

## 看好 21Q4 白酒板块行情，食品关注边际改善标的

### —— 食品饮料行业周报（2021年10月第5期）

#### 报告导读

白酒板块：近期盘面主要催化剂为 21Q3 酒企业绩交流信息反馈&经销商大会传递积极目标规划&潜在股权激励落地&渠道春节备货表现等，需关注高端及次高端酒配置的平衡性。推荐配置稳健性强的高端酒比如：贵州茅台、泸州老窖；推荐估值具性价比/业绩具备弹性的次高端标的，比如：古井贡酒、今世缘、舍得酒业、迎驾贡酒、水井坊等。

食品板块：虽然原材料价格上涨、限电、新兴渠道等因素对于板块内企业的业绩依旧持续产生影响，但 21Q3 食品加工板块业绩增速环比 Q2 持续改善，部分优质标的业绩拐点逐步显现，我们建议关注业绩边际改善标的，并继续维持两大投资主线：即食品工业化及新业务增加  $\alpha$  的标的。本周组合：盐津铺子、妙可蓝多、立高食品、千禾味业。

#### 行情回顾

10月25日~10月29日，5个交易日沪深300指数下跌1.03%，食品饮料板块下跌1.15%，白酒板块下跌幅度高于沪深300，跌幅为3.49%。具体来看，本周饮料板块青岛啤酒(+30.27%)、迎驾贡酒(+18.43%)涨幅相对偏大，而山西汾酒(-8.12%)、酒鬼酒(-7.95%)跌幅相对偏大；本周食品板块洽洽食品(+16.19%)、千禾味业(+16.13%)涨幅相对居前，而味知香(-16.95%)、仲景食品(-13.29%)涨幅相对居后。

#### 本周观点

##### 【白酒板块】：关注高端及次高端酒配置的平衡性

##### □ 板块回顾：三季报业绩为本周盘面主要催化剂

10月25日~10月29日，5个交易日沪深300指数下跌1.03%，食品饮料板块下跌1.15%，白酒板块下跌幅度高于沪深300，跌幅为3.49%。具体来看，迎驾贡酒(+18.43%)、口子窖(+4.59%)、洋河股份(+2.02%)涨幅居前，其中迎驾贡酒涨幅优秀主因21Q3业绩超预期(且具备较强延续性)；口子窖涨幅居前主因其估值具性价比&21Q3业绩优秀。总体来看，受市场情绪&业绩基本符合预期等因素影响，本周白酒板块表现平稳。

##### □ 21Q3 白酒板块业绩综评：高端次高端景气度延续，看好 21Q4 酒企表现

##### 结论端来看——

一、**高端、次高端酒景气度延续**。酒企利润增速普遍高于收入增速、主要大单品价格稳中上移同时销售额高增(比如21Q3国窖双位数增长；青花系列占比超40%；M6+收入增速超40%；内参收入翻番；洞藏系列在占比提升的同时内部结构实现升级；古20全年销售口径预计达20亿等)、预收款表现普遍优异(其中古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖、舍得酒业等酒企预收环比增长显著)均印证了行业结构升级趋势不改，虽然部分酒企(比如古井贡酒等)在报表端表现结构升级不及预期，但实际动销端均表现优异。今年维度来看，高端酒整体需求端强劲，次高端酒业绩具备高弹性高确定性。

#### 行业评级

食品饮料 看好

##### 分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002  
邮箱：mali@stocke.com.cn

##### 联系人：张潇倩

执业证书号：S1230520090001  
邮箱：zhangxiaolian@stocke.com.cn

##### 联系人：孙天一

执业证书号：S1230521070002  
邮箱：suntianyi@stocke.com.cn

##### 联系人：杜宛泽

执业证书号：S1230521070001  
邮箱：duwanze@stocke.com.cn

#### 相关报告

《立高食品：商超渠道快速起量，冷冻烘焙高速增长》(20211030)

《泸州老窖 21Q3 业绩点评报告：利润弹性持续释放，中档酒表现优秀》(20211028)

《山西汾酒 21Q3 业绩点评：青花延续高增，全国化加速》(20211028)

《重庆啤酒 21Q3 业绩点评：盈利显著提升，全国化开拓顺利》(20211028)

《巴比食品 21Q3 业绩点评：门店扩张加速，静待成本改善逻辑兑现》(20211028)

《千禾味业三季报点评：盈利能力底部已过，Q4 业绩有望加速修复》(20211028)

《迎驾贡酒 2021Q3 业绩点评：洞藏系列表现亮眼，经营拐点论印证》(20211027)

二、**内部分化进一步加剧**。在消费升级趋势下，高端、次高端酒基本面增速普遍优于三四线酒，同时次高端酒的高增下亦表现出不同增长特性（比如山西汾酒在产品与市场方面均展现出全面而强劲的势能，舍得酒业依靠招商+扩产品实现高速增长，酒鬼酒依靠内参系列驱动业绩，水井坊保持健康稳健速度落地高端化战略等）；区域酒方面，受益于安徽地区经济高速发展，21Q3 徽酒表现亦较苏酒突出。

三、**看好 21Q4 酒企基本面及盘面表现**。1) 基本面来看：21Q3 受去年基数较高、酒企发货及预收确认等问题影响，未出现明显超预期情况，但考虑到酒企预收表现优异（部分款将于后几个季度确认）、预计明年春节备货行情旺盛（春节早），21Q4 酒企基本面或将在较高基数下延续优异表现。2) 盘面来看：多家酒企将于 21Q4 发布新年度目标规划、营销改革举措+多家酒企（比如今世缘、古井贡酒等）潜在激励或将落地+春节渠道积极备货等均为 21Q4 盘面表现向好催化剂。

#### 财务端来看——

**收入端**：2021Q3 白酒板块实现收入 704.96 亿元 (+15.47%)，其中高端、次高端、区域酒、三四线收入增速分别为 11.21%、53.96%、18.49%、-0.35%，其中次高端酒收入增速表现最为优秀，主因占比较高的山西汾酒在保持 25.15% 的优秀增速下，酒鬼酒亦实现超 50% 的收入增速，高端酒仍延续稳健表现；

**净利润端**：2021Q3 白酒板块实现归母净利润分别为 246.24 亿元 (+15.92%)，其中高端、次高端、区域酒、三四线收入增速分别为 13.80%、55.18%、-0.03%、86.64%（洋河净利润受非经常性损益影响为负，区域酒中剔除洋河后净利润增速为 19.7%），次高端受益于结构升级持续，净利润端亦延续 21H1 高增态势。

**盈利能力端**：2021Q3 主要酒企受益于结构升级，盈利能力延续提升态势。2021Q3 白酒板块毛利率及净利率分别较去年同期增长 1.4、0.14 个百分点至 80.08%、34.92%。具体来看，迎驾贡酒、金种子、山西汾酒、洋河股份、酒鬼酒毛利率分别较去年同期增长 10.5、3.7、3.1、3.0、2.1 个百分点，共计 12 家酒企毛利率较同期实现增长（共 18 家样本酒企，下同）；青青稞酒、迎驾贡酒、水井坊、金徽酒净利率分别较去年同期提升 20.3、10.8、4.4、3.5 个百分点，共计 10 家酒企净利率较同期实现增长。

**费用投放端**：21Q3 酒企费用投放效率及管理能力的提升显著：销售费用率及管理费用率相较于去年同期下降 0.29、0.15 个百分点至 10.07%、5.95%，其中今世缘、水井坊、洋河股份及迎驾贡酒销售费用率均下降超过 5 个百分点，共计 14 家酒企销售费用率下降，洋河股份、青青稞酒、酒鬼酒销售费用率均下降超过 2 个百分点，共计 10 家酒企销售费用率下降。

**预收款端**：2021Q3 白酒板块合同负债+其他流动负债总额为 421.8 亿元，环比增长 19 亿元，其中洋河股份、古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖、老白干酒预收款分别环比增长 11.0、7.3、6.4、5.6、5.5、5.2 亿元，整体表现优秀。

#### 分层级来看——

一、**高端酒**：21Q3 高端酒经营层面表现稳健，但报表端（贵州茅台、五粮液）整体表现略低于预期，主因发货节奏问题，短期表现波动不改长期发展趋势。具体来看：

1) **贵州茅台**：量增不及预期使得业绩略低预期。2021Q3 营业收入同比增长 9.86%；2021Q3 归母净利润同比增长 12.35%。2021Q3 系列酒收入占比同比提升 3.5 个百分点至 13.63%（提价+结构升级）。今年三季度预计总体量增仍有限，受益于直营渠道占比提升+非标产品于一季度末实现提价+团购渠道加大非标产品发货+系列酒提价调结构（主导产品批价均实现高增，核心单品影响力不断增强），吨价稳步上移；

2) **五粮液**：报表表现略弱于实际终端动销表现。公司 2021Q3 营业收入同比增长 10.61%；归母净利润同比增长 11.84%。公司业绩略低于预期，我

们认为或因：1) 21Q3 公司发货量或不及预期，市场主要以消化库存为主（上半年公司发了较多七代五粮液货，因此实际投放量较报表端高）；2) 部分地区在水灾及疫情影响下，销售略承压。21Q3 净利润增速超收入增速，显示 21Q3 仍以价增为主，而吨价上行驱动力来自于出厂价为 999 的团购普五产品量增+经典五粮液量基本完成全年打款任务；系列酒则仍以量增为主；

3) **泸州老窖：中档酒表现优秀利润弹性释放。**21Q3 公司营业收入同比+20.89%；归母净利润同比+28.48%，利润端略超预期，主因结构升级、费用率下降，而收入增速不及利润增速主因公司在 8 月通过控货以维持渠道健康，库存降低后恢复正常发货。产品端来看，高档酒预计保持双位数增长；特曲及窖龄等中档酒产品在梳理渠道后重新发货，收入环比实现增长；二曲等低档酒进入调整期导致收入下滑。

**二、次高端酒：受益于区域加速扩张+产品矩阵不断完善，次高端酒业绩高增趋势延续，山西汾酒发展势头强劲；酒鬼酒内参延续翻倍增长；水井坊实现新财年开门红；舍得酒业加速扩张，具体来看——**

1) **山西汾酒：青花延续高增，全国化加速。**公司 21Q3 营收同比增长 47.81%；归母净利润同比增长 53.24%。利润高增主要源于产品结构稳步升级+市场加速拓展：21Q3 汾酒/系列酒/配制酒分别同比变动 +50.60%/+53.92%/-1.63%，其中汾酒收入占比达 92.50%（同比增长 1.81 个百分点），青花系列占比持续提升。青花 30 复兴版以稳价为重点，而青花 20 受益于品牌力持续提升叠加性价比突出，收入延续上半年高速发展态势；21Q3 省外收入占比提升 1.92 个百分点至 58.21%，其中长江以南地区实现翻倍增长，河南等 10 亿级别市场亦实现稳健增长

2) **酒鬼酒：内参酒鬼双轮驱动，全国化进程加速。**2021Q3 营业收入同比增长 128.66%；归母净利润同比增长 43.43%；扣非净利润同比增长 131.63%（2020Q3 因诉讼赔款确认 5341 万非经常税后收益）。21Q3 收入实现高增，主因：1) 公司销售确认节奏前移；2) 21Q3 内参收入增速预计翻番（收入占比预计约为 30%）叠加酒鬼系列延续强势发展势头（由于酒鬼系列 2020 年处于调整状态，因此 21 年增速表现尤为亮眼，预计 21Q3 收入占比将超 60%），其中销售费用率环比 21H1 提升 7.12 个百分点，主因公司兑现销售团队薪酬奖励+计提部分员工奖金+旺季促销。

3) **舍得酒业：利润略不及预期，预收款表现靓丽。**2021Q3 收入同比增加 64.84%；归母净利润同比增加 59.65%，业绩延续前期的超高速发展态势：2021Q3 中高档酒（舍得、沱牌天曲）、低档酒收入分别同比增长 62.67%、353.89%，其中低档酒收入占比同比提升 8.82pcts 至 14.59%（为毛利率下降原因之一），较多的开发产品为低端酒收入提升重要驱动力，双品牌战略初显成效。新增经销商迅速扩张（21Q3 共有经销商 2177 家，较 2020 年年末增加 416 家）+老经销商回转加快+价格稳定为公司短期业绩重要驱动力。

4) **水井坊：轻装迎来新财年开门红，利润表现优异。**21Q3 营收同比+38.93%，归母净利同比+56.27%。受益于高端化战略落地、21Q1-2 控货下，21Q3 开始补库存，公司实现新财年开门红，结构升级显著（以水井坊品牌为主的高档产品收入 15.60 亿元，同比+39.59%，占比 98.42%，毛利率 86.10%，同比+1.37 个百分点）。

