

# 优选业绩确定性及边际改善品种，布局长期价值

——食品行业 2022 年中期策略报告

## 核心观点

- **中期回顾：1) 疫情反复影响需求复苏，行业成本压力大。** 2021 年下半年行业需求在疫情影响下呈波折中弱复苏态势；22 年 1-2 月呈现复苏状态，社零数据好于预期，3 月后因疫情冲击，复苏进程受阻。从 21 年报及 22Q1 报表表现看，行业整体在消费疲软、疫情反复、成本上涨等诸多影响下有所承压。 2) **市场表现角度，整体看**，因俄乌冲突爆发、疫情反复、需求疲软等因素，市场整体情绪较为悲观，板块股价自 2022 年起持续下跌。个股表现有所分化，22Q1 因成本持续上涨，疫情反复、消费疲软，市场对提价传导预期降低，对成本回落确定性/成本上涨可控的标的关注度有所增加，相关标的涨幅较大；22Q2 后，以下三类标的涨幅较大：①疫情散发背景下居家消费受益个股；②年报及一季报超预期个股；③前期股价跌幅较大、21Q2/Q3 低基数、基本面有望迎边际改善的个股。 3) **资金配置看**，食品板块重仓比例持续下降，超配处历史低位。
- **中期展望：展望 22Q2 及下半年，我们认为报节奏演绎类 20 年初，但行业压力有所加大。** 1) **展望 22Q2**，结合渠道调研，速冻、休闲食品在疫情影响下 Q2 收入增速有望保持稳健，调味品板块、卤制品收入存在一定压力；**展望 22 年下半年**，伴随疫情逐步得到控制、消费场景修复以及渠道的补库需求等，卤制品、速冻、休闲食品板块或与 20Q2 表现类似，收入增速有望保持稳健，而调味品因当前渠道库存水平仍处于较高位置，需求回暖传导至报表收入的时间点仍有待确认。 2) **但相较于 20 年初疫情，我们认为本轮疫情背景下行业压力有所加大**，①本次封控时间更长、影响范围更广、物流受阻更明显，行业整体受疫情影响程度甚于 20 年初疫情；②我们认为本轮修复会更加缓慢，因 2 年疫情影响下消费者信心受损严重，22 年 4 月消费者信心指数跌至历史低点；且奥密克戎病株的传播率更强，修复的不确定性因素更高；③原材料价格持续上涨，行业成本压力仍然较大。

## 投资建议与投资标的

- **站在当下时间，短期维度**，我们建议把握业绩确定性及边际改善两条主线；**中长期维度**，部分公司因暂时性的因素业绩有所承压，估值回落，安全边际充分，但公司成长逻辑清晰，且在行业压力下积极进行调整，本身竞争力得到强化，建议把握中长期布局机会。
- **短期维度，我们建议把握业绩确定性及边际改善两条主线。** 1) **业绩确定性角度**，因当前行业成本压力普遍较高，需求疲软、疫情反复背景下提价落地情况、提价传导速度不确定性仍然较大，建议首先关注成本回落确定性/成本上涨可控且收入端相对稳健的标的，建议关注双汇发展(000895，买入)、洽洽食品(002557，买入)、涪陵榨菜(002507，未评级)。 2) **边际改善角度：①消费复苏/复工复产相关标的**，在择股时需考虑 BC 端占比、对场景的依赖度、需求回暖到收入报表端的传导速度及传导杠杆——传导速度看渠道周期、当前渠道库存水平以及公司的渠道政策，传导杠杆看消费量弹性，基于以上角度，建议关注安井食品(603345，增持)、绝味食品(603517，买入)；②基本面因素转好、基数效应下报表增速有望改善的标的，建议关注天味食品(603317，增持)、盐津铺子(002847，买入)。
- **中长期维度建议把握优质企业估值回落下的中长期布局机会。** 1) 建议关注成长逻辑清晰、行业压力下公司竞争能力得到强化的个股，如千味央厨(001215，增持)、立高食品(300973，未评级)、味知香(605089，未评级)；2) 估值回落下行业龙头的中长期布局机会，建议关注安琪酵母(600298，买入)、海天味业(603288，买入)。

## 风险提示

- 疫情反复、消费复苏不及预期、原材料成本压力、食品安全问题等

行业评级 **看好 (维持)**

国家/地区 中国  
行业 食品饮料行业  
报告发布日期 2022 年 06 月 16 日



## 证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520070001

## 联系人

朱雨涵 zhuyuhan@orientsec.com.cn

## 相关报告

疫情缓解背景下板块有所反弹，短期建议把握业绩确定性及边际改善两条主线：——食品行业周报 2022-06-13  
短线布局低成本压力方向，关注复工后反弹机会：——食品行业周报 2022-05-31  
板块情绪波动，关注业绩拐点明确及受益出行修复的个股：——食品行业周报 2022-05-18

## 目录

一、食品行业复盘与展望 .....	6
1.1、基本面回顾：疫情反复影响需求复苏，行业成本压力大 .....	6
1.2、股价表现：22 年股价持续回调，个股表现有所分化 .....	7
1.3、资金回顾：重仓比例持续下降，超配处历史低位 .....	9
二、中期展望及投资策略：短看业绩确定性及边际改善，中长期把握优质企业 估值回调后的布局机会 .....	10
2.1、中期展望：报表节奏演绎类 20 年初疫情，但行业压力加大 .....	10
2.2、投资策略：短看业绩确定性及边际改善，中长期把握优质企业估值回调后的布局机会 .....	13
三、食品子板块投资策略 .....	14
1、调味品行业：板块整体承压，趋势性拐点仍有待确认 .....	14
1.1、21 年报及 22Q1 回顾：收入及利润双重承压 .....	14
1.2、股价回顾：从“提价标的”转向“成本回落确定性”标的 .....	14
1.3、中期展望：行业压力仍然较大，拐点仍有待确认 .....	15
2、休闲食品行业：各公司表现有所分化，看好公司改革效果逐渐显现 .....	16
2.1、21 年报及 22Q1 回顾：各公司表现有所分化 .....	16
2.2、股价回顾：行业股价有所回落，洽洽因业绩确定性强走出独立行情 .....	17
2.3、中期展望：看好公司改革效果逐渐显现 .....	17
3、速冻：盈利能力改善，静待 B 端需求复苏 .....	18
3.1、21 年报及 22Q1 回顾：疫情影响 B 端需求，盈利改善拐点已现 .....	18
3.2、股价回顾：双重担忧导致回调，一季报后迎来修复 .....	19
3.3、中期展望：疫情贡献 C 端弹性，餐饮链复苏后 B 端有望重回高景气 .....	19
4、肉制品：Q2-Q3 业绩加速同增将至，低估值凸显配置性价比 .....	20
4.1、21 年报及 22Q1 回顾：业绩拐点初现，肉制品高吨利验证成本红利 .....	20
4.2、股价回顾：业绩拐点后股价有所反弹，当前估值仍具安全边际 .....	21
4.3、中期展望：Q2-Q3 业绩将加速高增，配置性价比、防御性优势突出 .....	22
5、卤制品：业绩估值底部，复苏弹性与中期成长性兼具 .....	22
5.1、21 年报及 22Q1 回顾：连锁业态普遍承压，开店能力出现分化 .....	23
5.2、股价回顾：股价持续下探，出行复苏预期下有所反弹 .....	24

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

5.3、中期展望：Q2业绩预计触底，但赛道景气度仍佳，优质龙头兼具复苏弹性与中期成长性	24
6、烘焙：疫情、通胀双重承压，行业长期前景依然光明	25
6.1、21年报及22Q1回顾：短期疫情扰动下游需求，原料价格走高毛利率承压	25
6.2、股价回顾：营收增速放缓压制估值，静待下游复苏后估值修复	25
6.3、中期展望：下游需求景气持续，产能投放缓解增长制约	26
<b>四、风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：社零数据及新冠确诊病例情况（人，%）	6
图 2：22 年初至今各板块涨跌幅（截至 2022 年 6 月 10 日）	7
图 3：2022 年以来食品板块涨跌幅（截至 2022 年 6 月 10 日）	7
图 4：22 年初至今食品子板块涨跌幅（截至 2022 年 6 月 10 日）	7
图 5：食品板块主要个股涨跌幅情况	8
图 6：食品板块主要个股 22Q2 截至 6 月 10 日涨跌幅与基数效应	8
图 7：食品主要公司重仓持股比例与超配比例	9
图 8：本轮疫情确诊人数及 20 年初疫情确诊人数	11
图 9：2022 年 4 月 12 日收费站关闭数（个）	11
图 10：全国当日新增新冠确诊病例（周合计）	11
图 11：食品板块主要个股涨跌幅情况	12
图 12：消费者信心指数	13
图 13：调味品主要公司股价回顾	15
图 14：海天单季度毛利率及拟合原材料成本变动	15
图 15：海运成本和人民币汇率	15
图 16：休闲食品主要公司股价回顾	17
图 17：速冻食品主要公司股价回顾（干味央厨对应右轴，其他为左轴）	19
图 18：全国社零餐饮收入及较 19 年同期增速	20
图 19：深圳 2022 年娱乐餐饮指数较 21 年同期恢复值	20
图 20：小麦大豆等主要原材料价格走势（单位：元/吨）	20
图 21：肉类价格走势（单位：元/公斤）	20
图 22：生猪价格 21Q3 以来确定低位	21
图 23：能繁母猪存栏量 21 年 6 月为高位，对应今年 Q1 为生猪供给高点即猪价低点，下半年猪价预计逐渐走高	21
图 24：双汇发展股价回顾	21
图 25：展望下半年，中美生猪价差有望随中国猪价上升而走扩，为冻肉转卖盈利提供机会	22
图 26：绝味半年度门店数量及净开店：保持稳健拓店速度	23
图 27：煌上煌半年度门店数量及净开店：21H2 开始净关店	23
图 28：卤制品企业单店收入（万元）：对比 19 年情况，绝味稳定性远高于煌上煌	23
图 29：卤制品主要公司股价回顾	24
图 30：烘焙原料主要公司股价回顾	25
表 1：各板块营收及利润增速情况	7
表 2：食品主要公司持仓情况	10

