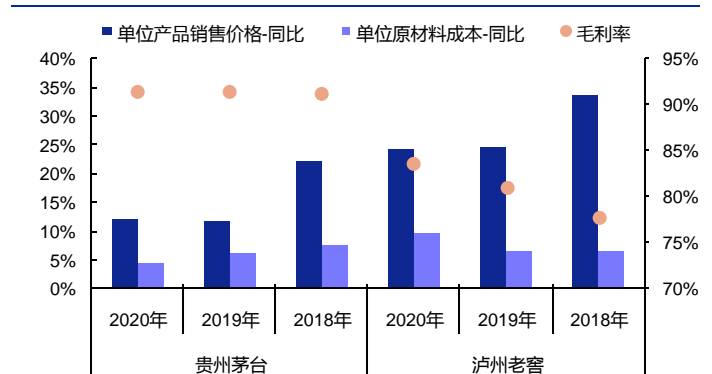
白酒行业上市酒企普遍具有较强的成本消化及转嫁能力，毛利率维持稳中有升。白酒行业毛利率鲜有负向波动，主要源于：1) 白酒上游原材料供给格局分散，供应商议价能力较弱，原材料价格波动相对有限。2) 白酒行业毛利率水平偏高，21Q3 毛利率(TTM)高达 78.3%，说明原材料成本占收入比重低，盈利能力受成本影响相对较小。3) 白酒产品大多具有品牌溢价，伴随酒企持续推进产品结构升级及渠道直营建设，白酒吨价涨幅往往能够有效覆盖原材料上涨压力。

图 7：白酒企业毛利率维持稳中有升



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：酒企产品吨价涨幅通常能够覆盖原材料涨幅



资料来源：wind，安信证券研究中心

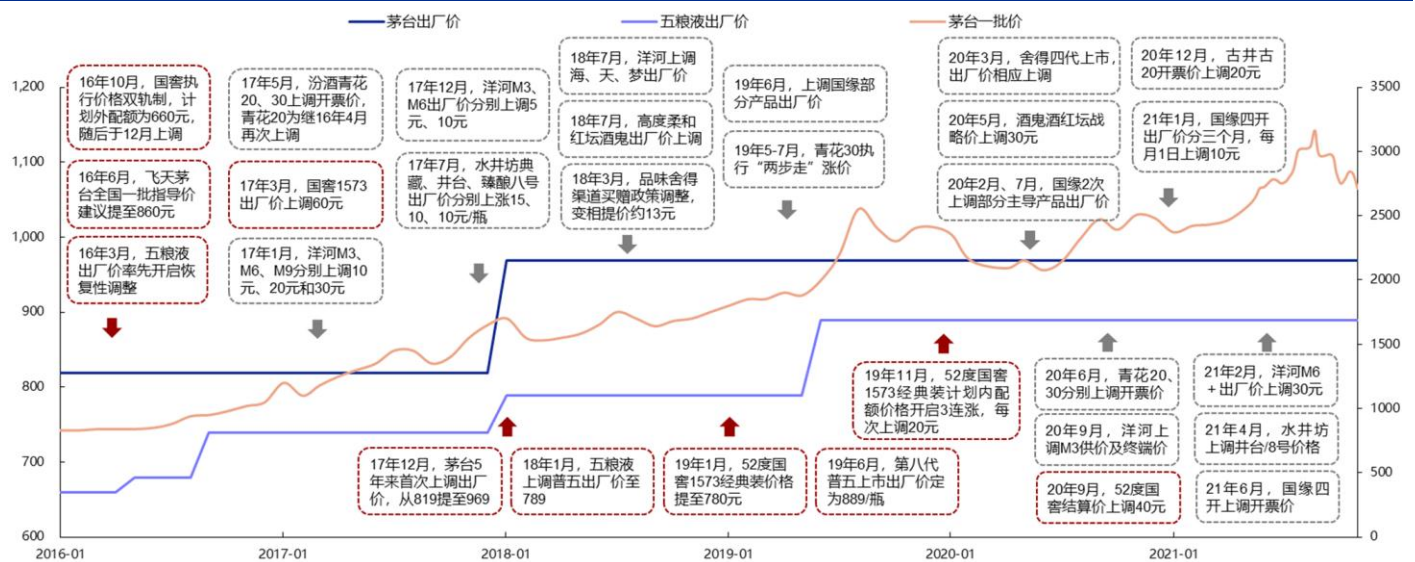
3.1.2. 白酒定价更多取决于购买力平价，CPI 上行环境具备价格支撑

从提价分布看，酒企提价大多集中于批价上涨阶段，由高端向次高端、中高端传导轮动。批价上行阶段进行顺势提价，难度最小、收效最快，因此也是酒企提价最常见的一种。观察过去两轮白酒行业提价热潮，基本均集中于行业批价快速上涨阶段，其中高端酒批价最先受益行业景气回升，高端酒企率先打响提价信号枪；高端批价充分拉升后，次高端性价比突显，批价实现跟随上涨，次高端酒企相应提价跟进。

具体来看，2016 年，流动性宽松环境下经济平稳增长，棚改货币化及 PPP 基建投资推动居民及商务消费均有回暖，高端酒批价重启升势，茅五泸率先落地价格调整动作，次高端酒企集中于 2017~2018 年进行跟随提价。

2019 年，猪周期大幅推升通胀，央行连续降准，地产投资回温推升社零消费，高端酒批价再次步入上行通道，五粮液、国窖密集进行价格调控。随后虽于 2020 年经历疫情冲击，但流动性宽松背景下，财富效应推动居民消费升级，经过 20Q1 控货调整，高端批价重回景气状态，打开次高端价格空间，次高端酒企集中于 2020~2021 年落地提价动作。

图 9：白酒提价由高端向次高端轮动

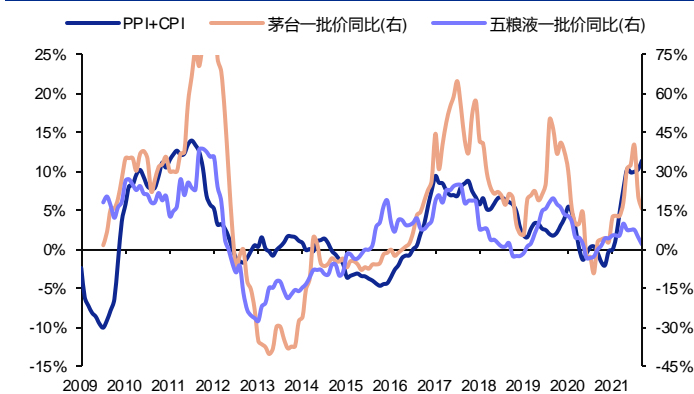


资料来源：Wind、酒业家、安信证券研究中心

探究白酒批价的驱动因素，除了底层消费升级逻辑，我们认为购买力平价（通胀水平）是推动批价走势变化的主导力量，主要源于：1）白酒批价作为白酒供需关系甚至经济整体强弱的价格现象反馈，批价涨势往往与通胀水平同步，受原材料成本、流动性等因素影响。2）白酒本质是社交货币，面子消费要求产品价格匹配受众定位，伴随货币超发带来货币贬值、物价通胀，遵循购买力平价原则，白酒价格也会有所提升。

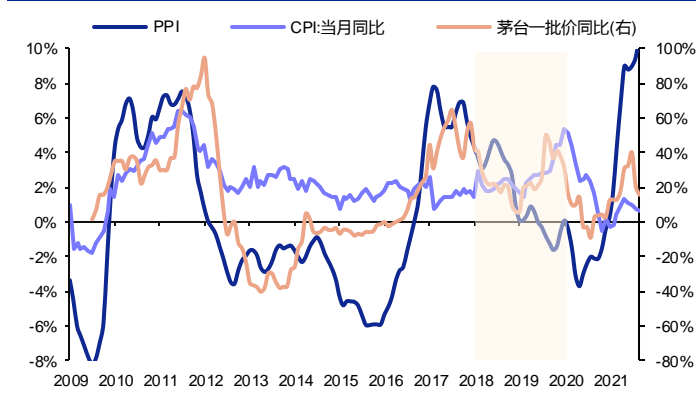
参考 2018~2019 年，在 PPI 回落而 CPI 上涨阶段，白酒产品仍然具备价格支撑。2018 年，投资增速放缓叠加贸易战爆发，PPI 快速回落，同期国内消费略有降速，CPI 维持温和通胀，茅五批价横盘调整。2019 年初，受低温天气影响，鲜菜水果价格飙升，推动 CPI 明显上涨，随后猪周期接力推升 CPI 通胀，物价上涨背景下，茅五批价自 2019 年初再度开启快速上涨趋势。考虑本轮白酒周期酒企借助数字化系统及精细化营销，行业库存控制相比以往更为精准、健康，渠道质量进一步提升，白酒批价虽然涨幅放缓，但价格基础仍然坚实，预计 CPI 回暖背景下向下波动可控。

图 10：茅五批价变化与通胀水平变化基本一致



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：白酒批价在 PPI 回落 CPI 回升阶段仍有较好支撑