**三、区域酒：整体分化加大，徽酒业绩普遍表现较为优异，其中古井贡酒因预收确认问题，本季度部分业绩预计将于下季度释放；口子窖兼香 518 新品贡献收入；迎驾贡酒受益于洞藏系列放量业绩超预期；洋河 M6+增速超 40% 驱动业绩稳定增长；今世缘四开顺利换代升级中，具体来看——**

1) **古井贡酒：表现结构下移，预收暗含未来高增。**21Q3 公司营业收入同比+21.37%；归母净利润同比+15.09%；2021Q3 公司整体业绩稳健增长，其中利润增速低于收入增速主因：为完成全年目标，公司对古 5 等非高价产品款进行确认；为进一步挺价，对古 8 及以上产品进行控货导致高价产品款项确认较少，因此在报表端呈现出利润(+15.09%) 低于收

入增速(+21.37%)、毛利率及净利率子在销售费用率下降背景下,仍小幅回落。与此同时,预收暗含未来高增逻辑。

- 2) **口子窖:新品上市贡献收入,业绩符合预期。**2021Q3 收入同比增长 24.02%;归母净利润同比增长 22.70%。21Q3 业绩整体表现优秀,原因之一为 5 月上市的新品兼香 518 (500 元价位带) 打款于 21Q3 开始确认,当前发货预计 20 万箱(预计贡献超 4 个亿收入),而高端酒收入占比下降或因口子 5/6 年等产品收入下滑(为盈利能力略降主要原因),由于 21 年上半年公司通过控货形式进行渠道改革,因此 21Q3 部分经销商进行补货,库存始终保持低位健康水平。
- 3) **迎驾贡酒:洞藏表现亮眼,经营拐点论印证。**21Q3 公司营业收入同比 +27.00%;归母净利润同比+86.23%。21Q3 公司净利润表现超市场预期(21Q3 毛利率、净利率分别同比提升 10.49、10.78 个百分点,主因:1)洞藏系列强势崛起:2021Q3 中高档白酒收入占比同比提升 8.26 个百分点至 71.47%,其中洞藏系列收入占比已达 40%,洞 9 及以上产品占洞藏系列比已达 50%;2)已进入从渠道推力至消费拉力阶段:21Q3 销售费用率、管理费用率分别同比下降 3.09、0.66 个百分点。
- 4) **洋河股份:扣非符合预期,逻辑持续验证。**2021Q3 公司收入、归母净利润、扣非净利润分别为 63.99、15.51、16.82 亿元,分别同比变动 16.66%、-13.10%、22.95%。收入增速环比下降主因江苏省内爆发疫情,对天之蓝的升级换代及主要产品动销均造成一定影响。21Q3 扣非净利润增长 22.95%(符合预期),主因公司结构稳步升级叠加费用控制能力较强,而净利润增速不及预期主因公允价值变动收益发生额下降(系交易性金融资产产生的公允价值变动收益减少所致)。
- 5) **今世缘:V 系列省外超预期,激励或加速增长。**2021Q3 营业收入同比增加 15.76%;2021Q3 归母净利润同比增加 23.82%。受 7 月疫情影响,Q3 收入增速环比放缓,其中特 A+类销售占比较去年同期提升 0.44 个百分点至 68.38%,结构升级趋势未改。销售费用率恢复正常,盈利能力显著改善。

**总体来看:**从前三季度来看,高端及次高端酒仍维持较高景气度,季度增速普遍环比降速主因去年基数问题,总体来看,在消费升级趋势不可逆背景下,利润增速高于收入增速为大趋势。虽然近期市场情绪受消费税等事件干扰,但短期干扰不改长期发展趋势,需关注高端及次高端酒配置的平衡性。

#### □ **数据更新:本周贵州茅台批价表现稳定,整体库存表现健康**

**贵州茅台:**飞天散瓶批价约为 2650-2850 元,价格下行显著;**五粮液:**批价约为 970-1000 元,其中部分地区批价已过千元;**泸州老窖:**批价约为 900-930 元,主要地区当前回款表现亮眼。

#### □ **投资建议:关注高端及次高端酒配置的平衡性**

近期盘面主要催化剂为 21Q3 酒企业绩交流信息反馈&经销商大会传递积极目标规划&潜在股权激励落地&渠道春节备货表现等,需关注高端及次高端酒配置的平衡性。推荐配置稳健性强的高端酒比如:贵州茅台、泸州老窖;推荐估值具性价比/业绩具备弹性的次高端标的,比如:古井贡酒、今世缘、舍得酒业、迎驾贡酒、水井坊等。

## 二、【食品板块】:关注 Q3 业绩出现拐点或边际改善标的

### □ **板块回顾:食品板块本周继续上涨**

**板块涨幅方面:**食品加工板块上涨 3.99%,其中调味品板块下跌 1.59%,乳品板块上涨 6.25%,肉制品板块上涨 3.16%,食品综合板块上涨 6.85%。

**个股涨跌方面:**青岛食品(+31.82%)、洽洽食品(+16.19%)、千禾味业(+16.13%)涨幅处于板块前三。肉制品板块中得利斯(+14.29%)、龙大肉食(+6.68%)、双汇发展(5.06%)领涨;调味品板块中千禾味业

(+16.13%)、日辰股份(+4.66%)、天味食品(+4.55%)涨幅较大；乳品板块伊利股份(+7.80%)、庄园牧场(+1.11%)、光明乳业(+1.09%)领涨；食品综合板块整体涨幅较大，其中青岛食品(+31.82%)、洽洽食品(+16.19%)、盐津铺子(+15.63%)领涨。

#### □ 当前观点：三季报披露完毕，建议关注出现拐点或业绩边际改善标的

当前，三季报已经全部披露完毕，整体来看 21Q1-Q3 食品加工板块收入增速为 6.96%，归母净利润增速为-5.61%；其中调味品/乳品/食品综合子板块的收入增速分别为 1.57%、17.05%、12.65%；归母净利润增速分别为-11.65%、37.59%、-13.80%。21Q3 单季度食品加工板块收入增速为 1.38%，归母净利润增速为-15.60%；其中调味品/乳品/食品综合子板块的收入增速分别-2.79%、9.45%、11.3%；归母净利润 Q3 增速为-19.54%、19.22%、-9.86%。食品加工板块利润端增速环比 Q2 降幅略有缩窄，但原材料价格上涨、限电、新渠道分流等因素仍对于食品板块企业的业绩产生一定影响。以下是各细分板块的总结及观点：

**1) 调味品板块：**调味品三季报情况相对一般，环比二季度有改善，但是改善程度不明显，因为现阶段行业需求尚未出现显著改善，板块还是偏左侧。需积极关注需求变化等待行业最终拐点，具体观察指标为：宏观方面为社零餐饮数据好转、商超客流改善，消费者信心指数变化等，微观为每月动销与库存变化。

近期渠道跟踪来看，海天确定 11 月份执行新的价格，海天本轮提价利好主要体现在明年，明年海天量价齐升为大概率事件，收入端有望重回 15%水平，利润增速有望高于收入增速。其他竞品尚在观望中，行业今年完成提价的概率很小，我们建议关注明年调味品布局机会。

**2) 乳品板块：**乳制品企业细分行业龙头业绩表现俱佳，受原材料成本上涨影响，行业竞争格局趋缓，主要公司盈利能力改善。妙可蓝多低温产品增速平稳，常温产品上线，开启新一轮铺货周期，第二增长极节奏加快，看好妙可蓝多奶酪行业龙头地位夯实和市占率进一步扩大；伊利股份三季报业绩超预期，龙头地位稳固，拟战略入股澳优布局高端乳制品市场，开拓新增长点；三元股份前三季度同比大幅扭亏，三季度利润增长稳健。展望四季度，看好奶酪龙头妙可蓝多低温奶酪棒继续平稳增长，常温奶酪棒节奏加快，建议逢低布局；同时乳制品龙头伊利股份的配置机会。

**3) 休闲零食板块：**21Q3 休闲零食板块收入同比增长 5.71%，归母净利润同比下降 11.29%。由于受到去年高基数，原材料价格持续上涨和社区团购等对于传统商超渠道的客流和价格体系的影响，休闲零食板块 21 年表现整体承压，但 Q3 环比二季度有所改善，主要系部分公司针对渠道变革积极进行战略调整和转型，成效初显；或针对原材料价格的持续上涨进行产品提价，后续能够较大程度缓解成本端的压力，增厚渠道和厂商利润水平，业绩有望边际改善。

结论：伴随外部需求的逐步修复，以及各公司采取的积极应对措施，拥有较强渠道优势或产品优势的标的能够快速恢复，部分公司拐点已现。当前休闲零食板块整体估值处在历史低位，建议选取优质标的布局，如盐津铺子、洽洽食品。

**4) 烘焙及原料板块：**21Q3 烘焙及原料收入同比增长 10.71%，归母净利润同比下降-1.61%，利润端环比 Q2 略有下滑，主要系：原材料价格上涨带来较大成本端的压力；限电及部分标的产能受限影响业绩水平。疫情后，烘焙行业需求快速恢复，且受益于茶饮、餐饮等新渠道的出现，行业规模快速增长；与此同时，受益于食品工业化的快速发展，冷冻烘焙等新赛道快速发展，下游品牌对于能够提供稳定的“量”，以及优秀的“质”的供应商日益看重，优质企业有望持续提升市占率。

结论：我们继续看好烘焙原料板块的发展，尤其看好冷冻烘焙蓝海赛道。当前行业需求持续提升，供不应求，能够产期稳定进行产能释放、具备渠道和产品优势的企业有望持续扩大规模，具备长期投资价值，推荐立高食品等标

的。

**5) 速冻板块:** 进入下半年, 速冻企业整体受到去年下半年高基数和三季度成本上升影响。安井食品 Q3 营收持续高速增长; 千味央厨因 B 端业务提前锁成本 Q3 受成本影响有限, 大 B 客户业务持续高速增长, 带动业绩高增; 三全食品三季报业绩承压, 但公司进行渠道改革, 预计将带来更高的业绩弹性。展望 Q4, 安井或带头以减促销方式部分提价, 同时我们看好布局预制菜业务的速冻龙头安井食品的第二增长曲线, 建议逢低布局; 积极关注千味央厨, 三全食品的配置机会。

**6) 卤制品板块:** 卤制品连锁板块三季度总体上呈现营收承压态势, 增速环比 Q2 有所下行。这主要是受到消费不振、疫情反复等负面因素所导致的客流量下降及开店节奏放缓的负面影响所致。板块龙头绝味食品逆境中展现十足韧性, 主营业务保持双位数稳健增长, 同时第二增长曲线开花结果, 实现投资收益和对外赋能业务双开花。展望 Q4, 我们期待消费复苏和外因干扰逐步减弱后各家卤企迎来的业绩反弹机会。继续看好板块龙头绝味食品, 鸭脖业务保持稳健增长, 第二增长曲线路径进一步确认。

**针对当前食品板块表现, 我们认为:** 当前食品数据持续恢复, 餐饮收入由负转正, 而部分品牌由于原材料及生产成本上涨, 在销售旺季涨价, 伴随三季报进入密集披露期, 应继续把握我们持续推荐的投资主线:

**1) 食品餐饮工业化投资主线:** 当前终端品牌对于优质供应商的需求持续提升; 同时伴随行业的快速变化, 对于供应商的研发能力、生产效率、生产稳定性等提出了更高的要求; 由此在当前工业化替代的背景下, 能够提供稳定质量和大规模产量的供应商及中央工厂更加得到品牌青睐, 由此我们建议持续关注: 爱普股份、立高食品、千味央厨、安井食品等标的。

**2) 估值调整逐步到位, 新业务增加  $\alpha$ :** 伴随前期部分板块估值调整到位, 当前估值具备一定吸引力; 同时面对渠道变革, 部分公司积极进行调整, 我们认为当前应积极寻找通过新业务突围的标的, 如妙可蓝多的常温奶酪棒和低价零添加的千禾味业等, 建议持续关注: 妙可蓝多、千禾味业。

**本周食品板块组合: 盐津铺子、妙可蓝多、立高食品、千禾味业。**

## □ 调味品板块: 千禾味业、海天味业、日辰股份

**千禾味业: 收入增速环比改善, Q4 业绩有望加速修复**

**1) 社区团购冲击走弱, 高鲜产品贡献提升:**

21Q3 公司收入及净利润增速分别为 11.1%、-1.2%, 业绩基本符合预期。21Q3 收入端增速环比改善, 主因为:

①社区团购冲击走弱: 21H1 社区团购平台对商超造成分流, 公司核心商超渠道为主(预计占比 70%+) 受到一定程度冲击。Q3 以来国家对社区团购平台管控趋严、社区团购平台补贴明显降低、商超渠道客流逐步回暖, 公司商超渠道动销加速, 库存降至 1.5 个月正常水平;

