

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 从 CPI 看消费板块王者归来

2021 年 12 月 9 日

## 摘要:

在前期报告《2022 年: CPI 的反转之年》、《不要低估 2022 年企业盈利的韧性》中, 我们曾多次强调, 消费行业景气度有望出现明显改善, 下游消费品行业将迎来较好的配置机会。本周白酒、食品、家电等细分板块持续走强, 初步印证了我们的推断。我们认为, 未来市场风格将进一步向消费切换, 助力消费股“王者归来”。

- **第一, PPI 与 CPI 剪刀差迎来反转。**今年以来, PPI 与 CPI 的剪刀差持续走高, 10 月 PPI 达到了史诗级的 13.5%, 而 CPI 维持温和, 同比仅上涨 1.5%, 导致 PPI 与 CPI 的剪刀差扩大至 10.6% 的历史高位。大宗商品价格上涨加大了下游行业的成本压力, 缩减了下游消费品行业的盈利空间。但 11 月, PPI 与 CPI 的剪刀差年内首次回落, 一方面得益于国内工业品保供稳价政策落实力度加大, PPI 同比涨幅回落至 12.9%; 另一方面, CPI 在食品项的支撑下同比增速继续回升, 录得 2.3%。本期剪刀差为 10.6%, 较上月回落 1.4 个百分点, 这意味着下游的成本压力正逐步缓解, 行业景气度有望持续改善。回顾历史, PPI 与 CPI 剪刀差收窄的时期, 消费板块均有不错的表现, 如 2007-2008、2017-2019。
- **第二, 下游行业纷纷提价, PPI 生活资料显著上涨。**通过三季度上市公司的财报可以发现, 在原料、包材、能源成本压力增大的情况下, 食品、调味品这两个具有代表性的消费品行业毛利率较疫情前明显下滑。9 月以来, 消费品上市公司开启了一轮涨价潮。从本月 PPI 生活资料的走势中, 下游行业的涨价行为已经得到体现。本月 PPI 生活资料环比增长 0.4%, 较 9 月、10 月有所加速。食品、衣着、一般日用品的 PPI 环比均超过了前两个月, 其中食品的涨幅达到了 0.8%。目前部分产品仍在陆续提价, 伴随自上而下的价格传导, 明年 PPI 生活资料有望保持正增长。复盘前一轮提价潮, 上市公司提价后毛利率在 1-2 个季度后迎来提升。
- **第三, 促消费政策有望加快出台, 帮助社零稳定恢复。**12 月政治局会议提出, 要“实施好扩大内需战略, 促进消费持续恢复, 积极扩大有效投资, 增强发展内生动力”, 预示刺激消费是明年的重点工作之一。12 月 8 日, 国新办举行国务院政策例行吹风会, 表明将实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡。我们预计各地促销费政策有望陆续推出, 帮助居民消费稳定恢复。
- **风险因素:** 疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

## 目录

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 一、我们为什么看好消费板块行情？ .....            | 3 |
| 二、猪肉价格由降转升，CPI 同比涨幅扩大 .....       | 6 |
| 三、国内“保供稳价”政策效果显现，PPI 进入下行区间 ..... | 7 |
| 风险因素 .....                        | 8 |

