



Research and
Development Center

白酒维持高景气度，大众品持续恢复

食品饮料

2021年10月31日

证券研究报告

行业研究

行业周报

食品饮料

投资评级 看好

上次评级 看好

马铮 首席研究员
执业编号：S1500520110001
邮箱：mazheng@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

白酒维持高景气度，大众品持续恢复

2021年10月31日

本期内容提要：

- **白酒板块：**三季度，白酒板块整体表现优异，高景气度持续。高端酒更多依靠价格驱动业绩增长，高质量稳定发展。茅台开箱政策松动后，批价回落明显，舆论压力有所减轻，或有利于茅台价格进一步市场化；五粮液三季度控制发货节奏使得业绩不及预期，价盘的自我修复能力提高，批价小幅下降能带来快速放量，促进全年高质量完成双位数增长目标。次高端在酱酒热的带动下扩容明显，但优质酱酒产能有限，给予浓香酒一定的发展红利期，全国化次高端酒加快招商布局，区域名酒产品结构进一步提升，疫情后复苏势头不减，价量齐升逻辑清晰。汾酒全国化张力较强，在长三角、珠三角已形成一定的消费氛围，坚定向长江以南推进；舍得、酒鬼、水井坊保有一定的提价预期，叠加市场开拓，明年或有超越保底目标的表现。我们认为，当前各酒企全年业绩已基本锚定，市场开始考虑2022年估值问题，四季度股价仍有一定上行空间。
- **休闲食品板块：**三季报披露结束，整体来看，Q3休闲食品板块业绩环比有所恢复。洽洽、盐津铺子、绝味等公司营收端均恢复至双位数增长，但在消费疲软、疫情反复及零售渠道变革的影响下，大多数企业在利润端表现仍存在一定压力。但经过今年以来股价的调整，目前休闲食品板块估值逐步回落至合理的水平，在宏观环境通胀压力较大的情况下，消费品具备一定的抗通胀能力。整体来看，我们看好具备强供应链及渠道管控优势的绝味食品，主业渠道深耕仍大有可为，休闲卤味延伸至大卤味有望打造第二增长曲线，以及调整效果初显的盐津铺子。
- **调味品和速冻食品板块：**21Q3调味品板块业绩环比有改善，但在需求相对疲软、以及原材料成本上涨的压力下，业绩增速并未完全恢复。个股表现方面有差异，21Q3千禾渠道库存低，收入增速恢复到两位数；海天收入恢复个位数增长，扣非业绩表现好于收入；天味清理渠道库存，收入下滑较大。海天提价之后，对板块有带动左右。展望Q4，调味品板块仍将延续恢复趋势。速冻食品板块，在竞争激烈和成本上涨的压力下，21Q3业绩表现仍较差。不考虑并表因素，21Q3安井收入增速维持约20%，但扣非净利润大幅下滑。随着商超渠道的恢复，安井锁鲜装产品已恢复增长，消费升级逻辑仍在。11月公司开始收缩促销力度，我们预计下季度公司利润率将有所改善，仍看好安井食品。
- **行业投资策略：**白酒板块，我们首推景气度高、长期业绩确定性强的高端白酒，如贵州茅台、五粮液；同时推荐品牌氛围提升、具有差异化竞争优势、业绩改善突出的次高端白酒，如舍得酒业。休闲食品板块，推荐关注渠道深耕仍大有可为的休闲卤制品头部企业绝味食品，调整效果初显的盐津铺子。速冻食品行业市场空间大，推荐在管理、渠道和品牌方面都有竞争优势的龙头安井食品。冻品先生是安井重点

打造的品牌，国内预制菜市场空间大，预制菜有望成为公司又一增长曲线，当前公司估值处于阶段性低点，建议布局。短期内复合调味品供给增加，竞争加剧影响龙头表现。当前龙头企业已加码营销推广和促销力度，下半年产能出清过程或会加速，推荐颐海国际、天味食品。

- **风险因素：**茅台批价快速上涨；疫情反复风险；食品安全风险。

目录

1. 高端白酒渠道跟踪.....	5
2. 白酒：行业高景气度持续，次高端扩容带动区域名酒.....	6
2.1. 高端酒：茅五增速放缓，老窖加快结构提升.....	6
2.2. 全国化次高端：扩张增长持续，留有一定蓄水池.....	7
2.3. 区域名酒：次高端扩容红利凸显，龙头结构进一步提升.....	9
2.4. 投资建议与重点公司.....	10
3. 休闲食品：消费疲软疫情反复，盈利有所承压.....	12
3.1. 营收环比恢复，利润端仍存压力.....	12
3.2. 投资建议与重点公司.....	13
4. 调味品：需求逐步恢复，龙头提价带动板块.....	15
4.1. 行业复苏，各公司业绩环比改善.....	15
4.2. 投资建议及重点公司.....	16
5. 速冻食品：商超渠道恢复，成本上涨影响利润.....	18
5.1. 龙头公司营收仍保持快速增长.....	18
5.2. 投资建议及重点公司.....	19
6. 行业观点.....	21
7. 风险因素.....	22

表目录

表 1：21Q3 茅五增速放缓，国窖驱动利润端增长.....	6
表 2：21Q1-3 高端酒盈利能力与费率变化情况.....	7
表 3：21Q1-3 高端酒销售回款稳健.....	7
表 4：扩张型次高端酒企增长持续，洋河改善向好.....	7
表 5：21Q3 全国化次高端费用摊薄，促进盈利能力大幅提升.....	8
表 6：21Q1-3 全国化次高端酒企收入增长质量高.....	8
表 7：21Q3 全国化次高端酒留有一定的预收款蓄水池.....	8
表 8：21Q3 区域名酒收入表现.....	9
表 9：21Q3 区域名酒利润表现.....	9
表 10：21Q3 区域龙头盈利水平提升.....	9
表 11：主要面向商超渠道的休闲食品 Q3 营收端呈现恢复态势.....	12
表 12：休闲食品整体 Q3 盈利能力有所下降.....	13
表 13：千禾味业、天味食品等毛销差环比提升较多.....	16

图目录

图 1：白酒板块收入回暖.....	6
图 2：白酒板块归母净利润增长稳健.....	6
图 3：21Q1-3 涨幅靠前的主要为扩张型次高端酒企.....	10
图 4：2021 年 10 月白酒行业估值情况.....	10
图 5：上周股价整体有所回升.....	14
图 6：22 年对应 PE 主要集中在 20-35 倍左右.....	14
图 7：21Q3 酱油品类上市公司营收增速环比改善.....	15
图 8：21Q3 酱油品类上市公司业绩增速环比改善.....	15
图 9：21Q3 天味营收下滑，日辰保持增长.....	16
图 10：21Q3 天味和日辰净利润增速环比改善.....	16
图 11：主要调味品企业股价回调明显.....	17
图 12：调味品板块 21 年预测 PE 均值为 39 倍.....	17
图 13：21Q3 主要速冻食品公司营收增速环比改善.....	19
图 14：21Q3 主要速冻食品公司业绩增速环比改善.....	19
图 15：鱼肉和鸡肉价格趋于平稳，猪肉价格小幅反弹.....	19
图 16：20 年开始面粉价格趋势上行.....	19
图 17：年初以来涨幅靠前的味知香、立高食品和安井食品.....	20
图 18：速冻食品板块 22 年预测 PE 分化较大.....	20

1. 高端白酒渠道跟踪

时间：2021.10.25-10.31

贵州茅台：开箱政策取消得到渠道进一步证实，本周茅台批价出现大幅下滑。飞天整箱批价环比下降 250 元至 3500 元；散瓶批价环比下降 130 元至 2680 元；精品整箱批价环比下降 280 元至 3900 元，牛年生肖批价环比下降 400 元至 4100 元。11 月配额暂未到货，渠道库存 10 天左右。

五粮液：普五批价保持稳定，北京地区在 1000 元左右，湖南地区在 980-985 元。北京地区大商已基本提完全年配额，湖南地区大商还有 10-15% 的计划内配额未到货，整体计划外发货量占比约 20-25%。为了保持库存良性稳定价盘，当前公司发货节奏放缓，渠道库存约 30 天。

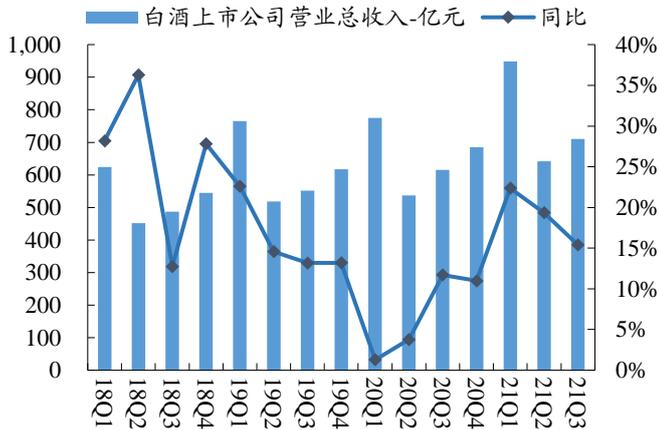
泸州老窖：国窖批价稳定在 900-920 元，由于公司从 9.28 开始停止接收订单，目前经销商全年款已打完。北京地区大商已提完全年配额，湖南地区仍有不到 10% 的配额未发出，渠道库存约 40 天。

酒鬼酒：内参批价稳定在 830 元左右，红坛 310 元左右，紫坛 390 元左右，传承 250 元左右。目前经销商已基本完成全年打款任务，酒厂发货量约 90%。本周内参销售公司下发提价通知，自 2022 年 1 月 1 日起，部分非标产品战略价上调 50-100 元。内参非标产品占比较小，此次调价主要系配合此前内参的涨价，梳理价格体系。目前酒鬼、内参渠道库存约一个多月，公司核心工作仍在动销上。