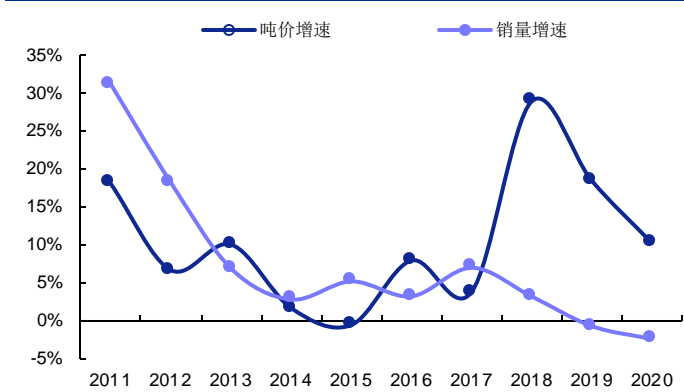


资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2. 白酒提价的报表体现

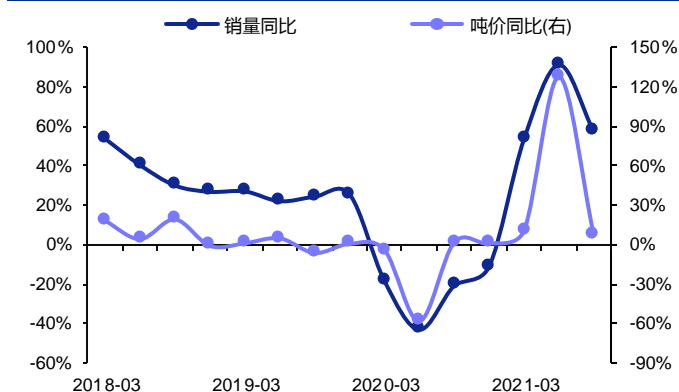
白酒高端品属性反映在行业量价关系中，表现为：1) 价格弹性显著，吨价基本每年都有实现同比正增；2) 吨价、销量增速伴随行业周期变化呈现同向变化（量在价先）。近年来伴随饮酒健康化趋势风行，白酒销量增长较为疲软，但吨价涨幅更为充分。

图 12：白酒行业吨价增速与销量增速对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

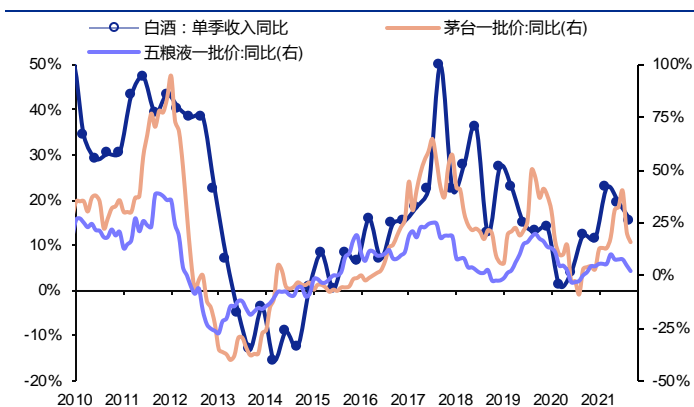
图 13：水井坊季度吨价增速与销量增速对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

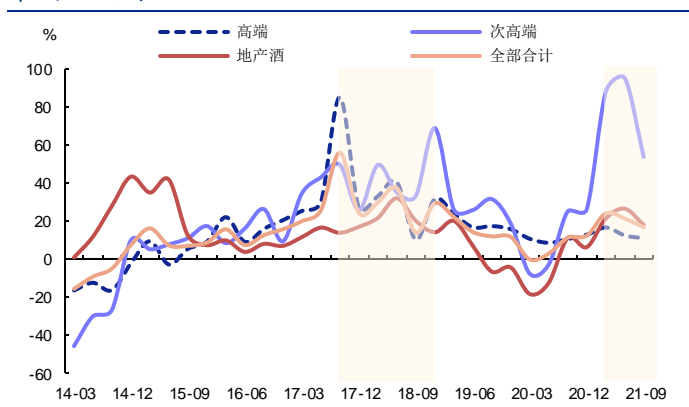
从行业收入表现看，白酒行业营收增速基本与茅五批价走势一致，略微滞后约 1~2 个季度。茅五批价作为反映行业景气的前瞻指标，也是白酒行业提价周期的侧面刻画——伴随茅五批价同比回升，行业景气复苏，产品提价由高端向次高端传导轮动；伴随茅五批价同比回落，行业提价亦接近尾声。由于渠道库存及预收款缘故，提价及动销传导至报表端略有滞后，行业收入增速拐点滞后茅五批价拐点约 1~2 个季度体现。此外，从白酒行业内部来看，行业景气也存在一定的轮动顺序，营收增长加速通常最先体现于高端酒企，随后向次高端、中高端传导。

图 14：白酒行业收入增速与茅五批价走势基本一致



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15：白酒行业单季收入增速：景气由高端向次高端、中高端传导

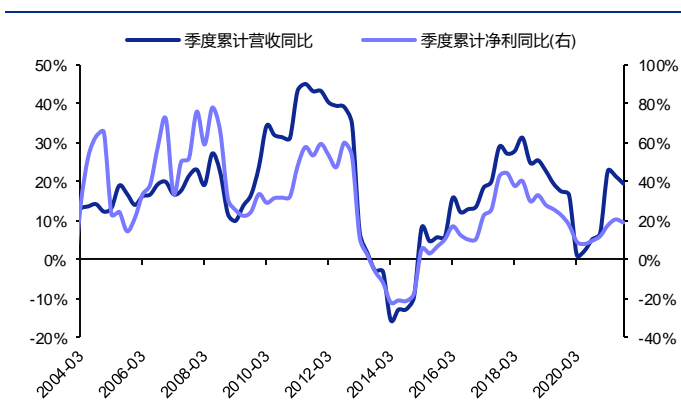


资料来源：wind，安信证券研究中心

注：黄色背景标注白酒上行周期高端景气向次高端传导阶段

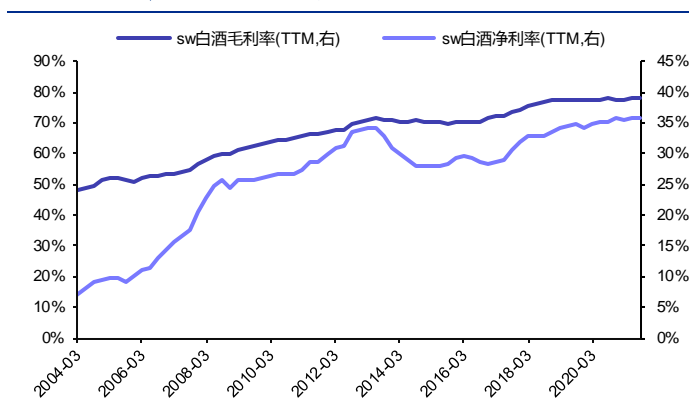
白酒行业盈利基本与收入同步变化，但利润弹性较收入弹性更为显著，主因行业净利率持续提升。除了提价之外，行业净利率提升也有产品结构升级、直营渠道建设加强、规模效应提升等多方面因素贡献。

图 16：白酒行业收入与净利增速走势基本一致



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：近年来白酒行业净利率提升快于毛利率



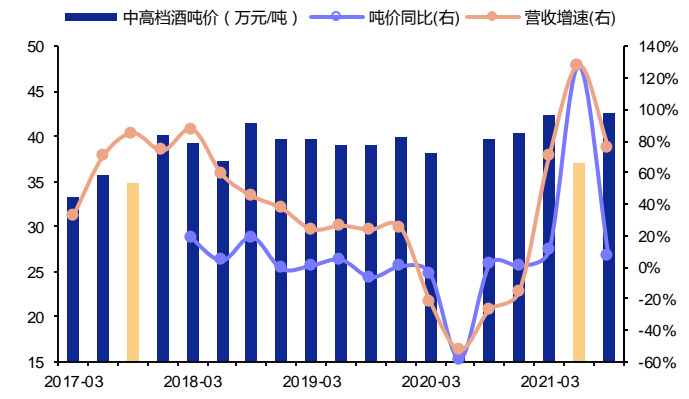
资料来源：wind，安信证券研究中心

注：黄色背景标注白酒上行周期高端景气向次高端传导阶段

从具体酒企表现来看，白酒周期上行阶段，出厂价上调对酒企吨价及收入提振传导较快，主要由于：1) 提价预期刺激渠道提前集中打款，对即期收入有推高作用；2) 白酒周期上行阶段，渠道打款及终端动销均有较高景气，酒企收入实现量价共振。

除高端酒外，一般而言出厂价上调对毛销差传导是否明显，更多取决于酒企中长期营销战略规划。1) 提价初期为保证渠道推力，酒企货折及市场费用投放力度也会有所加大，相应影响毛销差体现。2) 相比短期利润，酒企提价更多服务于中长期市场份额扩张，若公司产品仍处于推广导入阶段，提价增量将大多转化为市场投入。

