



Research and
Development Center

休食公司成长路径分析

—信达证券食品饮料行业 2022 年第 43 周周报

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 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

休食公司成长路径分析

2022年10月30日

本期内容提要:

◆**周思考: 休食公司成长路径分析。**休闲食品万亿市场, 但整体国内营收百亿级别以上的公司少, 整体市场大却散, 这是发展阶段问题还是赛道格局的问题, 以及如何看待休食品牌做大的路径?

休闲食品行业品类极其丰富, 大类就包括糖果巧克力、膨化产品(饼干)、烘焙、坚果炒货、辣卤产品等等, 大类下又分糖果、薯片、辣味面制品等细分品类, 细分品类整体市场体量大小不一。从成熟的品类的发展路径来看, 如巧克力、口香糖、瓜子、薯片等生命周期相对长的品类形成了相对稳定的竞争格局, 头部品牌的市占率普遍在20%以上, 这表明在休闲食品行业尤其是其中生命周期相对长的品类, 品类集中度并不“散”。但有些小品类比如溜溜梅等在10亿级别时发展瓶颈就相对明显, 核心在于1) 休食行业很多品类之间的区隔性没有那么明显, 吃进嘴里的都是竞争对手, 2) 品类切换快, 品类发展容易面临老化, 所以形成了很多小市场规模的细分品类, 身处该赛道的品牌发展容易就触及瓶颈。但对于一些生命周期相对长、品类特点明显并且消费频次相对高的赛道, 整体的市场空间相对可观, 水大则鱼大, 比如薯片的乐事、瓜子赛道的洽洽、休闲面制品赛道的卫龙等, 单一品类的销售体量都可以达到30亿以上, 甚至50亿以上的销量体量。所以对于休食品牌而言, 单一品类要做大优选产品生命周期长和复购频次高的大赛道。

休食的一大特点是品类更迭和变迁相对快, 体现在品类上就是品类容易老化, 因此对于品牌方的产品更迭和创新的能力要求高, 相比白酒、调味品等品类生命周期长的赛道, 体现在商业模式上就更加辛苦。所以在优选大赛道的基础上, 品牌方做大需要持续拥有培育大单品的能力, 或者通过资本推动完成多核心品类的基础积累, 形成具备核心多品类组合的零食平台, 比如像国外的零食巨头亿滋国际等。那么对于先多品类还是聚焦单一大单品更多是发展策略和路径选择的问题, 休闲企业持续做大最终的思路还是要形成多核心大单品的组合。

◆**市场行情回顾:**2022年10月24日到10月28日沪深300下跌5.4%, 成长表现好于价值, SW高市盈率指数月上涨1.3%、周下跌3.7%。截止2022年10月28日, 北向资金累计净买入16385.0亿元, 周成交净流出127.1亿元, 其中食品饮料行业周净卖出83亿元。

◆**板块行情回顾:**2022年10月24日到10月28日SW食品饮料下跌12.0%, 跑输沪深300指数6.6pct。分子行业来看, 白酒下跌13.5%, 周成交额环比+68.0%, 由于市场信心走弱, 白酒板块集体持续回调。本周三季报进入集中披露期, 从报表端看, 头部名酒依旧保持平稳增长, 二季度出现节奏调整的酒企兑现业绩弹性, 基本面维持良性。我们认为, 当前更多是政策环境影响了白酒行业的估值体系, 从长期价值看, 随居民生活水平提升, 细分价位带的需求日渐刚性, 而名优酒资源相对稀缺, 集中化趋势不改。啤酒下跌9.4%, 周成交额环比+9.0%, 青岛啤酒受Q3业绩影响, 下跌12.7%; 乳制品下跌12.3%, 周成交额环比-2.8%; 休闲食品下跌4.8%, 周成交额环比-6.4%; 预加工食品下跌5.7%, 周成交额环比+13.2%; 调味品下跌9.2%, 周成交额环比+14.0%。

◆**风险因素:**新冠疫情反复、食品安全风险

目录

1 市场行情回顾	4
1.1 指数走势：食品饮料跑输沪深 300 指数 6.6pct	4
1.2 资金流向：外资流出减缓，食品饮料减仓居首	5
2 个股行情回顾及经营更新	9
2.1 白酒板块：回调筑底，等待催化	9
2.2 啤酒板块：Q3 青岛啤酒销量高增，重庆啤酒乌苏略有承压	11
2.3 乳制品板块：Q3 需求不振，板块领跌	13
2.4 休闲食品板块：悲观情绪延续，基本面稳固	14
2.5 预加工板块：基本面整体稳健，板块跑赢行业指数	15
2.6 调味品板块：业绩超预期，天味食品逆势上涨	16
3 风险提示	17

表目录

表 1：近十个交易日重点食品饮料北向资金变动情况	8
表 2：2022 年 5 月以来重点白酒批价更新（单位：元/瓶）	11

图目录

图 1：A 股主要指数周涨跌幅情况	4
图 2：A 股主要指数成交额环比变化	4
图 3：申万一级行业周涨跌幅情况	4
图 4：截止 2022 年 10 月 28 日 SW 风格指数月/周涨跌幅	4
图 5：SW 食品饮料三级子行业涨跌幅	5
图 6：SW 食品饮料三级子行业周成交额环比变化	5
图 7：截止 2022 年 10 月 28 日北向资金成交净买入情况	5
图 8：截止 2022 年 10 月 28 日北向资金累计净买入（单位：亿元）	5
图 9：20221024-1028 北向资金对各行业净买入规模及环比变化	6
图 10：近十个交易日 SW 食品饮料北向资金净买入	6
图 11：近十个交易日 SW 食品饮料北向资金持股市值环比变化	6
图 12：北向资金持股市值 Top20 食品饮料个股（截止日为 2022 年 10 月 28 日）	7
图 13：北向资金 Top10 增/减持食品饮料个股（截止日为 2022 年 10 月 28 日）	7
图 14：北向资金持股市值占流通 A 股比例 Top10 正/负变化个股（截止日为 2022 年 10 月 28 日）	7
图 15：白酒板块及个股涨跌幅	10
图 16：白酒板块及个股成交额环比	10
图 17：A 股啤酒板块及重点个股周涨跌幅	12
图 18：A 股啤酒板块及重点个股周成交额环比	12
图 19：港股啤酒板块及重点个股周涨跌幅	13
图 20：港股啤酒板块及重点个股周成交额环比	13
图 21：乳品板块及重点个股涨跌幅	14
图 22：乳品板块及重点个股成交额环比	14
图 23：港股乳品板块及重点个股涨跌幅	14
图 24：港股乳品板块及重点个股成交额环比	14
图 25：休闲食品板块及重点个股涨跌幅	15
图 26：休闲食品板块及重点个股成交额	15
图 27：预加工板块及重点个股涨跌幅	16
图 28：预加工板块及重点个股成交额环比	16
图 29：调味品板块及重点个股涨跌幅	17
图 30：调味品板块及重点个股成交额环比	17

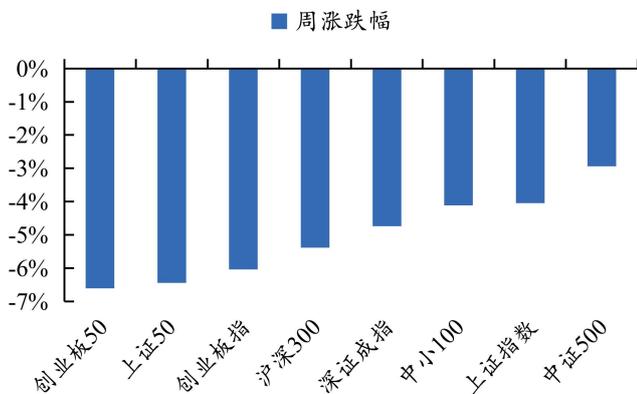
1 市场行情回顾

1.1 指数走势：食品饮料跑输沪深 300 指数 6.6pct

A 股主要指数下跌，成长好于价值。2022 年 10 月 24 日到 10 月 28 日 A 股主要指数下跌，创业板 50、上证 50、创业板指领跌，分别下跌 6.6%、6.4%、6.0%，其次沪深 300 下跌 5.4%、深证成指下跌 4.7%、中小 100 下跌 4.1%、上证指数下跌 4.0%、中证 500 下跌 2.9%。从市场交易度来看，A 股主要指数周成交额皆有不同程度的环比上涨。从市场风格来看，2022 年 10 月 24 日到 10 月 28 日成长风格好于价值，申万高市盈率指数月上涨 1.3%、周下跌 3.7%，低市盈率指数月下跌 6.8%、周下跌 4.6%。