2. 白酒：行业高景气度持续，次高端扩容带动区域名酒

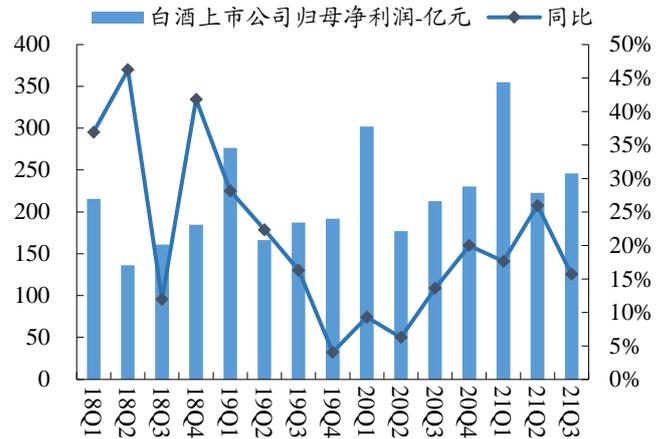
21Q3 白酒板块营收与业绩增长稳健。 19 家白酒上市公司 21Q1-3 共计实现营业收入 2300 亿元，同比增长 19.3%，归母净利润 824 亿元，同比增长 19.1%；其中 21Q3 实现营业收入 710 亿元，同比增长 15.4%，归母净利润 249 亿元，同比增长 15.7%。21Q1-3 白酒板块销售回款共计 2429 亿，同比增长 30.1%，其中 21Q3 销售回款 833 亿，同比增长 31.7%；21Q3 期末，预收款 377 亿，同比增长 27.9%，全年整体回款节奏快，留有一定的收入蓄水池。

图 1：白酒板块收入回暖



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：白酒板块归母净利润增长稳健



数据来源：Wind，信达证券研发中心

2.1. 高端酒：茅五增速放缓，老窖加快结构提升

茅台与五粮液控货，三季度业绩低于预期，全年高质量完成增长目标可期。 21Q3，茅台酒收入 220.43 亿元，同比增长 5.55%，三季度放量并不明显，收入增长主要由价格贡献。作为近年来酱酒热的缩影，21Q3 系列酒收入 34.8 亿元，同比增长 48.09%，增速环比增加 10.36pct，前三季度已实现 95.4 亿，接近去年销售体量，全年将正式跨入百亿规模。五粮液则与以往旺季向渠道压货不同，为了配合批价上挺，今年三季度加强了渠道库存管理，主动放缓发货节奏，导致三季度增速较上半年有明显下滑，不及市场预期。价盘的稳定是公司今年的主要工作，一方面促进动销的良性及持续性，另一方面保障经销商利润的稳定性，有助于加强经销商信心，维护好厂商关系，为公司的高质量发展打下坚实基础。

表 1：21Q3 茅五增速放缓，国窖驱动利润端增长

单位：百万	21Q3 营收	同比	21Q1-3 营收	同比	21Q3 归母净利润	同比	21Q1-3 归母净利润	同比
贵州茅台	26332	10.0%	77053	10.8%	12612	12.4%	37266	10.2%
五粮液	12969	10.6%	49721	17.0%	4127	11.8%	17327	19.3%
泸州老窖	4793	20.9%	14110	21.7%	2049	28.5%	6276	30.2%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

五粮液与泸州老窖产品结构进一步升级，盈利能力持续提升。 五粮液三季度严控计划内普五的发货，经销商计划外 999 元打款比例进一步提升，且经典五粮液 7 月起进入正式布局阶段，计划全年放量 2000 吨，产品结构持续升级。双重影响下，21Q3 五粮液毛利率同比 +1.6pct 至 76.1%。国窖加快放量，贡献主要增长，特曲、窖龄仍有待恢复，泸州老窖 21Q3 毛利率同比 +0.6 至 87.5%。高端酒整体费用规模化凸显，盈利能力持续提升。

表 2: 21Q1-3 高端酒盈利能力与费率变化情况

		21H1	同比	21Q3	同比	21Q1-3	同比
毛利率	贵州茅台	88.4%	+0.3pct	88.2%	-0.3pct	88.3%	+0.1pct
	五粮液	75.0%	+0.4pct	76.1%	+1.6pct	75.3%	+0.7pct
	泸州老窖	85.7%	+3.8pct	87.5%	+0.6pct	86.3%	+2.7pct
销售费用率	贵州茅台	2.5%	0.0pct	2.4%	-0.2pct	2.5%	-0.1pct
	五粮液	9.7%	-0.7pct	14.2%	-0.2pct	10.9%	-0.6pct
	泸州老窖	12.7%	-1.9pct	15.7%	-1.3pct	13.7%	-1.7pct
管理费用率	贵州茅台	6.9%	+0.4pct	7.3%	+0.7pct	7.0%	+0.5pct
	五粮液	4.2%	0.0pct	4.8%	-0.1pct	4.3%	-0.1pct
	泸州老窖	4.7%	0.0pct	5.2%	+0.2pct	4.9%	+0.1pct
归母净利率	贵州茅台	48.6%	-0.9pct	47.9%	+1.0pct	48.4%	-0.3pct
	五粮液	35.9%	+0.6pct	31.8%	+0.4pct	34.9%	+0.6pct
	泸州老窖	45.4%	+3.2pct	42.8%	+2.5pct	44.5%	+3.0pct

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

销售回款与营收匹配。21Q3, 五粮液与泸州老窖在销售回款上同比出现较大波动, 主要系去年同期基数影响导致, 前三季度整体回款进度与营收相匹配。

表 3: 21Q1-3 高端酒销售回款稳健

销售回款-百万	21Q3	同比	/营收	21Q1-3	同比	/营收
贵州茅台	29160	17.1%	110.7%	79430	11.3%	103.1%
五粮液	15880	59.4%	122.4%	51965	34.7%	104.5%
泸州老窖	4398	-14.8%	91.8%	15251	33.3%	108.1%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2. 全国化次高端: 扩张增长持续, 留有一定蓄水池

扩张型次高端酒企高增持续, 洋河经营改善向好发展。经过上半年的高速增长后, 全国化次高端名酒的增长势头仍旧强劲, 领先全行业。洋河过去两年的渠道改善效果逐渐显现, 梦 6+换代完成后进入成长期, 贡献主要增长; 梦 3 水晶版也于双节换代完成; 天之蓝开始换代铺货, 我们预计于明年春节完成换代, 渠道调整有序推进。在股权激励的促进下, 洋河的全年增长目标上调至 15%, 有望超额完成。

表 4: 扩张型次高端酒企增长持续, 洋河改善向好

单位: 百万	21Q3 营收	同比	21Q1-3 营收	同比	21Q3 归母净利润	同比	21Q1-3 归母净利润	同比
洋河股份	6399	16.7%	21942	16.0%	1551	-13.1%	7213	0.4%
山西汾酒	5138	47.9%	17257	66.3%	1335	55.9%	4879	98.2%
舍得酒业	1216	64.8%	3607	104.5%	234	59.7%	970	211.9%
水井坊	1586	38.9%	3423	75.9%	623	56.3%	1000	99.4%
酒鬼酒	926	128.7%	2640	134.2%	210	43.4%	720	117.7%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

收入高增摊薄费用, 盈利能力提升明显。受产品结构上移及主力产品提价等因素, 21Q1-3 全国化次高端酒企的毛利率均有一定幅度的提升。营收高速增长下, 费用率均有一定的摊薄。舍得为了保持渠道良性, 三季度主动控货, 确认收入放缓, 导致费率有所提升; 酒鬼酒省外重要区域和空白市场的渠道铺设费用提前确认, 短期费率提升; 洋河系 21Q3 持有的中银证券股票市值下跌 27%, 公允价值损失 4.4 亿元, 而去年同期, 公允价值变动净收益 3.3 亿元, 导致净利率下滑, 实际扣非后净利率水平较去年同期仍有提升。

表 5: 21Q3 全国化次高端费用摊薄, 促进盈利能力大幅提升

	21H1	同比	21Q3	同比	21Q1-3	同比	
毛利率	洋河股份	74.4%	+1.2pct	76.6%	+3.0pct	74.9%	+1.7pct
	山西汾酒	75.0%	+3.3pct	76.2%	+3.1pct	75.4%	+3.2pct
	舍得酒业	78.8%	+3.8pct	76.8%	-1.9pct	78.1%	+1.6pct
	水井坊	84.5%	+2.2pct	85.8%	+1.46pct	85.1%	+1.6pct
	酒鬼酒	80.2%	+0.2pct	79.3%	+2.1pct	79.9%	+0.8pct
销售费用率	洋河股份	8.6%	-0.2pct	13.5%	-4.5pct	10.0%	-1.4pct
	山西汾酒	16.7%	-3.4pct	14.7%	-2.0pct	16.1%	-2.8pct
	舍得酒业	14.5%	-8.3%	21.4%	+2.0%	16.9%	-4.5%
	水井坊	31.8%	-4.8%	13.0%	-4.6%	23.1%	-2.4%
	酒鬼酒	21.8%	-2.6pct	29.0%	+5.1pct	24.3%	+0.1pct
管理费用率	洋河股份	6.0%	-0.7pct	6.6%	-1.6pct	6.2%	-1.0pct
	山西汾酒	3.9%	-2.4pct	5.8%	-1.6pct	4.4%	-2.2pct
	舍得酒业	9.4%	-5.3pct	12.9%	+0.51pct	10.6%	-3.2pct
	水井坊	9.0%	-7.4pct	4.3%	-0.8pct	6.8%	-3.0pct
	酒鬼酒	3.9%	-3.4pct	4.4%	-1.7pct	4.1%	-2.8pct
归母净利率	洋河股份	36.4%	-3.8pct	24.2%	-8.3pct	32.9%	-5.1pct
	山西汾酒	29.2%	+6.0pct	26.0%	+1.3pct	28.3%	+4.6pct
	舍得酒业	30.8%	+14.8pct	19.3%	-0.6pct	26.9%	+9.3pct
	水井坊	20.5%	+7.7pct	39.3%	+4.4pct	29.2%	+3.4pct
	酒鬼酒	29.8%	+4.2pct	22.7%	-13.46pct	27.3%	-2.1pct

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

回款支撑高增长, 留有一定蓄水池。2021 年, 扩张型次高端酒企市场开拓进展顺利, 经销商代理热情高、打款积极, 销售回款与收入保持同比例增长, 且预收款同比、环比均有明显增加, 表明高增速下, 收入质量较好, 且留有一定的收入蓄水池。酒鬼酒上半年回款节奏快, 下半年开始发货确认收入, 导致预收款环比下降; 但同时, 内参公司作为酒鬼酒公司经销商之一, 仍有一定的预收款保留, 共同支撑四季度业绩释放。

表 6: 21Q1-3 全国化次高端酒企收入增长质量高

销售回款-百万	21Q3	同比	/营收	21Q1-3	同比	/营收
洋河股份	8031	40.1%	125.5%	22814	66.4%	104.0%
山西汾酒	7404	152.4%	144.1%	18835	82.4%	109.1%
舍得酒业	1724	95.2%	141.8%	4331	116.1%	120.1%
水井坊	2015	35.0%	127.0%	3912	64.0%	114.3%
酒鬼酒	714	43.1%	77.1%	2650	94.1%	100.4%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

