

食品饮料

2021 三季度报总结食品篇：积极应对成本压力，边际改善渐显现

乳制品：奶价上行趋缓，盈利改善拐点显现。收入端：常温稳中有快，低温表现分化。常温奶：Q3 伊利金典保持 20% 以上增速，有机奶增速超过 50%，常温白奶的结构升级持续提升，受疫情和天气因素等影响，环比略有降速，预计今年有望实现中个位数的增长。低温奶：伊利蒙牛低温奶业务继续延续高增态势，我们预计全国性龙头乳企伊利蒙牛的低温增速远高于低温区域乳企，既有基数影响，但也反应出全国性龙头乳企的竞争力。奶酪：2021 年奶酪行业保持较高景气度，妙可蓝多 Q3 实现收入 10.77 亿元，同增 35.9%。利润端：毛利率：奶价上行速度放缓，龙头表现更优。根据农业部数据，截至 2021 年 10 月底，生鲜乳价格为 4.31 元/公斤，同增 9.4%，价格上行速度有所放缓。龙头表现较优，伊利 Q3 毛利率同比提升 0.9pct，预计受益于公司完善的上游布局，Q3 奶价增速低于行业增速。费用率：伊利蒙牛价格战趋缓，促销力度持续下行，伊利 Q3 销售费用率同比下降 0.5pct。为了剔除会计政策调整影响，从毛销差角度来看，不同公司应对原奶成本上行的压力表现有分化。伊利通过多年供应链的深耕和布局，有效应对成本上行，费用端增强投放效率，表现较优。净利率：伊利蒙牛供应链效率更高，同时通过提价减促的方式积极应对原材料成本上行，价格战趋缓，竞争格局持续改善，净利率稳步提升。

休闲卤制品：21Q3 整体开店进度趋缓，绝味表现行业领先。前三季度绝味开店进度步伐稳步迈进。周黑鸭通过开放特许经营权模式加速开店。煌上煌据调研数据，我们预计前三季度开店进度落后于行业整体。展望 Q4 预计绝味、周黑鸭开店节奏有望加快。从收入角度看，我们估算绝味 Q3 单店营收整体恢复至 2019 年同期 9 成以上，处行业领先地位。

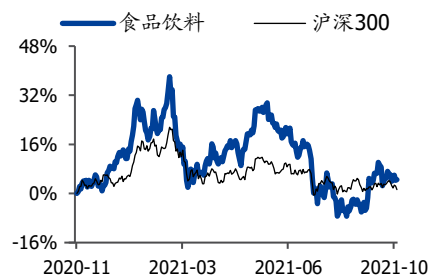
其他食品：毛销差环比普遍扩大，业绩边际改善，瓜子龙头提价落地。

1) 休闲零食：渠道库存基本恢复良性，线下渠道逐步恢复。A 股主要休闲零食板块收入 Q3 单季同比+6.1%，环比+17.5%，收入增速边际改善。主要系：1) Q3 线下客流量恢复，商超渠道增速转正，社区团购逐渐向高品质高价格方向靠拢，行业竞争格局优化。2) Q3 渠道库存基本恢复良性。展望 Q4，预计行业成本压力尚存，但受益于短期提价行情、年货节备货和发货需求增长，Q4 业绩有望进一步改善。**2) 冷冻食品：收入稳定增长，盈利有所承压。**立高受益于行业需求旺盛及产能持续投放等因素影响，公司营收维持高增长，冷冻烘焙食品业务 Q3 营收 4.43 亿元，同比+58.26%。但受到原材料成本上行影响，立高 Q3 单季度毛利率为 33.64%，同比-1.05pct，成本压力尚存。安井 Q3 整体保持稳定增长，但下半年以来，公司受上游限电限产影响，毛利率和毛销差均有所下滑，分别下降 8.1/5.1pcts，盈利能力压力较大。但公司也于 11 月起开始提价，调价幅度为 3%-10% 不等，积极施策应对短期成本困境。

风险提示：库存消化不及预期，提价对销量影响存在不确定性，成本上行造成盈利波动。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：2021 三季度报总结调味品篇：提价落地，春天即来》2021-11-02
- 2、《食品饮料：三季度报总结之白酒篇：表观留有余力，景气轮动正在演绎》2021-11-01
- 3、《食品饮料：啤酒&饮料 2021 三季度报总结：短期成本压力不改长期向好趋势》2021-10-31

内容目录

1、乳制品：奶价上行趋缓，盈利改善拐点显现	3
1.1 收入端：常温稳中有快，低温表现分化	3
1.2 利润端：奶价上行速度放缓，盈利能力迎来拐点	4
1.2.1 毛利率：奶价上行速度放缓，龙头表现更优	4
1.2.2 费用率：常温价格战趋缓，管理费用率较为稳定	5
1.2.3 净利率：龙头盈利能力进入改善拐点，低温盈利恢复正常水平	6
2、休闲卤制品：绝味单店收入恢复较快，周黑鸭加快拓店	7
3、其他食品：盈利边际改善 全年预期向好	8
3.1 休闲零食：渠道库存基本恢复良性，线下渠道逐步恢复	8
3.2 冷冻食品：收入稳定增长，盈利有所承压	10
4、风险提示	11