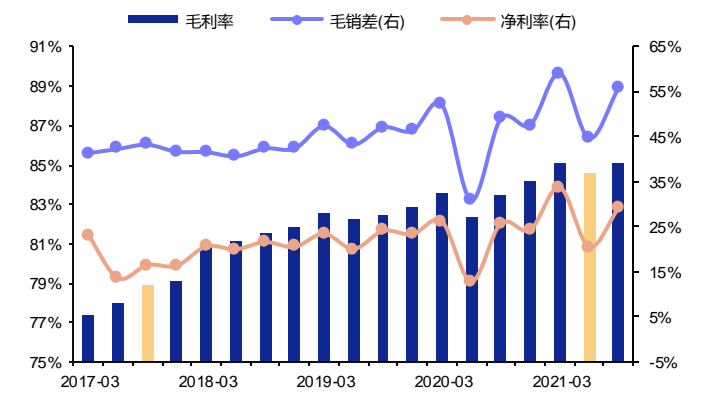
图 18: 白酒上行周期, 产品提价对酒企收入及吨价传导较快——以水井坊为例



资料来源: wind, 安信证券研究中心

注: 黄色柱形标注水井坊核心井台、臻酿八号产品提价时点

图 19: 白酒产品提价对酒企毛销差传导体现与公司所处产品周期有关



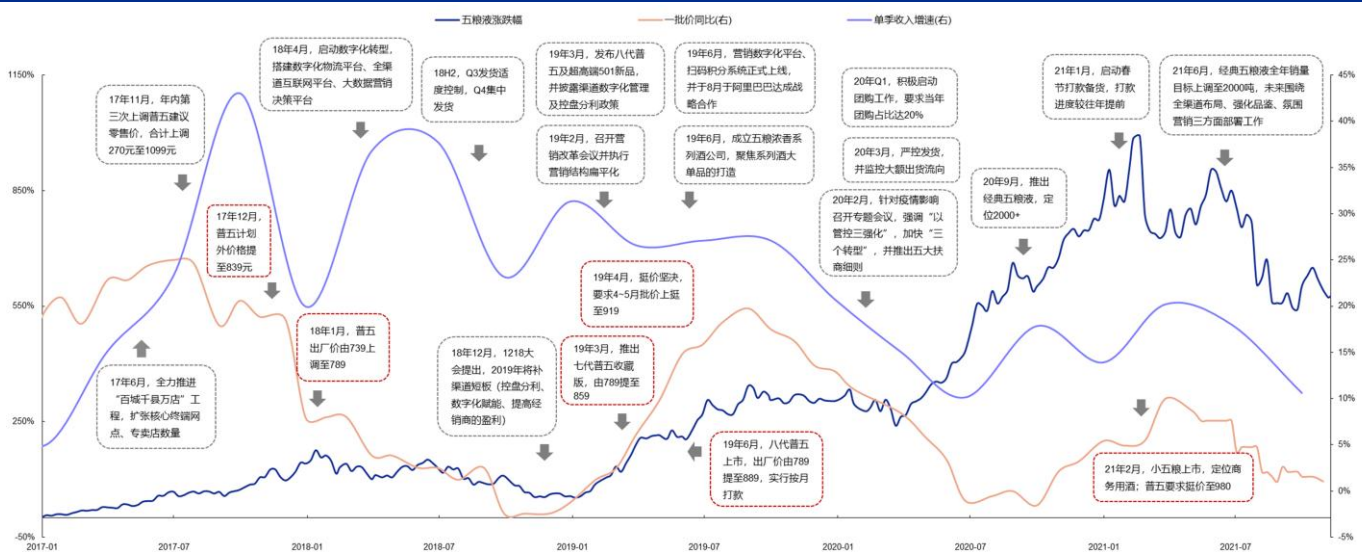
资料来源: wind, 安信证券研究中心

3.3. 股价复盘

由于白酒产品精神消费品属性, 酒企多采用差异化品牌竞争策略而非价格竞争策略, 定价自由度相对更高, 提价目的也更多元, 主要表现为: 1) 顺应市场表现巩固价盘势能。白酒上行周期, 产品旺销推动批价持续上涨, 酒企顺势提价分享涨价红利, 也有利于巩固价盘势能。2) 推升产品价格带占位, 推动品牌高端化建设。伴随居民消费升级, 高端、次高端、中高端价格带边界也在持续上移, 为维持甚至突破产品价格带定位, 酒企需相应进行价格更新。3) 重塑渠道价格体系。面对渠道乱价或渠道利润偏薄等问题, 产品焕新并进行重新定价有利于更新优化渠道价格, 进而激活渠道推力。

由于白酒企业价格策略相对灵活, 相比厂价调整, 市场更多参考产品批价及酒企市场投入变化以衡量实际(潜在)提价效果, 股价走势更多跟随酒企核心产品批价变化。以五粮液为例, 2017 年普五批价由年初的 750 元快速攀升至 810 元, 公司于 2018 年初上调普五出厂价对股价形成一定催化, 但 1 月发改委召开白酒价格告诫会, 令高端酒提价蒙上阴影, 普五批价随后持续震荡, 股价相应走弱, 直至 2019 年春节开门红顺利兑现, 普五批价重回上行趋势。

图 20: 五粮液股价复盘



资料来源: wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图 21: 水井坊股价复盘



资料来源: wind、公司公告、安信证券研究中心

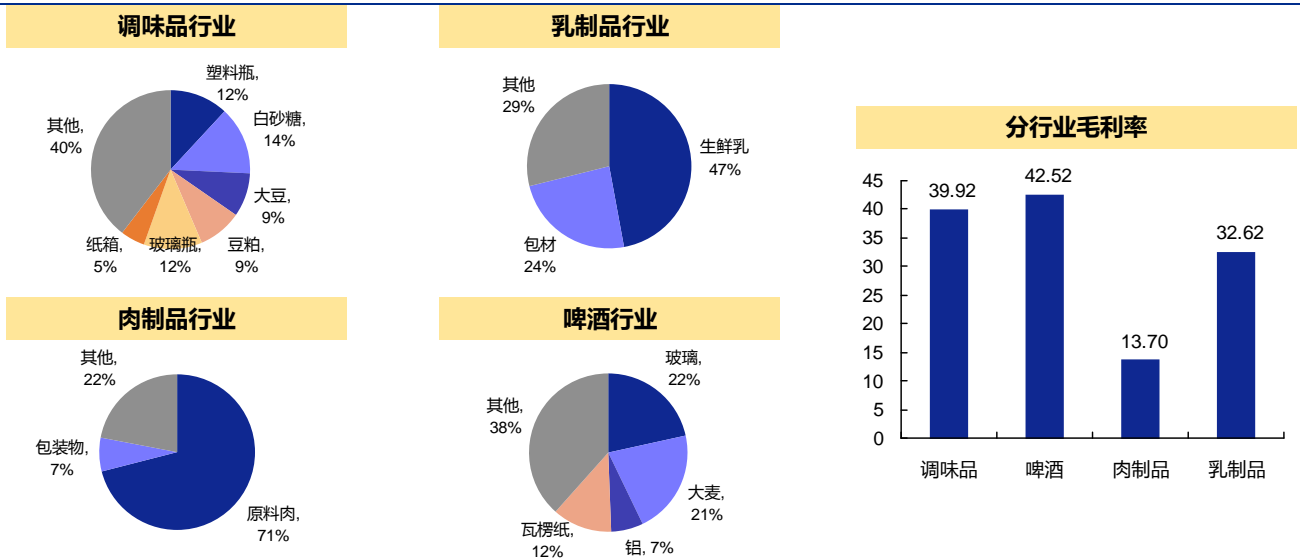
4. 大众品提价主由成本推动，原材料上涨推升提价潮

4.1. 大众品提价主要由成本推动

4.1.1. 大众品原料成本压力较大，行业性提价均由成本推动

大众品提价短期内受成本推动影响，长期看结构升级或为主要驱动力。大众品中原材料成本占比均较高（调味品 60%/啤酒 62%/肉制品 78%/乳制品 71%），行业毛利率相对不高，原材料价格上涨阶段，公司盈利存在较大压力，行业对提价具有一致动力。

图 22：大众品各版块成本结构及毛利率（%）



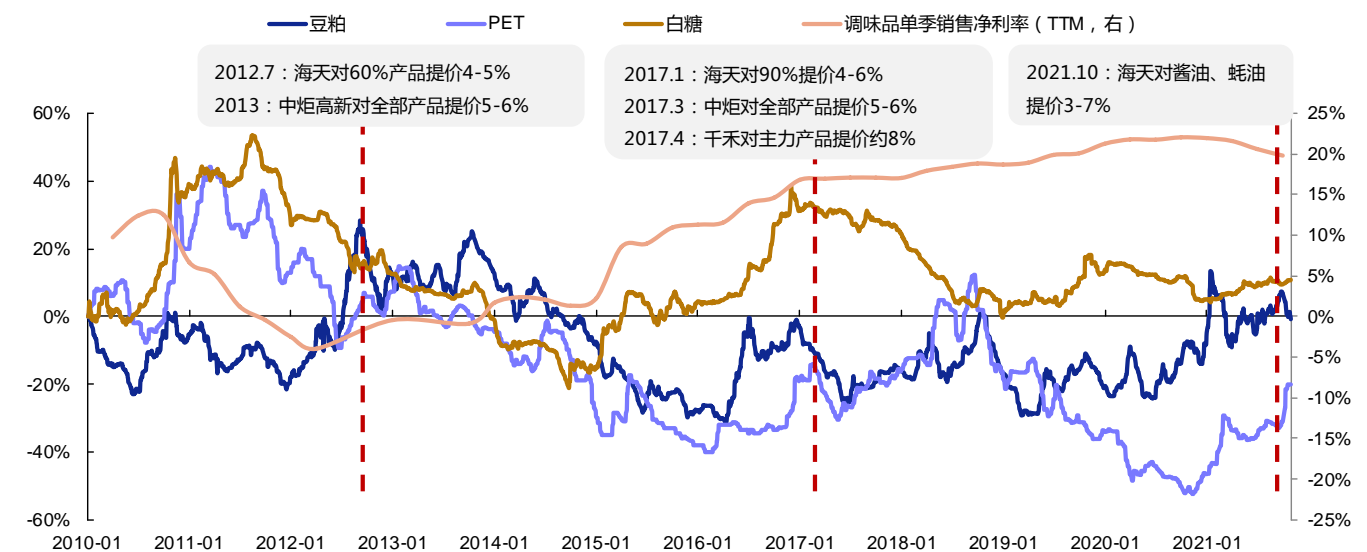
资料来源：wind、公司公告、华经情报网、安信证券研究中心

注：毛利率为 SW 行业 2020 年 12 月 31 日数据；调味品数据来自海天招股书中海天的成本结构，乳制品来自新乳业招股书，肉制品来自龙大肉食招股书中熟食制品的成本结构，啤酒来自青岛啤酒 2013 年报和华经情报网数据；其他主要包含占比较小的原材料成本和人工、制造等成本

我们将大众品主要分为调味品、啤酒、乳制品、肉制品分别进行分析，回顾行业过去几轮提价，成本上涨均为主要驱动因素：

- **调味品：2008 年以来调味品行业共经历 3 轮提价，主要与 PET、白糖、大豆价格上涨有关：**
 - 1) 2010-2011 年 PET、大豆、白糖均处于上行区间，对此海天在 2012 年 7 月开启提价，中炬跟随，带动行业均价普遍上涨。
 - 2) 2016 年中 PET、玻璃、瓦楞纸均大幅上涨，成本承压下行业亦普遍提价，海天于 2017 年 1 月率先提价，中炬、千禾跟随。
 - 3) 2020 年以来，玻璃、大豆、PET、瓦楞纸、豆粕全部处于高位，行业内成本端再次承压，为缓解渠道压力、提升经销商渠道利润促进动销，海天于 2021 年 10 月率先提价，恒顺、李锦记、加加均跟随提价，再次触发行业提价潮。