②高鲜产品贡献提升: 21Q3 酱油/食醋(占比 62%/18%), 收入分别为 2.9 亿/0.9 亿, 同比+8.8%/+26.2%, 核心酱油品类实现稳健增长, 其中高鲜酱油占比预计达 60%以上, 有效拉动收入端增长, 食醋品类增速也有显著改善。

**2) 外埠市场重点突破, 全国扩张势头不减:**

行业调整期, 公司在西部大本营地区继续渠道深耕, 外埠市场重点突破, 全国化扩张势头不减。

①西部大本营渠道深耕: 21Q3 西部大本营市场收入 1.6 亿元(占比 35%), 同比+11.1%, 大本营地区前三季度拖累公司大盘增长, 但公司在西部地区持续加密经销商, 前三季度净增 239 家(占新增经销商数量的 41%), 渠道管控力在不断强化, 未来将有效支撑公司本部收入提速;

②外埠市场重点突破：21Q3 外埠市场东/南/中/北收入 1.4/0.4/0.5/0.8 亿元（占比 31%/9%/10%/17%），同比+10.9%/-6.7%/+25.4%/+35.7%，外埠市场整体同比+14.5%，占比环比提升 11pct 至 66%。外埠市场发展策略因地制宜，其中东部与北部商超渠道较为强势的市场，已着手有序推进传统渠道布局。

### 3) 盈利能力底部已过，费用管控净利回升：

①盈利能力：21Q1-3/单 Q3 毛利率分别为 41.4%/40.0%(-8.0pct/-8.9pct)，将运费与包装费还原至销售费用后，毛利率仍然承压，主因为黄豆、包材等成本持续高位运行；21Q1-3/单 Q3 净利率 9.7%/14.1%(-15.5pct/-1.7pct)；

②费用端：21Q1-3/单 Q3 销售费用率分别为 26.5%/27.4%(+5.9pct/+5.7pct)，前三季度主要源于公司加大电视广告投放力度(21 年近 1 亿广告费用主要确认在 H1)，导致促销宣传及广告费用同比增幅较大。Q3 后公司广告费投放回归正常，毛销差环比显著改善，管理/研发/财务费用率基本保持稳定，费用管控下净利率回升。

### 4) 超预期：成长路径清晰，产品结构与渠道开发或超预期：

短期：随着行业进入提价周期，叠加下游需求逐步回暖，调味品行业已经走出至暗时刻。公司自 Q3 以来积极调整，拥抱社区团购渠道、渠道积极扩张、开发新品、费用投放边际缩减，我们认为公司 21Q4 业绩将加速改善；

中长期：我们看好公司晋升至行业第二梯队头部企业，公司成长路径清晰，产品结构或超预期：①产品结构：公司产品开发极具战略前瞻性，同时执行上积极灵活，千禾作为行业挑战者，成功通过差异化的“零添加产品+商超渠道”策略突出重围，崛起于西南并开启全国化之路；“千禾=零添加”符号深入人心，在此基础上推出极具性价比的平价零添加产品，价格带对标主流高鲜酱油，有望更广的承接消费升级人群，加速零添加品类放量；②渠道开发：外埠市场渠道策略因地制宜，针对不同发展阶段的外埠地区，渠道策略灵活调整，起步期市场主打“商超+零添加”，稳定期市场重心转向发力传统渠道，成熟期市场持续进行渠道精耕。我们认为公司不断丰富渠道结构，提升运营效率和渠道竞争力，未来渠道扩张和下沉的空间仍然较大。

### 海天味业：业绩符合预期，提价落地盈利能力有望加速改善

#### 1) 社区团购冲击走弱，增速环比改善：

21Q3 收入端增速环比改善较大，主因为：

①社区团购冲击走弱——21H1 社区团购平台对线下渠道造成分流，公司核心传统渠道受到一定程度影响。Q3 以来国家对社区团购平台管控趋严、社区团购平台补贴明显降低，同时公司已有与社区团购平台完善的合作框架避免渠道乱价，公司线下各渠道动销环比有所加速；根据渠道调研，9 月份以来终端动销已有相对明显的改善趋势，预计随着旺季来临，需求将会有所改善，公司收入端有望提振。

②小品类贡献提升——21Q3 三大主品类酱油/调味酱/蚝油（占比 60%/10%/20%）收入分别为 31.7 亿/5.3 亿/10.6 亿，同比+2.2%/-5.8%/+5.1%；21Q3 小品类（醋、料酒等产品为主）实现营收 5.5 亿，同比增长 5.1%，呈现较好发展势头，同时新品类逐步进入海天全国化渠道，未来将不断为公司为贡献收入。

#### 2) 渠道网络加速布局，提价梳理渠道利润：

我们认为公司在行业调整期，积极聚焦于渠道网络效率提升，同时 9 月份以来开始着手提价以梳理渠道利润，将为行业复苏时公司加快改善打下良好基础，具体来看：

①渠道网络效率提升——21Q3 东/南/中/北/西部收入分别 +2.7%/7.8%/2.8%/-3.4%/3.8%，经销商减少 4 家至 7403 家，东/南/中/北/西部分别净增 3/40/4/-57/6 家。公司东/南/中部区域稳健增长，经销商步调与公司保持一致，北部区域竞争较为激烈且受疫情反弹影响较大，报告期

内公司加快对北部区域经销商调整（如淘汰实力较弱经销商），整体来看全国渠道网络效率不断提升。

②提价梳理渠道利润—现阶段公司渠道各级利润均处于历史低位，经销商进货意愿度较低，公司9月底口头宣布提价，10月底正式发文提价，公司通过提价维护经销商合理利润以保证海天渠道网络稳定，根据调研，渠道各环节积极备货。我们认为公司在本轮行业调整期进行大规模压库存来占用经销商资金，将有效挤压小厂生存空间及部分竞品市场，有利于加速提升自身市场份额。

### 3) 成本持续上行至利润承压，预收与现金流环比改善：

①盈利能力——21Q1-3/单 Q3 毛利率分别为 38.9%/37.9%，同比-3.4pct/-3.0pct，主要是受原材料成本上涨影响（包材、大豆等高位运行超过 12 个月），但是公司主动进行内部挖潜及控费，一定程度对冲了成本端上行的压力，报表反映出公司成本控制能力显著优于同业；21Q1-3/单 Q3 归母净利率为 26.2%/23.9%，同比-0.6pct/-0.1pct。

②费用端——费用率方面，21Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-3.0pct/+0.3pct/+0.02pct/-0.8pct，我们预计主因系 Q3 广告费于市场促销费用收缩。

③预收&现金流改善——预收端来看，21Q1-Q3 预收款（合同负债+其他流动负债）分别同比-1.5%/-8.8%/7.3%（预收占比收入 19%/22%/28%）；21Q1-Q3 经营性现金流净额分别同比-130%/67%/43%。

### 4) 未来看点：

我们长期看好公司逐步成为平台型公司，公司在巩固传统三大品类的基础上创新发展新品类（醋/料酒/复合调味料），产能持续扩张。整体来看，今年为公司三五计划（再造一个海天）中期，公司总体增长目标稳健，实现路径清晰，为国内调味品行业中最具备平台化潜力的公司。我们认为海天本轮提价利好主要体现在明年，明年量价齐升为大概率事件，收入端有望重回 15% 水平，利润增速有望高于收入增速。当前行业基本面拐筑底，未来需求回暖行业拐点有望逐步，建议把握布局机会。

**日辰股份：股权激励绑定核心骨干，长期看公司有望持续享受餐饮连锁化红利**

### 1) 收入端—餐饮端增速有所放缓，客户开发稳步推进：

21Q1-3 收入 2.4 亿元（同比+30.4%/较 19 年+19.1%），收入基本符合预期，拆分来看：

①分产品：酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂实现收入分别为 1.8 亿/0.6 亿/0.04 亿，分别同比+28.0%/41.1%/4.4%；

②分渠道：直销客户为 2.2 亿，同比+27.0%，其中食品加工企业/餐饮企业分别实现收入 1.04 亿/0.98 亿元，分别同比+31.0%/+38.1%，Q3 受到疫情反复的影响，公司 B 端增速有所放缓，但客户开发稳步推进，预计随着下游餐饮不断回暖，将为公司有效贡献增量；经销商渠道实现收入 0.2 亿，同比+83.5%，公司经销商数量达到 174 家，较上年同期增加 52 家；

③分区域：21Q1-3 华北/华东/其他区域收入 0.5 亿/1.7 亿/0.3 亿，分别同比+12.3%/40.1%/14.8%，大本营华东地区收入增长较快，拉动公司大盘增长，其他区域仍在培育。

### 2) 利润端—成本持续上行，短期盈利能力承压：

①盈利端：21Q1-3/单 Q3 毛利率分别为 43.4%/42.2%（-5.8pct/-7.9pct），主因为原材料成本持续上行，叠加运输费用计入营业成本影响，同时低毛利的食品加工业务占比有所提升，短期毛利率端承压；21Q1-3/单 Q3 净利率 23.6%/23.9%（-8.7pct/-6.8pct）。

②费用端：21Q1-3/单 Q3 销售费用率分别为 6.3%/6.0%（-0.5pct/-0.9pct），21Q3 管理费用率/财务费用率同比分别+0.1pct/2.0pct。



### 3) 股权激励绑定核心骨干, 彰显长期发展信心:

公司同时重启股权激励, 拟向 35 名中高层管理及核心骨干人员授予权益总计 138.63 万份 (占公司当前总股本的 1.41%)。股权激励解锁条件为, 以 21 年业绩为基准, 22-24 年收入或者利润 (满足其中一项即可), 保底/完全解锁目标 CAGR 分别为 22.5%/30%, 行权价格为 42.5 元。

### 4) 未来看点:

公司作为专业复合调味料解决方案提供商, 长期看公司有望持续享受餐饮连锁化率提升红利。未来 3 年内将深耕 B 端客户, 提升公司规模。跟据调研, 当前国内拥有 200 家以上连锁门店的餐饮客户约 3000 家, 公司目前仅开发不足 200 家, 当前连锁餐饮行业“去厨师化”趋势明显, 公司“产品力+开发能力”将支撑公司有效开发连锁餐饮客户, 提升市占率, 公司有望持续享受餐饮连锁化率提升红利。

## □ 休闲零食: 盐津铺子

### 盐津铺子: Q3 利润有负转正, 未来进入业绩上行区间

**观点:** Q3 公司快速调整, 在限电背景下, 业绩仍企稳回升, 利润由负转正, 公司聚焦深海零食等核心大单品, 年底有望迎来新品快速上量, 后续进入业绩上行区间。

**市场预期:** 市场认为盐津作为渠道型公司, 受到商超不景气的影响较大, 业绩进入瓶颈期。

**我们的预期:** 我们认为公司通过快速灵活调整渠道, 积极进行战略转型, 用不同产品组合覆盖全渠道, 效果逐步显现: 精准调整商超中岛的投放方向和级次, 加速渠道下沉; 同时, 针对产品力突出的品类打造定量装产品, 进入更多新兴渠道。

## □ 卤制品板块: 绝味食品、煌上煌

### 绝味食品: 压力下营收显韧性, 美食生态圈投资迎丰收季

**事件:** 绝味食品发布三季度业绩, 21Q1-3 累计实现营收 48.47 亿元, 同比增长 24.74%; 归母净利润 9.64 亿元, 同比增长 85.39%。其中 21Q3 单季度营业收入及净利润分别为 17.03/4.62 亿元, 同比增长 15.67%/88.16%, 对应 21Q1-3/21Q3 的 EPS 为 1.58/0.76 元。

### 三大因素扰动营收, 重压之下展现韧性

公司 21Q3 单季度营业收入为 17.03 亿元, 增速环比一、二季度有较明显放缓至 15.67%。我们判断增长压力主要来自三大方面: **1) 同期营收为此前历史最高水平。** 受益于 20 年上半年公司逆势开店 1104 家对下半年营收的铺垫作用, 叠加疫情得到初步控制后的门店逐步复苏, 20Q3 营业收入达 14.72 亿元, 为今年以前的历史单季度最高营收, 存在一定的高基数效应; **2) 消费仍处修复阶段。** 根据国家统计局三季度经济数据, 餐饮收入同比 20 年增长 29.8%, 较 19 年同期下降 1.2%, 餐饮消费规模仍未完全修复。此外, 7 月份以来消费者信心指数呈现持续下行趋势, 预测门店销售承压; **3) 不可抗因素干扰严重。** 在疫情反复、多地洪灾及工厂限电三大不可抗因素影响下, 21Q3 西南/西北/华中/华南/华东/华北/海外实现营收 2.4/0.1/4.7/3.6/3.5/1.9/0.4 亿元, 同比增长 10%/29%/16%/29%/6%/14%/23%。其中对营收贡献较大区域如华东及华南增速环比 21Q2 放缓较明显, 判断为疫情影响下的高势能渠道受损严重。三重压力下, 公司仍交出一份稳健的营收表现实属不易。展望四