图表目录

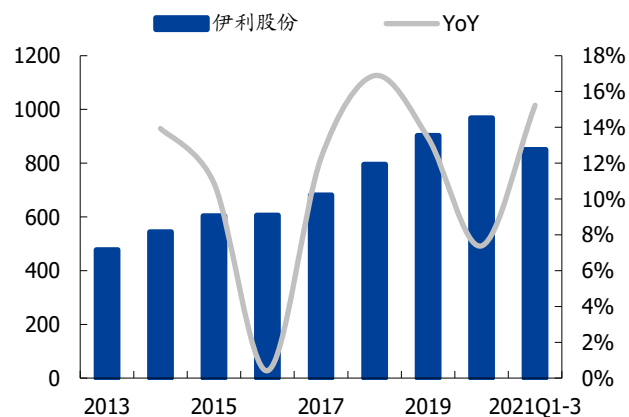
图表 1: 伊利股份收入及增速 (亿元)	3
图表 2: 蒙牛乳业收入及增速 (亿元)	3
图表 3: 光明乳业收入及增速 (亿元)	3
图表 4: 新乳业收入及增速 (亿元)	3
图表 5: 妙可蓝多收入及增速 (亿元)	4
图表 6: 生鲜乳平均价 (元/公斤)	4
图表 7: 主要乳制品公司毛利率变化	5
图表 8: 主要乳制品企业管理费用率和销售费用率变化	5
图表 9: 主要乳制品企业毛销差及变化	6
图表 10: 主要乳制品企业归母净利率及变化	6
图表 11: 休闲卤制品公司门店数量拓展	7
图表 12: 绝味、煌上煌单季度收入(百万元)及增速	8
图表 13: 绝味、煌上煌单季度毛利率比较	8
图表 14: 绝味、煌上煌单季度销售及管理费用率	8
图表 15: 绝味、煌上煌单季度归母净利润(百万元)	8
图表 16: 主要休闲零食公司单季度收入同比增速	9
图表 17: 主要休闲零食公司单季度毛销差	9
图表 18: 主要休闲零食公司单季度净利率	9
图表 19: 立高食品分季度收入及增速	10
图表 20: 立高食品分季度归母净利润及增速	10
图表 21: 安井食品分季度收入及增速	10
图表 22: 安井食品分季度归母净利润及增速	10

1、乳制品：奶价上行趋缓，盈利改善拐点显现

1.1 收入端：常温稳中有快，低温表现分化

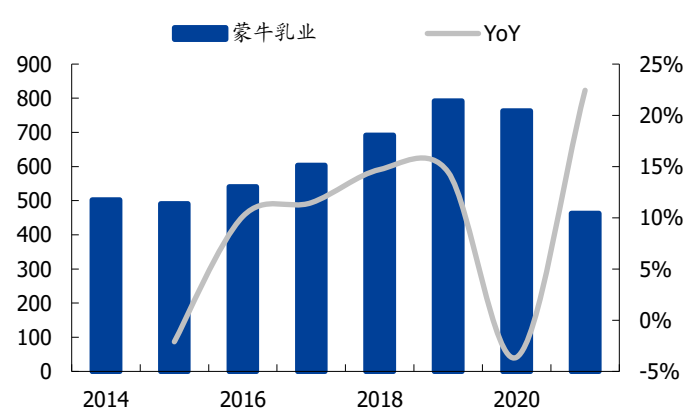
常温奶：常温白奶稳中有快，常温酸奶受到疫情和天气影响。2021Q1-3 伊利实现收入 850.07 亿元，同增 15.2%，其中 Q3 营业收入 285.01 亿元，同增 8.6%。其中，Q3 伊利金典保持 20% 以上增速，有机奶增速超过 50%，常温白奶的结构升级持续提升，安慕希大单品稳定增长，由于其偏休闲的属性，受疫情和天气因素等影响，环比略有降速，预计今年有望实现中个位数的增长。

图表 1：伊利股份收入及增速（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 2：蒙牛乳业收入及增速（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