## 图 目 录

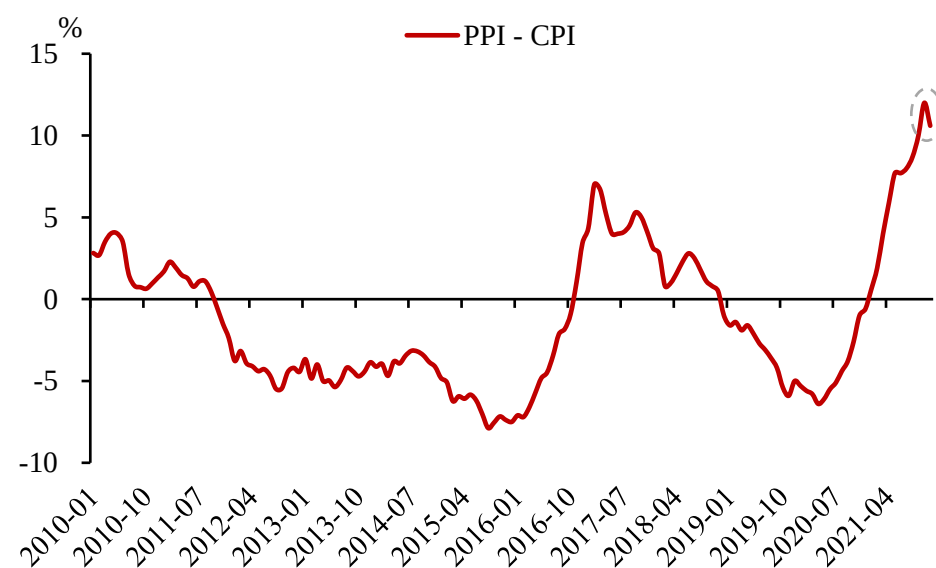
|                                              |   |
|----------------------------------------------|---|
| 图 1：PPI 与 CPI 剪刀差迎来反转 .....                  | 3 |
| 图 2：PPI 与 CPI 的剪刀差与消费指数负相关 .....             | 3 |
| 图 3：三季度食品行业毛利率下滑 .....                       | 4 |
| 图 4：调味品行业毛利率下滑严重 .....                       | 4 |
| 图 5：PPI 生活资料各项显著上行 .....                     | 5 |
| 图 6：2018 年 Q2-Q3 食品行业涨价潮发生后，行业内公司毛利率回升 ..... | 5 |
| 图 7：2017 年 Q1 调味品提价，行业毛利率在一个季度后迅速提升 .....    | 6 |
| 图 8：CPI 同比明显回升 .....                         | 6 |
| 图 9：环比来看，CPI 八大分项有五项目低于季节性水平 .....           | 7 |
| 图 10：PPI 同比回落 .....                          | 8 |
| 图 11：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅 .....             | 8 |

## 一、我们为什么看好消费板块行情？

在前期报告《2022年：CPI的反转之年》、《不要低估2022年企业盈利的韧性》中，我们曾多次强调，消费行业景气度有望出现明显改善，下游消费品行业将迎来较好的配置机会。本周白酒、食品、家电等细分板块持续走强，初步印证了我们的推断。我们认为，未来市场风格将进一步向消费切换，助力消费股“王者归来”。

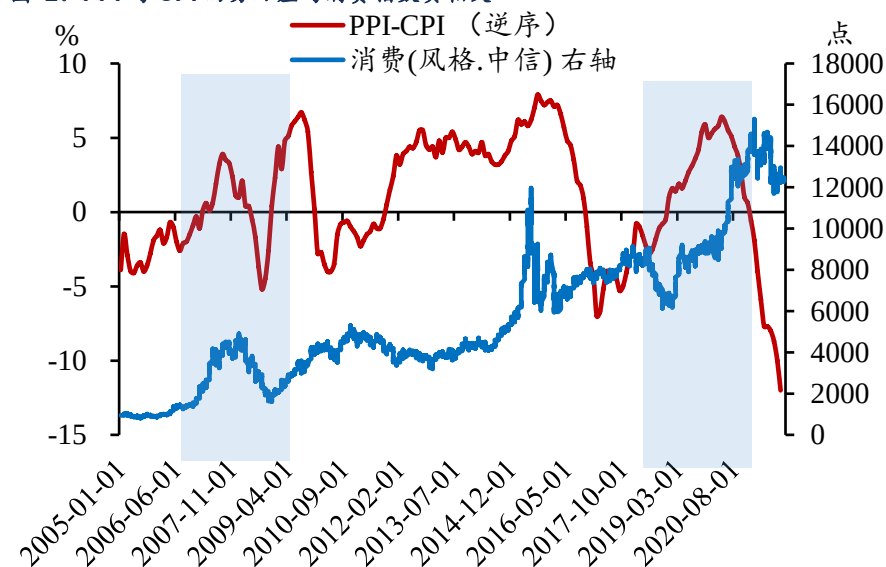
**第一，PPI与CPI剪刀差迎来反转。**今年以来，PPI与CPI的剪刀差持续走高，10月PPI达到了史诗级的13.5%，而CPI维持温和，同比上涨1.5%，导致PPI与CPI的剪刀差扩大至10.6%的历史高位。大宗商品价格上涨加大了下游行业的成本压力，缩减了下游消费品行业的盈利空间。但11月，PPI与CPI的剪刀差年内首次回落，一方面得益于国内工业品保供稳价政策落实力度加大，PPI同比涨幅回落至12.9%；另一方面，CPI在食品项的支撑下同比增速继续回升，录得2.3%。本期剪刀差为10.6%，较上月回落1.4个百分点，这意味着下游的成本压力正逐步缓解，行业景气度有望持续改善。回顾历史，PPI与CPI剪刀差收窄的时期，消费板块均有不错的表现，如2007-2008、2017-2019。