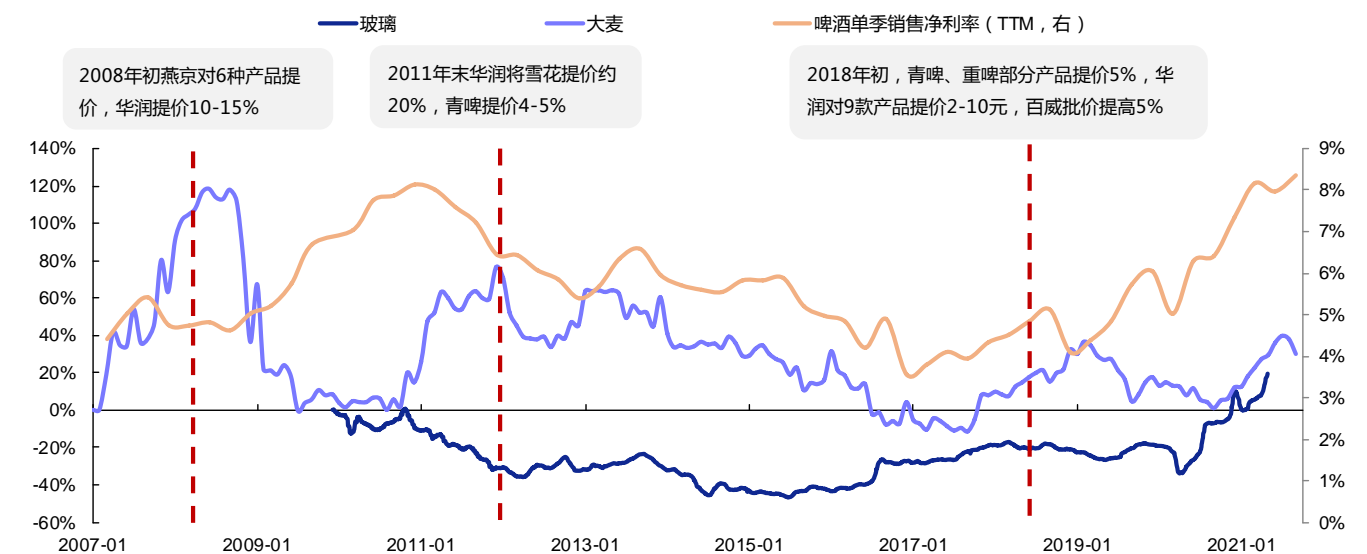
图 23：调味品行业主要成本及板块净利率走势



资料来源：wind、公司公告、渠道调研、安信证券研究中心

- **啤酒：2008 年以来啤酒行业共经历 3 轮提价。**啤酒行业亦为典型的成本驱动型行业，由于其同质化较高且定价多为成本加成法，因此历史三次提价均是在成本上涨窗口期内：
 - 1) 2007-2008 年全球大麦主产国澳大利亚由于天气原因减产，进口大麦价格翻倍，带动国产大麦价格同步上扬，燕京啤酒、华润啤酒、青岛啤酒等纷纷提价，带动行业性提价潮。
 - 2) 2010 年瓦楞纸和大麦价格先后步入上行区间，2011 年末华润啤酒、青岛啤酒等相应部分产品提价。
 - 3) 2017 年 Q4 起大麦价格上涨，2018 年初青岛啤酒、重庆啤酒部分产品提价，华润啤酒、百威跟随提价，推动行业均价上行。

图 24：啤酒行业主要成本及板块净利率走势

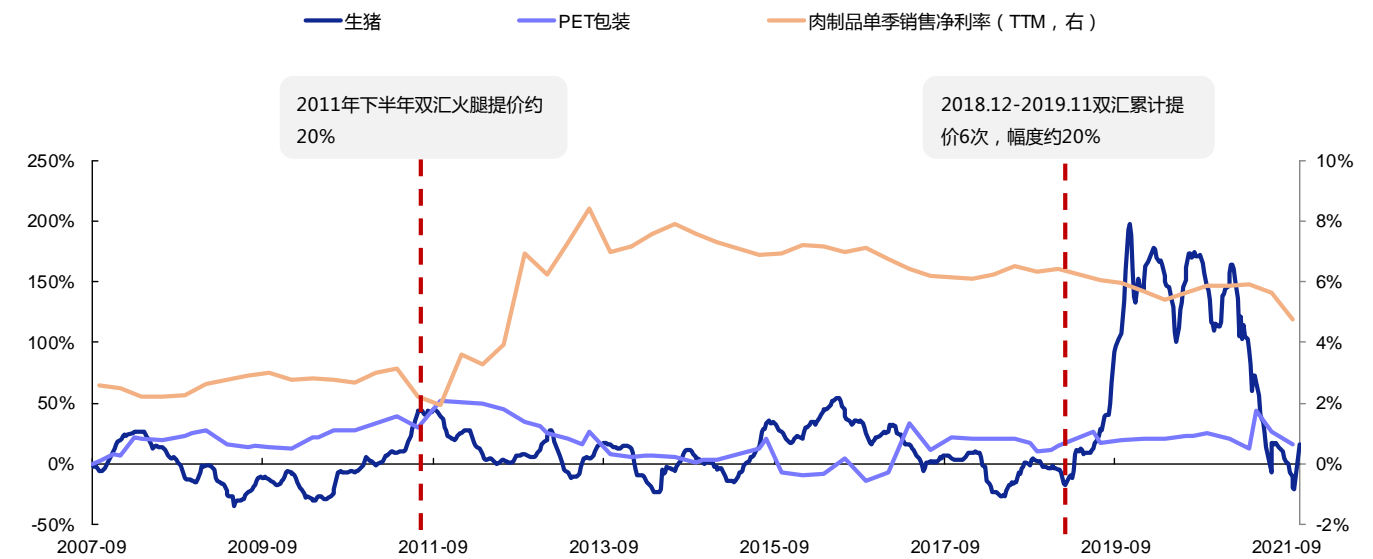


资料来源：wind、公司公告、世华财经、第一财经、同花顺、安信证券研究中心

- **肉制品：提价主要受生猪价格影响。**2010 年生猪价格和 PET 价格均处于较高水平，2011 年初双汇相应宣布提价。2018 年 5 月起生猪价格进入上升通道，2019 年 2 月起持续飙升，双

汇自 2018 年 12 月起开始提价，累计提价 6 次，有效进行成本对冲。

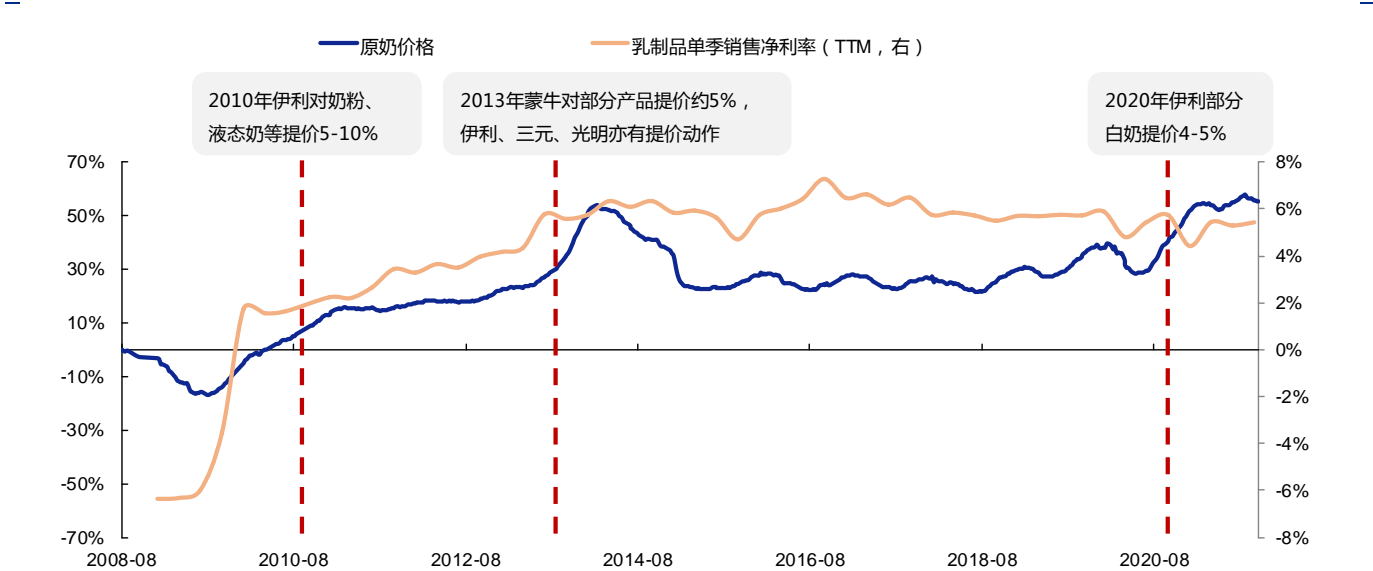
图 25：肉制品行业主要成本及板块净利率走势



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

- **乳制品：提价主要由原奶价格上涨触发。**原奶价格是乳制品提价的重要推动因素，过去 3 次提价均处于原奶上行区间。由于产业链较长，且上游牧场分散、扩产耗时久、管理难度大，原奶供需匹配波动往往较大，在供不应求时乳企开启收奶价格战，也进一步助推了原奶价格的行业性上涨，进而迅速传导至终端。2010、2013、2020 年我国原奶价格经历大幅上涨背景下，伊利、蒙牛均有提价落地。

图 26：乳制品行业主要成本及板块净利率走势



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

4.1.2. 大豆、包材价格高涨，调味品、啤酒步入新一轮提价周期

从成本传导间隔来看，调味品行业在 2012、2017 和 2021 年经历过 3 次大规模提价，成本上涨拐点距离提价落地的时间间隔约为 1-2 年。传导周期较长，主因调味品生产备货周期较