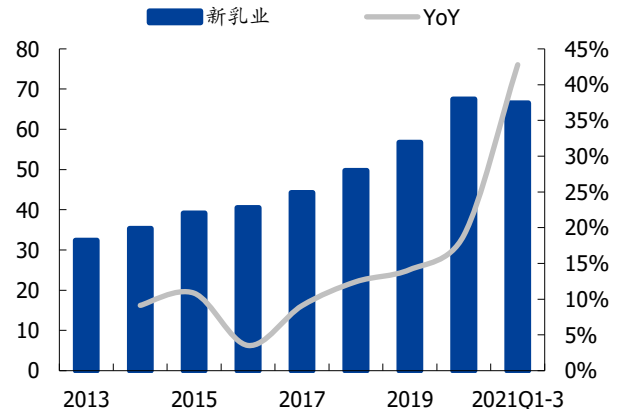
低温奶：行业放量增长，表现有所分化。随着消费者对新鲜度和营养价值的要求提高，疫情后巴氏奶呈现出较好的增长势头。伊利蒙牛低温奶业务继续延续高增态势。根据渠道调研，蒙牛每日鲜语动销良好，我们预计同比亦维持高增速。从地区性低温乳企来看，光明/新乳业/燕塘乳业等区域型乳企 Q3 收入增速分别为 18.5%/11.1%/13.5%，其中低温业务表现优于常温。但值得注意的是，我们预计全国性龙头乳企伊利蒙牛的低温增速远高于低温区域乳企，既有基数的影响，但也反应出全国性龙头乳企的竞争力。

图表 3：光明乳业收入及增速（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 4：新乳业收入及增速（亿元）

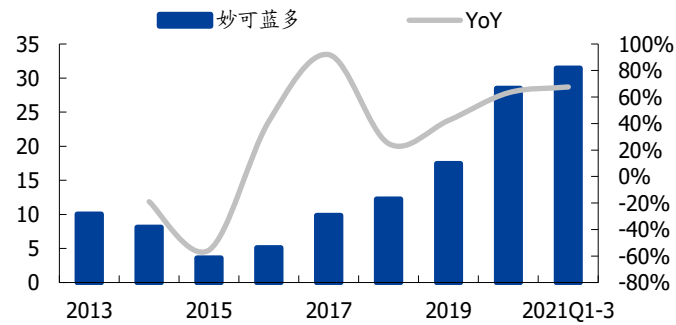


资料来源：wind、国盛证券研究所

奶酪：行业维持高景气度，妙可蓝多延续高增。2021 年奶酪行业保持较高景气度，妙

可蓝多 Q3 实现收入 10.77 亿元，同增 35.9%。

图表 5: 妙可蓝多收入及增速 (亿元)



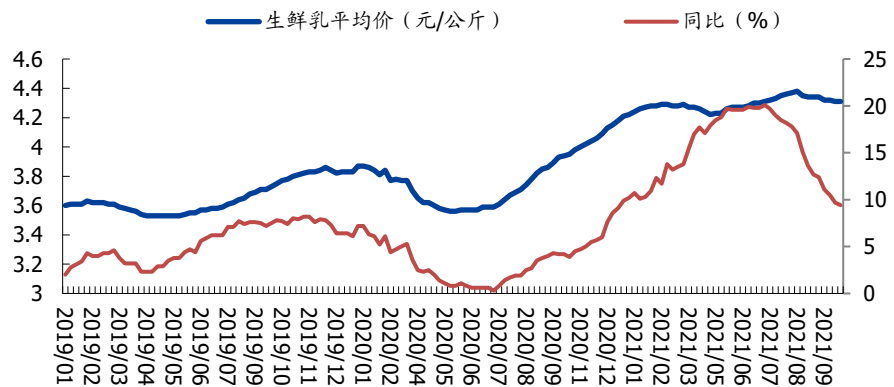
资料来源: wind、国盛证券研究所

1.2 利润端: 奶价上行速度放缓, 盈利能力迎来拐点

1.2.1 毛利率: 奶价上行速度放缓, 龙头表现更优

根据农业部数据, 截至 2021 年 10 月底, 生鲜乳价格为 4.31 元/公斤, 同增 9.4%, 价格上行速度有所放缓。结合存栏量变动来看, 预计短期后续奶价有望维持高位震荡。但由于会计政策调整后运输费用计入成本的影响, 各家乳企毛利率 Q3 报表端有所承压, 同比有所下降。其中龙头表现较优, Q3 毛利率同比提升 0.9pct, 预计受益于公司完善的上游布局, Q3 奶价增速低于行业增速。

图表 6: 生鲜乳平均价 (元/公斤)



资料来源: wind、农业部、国盛证券研究所

图表7: 主要乳制品公司毛利率变化

	2021Q1-3	同比 (pcts)	2021Q3	同比 (pcts)
伊利股份	36.8%	-0.1	35.6%	0.9
妙可蓝多	37.8%	0.2	34.1%	-2.4
光明乳业	23.1%	-6.1	21.2%	-5.2
新乳业	25.4%	-7.2	24.5%	-6.7
三元股份	25.2%	-5.2	22.8%	-3.7
一鸣食品	32.9%	-7.1	31.1%	-8.4
贝因美	52.7%	4.7	50.7%	5.8
熊猫乳品	26.3%	2.3	27.5%	0.8
皇氏集团	21.9%	-4.2	21.8%	-8.3
天润乳业	17.2%	-12.5	15.3%	-13.6
燕塘乳业	29.8%	-5.7	28.3%	-7.0
庄园牧场	28.2%	-0.2	22.6%	-5.0
ST科迪	10.2%	-21.8	17.6%	-31.7