季度，随着外 因的扰动程度逐步减弱，营收表现有望出现回升，继续锚定全年增长目标。

### 美食生态圈投资迎丰收季，绝配收入表现亮眼

在坚持以“深耕鸭脖主业”为战略根基，主营业务获得稳步发展的同时，公司通过股权投资和平台化赋能“美食生态圈”，第二增长曲线迎来重要里程碑：**1) 股权投资方面**，绝味食品全资子公司深圳网聚投资通过转让约 6.16%和府捞面股权录得 1.1 亿元净利润收入，以及所投资企业千味央厨上市后确认净利润收益 1 亿元，两项投资收益带动 21Q1-3 净利润同比高增 85.39%至 9.64 亿元；**2) 对外赋能方面**，公司三季度以绝配为主要贡献的其他主营业务收入增长表现亮眼，实现营收 1.22 亿元 (+98.73%)，反映供应链赋能业务背后的巨大市场增量空间。近年来公司积极推动供应链对美食生态圈赋能，挖掘第二增长曲线路径。短期内以绝配为切入口，已经与部分合作企业实现了在共产/共仓/共配等业务上的协同。长期来看，公司将进一步利用两大核心竞争力优势和六大基础设施实现对美食生态圈的全方位平台化赋能，帮助合作企业弥补短板，加速规模化进程，进而实现对利润的反哺。

### 毛利率短期承压，净利率大幅提升

毛利率方面，公司 21Q3 毛利率为 31.6%，同比下降 6pct（环比下降 3.1pct），判断为新品上市后的折让促销，以及采购端鸭副等原材料价格波动较大所致。长期来看，公司通过议价优势和原材料提前储备等动作，我们认为将有效平抑价格波动所带来的毛利率下行。

费用方面，21Q3 销售费用率为 7.05%，同比下降 1.13pct。通过调研反馈，公司预计全年各季度将保持同等力度的费用投放，下半年投放方向将集中于提升品 牌势能和消费者触达性；管理费用率方面，21Q3 同/环比下降 0.72/1.12pct 达 5.7%，费用管控能力提升。

净利率方面，得益于前文所提到的长期股权投资带来的收益，叠加费效比的优秀表现，21Q3 净利率同比大增 10.46pct 至 27.14%。

**盈利预测及估值。**展望全年，在三季度受外因干扰影响下，公司展店计划预计受到了一定延滞，四季度将加速开店节奏，努力达成全年开店 1400-1500 家目标。叠加公司下半年继续推进品牌势能和消费者触达性的提升，我们仍看好公司达成全年营收增长目标。考虑到公司对美食生态圈的投资进入收获期，上调 21 年公司净利润预测至 11.73 亿元，22-23 年净利润分别为 13.83/17.06 亿元。对应 EPS 为 1.91/2.25/2.78 元，当前股价对应 PE 为 34/29/24，具备长期投资价值，维持“买入”评级。

### 煌上煌：三季度点评

**事件：**煌上煌发布三季度业绩，21Q1-3 累计实现营收 19.33 亿元，同比下降 0.05%；归母净利润 1.84 亿元，同比下降 21.32%。其中 21Q3 单季度营业收入及净利润分别为 5.26/0.34 亿元，同比下滑 7.59/55.61%，对应 21Q1-3/21Q3 的 EPS 为 0.36/0.07 元。

### 消费不振疫情反复，三季度营收利润双承压

根据公司数据披露，公司前三季度累计肉制品加工业务收入同比下降 1.65%（21Q3 -8.78%），米制品业务增长 3.53%（21Q3 -10.13%）。营收下滑主要归结于国内消费市场不振以及疫情反复所带来的人流量下降（交通体和商超综合体最为明显），进而导致公司拓店节奏不及预期。

净利润方面，肉制品加工业务贡献同比下降 24.37%，米制品业务同比下降 4.99%。公司净利润下降主要是因为营收未达成年初目标，且公司为平滑疫情带来的不利影响，在人工、门店租赁和促销等方面持续加大投入，还原配送费口径后的销售费用同比增长 28.53%。在营收不及预期和费用投入增加的两头挤压效应下，净利润出现下滑现象。

#### 生产基地投入建设，关注后续扩张进程

公司在建工程较 20 年末增加 7069 万元，主要用于建设陕西三原和重庆荣昌两大生产基地，为公司中长期全国化布局提供产能储备和供应链支持。展望未来，随着疫情和消费不振等因素影响逐步削弱，公司营收将有望逐步回升。战略上，建议继续关注公司“531”长中期规划及“千城万店”拓展进程所带来的市场份额增长情况，以及对营收增长的驱动。

#### □ 乳制品板块：妙可蓝多、三元股份、伊利、澳优

##### 澳优：伊利拟战略入股澳优，或成其单一最大股东

**事件：**10 月 27 日伊利拟通过全资子公司香港金港商贸控股有限公司战略入股澳优。金港将以 10.06 港元/股的价格购买原股东持有的 5.31 亿股澳优股份（占澳优已发行股本的 30.89%），合计 53.4 亿港元。此外，澳优还将以 10.06 港元/股的价格向金港定向发行 0.9 亿股新股，合计 9.1 亿港元。交易完成后，伊利股份全资子公司金港将持有 6.21 亿股澳优股份，占澳优已发行股本的 34.33%，成为其单一最大股东。参考一致预期测算，本次交易对价对应澳优 21/22 年约 12/10X 市盈率。

**澳优股权结构变化：**此次交易完成后，澳优前 5 大股东持股将变更为：金港持股 34.33%；晟德大药厂持股 7.23%；澳优董事长颜卫彬持股 6.71%；澳优 CEO Bartle van der Meer 及其个人拥有的全资附属公司共同持股 5.23%；中信农业产业基金旗下全资子公司 Citagri Easter Ltd.，持股 5.11%。

**行业格局展望：**据欧睿数据，截止 2020 年底，婴幼儿配方奶粉行业飞鹤占 14.8%，雀巢占 12.8%，澳优 6.3%，伊利 6.2%，两者合计约 12.5%，交易完成后冲击行业前三。

##### 妙可蓝多：低温平稳增长，常温节奏加快，建议逢低布局

21Q1-3：(1) 营收为 31.4 亿元，同比增长 67.58%；(2) 归母净利润为 1.43 亿元，同比增长 171.27%；(3) 归母扣非净利润为 1.43 亿元，同比增长 262.50%。(4) Q1-3 毛利率 37.8%，较去年同期+0.2pct；净利率 5.0%，较去年同期+1.87pct。(5) Q1-3 销售费用率为 24.4%，较去年同期-3.3pct；管理费用率为 7.4%，较去年同期+2.5pct。

21Q3：(1) 营收为 10.8 亿元，同比增长 35.85%；(2) 归母净利润为 0.32 亿元，同比增长 52.77%；(3) 归母扣非净利润为 0.32 亿元，同比增长 56.9%。(4) Q3 毛利率为 34.1%，较去年同期-1.9pct，较 Q2 环比-6.3pct；净利率 2.9%，较去年同期+0.3pct，较 Q2 环比-2.5pct。(5) Q3 销售费用率为 24.4%，较去年同期-3.1pct；管理费用率为 7.7%，较去年同期-3.5pct。

##### 三元股份：三季报业绩

21Q1-3：1) 营收为 59.3 亿元，同比增长 9.4%；2) 归母净利润为 2.1 亿元，同比增长 556.3%；3) 归母扣非净利润为 2.0 亿元，同比增长 439.6%。4) Q1-3 毛利率 25.2%，较去年同期-5.3pct；净利率 3.1%，较去年同期 4.0pct。5) Q1-3 销售费用率为 16.5%，较去年同期-7.0pct；管理费用

率为 4.3%，较去年同期-0.1pct。

21Q3: 1) 营收为 19.3 亿元，同比下降 4.3%；2) 归母净利润为 6,612.2 万元，同比增长 20.6%；3) 归母扣非净利润为 6,137.1 万元，同比增长 25.0%。4) Q3 毛利率为 22.8%，较去年同期-3.7pct，较 Q2 环比-3.2pct；净利率 2.9%，较去年同期+0.5pct，较 Q2 环比-1.3pct。5) Q3 销售费用率为 15.2%，较去年同期-4.2pct；管理费用率为 4.2%，较去年同期-0.3pct。

#### 伊利：三季度业绩

21Q1-3: (1) 营收 850.07 亿元，同比增长 15.23%。(2) 归母净利润 79.44 亿元，同比增长 31.87%。(3) 扣非归母净利润 75.47 亿元，同比增长 29.96%。

21Q3: (1) 营收 285.01 亿元，同比增长 8.61%。(2) 归母净利润 26.22 亿元，同比增长 14.56%。(3) 扣非归母净利润 25.37 亿元，同比增长 24.25%。

#### 速冻预制菜：三全、安井、千味央厨、味知香

##### 三全食品：三季度业绩

21Q1-3: 1) 2021Q1-3 公司营业收入为 50.8 亿元，同比减少 2.4%；2) 2021Q1-3 归母净利润为 3.9 亿元，同比减少 32.4%；3) 2021Q1-3 归母扣非净利润为 3.1 亿元，同比减少 22.0%。

21Q3: 1) 2021Q3 营业收入为 14.4 亿元，同比减少 2.3%；2) 2021Q3 归母净利润为 1.1 亿元，同比减少 9.0%；3) 2021Q3 归母扣非净利润为 0.6 亿元，同比减少 32.8%。

注：依据新收入准则，营业收入和费用核算口径发生变化，调整至去年同期口径下，21Q1-3 营业收入为 52.1 亿元，同比增长 0.2%；归母扣非净利润 3.1 亿元，同比下降 22.0%。

##### 千味央厨：三季度业绩

21Q1-3: 1) 营收 8.9 亿元，同比增长 45.9%，符合前期预期招股书预期；2) 归母净利润 5659.4 万元，同比增长 16.0%，略超前期招股书预期；3) 归母扣非净利润为 5534.1 万元，同比增长 84.4%；21Q1-3 非经常性损益中政府补助为 20.0 万元，去年同期 2566.2 万元。

21Q3: 1) 营收 3.2 亿元，同比增长 32.4%；2) 归母净利润 2011.8 万元，同比减少 18.1%；3) 归母扣非净利润为 1985.2 万元，同比增长 47.2%。

##### 安井食品：三季度业绩

21Q1-3: 1) 营收为 70.0 亿元，同比增长 35.9%；2) 归母净利润为 4.94 亿元，同比增长 30.3%；3) 归母扣非净利润为 3.82 亿元，同比增长 12.2%。4) Q1-3 毛利率 22.0%，较去年同期-5.8pct；净利率 8.1%，较去年同期-0.4pct。5) Q1-3 销售费用率为 9.1%，较去年同期-2.5pct；管理费用率为 3.4%，较去年同期-1.1pct。

21Q3: 1) 营收为 22.0 亿元，同比增长 34.9%；2) 归母净利润为 1.5 亿元，同比增加 22.4%；3) 归母扣非净利润为 0.8 亿元，同比-28.4%；4) Q3 毛利率 18.3%，较去年同期-8.1pct，较 Q2 环比-1.5pct；净利率 6.6%，较去年同期-0.7pct，较 Q2 环比-2.0pct。5) Q3 销售费用率为 9.0%，较去年同期-3.1pct；管理费用率为 3.7%，较去年同期-0.5pct。

注：21Q1-3 投资收益 9428 万，去年同期 1203 万。变化主要系本报告期内公司收购新宏业食品 71%的股权，公司对原持有的新宏业食品 19%的股

权，按照该股权在购买日的公允价值进行重新计量，公允价值与其账面价值的差额，该差额计入本期投资收益，列为本期非经常性损益项目。

#### 味知香：三季报业绩

**21Q1-3:** 1) 营收为 5.7 亿元，同比增长 23.7%；2) 归母净利润为 1.03 亿元，同比增长 9.0%；3) 归母扣非净利润为 9475.6 万元，同比增长 1.9%。4) 毛利率 26.0%，较去年同期-3.6pct；净利率 18.0%，较去年同期-2.4pct。