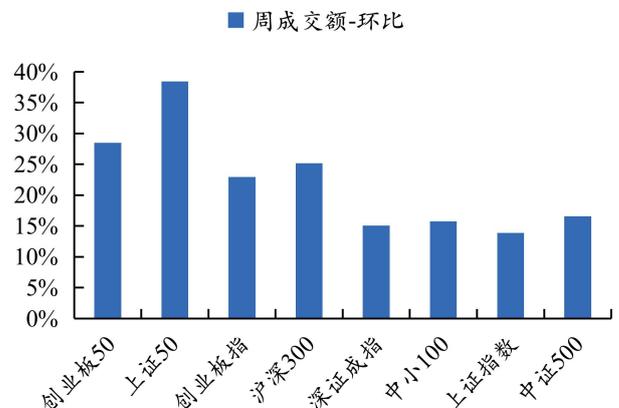
食品饮料跑输沪深 300 指数 6.6pct。分行业看，SW 一级行业中仅有计算机和国防军工上涨，皆上涨 2.2%，跑赢沪深 300 指数 7.6pct。食品饮料跌幅居首，周下跌 12.0%，跑输沪深 300 6.6pct。

图 1：A 股主要指数周涨跌幅情况



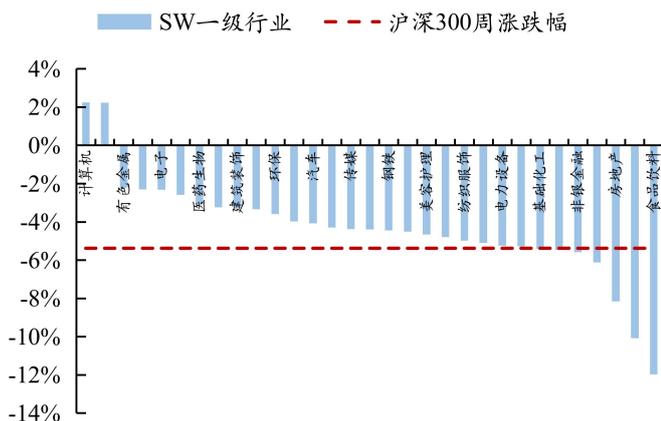
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：A 股主要指数成交额环比变化



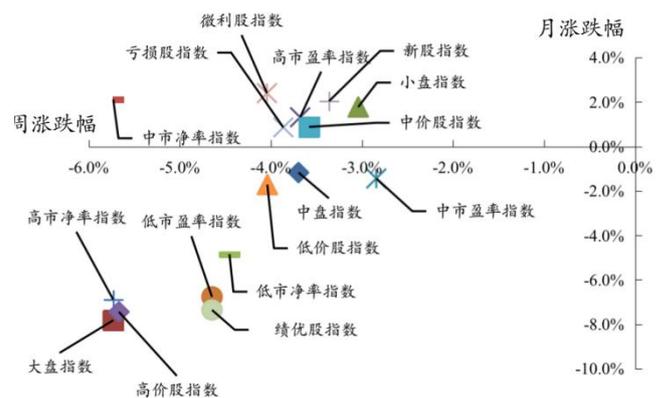
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：申万一级行业周涨跌幅情况



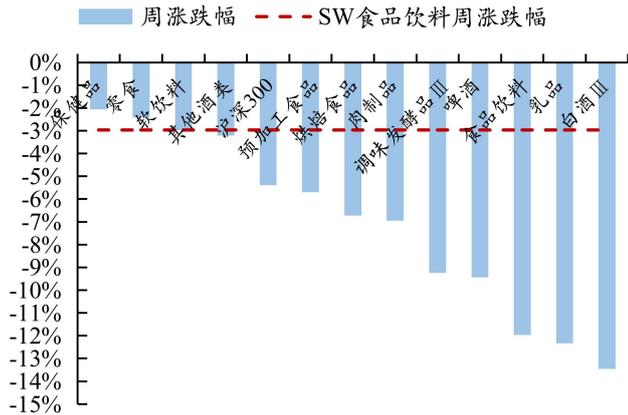
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：截止 2022 年 10 月 28 日 SW 风格指数月/周涨跌幅

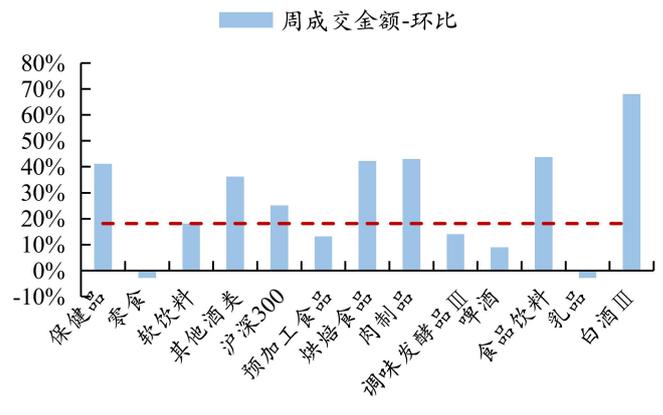


数据来源：Wind，信达证券研发中心

白酒和乳品领跌。分板块看，以 SW 食品饮料为行业基准，白酒和乳品领跌，分别下跌 13.5%、下跌 12.3%，跑输行业 1.5pct、0.4pct；其次啤酒、调味发酵品、肉制品、烘焙食品、预加工食品分别下跌 9.4%、下跌 9.2%、下跌 7.0%、下跌 6.7%、下跌 5.7%，跑赢行业 2.5pct、2.7pct、5.0pct、5.2pct、6.3pct；其他酒类、软饮料、零食、保健品分别下跌 3.2%、下跌 3.0%、下跌 2.4%、下跌 2.1%，跑赢行业 8.8pct、9.9pct、9.5pct、9.9pct。从交易活跃度来看，除了零食和乳品周成交额环比略降，其他食品饮料板块周成交额有不同程度环比增加。

图 5：SW 食品饮料三级子行业涨跌幅


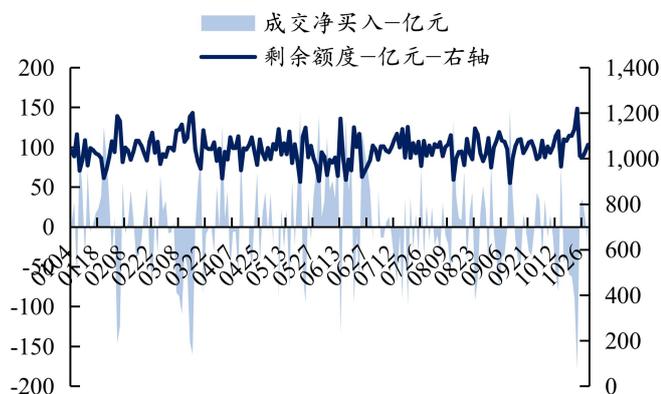
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：SW 食品饮料三级子行业周成交金额环比变化


数据来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 资金流向：外资流出减缓，食品饮料减仓居首

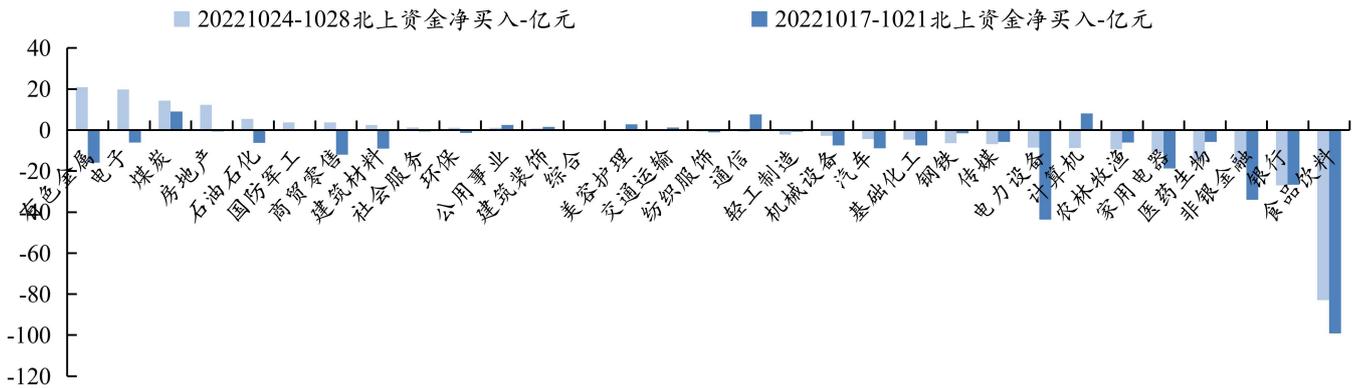
外资流出减缓，食品饮料减仓居首。截止 2022 年 10 月 28 日，北向资金累计净买入 16385.0 亿元，2022 年 10 月 24 日到 10 月 28 日净流出 127.1 亿元，前一周 2022 年 10 月 17 日到 10 月 21 日净流出 293.3 亿元。从行业配置来看，北向资金净买入规模最大为有色金属、净买入 20.8 亿元；食品饮料净卖出金额居首、净卖出 83 亿元，前一周 2022 年 10 月 17 日到 10 月 21 日净卖出 99.1 亿元。