资料来源: wind、国盛证券研究所

1.2.2 费用率: 常温价格战趋缓, 管理费用率较为稳定

销售费用率: 常温奶来看, 成本上行背景下, 伊利蒙牛价格战趋缓, 促销力度持续下行, 伊利 Q3 销售费用率同比下降 0.5pct。低温奶来看, 光明、新乳业、三元等乳企销售费用率下滑主要系会计准则调整后将运输费用计入成本的影响, 销售费用率同比下降明显; 奶酪来看, 妙可蓝多公司规模效应开始显现, 销售费用率 24.4%, 同比下降 3.1pcts。

管理费用率: 各家乳企管理费用率变化不大。

图表8: 主要乳制品企业管理费用率和销售费用率变化

	销售费用率		管理费用率		销售费用率		管理费用率	
	2021Q1-3	同比 (pcts)	2021Q3	同比 (pcts)	2021Q1-3	同比 (pcts)	2021Q3	同比 (pcts)
伊利股份	21.4%	-1.3	20.0%	-0.5	4.5%	-0.1	4.4%	-0.3
妙可蓝多	24.4%	-3.3	24.4%	-3.1	7.4%	2.5	7.7%	3.5
光明乳业	17.5%	-4.1	15.8%	-4.6	2.8%	-0.3	2.7%	-0.6
新乳业	14.0%	-7.2	13.3%	-6.5	5.4%	-0.2	4.5%	-0.8
三元股份	16.5%	-7.0	15.2%	-4.2	4.3%	-0.1	4.2%	0.3
一鸣食品	22.2%	-2.8	21.9%	-1.4	5.2%	-0.3	6.5%	0.6
贝因美	32.7%	-3.4	32.6%	-2.7	8.1%	-0.3	9.3%	1.3
熊猫乳品	8.7%	1.1	8.1%	1.9	4.1%	-0.3	4.0%	0.4
皇氏集团	9.7%	-2.5	11.4%	-1.5	5.6%	-0.5	5.7%	-0.1
天润乳业	5.4%	-8.3	5.2%	-7.7	3.0%	-0.7	3.3%	-0.9
燕塘乳业	11.6%	-7.5	11.3%	-8.6	4.5%	-0.1	5.0%	0.6
庄园牧场	9.0%	0.1	9.8%	1.9	9.3%	-0.8	7.9%	-1.4
ST科迪	7.1%	1.6	11.3%	6.7	4.9%	-0.4	4.0%	1.6

资料来源: wind、国盛证券研究所

毛销差表现分化, 龙头伊利更优。为了剔除会计政策调整影响, 从毛销差角度来看, 不同公司应对原奶成本上行的压力表现有分化。伊利通过多年供应链的深耕和布局, 有效

应对成本上行，费用端增强投放效率，表现较优。其他地区型乳企表现一般。

图表 9: 主要乳制品企业毛销差及变化

	2021Q1-3	同比 (pcts)	2021Q3	同比 (pcts)
伊利股份	15.4%	1.2	15.7%	1.4
妙可蓝多	13.4%	3.5	9.7%	0.7
光明乳业	5.6%	-2.0	5.4%	-0.6
新乳业	11.4%	0.1	11.2%	-0.1
三元股份	8.7%	1.8	7.6%	0.5
一鸣食品	10.7%	-4.4	9.2%	-7.0
贝因美	20.0%	8.0	18.2%	8.4
熊猫乳品	17.6%	1.2	19.4%	-1.1
皇氏集团	12.1%	-1.7	10.4%	-6.7
天润乳业	11.8%	-4.2	10.1%	-5.9
燕塘乳业	18.2%	1.8	17.0%	1.6
庄园牧场	19.2%	-0.3	12.8%	-6.8
ST 科迪	3.1%	-23.4	6.3%	-38.5

资料来源: wind、国盛证券研究所

1.2.3 净利率: 龙头盈利能力进入改善拐点, 低温盈利恢复正常水平

1) 常温奶方面: 龙头伊利蒙牛供应链效率更高, 同时通过提价减促的方式积极应对原材料成本上行, 价格战趋缓, 竞争格局持续改善, 净利率稳步提升, 伊利 Q3 净利率提升 0.5pct。 **2) 低温奶方面:** 盈利能力恢复至正常, 2020 年低基数下呈现大幅提升趋势。 **3) 奶酪方面:** 妙可蓝多在品牌和渠道势能积累下, 竞争优势和规模效应逐步开始体现, 盈利能力有所提升。 Q3 盈利能力提升放缓主要系常温奶酪棒推广初期费用投放较多所致。