**21Q3:** 1) 营收为 2.1 亿元，同比增长 12.1%；2) 归母净利润为 4115.4 万元，同比减少 1.4%；3) 归母扣非净利润为 3346.8 万元，同比下降 18.1%；4) 毛利率 26.2%，较去年同期-5.1pct，较 Q2 环比+2.9pct；净利率 20.1%，较去年同期-2.7pct，较 Q2 环比+3.8pct。

#### □ 烘焙原料：立高食品、海融科技

##### 立高食品：商超渠道快速起量，冷冻烘焙高速增长

##### 前三季度业绩保持快速增长，利润端由于多项费用承压

公司公布 2021 年三季报，前三季度实现收入 19.61 亿元 (+63.39%)；实现归母净利润 1.98 亿元 (+24.47%)；实现扣非归母净利润 1.92 亿元 (+25.06%)。其中 2021Q3 实现收入 7.10 亿元 (+33.84%)；实现归母净利润 6081 万元 (-26.50%)。公司利润端略低于预期主要系：1) 股份支付费用和超业绩及奖励计提影响；2) 商超渠道快速起量，导致应收账款提升带来 300+万的坏账计提影响；3) 河南自然灾害损失 200+万。

##### 冷冻烘焙保持高速增长，商超渠道成长为第一大渠道

2021Q1-Q3 冷冻烘焙实现 11.75 亿元 (+83.63%)，占比 59.91%，保持高速增长；其中 21Q3 实现 4.43 亿元 (+58.26%)，占比 62.46%。2021Q1-Q3 烘焙原料业务实现 7.85 亿元 (+40.28%)，占比 40.02%；21Q3 实现 2.66 亿元 (+6.39%)，占比 37.46%。

1) **烘焙原料端：**21Q3 增速放缓主要系基数较高及产能不足所致。

2) **冷冻烘焙：**单品占比结构从高到低为丹麦类、挞皮类、甜甜圈类、冷冻蛋糕类、饼类、起酥类等。其中，Q3 麻薯（丹麦类产品）规模在 3 亿左右，葡挞、甜甜圈、冷冻蛋糕规模均在 2 亿元左右。甜甜圈和挞皮由于产能瓶颈增速较低，但目前河南卫辉工厂已经投产，后续产能紧张问题将得到缓解。

**分渠道来看，**当前冷冻烘焙产品在商超快速上量，商超和传统饼店规模均在 5 亿元以上，餐饮渠道预计 1.5 亿元，Q3 商超渠道体量已经略超过传统烘焙门店，成长为公司冷冻烘焙第一大渠道。

##### 毛利率略有下降，各项计提费用及一次性损失拉低净利率水平

**毛利率：**2021Q1-Q3 公司毛利率为 35.08% (-2.99pct)，其中 Q3 毛利率为 33.64% (-9.71%)。毛利率下降除了新会计准则影响外，主要系：1) 原材料价格上涨所致，前期由于原材料价格仍在去年锁价期内，影响不大，但后续原材料价格持续上涨，影响部分毛利率。当前公司采用短期锁价，灵活应对原材料价格变化；2) 由于冷冻蛋糕快速起量，其毛利率较低，产品结构变化拉低整体毛利率水平。

**费用率：**2021Q1-Q3 公司销售期间费用率为 21.81% (+0.62pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.33% (-0.08pct)/5.18% (+0.39pct)/3.30% (+0.38pct)、-0.01% (-0.07pct)；其中 Q3 分别为 12.33% (-

4.08pct) / 5.68% (+1.85pct) / 3.53% (+0.82pct) / -0.05% (-0.09pct)。

其中管理费用提升主要系超额业绩奖励费用及股份支付费用所致。

**净利率:**21Q1-Q3 公司净利率为 10.07%(-3.15pct), 21Q3 净利率为 8.57% (-7.03pct)。净利率下降主要系以下几项费用增加: 1) 21Q1-Q3 超额业绩奖励 727 万元; 2) 股份支付费用 778 万元; 3) 三季度由于商超渠道快速起量, 导致应收账款规模提升, 由此坏账准备计提增加 300 多万; 4) 河南自然灾害影响导致损失 200 多万。

**从产能来看:**南沙第二产区已经投入运营; 河南卫辉工厂首期已经投产, 日产量突破 5000 件, 并仍在持续爬坡, 10 月底甜甜圈类、麻薯类、起酥类等生产线产品相继下线包装, 有效缓解公司产能不足问题, 后续挞皮类、冷冻蛋糕类相关产线也将开始投入。

**盈利预测及估值:**公司三季度利润略低于预期, 主要系多项费用叠加影响, 若剔除自然灾害及坏账准备影响, 公司利润端业绩基本符合预期。我们认为立高立足于冷冻烘焙蓝海赛道, 当前无论产能规模、渠道、产品等方面均具备优势, 后续产能持续释放, 能够快速占领市场, 巩固龙头竞争优势和地位, 继续推荐!

**略调整公司盈利预测, 维持“买入”评级。**考虑到公司商超渠道拓展超预期, 我们略上调收入端预测; 考虑到股份支付费用及超额业绩奖励计提费用, 我们略下调公司利润端预测。预计 2021-2023 年公司实现收入 27.22/34.84/43.83 亿元, 同比增长分别为 50.43%、27.99%、25.81%; 实现归母净利润 2.75/3.40/3.49 亿元, 同比增长分别为 19%、22.92%、37.99%。预计 21-23 年公司 EPS 分别为 1.63/2.00/2.77 元, 对应 PE 分别 82/67/48 倍。

### 海融科技: 商超渠道快速起量, 冷冻烘焙高速增长

**前三季度业绩保持快速增长。**2021 年前三季度实现收入 5.45 亿元 (+45%); 实现归母净利润 9353 万元 (+94%); 扣非净利润 8828 万元 (+98%)。其中 21Q3 实现收入 1.95 亿元 (+32%); 归母净利润 4180 万元 (+103%)。公司前三季度业绩实现快速增长, 超市场预期。我们认为主要系: 1) 需求良好的情况下, 公司积极开拓市场, 加大市场推广和销售力度, 促业绩快速增长; 2) 公司将部分闲置募集资金进行现金管理, 理财收益增加。

**毛利率维持稳定, 净利率大幅提升。**2021 前三季度公司毛利率为 45.75% (-6.72pct), 其中 Q3 毛利率为 43.14% (-8.47pct)。毛利率下降新收入准则将运输费调整至营业成本综合所致, 剔除该部分影响, 我们预计公司毛利率能够维持在 51%左右。从费用端来看, 前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.76% (-6.6pct)、12.73% (-0.36pct)、4.32% (-0.17pct)、0.32% (+0.11pct); 受新收入准则运输费调出影响, 销售费用率下降, 其他费用率整体变动不大。21 年前三季度净利率为 17.15% (+4.31pct), 2021Q3 净利率为 21.38% (+7.51pct)。净利率提升幅度较大主要系公司投资净收益大幅增长。

**深耕渠道, 人才储备背景下, 效果显现。**公司前三季度业绩超市场预期, 我们认为除了募集资金产生的理财收益之外, 也主要得益于主业的快速增长。

1) 传统烘焙渠道疫情后快速恢复, 需求较为旺盛;

2) 公司近年进行人才储备,今年积极进行渠道的投入和推广,效果逐渐凸显,使得主业实现快速增长。我们认为伴随公司团队的逐步完善和渠道的继续深耕,业绩有望保持快速增长。

**成长路径清晰,未来可期。**短期来看,公司将继续发展奶油大单品,深耕渠道,持续提升产品渗透率和市场规模。飞青花作为大单品推广顺利,目前规模在1亿元以上,飞蛋系列作为下一个大单品今年开始拓展,未来将持续贡献业绩。同时渠道继续深化配合公司核心团队发力,后续将持续释放业绩,提升市场规模和渗透率。中期来看,发力餐饮渠道,丰富产品矩阵,尝试探索冷冻烘焙。目前公司已经成立餐饮事业部,并已经向乐乐茶、COCO等品牌的供货。伴随后续新式茶饮的快速发展和产品矩阵的丰富,有望成为公司第二成长曲线。长期来看,海外市场将给予公司未来更多成长空间。

**盈利预测及估值:**考虑到公司理财收益贡献,略上调此前盈利预测,维持买入评级。预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.42亿/1.82亿/2.30亿元,21-23年EPS分别为1.57/2.02/2.55元,对应PE分别为34/26/21倍。

□ **投资建议:维持此前投资逻辑,建议持续关注业绩边际改善标的**

针对当前食品板块表现,我们重点推荐2条投资主线。

1) 食品餐饮工业化投资主线:建议持续关注:安井食品、立高食品、千味央厨等标。2) 估值调整逐步到位,新业务增加 $\alpha$ ,建议持续关注:妙可蓝多、千禾味业。

本周食品板块组合:盐津铺子、妙可蓝多、立高食品、千禾味业。

风险提示:疫情影响超预期;白酒动销恢复不及预期;食品安全风险。

## 正文目录

1. 本周行情回顾 .....	18
2. 重要数据跟踪 .....	20
2.1. 重点白酒价格数据跟踪 .....	20
2.2. 重点葡萄酒价格数据跟踪 .....	21
2.3. 重点啤酒价格数据跟踪 .....	22
2.4. 重点乳业价格数据跟踪 .....	23
3. 重要公司公告 .....	24
4. 重要行业动态 .....	25
5. 近期重大事件备忘录 .....	26
6. 风险提示 .....	27



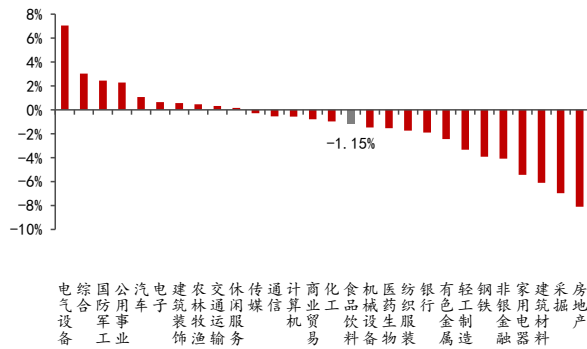
## 图表目录

图 1: 本周各板块涨幅.....	18
图 2: 本周食品饮料行业子板块涨幅.....	18
图 3: 本周食品板块涨幅前五个股.....	19
图 4: 本周食品板块跌幅前五个股.....	19
图 5: 本周乳品板块个股涨跌幅.....	19
图 6: 白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒板块估值情况 (单位, 倍).....	19
图 7: 软饮料、乳品板块估值情况 (单位, 倍).....	19
图 8: 本周主要酒企 PE(TTM) 情况一览 (单位, 倍).....	20
图 9: 贵州茅台批价走势 (单位, 元/瓶).....	20
图 10: 五粮液批价走势 (单位, 元/瓶).....	20
图 11: 高端酒价格走势 (单位: 元/瓶).....	21
图 12: 次高端酒价格走势 (单位: 元/瓶).....	21
图 13: 洋河梦之蓝(M3) 价格走势 (单位: 元/瓶).....	21
图 14: 白酒月度产量及同比增速走势.....	21
图 15: 国产葡萄酒价格走势 (单位: 元/瓶).....	21
图 16: 海外葡萄酒价格走势 (单位: 元/瓶).....	21
图 17: Liv-ex100 红酒指数走势.....	22
图 18: 葡萄酒月度产量及同比增速走势.....	22
图 19: 海外啤酒零售价走势.....	22
图 20: 国产啤酒零售价走势.....	22
图 21: 啤酒月度产量及同比增速走势.....	22
图 22: 啤酒月度进口量及进口平均单价走势.....	22
图 23: 22 省市玉米平均价走势.....	23
图 24: 22 省市豆粕平均价走势.....	23
图 25: 主产区生鲜乳平均价走势.....	23
图 26: 牛奶、酸奶零售价走势.....	23
图 27: 婴幼儿奶粉和中老年奶粉零售价走势.....	24
图 28: 乳清粉平均价走势.....	24
表 1: 本周主要酒类公司涨跌幅情况.....	18
表 2: 本周主要食品行业公司涨跌幅情况.....	18
表 3: 酒水板块个股沪 (深) 股通持股占比.....	20
表 4: 本周饮料板块上市公司重要公告.....	24
表 5: 本周乳品板块上市公司重要公告.....	25
表 6: 本周饮料行业重要动态.....	25
表 7: 本周乳品行业重要动态.....	26
表 8: 饮料板块最近重大事件备忘录.....	26