图 7：截止 2022 年 10 月 28 日北向资金成交净买入情况


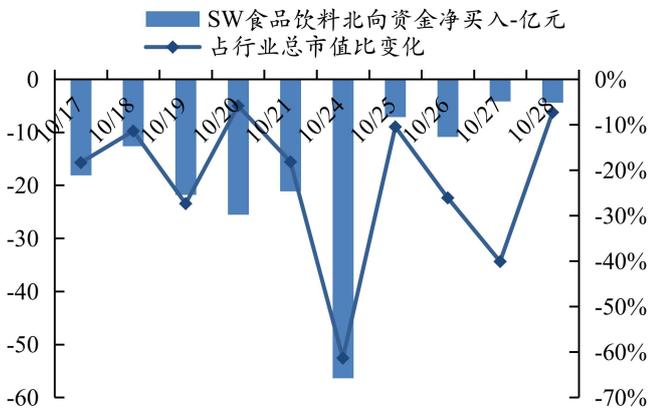
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：截止 2022 年 10 月 28 日北向资金累计净买入 (单位：亿元)

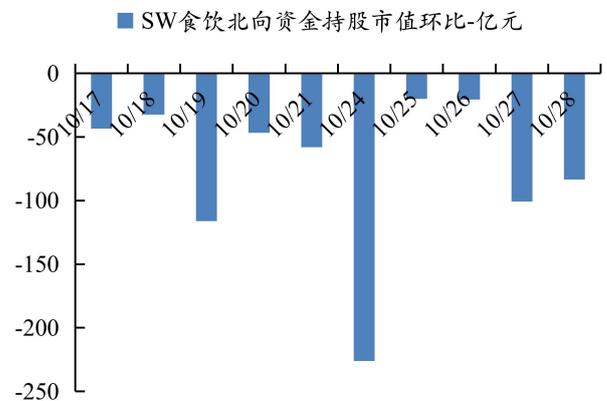

数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：20221024-1028 北向资金对各行业净买入规模及环比变化


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：近十个交易日 SW 食品饮料行业北向资金净买入


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：近十个交易日 SW 食品饮料北向资金持股市值环比变化


数据来源：Wind，信达证券研发中心

从北向资金买入的餐饮个股来看，外资青睐于各个子行业的核心资产。其中贵州茅台持股市值居首为 1114.6 亿元，环比-11.2%；其次乳品龙头伊利股份，持股市值 282.7 亿元，环比-11.0%；五粮液持股市值 242.5 亿，环比-4.0%；海天味业持股市值 178.7 亿元，环比-11.0%。

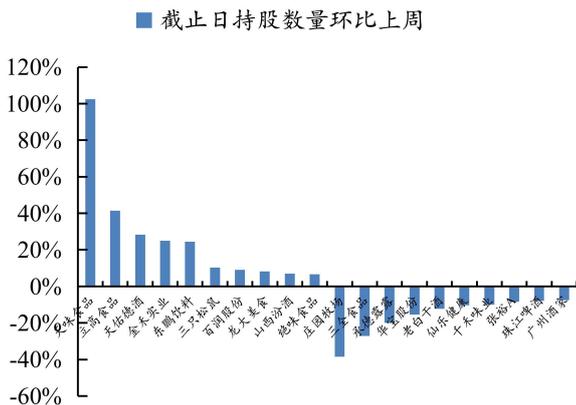
从加仓幅度来看，北向资金 Top5 加仓个股分别为天味食品 (+102%)、立高食品 (+41%)、天佑德酒 (+28%)、金禾实业 (+25%)、东鹏饮料 (+25%)，Top 减仓个股分别为庄园牧场 (-38%)、三全食品 (-27%)、承德露露 (-20%)、华宝股份 (-15%)、老白干酒 (-12%)。

从北向资金持股市值占流通 A 股比例环比来看，边际正变化 Top5 为立高食品 (+0.69pct)、东鹏饮料 (+0.67pct)、金禾实业 (+0.54pct)、天味食品 (+0.49pct)、汤臣倍健 (+0.45pct)。负变化 Top5 为三全食品 (-1.08pct)、承德露露 (-0.45pct)、贵州茅台 (-0.36pct)、仙乐健康 (-0.35pct)、酒鬼酒 (-0.27pct)。

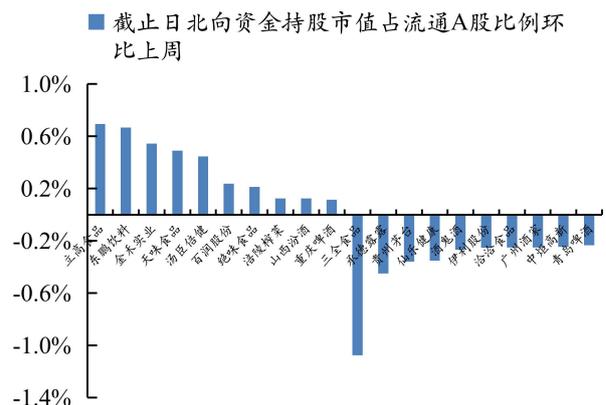
图 12：北向资金持股市值 Top20 食品饮料个股（截止日为 2022 年 10 月 28 日）

代码	简称	截止日持股市值-亿元	截止日持股市值环比上周	截止日收盘价	截止日周涨跌幅	截止日系统持股数量-万股	截止日持股数量环比上周	占流通A股比例(计算)	占流通A股比例环比上周
600519.SH	贵州茅台	1,114.6	-11.2%	1,360.0	-16.3%	8,196	-2.0%	6.5%	-5.4%
600887.SH	伊利股份	282.7	-11.0%	25.9	-13.6%	109,253	-0.6%	17.3%	-0.3%
000858.SZ	五粮液	242.5	-4.0%	137.5	-9.6%	17,634	0.0%	4.5%	-0.1%
603288.SH	海天味业	178.7	-11.0%	61.7	-12.4%	28,963	-2.0%	6.3%	-0.2%
000568.SZ	泸州老窖	74.1	-7.0%	160.3	-16.5%	4,623	3.8%	3.2%	0.0%
600809.SH	山西汾酒	68.3	3.4%	234.6	-12.0%	2,911	7.3%	2.4%	0.1%
002304.SZ	洋河股份	44.4	-1.8%	132.0	-6.7%	3,368	-0.5%	2.2%	0.0%
600132.SH	重庆啤酒	44.2	0.6%	89.0	-6.3%	4,969	2.5%	10.3%	0.1%
002557.SZ	洽洽食品	44.2	3.2%	42.7	3.5%	10,361	-0.8%	20.4%	-0.3%
000895.SZ	双汇发展	25.4	-3.4%	23.1	-6.5%	10,986	-0.6%	3.2%	-0.1%
603345.SH	安井食品	24.3	-5.1%	136.0	-6.5%	1,790	-0.9%	6.1%	-0.1%
002507.SZ	涪陵榨菜	22.0	0.5%	23.4	-5.0%	9,390	1.7%	10.7%	0.1%
300146.SZ	汤臣倍健	18.3	9.4%	17.7	1.3%	10,363	4.6%	9.2%	0.4%
000596.SZ	古井贡酒	17.4	-6.6%	201.2	-9.2%	866	-2.3%	2.1%	0.1%
600872.SH	中炬高新	15.6	-9.9%	28.7	-10.0%	5,448	-4.5%	6.9%	-0.2%
600600.SH	青岛啤酒	15.0	-14.8%	84.4	-12.7%	1,773	-6.7%	2.5%	-0.2%
000799.SZ	酒鬼酒	12.8	-10.1%	103.0	-13.3%	1,247	-2.6%	3.8%	-0.3%
603369.SH	今世缘	10.3	-10.8%	37.7	-10.1%	2,721	-6.2%	2.2%	-0.2%
603517.SH	绝味食品	8.8	3.1%	47.7	-6.4%	1,853	6.6%	3.0%	0.2%
600779.SH	水井坊	8.3	-6.4%	55.4	-9.0%	1,501	-3.4%	3.1%	-0.1%