图表 10: 主要乳制品企业归母净利率及变化

	2021Q1-3	同比 (pcts)	2021Q3	同比 (pcts)
伊利股份	9.3%	1.2	9.2%	0.5
妙可蓝多	4.6%	1.7	2.9%	0.3
光明乳业	2.0%	-0.3	2.4%	0.6
新乳业	3.9%	-0.1	4.7%	-0.5
三元股份	3.6%	4.4	3.4%	0.7
一鸣食品	3.7%	-3.6	0.3%	-7.0
贝因美	2.3%	0.0	1.0%	-0.1
熊猫乳品	9.8%	1.0	10.5%	-2.9
皇氏集团	0.9%	-1.0	1.2%	-3.5
天润乳业	7.2%	-1.9	6.1%	-3.1
燕塘乳业	10.5%	2.5	8.4%	1.1
庄园牧场	4.4%	3.2	3.7%	-0.4
ST 科迪	25.3%	25.1	59.5%	41.9

资料来源: wind、国盛证券研究所

Q4 及明年展望：原奶价格有望震荡下行，盈利能力有望持续改善。当前，原奶价格上行的势头减弱，预计 Q4 有望高位震荡，明年受存栏上行因素影响，预计原奶价格有望回调，龙头有望充分受益。同时，从竞争角度来看，伊利蒙牛短期诉求有所错位，伊利聚焦奶粉，延展主业，蒙牛发力低温，预计收入占比最大的常温奶价格战将继续趋缓，盈利能力有望持续改善。

2、休闲卤制品：绝味单店收入恢复较快，周黑鸭加快拓店

21Q3 整体开店进度趋缓，绝味、周黑鸭表现更佳。Q3 休闲卤制品三强整体开店速度较 Q2 环比有所放慢，前三季度绝味在“深度覆盖，渠道精耕”策略下门店数量持续提升，社区门店和沿街门店较 2019 年同比增长。周黑鸭通过开放特许经营权模式加速开店，此外为下沉市场，强化社区消费场景，周黑鸭在湖北陆续布局了 200 多家社区门店，煌上煌开店速度略低于预期，行业整体 Q3 开店进度较 Q2 有所放缓。

Q4 开店节奏有望加快，绝味、周黑鸭有望实现全年开店目标。绝味门店开拓稳步进行，Q4 开店进度有望提升，我们预计全年门店净增量达 1400-1500 家，预估全年新增门店数量将略超年初指引。煌上煌受疫情反复、各地人员流动受限等因素影响，公司门店拓展速度逐步放缓。

收入端持续恢复，绝味单店收入恢复行业领先。单店收入是保障加盟商体系稳定的重要指标，也是消费恢复以及公司经营管理能力的体现。随下半年旺季到来，绝味在上半年所累积的品牌营销活动、门店运营提升以及门店店员培训的效果将进一步显现，据渠道调研数据我们估算公司 Q3 单店营收整体恢复至 2019 年同期 9 成以上，尽管部分高势能门店仍存在缺口，但社区店已实现同比增长，处行业领先地位。煌上煌受疫情不断零星反复、人流量下降（尤其高铁、机场、商超综合体等尤为明显）等因素影响，估算 Q3 单店收入再度下滑。

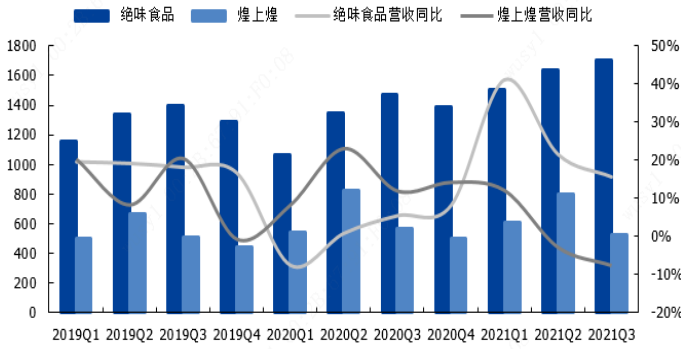
图表 11: 休闲卤制品公司门店数量拓展

	2017	2018	2019	2020	2021H1
绝味	9053	9915	10954	12399	13136
—净增门店			356	341	737
煌上煌	2605	3008	3706	4627	4840
—净增门店			260	475	213
周黑鸭	1207	1288	1301	1755	2270
—净增门店			46	388	515

资料来源：公司公告，渠道调研，国盛证券研究所

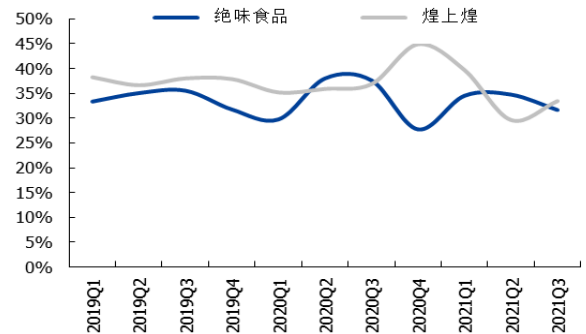
成本端鸭副价格环比上涨，利润承压。受下游餐饮消费尚未完全恢复影响，鸭副价格仍维持历史较低水平，但据调研数据 Q3 较 Q2 鸭副价格小幅环比上涨，其中 8 月份鸭副产品价格上涨，9 月呈回落态势。绝味前三季度毛利率为 33.55%，同比-2.01pct，Q3 单季度为 31.60%，还原毛利率估算同比-3pct，除原材料上涨因素影响外，还受新品上市促销力度加大影响。煌上煌前三季度毛利率为 33.83%，同比-2.15pct，Q3 单季度为 33.45%，同比-3.39pct。