图 1：PPI 与 CPI 剪刀差迎来反转



资料来源：万得，信达证券研发中心

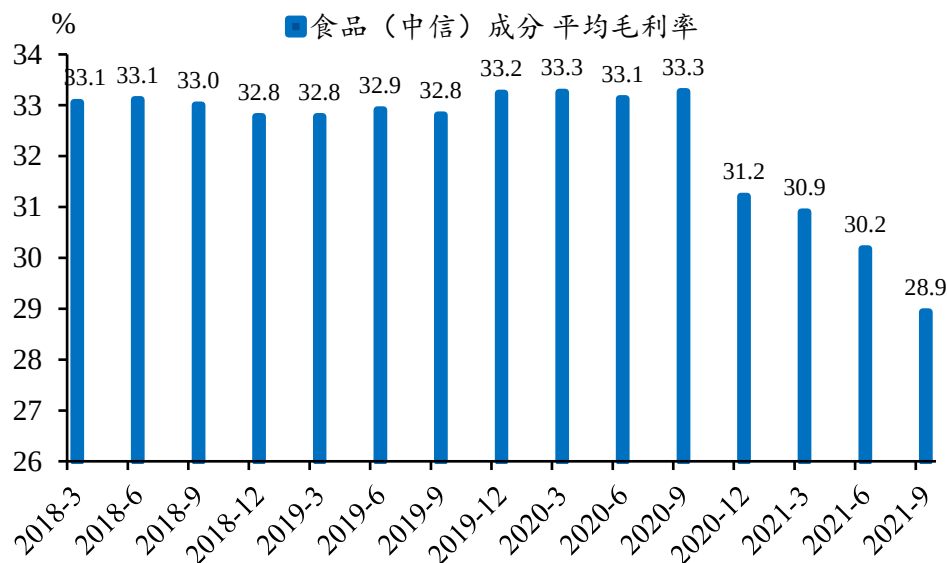
图 2：PPI 与 CPI 的剪刀差与消费指数负相关



资料来源：万得，信达证券研发中心

第二，下游行业纷纷提价，PPI 生活资料显著上涨。通过三季度上市公司的财报可以发现，在原料、包材、能源成本压力增大的情况下，食品、调味品这两个具有代表性的消费品行业毛利率较疫情前明显下滑。9 月以来，消费品上市公司开启了一轮涨价潮。海天味业、安琪酵母、恒顺醋业、洽洽食品等公司纷纷宣布涨价。