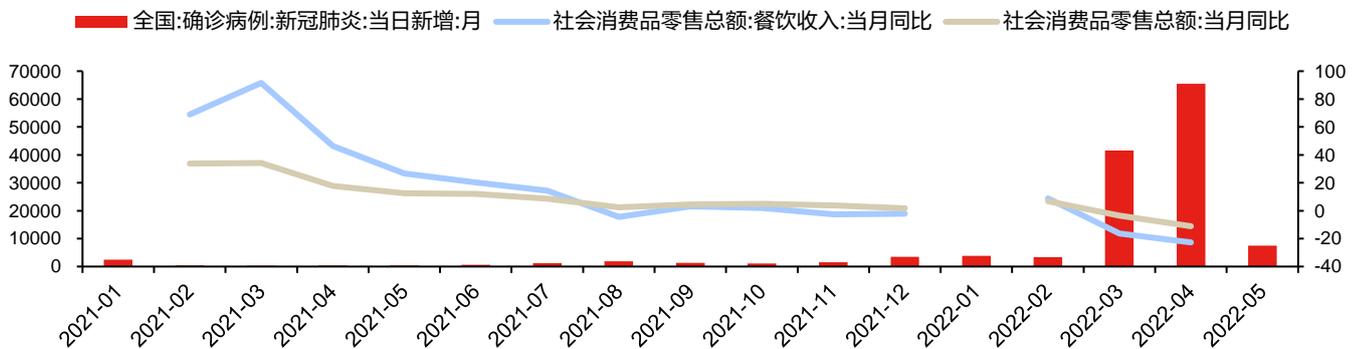
表 3：本轮疫情快递量同比增速、客运量总计同比增速放缓程度相较于 20 年初疫情更明显（%）	11
表 4：各板块营收及利润增速情况	12
表 5：调味品重点公司营收及利润情况	14
表 6：调味品重点公司毛利率及销售费用率情况	14
表 7：休闲食品重点公司营收及利润情况	16
表 8：休闲食品重点公司毛利率及销售费用率情况	17
表 9：速冻食品公司营收及利润情况	18
表 10：速冻食品公司毛利率、销售费用率和净利率情况	19
表 11：肉制品重点公司营收及利润情况	21
表 12：肉制品重点公司毛利率及销售费用率情况	21
表 13：卤制品重点公司营收及利润情况	23
表 14：卤制品重点公司毛利率及销售费用率情况	23
表 15：烘焙原料重点公司营收及利润情况	25
表 16：烘焙原料重点公司毛利率及销售费用率情况	25

## 一、食品行业复盘与展望

### 1.1、基本面回顾：疫情反复影响需求复苏，行业成本压力大

**2021年下半年行业需求在疫情影响下呈波折中弱复苏态势；22年1-2月呈现复苏状态，社零数据好于预期，3月后因疫情冲击，复苏进程受阻。**21年下半年社零增速相较于上半年有所放缓，7-12月社零总额同比分别为8.5%/2.5%/4.4%/4.9%/3.9%/1.7%vs21年4-6月分别为17.7%/12.4%/12.1%，增速放缓主因疫情反复、疫情防控升级、汛情等；22年1-2月行业需求恢复好于预期，1-2月社零总额同比+6.7%，增速环比提升5.0pct；3月后因各地疫情发散，需求复苏进程受阻，社零增速降幅明显，3-4月社零总额同比分别为-3.5%/-11.1%。

图 1：社零数据及新冠确诊病例情况（人，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

**基本面表现：1) 收入端**，因今年春节提前、部分公司 21 年四季度提价后刺激渠道提前囤货、基数效应等，行业 21Q4 营收增速环比增加，22Q1 有所回落。分板块看，21Q4+22Q1 营收增速呈现出**基调、速冻、烘焙>卤制品、休闲食品>0>复合调味品、肉制品**；**基调、速冻、烘焙**因需求偏刚性、下游景气度高等因素收入增速相对稳健；**复调、肉制品**因肉价低迷、行业竞争加剧、行业需求疲软收入增速有所放缓。**2) 利润端**，行业整体面临较大成本压力，22Q1 利润增速均呈现不同程度的下滑，**速冻>肉制品>0>基调、复调>休闲食品>卤制品、烘焙**；速冻因前期高价猪肉库存消化、报表端肉类成本呈下降趋势、Q4 提价传导成本压力，肉制品因低猪价贡献成本红利，利润增速相对稳健；卤制品因开店补贴等费用投放的大幅增加、烘焙业务因原材料成本上涨，利润有所承压。

表 1：各板块营收及利润增速情况

	营业收入同比增长						归母净利润同比增长				
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	21Q4+22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
基调	22.9%	-6.1%	1.7%	21.9%	4.3%	12.5%	18.8%	-20.9%	-16.0%	11.3%	-8.5%
复调	46.7%	-9.0%	-21.7%	-15.7%	13.1%	-3.6%	12.3%	-75.8%	-65.2%	60.5%	-3.3%
休闲食品	-2.3%	-6.6%	5.5%	15.6%	0.9%	7.8%	25.3%	-82.2%	-14.4%	12.8%	-19.8%
卤制品	31.4%	12.3%	9.2%	11.3%	5.6%	8.3%	136.5%	14.8%	54.3%	-109.6%	-58.5%
速冻食品	24.3%	10.1%	12.9%	14.7%	9.2%	12.1%	3.8%	-50.6%	0.5%	-6.9%	34.4%
烘焙食品	76.6%	42.3%	20.7%	18.5%	2.8%	10.9%	133.5%	7.5%	-13.6%	-21.4%	-41.5%
肉制品	4.1%	-11.7%	-16.8%	-13.3%	-24.7%	-19.0%	-1.6%	-30.5%	-51.7%	7.3%	1.3%

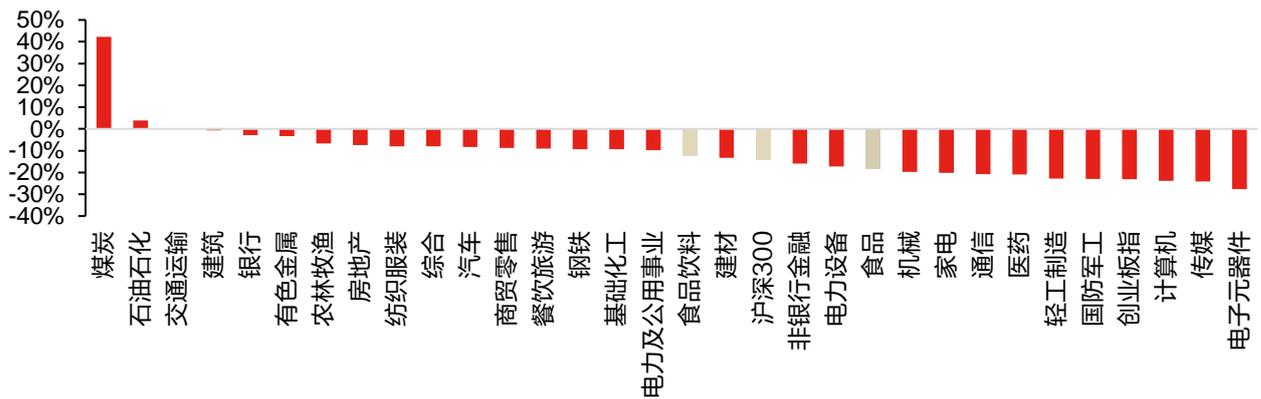
数据来源：Wind，东方证券研究所

注：1）各板块主要公司选取如下：基调（海天、中炬、干禾、恒顺、安琪、涪陵榨菜），复调（天味、日辰、仲景），休闲食品（良品、松鼠、盐津、来伊份、洽洽、桃李、好想你），卤制品（煌上煌、绝味），肉制品（双汇），速冻（三全、安井、海欣、惠发、味知香、巴比、广酒、干味），烘焙（立高、佳禾、海融、南侨），后同。2）计算方式为各板块取总额再算同比增速

## 1.2、股价表现：22 年股价持续回调，个股表现有所分化

股价表现看，板块股价自 2022 年起持续下跌，因俄乌冲突爆发、大宗商品上涨、疫情反复、需求疲软等因素，市场整体情绪较为悲观；4 月初伴随北向资金流入、全国医疗队驰援上海、新增确诊无症状感染者见顶，市场信心有所提振，板块暂时性反弹，但后续疫情控制不确定性因素增加，板块回调；6 月后受上海复工复产催化，板块有所反弹。分子板块看，肉制品受益于成本红利，前期下跌幅度最低且在后期持续跑赢；速冻因受疫情催化、预制菜概念升温、年报及一季报超预期在 4 月后持续反弹。22 年截至 6 月 10 日，肉制品、其他食品、休闲食品、速冻食品、调味品板块分别下跌 9.1%、19.2%、21.7%、16.3%、19.1%。

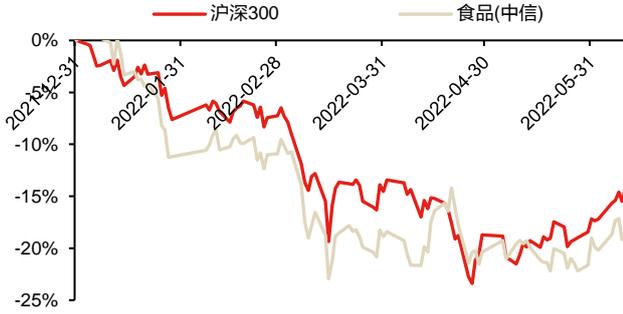
图 2：22 年初至今各板块涨跌幅（截至 2022 年 6 月 10 日）



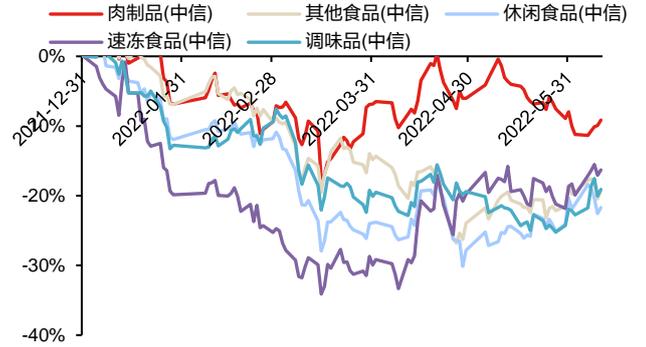
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2022 年以来食品板块涨跌幅（截至 2022 年 6 月 10 日）

图 4：22 年初至今食品子板块涨跌幅（截至 2022 年 6 月 10 日）



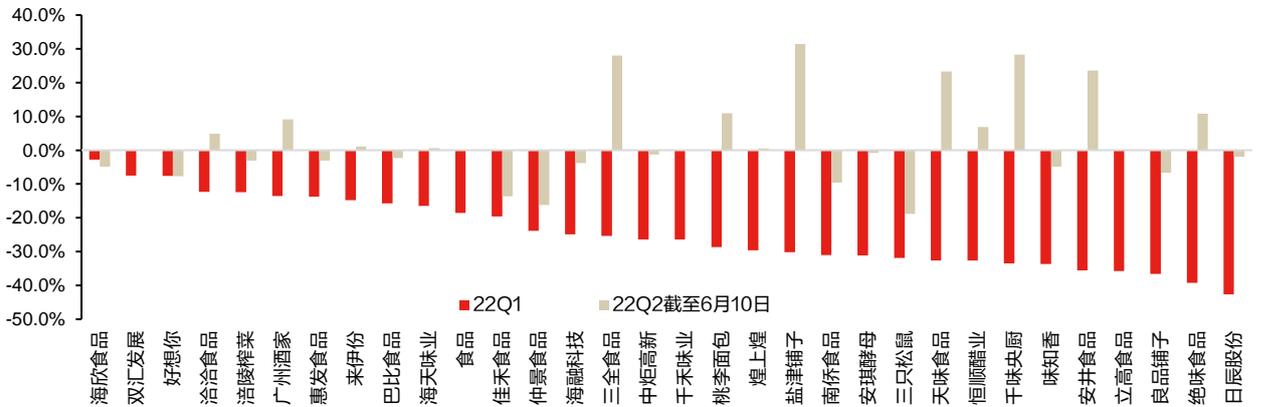
数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：Wind，东方证券研究所