表 7: 21Q3 全国化次高端酒留有一定的预收款蓄水池

预收款-百万	20Q3	20A	21Q2	21Q3	环比	同比
洋河股份	3869	8801	5517	6510	+993	+2641
山西汾酒	2687	3107	3259	3821	+562	+1134
舍得酒业	289	368	370	852	+482	+563
水井坊	713	736	639	871	+232	+158
酒鬼酒	332	719	872	521	-351	+189

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3. 区域名酒：次高端扩容红利凸显，龙头结构进一步提升

龙头恢复稳定性高，享受次高端扩容红利。近一年来，酱酒热带动次高端价位带扩容，但受于优质酱酒产能限制，短期内对次高端市场份额侵蚀有限，浓香及其他香型酒享受行业扩容红利，区域名酒的产品结构加快升级。古井贡、今世缘、迎驾贡、金徽酒在区域市场具有更强的品牌力和影响力，21Q3 营收、利润增长势头稳定。

表 8: 21Q3 区域名酒收入表现

单位: 百万	21Q3 营收	同比	相比 19Q3	21Q1-3 营收	同比	相比 19Q1-3
古井贡酒	3095	21.4%	39.7%	12559	25.2%	53.1%
今世缘	1483	15.8%	40.0%	5335	27.2%	29.6%
口子窖	1386	24.0%	32.4%	3629	35.0%	4.7%
迎驾贡酒	1095	27.0%	42.8%	3180	42.6%	20.0%
老白干酒	1118	57.1%	29.5%	2769	10.9%	-1.9%
伊力特	434	19.0%	-23.9%	1464	26.4%	-3.1%
金种子酒	262	3.2%	40.1%	807	21.6%	16.5%
金徽酒	369	10.7%	36.4%	1341	28.3%	21.2%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

表 9: 21Q3 区域名酒利润表现

单位: 百万	21Q3 归母净利润	同比	相比 19Q3	21Q1-3 归母净利润	同比	相比 19Q1-3
古井贡酒	590	15.1%	19.7%	1969	28.0%	13.0%
今世缘	364	23.8%	64.0%	1699	29.3%	31.3%
口子窖	463	22.7%	15.5%	1150	33.2%	-11.3%
迎驾贡酒	370	86.2%	137.2%	962	80.8%	60.3%
老白干酒	125	8.0%	62.3%	249	7.0%	-8.1%
伊力特	54	-3.2%	-46.5%	266	31.6%	-11.9%
金种子酒	-47	-8.1%	-17.5%	-144	37.4%	-100.0%
金徽酒	56	44.3%	100.0%	243	53.1%	49.1%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

区域龙头结构升级促毛利率提升，费率降低提高净利率。21Q3 古 8 及以上次高端产品占比提升；今世缘 V 系列成立经销商联盟体，新四开导入顺利，国缘系列引领增长；迎驾贡近两年主推定位次高端价位段洞藏系列，洞藏 6、洞藏 9 已经处于公司核心市场合肥市和六安市的核心价位段；金徽酒柔和系列、能量系列和年份系列等百元以上产品保持高增长。由于江苏 7-8 月疫情较严重，今世缘三季度费用投放缩减较多；金徽酒加大华东市场投入，市场扩张下销售费用率有所增加。区域龙头总体盈利能力表现提升。

表 10: 21Q3 区域龙头盈利水平提升

	21H1	同比	21Q3	同比	21Q1-3	同比	
毛利率	古井贡酒	76.4%	+0.2pct	75.3%	-0.3pct	76.1%	+0.1pct
	今世缘	70.6%	+1.1pct	78.4%	+1.7pct	72.8%	+1.1pct
	迎驾贡酒	65.9%	-1.0pct	73.4%	+10.5pct	68.5%	+3.1pct
	金徽酒	65.7%	+4.4pct	67.5%	+1.8pct	66.2%	+3.5pct
销售费用率	古井贡酒	28.9%	-0.4pct	28.3%	-1.1pct	28.7%	-0.6pct
	今世缘	10.2%	+1.5pct	18.4%	-6.25pct	12.5%	-1.1pct
	迎驾贡酒	9.4%	-6.2%	10.8%	-3.1%	9.9%	-5.1%
	金徽酒	16.4%	+3.5%	22.4%	+7.7%	18.1%	+3.4%
管理费用率	古井贡酒	7.0%	-0.5pct	9.0%	+2.3pct	7.4%	+0.4pct
	今世缘	2.9%	-0.4pct	4.2%	+0.1pct	3.1%	-0.2pct

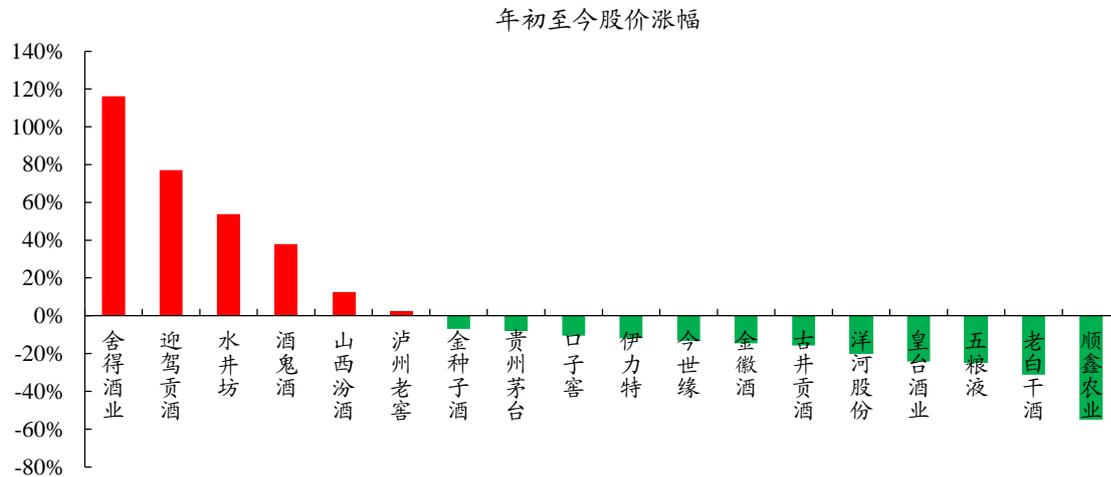
	迎驾贡酒	5.4%	-1.3pct	4.1%	-0.6pct	4.3%	-1.1pct
	金徽酒	11.4%	-2.9pct	11.9%	-2.2pct	10.6%	-1.6pct
净利率	古井贡酒	19.7%	+1.1pct	19.1%	-1.0pct	19.5%	+0.4pct
	今世缘	34.6%	-0.3pct	24.6%	+1.6pct	31.8%	+0.5pct
	迎驾贡酒	28.4%	+4.0pct	33.8%	+10.8pct	30.3%	+6.4pct
	金徽酒	19.3%	+2.4pct	15.1%	+3.5pct	18.1%	+2.9pct

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4. 投资建议与重点公司

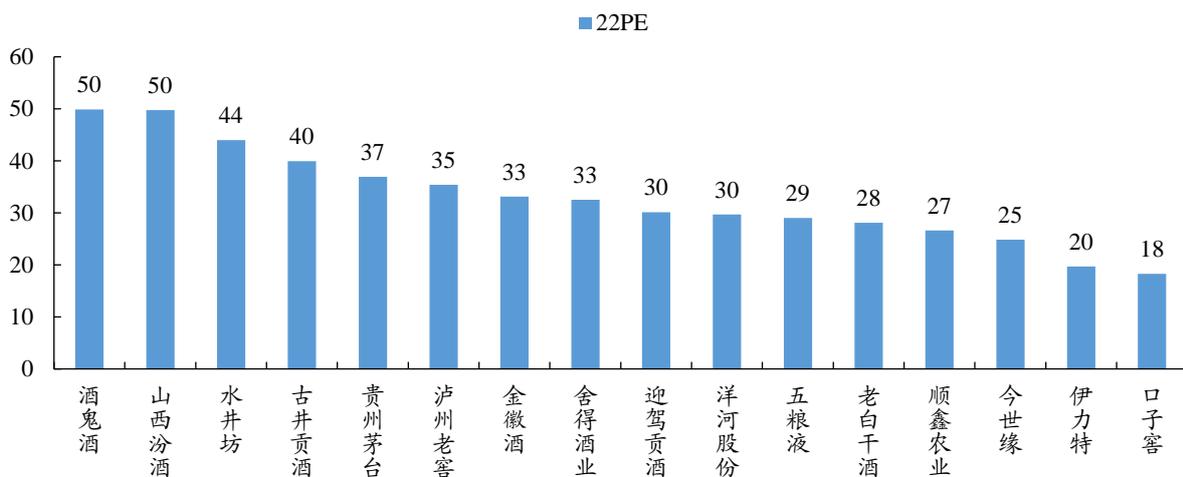
高端酒提价预期降低, 龙头股价回调较多, 全国化次高端及区域龙头股价拔高。2021年1-10月股价涨幅靠前的为舍得、迎驾贡、水井坊、酒鬼酒等全国化次高端及区域龙头酒企。茅台一批价持续走高情况下舆论风险上升, 市场对高端酒提价预期降低, 价量增长逻辑受到影响。当前, 茅台拆箱政策出现松动, 飞天、精品、生肖批价出现大幅下滑, 舆论压力降低, 有利于茅台价格的进一步市场化。

图 3: 21Q1-3 涨幅靠前的主要为扩张型次高端酒企



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 截至2021年10月29日

图 4: 2021年10月白酒行业估值情况



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 除贵州茅台、五粮液、舍得酒业、洋河股份、今世缘外, 选用Wind一致预测数据 截至2021年10月29日

重点公司:

贵州茅台: 系列酒发展强劲, 直销促进利润释放。公司 21Q3 实现营收 255.55 亿元, 同比增长 9.86%, 归母净利润 126.13 亿元, 同比增长 12.37%。Q1-3 营收增长 11.05%, 与全年

营收增长 10.5%的目标基本匹配。21Q3，茅台酒收入 220.43 亿元，同比增长 5.55%，三季度放量并不明显，收入增长主要由价格贡献；系列酒实现收入 34.8 亿元，同比增长 48.09%，增速环比增加 10.36pct。前三季度，系列酒收入已实现 95.4 亿，接近去年全年销售体量，我们预计今年全年系列酒将正式跨入百亿规模。系列酒的快速增长是近年来酱酒热的缩影，随着渠道的梳理到位及产能的释放，系列酒将成为公司另一增长极。21Q3 公司整体直销占比达到 19.7%，较去年全年的 13.96%有明显提升，促进利润释放。新领导上任以来，公司加强了与股东、投资者的交流，提出“五线发展”蓝图，释放价格管控积极信号，促进茅台酒价格的市场化、法制化，使茅台酒回归商品属性，通过数字化精准服务消费人群，走好“十四五”高质量发展道路。