长，如高盐稀态酿造工艺需要约 60-180 天，导致原材料成本压力传导缓慢，一般为龙头海天率先提价打开行业空间，其他企业跟随。

表 5：调味品行业三轮提价所经历的成本涨幅与传导间隔

原料	权重	提价前的原材料累计涨幅		
		2010.9-2012.12	2015.3-2016.6	2020.9-2021.10
塑料瓶	12%	12%	-6%	53%
白砂糖	14%	1%	9%	0%
大豆	9%	34%	-2%	21%
豆粕	9%	27%	12%	21%
玻璃瓶	12%	-27%	7%	28%
纸箱	5%		-4%	24%
其他	40%	-	-	-
合计		4%	2%	15%
涨价时点和涨幅	海天率先于 2012 年 7 月提价，行业普遍跟随，提价 5-7%		恒顺于 2016 年 6 月、海天于 2017 年 1 月提价，开启行业性提价 4-9%	海天味业于 2021 年 10 月 25 日提价，开启行业提价历程，幅度约 3-15%
成本上涨拐点	2010.9.30		2015.3.31	2020.9.30
提价传导间隔	约 2 年		约 1 年	约 1 年

资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

注：玻璃使用中国玻璃价格指数，日用玻璃价格数据缺失，二者走势相近；成本上涨拐点选取区间净利率 TTM 的最高点所处时间

啤酒行业在 2008 年、2011 年和 2018 年经历过 3 次大规模提价，传导间隔约 3-4 个季度，主因其上游原料采购至生产周期较长，存货储存和周转周期也较长，同时提价时点一般在淡季，淡季提价有助于观察市场反应，为旺季销售做好准备，同时也为终端预留充足反馈时间，因此 2008 年提价传导时间较短。

表 6：啤酒行业三轮提价所经历的成本涨幅与传导间隔

原料	权重	提价前的原材料累计涨幅		
		2007.9-2008.1	2010.12-2011.10	2017.6-2018.1
玻璃	22%		-16%	10%
大麦	21%	46%	43%	17%
铝	7%		-1%	3%
瓦楞纸	12%	29%		1%
其他	38%	-	-	-
合计		14%	6%	7%
涨价时点和涨幅	2008 年初燕京对 6 种产品提价，华润提价 10-15%		百威亚太、华润、青啤部分产品在 2011 年末均有 10-20% 的提价	重啤、青啤于 2018 年初对部分产品提价约 5%
成本上涨拐点	2007.9.30		2010.12.31	2017.6.30
提价传导间隔	约 1 个季度		约 1 年	约 3 个季度

资料来源：wind、萝卜投研、公司公告、安信证券研究中心

注：玻璃使用中国玻璃价格指数，日用玻璃价格数据缺失，二者走势相近；成本上涨拐点选取区间净利率 TTM 的最高点所处时间；2007-2008 年涨价区间玻璃、铝数据缺失

肉制品龙头双汇于 2011 年下半年、2018 年 12 月-2019 年 11 月进行过两次大规模提价，均处于生猪价格大幅上行区间，基本上游价格上涨约 1 个季度，肉企即有提价动作，与肉制品需求刚性、行业竞争格局较好、渠道库存周转较快相关。

表 7：肉制品行业最近两轮提价所经历的成本涨幅与传导间隔

原料	权重	提价前的原材料累计涨幅		
		2009.3-2011.7	2018.6-2018.9	2019.11-2021.10
原料肉	71%	32%	35%	-50%
包装物	7%	9%	-3%	-3%

其他	22%	-	-	-
合计		23%	24%	-36%
涨价时点和涨幅	双汇发展于 2011 年下半年火腿提价约 20%		双汇肉制品出厂价自 2018 年 12 月至 2019 年 11 月累计提价 6 次, 平均提升幅度约 20%, 其中 11 月提价幅度最高, 达 8%	
成本上涨拐点	2011.3.31		2018.6.30	
提价传导间隔	约 1 个季度		约 1 个季度	
				暂无提价公告

资料来源: wind、公司公告、安信证券研究中心

注: 成本上涨拐点选取区间净利率 TTM 的最高点所处时间

乳制品近年共经历 2013 年和 2020 年两轮大幅提价, 伊利和蒙牛均约在成本上涨拐点出现 1-3 个季度后采取提价措施, 提价速度较快亦与原奶库存时间较短、企业难以存储低价原奶有关。

表 8: 乳制品行业最近两轮提价所经历的成本涨幅与传导间隔

原料	权重	提价前的原材料累计涨幅		
		2012.9-2013.1	2019.12.31-2020.11	2021.1-2021.10
包材	24%	21%	7%	57%
生鲜乳	47%	5%	12%	5%
其他	29%	-	-	-
合计		7%	7%	16%
涨价时点和涨幅	伊利股份、蒙牛乳业于 2013 年初对纯奶提价 5-7%		伊利股份、蒙牛乳业于 2020 年 12 月对白奶提价 3-5%	
成本上涨拐点	2012.9.30		2019.12.31	
提价传导间隔	约 1 个季度		约 3 个季度	

资料来源: wind、公司公告、安信证券研究中心; 注: 成本上涨拐点选取区间净利率 TTM 的最高点所处时间

当前调味品、啤酒成本压力持续积聚, 行业提价动力充足。年初以来, 大豆、PET、瓦楞纸、大麦、铝锭价格等均处于上行区间, 大豆价格更是接近历史最高点, 调味品、啤酒行业成本压力不断显现, 行业整体具备提价诉求。考虑行业龙头已率先公告提价, 竞争转暖背景下预期其他厂家亦有提价跟随动力。

表 9: 2021 年以来, 调味品、啤酒提价历程及预期

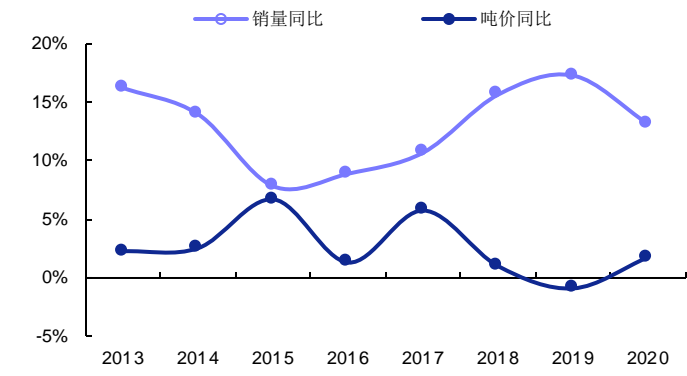
行业	公司	公告时间	提价时间	提价内容
调味品	安琪酵母	2021/9		大包装干酵母出厂价格上调 6000-8000 元/吨, 半干酵母出厂价格上调 6000-8000 元/吨, 鲜酵母出厂价格上调 2000-2500 元/吨。
	海天味业	2021/10/12	2021/10/25	对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价提高 3%-7%
	李锦记	2021/11/1	2021/12/16	主要产品出厂价提高 6%-10%
	恒顺醋业	2021/11/3	2021/11/20	对部分产品提价 5-15%
	加加食品	2021/11/4	2021/11/16	对酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价上调 3%-7%
	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
	千禾味业	2021/11/17	2021/11/18	对部分产品出厂价进行调整
	中炬高新			有一定提价预期
	天味食品			有一定提价预期
啤酒	百威亚太		2021/5	百威提价 1.5%
	青岛啤酒		2021/8	青岛纯生山东区域终端供货价上调, 提价幅度约 5%, 预计后续跟随上调出厂价
	华润啤酒			9 月 1 日勇闯天涯换装, 后续预计将逐步在全国范围内进行提价
	重庆啤酒			拟陆续针对不同产品/区域/渠道进行提价, 幅度约在 4-8% 之间
	百威亚太			年底或继续推动常态化提价

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

4.2. 大众品提价的报表传导

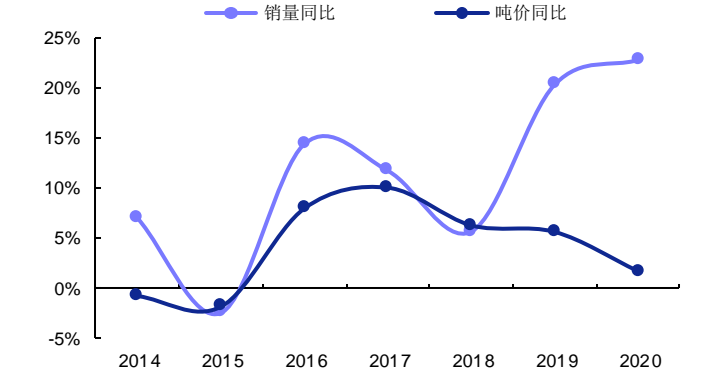
相比高端品白酒，大众品产品同质化更高，消费者对价格更为敏感，提价对销量存在一定挤压效应。从海天和千禾吨价与销量增速对比可见，量价增速存在一定的反向变动关系（量价增速齐升主要与渠道库存变化、产品结构升级有关）。以海天为例，公司于2014年底单独执行提价，2015年销量增速有明显回落；而2017年提价后销量增速有所回升，与行业集体提价、公司渠道库存较低、调味品行业需求扩容有关。

图 27：海天吨价增速与销量增速对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

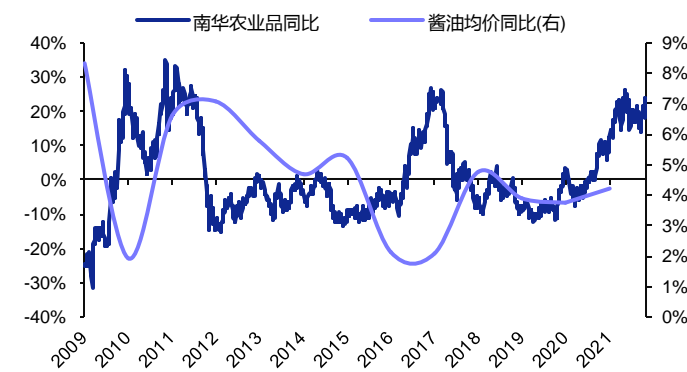
图 28：千禾吨价增速与销量增速对比



资料来源：wind，安信证券研究中心

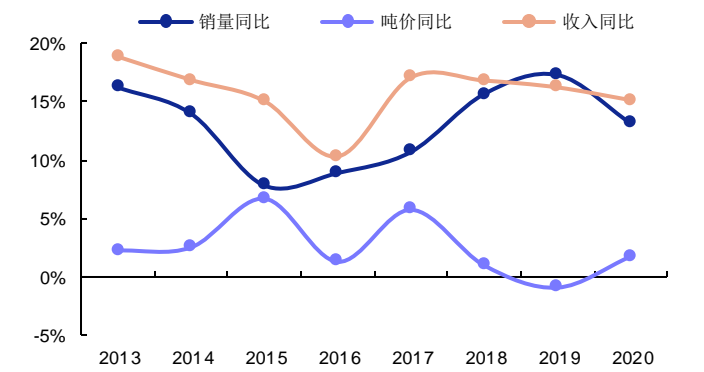
从收入表现看，大众品收入变化更多由销量主导。由于大众品同质化竞争激烈，产品价格弹性相对较小，厂家收入变化更多由销量主导。以调味品为例，酱油均价基本跟随上游农产品价格变化，说明行业主要借由成本上涨进行被动提价，单个厂家主动提价容易面临市场份额损失风险，收入端反而得不偿失。