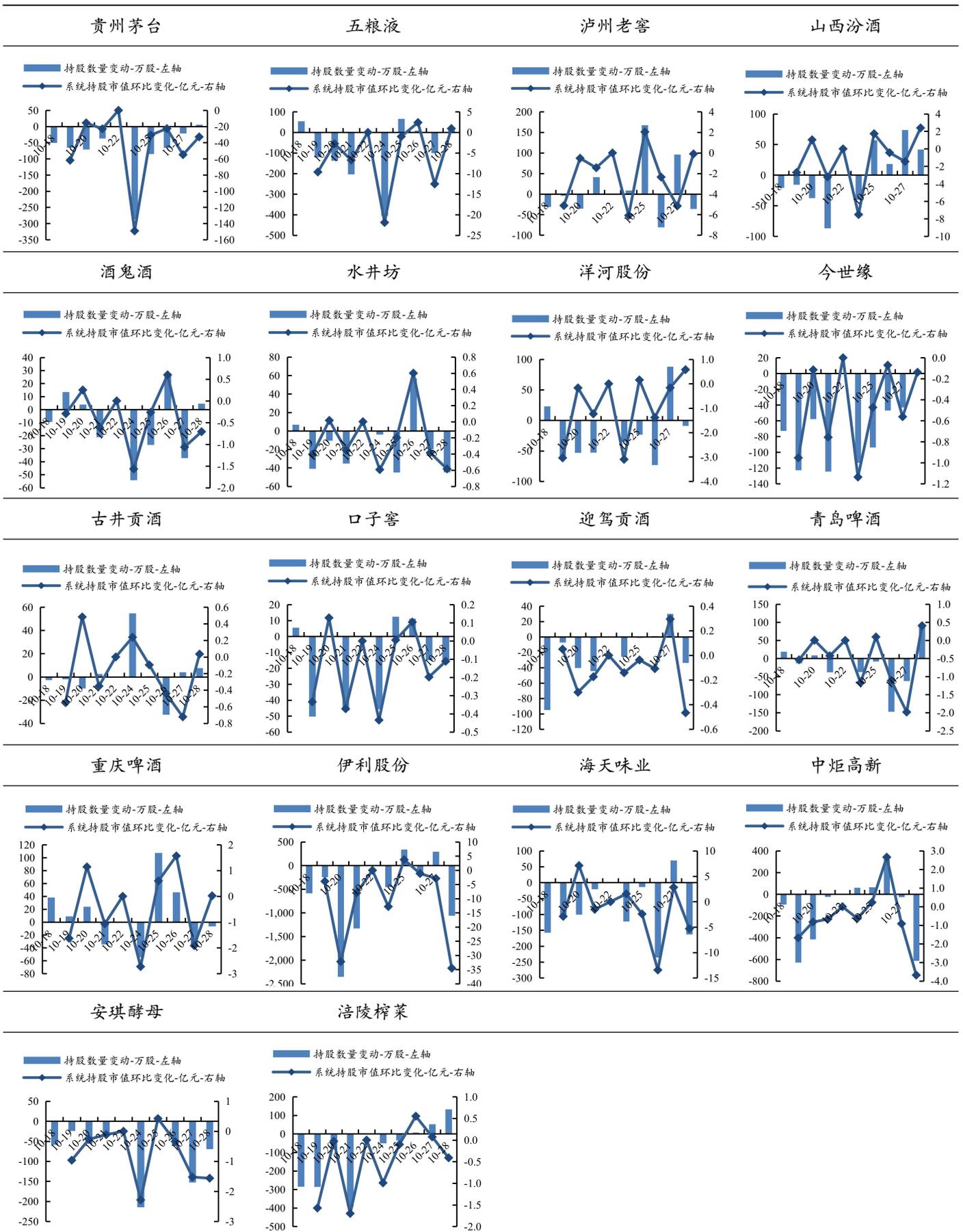
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：北向资金 Top10 增/减持食品饮料个股（截止日为 2022 年 10 月 28 日）


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：北向资金持股市值占流通 A 股比例 Top10 正/负变化个股（截止日为 2022 年 10 月 28 日）


数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：近十个交易日重点食品饮料个股北向资金变动情况


数据来源: Wind, 信达证券研发中心 s

2 个股行情回顾及经营更新

2.1 白酒板块：回调筑底，等待催化

本周 SW 白酒Ⅲ下跌 13.5%，跑输行业 1.5pct，成交金额 1494.7 亿元，环比+68%。由于市场信心走弱，白酒板块集体持续回调，贵州茅台下跌 16.3%，五粮液下跌 9.6%，泸州老窖下跌 16.5%，山西汾酒下跌 12%。本周三季报进入集中披露期，从报表端看，头部名酒依旧保持平稳增长，二季度出现节奏调整的酒企兑现业绩弹性，基本面维持良性。我们认为，当前更多是政策环境影响了白酒行业的估值体系，从长期价值看，随居民生活水平提升，细分价位带的需求日渐刚性，而名优酒资源相对稀缺，集中化趋势不改。

【五粮液】公司公告，2022 年前三季度营收 557.8 亿元，同比增长 12.19%；归母净利润 199.89 亿元，同比增长 15.36%。其中 22Q3，公司营收 145.58 亿元，同比增长 12.25%；归母净利润 48.9 亿元，同比增长 18.49%。在品牌力优势下，五粮液仍然具备较强的流通属性。据微酒报道，今年第八代五粮液有超五成的市场动销量同比增长，湖南、安徽、鄂赣、江苏等地同比增长达到两位数以上，尤其是中秋、国庆期间，五粮液十多个市场动销同比增长，其中福建、辽宁等市场同比增长超 30%，新零售渠道同比增长 20%以上，湖南、安徽、鄂赣、浙江等市场增长 10%左右。我们认为对于经销商来说，虽然渠道利润空间有限，但在当前经济环境下，五粮液依旧是其规避风险的重要选择之一。

【泸州老窖】公司公告，2022 年前三季度实现业收 175.25 亿元，同比增长 24.2%；归母净利润 82.17 亿元，同比增长 30.94%。其中 22Q3，公司营收 58.6 亿元，同比增长 22.28%；归母净利润 26.85 亿元，同比增长 31.05%。公司发展延续了上半年的增长趋势，其中国窖 1573 稳健增长，特曲增速超过 40%，窖龄增速有所提升，头曲改革初见成效，泸州老窖 1952 及黑盖产品仍在市场培育期。

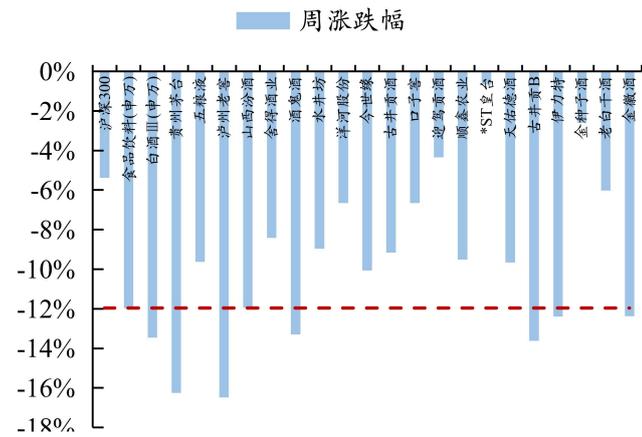
【山西汾酒】公司公告，2022 年前三季度实现营收 221.44 亿元，同比增长 28.32%；归母净利润 71.08 亿元，同比增长 45.7%。其中 22Q3，公司实现营收 68.1 亿元，同比增长 32.55%，归母净利润 20.96 亿元，同比增长 56.97%，均略超预告值。今年二季度公司主动把控渠道节奏，稳扎稳打强化品牌势能，三季度保持高质量发展，加快推进全年任务目标，伴随青花系列的快速成长，产品结构有望持续升级。

【洋河股份】公司公告，2022 年前三季度实现营收 264.83 亿元，同比增长 20.69%；归母净利润 90.72 亿元，同比增长 25.78%；扣非后归母净利润 88.43 亿元，同比增长 29.1%。其中 22Q3，公司营收 75.75 亿元，同比增长 18.37%；归母净利润 21.78 亿元，同比增长 40.45%，扣非后归母净利润 22.01 亿元，同比增长 30.83%。借助媒体广告、开瓶扫码等节日营销，精准触达核心消费人群，旺季需求表现较好，据渠道调研，我们认为今年前三季度省内 M6+仍有较快增长，水晶版进入放量期，天之蓝延续平稳。张联东董事长上任后，在企业内部活力的激发、品牌高度的重塑、营销机构下沉及权力下放等方面均取得了不错的改革效果，团队执行力明显提升。在三位一体的蓝图构想指引下，公司有望加快产品结构的升级及全国化布局。