图表 12: 绝味、煌上煌单季度收入(百万元)及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

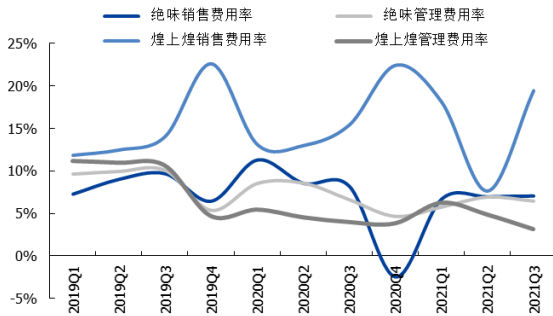
图表 13: 绝味、煌上煌单季度毛利率比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

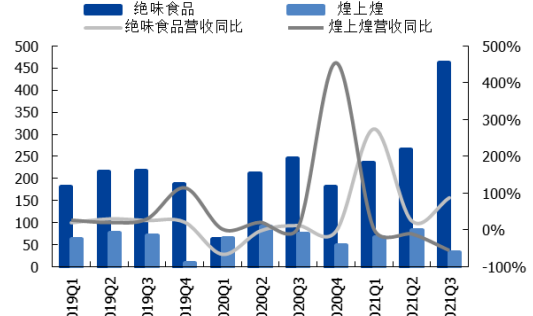
销售费用投放均有增加, 盈利出现分化。2021年绝味提出品牌势能提升计划, Q3销售费用为7.1%, 同比约+1.8pct, 主要系公司联动小红书推出“小红鸭摇摇杯”主题营销活动, 10月份加大了“小红鸭”户外广告投放活动, 费用投放增加。此外, 前三季度公司实现投资收益2.7亿元(去年同期亏4839万元), Q3实现投资收益2.72亿元, 其中包括转让江苏和府股权收益1.1亿元及千味央厨上市确认投资收益1亿元, 受此影响Q3净利率提升10.46pcts至27.14%。若考虑剔除上述2.1亿元投资收益及股权激励费用影响, 估算净利润同比增长约8%左右。煌上煌受疫情影响单店收入持续下降, 渠道投入加大, 销售费用率增长, 盈利受到挤压, Q3单季度实现归母净利润0.34亿元, 同比-55.61%。

图表 14: 绝味、煌上煌单季度销售及管理费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 绝味、煌上煌单季度归母净利润(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3、其他食品: 盈利边际改善 全年预期向好

3.1 休闲零食: 渠道库存基本恢复良性, 线下渠道逐步恢复

Q3收入增速边际改善, “制造型”品牌恢复显著。A股主要休闲零食板块收入2021前三季度同比+6.8%, Q3单季同比+6.1%, 环比+17.5%, 收入增速边际改善。以渠道类型划分, 我们发现以线上+自有门店销售的“渠道型”品牌(三只松鼠、良品铺子、来伊份)前三季度收入同比+5.6%, 单Q2收入同比+3.2%, 环比+13.7%; 而以线下商超流通为主要渠道的“制造型”品牌(洽洽食品、盐津铺子、甘源食品等)前三季度收入同比+8.0%, 单Q2收入同比+9.4%, 环比+21.8%, 其中洽洽食品组织架构改善效果良好, 三季度在低基数下实现瓜子品类增速走高, 坚果亦保持双位数高增。我们认为休闲零食板块收入环比改善主要得益于: 1) Q2受社区团购渠道快速发展冲击, 线下客流下滑, 价格体系受到冲击, Q3线下客流量恢复, 商超渠道增速转正, 社区团购逐