五粮液：发货放缓稳渠道，全年高质量完成可期。公司 21Q3 实现营收 129.69 亿，同比增长 10.61%，归母净利润 41.27 亿，同比增长 11.84%。与以往旺季向渠道压货不同，为了配合批价上挺，今年公司在三季度加强了渠道库存管理，主动放缓发货节奏，导致三季度增速较上半年有明显下滑，不及市场预期。得益于控货，今年双节期间，普五批价稳定，未出现明显下滑，且批价小幅下降后，放量加快，短期波动修复能力较强。双节后，普五渠道库存保持在一个月左右的良性水平。三季度公司严控计划内普五的发货，经销商计划外 999 元打款比例进一步提升，且经典五粮液 7 月起进入正式布局阶段，计划全年放量 2000 吨，产品结构进一步升级，毛利率同比增加 1.6pct 至 76.11%。今年，公司将五粮春品牌回收，6 月换代上市，三季度重点完成招商布局。10 月 9 日，公司发出通知，停止第二代五粮春的招商工作，且 2021 年全年配额已分配完毕，渠道梳理较为顺利，全年双位数增长可期。

洋河股份：着眼长期发展，经营持续改善。公司 21Q3 实现营收 63.99 亿，同比增长 16.66%，归母净利润 15.51 亿，同比下降 13.07%，扣非净利润 16.82 亿，同比增长 22.94%。股权激励下，公司 2021 年营收增长目标为 15%，前三季度已顺利达成目标增速，且超过去年全年收入，锚定全年目标。我们认为，公司经过两年的调整，已经进入增长恢复期，经营情况持续改善。梦 6+ 经过两年的换代调整，进入成长期，是公司收入增长的主要驱动力；水晶版已于今年中秋、国庆双节期间完成换代，价格梳理成功，占位江苏 400 元主流次高端价位带；天之蓝于三季度换代上市，短期市场上还是以老版天之蓝销售为主，我们预计将于 2022 年春节后完成换代。今年以来，公司对全员上涨工资薪酬、对核心管理层做股权激励，员工信心有所提升，积极性较高。现在公司更强调数字化考核，除了销售考核外，还以开瓶消费作为底层考核标准，加强产品口碑建设，用口碑赢得销量，走良性循环道路。公司董事长张联东提出“四个主义”，表明自己要为公司发展长期奋斗的决心。我们认为，新领导的上任给公司经营改善带来了积极的一面，与当前公司重新走入上升期的基调相符，长期坚守品质，为相关利益方谋福利，展现出公司应有的价值。

今世缘：疫情造成短期扰动，深耕形成持续增长。公司 21Q3 实现营收 14.82 亿，同比增长 15.76%，归母净利润 3.64 亿，同比增长 23.81%。由于公司收入主要来自于省内，且南京为省内第一大市场，7-8 月南京疫情较为严重，宴席消费场景缺失，造成南京地区收入同比下滑，影响公司三季度营收增速。而产品结构升级及费用投入短期下滑使得公司在利润端表现较好。**(1) 分产品看：**公司加快 V 系列布局，国缘 V 系联盟体成立，签约年销量 500 万，首批打款 200 万，且新四开顺利导入，21Q3 特 A+、特 A 产品分别同比增长 16.35%、17.69%，出厂指导价三百元以上产品营收占比达到 68.4%。**(2) 分区域看：**21Q3 公司省内收入 13.76 亿，同比增加 15.04%；省外收入 1.04 亿，同比增加 23.67%，省外收入占比略有提升。省内淮安、苏南、苏中、淮海大区分别同比增长 22.21%、23.64%、22.33% 和 37.36%，而南京地区因疫情影响，收入出现下滑。三季度末，公司预收款 8.61 亿，环比增加 2.13 亿，

形成一定的蓄水池，保障四季度及明年开门红业绩的释放。除去疫情影响，公司在省内市场的深耕效果逐渐显现，且在次高端价位带具有较强的消费者基础，伴随次高端的扩容和省内消费升级，公司有望进一步提高V系列在600元左右的市占率。

舍得酒业：控货保持渠道良性，预收款增长亮眼。公司21Q3实现营业12.16亿，同比增长64.83%，归母净利润2.34亿，同比增长59.65%，销售回款17.24亿，环比增加3.67亿，经营发展势头强劲。中秋国庆旺季期间酒水走量，品味舍得价格略有回落，公司主动采取控货方式维护价格，由此导致收入确认低于预期。若公司三季度正常发货确认收入，毛利率、费用率、净利率将符合预期。我们认为，次高端价位带在2020年坐实、扩容，还有几年发展红利期，舍得把价盘控好，有利于渠道的稳定和进一步发展。三季度末，公司预收款8.52亿，环比增加4.82亿，蓄水池充足。21Q3，公司中高档酒收入9.57亿，同比增长62.7%，主要系品味舍得控货导致增速较上半年放缓；低档酒收入1.63亿，同比增长353.9%，沱牌系列持续保持高速增长，不断增强品牌消费氛围。今年以来，渠道对舍得发展的信心充足，经销商代理积极性高，公司招商进展顺利，清退部分跟不上公司发展节奏的小规模经销商，并加强核心联盟体或分销商的发展，21Q1-3累计新增经销商883家，退出经销商467家。

酒鬼酒：持续品牌文化输出，全国化高增势头不减。公司21Q3实现营收9.3亿，同比增长128.7%，归母净利润2.1亿，同比增长43.4%，扣非净利润2.1亿，同比增长131.6%。由于主要产品提价，21Q3毛利率同比增加2.05pct至79.25%。公司通过央视广告投放、《千里走单骑》、《中国国家地理》、馥郁荟、内参价值研讨会等形式，输出公司品牌文化价值，提升品牌形象，费用率略有提升。上半年，公司借由多款产品战略价上调，促进经销商打款，回款节奏快，截至10月1日，经销商基本打完全年款项。三季度末，公司实现销售回款26.5亿，预收款5.2亿，环比下降3.5亿，主要系发货确认了部分酒鬼酒的收入。而内参销售公司实为公司经销商之一，同样留有一定的蓄水池，支撑四季度业绩释放。公司下半年将主要工作放在动销上，巩固新市场的发展。9月26日，公司总投资23亿元的三区建设开工，2023年底竣工投产，将实现年生产1.08万吨馥郁香型基酒及1.78万吨基酒储存能力。我们积极看好公司十四五期间的全国化发展路径，未来产能释放将保障公司业绩兑现。

3. 休闲食品：消费疲软疫情反复，盈利有所承压

3.1. 营收环比恢复，利润端仍存压力

营收端整体呈现恢复态势，利润端偏零售业态表现相对较好。对于面向商超流通渠道的盐津铺子、洽洽食品、劲仔食品、甘源食品、有友食品等，Q2在社区团购带来的渠道变革及2020年疫情高基数影响下，业绩经历至暗时刻，Q3业绩环比恢复态势显著。但在利润端，多数公司表现仍弱于营收端，主要系原材料价格上行、市场费用投放增加等多方面因素影响。对于三只松鼠、良品铺子等偏零售的零食企业，营收端同比表现略有提升，利润端也有所增长，主要系其战略布局逐步转向为关注规模的同时也兼顾利润，同时如良品铺子、来伊份采取全渠道模式，整体渠道抗波动性相对较强。对于绝味食品、煌上煌、巴比食品等连锁业态而言，Q3营收端环比Q2有所降速，一方面2020年Q2疫情影响下存在低基数，今年Q2同比增长较高，其次疫情反复叠加消费疲软影响，门店端运营仍存在一定压力，在推新品、费用投放增加等影响之下，利润端增速慢于营收端。

表 11: 主要面向商超渠道的休闲食品 Q3 营收端呈现恢复态势

	2021Q3 营收	同比	2021Q2 营收	同比	2021Q3 归母净利润	同比	2021Q2 归母净利润	同比
洽洽食品	1501.75	11%	1001.91	-13%	267.03	14%	129.69	-11%

甘源食品	311.76	3%	205.85	-17%	40.25	-27%	-4.13	-113%
劲仔食品	278.23	15%	247.81	-4%	22.90	10%	19.82	-48%
有友食品	324.40	20%	322.55	-4%	51.93	-5%	69.73	-21%
盐津铺子	563.96	15%	471.92	-2%	28.67	-51%	-33.41	-146%
桃李面包	1724.08	6%	1612.57	14%	199.06	-26%	206.47	-8%
三只松鼠	1809.23	-9%	1589.90	-14%	90.43	18%	36.78	19505%
良品铺子	2147.84	12%	1846.90	9%	123.28	20%	89.86	23%
来伊份	950.65	10%	885.19	8%	-95.53	91%	28.03	-146%
绝味食品	1702.89	16%	1637.76	22%	462.18	88%	266.01	26%
煌上煌	526.47	-8%	800.70	-3%	33.61	-56%	82.72	-10%
巴比食品	378.28	25%	342.18	40%	14.68	-69%	197.41	366%
桂发祥	104.66	-8%	110.46	93%	7.08	-76%	12.72	-236%
西麦食品	270.08	-3%	253.77	3%	28.01	-13%	26.57	-40%
西王食品	1830.57	12%	1475.70	3%	51.66	-51%	44.87	-56%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 营收单位-百万

面对渠道变革及终端消费疲软, 休闲食品板块整体盈利能力有所下降。从毛利率端来看, 休闲食品板块企业均出现不同程度的下滑, 这之中存在部分会计政策调整的影响(运输费用调整计入营业成本), 但从毛销差来看, 原材料价格上涨、新品推出增加、促销活动增加、产品折扣力度加大等多方面的因素稀释了毛利水平。盈利能力来看, 由于部分原材料涨价、终端消费疲软叠加疫情反复, 大多数企业的盈利能力同比出现了不同程度的下滑。对于面向商超的休闲食品企业而言, 2020 年同期整体受益于疫情, 同比归母净利率有所下滑。但是环比来看, 面向商超的休闲食品企业多数实现了归母净利率的回升, 恢复态势较为显著。偏零售业态的公司如三只松鼠、良品铺子整体盈利能力环比同比均有所提升, 一方面全渠道企业面对渠道变迁抗风险能力更强, 另一方面预计与兼顾利润的策略相关, 整体来说, 良品铺子、三只松鼠等公司净利率水平相对处于低位, 业绩弹性相对较高。对于连锁业态而言, Q3 消费疲软及疫情反复影响仍在持续, 费用投放相对高, 盈利能力同比环比均进一步走低。