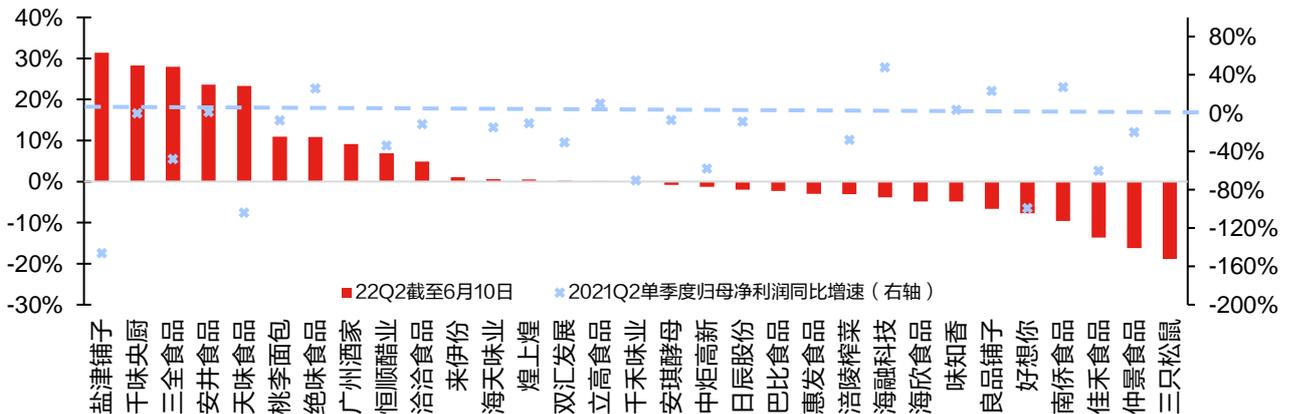
个股层面看，22Q1 因原材料成本持续上涨，疫情反复、消费疲软背景下市场对提价传导预期降低，对成本回落确定性强/成本上涨可控的标的关注度有所增加，双汇、洽洽、涪陵榨菜下跌幅度较低；22Q2 后，以下三类标的市场关注度有所增加，涨幅较大：1) 疫情散发背景下居家消费受益个股，如速冻、休闲食品相关标的；2) 年报及一季报超预期个股，如三全、天味、干味等；3) 前期股价跌幅较大、21Q2/Q3 低基数的个股如盐津以及前期股价跌幅较大、疫情缓解背景下有望迎边际改善的个股如绝味等。

图 5: 食品板块主要个股涨跌幅情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6: 食品板块主要个股 22Q2 截至 6 月 10 日涨跌幅与基数效应



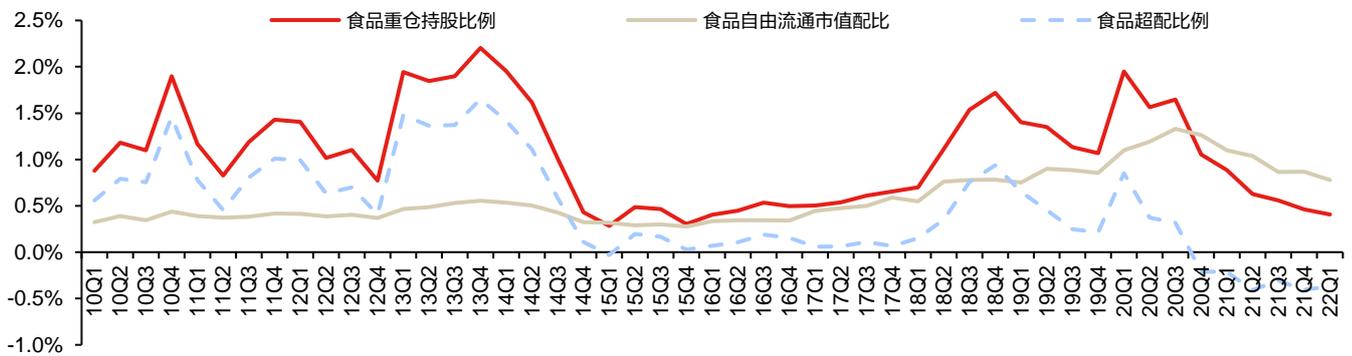
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 1.3、资金回顾：重仓比例持续下降，超配处历史低位

从资金配置来看，食品板块主要公司自 21 年起重仓持股比例持续下降，超配比例处于 10 年以来历史低位。从公募基金十大重仓股统计来看，洽洽食品、涪陵榨菜、海天味业、安井食品、双汇发展、安琪酵母、绝味食品、中炬高新、桃李面包、广州酒家为 22Q1 食品板块内重仓基金最多的 10 只个股，其中洽洽、涪陵榨菜、安井、双汇 22Q1 重仓基金数有所增加，海天、安琪、绝味、中炬、桃李、广酒重仓基金数减少。

图 7：食品主要公司重仓持股比例与超配比例



数据来源：Wind，东方证券研究所；注：标的选取参见表 1

表 2：食品主要公司持仓情况

	进入前十大重仓基金数 (家)			季报持仓变动(万股)		重仓股市值相对全行业比例			持股占流通股比(%)		
	21Q3	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q3	21Q4	22Q1	21Q3	21Q4	22Q1
洽洽食品	43	71	86	802.9	783.5	0.012%	0.029%	0.042%	1.9	3.4	5.0
涪陵榨菜	7	37	71	970.7	1175.3	0.001%	0.011%	0.023%	0.2	1.3	2.6
海天味业	52	62	57	-417.7	-146.7	0.139%	0.116%	0.106%	1.1	1.0	0.9
安井食品	85	50	53	-1755.5	1614.7	0.167%	0.061%	0.098%	12.8	5.5	12.1
双汇发展	18	41	51	2841.0	1845.1	0.016%	0.043%	0.061%	1.4	3.3	4.6
安琪酵母	28	78	35	1737.1	-2975.4	0.053%	0.089%	0.032%	4.5	6.6	3.0
绝味食品	51	51	19	-3629.8	-2120.6	0.131%	0.067%	0.019%	11.9	5.9	2.5
中炬高新	8	34	17	909.5	-461.4	0.004%	0.014%	0.008%	0.6	1.7	1.1
桃李面包	12	19	15	-219.3	-43.7	0.013%	0.011%	0.008%	1.7	1.5	1.4
广州酒家	7	11	10	-143.4	274.5	0.003%	0.002%	0.004%	0.9	0.6	1.1
千禾味业	6	19	9	422.4	-252.7	0.002%	0.005%	0.003%	0.5	1.1	0.7
巴比食品	7	1	4	-195.2	86.3	0.002%	0.000%	0.001%	3.4	0.2	1.2
日辰股份	1	4	3	112.6	-92.8	0.000%	0.002%	0.000%	0.1	3.4	0.7
天味食品		2	2	64.0	257.6		0.000%	0.002%		0.3	1.7
仲景食品	2	1	2	0.0	1.0	0.000%	0.000%	0.000%	0.1	0.1	0.1
三全食品	3	13	2	830.9	-822.6	0.000%	0.005%	0.000%	0.1	1.4	0.1
盐津铺子		1	2	1.1	24.7		0.000%	0.000%		0.0	0.2
好想你	1	3	2	258.6	-56.5	0.000%	0.001%	0.001%	0.5	1.2	1.1
立高食品	65	11	1	-106.4	-94.4	0.009%	0.003%	0.000%	5.6	2.6	0.1
恒顺醋业	3	4	1	43.6	-72.1	0.000%	0.000%	0.000%	0.0	0.1	0.0
千味央厨	8	6	1	88.5	-82.0	0.000%	0.002%	0.000%	0.4	4.6	0.8

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、中期展望及投资策略：短看业绩确定性及边际改善，中长期把握优质企业估值回调后的布局机会

### 2.1、中期展望：报表节奏演绎类 20 年初疫情，但行业压力加大

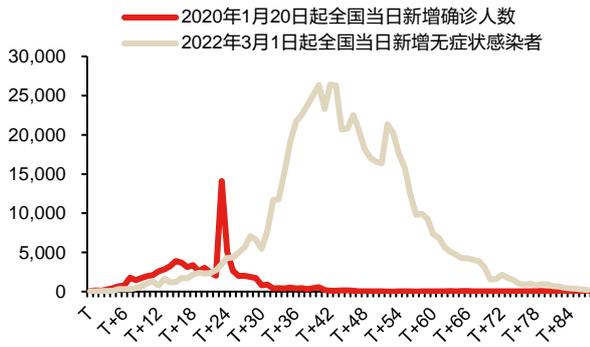
22 年 4-5 月全国各地疫情发散，行业需求受阻，6 月后伴随上海逐步复工复产，北京、上海等地出台刺激消费政策，形势逐步转好。我们以 20 年初疫情作为参考，对 22Q2 及 22H2 进行展望。

**对比 20 年初疫情，本轮疫情呈现出以下特征：1) 持续时间更长。**20 年初疫情发生在春节期间（2020 年 1 月 24 日-2020 年 2 月 2 日），1 月 23 日武汉封城，全国当日新增确诊人数在 2 月 12 日见顶，后逐步回落，3 月 6 日后全国每日新增确诊人数基本控制在 100 以内，持续时间 45 天左右；本轮疫情自 3 月 1 日起逐渐发散，全国当日新增确诊无症状感染者在 4 月 10 日见顶，后逐步回落，5 月底开始每日新增无症状感染者人数逐步得到控制，持续时间 90 天左右，约为 20 年初疫情的两倍；且若考虑对工作日的影 响，本轮疫情影响更甚，因 20 年初疫情和春节假期有部分重叠。**2) 影响范围更广，①确诊人数更多**，本轮当日新增无症状感染者最高达 2.6 万人，20 年初最高达 1.4 万人；**②涉及区域更广**，本轮疫情先后在广东、天津、吉林、北京、上海等多地反弹，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