图 29：酱油均价基本跟随上游成本变化



资料来源：wind，欧睿数据，安信证券研究中心

图 30：海天收入增速更多由销量增速主导



资料来源：wind，安信证券研究中心

我们进一步以调味品板块龙头海天味业为例，分析产品提价对企业报表的传导路径：

海天上市以来，此前共执行两次提价，分别发生于2014年11月、2017年1月，其中2014年为海天单独提价，旨在覆盖成本上涨同时推进产品结构升级，后续仅中炬跟随；2017年为行业性提价，彼时上游成本压力显著积聚，行业竞争相对缓和。

从提价落地的报表传导来看：1) 提价当季收入端有一定提振，但改善持续性需观察实际动销。2) 毛利率当季变化不大，伴随剪刀差显现，毛利率增幅自下一季度开始有明显表现。3) 毛销差当季小幅下滑，主因提价前期会加大费用投放以帮助实现价格导入，约1-2个季度实现回升。4) 净利率受公司盈利能力与费用管控能力的共同影响，海天优秀的费用控制能力推动企业净利率稳定向上，但规模效应空间逐渐缩窄。

表 10: 海天三次提价环境及传导效果对比

三次提价时间	2014 年 11 月	2017 年 1 月	2021 年 10 月
宏观环境	2014 年投资、消费减速, CPI 回落; 2015 年连续降息降准推动经济复苏	全年经济稳增长, 物价总体平稳, 17Q1 GDP 重回 7%, CPI 环比上行	GDP 降速, CPI 环比下行, 经济出现下行趋势
提价驱动力	原料更换导致成本上涨, 结构升级	原材料价格上涨推动成本上涨	原材料价格大幅上涨推动成本上涨
是否行业性提价	否, 仅中炬跟随	是	是
行业环境	社零、餐饮收入增速逐步回升, 2014、15 年餐饮收入同比增速分别为 9.72%、15.97%	社零、餐饮收入维持较快增长, 2016、17 年餐饮收入同比增速分别为 10.80%、10.74%; 外卖发展推动调味品需求扩容	疫情反复致社零、餐饮收入恢复不及预期, 2021 年餐饮收入 1-9 累计同比 2019 年 CAGR 仅 0.28%; 后续冲击缓解或对调味品有一定提振
成本	主要原料和运输能源无明显上涨	原材料价格上涨	原材料价格和运输费用均大幅上涨
行业产能	紧张	紧张	较为充足
海天情况	渠道动销不断下沉, 公司高速增长	同 2014 年	渠道库存加大, 成长速度放缓
营收增速环比加速时点	当季	当季	-
毛利率(TTM)环比上升时点	当季	当季	-
毛销差(TTM)环比上升时点	15Q1	17Q3	-
净利率(TTM)环比上升时点	当季	当季	-

资料来源: wind、公司公告、渠道调研、安信证券研究中心

- 2014 年 11 月底海天对 60%产品提价 4%: 营收提振作用有限, 毛利率、毛销差自提价次季呈现明显提升。**收入端, 14Q4 营收同比增长 20.08%, 环比加速符合市场预期, 但随后几个季度营收增速有所回落。从营收质量看, 受集中打款影响, 14Q4 预收同比高增 16.46%, 但由于海天高端化推进效果缓慢, 提价后渠道库存消化偏慢, 且行业需求增速有所回落, 2015 年公司预收余额同比连续下滑。利润端, 14Q4 毛利率 (TTM) 为 40.41%, 环比提升 0.02pct, 提价红利主要于此后的 3 个季度持续释放, 15Q3 毛利率 (TTM) 较提价前的 14Q3 提升近 2pct 至 42.38%。14Q4 毛销差环比下降 0.17pct, 主因提价当季公司加大销售费用投入以实现价格过渡, 随后毛销差于次季即恢复环比升势。14Q4 净利率 (TTM) 维持上涨趋势, 主因公司管理/财务费用管控良好, 能够持续享受规模效应带来的净利提升红利。

图 31: 2014-2016 年海天味业提价公告与报表表现

提价事件	2014				2015				2016			
	2014年底对60%产品提价4%											
	酱油	蚝油	酱类	合计	酱油	蚝油	酱类	合计	酱油	蚝油	酱类	合计
销量 (万吨)	129	31	21	181	134	40	21	195	148	43	22	213
YoY	10%	20%	33%		4%	29%	1%		10%	7%	3%	
吨价 (元/吨)	4,883	4,315	7,300	5,066	5,012	4,444	8,570	5,281	5,120	4,363	8,327	5,297
YoY	3%	0%	-1%		3%	3%	17%		2%	-2%	-3%	
营业收入 (百万元)	6,299	1,338	1,533	9,170	6,716	1,777	1,813	10,306	7,579	1,863	1,814	11,256
YoY	13%	20%	32%		7%	33%	18%		13%	5%	0%	
	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入 (亿元)	27.97	22.30	22.51	25.40	31.94	24.52	24.76	31.72	34.25	27.44	27.92	34.98
YoY	13.08%	15.58%	19.47%	20.08%	14.17%	9.99%	10.03%	24.90%	7.24%	11.90%	12.72%	10.28%
毛利率 (TTM)	37.78%	40.21%	40.39%	40.41%	41.42%	41.93%	42.38%	41.94%	42.11%	42.11%	42.87%	43.95%
QoQ	-1.45 pct	2.44 pct	0.18 pct	0.02 pct	1.01 pct	0.51 pct	0.45 pct	-0.44 pct	0.17 pct	0.00 pct	0.75 pct	1.08 pct
销售费用率 (TTM)	10.70%	10.59%	10.51%	10.70%	11.21%	11.14%	11.52%	10.87%	10.87%	10.61%	11.81%	12.52%
QoQ	0.00 pct	-0.11 pct	-0.07 pct	0.19 pct	0.51 pct	-0.06 pct	0.38 pct	-0.66 pct	0.01 pct	-0.26 pct	1.20 pct	0.71 pct
毛销差 (TTM)	27.08%	29.63%	29.88%	29.71%	30.22%	30.78%	30.86%	31.08%	31.24%	31.50%	31.05%	31.43%
QoQ	-1.45 pct	2.55 pct	0.25 pct	-0.17 pct	0.51 pct	0.57 pct	0.07 pct	0.22 pct	0.16 pct	0.26 pct	-0.45 pct	0.38 pct
净利率 (TTM)	20.31%	20.36%	20.59%	21.29%	21.43%	22.32%	22.50%	22.22%	22.44%	22.51%	22.32%	22.82%
QoQ	1.19 pct	0.06 pct	0.22 pct	0.70 pct	0.15 pct	0.89 pct	0.17 pct	-0.28 pct	0.22 pct	0.08 pct	-0.19 pct	0.50 pct
预收账款/合同负债	3.72	2.44	3.03	20.22	3.15	2.55	2.74	11.19	2.12	2.90	4.16	18.09
YoY		-4.93%	-19.70%	16.46%	-15.36%	4.70%	-9.57%	-44.67%	-32.81%	13.69%	52.10%	61.70%

资料来源: wind、公司公告、安信证券研究中心

- **2017年1月海天对60%产品提价4-6%：营收增长步入加速区间，毛利率维持升势，毛销差滞后2个季度出现改善。**收入端，17Q1营收同比增长17.11%，略超全年营收增长目标（16%），主要是餐饮行业收入保持较快增长，另外外卖行业兴起推动调味品需求扩容，带动公司产品销量上行。从营收质量看，提价刺激2016年末公司预收账款大幅增长，但2017年各季度预收同比增长仍然显著，体现公司渠道库存动销顺畅，提价效果较为理想。利润端，17Q1毛利率（TTM）为44.00%，环比提升0.05pct，提价红利持续释放至18Q2，18Q2毛利率（TTM）较提价前的16Q4提升近2.90pct至46.85%，提价效果持续兑现。17Q1毛销差环比下降0.06pct至31.37%，主因公司2017年加大品牌宣传投入，销售费用率同比提升0.11pct，随着销售费用投放收窄，毛销差于17Q3恢复环比增长。17Q1净利率（TTM）维持涨势，主因公司管理/财务费用在规模效应下得以缩减，且当期新增部分理财产品收入和政府补助，综合拉高净利率。