## 1. 本周行情回顾

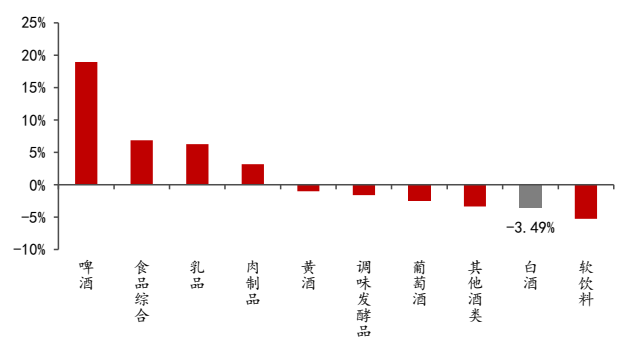
10月25日~10月29日，5个交易日沪深300指数下跌1.03%，食品饮料板块下跌1.15%，白酒板块下跌幅度高于沪深300，跌幅为3.49%。具体来看，本周饮料板块青岛啤酒(+30.27%)、迎驾贡酒(+18.43%)涨幅相对偏大，而山西汾酒(-8.12%)、酒鬼酒(-7.95%)跌幅相对偏大；本周食品板块洽洽食品(+16.19%)、千禾味业(+16.13%)涨幅相对居前，而味知香(-16.95%)、仲景食品(-13.29%)涨幅相对居后。

图 1：本周各板块涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：本周食品饮料行业子板块涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：本周主要酒类公司涨跌幅情况

周涨幅居前				周涨幅居后			
证券代码	证券简称	收盘价(元)	涨跌幅	证券代码	证券简称	收盘价(元)	涨跌幅
600600.SH	青岛啤酒	104.28	30.27%	600809.SH	山西汾酒	301.50	-8.12%
603198.SH	迎驾贡酒	60.84	18.43%	000799.SZ	酒鬼酒	214.91	-7.95%
600132.SH	重庆啤酒	150.45	17.19%	002646.SZ	青青稞酒	18.92	-6.61%
002461.SZ	珠江啤酒	9.91	7.72%	600702.SH	舍得酒业	184.49	-5.72%
603589.SH	口子窖	60.63	4.59%	600543.SH	莫高股份	6.62	-5.43%

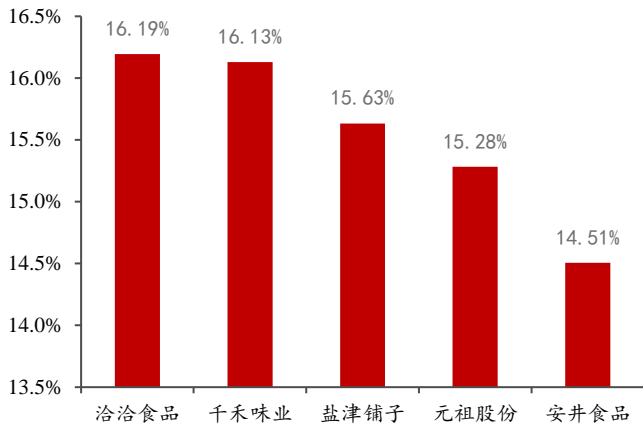
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：本周主要食品行业公司涨跌幅情况

周涨幅居前				周涨幅居后			
证券代码	证券简称	收盘价(元)	涨跌幅	证券代码	证券简称	收盘价(元)	涨跌幅
002557.SZ	洽洽食品	56.90	16.19%	605089.SH	味知香	67.06	-16.95%
603027.SH	千禾味业	24.55	16.13%	300908.SZ	仲景食品	47.7	-13.29%
002847.SZ	盐津铺子	66.50	15.63%	003030.SZ	祖名股份	22.87	-11.66%
603886.SH	元祖股份	19.99	15.28%	605300.SH	佳禾食品	17.17	-11.27%
603345.SH	安井食品	202.64	14.51%	300898.SZ	熊猫乳品	28.52	-10.68%

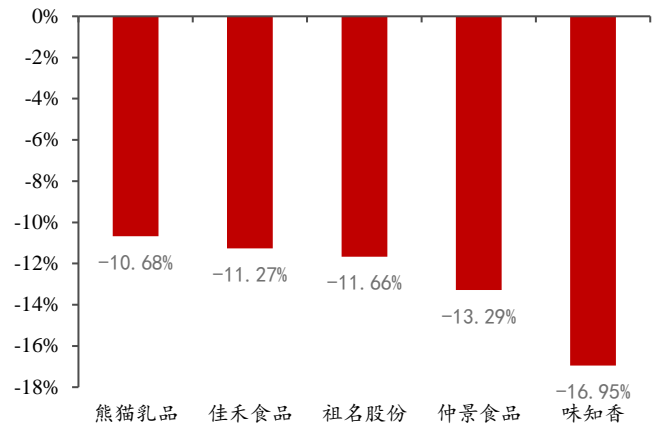
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：本周食品板块涨幅前五个股



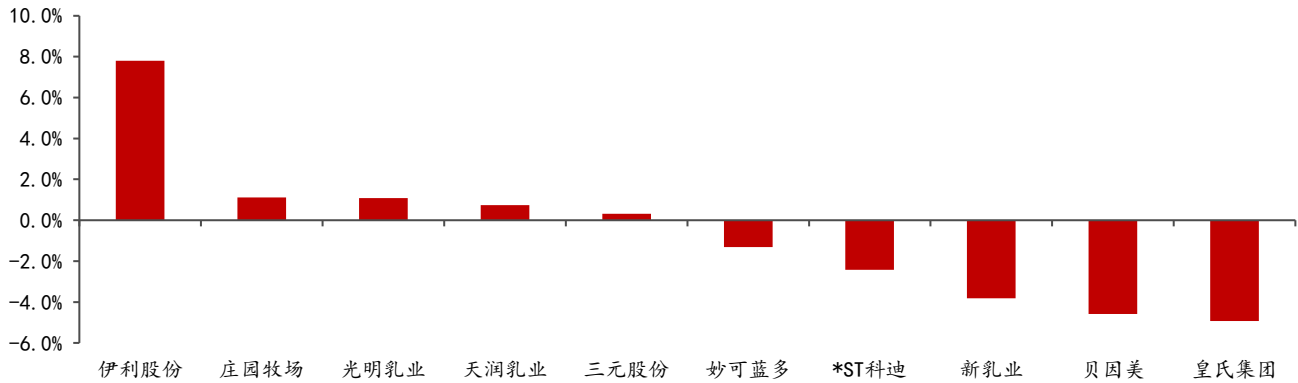
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：本周食品板块跌幅前五个股



资料来源：Wind，浙商证券研究所

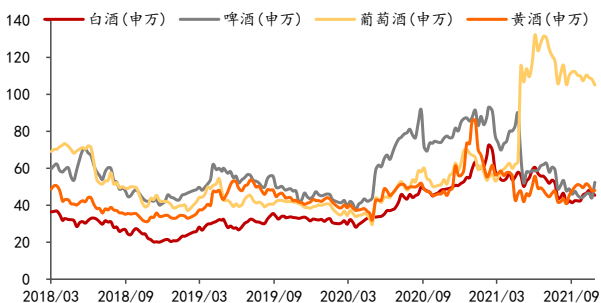
图 5：本周乳品板块个股涨跌幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

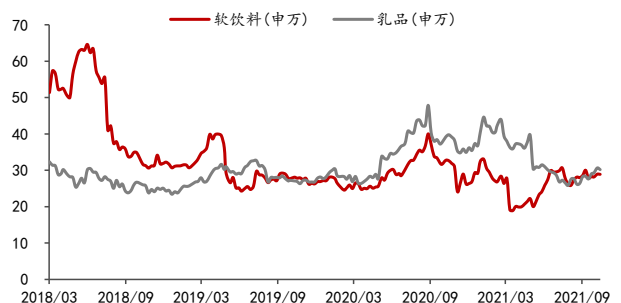
估值方面，食品饮料行业整体估值水平上升。2021年10月29日，食品饮料行业42.62倍，白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒细分行业估值分别为45.39、52.41、105.05、48.01倍，其中白酒板块(-3.49%)本周估值跌幅较大。具体酒水公司来看，青青稞酒估值由负变正，皇台酒业(+37.59%)、青岛啤酒(+26.95%)本周估值涨幅较大。

图 6：白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒板块估值情况（单位，倍）



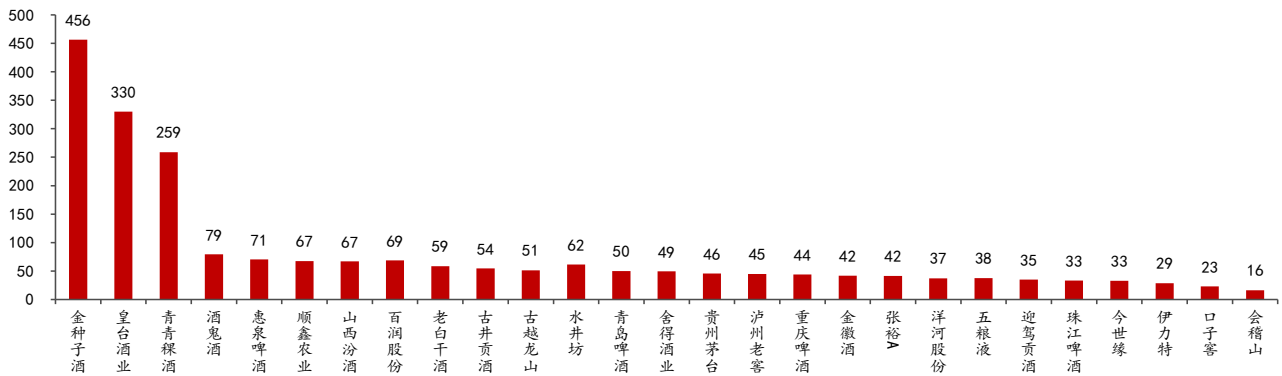
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：软饮料、乳品板块估值情况（单位，倍）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：本周主要酒企 PE(TTM) 情况一览（单位，倍）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

陆股通持股标的中，重庆啤酒(8.00%)、贵州茅台(7.00%)、五粮液(5.66%)、水井坊(5.03%)、燕京啤酒(4.40%)持股排名居前。酒水板块 14 支个股受北向资金增持，其中口子窖(+0.50pct)、酒鬼酒(+0.45pct)、迎驾贡酒(+0.40pct)、百润股份(+0.23pct)北上资金增持比例较高。

表 3：酒水板块个股沪（深）股通持股占比

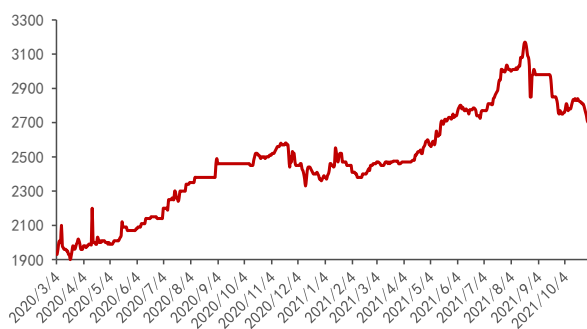
沪（深）股通持股占比居前个股				沪（深）股通持股占比居后个股			
证券代码	证券简称	10月29日	较上周变化	证券代码	证券简称	10月29日	较上周变化
600132.SH	重庆啤酒	8.00%	0.02%	000869.SZ	张裕A	0.46%	-0.02%
600519.SH	贵州茅台	7.00%	0.00%	002461.SZ	珠江啤酒	0.40%	0.03%
000858.SZ	五粮液	5.66%	0.04%	600197.SH	伊力特	0.33%	-0.02%
600779.SH	水井坊	5.03%	0.13%	603919.SH	金徽酒	0.17%	-0.02%
000729.SZ	燕京啤酒	4.40%	0.11%	600059.SH	古越龙山	0.02%	0.00%
000799.SZ	酒鬼酒	4.07%	0.45%	600702.SH	舍得酒业	0.02%	0.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 重要数据跟踪

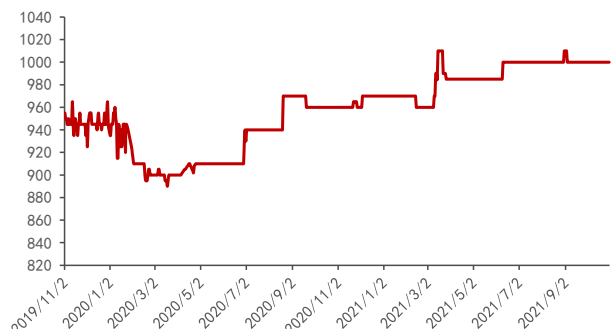
### 2.1. 重点白酒价格数据跟踪

图 9：贵州茅台批价走势（单位，元/瓶）



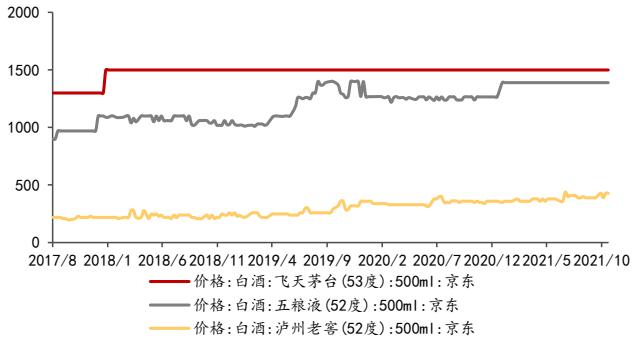
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：五粮液批价走势（单位，元/瓶）