表 12: 休闲食品整体 Q3 盈利能力有所下降

	Q3 毛利率	同比	Q3 毛销差	同比	Q3 归母净利率	环比	同比
洽洽食品	32.14%	-3.64pct	23.92%	-1.99pct	17.78%	4.84pct	0.48pct
甘源食品	29.98%	-10.30pct	21.94%	-0.72pct	12.91%	14.92pct	-5.32pct
劲仔食品	25.54%	-4.11pct	16.29%	1.03pct	8.23%	0.23pct	-0.32pct
有友食品	31.97%	-4.64pct	22.18%	-4.94pct	16.01%	-5.61pct	-4.11pct
盐津铺子	38.47%	-5.37pct	10.12%	-8.95pct	5.08%	12.16pct	-6.89pct
桃李面包	25.68%	-17.61pct	17.25%	-5.56pct	11.55%	-1.26pct	-4.89pct
三只松鼠	29.48%	-0.96pct	9.64%	1.84pct	5.00%	2.68pct	1.14pct
良品铺子	24.58%	-8.76pct	11.44%	0.08pct	5.74%	0.87pct	0.39pct
来伊份	43.28%	-0.39pct	1.36%	-6.37pct	-10.05%	-13.22pct	-4.26pct
绝味食品	31.60%	-6.00pct	24.55%	-4.88pct	27.14%	10.90pct	10.46pct
煌上煌	33.45%	-3.39pct	14.03%	-7.42pct	6.38%	-3.95pct	-6.90pct
巴比食品	24.54%	-7.79pct	19.52%	-6.11pct	3.88%	-53.81pct	-11.78pct
桂发祥	43.46%	-5.31pct	14.32%	-10.52pct	6.76%	-4.75pct	-19.29pct
西麦食品	46.77%	-8.25pct	17.28%	-0.04pct	10.37%	-0.10pct	-1.23pct
西王食品	22.97%	-6.18pct	9.51%	-6.06pct	2.82%	-0.22pct	-3.62pct

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 洽洽扣非归母净利率亦有所下滑, 绝味 Q3 归母净利率有所提升主要系投资收益增厚归母净利率。

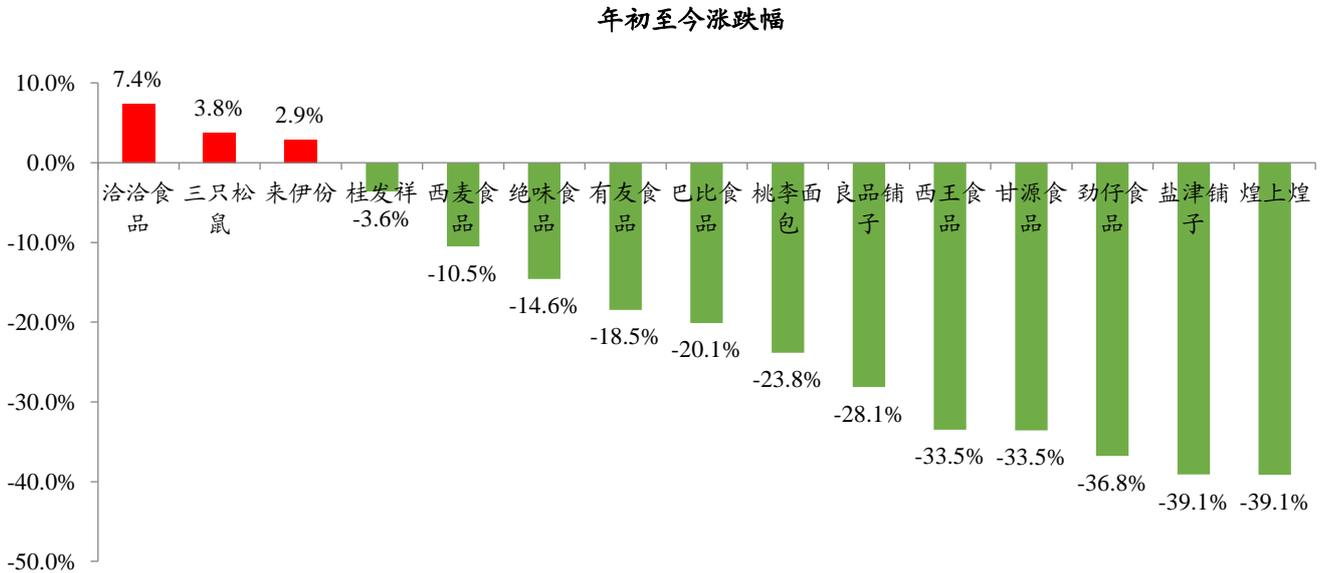
3.2. 投资建议与重点公司

年初至今股价表现较为一般, 近期股价有所回升。整体来看, 休闲食品板块年初至今股价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

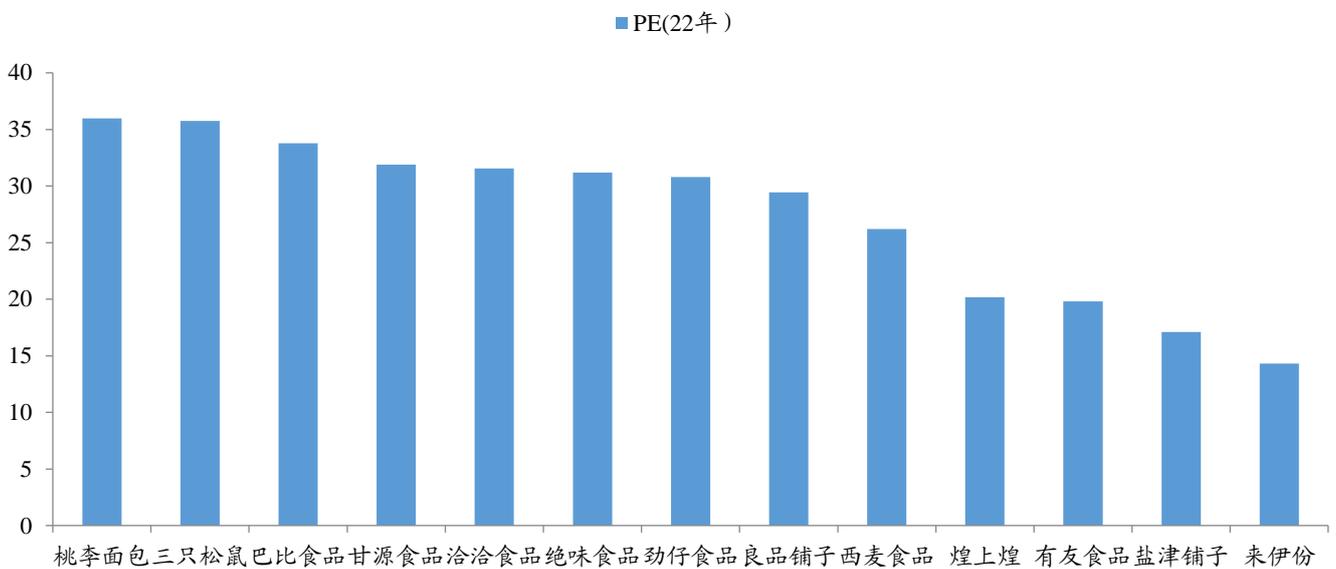
表现较为一般，主要系二季度业绩表现不佳。近期迎来三季报披露季，休闲食品板块恢复态势显著，叠加宏观环境通胀压力大，其中洽洽于 10 月 22 日发布提价公告带来板块提价预期，板块股价近期有所回升，面向商超流通渠道的洽洽食品、盐津铺子、桃李面包股价表现更为突出。

图 5：洽洽食品、三只松鼠等公司年初至今股价表现靠前



数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：截至 10 月 29 日

图 6：22 年对应 PE 主要集中在 20-35 倍左右



数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：注：除绝味食品、煌上煌、良品铺子、盐津铺子、劲仔食品、巴比食品外，选用 Wind 一致预测数据。注：截至 10 月 29 日

重点公司：

绝味食品：鸭脖主业稳健，投资喜讯频传。单 Q3 营收实现双位数增长表现亮眼，实现投资收益 2.72 亿元，贡献净利润增速，扣除和府捞面和千味央厨影响，归母净利润同比增长约 2.67%，主要系新品培育、促销活动增加及品牌投放增加拉低业绩增速，整体符合预期。展望后续，短期来看，单店持续恢复，门店扩张仍在加速，稳步增长可期。展望长期，主业端，公司现有门店仍大部分集中在一二线及省会城市，渠道深耕仍大有可为，在强供应链及强渠道管理能力的保障下，门店拓展至 20000+家可期，盈利能力亦有望提升，休闲卤味

拓宽至大卤味板块打造公司第二增长曲线可期，当前位置我们坚定看好。

盐津铺子：积极调整策略，渠道加快下沉。单 Q3 营收双位数增长表现亮眼，环比改善明显。业绩落在预告偏中位数，整体符合预期。截止到 Q3，我们预计公司已经完成全年铺设 5000 个店中岛的目标，此前公司对店中岛投放、品类聚焦、组织架构等进行调整，Q3 业绩初步验证调整效果。展望后续，公司战略转型效果初显，渠道策略调整有望加速渠道下沉及全国化扩张，聚焦核心大单品规模效应有望进一步凸显，管理上注重人才引入及激励，组织架构上设立事业部有望提升运营效率，公司明年的进一步恢复值得期待。

良品铺子：业绩符合预期，线上增速亮眼。公司收入和利润均实现双位数增长，业绩基本符合预期。分业态来看，Q3 线上同比+18.53%，增长亮眼，主要系京东自营平台增长较快。线下业务受渠道变革及经济疲软影响，短期增长受阻，门店数据端，Q3 单季度门店净增加 43 家，其中，新开门店 193 家，关闭门店 150 家，截至 2021Q3 底，公司门店数量为 2770 家，整体 Q3 关店仍较多，单店仍待恢复。展望后续，公司全渠道布局具备优势，深耕渠道有望持续带动业绩增长，规模优势下，盈利能力有望进一步提升，业绩有望具备高弹性。