图 3：三季度食品行业毛利率下滑



资料来源：万得，信达证券研发中心

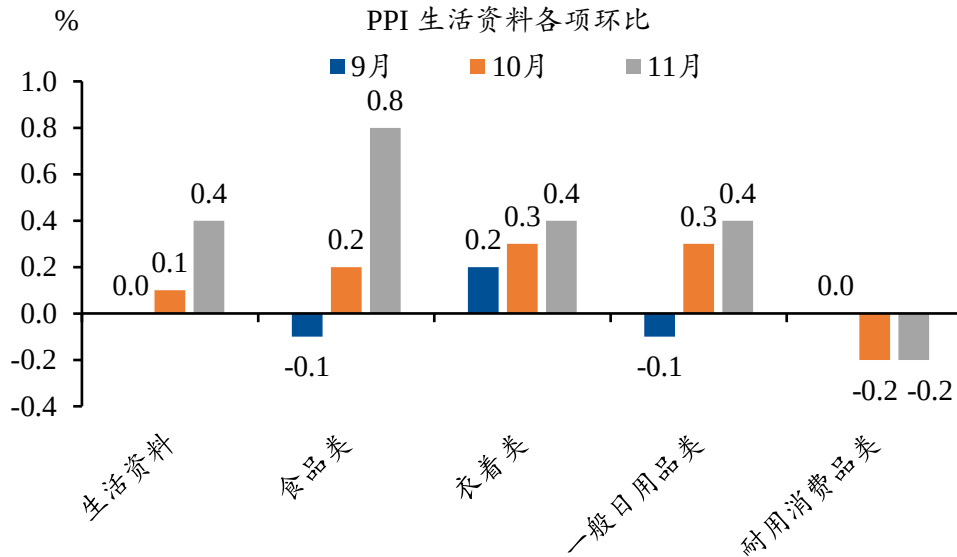
图 4：调味品行业毛利率下滑严重



资料来源：万得，信达证券研发中心

从本月 PPI 生活资料的走势中，下游行业的涨价行为已经得到体现。本月 PPI 生活资料环比增长 0.4%，较 9 月、10 月有所加速。食品、衣着、一般日用品的 PPI 环比均超过了前两个月，其中食品的涨幅达到了 0.8%。目前部分产品仍在陆续提价，伴随自上而下的价格传导，明年 PPI 生活资料有望保持正增长。