【舍得酒业】公司公告 2022 年前三季度实现营收 46.17 亿元，同比增长 28%；归母净利润 12 亿元，同比增长 23.76%。其中 22Q3，公司营收 15.91 亿元，同比增长 30.91%；归母净利润 3.65 亿元，同比增长 55.66%，主要系去年同期净利率基数较低，本期净利率回升凸显业绩弹性。根据工商信息披露，2022 年 10 月 25 日，舍得与夜郎古共同成立了合资公司——夜郎古酒庄，舍得出资占比 78.95%，法定代表人为复豫酒业董事长吴毅飞。我们认为，此次合作标志着复星正式布局酱酒板块，舍得向外延式发展迈进一步，而夜郎古作为茅台镇

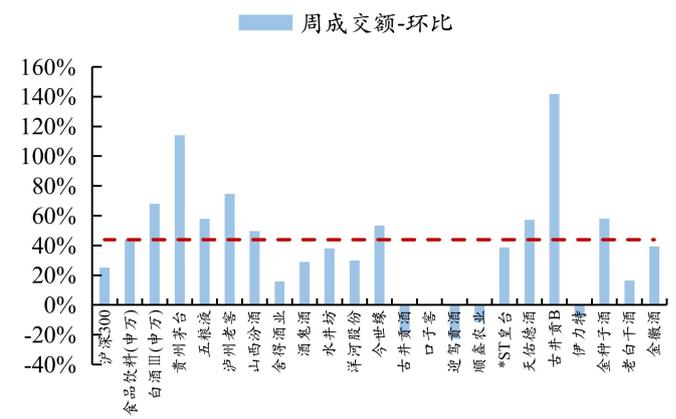
规模酒企，有望与浓香名酒实现资源互补。

图 15：白酒板块及个股涨跌幅

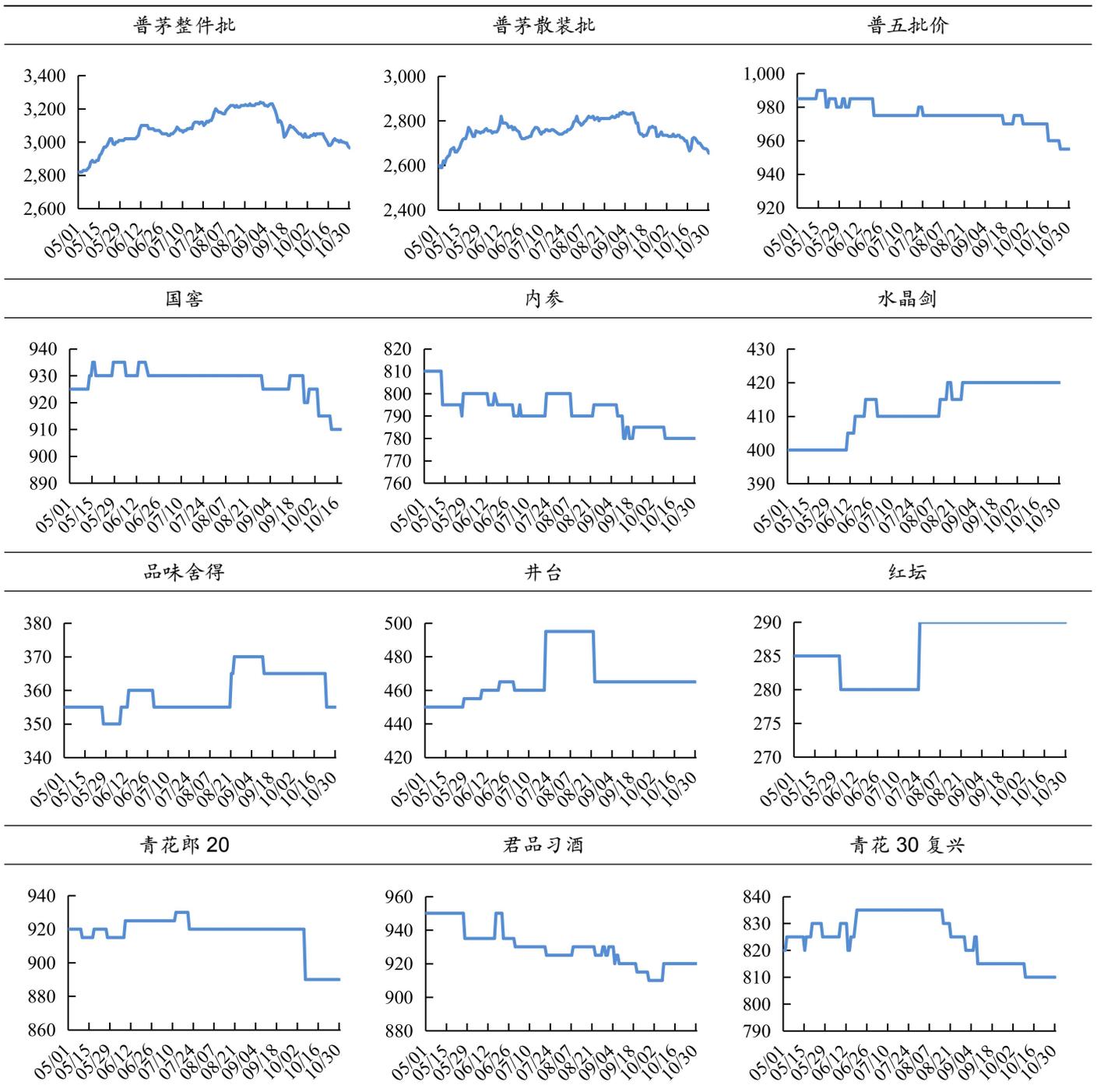


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：白酒板块及个股成交额环比



数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 2：2022 年 5 月以来重点白酒批价更新（单位：元/瓶）


数据来源：信达证券研发中心

2.2 啤酒板块：Q3 青岛啤酒销量高增，重庆啤酒乌苏略有承压

A 股方面，本周 SW 啤酒下跌 9.4%，跑赢行业 2.5pct，周成交金额 73.1 亿元，环比+9.0%。青岛啤酒下跌 12.7%，周成交额环比+37.6%；重庆啤酒下跌 6.3%，周成交额环比+14.6%；燕京啤酒下跌 7.4%，周成交额环比-8.1%。**港股方面**，华润啤酒下跌 17.1%，周成交额环比+155.1%；青岛啤酒股份下跌 11.9%，周成交额环比+98.6%；百威亚太下跌 1.8%，周成交额环比+69.7%。

【青岛啤酒】公司发布三季报，2022Q1-3 实现营收 291.10 亿元，同比+8.73%；实现归母净利润 42.67 亿元，同比+18.17%。其中 Q3 实现营收 98.37 亿元，同比+16.00%；实现归母净利润 14.15 亿元，同比+18.37%。受益于今年夏季炎热、自然动销较好，Q3 销量 256

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>11

万千升，同比+10.7%，增速亮眼；千升酒收入 3844 元，同比+4.8%，较 Q1、Q2 千升酒收入同比增速有所放缓，主要系 Q3 啤酒消费旺季崂山等副品牌增速较快、上半年公司对部分区域部分产品提价所致。Q3 毛利率为 38.0%，同比-0.2pct，在大麦年初价格和油价高企下，千升酒成本同比+5.2%，快于千升酒收入同比增速+4.8%。从费用率来看，Q3 销售费用率为 11.2%，同比+1.3pct；管理费用率 3.9%，同比-0.5pct；归母净利润 14.15 亿元，同比+18.4%，归母净利润率 14.4%，同比+0.3pct，盈利能力持续改善。

【华润啤酒】2022 年 10 月 25 日，公司发布公告称其间接全资附属公司华润酒业控股有限公司同意收购贵州金沙窖酒酒业有限公司 55.19% 股权，总交易对价约为 123 亿元人民币。在增资及购股完成后，贵州金沙酒业的业绩、资产及负债将并入公司财务报表。从资金层面来看，融资活动对华润雪花负担并不大。中报显示上市公司货币资金为 144 亿元，2021 年年底为 54 亿元。考虑到下半年营运开支等对货币资金的消耗，公司首选低成本融资策略发行债券解决资金缺口，如果发债速度较慢或者难度较高，则会前期通过并购贷款完成初步收购、待债券审批下来后再转换成债券。此次收购交易下，金沙酒业隐含 100% 股权价值为 222.9 亿元，对应 2021 年除税后净利润 13.1 亿元 17 倍 PE，处于行业中等偏低的水平。对于白酒的整体规划，公司实行 1+N 战略，其中 1 是指的全国性品牌，N 则是区域性品牌，实现区域和香型协同布局。公司强调三大白酒标的独立发展，同时通过华润酒业的平台从管理、营销、渠道等方面为白酒赋能。从时间维度来看，公司规划被收购白酒标的 3 年发展战略，第一年探索+解决遗留问题、第二年良性发展、第三年见量变强，我们预计金种子酒和景芝酒业明年将会有不错的表现，华润啤酒第二成长曲线可期。