而 20 年初疫情集中在湖北地区爆发；3) 对物流的影响更严重：因①持续时间更长、涉及区域更广；②上海为物流重要通道，根据 G7 物联平台，全国与上海有密集货运往来的地级市有 218 个，占全国 293 个地级市的 74.4%；从数据来看，2022 年 4 月 12 日全国合计收费站关闭数达 517 个；本轮疫情后快递量同比增速、客运量总计同比增速放缓程度相较于 20 年初疫情更明显。

图 8：本轮疫情确诊人数及 20 年初疫情确诊人数



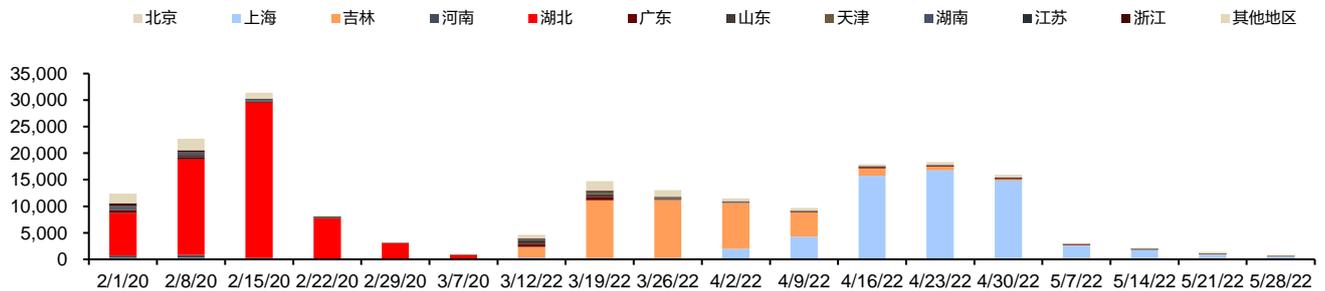
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：2022 年 4 月 12 日收费站关闭数（个）

省份	收费站关闭数	省份	收费站关闭数
辽宁	173	黑龙江	6
江苏	129	广西	6
陕西	74	青海	6
内蒙古	33	北京	4
山西	24	安徽	3
吉林	21	河北	2
湖北	17	湖南	2
贵州	15	广东	2
合计	517		

数据来源：交通运输部，东方证券研究所

图 10：全国当日新增新冠确诊病例（周合计）



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：本轮疫情快递量同比增速、客运量总计同比增速放缓程度相较于 20 年初疫情更明显（%）

	19 年 11 月	19 年 12 月	20 年 1 月	20 年 2 月	20 年 3 月	20 年 4 月	20 年 5 月
快递:当月同比	21.50	24.30	-16.40	0.20	23.00	32.10	41.10
货运量总计:当月同比	5.60	5.10	-17.00	-29.90	-13.00	-2.10	0.40
客运量总计:当月同比	-1.60	-3.30	-10.10	-88.30	-73.00	-60.20	-49.30
	21 年 10 月	21 年 11 月	21 年 12 月	22 年 1 月	22 年 2 月	22 年 3 月	22 年 4 月
快递:当月同比	20.80	16.50	10.70	3.30	49.70	-3.10	-11.90
货运量总计:当月同比	2.70	0.20	2.45	-3.40	15.14	-2.15	-9.87
客运量总计:当月同比	-32.20	-41.10	-33.59	-17.29	-1.28	-43.55	-59.72

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

从 20 年各板块的报表节奏看：1) 调味品板块 20Q1 因发货受阻、复工复产延迟、餐饮消费受限等因素营收增速放缓，Q2 后伴随供给端与需求的双轮修复、渠道的补库存需求增加，收入增速有所加快；2) 速冻板块受益于居家消费场景增加，零售渠道对冲餐饮渠道下滑，Q1 收入增速表现较为稳健，3 月疫情逐步得到控制后，餐饮有所恢复、C 端需求仍保持旺盛、渠道补库存需求增加等多重因素影响下，Q2 营收增速有所加快；3) 休闲食品 Q1 面临供给端发货受阻、复工复产延迟但需求旺盛、终端动销良好等多方影响，存在库存周期的企业如盐津、洽洽因供应端受阻 Q1 报表端收入增速并未完全体现旺盛的终端需求，但渠道库存在加速去化，Q2 伴随供给端恢复以及渠道进行补库，收入增速加快；库存周期较短的企业如桃李面包，终端需求向报表传导较快，Q1 营收增速较快，Q2 营收增速有所放缓；4) 卤制品因线下客流下滑、消费场景缺失，Q1 营收增速有所下滑，但龙头公司在疫情背景下逆势开店，Q2 后伴随疫情逐步得到控制以及逆势开店效果逐渐得到显现，收入端增速有所反弹。

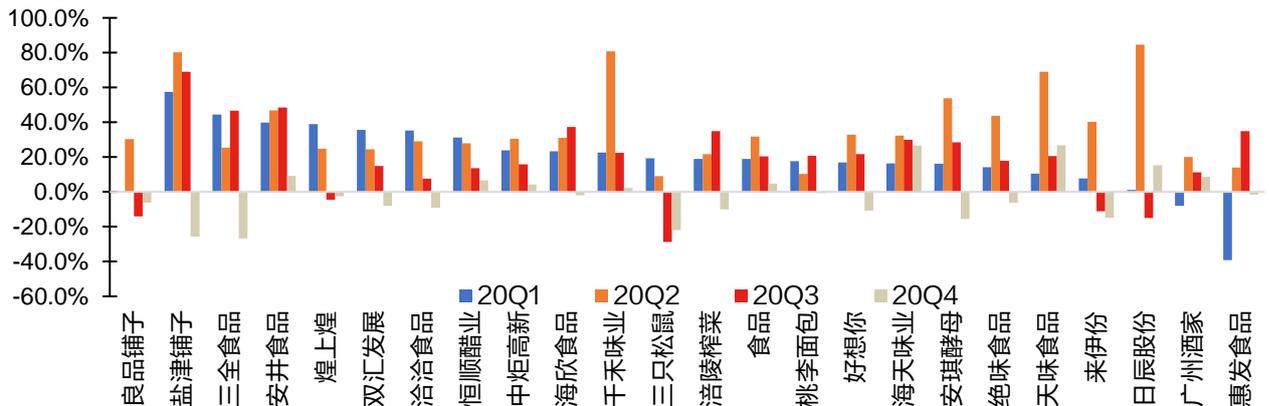
表 4：各板块营收及利润增速情况

	营业收入同比增长				归母净利润同比增长			
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
基础调味品	5.9%	22.6%	15.6%	15.9%	11.6%	39.1%	19.5%	23.0%
休闲食品	9.7%	4.7%	-9.2%	-18.8%	-5.0%	564.5%	28.0%	18.6%
卤制品	-2.8%	8.3%	7.2%	9.7%	-47.7%	4.2%	11.2%	17.6%
速冻食品	12.3%	28.7%	24.1%	15.9%	162.3%	183.1%	68.3%	59.8%
肉制品	46.9%	39.3%	17.1%	-1.0%	14.5%	43.0%	22.9%	-11.9%

数据来源：Wind，东方证券研究所

从股价表现看，20Q1 在疫情散发背景下，市场对业绩确定性的偏好增加，疫情受益板块如休闲食品、速冻板块获得较大涨幅，对餐饮、消费场景依赖度较高的标的如绝味、日辰等股价涨幅相对较低；20Q2 看，一方面，速冻板块、休闲食品等标的业绩确定性预期延续，涨幅仍然较大，另一方面，在边际修复的预期下，日辰、绝味等标的股价反弹。

图 11：食品板块主要个股涨跌幅情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

展望 22Q2 及下半年，我们认为报表节奏演绎类 20 年初，但行业压力有所加大。1) 展望 22Q2，结合渠道调研，速冻、休闲食品在疫情影响下 Q2 收入增速有望保持稳健，调味品、卤制品收入端存在一定压力；展望 22 年下半年，伴随疫情逐步得到控制、消费场景修复以及渠道的补库需求

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

等，我们认为卤制品、速冻、休闲食品板块或与 20Q2 表现类似，收入增速有望保持稳健，而调味品因当前渠道库存水平仍处于较高位置，需求回暖传导至报表收入的时间点仍有待确认。2) 相较于 20 年初疫情，我们认为本轮疫情背景下行业压力有所加大，①因本次封控时间更长、影响范围更广、物流受阻更明显，行业整体受疫情影响程度甚于 20 年初疫情；②我们认为本轮修复会更加缓慢，因 2 年疫情影响下消费者信心受损严重（22 年 4 月消费者信心指数跌至历史低点）且奥密克戎病株的传播率更强，修复的不确定性因素更高；③原材料价格持续上涨，行业成本压力仍然较大。

图 12：消费者信心指数



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2、投资策略：短看业绩确定性及边际改善，中长期把握优质企业估值回调后的布局机会

站在当下时间，短期维度，我们建议把握业绩确定性及边际改善两条主线；中长期维度，部分公司因暂时性的因素业绩有所承压，估值回落，安全边际充分，但公司成长逻辑清晰，且在行业压力下积极进行调整，本身竞争力得到强化，建议把握中长期布局机会。

### ➢ 短期维度，我们建议把握业绩确定性及边际改善两条主线

1) 业绩确定性角度：因当前行业成本压力普遍较高，需求疲软、疫情反复背景下提价落地情况、提价传导速度不确定性仍然较大，建议首先关注成本回落确定性强/成本上涨可控且收入端相对稳健的标的，建议关注双汇发展、洽洽食品、涪陵榨菜。

2) 边际改善角度：①消费复苏/复工复产相关标的：在择股时需考虑 BC 端占比、对场景的依赖度、需求回暖到收入报表端的传导速度及传导杠杆——传导速度看渠道周期、当前渠道库存水平以及公司的渠道政策，传导杠杆看消费量弹性（如卤制品消费量弹性较大，消费者一周可以消费 1 份也可以消费 N 份，伴随适度的市场策略，行业因疫情损失的消费量有望在后期得到部分回补；而调味品消费量弹性较小，消费者一周的消费量固定，行业因疫情损失的消费量在后期回补难度较大），基于以上角度，建议关注绝味食品，安井食品；②基本面因素转好、基数效应下报表增速有望改善的标的，建议关注天味食品、盐津铺子。

### ➢ 中长期维度建议把握优质企业估值回落下的中长期布局机会

1) 建议关注成长逻辑清晰、行业压力下公司竞争能力得到强化的个股，如干味央厨，立高食品，味知香。

2) 估值回落下行业龙头的中长期布局机会，建议关注安琪酵母、海天味业。

### 三、食品子板块投资策略

#### 1、调味品行业：板块整体承压，趋势性拐点仍有待确认

##### 1.1、21 年报及 22Q1 回顾：收入及利润双重承压

**21Q4 及 22Q1 行业整体面临较大压力，收入端看**，因今年春节提前、部分公司 21 年四季度提价后刺激渠道提前囤货、基数效应等原因 21Q4 营收增速环比增加，22Q1 营收增速有所回落。21Q4+22Q1 合并看，若剔除非调味品主业贡献收入，行业整体收入增长有所放缓；**利润端看**，尽管各调味品企业均于 21Q4 进行提价，但因促销过渡、需求疲软等原因，提价尚未完全传导至报表端，毛利率环比改善尚不明显，成本持续上涨背景下，行业利润端仍有压力。