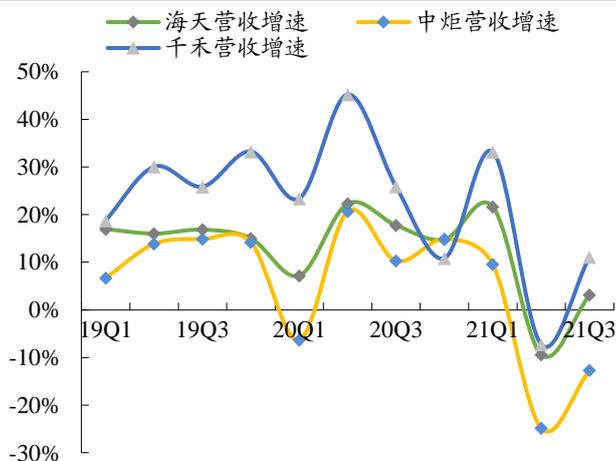
洽洽食品：Q3 营收利润均双位数增长，提价应对原材料涨价压力。公司单 Q3 恢复至双位数增长，经营环比改善明显，扣非归母净利润增速低于营收，主要系原材料价格上行及广告投放增加所致。公司于 10 月 22 日发布提价公告，Q4 毛利率价格支撑力预计较强。展望后续，瓜子品类持续推新契合年轻消费群体需求，渠道深耕下沉有望推动瓜子业务增长。坚果端，团购业务持续发力，商超、学校等特通渠道稳步推进，市占率有望进一步提升。

4. 调味品：需求逐步恢复，龙头提价带动板块

4.1. 行业复苏，各公司业绩环比改善

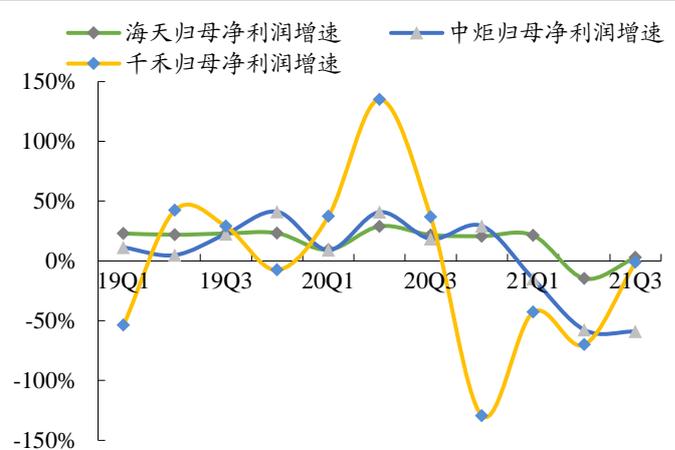
酱油品类上市公司营收和业绩增速环比改善。21Q3 社区团购对传统渠道的冲击减弱，海天、中炬和千禾等酱油品类上市公司营收和业绩环比改善。21Q3 海天/中炬/千禾营收同比分别为-12.7%/3.11%/11.08%，归母净利润同比-59.15%/2.75%/-1.17%。千禾渠道库存较低，21Q3 收入增速恢复至两位数。21Q3 海天收入恢复正增长，扣非净利润增速好于收入表现。海天提价缓解自身成本压力，也有望改善渠道利润，同时带动了其他公司的提价预期。

图 7：21Q3 酱油品类上市公司营收增速环比改善



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 8：21Q3 酱油品类上市公司业绩增速环比改善

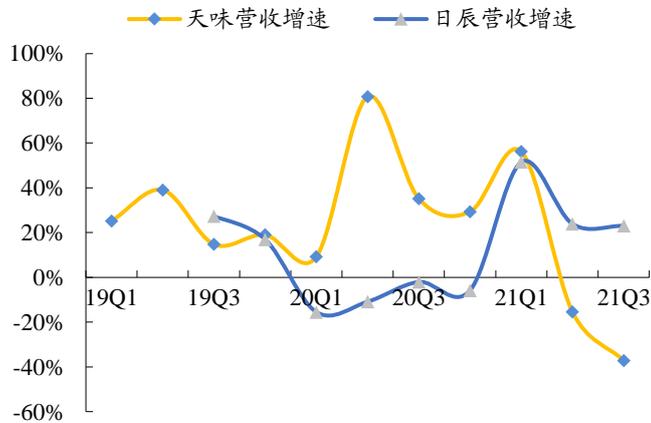


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

复合调味料 BC 端企业营收和业绩增速分化较大。21Q3 天味/日辰营收同比分别为-37.1%/23.0%，归母净利润同比-96.2%/-4.2%。21Q3 天味主动调整，降低目标，清理渠道库

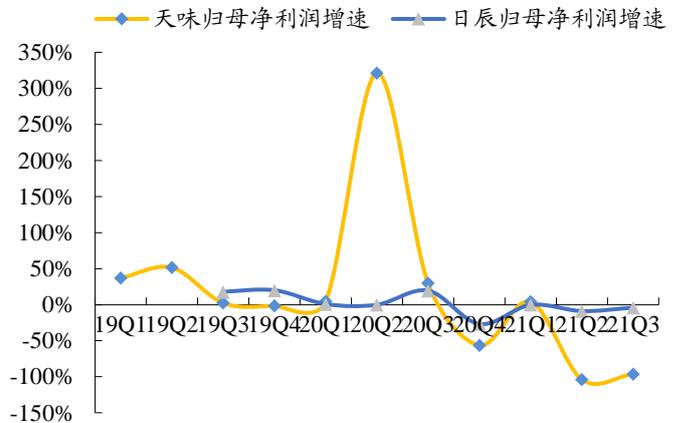
存。由于油脂、包材等原材料价格上涨，21Q3 毛利率继续承压。短期内市场需求仍然疲软，但是行业竞争情况有缓和，中小企业开始收缩。21Q3 日辰营收保持高增长，主要由于食品加工渠道恢复。由于 21Q3 局部地区疫情出现反复，收入增速环比略有下滑。

图 9: 21Q3 天味营收下滑，日辰保持增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 21Q3 天味和日辰净利润增速环比改善



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

21Q3 千禾味业和天味食品毛销差环比提升较多。由于消费需求疲软、原材料成本上涨、以及市场竞争等多种因素的影响，21Q3 多数调味品企业毛销差同比仍有下滑，但是相对于二季度千禾和天味促销力度减弱，毛销差环比改善。天味和中炬由于收入下滑，规模效应减弱，管理费用率有所提升。

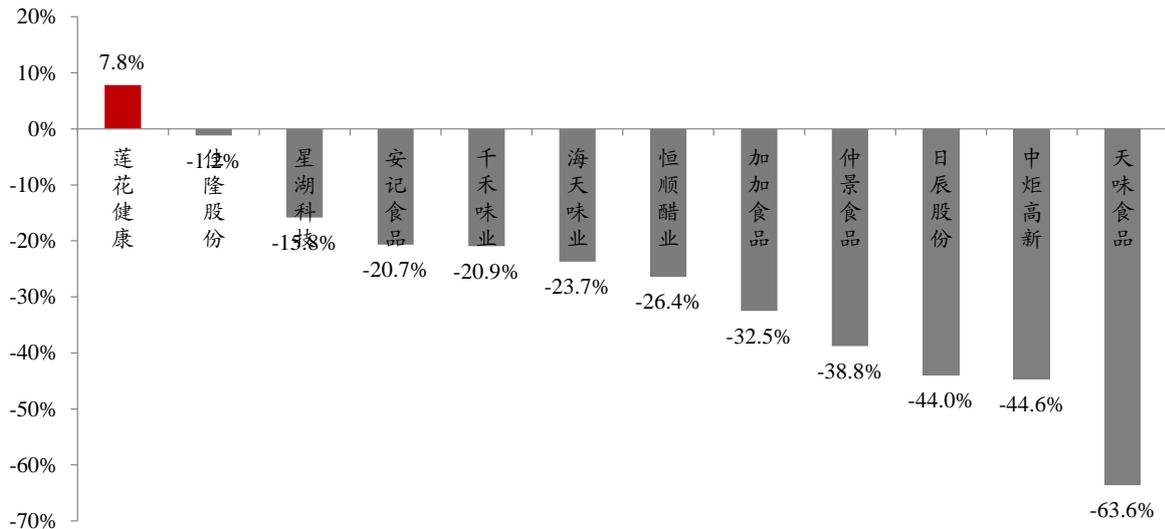
表 13: 千禾味业、天味食品等毛销差环比提升较多

		21Q3 毛销差	同比-pct	环比 21Q2-pct	21Q3 管理费用率	同比-pct	环比 21Q2-pct
海天味业	餐饮为主	31.2%	0.1	-0.7	1.8%	0.3	-0.1
中炬高新	商超为主	21.0%	-9.7	-3.6	7.2%	1.4	1.2
千禾味业	商超为主	22.7%	-4.3	9.2	2.9%	-0.6	-0.9
天味食品	传统流通渠道	9.7%	-16.4	7.7	6.0%	2.3	1.2
日辰股份	餐饮+食品加工为主	36.3%	-7	-1.5	6.6%	0.1	-1.7

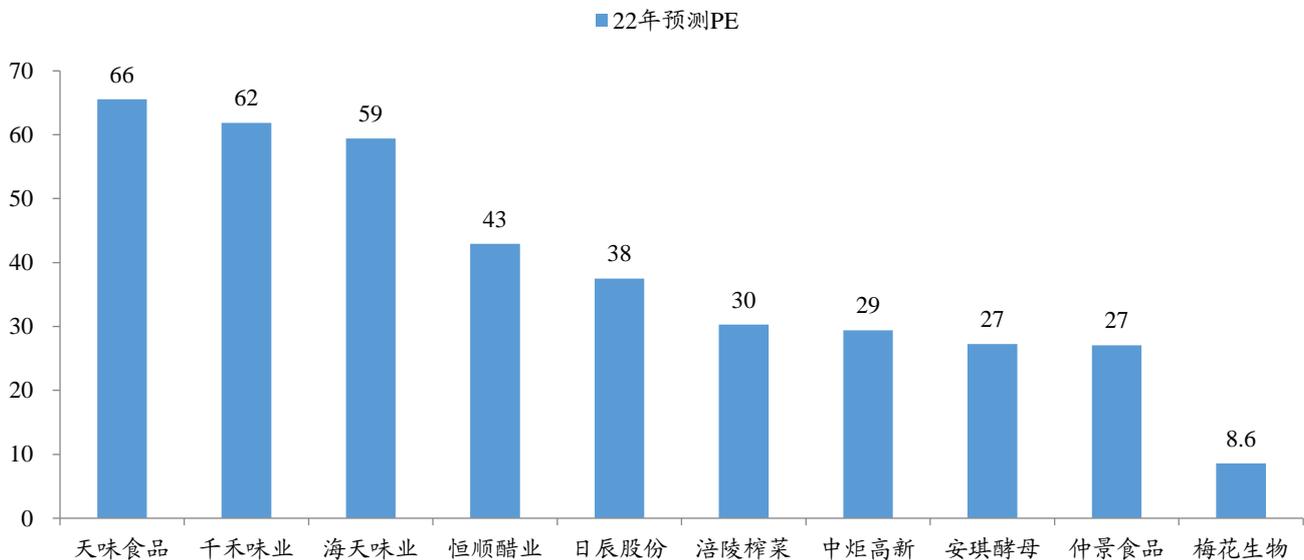
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