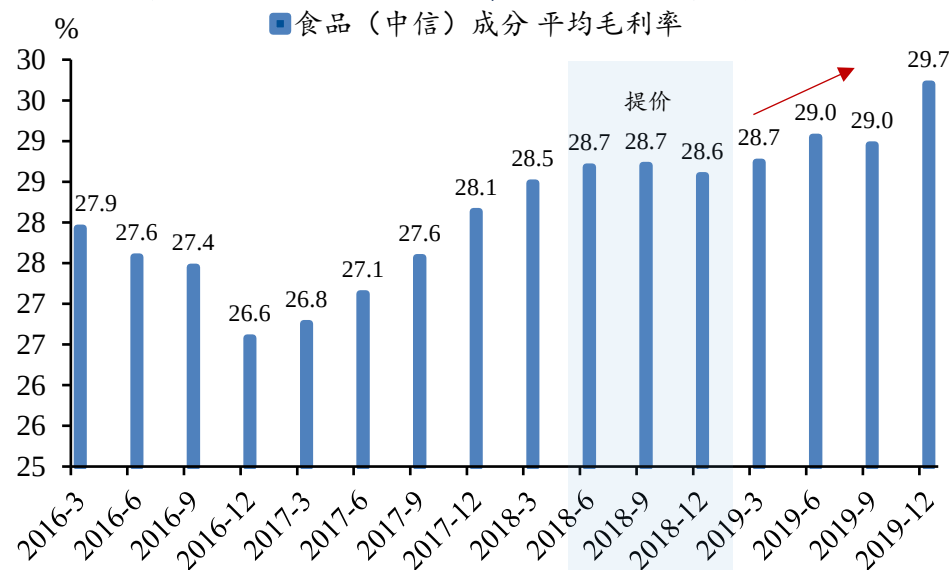
图 5: PPI 生活资料各项显著上行



资料来源:万得, 信达证券研发中心

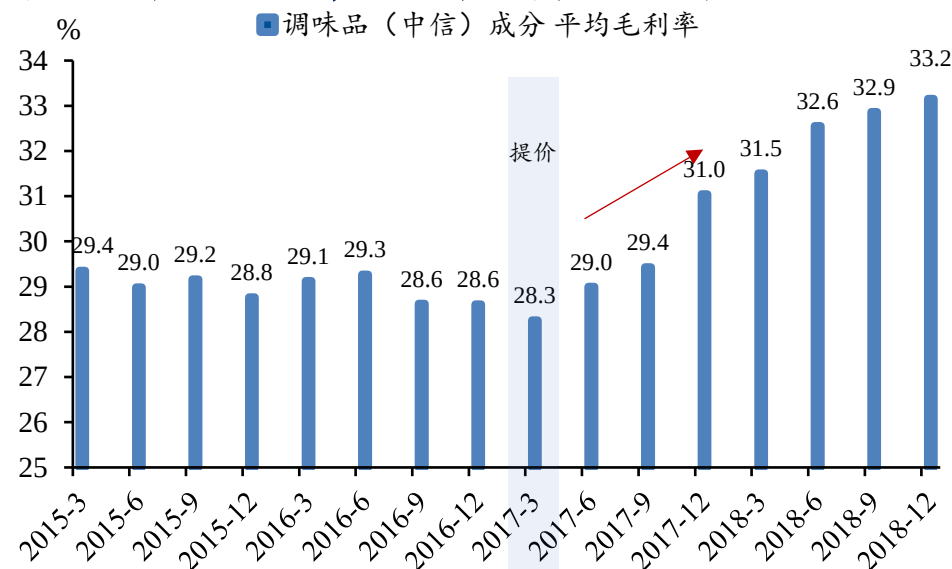
复盘前一轮提价潮, 上市公司提价后毛利率在 1-2 个季度后迎来提升。上一轮食品行业涨价潮发生在 2018 年 Q2-Q3, 2018 年 Q4 至 2019 年 Q1 食品行业上市公司毛利率出现回升; 调味品提价则是在 2017 年 Q1, 行业毛利率在一个季度后迅速提升, 利润随之增厚。

图 6: 2018 年 Q2-Q3 食品行业涨价潮发生后, 行业内公司毛利率回升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 7：2017 年 Q1 调味品提价，行业毛利率在一个季度后迅速提升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

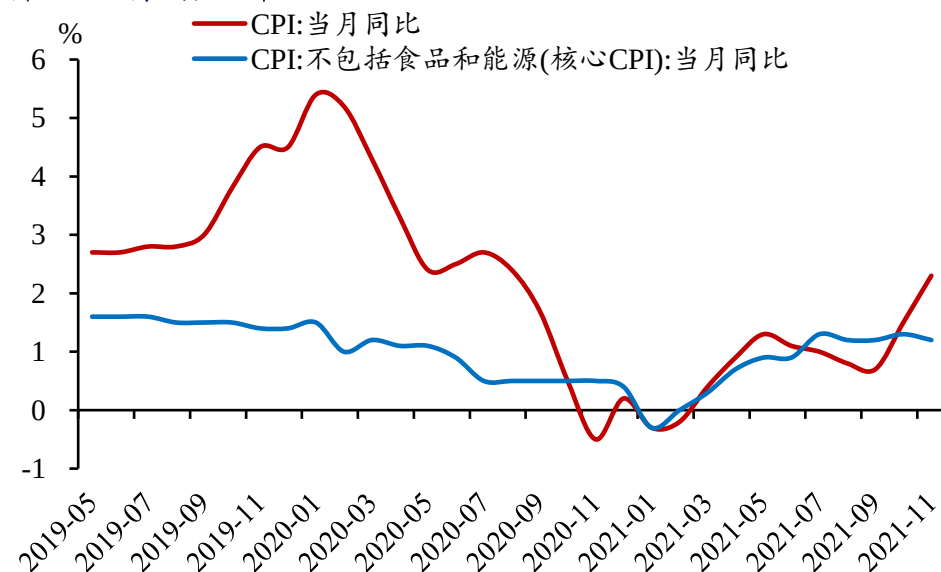
第三，促消费政策有望加快出台，帮助社零稳定恢复。12 月政治局会议提出，要“实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力”，预示刺激消费是明年的重点工作之一。12 月 8 日，国新办举行国务院政策例行吹风会，表明将实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡。我们预计各地促销费政策有望陆续推出，帮助居民消费稳定恢复。