渐向高品质高价格方向靠拢，行业竞争格局优化。2) Q2 部分企业处于去库存阶段，库存处于相对低位，Q3 渠道库存基本恢复良性。

图表 16: 主要休闲零食公司单季度收入同比增速

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
三只松鼠	27.2%	68.2%	53.2%	48.3%	19.0%	11.9%	-10.2%	-25.9%	7.6%	-13.6%	-8.59%
良品铺子	--	--	28.0%	24.3%	4.2%	1.8%	-1.8%	4.8%	34.8%	8.6%	11.89%
来伊份	-0.1%	5.7%	2.7%	4.1%	10.1%	-2.6%	-1.6%	-5.6%	-7.6%	7.7%	10.19%
洽洽食品	1.3%	11.8%	19.0%	25.7%	10.3%	21.1%	10.1%	1.3%	20.2%	-12.7%	10.71%
盐津铺子	43.9%	19.2%	28.0%	18.3%	35.4%	61.5%	43.5%	25.5%	27.4%	-1.9%	15.30%
有友食品	-14%	-19.5%	-5.7%	8.0%	-12.0%	39.9%	-1.0%	8.1%	33.9%	-3.6%	19.59%
桃李面包	15.5%	20.2%	15.2%	16.3%	15.8%	0.0%	4.4%	4.5%	0.3%	13.9%	5.57%
甘源食品	--	--	--	--	8.8%	9.6%	10.6%	-1.9%	38.8%	-16.6%	2.71%
劲仔食品	--	--	--	--	--	--	7.3%	-5.9%	15.9%	-3.8%	14.57%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

成本压力尚存，利润水平分化，瓜子龙头洽洽提价落地。农产品如棕榈油、瓜子仁等价格仍处高位，包材成本上涨，企业成本压力尚存，但较 Q2 环比毛销差普遍扩大。通过减少费用投放、提升供应链效率等方式，Q3 各休闲零食企业净利率水平明显回升。其中盐津铺子及甘源 Q3 大幅缩减 KA 渠道投放费用，净利率水平由负转正；三只松鼠通过发力线下分销、提升物流仓配供应链效率，有效提升净利率水平。洽洽食品考虑到葵花籽价格略有走高、原料升级，于 10 月 22 日对葵花籽各品类提价 8-18% 不等，预计在转嫁成本压力的同时，Q4 利润空间有望打开，实现量价齐升。展望 Q4 预计行业将延续边际改善，主要系：1) 考虑成本下压力龙头企业带头提价，带来短期提价行情；2) 2022 年春节较 2021 年提前，Q4 年货节备货和发货需求增长，带动业绩改善。

图表 17: 主要休闲零食公司单季度毛销差

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
三只松鼠	13.9%	4.0%	3.9%	-0.6%	9.3%	1.9%	7.8%	4.7%	13.2%	2.9%	9.6%
良品铺子	11.6%	13.2%	13.4%	8.1%	9.4%	10.7%	11.4%	10.8%	10.1%	9.9%	11.4%
来伊份	17.1%	10.4%	10.4%	6.1%	16.8%	3.6%	7.7%	7.8%	18.8%	10.0%	1.4%
洽洽食品	16.6%	20.2%	19.9%	20.6%	20.1%	20.8%	25.9%	21.4%	21.3%	21.3%	23.9%
盐津铺子	12.3%	21.0%	20.6%	19.4%	17.9%	20.2%	19.1%	21.7%	22.0%	0.9%	10.1%
有友食品	27.1%	26.8%	25.7%	16.0%	26.1%	27.2%	27.1%	21.4%	27.9%	26.9%	22.2%
桃李面包	16.3%	18.5%	18.7%	17.4%	22.5%	20.9%	22.8%	18.7%	17.3%	17.7%	17.3%
甘源食品	23.4%	19.2%	26.4%	26.2%	23.0%	22.5%	22.7%	22.4%	18.7%	3.9%	21.9%
劲仔食品	0.0%	0.0%	16.2%	20.1%	19.1%	17.7%	15.3%	14.8%	17.0%	13.7%	16.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 主要休闲零食公司单季度净利率

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
三只松鼠	8.7%	1.0%	1.3%	-1.6%	5.5%	0.0%	3.9%	1.4%	8.6%	2.3%	5.0%
良品铺子	6.0%	5.2%	6.2%	1.4%	4.8%	4.2%	5.3%	3.4%	4.0%	4.9%	5.8%
来伊份	5.4%	-2.4%	-3.4%	-0.4%	5.6%	-7.4%	-5.8%	-2.7%	6.6%	3.2%	-10.0%
洽洽食品	11.1%	11.2%	14.6%	12.4%	13.0%	12.8%	17.3%	16.8%	14.3%	13.1%	17.8%
盐津铺子	8.3%	12.6%	6.9%	9.1%	12.3%	15.2%	12.0%	10.1%	14.2%	-6.7%	5.1%
有友食品	19.0%	20.3%	20.9%	10.9%	19.6%	26.4%	20.1%	15.1%	21.4%	21.6%	16.0%
桃李面包	10.6%	12.9%	12.8%	11.8%	14.7%	15.8%	16.4%	12.4%	12.3%	12.8%	11.5%
甘源食品	15.1%	9.2%	17.5%	17.0%	15.0%	13.0%	18.2%	14.6%	12.2%	-2.0%	12.9%
劲仔食品	0.0%	0.0%	7.9%	17.4%	13.3%	14.8%	8.5%	8.7%	9.5%	8.0%	8.1%