4.2. 投资建议及重点公司

在社区团购渠道扰动和原材料涨价的影响下，年初至今调味品板块股价整体回调较多。年初以来涨幅靠前的主要为莲花健康和佳隆股份等。海天味业作为调味品行业龙头，竞争优势明显。海天传出提价风声后，公司股价大幅反弹，同时也带动了千禾、中炬等。

图 11: 主要调味品企业股价回调明显


数据来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 截至 10 月 29 日

图 12: 调味品板块 22 年预测 PE 均值为 39 倍


数据来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 除千禾味业、天味食品、海天味业、日辰股份外, 其他公司采用 Wind 一致预测 注: 截至 10 月 29 日

重点公司:

海天味业: 收入恢复增长, 提价改善盈利预期。 21Q3 收入增长 3.11%, 环比二季度提升 12.5 个百分点, 我们预计由于社区团购渠道对传统渠道的冲击减弱, 终端需求有恢复。分产品来看, 21Q3 酱油/调味酱/蚝油分别增长 2.2%/-5.8%/5.1%, 调味酱收入增速放缓。分渠道来看, 21Q3 线上和线下渠道收入增长分别为 150.1%/0.4%, 线上渠道高增长由于基数较低, 线下渠道收入增速环比二季度提升 10.4 个百分点。21Q3 东部/南部/中部/北部/西部区域分别增长 2.7%/7.8%/2.8%/-3.4%/3.8%, 我们预计由于经销商调整和高基数压力, 北部区域收入继续下滑。21Q3 公司合同负债环比增加 4.7 亿元, 我们预计由于此前的提价风声, 经销商打款增加。21Q3 毛利率为 37.9%, 环比二季度提升 0.8 个百分点。21Q3 销售费用率 6.7%, 环比二季度提升 1.5 个百分点, 主要是由于促销费用增长。21Q3 毛销差 31.2%, 同比提升 0.1 个百分点, 变化幅度较小。管理费用率 1.8%, 同比提升 0.3 个百分点, 由于人工成本等增加所致。扣非净利率为 23.5%, 同比提升 1 个百分点。产品提价缓解成本压力, 改善盈利预期。

千禾味业：21Q3单季度营收增长好于预期，主要由于社区团购渠道对公司传统渠道的冲击减弱。21Q3收入增速为11.08%，环比提升18.3个百分点。一方面由于21Q3基数不高，另一方面随着国家的管控力度加大，社区团购渠道逐渐规范，其对于传统渠道的冲击也有所减弱。分区域，东部/南部/中部/北部/西部分别增长10.9%/-6.7%/25.4%/35.7%/11.1%，东部和西部等重点市场均有改善。分产品，酱油/食醋分别增长8.8%和26.2%。分渠道，经销/直销分别增长10.5%/21.2%，直销渠道增速环比提升28.6个百分点。经销商数量达到1,728家，Q3单季度增加141家。原材料高成本继续压制毛利率。21Q3毛利率为40%，同比下滑9个百分点，主要由于大豆、包材等原材料成本上升和运输费计入营业成本。销售费用率为17.2%，同比下降4.7个百分点。21Q3公司费用投放更加精准，销售费用支出有所收缩。由于广告费用减少，21Q3销售费用率环比下降10.2个百分点。由于费用控制得当，21Q3净利率达到14.1%，环比提升7.7个百分点。

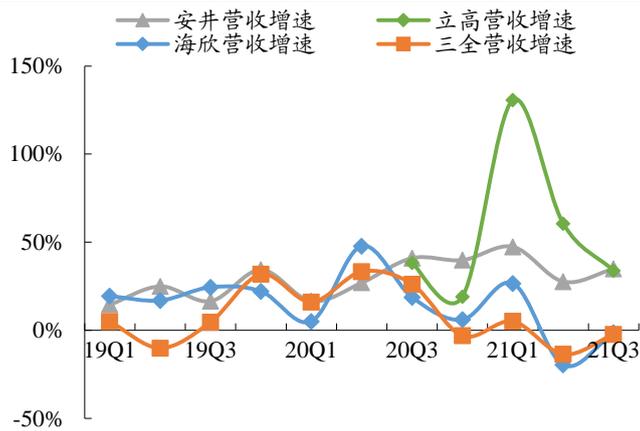
天味食品：21Q3营收和业绩表现不及预期，主动调整，降低库存。21Q3营收同比下滑明显，主要由于促销减少，渠道去库存。分地区来看，21Q3西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南营收增长分别为-16.0%/-65.9%/3.6%/-8.6%/-99.2%/-74.7%/-47.4%，华东区域表现较好，其他区域多有下滑。分品类来看，21Q3火锅底料营收下滑55.9%，中式菜品调料下滑27.6%。不辣汤系列以搭赠为主，对销售增长贡献较小。香肠腊肉调料作为21Q3公司重点推广的单品，单季度实现营收0.58亿元，贡献较大。分渠道来看，经销商/定制餐调/电商/直营商超/外贸营收增长分别为-41.6%/-10%/-5.4%/-69.6%/-15.3%。21Q3定制餐调业务业绩基数较高，收入明显放缓。利润率下滑主要由于原材料涨价，定制餐调占比提升以及规模效应减弱。21Q3毛利率为33.5%，同比下滑10.4个百分点，但是环比二季度提升2.8个百分点。毛利率下滑，主要由于（1）油脂、辣椒和包材等原材料价格上涨。（2）21Q3定制餐调营收占比14.5%，同比提升4.4个百分点，低毛利的渠道占比提升也拖累了整体的利润率水平。21Q2销售费用率为23.8%，同比提升6.1个百分点，主要由于广告费用增加，规模效应减弱。21Q2管理费用率6%，同比提升2.3个百分点，主要由于规模效应减弱。

日辰股份：疫情影响收入表现，经销渠道持续扩张。分渠道来看，21Q2食品加工/餐饮/商超/电商/经销商渠道收入增长分别为43.2%/3.8%/31.9%/-12.7%/42.6%。食品加工渠道增速加快，主要由于圣农等对外出口的需求恢复。受疫情的影响，21Q3餐饮渠道收入增速明显放缓。商超渠道收入增速较高，主要由于商超渠道流量回升。电商渠道在高基数下，收入有所下滑。经销渠道收入高增，截止2021年三季度末，公司经销商数量达到174家，较上年同期增加52家。产品结构变化和原材料涨价影响毛利率。21Q3毛利率为42.2%，同比下滑7.9个百分点，主要由于会计准则变更后运输费用计入营业成本、原材料涨价、以及产品结构变化。21Q3低毛利率的粉体类业务占比提升，对毛利率有一定拖累。21Q3销售费用率6.0%，环比二季度下滑0.9个百分点，主要由于收入规模增加，规模效应增强。21Q3管理费用率6.6%，环比二季度下滑1.7个百分点，也是由于规模效应。展望21Q4，我们预计管理费用率仍将会小幅下降。

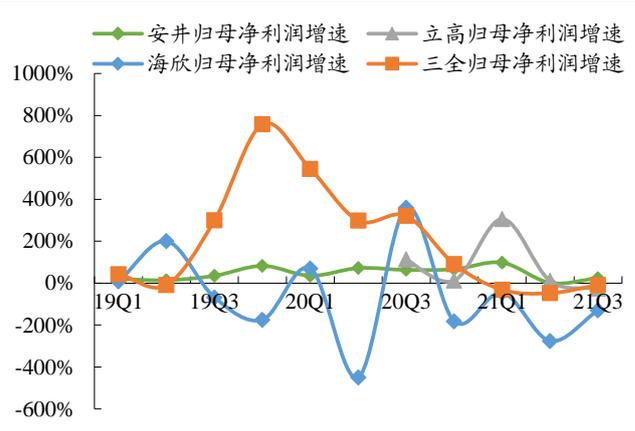
5. 速冻食品：商超渠道恢复，成本上涨影响利润

5.1. 龙头公司营收仍保持快速增长

行业调整期，龙头公司收入增长仍较为亮眼。安井作为行业龙头，BC渠道兼顾，竞争优势明显，在行业调整期公司营收仍保持较快增长。三全、海欣由于商超渠道占比较大，21Q3营收和业绩增速环比有改善。利润方面，由于促销费用投入加大，以及原材料涨价的压力，各公司业绩增速仍表现不佳。

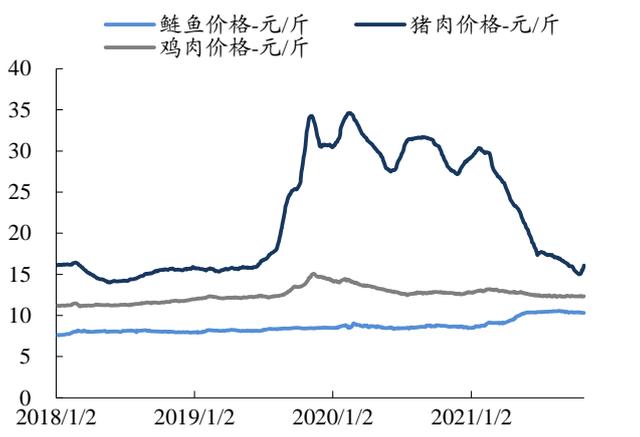
图 13: 21Q3 主要速冻食品公司营收增速环比改善


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 21Q3 主要速冻食品公司业绩增速环比改善


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

21Q3 鱼肉、面粉等原材料价格仍处于高位。肉类、面粉、油脂等是速冻食品的主要原材料，21 年鱼肉、面粉和油脂价格明显上涨。疫情之后速冻小厂恢复，当前速冻行业竞争态势仍较为激烈。短期成本上涨影响利润，但是安井已经采取措施，从 11 月开始减少促销、变相提价，我们预计下季度公司利润率有所改善。