## 二、猪肉价格由降转升，CPI 同比涨幅扩大

猪肉价格环比上涨，CPI 涨幅扩大。11 月 CPI 同比上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点。从环比看，CPI 上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。分项来看，除去食品烟酒、交通和通信、教育文化和娱乐环比增速高于季节性，其余 5 大类均低于季节性水平。

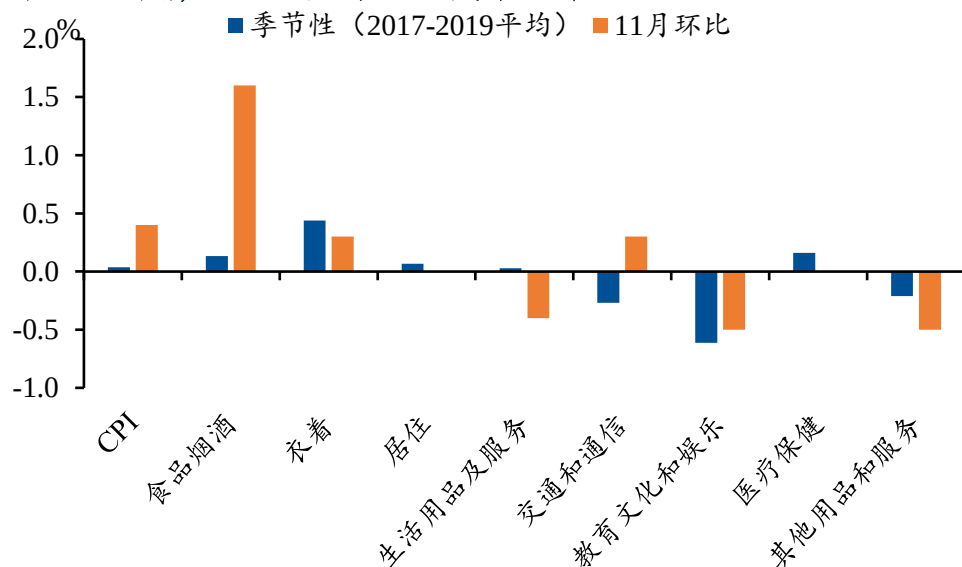
图 8：CPI 同比明显回升



资料来源:万得, 信达证券研发中心



图 9：环比来看，CPI 八大分项有五项目低于季节性水平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

**猪肉价格环比由跌转涨支撑 CPI 食品项。**11 月食品价格环比上涨 2.4%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点，主要拉动项是猪肉。受季节性消费需求增长及短期肥猪供给偏紧等因素影响，猪肉价格本期由降转涨，上涨幅度为 12.2%，贡献 CPI 环比上涨约 4 成。另一方面，鲜菜价格环比上涨 6.8%。各地多措并举保障“菜篮子”供应，随着蔬菜上市量逐渐增加，鲜菜价格涨幅比上月大幅回落 9.8 个百分点。

**非食品方面，能源价格涨幅收窄，服务价格受到疫情抑制。**非食品价格由上月上涨 0.4% 转为持平。一方面，国际原油价格涨幅收窄，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 3.1%、3.3% 和 1.2%，涨幅比上月均有回落；服务价格受节后出行减少及疫情散发影响，由上月上涨 0.1% 转为下降 0.3%。

### 三、国内“保供稳价”政策效果显现，PPI 进入下行区间

**PPI 进入下行区间。**PPI 上涨 12.9%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点。其中，生产资料价格上涨 17.0%，涨幅回落 0.9 个百分点；生活资料价格上涨 1.0%，涨幅扩大 0.4 个百分点。从环比看，PPI 由上月上涨 2.5% 转为持平。其中，生产资料价格由上涨 3.3% 转为下降 0.1%；生活资料价格上涨 0.4%，涨幅扩大 0.3 个百分点。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_30844](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30844)