图 32：2017-2019 年海天味业提价公告与报表表现

提价事件	2017				2018				2019			
	2017年初对90%产品提价4-6%				酱油	蚝油	酱类	合计	酱油	蚝油	酱类	合计
销量（万吨）	164	48	23	235	188	60	24	272	217	75	27	319
YoY	11%	14%	6%		15%	25%	3%		16%	24%	12%	
吨价（元/吨）	5,400	4,674	8,817	5,587	5,451	4,725	8,779	5,581	5,356	4,642	8,559	5,456
YoY	5%	7%	6%		1%	1%	0%		-2%	-2%	-3%	
营业收入（百万元）	8,836	2,266	2,040	13,142	10,236	2,856	2,092	15,184	11,629	3,490	2,291	17,410
YoY	17%	22%	12%		16%	26%	3%		14%	22%	10%	
	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营业收入（亿元）	40.11	34.27	34.08	37.39	46.94	40.26	39.92	43.23	54.90	46.70	46.64	49.72
YoY	17.11%	24.88%	22.09%	6.87%	17.04%	17.48%	17.12%	15.63%	16.95%	16.00%	16.85%	15.03%
毛利率（TTM）	44.00%	44.40%	44.81%	45.69%	46.27%	46.85%	46.50%	46.47%	46.19%	45.28%	44.95%	45.44%
QoQ	0.05 pct	0.40 pct	0.41 pct	0.88 pct	0.57 pct	0.58 pct	-0.35 pct	-0.03 pct	-0.27 pct	-0.91 pct	-0.33 pct	0.49 pct
销售费用率（TTM）	12.63%	13.79%	13.66%	13.42%	13.65%	13.59%	13.62%	13.13%	12.77%	11.78%	11.23%	10.93%
QoQ	0.11 pct	1.16 pct	-0.13 pct	-0.24 pct	0.23 pct	-0.06 pct	0.03 pct	-0.49 pct	-0.35 pct	-0.99 pct	-0.55 pct	-0.31 pct
毛销差（TTM）	31.37%	30.61%	31.15%	32.27%	32.62%	33.26%	32.88%	33.34%	33.42%	33.50%	33.71%	34.52%
QoQ	-0.06 pct	-0.76 pct	0.54 pct	1.12 pct	0.34 pct	0.64 pct	-0.38 pct	0.46 pct	0.08 pct	0.08 pct	0.22 pct	0.80 pct
净利率（TTM）	23.07%	23.16%	23.30%	24.21%	24.62%	24.95%	25.08%	25.63%	26.03%	26.36%	26.49%	27.06%
QoQ	0.25 pct	0.09 pct	0.14 pct	0.92 pct	0.41 pct	0.33 pct	0.13 pct	0.55 pct	0.39 pct	0.33 pct	0.13 pct	0.57 pct
预收账款/合同负债	5.42	6.62	9.29	26.79	9.80	9.07	12.76	32.37	12.96	12.80	19.38	40.98
YoY	156.33%	128.18%	123.06%	48.05%	80.71%	37.02%	37.36%	20.83%	32.20%	41.12%	51.93%	26.61%

资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

对比海天两次提价可以发现：

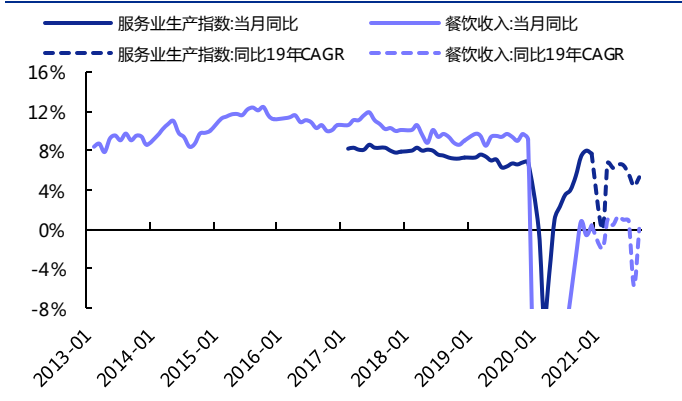
1) 行业跟随是决定提价落地效果的重要因素。海天2014年底提价效果不佳，主因行业内海天单独提价推行高端化，仅中炬跟随，未形成行业性提价热潮。2015年海天加快发展高端酱油，但对中低端酱油关注度降低，导致营收增速回落，同时华东、华南区域的战略性调整亦带来营收阶段性波动。

2) 营收恢复力度主要取决于渠道库存及行业需求变化。渠道库存方面，2015年海天库存相对偏高，一度高达3个月水平，导致报表营收增长承压；经过2016年1年左右时间去库，2017年海天渠道轻装上阵，提价传导顺畅，营收快速恢复。行业需求方面，2014、15年餐饮收入同比增速为9.72%、15.97%，消费需求有所恢复，但海天单独提价对销量形成一定挤压；2016、17年餐饮收入同比增速分别为10.80%、10.74%，同时外卖行业兴起亦贡献额外需求增量，海天营收实现持续较快增长。

对本轮提价来看，预计提价传导相对顺利，但考虑厂家产能相对充裕，营收加速可持续性

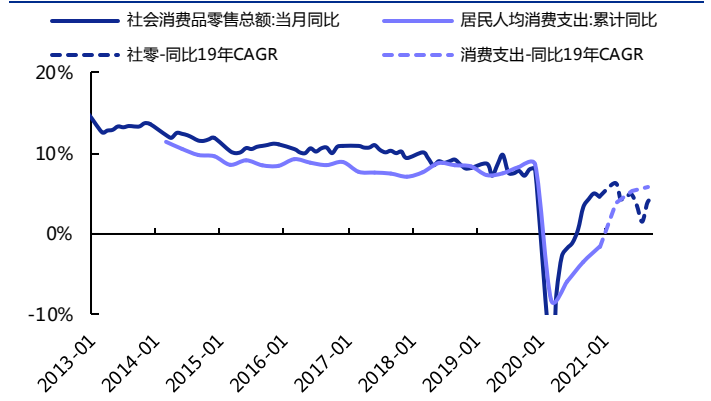
更考验厂家推进高端化实现结构升级的能力。1)2021 年餐饮行业受疫情反复影响恢复偏慢，未来疫情缓解或对行业需求实现明显提振，9 月商务部印发《关于进一步做好当前商务领域促进消费重点工作的通知》，也对促进餐饮等大宗重点消费进行了相关部署。2) 本次提价由成本上涨驱动，业内各品牌提价诉求一致，行业性提价的销量挤出相对较小，同时经销商亦希望借机恢复渠道利润，渠道推进动力较足。3) 与以往两轮不同的是，目前调味品行业产能相对充足，基础大众品竞争加剧，抓住提价机遇推进品牌高端化，从而构建消费者忠诚度壁垒，将是中长期营收增长的重要驱动。

图 33: 餐饮收入同比增速



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 34: 社零及人均消费支出增速



资料来源: wind、安信证券研究中心

4.3. 股价复盘

短期内，成本上行区间调味品提价陆续落地，行业预期竞争格局改善，推动股价短期快速上涨。海天作业行业龙头，提价落地释放行业价格战趋缓及竞争格局向好的积极信号，同时打开核心价格天花板，因此海天提价信息短期对市场情绪有明显催化。2014、2017 年海天提价落地后 1~2 个月左右，主要竞品中炬均进行提价跟随，亦推动板块再次形成上涨共振。

中期看，渠道备货及终端价格传导情况是决定后续股价走势的主要观察因素。2014 及 2017 年两轮提价，终端价格传导均需要 3 个月左右，一方面渠道库存周转需要 1~3 个月，另一方面厂家促销政策经过 3~4 个月也会逐步退坡，渠道进货成本抬升将逐渐反映到终端价格。渠道备货积极，提价传导顺利落地，市场对提价首季收入提速的预期也在逐步发酵，相应推动海天股价步入快速上涨区间。

长期看，伴随提价红利在营收增速及毛销差层面逐渐体现，基本面改善推动股价步入长期上涨区间，但上涨持续时长及空间取决于基本面改善力度。2014 年底提价，虽然提价首季业绩顺利实现改善，推动股价大幅上行；但是由于提价并未形成行业性跟随，CPI 回落背景下，提价对销量的挤出效应较为明显，海天渠道库存高企，营收自年中便展现疲态，股价相应调整。2017 年初提价，由于行业纷纷跟随，CPI 复苏、餐饮景气叠加外卖发展提供顺周期 beta，海天业绩持续改善，股价实现业绩、估值双击。

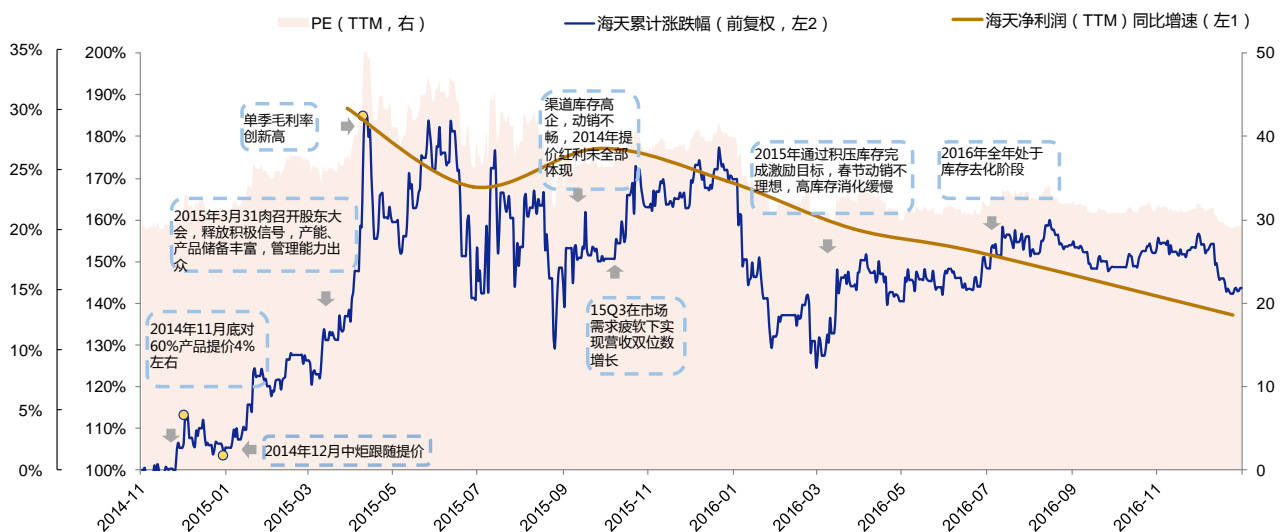
表 11: 提价后海天股价走势对比分析

分项	2014 年提价				2017 年提价		
	短期走势		中期走势	长期走势	短期走势	中期走势	长期走势
	阶段 1	阶段 2	阶段 3	阶段 4	阶段 1	阶段 2	阶段 3
上涨时点	2014/11/20	2014/12/31	2015/3/16		2017.1.1	2017.3.17	
见顶时点	2014/12/2	2015/1/21	2015/4/10	宽幅震荡，中枢下行	2017.1.16	2018.6.12	持续抬升
上涨幅度	13.2%	20.3%	38.9%		9.5%	178.7%	
上涨时长	12 天	21 天	25 天		15 天	452 天	
催化	海天宣布提价	中炬 12 月提价	海天提价顺利落地，提价首季报改善	海天单独提价对销量存在明显挤出，渠道库存积压，营收显现疲态	海天宣布提价	中炬、千禾相继提价，海天提价顺利落地，渠道传导顺畅	业绩保持较快增长，迎来戴维斯双击