表 5：调味品重点公司营收及利润情况

	营业收入同比增长						归母净利润同比增长				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q4+22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
海天味业	21.7%	-9.4%	3.1%	22.9%	0.7%	10.5%	21.1%	-14.7%	2.8%	7.2%	-6.4%
中炬高新	9.5%	-24.9%	-12.7%	29.7%	6.6%	18.4%	-15.2%	-57.9%	-59.2%	68.9%	-9.5%
千禾味业	32.9%	-7.2%	11.1%	21.0%	0.9%	10.9%	-43.3%	-70.1%	-1.2%	-594.2%	38.5%
恒顺醋业	11.0%	6.3%	-34.2%	-6.0%	10.6%	1.9%	3.9%	-33.8%	-91.1%	-118.7%	-2.1%
安琪酵母	29.6%	12.5%	13.2%	22.9%	14.1%	18.4%	45.7%	-7.2%	-35.2%	-19.1%	-29.3%
涪陵榨菜	46.9%	-10.8%	1.3%	18.7%	-2.9%	5.8%	22.7%	-27.6%	-39.1%	45.7%	5.4%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 6：调味品重点公司毛利率及销售费用率情况

	毛利率		同比变动		销售费用率		同比变动		毛销差同比变动	
	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1
海天味业	38.1%	38.2%	-3.7%	-2.8%	4.3%	5.4%	4.9%	-0.3%	-8.7%	-2.5%
中炬高新	38.5%	32.3%	1.1%	-3.2%	6.6%	8.8%	-0.8%	0.1%	1.9%	-3.3%
千禾味业	37.9%	35.0%	8.6%	-8.4%	12.7%	15.1%	7.5%	-10.6%	1.1%	2.3%
恒顺醋业	33.4%	37.9%	-6.4%	-1.5%	23.2%	12.1%	10.3%	-0.4%	-16.7%	-1.1%
安琪酵母	21.8%	26.7%	3.6%	-6.6%	6.4%	6.7%	9.7%	0.5%	-6.2%	-7.1%
涪陵榨菜	36.1%	52.4%	-23.6%	-7.7%	-7.9%	17.9%	-25.9%	-6.3%	2.2%	-1.4%

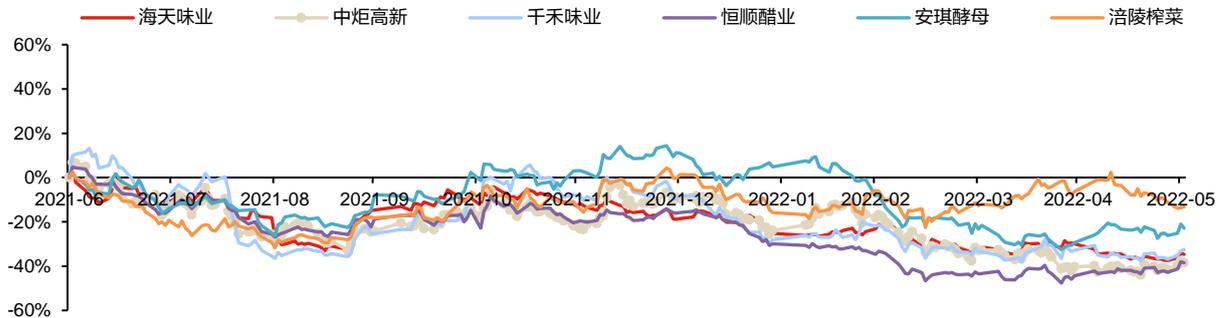
数据来源：Wind，东方证券研究所；注：1) 运费从销售费用结转至营业成本或对结果产生影响；2) 同比变动指毛利率、销售费用率、毛销差的同比变化幅度，后同；

##### 1.2、股价回顾：从“提价标的”转向“成本回落确定性强”标的

从股价复盘来看，自 21 年 9 月起伴随以安琪、海天为首的企业提价逐步落地，板块股价有所回升，其中，安琪因提价节奏紧凑、市场预期提价落地最为顺利，股价涨幅最高，但后续因行业需求疲软，市场对提价传导的预期有所降低，对成本回落确定性强的标的关注度增加，涪陵榨菜股价有所回升，走出独立行情。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 13：调味品主要公司股价回顾



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 1.3、中期展望：行业压力仍然较大，拐点仍有待确认

展望 2022Q2 及下半年，收入端看，伴随疫情逐步得到控制以及夏季消费旺季到来，需求端情况有望环比好转，但当前行业库存仍处于高位，需求端回暖到报表端的传导仍需等待，后续建议跟踪渠道库存去化情况及各调味品企业的渠道政策。利润端看，当前成本仍处于高位，下行拐点仍有待确认，行业压力仍然较大。

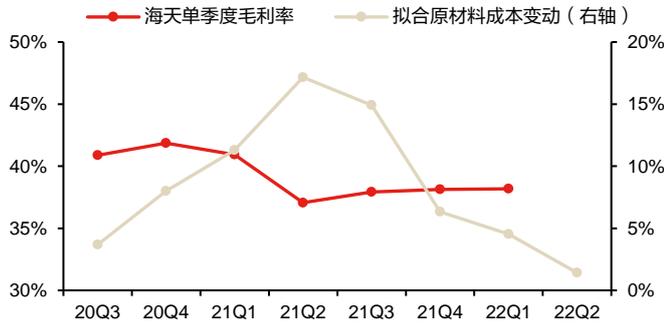
#### 重点公司更新：

**海天味业：**收入端看，22Q4+22Q1 公司因疫情反复、消费疲软等，增速有所放缓，且当前公司渠道库存仍处于高位，伴随 Q2 起疫情逐步得到控制、需求回暖、基数效应等，预计 22Q2 公司营收增速环比加快。利润端看，一方面，公司因提价后促销过度、春节动销旺季促销力度加大，提价效应并未完全显现，后续提价效应逐步显现后有望贡献利润增量；另一方面，当前原材料成本仍处于高位，尽管公司有望通过降本增效等方式对冲，但压力仍然较大。当前公司估值有所回落，建议把握中长期布局机会。

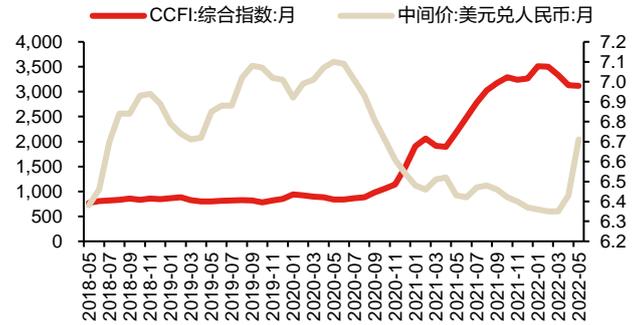
**安琪酵母：**短期维度，1) 外部因素方面，伴随年内人民币贬值、海运成本有所回落，公司利润端压力环比 22Q1 有所缓解；此外，Q2 存在一定小包装行情，对公司营收和利润有边际贡献；2) 报表节奏方面，①收入端：21Q4 及 22Q1 公司因提价幅度过大、提价节奏较快、主动缩减低价产品销售等原因，酵母主业增速放缓，但我们认为此为暂时性的报表节奏失衡，且当前公司亦采取了一些市场操作进行辅助，后续仍有望恢复至正常的增长中枢。②利润端：利润增速因基数效应有望呈现逐季改善。中长期维度，公司酵母同心圆多元化发展思路清晰，成长逻辑清晰，尽管短期内因成本上涨、消费疲软、前期提价幅度过大扰乱正常的增长节奏，业绩有所承压，但伴随内外部因素逐步回归正常，公司营收及利润有望恢复至正常增长中枢。当前公司估值已有所回落，市场悲观预期充分反映，对比历史估值及历史上的盈利情况，安全边际充分，建议把握布局机会。

图 14：海天单季度毛利率及拟合原材料成本变动

图 15：海运成本和人民币汇率



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：根据各原材料成本占比及变动情况拟合原材料成本变动，其中大豆、白砂糖考虑到发酵周期取前 2 个季度的成本变动情况，玻璃、塑料取当季度成本变动情况



数据来源：Wind，东方证券研究所；

## 2、休闲食品行业：各公司表现有所分化，看好公司改革效果逐渐显现

### 2.1、21 年报及 22Q1 回顾：各公司表现有所分化

**各公司表现有所分化。收入端看**，各休闲食品企业因渠道结构、产品结构、发展战略等不同，呈现一定分化态势，洽洽食品受益于今年春节返乡人数增加、送礼需求增加，21Q4+22Q1 合计营收增速达 17.1%；盐津铺子 21H1 因社区团购分流商超客流、直营渠道负责人调整、新品/新渠道尚处于培育期等原因，营收增速有所放缓，21Q3 起伴随公司变革效果逐步显现，营收增速有所改善，21Q4+22Q1 合计营收增速达 10.1%；良品铺子对线上渠道持续实施精细化运营，优化经营策略，线下团购业务发力，21Q4+22Q1 合计营收增速达 15.4%；桃李面包受益于提价效应、华东地区放量等营收增速有所增加，21Q4+22Q1 合计营收增速达 7.1%；三只松鼠线上渠道受流量分化影响、线下仍处于调整期且受疫情影响，增速放缓。**利润端看**，行业整体面临一定成本压力，但洽洽、桃李通过提价对冲成本压力，利润率相对保持稳定。

表 7：休闲食品重点公司营收及利润情况

	营业收入同比增长						归母净利润同比增长				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q4+22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
盐津铺子	27.4%	-1.9%	15.3%	24.7%	-2.9%	10.0%	43.4%	145.9%	-51.0%	37.9%	-25.2%
洽洽食品	20.2%	-12.7%	10.7%	28.3%	3.9%	17.1%	32.7%	-11.4%	13.8%	21.5%	5.2%
良品铺子	34.8%	8.6%	11.9%	16.5%	14.3%	15.4%	16.1%	23.2%	20.0%	-142.2%	-8.9%
三只松鼠	7.6%	-13.6%	-8.6%	5.4%	-15.9%	-7.1%	67.6%		18.3%	-184.0%	-48.7%
桃李面包	0.3%	13.9%	5.6%	5.1%	9.4%	7.1%	-16.3%	-7.5%	-25.8%	-0.9%	-3.0%