图 15: 鱼肉和鸡肉价格趋于平稳，猪肉价格小幅反弹


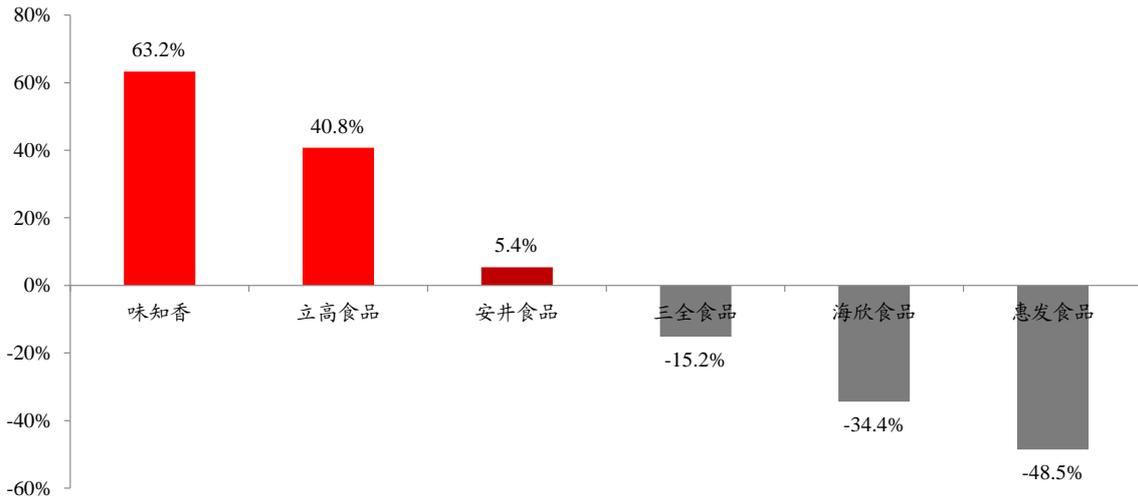
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 20 年开始面粉价格趋势上行

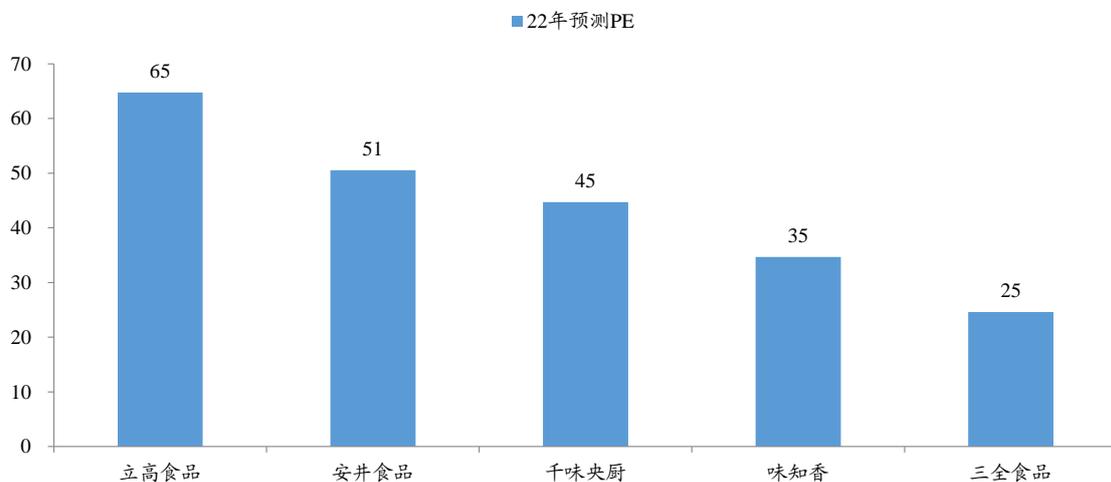

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2. 投资建议及重点公司

在高基数以及商超流量下滑的影响下，年初至今速冻食品板块股价整体回调较多。涨幅靠前的主要为味知香和立高食品等新股，安井食品和三全食品等速冻食品龙头业绩也出现明显下滑。展望 21H2，我们认为随着商超渠道逐步恢复，龙头企业有望环比改善。

图 17: 年初以来涨幅靠前的味知香、立高食品和安井食品


数据来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 立高食品和味知香为上市以来涨幅 注: 截至 10 月 29 日

图 18: 速冻食品板块 22 年预测 PE 分化较大


数据来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 除安井食品、立高食品外, 其他公司采用 Wind 一致预测 注: 截至 10 月 29 日

重点公司:

安井食品: 商超渠道增长恢复, 成本上涨影响利润。不考虑并表影响, 21Q3 公司收入增速约为 20%, 仍保持快速增长。分品类来看, 21Q3 面食制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品同比增长 24.9%/11.4%/23%/147.2%。肉制品增速放缓, 主要由于鲜肉价格下滑, 影响了消费者对肉制品的选择。菜肴制品大幅增长主要由于并表新宏业带来小龙虾销售增加、蛋饺系列、以及“冻品先生”的产品增量。我们预计 21Q3 锁鲜装增长约有 25%, 环比有明细改善。分渠道来看, 21Q3 经销商/商超/特通/电商同比增长 30.2%/23.9%/92.9%/258.4%。商超渠道收入增速明显回升。电商渠道高增长主要由于收入体量小, 以及消费习惯向线上转变, 增速较快。截止 2021 年三季度末, 公司经销商数量为 2,057 家, 不考虑并表影响, 环比二季度增长 90 家, 经销商数量持续增长。分地区来看, 21Q3 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区同比增速分别达 46.1%/49.1%/25.0%/23.5%/63.3%/89.2%/16.6%, 主要区域均维持快速增长, 华南和西南区域同比增速相对较低, 预计由于基数较高。原材料涨价和促销费用增加导致利润率下滑。21Q3 毛利率为 18.3%, 同比下滑 8.1 个百分点, 扣除运费影响, 主要由于油脂、蛋白类原材料涨价、人工成本增加、促销力度增加。菜肴制品由于采用 OEM 代工生产, 毛利率较低, 同时新并表的新宏业毛利率较低。其收入占比提升, 也对整体毛利率形成拖累。21Q3 管理费用率环比提升 0.7%, 主要由于人员工资上涨以及并表新宏业增加的

费用。由于公司对原持有的新宏业食品 19%的股权按照购买日的公允价值进行重新计量，21Q3 计提投资收益 0.8 亿元。公司所得税率下降主要由于新宏业从事农副产品初加工业务所得税率低，研发费用加计抵扣以及递延所得税。21Q3 公司净利率为 6.7%，同比下降 0.6 个百分点。21Q4 限电政策对公司规模效应有影响，一定程度也拖累了公司的利润表现。

立高食品：收入增长符合预期，原材料涨价和产品结构变化影响利润率。21Q3 收入维持高速增长，主要由于山姆商超渠道快速扩张、冷冻蛋糕和麻薯等储备产品放量。分品类来看，21Q3 冷冻烘焙/烘焙原料收入同比增长分别为 58.4%/6.4%。由于去年同期高基数，21Q3 烘焙原料收入增速明显放缓。挞皮与甜甜圈受制于产能紧缺，收入增速略低。冷冻烘焙产品快速增长，21Q3 收入占比达到 62.5%，终端需求依然旺盛。河南工厂部分产线已投入运作，21Q4 公司产能会有增长，将会收入有积极贡献。考虑到春节备货，我们预计 21Q4 客户需求依然旺盛。21Q3 毛利率为 33.6%，较同期下滑 9.7 个百分点，环比二季度下滑 1.8 个百分点，主要原因是：一是冷冻蛋糕等低毛利的产品占营业收入的比例上升；二是油脂、面粉等原材料价格上涨。21Q3 销售费用率为 14.2%，同比下降 2.2 个百分点，主要由于规模效应体现；环比二季度下滑 0.4 个百分点，由于 21Q3 展会费用减少。21Q3 管理费用率 4.5%，同比提升 0.7 个百分点，主要由于三季度计提了股份支付费用 778 万元。考虑到 21Q4 公司仍将计提股份支付费用和超额业绩奖励，我们预计 21Q4 管理费用率环比会有提升。

6. 行业观点

白酒板块：三季度，白酒板块整体表现优异，高景气度持续。高端酒更多依靠价格驱动业绩增长，高质量稳定发展。茅台开箱政策松动后，批价回落明显，舆论压力有所减轻，或有利于茅台价格进一步市场化；五粮液三季度控制发货节奏使得业绩不及预期，价盘的自我修复能力提高，批价小幅下降能带来快速放量，促进全年高质量完成双位数增长目标。次高端在酱酒热的带动下扩容明显，但优质酱酒产能有限，给予浓香酒一定的发展红利期，全国化次高端酒加快招商布局，区域名酒产品结构进一步提升，疫情后复苏势头不减，价量齐升逻辑清晰。汾酒全国化张力较强，在长三角、珠三角已形成一定的消费氛围，坚定向长江以南推进；舍得、酒鬼、水井坊保有一定的提价预期，叠加市场开拓，明年或有超越保底目标的表现。我们认为，当前各酒企全年业绩已基本锚定，市场开始考虑 2022 年估值问题，四季度股价仍有一定上行空间。

休闲食品板块：三季报披露结束，整体来看，Q3 休闲食品板块业绩环比有所恢复。洽洽、盐津铺子、绝味等公司营收端均恢复至双位数增长，但在消费疲软、疫情反复及零售渠道变革的影响下，大多数企业在利润端表现仍存在一定压力。但经过今年以来股价的调整，目前休闲食品板块估值逐步回落至合理的水平，在宏观环境通胀压力较大的情况下，消费品具备一定的抗通胀能力。整体来看，我们看好具备强供应链及渠道管控优势的绝味食品，主业渠道深耕仍大有可为，休闲卤味延伸至大卤味有望打造第二增长曲线，以及调整效果初显的盐津铺子。

调味品和速冻食品板块：21Q3 调味品板块业绩环比有改善，但在需求相对疲软、以及原材料成本上涨的压力下，业绩增速并未完全恢复。个股表现方面有差异，21Q3 千禾渠道库存低，收入增速恢复到两位数；海天收入恢复个位数增长，扣非业绩表现好于收入；天味清理渠道库存，收入下滑较大。海天提价之后，对板块有带动左右。展望 Q4，调味品板块仍将延续恢复趋势。速冻食品板块，在竞争激烈和成本上涨的压力下，21Q3 业绩表现仍较差。不考虑并表因素，21Q3 安井收入增速维持约 20%，但扣非净利润大幅下滑。随着商超渠道的恢复，安井锁鲜装产品已恢复增长，消费升级逻辑仍在。11 月公司开始收缩促销力度，我们预计下季度公司利润率将有所改善，仍看好安井食品。

7. 风险因素

茅台批价快速上涨，引起更大的舆论压力。

疫情反复风险：受境外病例输入及病毒变异、潜伏期变长影响，国内疫情时而出现反复，对居民消费活动产生限制。

食品安全风险：食品安全事故可能对公司乃至行业产生不利影响。

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。