【重庆啤酒】公司发布 2022 年三季报业绩，2022Q1-Q3 实现营业收入 121.83 亿元，同比+8.9%，归母净利润 11.82 亿元，同比+13.3%；其中 Q3 实现营业收入 42.47 亿元，同比+4.9%，归母净利润 4.55 亿元，同比+7.9%。Q3 销量实现 88 万千升，同比+1.3%，主要系西北区新疆、宁夏疫情较为严重，同时四川、重庆也由于限电原因对啤酒堂食消费造成一定压力；Q3 公司千升酒收入为 4837 元，同比+3.6%，增幅较 Q1、Q2 略有收窄。产品方面，2022Q1-Q3 疆外乌苏销量同比+3.4%，主要系疆外疫情反复、餐饮消费复苏乏力；疆内方面，新疆是乌苏的大本营市场，2021 年疆内乌苏占乌苏总销量 50% 左右，Q3 较为严格的疫情管控对乌苏疆内销量也产生一定的影响。从盈利能力看，Q3 公司毛利率为 51.6%，同比-0.4pct，我们认为大城市计划开拓下产品运距增加+油价上涨对运费产生一定的压力，但是环比趋势来看，Q3 千升酒成本同比+4.5%，涨幅较 Q1、Q2 有所收窄。Q3 公司销售费用率为 15.2%，同比-1.4pct，我们认为是在疫情下、公司线下费用有所收缩；管理费用率为 3.5%，同比-0.9pct，管理效率改善明显；归母净利率 10.7%，同比+0.3pct，盈利能力小幅改善。

图 17：A 股啤酒板块及重点个股周涨跌幅

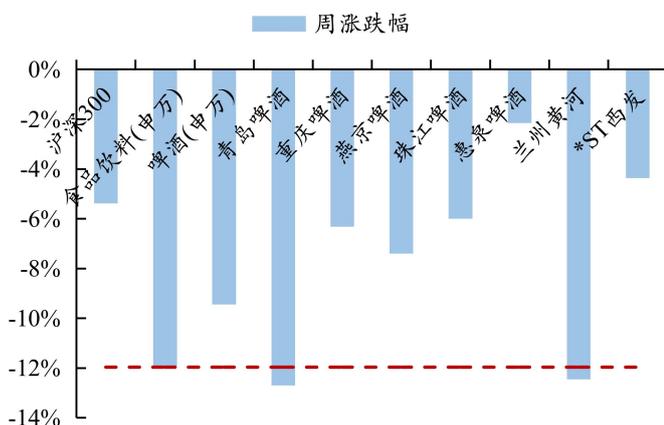
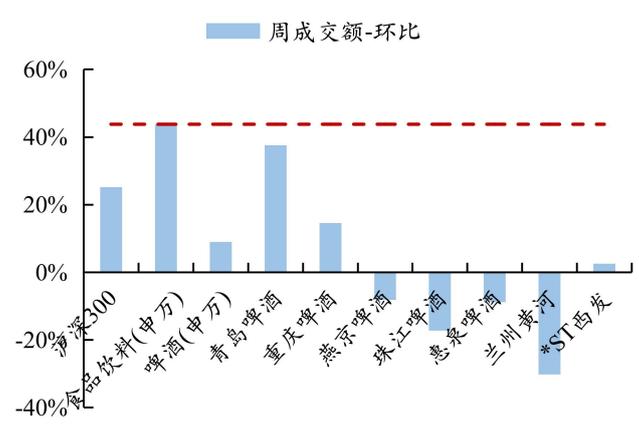
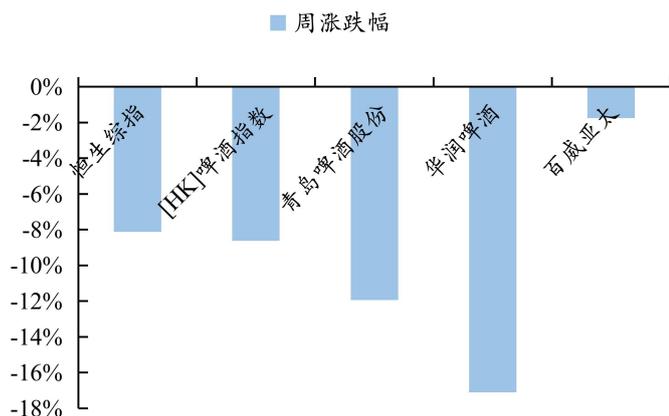


图 18：A 股啤酒板块及重点个股周成交金额环比



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

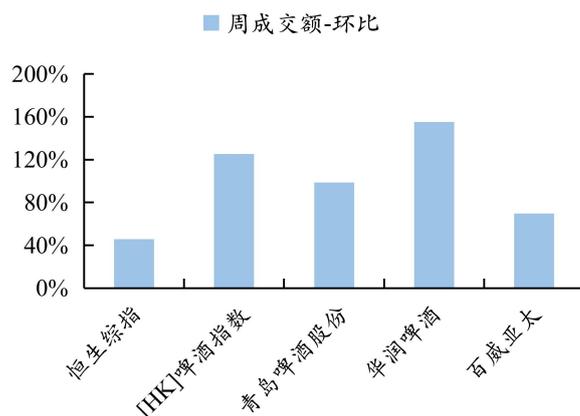
图 19: 港股啤酒板块及重点个股周涨跌幅



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 港股啤酒板块及重点个股周成交金额环比



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 乳制品板块: Q3 需求不振, 板块领跌

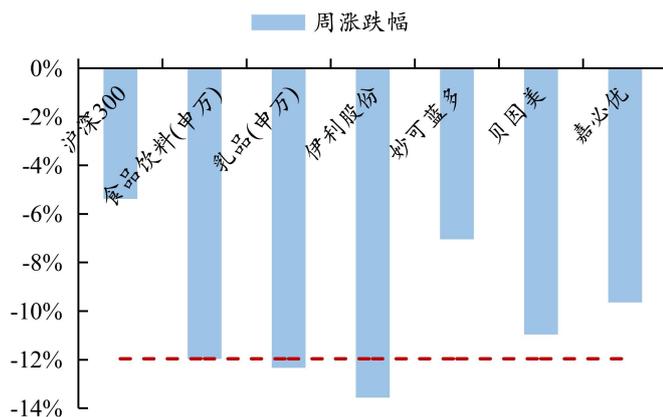
A 股方面, 本周 SW 乳品指数下跌 12.3%, 跑输行业 0.4pct, 成交额 166.0 亿, 环比-2.8%。个股全部下跌。其中, 妙可蓝多-7.0%, 嘉必优-9.6%, 贝因美-11.0%, 天润乳业-12.0%, 伊利股份-13.6%。港股方面, 本周 HK 乳业指数下跌 7.4%, 成交额 41.6 亿, 环比+84.0%。其中, 中国飞鹤-5.5%, 澳优-7.6%, 蒙牛乳业-13.6%。

【伊利股份】伊利公布 2022 年三季报。22Q1-3 公司实现营收 935.00 亿元, 同比+10.42%; 实现归母净利润 80.61 亿元, 同比+1.47%; 实现扣非归母净利润 75.81 亿元, 同比+0.45%。其中, 22Q3 公司实现营收 302.87 亿元, 同比+6.72%; 实现归母净利润 19.29 亿元, 同比-26.46%; 实现扣非归母净利润 16.93 亿元, 同比-33.27%。