数据来源：Wind，东方证券研究所

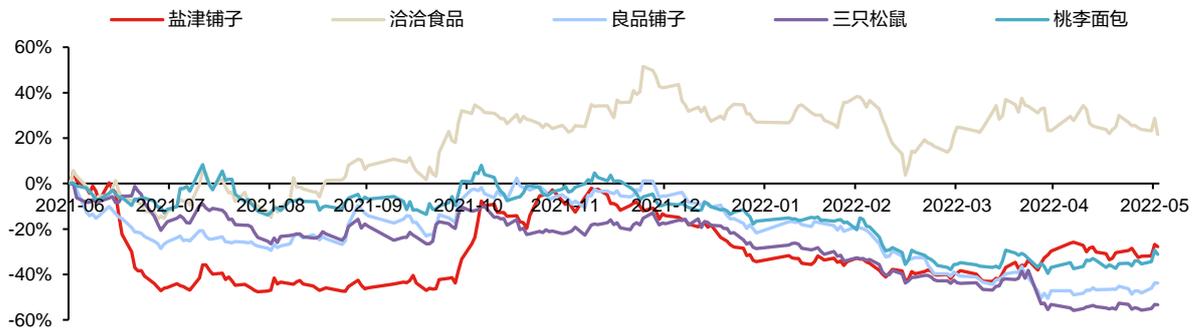
**表 8：休闲食品重点公司毛利率及销售费用率情况**

	毛利率		同比变动		销售费用率		同比变动		毛销差同比变动	
	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1
盐津铺子	25.5%	38.6%	-22.0%	-5.4%	7.5%	20.1%	-18.3%	-1.9%	-3.7%	-3.5%
洽洽食品	33.4%	30.9%	5.2%	0.2%	12.4%	9.2%	5.6%	-0.1%	-0.4%	0.3%
良品铺子	20.2%	26.3%	-7.8%	-4.9%	15.3%	18.3%	-2.0%	-2.8%	-5.8%	-2.0%
三只松鼠	25.9%	29.6%	10.8%	-1.8%	22.4%	22.1%	12.1%	3.9%	-1.3%	-5.7%
桃李面包	26.4%	25.6%	31.5%	-0.9%	8.5%	8.4%	32.2%	-0.8%	-0.7%	-0.2%

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2、股价回顾：行业股价有所回落，洽洽因业绩确定性强走出独立行情

股价复盘看，自 21 年 10 月起，伴随洽洽提价落地，行业板块股价整体有所回升；盐津因自 21Q3 起改革效果逐步显现，报表收入增速、利润率逐渐恢复至正常的中枢，股价有所反弹。22 年 3 月后，因俄乌局势爆发、外资流出等因素，板块股价有所回落，4 月起松鼠、良品因盈利承压，股价有所回落，而洽洽因业绩确定性较强股价有所反弹，走出独立行情。

**图 16：休闲食品主要公司股价回顾**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.3、中期展望：看好公司改革效果逐渐显现

展望 2022Q2 及下半年，收入端看，20 至 21 年在行业压力下各企业对渠道及产品端积极进行改革，我们预计改革成果将在 22 年逐渐显现，建议持续跟踪公司的改革成果，关注改革成果超预期个股；利润端看，行业内各企业利润率表现或有所分化，部分企业受益于提价、原材料成本上涨幅度有限、大单品放量带来规模效应等因素，利润率有望保持稳定；部分企业或因原材料成本上涨、渠道/产品结构调整等，利润率有所承压。

### 重点公司更新

**洽洽食品：**1) 短期维度，收入端看，葵花子品类受益于疫情下居家消费场景增加，增速有望保持稳健；坚果品类或因送礼需求减少、收入预期变化等受到一定影响，但整体而言，伴随基数效应衰退，预计公司 22Q2 营收增速环比加快；利润端有望保持平稳，因提价对冲成本上涨等负面影响。2) 中长期维度，公司发展战略清晰，23 年瓜子/坚果/休闲食品含税营收目标 60/30/10 亿，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

各品类成长路径清晰，公司在 21 年推进组织架构调整，调整后经营更加灵活、部门之间协同性更高，渠道推力、市场反应速度有所增强，公司亦在推进数字化终端的建设，为公司未来增长持续赋能。建议持续关注。

**盐津铺子：**21 年公司应对后疫情时代渠道变革等外部环境进行积极调整，1) 渠道上加快推动经销模式、流通渠道发展及渠道下沉、对店中岛投放模式结合当前渠道发展特点进行优化、积极拥抱专业零食渠道等；2) 产品上聚焦烘焙、薯片、深海零食、辣卤、果干五大品类，产品形式上推出定量及流通装产品；3) 组织架构及管理上结合发展战略优聘人才。我们认为公司战略变革打发充分结合行业特点（需求多元化、碎片化且易变；渠道碎片化）及自身供应链优势，反应管理层面对外部经营环境变化及内部优势的深度思考力，战略定位清晰，看好其中长期发展。公司自 21Q3 起连续三季度保持较为稳健的营收增速（22Q1 需结合 21Q4 看），且当前净利率已逐季度回升至历史中枢水平，经营拐点已初步确认，改革成果逐渐显现，建议持续关注。

### 3、速冻：盈利能力改善，静待 B 端需求复苏

#### 3.1、21 年报及 22Q1 回顾：疫情影响 B 端需求，盈利改善拐点已现

**疫情影响 B 端需求，收入增速略有放缓。**下半年以来多地局部疫情反复对 B 端餐饮需求造成扰动，而 C 端需求在上海疫情发生前尚未迎来催化，因此 21Q4 和 22Q1 速冻行业收入增速有所放缓。分公司看，安井由于并表新宏业和冻品先生因此整体收入仍稳健，但以小 B 端需求为主的火锅料主业增速受到疫情影响；三全收入增速较低主要由于持续优化产品和渠道结构，淘汰盈利能力较差的产品；千味央厨受益餐饮供应链发展趋势，收入保持较快增长，但亦受到餐饮需求影响；味知香由于疫情拖累 B 端批发渠道，收入增速有所放缓。

表 9：速冻食品公司营收及利润情况

	营业收入同比增长						归母净利润同比增长				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q4+22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
安井食品	47.3%	27.7%	34.9%	28.1%	24.2%	26.4%	97.8%	1.2%	22.4%	-16.1%	17.7%
三全食品	5.2%	-13.6%	-2.3%	8.2%	0.5%	3.8%	-31.7%	-47.6%	-9.0%	29.4%	48.4%
千味央厨	-	-	32.4%	14.9%	20.2%	17.3%	-	-	-18.1%	14.6%	44.8%
味知香	30.8%	31.9%	12.1%	20.3%	14.2%	17.2%	38.9%	3.5%	-1.4%	-2.9%	21.9%
惠发食品	85.6%	37.0%	4.5%	-5.8%	4.5%	-2.1%	106.9%	-427.6%	-216.2%	-610.3%	-8.3%
海欣食品	26.5%	-19.8%	-1.4%	-13.1%	-9.5%	-11.6%	-41.2%	-276.8%	-128.4%	-174.8%	51.1%
巴比食品	131.8%	39.7%	25.3%	26.0%	22.4%	24.4%	3.4%	365.7%	-69.0%	21.5%	-89.5%
广州酒家	28.7%	33.0%	10.2%	20.6%	11.5%	16.2%	289.6%	1135.5%	16.7%	9.5%	10.4%

数据来源：Wind，东方证券研究所

**成本压力整体企稳+提价传导顺畅，盈利能力修复超预期。**由于成本上涨、C 端需求回归常态、行业竞争加剧，速冻行业 2021 全年盈利能力承压，21Q3 为安井、三全扣非净利率全年低点，Q4 以来一方面虽然面粉、油脂等成本仍有上涨或维持高位，但猪肉价格仍位于底部，前期高价库存对报表成本的压力逐渐消退；另一方面安井、三全、千味等企业在 21 年 11 月以来的产品提价较

为顺利，传导成本压力，因此 21Q4 以来速冻企业盈利能力普遍得到改善，安井 21Q3-22Q1 扣非净利率分别为 3.5%/5.6%/7.6%，逐季环比改善，三全 21Q4 和 22Q1 扣非净利率均在 10%以上。

表 10：速冻食品公司毛利率、销售费用率和净利率情况

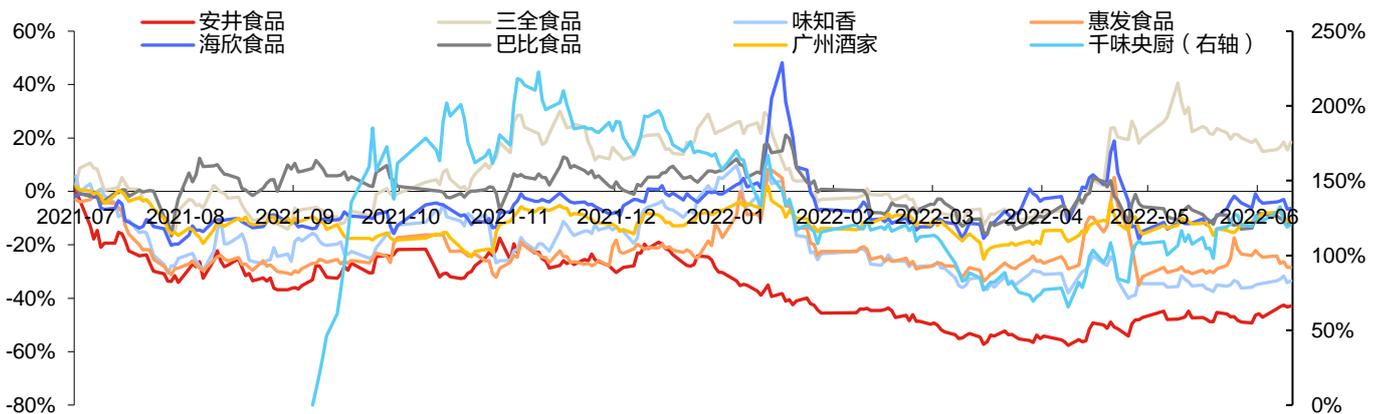
	毛利率		同比变动		销售费用率		同比变动		毛销差同比变动		扣非归母净利率				
	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
安井食品	22.4%	24.2%	0.5%	-2.3%	9.3%	10.3%	4.3%	-0.7%	-3.8%	-1.6%	8.3%	7.4%	3.5%	5.6%	7.6%
三全食品	30.0%	31.0%	20.9%	2.4%	10.3%	14.4%	20.2%	-1.8%	0.7%	4.2%	7.4%	6.3%	3.9%	13.0%	10.3%
千味央厨	23.6%	22.6%	1.1%	0.4%	3.1%	3.2%	0.0%	0.1%	1.1%	0.3%			6.2%	7.8%	6.8%
味知香	22.4%	24.8%	-6.8%	-4.3%	2.7%	4.1%	-3.0%	-2.2%	-3.8%	-2.0%			16.3%	14.2%	16.5%
惠发食品	14.7%	12.8%	-6.6%	-2.9%	9.6%	9.9%	2.6%	0.8%	-9.2%	-3.8%	-11.0%	-8.0%	-5.7%	-10.1%	-11.2%
海欣食品	22.0%	23.2%	-2.6%	0.1%	13.5%	9.8%	-0.2%	-2.7%	-2.3%	2.7%	2.7%	-14.8%	-2.0%	-1.5%	4.8%
巴比食品	28.1%	27.3%	8.4%	4.7%	5.9%	4.4%	8.1%	-7.6%	0.3%	12.2%	5.2%	13.0%	11.5%	12.7%	12.5%
广州酒家	36.4%	30.3%	-2.2%	1.3%	11.4%	9.5%	3.8%	0.7%	-6.0%	0.6%	6.7%	-2.5%	22.5%	10.8%	6.8%