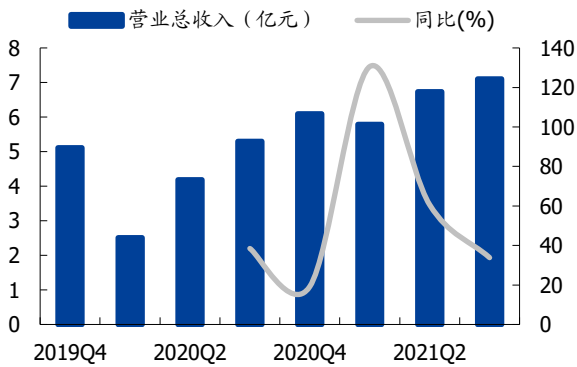
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 冷冻食品：收入稳定增长，盈利有所承压

冷冻烘焙：行业高景气，立高成本压力尚存。受益于行业需求旺盛及产能持续投放等因素影响，公司营收维持高增长。从产品结构来看，公司冷冻烘焙食品业务 Q3 营收 4.43 亿元，同比+58.26%。其中，麻薯及冷冻蛋糕增长强劲，挞皮、甜甜圈等传统产品因受限于产能，增速相对较低；分渠道构成来看：Q3 商超渠道占比已略超烘焙。受油脂、糖类、面粉、鸡蛋等原材料价格上涨，以及产品结构调整等因素影响，立高 Q3 单季度毛利率为 33.64%，同比-1.05pct，成本压力尚存。随着 Q3 公司河南卫辉工厂部分产能正式投产，日后有望充分缓解华北地区供应不足的问题。

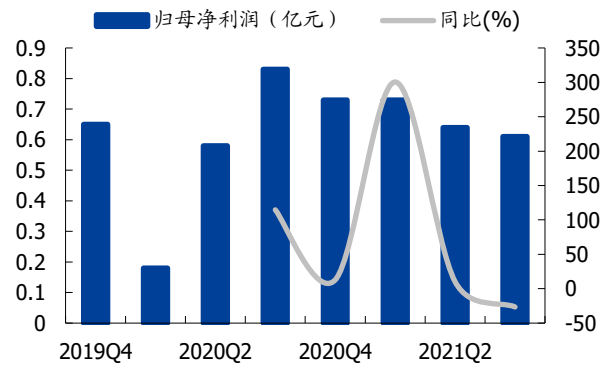
速冻食品：安井收入稳健增长，成本及基数压力较大。公司 Q3 整体保持稳定增长，鱼糜制品/速冻米面/肉制品收入分别同增 23.0%/24.9%/11.4%，肉制品环比降速预计系鲜肉价格下行，速冻肉制品需求有所承压，其他业务表现正常。同时，受益于渠道餐饮网点的开拓，新品的推广。但下半年以来，公司受上游限电限产影响，预计公司原材料和人工成本上涨影响 2.5pcts，同时疫情后行业进入扩产新周期，竞争格局有所恶化。毛利率和毛销差均有所下滑，分别下降 8.1/5.1pcts，盈利能力压力较大。但公司也于 11 月起开始提价，调价幅度为 3%-10% 不等，积极施策应对短期成本困境。

图表 19：立高食品分季度收入及增速



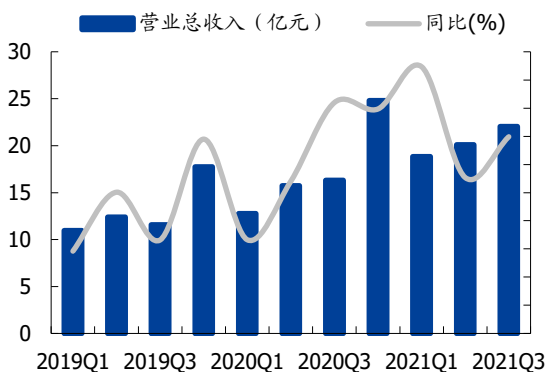
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 20：立高食品分季度归母净利润及增速



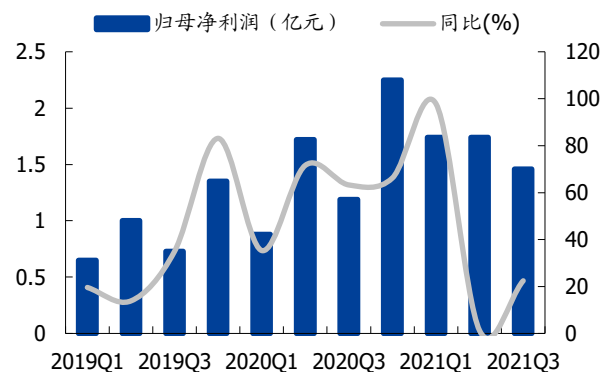
资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 21：安井食品分季度收入及增速



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 22：安井食品分季度归母净利润及增速



资料来源：wind、国盛证券研究所

4、风险提示

库存消化不及预期，提价对销量影响存在不确定性，成本上行造成盈利波动

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
增持		相对同期基准指数涨幅在10%以上	
中性		相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间	
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com