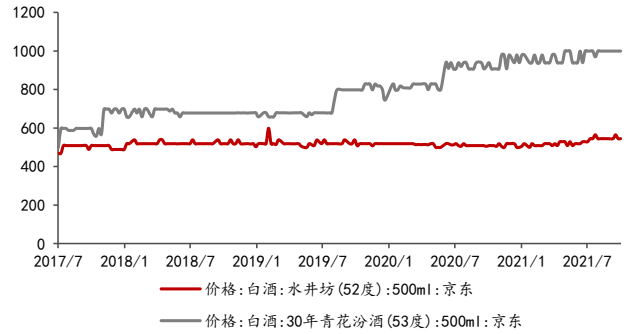
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11: 高端酒价格走势 (单位: 元/瓶)



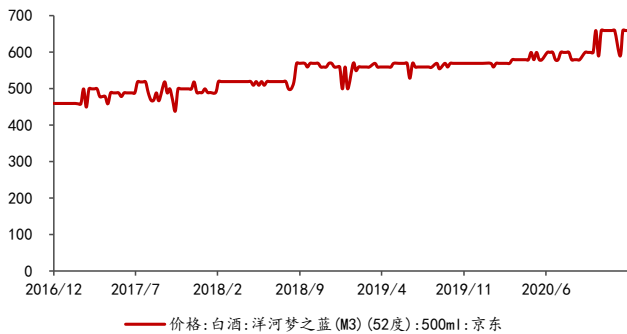
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 12: 次高端酒价格走势 (单位: 元/瓶)



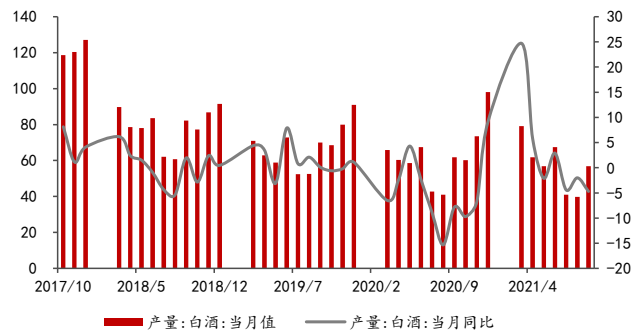
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 洋河梦之蓝(M3)价格走势 (单位: 元/瓶)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

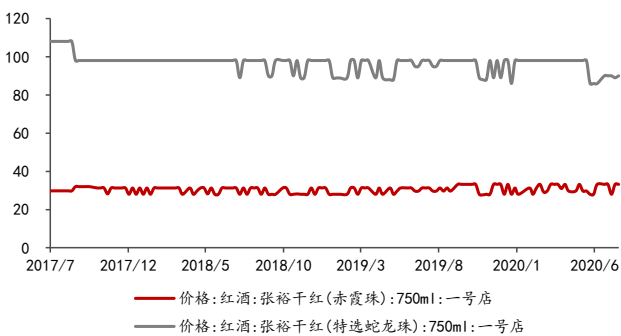
图 14: 白酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

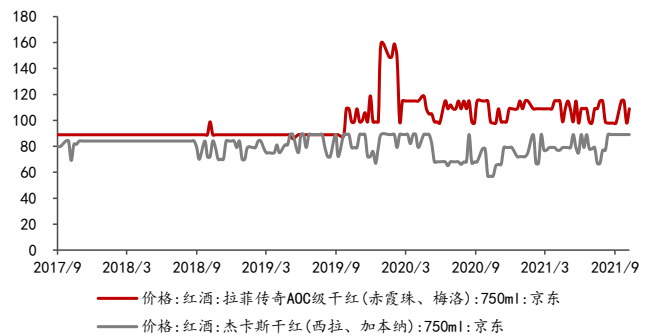
## 2.2. 重点葡萄酒价格数据跟踪

图 15: 国产葡萄酒价格走势 (单位: 元/瓶)



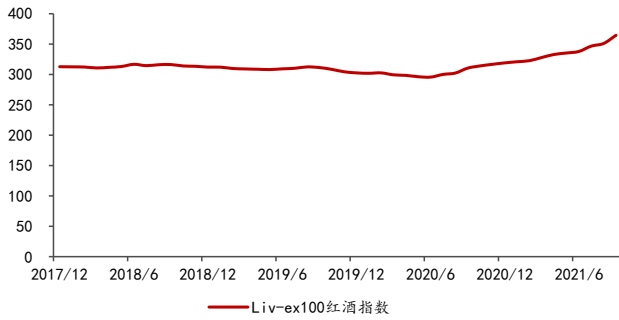
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 海外葡萄酒价格走势 (单位: 元/瓶)



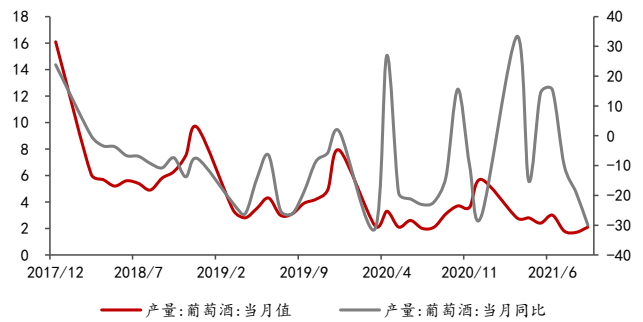
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: Liv-ex100 红酒指数走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

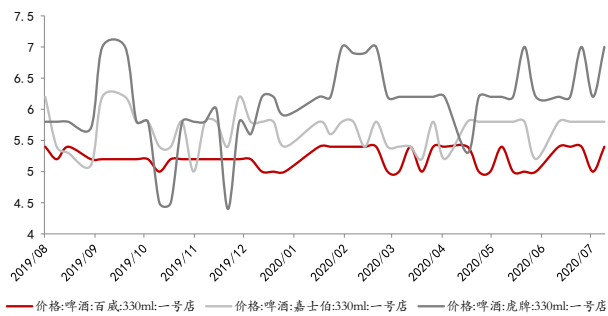
图 18: 葡萄酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

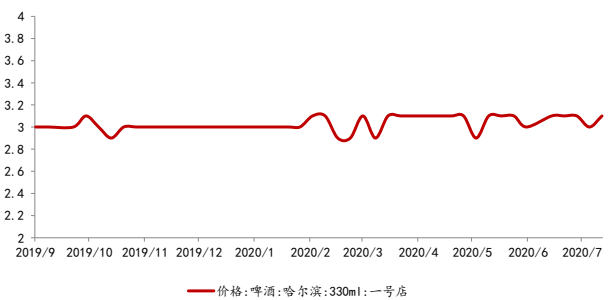
### 2.3. 重点啤酒价格数据跟踪

图 19: 海外啤酒零售价走势



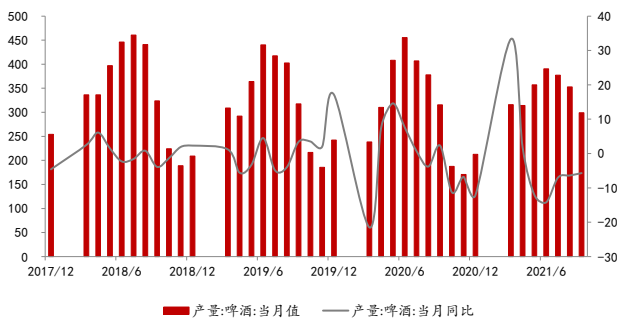
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 20: 国产啤酒零售价走势



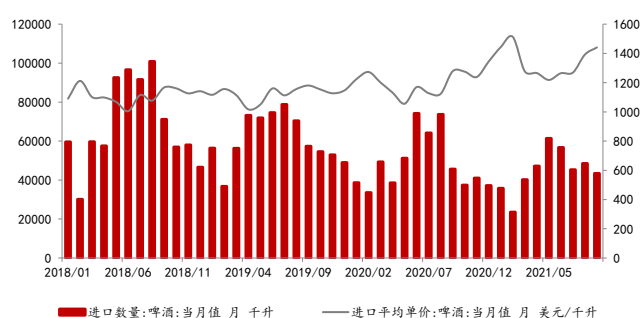
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 啤酒月度产量及同比增速走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 22: 啤酒月度进口量及进口平均单价走势

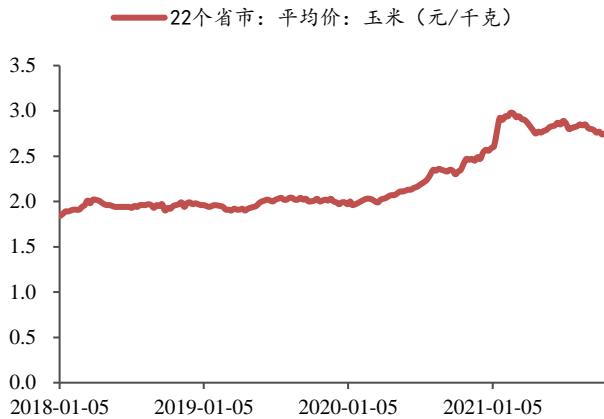


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2.4. 重点乳业价格数据跟踪

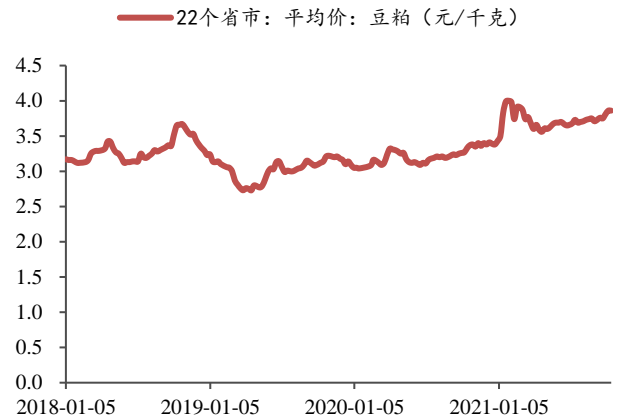
饲料市场，本周玉米平均价环比小幅下跌，豆粕平均价环比小幅下跌。根据Wind数据，截至2021年10月29日，22省市玉米平均价为2.71元/千克，环比小幅下跌1.45%，22省市豆粕平均价为3.82元/千克，环比小幅下跌1.04%。

图 23：22 省市玉米平均价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

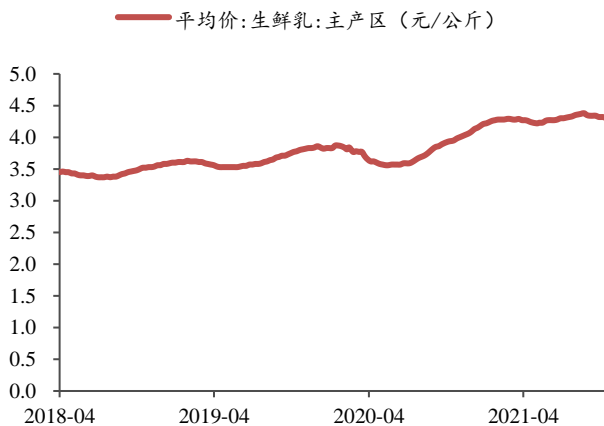
图 24：22 省市豆粕平均价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

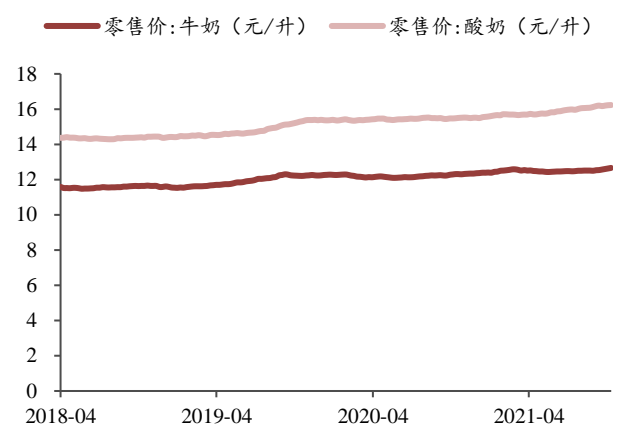
液态奶市场，主产区生鲜乳平均价环比持平，牛奶零售价环比持平，酸奶零售价环比微幅上涨。根据Wind数据，截至2021年10月29日，主产区生鲜乳平均价为4.31元/公斤，环比与上周持平；截至2021年10月29日，牛奶零售价为12.66元/升，环比与上周持平；酸奶零售价为16.26元/升，环比微幅上涨0.18%。