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2、股价回顾：双重担忧导致回调，一季报后迎来修复

21 年下半年以来，由于需求端和成本端双重承压，速冻企业股价普遍调整较大，9 月之后随着提价预期升温有所反弹，Q3 盈利能力较 Q2 进一步承压，随后多地疫情不断、粮油等大宗商品价格上涨引发市场对收入和盈利能力拐点的进一步担忧，因此一季度板块出现第二轮大幅调整。随着年报一季报披露确认盈利能力拐点，板块迎来一定修复，三全由于盈利能力改善大超预期、C 端占比高受益于疫情，涨幅领跑板块。

图 17：速冻食品主要公司股价回顾（干味央厨对应右轴，其他为左轴）



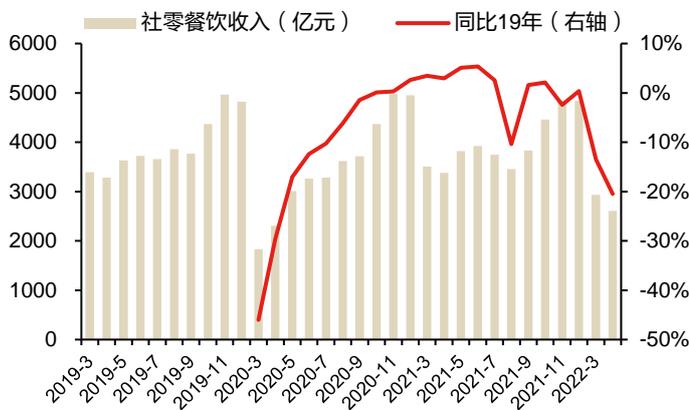
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.3、中期展望：疫情贡献 C 端弹性，餐饮链复苏后 B 端有望重回高景气

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

疫情带来 C 端盈利弹性，期待下半年 B 端需求复苏。收入端，上海等地疫情一方面对餐饮需求影响较大，但另一方面也催化了 C 端需求，情况类似于 20H1，部分 B 端渠道也能灵活调整面向 C 端销售，因此 Q2 以 B 端为主的安井、千味收入端有望保持稳健，以 C 端为主的三全则受益于疫情有望显著加速，下半年随着疫情企稳和消费力恢复，餐饮供应链有望迎来复苏，速冻行业 BC 两端成长渗透空间大，行业收入增长有望重回高增长。利润端，虽然面粉、油脂、大豆等部分原材料价格 Q1 以来高位震荡，但猪肉价格仍处于底部，同时去年底行业提价普遍传导较顺畅，因此成本压力可控，疫情之下 C 端促销折扣力度缩减也有助于盈利能力提升，因此三全在疫情红利和自身渠道产品改革双重催化下，有望在 Q2 释放较大利润弹性，安井、千味则有望在下半年更多受益于 B 端需求复苏。

图 18: 全国社零餐饮收入及较 19 年同期增速



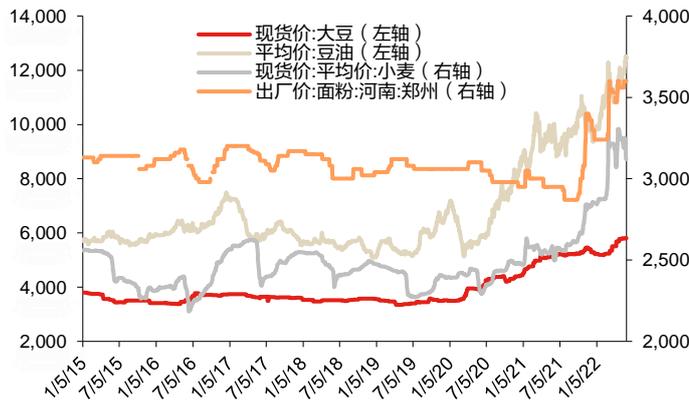
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 19: 深圳 2022 年娱乐餐饮指数较 21 年同期恢复值



数据来源：城市数据团，东方证券研究所

图 20: 小麦大豆等主要原材料价格走势（单位：元/吨）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 21: 肉类价格走势（单位：元/公斤）



数据来源：wind，东方证券研究所

## 4、肉制品：Q2-Q3 业绩加速同增将至，低估值凸显配置性价比

### 4.1、21 年报及 22Q1 回顾：业绩拐点初现，肉制品高吨利验证成本红利

**双汇发展**：1) 因存货减值对业绩的影响在 21Q3 基本已充分反映，公司业绩自 21Q4 起呈现拐点  
2) 21 年下半年以来，伴随猪价确定低位，公司 21Q4、22Q1 肉制品吨均经营利润突破 4000、4500 元，同比增幅 25%+、25%+，成本下行对吨价的提振效应初步呈现。

表 11：肉制品重点公司营收及利润情况

	营业收入同比增长						归母净利润同比增长				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q4+22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
双汇发展	4.00%	-11.77%	-16.84%	-13.30%	-24.73%	-19.04%	-1.61%	-30.47%	-51.73%	7.28%	1.35%

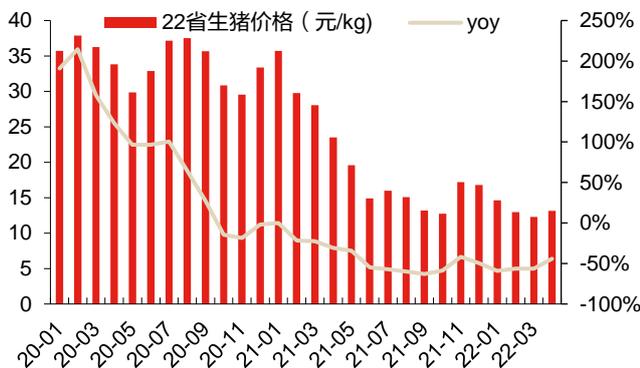
数据来源：Wind，东方证券研究所

表 12：肉制品重点公司毛利率及销售费用率情况

	毛利率		同比变动		销售费用率		同比变动		毛销差同比变动	
	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1
双汇发展	8.37%	18.96%	-7.99%	2.70%	-2.47%	3.10%	-6.24%	-0.64%	-1.75%	3.33%

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：生猪价格 21Q3 以来确定低位



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：能繁母猪存栏量 21 年 6 月为高位，对应今年 Q1 为生猪供给高点即猪价低点，下半年猪价预计逐渐走高



数据来源：Wind，东方证券研究所

#### 4.2、股价回顾：业绩拐点后股价有所反弹，当前估值仍具安全边际

**双汇发展**：伴随 21Q3 业绩触底，公司股价在年底和今年 Q1 有两次反弹行情，原因或为：1) 蓝筹龙头的低位布局机会；2) 市场对公司常态化经营下业绩恢复的预期。当前公司 22 年 PE 为 15 倍（股价时间 22/06/09，盈利预测为 Wind90 天一致预测），远低于历史水平（10 年内市盈率均值为 22 倍），估值安全边际足。

图 24：双汇发展股价回顾

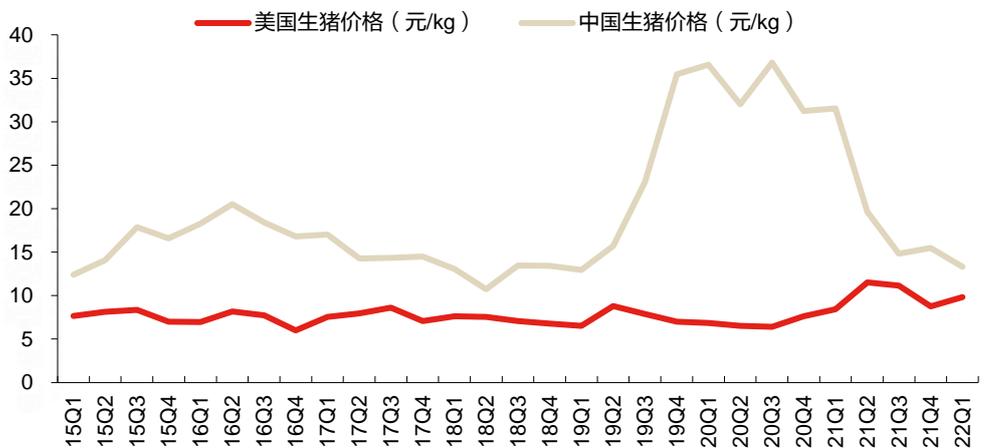


数据来源：Wind，东方证券研究所

#### 4.3、中期展望：Q2-Q3 业绩将加速高增，配置性价比、防御性优势突出

**双汇发展：1) 肉制品：**展望 Q2 及全年，预计公司肉制品业务在疫情刺激居家场景、刚需品囤货及后续物流恢复的支持下，量价应将维持较稳定状态，而单吨利润同比 21 年将明显处于高水平，因此将为 22 年肉制品经营利润贡献可观增幅。**2) 屠宰：**展望 Q2 及全年，在低猪价背景下，公司纯屠宰有望继续受益并趁机扩大市占率，而进口策略有望日趋稳健、在 Q3-Q4 借猪价走高贡献转卖利润。同时 Q2 起，屠宰业务将受益低基数形成高增幅。**3) 年内展望及投资建议：**预计公司 Q2 起呈明显业绩反转，Q2-Q3 增幅有望逐季走扩，全年在“肉制品吨利释放+屠宰深蹲起跳”的修复逻辑下改善趋势确定。在 21Q2 开始的业绩低基数支撑下，公司整体经营利润有望在 Q2-Q3 加速高增；且基于成熟的运作经验，或会于上半年对国产及进口冻肉进行一定囤储、助力下半年猪价反弹后的肉制品成本平抑，全年肉制品吨利可达 4000 元以上水平。结合当前较低估值，公司配置性价比、防御性优势突出，持续重点推荐。