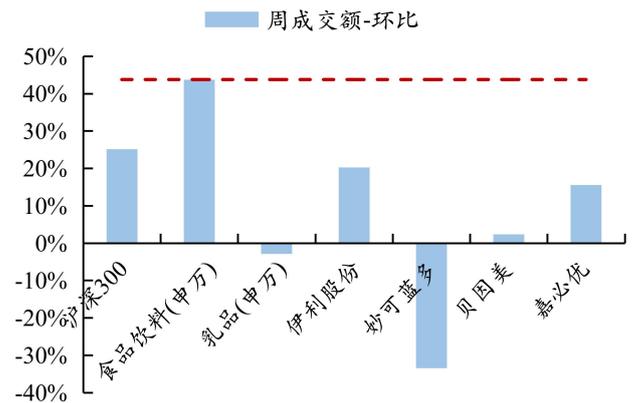
【妙可蓝多】妙可蓝多公布 2022 年三季报。公司 Q1-3 实现营业收入 38.29 亿元, 同比+21.78%; 归母净利润 1.43 亿元, 同比+0.21%; 扣非归母净利润 8841 万元, 同比-38.15%。其中, 公司 Q3 实现营业收入 12.35 亿元, 同比+14.68%; 归母净利润 1165 万元, 同比-63.03%; 扣非归母净利润-2744 万元, 同比-186.17%。

【嘉必优】嘉必优公布 2022 年三季报, 公司前三季度实现营业收入 2.73 亿元, 同比+9.34%; 实现归母净利润 7886.6 万元, 同比-22.87%; 实现扣非归母净利润 5492 万元, 同比-20.01%。公司 2022 第三季度实现营业收入 1.02 亿元, 同比+17.62%; 实现归母净利润 2784 万元, 同比-16.60%; 实现扣非归母净利润 1903 万元, 同比-12.70%。

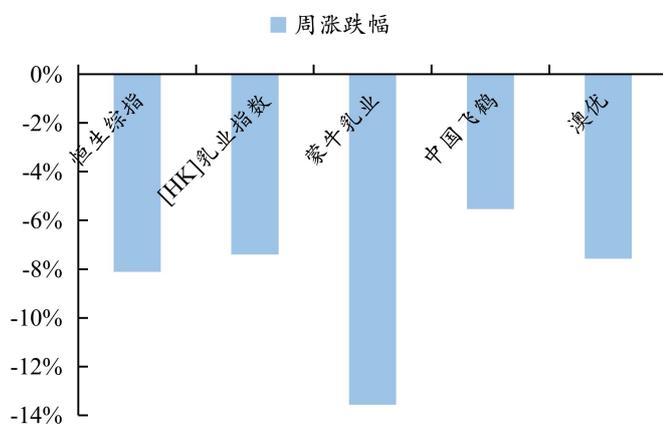
【贝因美】贝因美公布 2022 年三季报。22Q1-3 公司实现营收 24.17 亿元, 同比+45.78%; 实现归母净利润 4425 万元, 同比+14.19%; 实现扣非归母净利润 1878 万元, 同比+335.52%。其中, 22Q3 公司实现营收 8.03 亿元, 同比+49.62%; 实现归母净利润 133 万元, 同比-74.46%; 实现扣非归母净利润-858 万元, 同比+65.77%。

图 21：乳品板块及重点个股涨跌幅


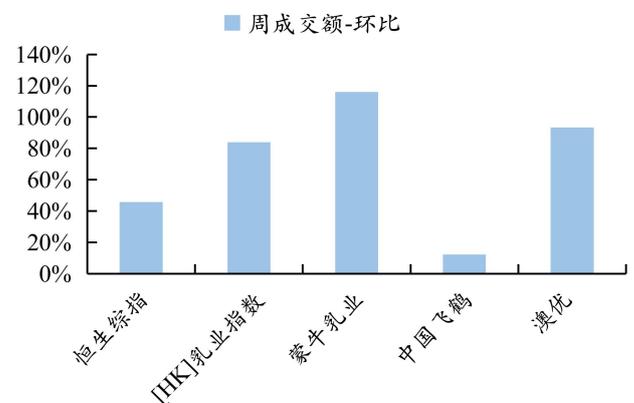
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 22：乳品板块及重点个股成交额环比


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：港股乳品板块及重点个股涨跌幅


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 24：港股乳品板块及重点个股成交额环比


数据来源：Wind，信达证券研发中心

2.4 休闲食品板块：悲观情绪延续，基本面稳固

本周休闲食品板块下跌 4.8%，受到市场悲观情绪影响，板块整体下调较多，板块周成交额为 101.9 亿元，环比-6.4%，资金面上情绪持续表现一般。重点公司中，洽洽本周上涨 3.5%，公司本周发布三季报，利润率环比 Q2 回升明显。盐津铺子本周下跌 5.9%，公司本周发布三季报，整体业绩落在预告上限，业绩进入上行周期，但受到市场情绪的影响有所杀估值。绝味食品本周下跌 6.4%，公司 Q3 业绩受到疫情影响单店仍有缺口，原材料价格高位稀释毛利率，短期业绩有所承压，但长期可期，本周受到市场对于防疫政策的担忧股价有所下调。甘源食品本周下跌 8.4%，Q3 利润率恢复显著，营收增速由于安阳新品节奏调整有所放缓，Q4 有望迎来加速发展。劲仔食品本周下跌 18.5%，公司 Q3 营收高增长，市场情绪影响下估值有所回调。周黑鸭本周下跌 3.2%，主要受港股板块悲观情绪影响。

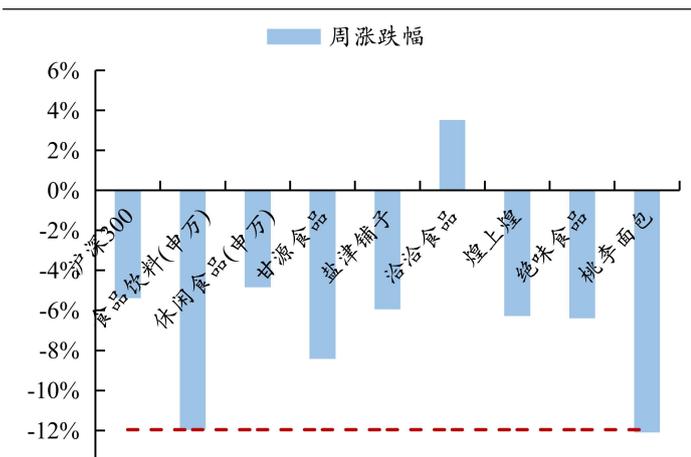
【绝味食品】疫情影响短期单店承压，原材料高位拉低盈利能力。公司本周发布三季报，Q3 营收中个位数增长符合预期，利润受到原材料价格影响有所承压，费用率逐步回归常态化，展望后续，绝味在疫情期间开店速度不减，费用补贴锚定加盟商长期共进退信心，海纳百川计划紧握行业格局加速演变机会，星火燎原加速市场下沉。疫情影响下，公司短期业绩经历阵痛，但长期经销商粘性增强，策略拿店行业市占率有所提升，公司在供应链和渠道管控端的核心竞争优势持续加强。若疫情好转，公司有望迎来单店回升及竞争格局更为优化，未来可期。

【盐津铺子】业绩落在预告上限，趋势向上。公司聚焦五大核心品类+全渠道覆盖的发展策

略效果显著，Q3 延续高增长，利润落在预告上限，ROE 显著提升。短期来看，公司调整期已过，持续进入到收获期，业绩向上趋势显著，我们预计电商、量贩式零食店等渠道有望全年贡献增量，推动公司业绩增长。中长期来看，公司持续打造产品“高品质+高性价比”核心优势，“聚焦五大核心品类+全渠道扩张”双轮驱动下，业绩有望持续实现高增长。

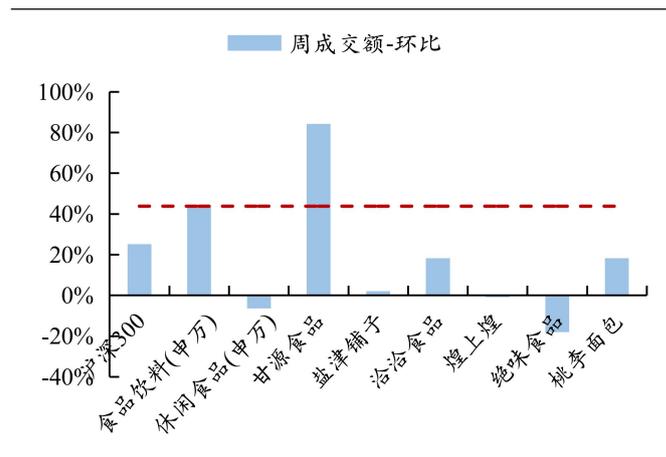
【甘源食品】零食店等渠道后续有望推动公司业绩加速。公司 Q3 初期由于产品规格调整，对于整体 Q3 销售节奏有所影响，整体营收双位数增长符合此前预期。棕榈油价格环比有所回落，盈利能力恢复明显。后续来看，在 Q4 坚果旺季+零食店增量催化下，我们预计公司全年有望完成 20% 的股权激励目标。长期来看，公司产品端具备核心竞争力，膨化新品+口味型坚果产品双轮驱动，放量在即、未来可期。