图 25：主产区生鲜乳平均价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

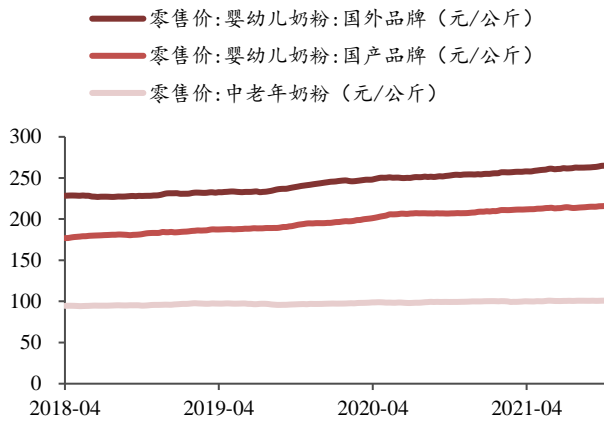
图 26：牛奶、酸奶零售价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

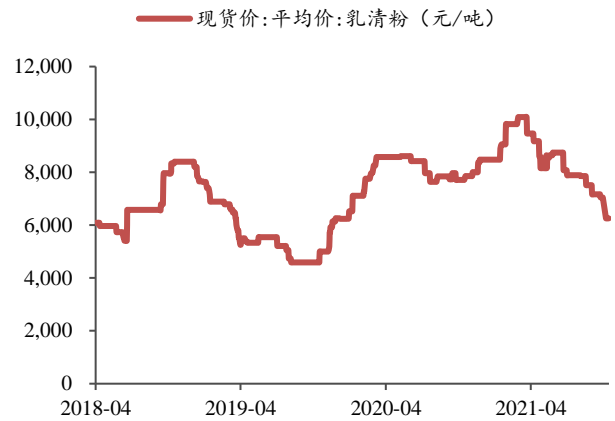
奶粉市场，国内外品牌婴幼儿奶粉、中老年奶粉零售价均微幅上涨，乳清粉平均价环比明显上涨。根据Wind数据，截至2021年10月29日，国外品牌婴幼儿奶粉零售价为265.11元/公斤，环比微幅上涨0.11%；国内品牌婴幼儿奶粉零售价为216.83元/公斤，环比微幅上涨0.31%；中老年奶粉零售价为100.86元/公斤，环比微幅上涨0.10%。本周乳清粉平均价为6255.56元/吨，环比明显上涨3.30%。

图 27: 婴幼儿奶粉和中老年奶粉零售价走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 28: 乳清粉平均价走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3. 重要公司公告

表 4: 本周饮料板块上市公司重要公告

上市公司	公司公告
五粮液	21Q3 营业收入为 129.69 亿元, 同比增长 10.61%; 归母净利润为 41.27 亿元, 同比增长 11.84%
泸州老窖	21Q3 公司实现营业收入 47.93 亿元, 同比+20.89%; 归母净利润 20.49 亿元, 同比+28.48%
山西汾酒	21Q3 实现营收 51.38 亿元, 同比增长 47.81%; 归母净利润 13.35 亿元, 同比增长 53.24%
水井坊	21Q3 营收 15.86 亿元, 同比+38.93%, 归母净利 6.23 亿元, 同比+56.27%
古井贡酒	21Q3 公司实现营业收入 30.95 亿元, 同比+21.37%; 归母净利润 5.90 亿元, 同比+15.09%
洋河股份	21Q3 营业收入为 63.99 亿元, 同比增长 16.66%; 21Q3 归母净利润为 15.51 亿元, 同比下降 13.10%
今世缘	21Q3 营业收入为 14.82 亿元, 同比增加 15.76%; 21Q3 归母净利润为 3.64 亿元, 同比增加 23.82%
口子窖	21Q3 收入为 13.86 亿元, 同比增长 24.02%; 归母净利润为 4.63 亿元, 同比增长 22.70%
迎驾贡酒	21Q3 公司实现收入 10.95 亿元 (+27.00%); 归母净利润 3.70 亿元 (+86.23%)
老白干酒	21Q3 公司实现营业收入 11.18 亿元, 同比+11.34%; 归母净利润 1.25 亿元, 同比+8.00%
顺鑫农业	21Q3 公司实现营业收入 24.20 亿元, 同比-16.54%; 归母净利润-1.04 亿元, 同比+9.67%
青青稞酒	21Q3 营收为 2.54 亿元, 同比增长 32.05%; 净利润为 0.10 亿元, 同比增长 134.72%
金种子酒	21Q3 营业收入为 2.62 亿元, 同比+3.18%; 归母净利润亏损 0.47 亿元, 同比改善 8.14%
怡亚通	21Q3 营业收入为 169.98 亿元, 同比增长 14.69%; 21Q3 归母净利润为 1.58 亿元, 同比增长 667.10%
青岛啤酒	21Q3 公司实现营业收入 84.80 亿元, 同比-3.01%; 归母净利润 11.95 亿元, 同比+6.43%
重庆啤酒	21Q3 公司实现营业收入 40.48 亿元, 同比+17.97%; 归母净利润 4.22 亿元, 同比+33.35%
百润股份	21Q3 公司实现营业收入 7.03 亿元, 同比+30.98%; 归母净利润 1.94 亿元, 同比+13.54%
香飘飘	21Q3 公司实现营业收入 8.86 亿元, 同比-1.76%; 归母净利润 1.02 亿元, 同比-6.20%
巴比食品	21Q3 公司实现营业收入 3.78 亿元, 同比+25.26%; 归母净利润 0.15 亿元, 同比-68.95%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所



**表 5：本周乳品板块上市公司重要公告**

上市公司	公司公告
三元食品	发布 2021 年第三季度报告，2021 前三季度公司实现营收 59.3 亿元，同比增长 9.4%；归母净利润达 2.12 亿元。
伊利实业	发布 2021 年第三季度报告，2021 前三季度公司实现营收 850.07 亿元，同比增加 15.23%；归母净利润达 79.44 亿元，同比增长 31.87%。
妙可蓝多	发布 2021 年第三季度报告，2021 前三季度公司实现营收 31.4 亿元，同比增加 67.58%；归母净利润达 1.43 元，同比增长 171.27%。
一鸣食品	发布 2021 年第三季度报告，2021 前三季度公司实现营收 16.9 亿元，同比增加 23.36%；归母净利润达 6154 万元，同比减少 37.79%。
燕塘乳业	发布 2021 年第三季度报告，2021 前三季度公司实现营收 15.0 亿元，同比增加 25.5%；归母净利润达 1.58 亿元，同比增长 64.24%。

资料来源：Wind，妙可蓝多官网，浙商证券研究所

## 4. 重要行业动态

**表 6：本周饮料行业重要动态**

标题	饮料行业动态
宜宾白酒产业 1-8 月营收突破十亿	10 月 25 日，宜宾市工业和军民融合局副局长李强透露，今年 1—9 月，全市白酒产业继续保持较快发展态势，产量持续增长；1—8 月实现营业收入 1080.3 亿元、同比增长 15.5%，利润总额 236.1 亿元、同比增长 18.5%
泸州前三季度白酒产量增 7.7%	10 月 20 日，泸州市统计局发布 2021 年前三季度经济运行情况，传统四大产业增加值同比增长 11.7%。其中，酒类制造业同比增长 12.0%。白酒产量（折 65 度）142.8 万千升，同比增长 7.7%。
1-9 月啤酒数据公布	数据显示，2021 年 9 月，中国规模以上啤酒企业产量 298.9 万千升，同比下降 5.7%；1-9 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 2924.1 万千升，同比增长 4.11%；
五粮液独家战略合作《紫禁城》	10 月 22 日，由五粮液独家战略合作的纪录片《紫禁城》开播。
中酒协与新晋酒庄签约共建白酒酒庄示范企业	10 月 25 日，中国酒业协会与新晋酒庄就白酒酒庄共建示范企业签约仪式在山西杏花村的新晋商（国际）酒庄举行。
汉酱“雅度盛宴”三临郑州	10 月 23 日，汉酱 135BC 中国雅度盛宴在郑州拉开帷幕
国窖冠名《一五七三》全球首发	10 月 23 日，以白酒为灵感创作的科幻小说集《一五七三》在第 12 届华语科幻星云奖颁奖典礼上全球发布。
茅台确保高质量完成全年目标任务	10 月 26 日，茅台集团党委书记丁雄军主持召开 2021 年第四十一次党委（扩大）会议，强调要深化改革创新，强化生产经营运行调度，确保全面完成全年目标任务。
乌苏啤酒推出夏日纷果味酒	10 月 27 日，从新疆乌苏啤酒有限责任公司获悉，乌苏啤酒的产品组合中，再添新成员。
五粮液与浙商银行签署合作协议	10 月 28 日，五粮液集团与浙商银行签署战略合作框架协议，双方将在前期友好合作基础上，进一步深化金融合作、渠道合作及产品互鉴。

制造业缓税新政：有利于提高中小酒企市场竞争力	10月27日，国务院常务会议部署对制造业中小微企业等实施阶段性税收缓缴措施，进一步加大助企纾困力度。
威龙股份拟建设社交新零售体系	10月28日晚，威龙股份发布定增预案，用于社交新零售体系建设项目及补充流动资金。
百威亚太：核心+品牌中国部分城市批发价下月起加3%至10%	10月28日，百威亚太表示，预计大宗商品价格在来年会持续上升，集团的核心+品牌会在下月起在特定城市加价，加幅介于3%至10%
前三季度酿酒产业营收、利润实现两位数增长	1-9月，全国酿酒行业规模以上企业完成酿酒总产量4238.21万千升，同比增长3.3%；销售收入6291.93亿元，同比增长14.89%；利润总额1461.91亿元，同比增长24.71%。
青青稞酒次高端大单品“国之德G6”宣布停供	10月27日，青青稞酒营销中心下发通知称，截止10月18日，青海市场“国之德G6”配额已全部销售并回款完毕，自10月26日起，公司不再接受渠道经销商“国之德G6”产品的销售需求订单。
迎驾石斛酒定位高端健康养生酒	10月28日，迎驾酒业回应投资者提问称迎驾石斛酒定位高端健康养生酒，该产品系列由安徽迎驾酒业销售有限公司高端酒事业部运作。
白酒新国标推进老白干酒正向发展	10月29日，老白干酒在投资者互动平台表示：白酒新国标清晰界定了各香型白酒的工艺特征，规定了白酒和饮料酒的相关术语和定义，有利于提升消费者对高质量白酒的认知。

资料来源：酒说，微酒，酒业家，酒业资讯，浙商证券研究所

**表 7：本周乳品行业重要动态**

标题	乳品行业动态
贝因美前三季度归母净利润同比下降23.72%至3874.99万元	贝因美(002570.SZ)发布2021年第三季度报告，该公司前三季度营业收入为16.58亿元，同比下降24.81%。归属于上市公司股东的净利润为3874.99万元，同比下降23.72%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净亏损为797.3万元。基本每股收益为0.04元。
庄园牧场：前三季度扣非净利同比大增逾16倍“三年倍增”蓝图逐步显现	前三季度，公司实现营业收入7.35亿元，同比增长39.85%；实现归属于上市公司股东的净利润3228.44万元，同比增长418.81%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3710.10万元，同比增长1676.78%。
新乳业发布三季度财报“鲜价值”提升推动“双增长”	前三季度新乳业营收为66.5亿元，同比增长43%；归属母公司股东扣非净利润为2.2亿元，同比增长54%，营收和利润均实现高位数双增长；特别是经营活动产生的现金流量净额达到7.9亿元，同比增长90%，凸显业务质量提升。第三季度营收同比增长11%，归属公司股东净利润同比增长1.2%，本期存在股权激励摊销及可转债利息费用2150万元，如果同口径比较，则第三季度归属公司股东净利润同比增长超过20%。

资料来源：智通财经，证券时报网，中国质量新闻网，浙商证券研究所

## 5. 近期重大事件备忘录

**表 8：饮料板块最近重大事件备忘录**

上市公司	日期	事件
伊力特	11月1日	业绩发布会召开
今世缘	11月4日	业绩发布会召开
怡亚通	11月5日	临时股东大会召开
泉阳泉	11月5日	业绩发布会召开
老白干酒	11月5日	业绩发布会召开

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 6. 风险提示

疫情影响超预期；白酒动销恢复不及预期；食品安全风险。

### 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>