资料来源: wind、安信证券研究中心

2014 年 11 月底，公布提价后海天股价快速上行，但单独提价效果不佳，后期库存高企打击市场信心，股价逐步回调。2014 年，海天推进产品升级转换，相应砍掉低端原料进行品质升级，成本抬升推动公司于 11 月底宣布执行提价，随后股价催化接连落地，12 月中炬宣布提价，年初经销商反映备货积极，年后终端价格传导顺畅，推动股价持续上行。此后，提价首季公司业绩改善如期兑现，15Q1 毛利率创历史新高，加上 3 月股东大会释放积极信号，市场情绪积极，带动股价进入快速上涨通道。但由于单独提价效果不佳，实际动销不畅，后续海天渠道库存持续偏高（约 3 个月），营收增速很快显露疲态，股价自 Q1 报表催化落地后开始震荡走弱。

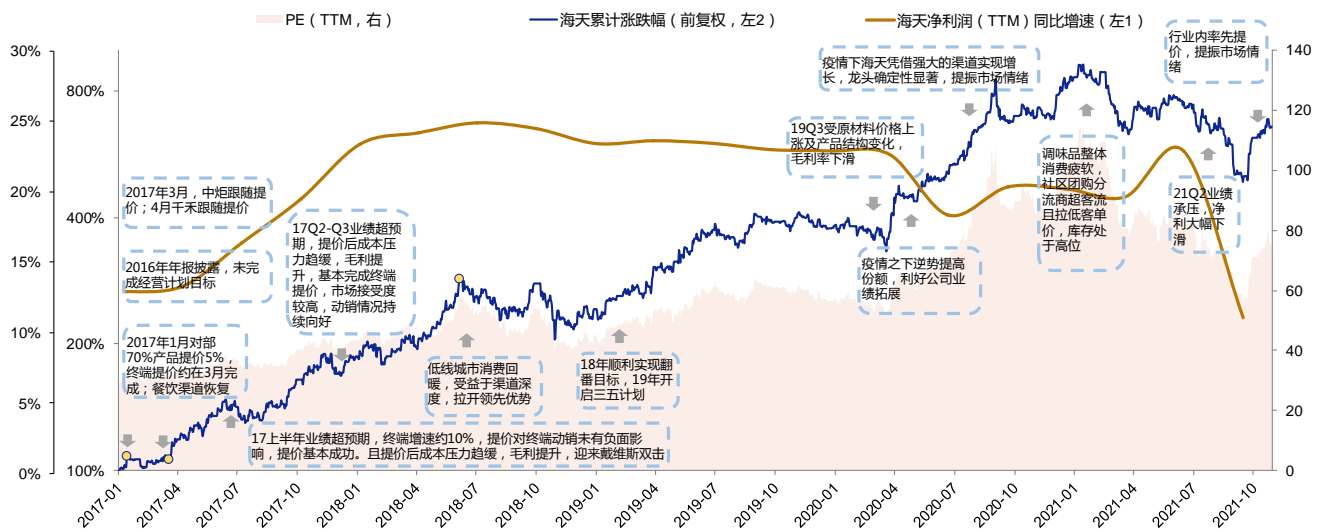
图 35: 海天味业 2014 年提价后股价表现复盘



资料来源: wind、公司公告、渠道调研、安信证券研究中心

2017 年，餐饮、外卖需求向好，行业性提价市场接受度高，海天渠道库存轻装上阵，价格传导顺畅，公司股价实现业绩、估值双击。2016 年调味品行业原材料成本高涨，成本承压推动各品牌纷纷执行提价，海天库存亦去化到位，迎来较好提价时点。1 月海天宣布提价，股价快速冲高后转为盘整震荡，直至 3 月再次开启上攻。当时中炬、千禾分别宣布跟进提价，同时海天终端价格传导落地，17Q1 亦顺利实现营收提速。此后，餐饮、外卖需求向好推动营收保持良好势头，后续成本压力也有所改善（海天吨成本大约自 17Q4 起同比转跌），公司报表连续兑现快速增长，叠加外资持续流入背景白马风格盛行，推动公司股价一路上涨。

图 36: 海天味业 2017 年提价后股价表现复盘



资料来源: wind、公司公告、安信证券研究中心; 注: 股价涨跌幅进行了对数处理

考虑库存周期与宏观周期实现共振, 预计本轮提价传导有望顺利于收入端兑现, 后续成本压力改善将进一步释放利润空间。以调味品为例: 1) 社区团购分流影响淡化, 库存经历 1 年左右时间消化, 目前调味品渠道状态相对健康, 行业性提价落地阻力较小。2) 疫情边际影响缓和, 餐饮及服务业后续恢复力度预计加大, 行业需求复苏有望推动企业营收增长持续回温。3) 预计 2022 年前半段上游原材料价格维持相对高位, 自下半年开始成本压力将逐步缓解, 后续公司利润空间有望进一步释放。

部分食品标的估值性价比理想, 股价有望兑现戴维斯双击。在外资流入以及流动性宽松背景下, 上一轮涨价行情中, 估值提升起到了添薪助火的重要作用, 预计在本轮涨价行情中, 估值性价比更高的食品标的兑现业绩、估值双升的空间更大。

表 12: 食品各子行业公司估值与业绩增速拆分

	上一轮提价时点			本轮时点			上轮提价时点至今		
	PE(TTM)	提价首年 PE	提价首年盈利预测增速	PE(TTM)	2022PE	2022 年盈利预测增速	股价涨幅	PE(TTM) 增幅	利润(TTM) 增幅
调味品	2017-1-1	2017PE	2017 年预期						
海天味业	29.30	23.74	16%	77.76	62.31	21%	541%	165%	141%
中炬高新	33.52	26.18	26%	49.04	33.95	26%	157%	46%	76%
千禾味业	82.13	57.98	32%	189.95	64.68	51%	200%	131%	30%
加加食品	50.98	41.16	21%	171.57	32.89		-18%	237%	-76%
涪陵榨菜	33.20	28.32	16%	44.44	31.72	34%	321%	34%	215%
啤酒	2018-1-1	2018PE	2018 年预期						
华润啤酒	66.15	42.27	18%	40.50	46.20	7%	130%	-39%	276%
青岛啤酒	49.52	33.54	10%	46.99	30.74	23%	114%	-5%	126%
重庆啤酒	43.24	24.20	22%	47.53	54.74	27%	681%	10%	611%
休闲食品	2018-1-1	2018PE	2018 年预期						
盐津铺子	42.14	33.94	21%	81.75	29.28	87%	228%	94%	69%
洽洽食品	25.18	21.59	13%	32.56	25.97	19%	254%	29%	174%
速冻食品	2019-1-1	2019PE	2019 年预期						
安井食品	30.60	22.73	28%	60.90	42.68	32%	450%	99%	177%
三全食品	72.22	42.35	40%	30.68	26.54	19%	203%	-58%	614%
乳制品	2020-1-1	2020PE	2020 年预期						
伊利股份	26.86	24.68	8%	28.01	23.71	18%	34%	4%	28%
肉制品	2019-1-1	2019PE	2019 年预期						

双汇发展	16.15	14.36	9%	22.47	17.45	19%	38%	39%	-1%
------	-------	-------	----	-------	-------	-----	-----	-----	-----

资料来源：wind、安信证券研究中心

注：此处盈利预测增速均取 wind 一致盈利预期，提价首年 PE 亦参考一致盈利预期进行计算，以对比两轮时点食品个股的市场估值及盈利预期变化

注：上一轮提价时点，调味品选取 2017 年 1 月 1 日，啤酒、休闲食品选取 2018 年 1 月 1 日，速冻食品、肉制品选取 2019 年 1 月 1 日，乳制品选取 2020 年 1 月 1 日，本轮提价 PE(TTM)日期选取 2021 年 11 月 17 日；加加食品 2021/2022 年暂无 wind 一致预期，暂按股票激励行权要求的利润计算市盈率。

5. 食品饮料核心推荐及风险提示

2021 年上半年总体食品板块戴维斯双杀，Q3 以来食品股需求修复，零售端增速有所改善，Q4 基数较低，受益库存回落和发货能力恢复将呈现更为显著改善。建议增强大众消费品配置，主要有涨价板块及个股，稳健标的如乳制品伊利股份，洽洽食品，安井食品等标的，营收及业绩 Q4 继续改善，明年预期良性的如三全食品，盐津铺子，千禾味业，细分领导品种如妙可蓝多等。

白酒方面，高端预期整固，茅台治理改善初步兑现，U 形底确立趋势向好，有望 2022 年营收提速；次高端领先增长的态势延续，借助消费升级次高端扩容，主力标的继续打开市场边际实现更好增长，看好在食品股和地产酒上涨背景下的性价比提升；结构升级传导和业绩轮动下重视地产酒的景气阶段，建议关注地产酒利润弹性阶段性释放；2020-2023 或是白酒国企改革和股权激励新周期，关注有预期的重点组合。重点推荐贵州茅台，泸州老窖，舍得酒业，山西汾酒，五粮液，其次是酒鬼酒，水井坊和地产酒如古井贡酒，迎驾贡酒，今世缘。

风险提示：疫情影响可能反复；食品需求恢复不够强劲；宏观经济增长放缓及流动性变化等。

■ 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

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