图 25：展望下半年，中美生猪价差有望随中国猪价上升而走扩，为冻肉转卖盈利提供机会



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 5、卤制品：业绩估值底部，复苏弹性与中期成长性兼具

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

### 5.1、21 年报及 22Q1 回顾：连锁业态普遍承压，开店能力出现分化

疫情反复下，由于消费场景及意愿尚待恢复，线下类餐饮门店经营普遍承压。相比其他连锁业态，主打加盟模式的卤味品牌由于门店结构相对下沉、售卖模式偏零售化、品类景气度仍高，单店经营稳健性最强，但各企业开店速度和盈利能力仍面临压力。一方面，龙头在开店能力与单店营收恢复程度（较疫前）的关键指标上与继续分化，具备稳健经营能力的龙头有望进一步提升市占。另一方面，部分企业逆势开店暂时依赖于加盟商补贴，因此考虑销售费用后，各企业业绩在 21Q4-22Q1 均明显降低；但随着开店顺利、补贴收窄，且“星火燎原”、“海纳百川”等计划提供更高效率的拓店选择，龙头的收入优势有望更好地向利润优势传导。

表 13：卤制品重点公司营收及利润情况

	营业收入同比增长						归母净利润同比增长				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q4+22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
绝味食品	41.22%	21.60%	15.67%	22.39%	12.09%	17.04%	274.69%	25.81%	88.16%	-90.71%	-62.24%
煌上煌	12.12%	-2.82%	-7.59%	-19.25%	-10.62%	-14.53%	3.09%	-10.43%	-55.61%	-179.64%	-45.57%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 14：卤制品重点公司毛利率及销售费用率情况

	毛利率		同比变动		销售费用率		同比变动		毛销差同比变动	
	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1
绝味食品	26.34%	30.31%	-1.32%	-4.18%	11.12%	14.00%	13.54%	7.33%	-14.86%	-11.51%
煌上煌	29.04%	31.97%	-15.79%	-7.69%	30.11%	15.22%	7.71%	-2.87%	-23.50%	-4.81%

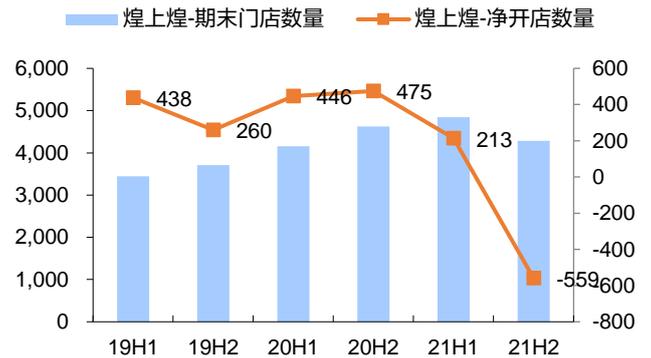
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：绝味半年度门店数量及净开店：保持稳健拓店速度



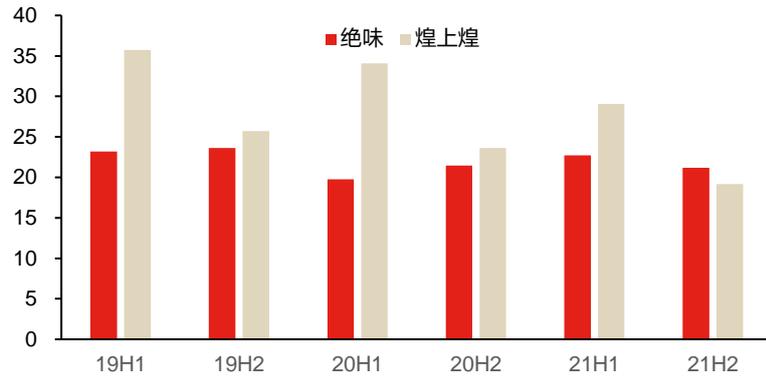
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：煌上煌半年度门店数量及净开店：21H2 开始净关店



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：卤制品企业单店收入（万元）：对比 19 年情况，绝味稳定性远高于煌上煌



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：期间单店收入=期间食品销售收入/期间门店数量均值，门店数量均值=(期初门店数量+期末门店数量)/2。因煌上煌未披露 19H1 期末门店数，我们用其 18 年末和 19 年末的门店数均值近似替代。

## 5.2、股价回顾：股价持续下探，出行复苏预期下有所反弹

由于各品牌在 21H2 遭遇一定开店瓶颈，且疫情反复干扰终端需求，卤制品企业股价在 21 下半年到今年 4 月均持续下探。但从 5 月开始，伴随上海新增病例新低，市场对经济复苏的信心重新体现，各企业股价在出行修复预期的推动下有所反弹。考虑疫情恢复后的常态化经营场景，当前绝味 23 年 PE 估值 23 倍（股价时间 22/06/09，盈利预测为 Wind90 天一一致预测），明显低于历史平均估值水平。

图 29：卤制品主要公司股价回顾



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 5.3、中期展望：Q2 业绩预计触底，但赛道景气度仍佳，优质龙头兼具复苏弹性与中期成长性

考虑 4-5 月疫情影响、开店补贴及股权激励费用计提，绝味 Q2 业绩预计将触底，而下半年伴随出行恢复、销售费用收窄以及可能确认的投资收益，季度业绩或将改善。但从中长期维度看，公司在疫情逐步得到控制、自身拓店策略升级、第二曲线持续生长的主逻辑下，中期复苏弹性和成长空间十足，所处赛道景气度与品类生命力仍佳，因此仍然建议重点关注其经营拐点、择机右侧布局。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 6、烘焙：疫情、通胀双重承压，行业长期前景依然光明

### 6.1、21 年报及 22Q1 回顾：短期疫情扰动下游需求，原料价格走高毛利率承压

收入端看，21 年下半年后受疫情反复影响，下游消费需求减弱，且基数效应消失，板块营收增速放缓，但茶饮渠道拓展成功的海融科技 22Q1 依然取得双位数营收增长；利润端看，乳粉、食用油等原料价格大幅上涨，使行业整体毛利率受到挤压，短期内或难以回落，利润率仍将因此承压。

表 15：烘焙原料重点公司营收及利润情况

	营业收入同比增长						归母净利润同比增长				
	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	21Q4+22Q1	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
立高食品	130.5%	60.6%	33.8%	40.4%	8.8%	25.0%	300.5%	10.2%	-26.5%	16.6%	-45.3%
海融科技	43.9%	62.3%	31.9%	3.1%	37.0%	18.2%	323.8%	48.0%	103.3%	-50.9%	96.2%
南侨食品	49.7%	29.9%	10.1%	15.1%	1.9%	8.8%	127.0%	27.2%	-9.5%	-20.3%	-45.7%
佳禾食品	81.8%	34.0%	17.1%	5.6%	-11.3%	-2.7%	44.0%		-40.0%	-45.4%	-69.5%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 16：烘焙原料重点公司毛利率及销售费用率情况

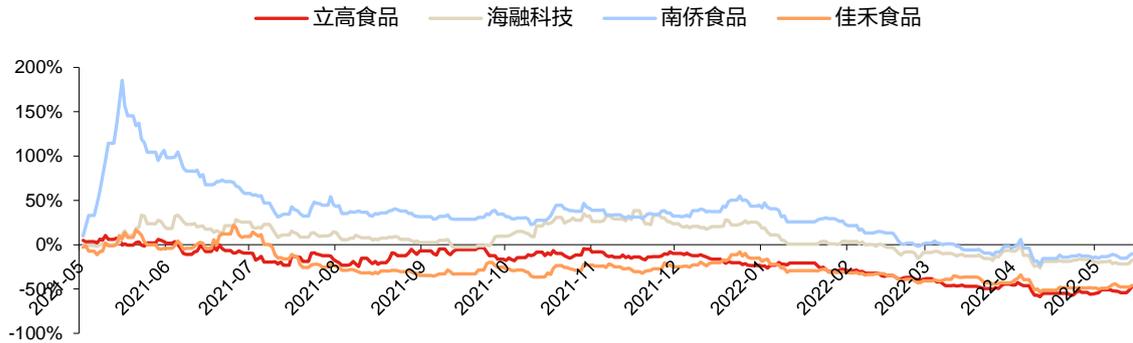
	毛利率		同比变动		销售费用率		同比变动		毛销差同比变动	
	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1	21Q4	22Q1
立高食品	34.5%	33.1%	3.4%	-3.4%	12.0%	13.0%	4.4%	-0.1%	-1.0%	-3.3%
海融科技	38.0%	36.3%	-15.8%	-16.9%	16.8%	13.5%	-5.7%	-12.1%	-10.1%	-4.8%
南侨食品	21.8%	26.2%	-19.7%	-12.6%	-1.0%	7.8%	-12.1%	-3.2%	-7.6%	-9.4%
佳禾食品	13.5%	11.5%	-11.3%	-9.1%	1.8%	3.3%	-4.0%	-2.0%	-7.3%	-7.1%

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 6.2、股价回顾：营收增速放缓压制估值，静待下游复苏后估值修复

疫情对下游消费场景的扰动使市场在看待销售增速时更为保守，板块估值因此回落，但行业自身基本面并未受到根本性影响，需求空间依然广阔，疫情短期内对估值的压制有望随消费复苏缓解，疫后估值修复值得期待。

图 30：烘焙原料主要公司股价回顾



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 6.3、中期展望：下游需求景气持续，产能投放缓解增长制约

收入端看：短期下游需求受疫情压制，消费场景恢复后需求或将快速反弹，同时品类扩张满足下游多元需求可贡献新的收入发力点；利润端看：原料价格短期内难以回落，且行业以 to B 业务为主，下游客户具有一定的议价能力，提价幅度及传导进度较为缓和，利润率回升较为缓慢。长期来看：行业仍处于成长期，市场需求仍有待挖掘，成本带来行业提价，或推动下游进行国产替代，产品力强的行业龙头将因此受益，近年来龙头扩产，配合后疫情消费复苏，龙头市占率提升确定性较强。建议持续关注以下因素：1) 新渠道、新客户开拓情况，扩大规模仍是行业发展主线，尤其是新茶饮、新烘焙渠道，深度绑定龙头客户可充分享受行业红利；2) 新品类开发情况，新式茶饮与新烘焙崛起，大量高频次的产品迭代需求，对研发品控等产品力要求更高；3) 提价计划与提价进度。

## 四、风险提示

**疫情反复风险。**警惕疫情反复对行业带来负面影响。

**消费复苏不及预期。**若消费疲软，则对行业收入、提价传导有所影响。

**原材料成本压力。**部分原材料成本处于仍高位置，若提价后不能完全向下游传导，将影响公司毛利率水平。

**食品安全问题。**食品安全问题是食品行业的命脉，一旦某个环节出现安全问题，会对相关企业产生重大不利影响。

### 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有绝味食品（603517）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)