图 25：休闲食品板块及重点个股涨跌幅



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：休闲食品板块及重点个股成交金额



数据来源：Wind，信达证券研发中心

2.5 预加工板块：基本面整体稳健，板块跑赢行业指数

本周 SW 预加工食品下跌 5.7%，跑赢 SW 食品饮料 6.3pct，周成交金额合计 46.2 亿元，环比+13.2%。本周板块整体回调幅度相对较小，千味央厨基本面强劲，逆势上涨。周涨跌幅，安井食品、千味央厨、立高食品分别下跌 6.5%、上涨 4.3%、下跌 6.7%；成交金额，安井食品、千味央厨、立高食品分别为 19.9 亿元、5.9 亿元和 4.5 亿元，环比+1.2%、+141.4%、+33.7%。

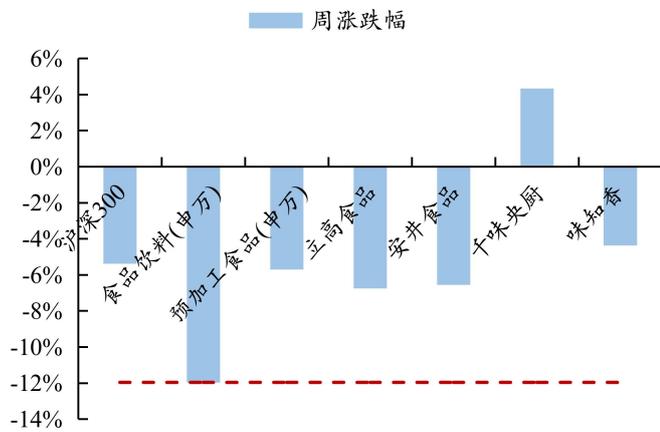
【千味央厨】大 B 端恢复较好，22Q3 由于疫情缓解，同时百胜上新速度加快，以及肯德基蛋挞的份额增长，因此大 B 渠道恢复较好。22Q3 大 B 端收入占比约为 37.8%，较上半年提升 3.5 个百分点。公司继续支持重点经销商做强做大，22Q3 前 20 名经销商贡献收入仍保持 40% 以上增长。油条表现不俗，蒸煎饺和米糕等快速上量，公司打造大单品的能力被持续验证。

【安井食品】22Q3 鱼糜制品和肉制品营收增速有所恢复，主业营收增速接近 25%，表现亮眼。受益于疫情，前三季度锁鲜装产品收入同比增长超过 40%。22Q3 菜肴制品业务继续保持高速增长，新宏业和新柳伍提供额外并表的增量；冻品先生积极表现，酸菜鱼、藕盒、扇子骨和水发系列等产品持续放量，22Q3 营收同比翻番；安井小厨顺利放量，22Q3 销售额达 7000 万左右，小酥肉已具备大单品潜力。公司积极推进预制菜业务，打造第二增长曲线，目前已初见成效。公司仍会加强对费用的管控，展望 22Q4，在低基数下，业绩有望继续高增。

【立高食品】22Q3 渠道下沉和新零售渠道拓展对冲商超渠道的下滑，营收表现符合预期。单三季度，商超渠道收入同比下滑，主要由于受大客户去年同期高基数及产品结构调整的影

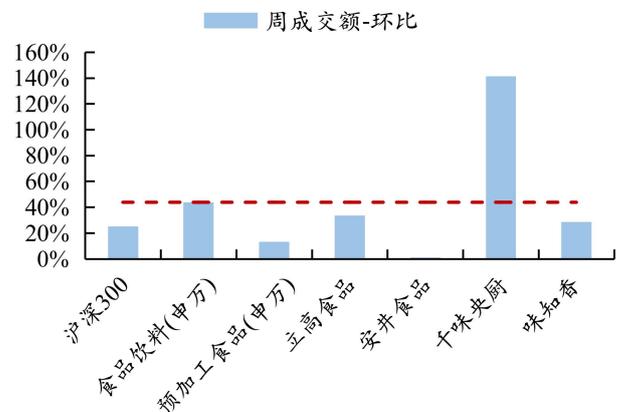
响；流通饼店渠道实现 10%以上增长，较二季度小幅恢复，主要是深挖渠道贡献较大；餐饮渠道收入实现 50%以上增长，主要由于开拓美团等新零售渠道。22Q3 原材料成本回落，毛利率环比改善。22Q3 公司毛利率为 32.1%，同比下降 1.5 个百分点，环比提升 2.7 个百分点，主要由于油脂等原材料价格环比下降。

图 27：预加工板块及重点个股涨跌幅



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：预加工板块及重点个股成交额环比



数据来源：Wind，信达证券研发中心

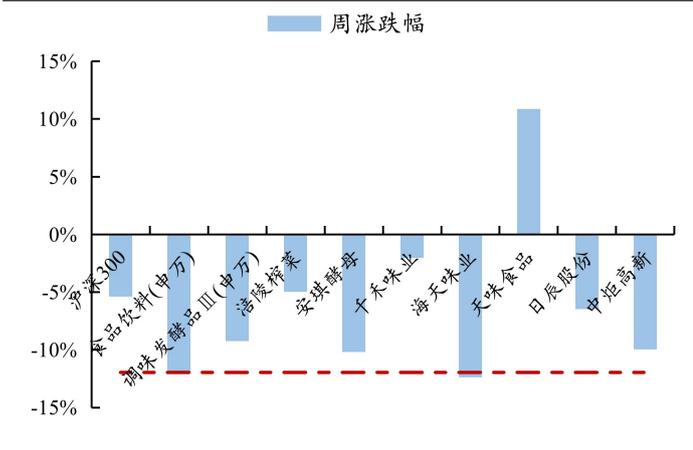
2.6 调味品板块：业绩超预期，天味食品逆势上涨

本周 SW 调味发酵品下跌 9.2%，跑赢 SW 食品饮料 2.7pct，周成交金额合计 146.8 亿元，环比+14.0%。本周由于业绩不及预期，海天味业股价跌幅较多；天味食品由于业绩超预期，逆势上涨。周涨跌幅方面，海天味业、千禾味业、安琪酵母、涪陵榨菜、天味食品、日辰股份分别下跌 12.4%、下跌 2.0%、下跌 10.2%、下跌 5.0%、上涨 10.9%、下跌 6.5%；成交金额方面，海天味业、千禾味业、安琪酵母、涪陵榨菜、天味食品、日辰股份分别为 33.9 亿元、17.1 亿元、15.2 亿元、13.6 亿元、17.0 亿元和 2.4 元，环比+22.1%、-14.4%、+32.7%、-23.5%、+152.8%、+34.3%。

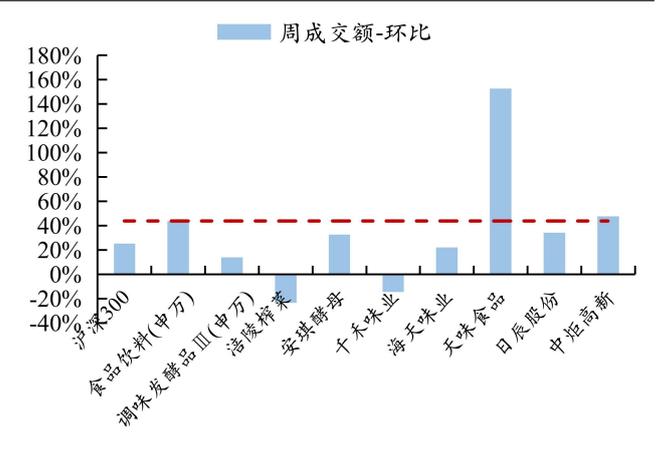
【海天味业】 22Q3 小品类继续放量提振营收增速，但整体表现不及预期。分品类来看，22Q3 酱油/调味酱/蚝油/其他同比变化分别为-8.1%/4.4%/-5.6%/16.2%。酱油品类收入下滑主要由于受到疫情以及负面舆论的影响。醋和料等其他品类继续放量，提振营收增速。面对不利环境，公司加快新产品、新包装的推出，醋和料酒等小品类也持续放量，未来将继续强化品类的竞争力。品类升级是发展趋势，公司也在积极布局和推广旗下零添加产品。

【安琪酵母】 22Q3 营收增长表现超预期，海外业务持续高增。受益于海运费下降、人民币贬值以及公司加强海外销售，22Q3 海外收入同比+55.8%。国内业务复苏较慢，营收同比仅+11.9%，主要受国内烘焙、动物营养和保健品业务的拖累。展望 22Q4，海外业务高增趋势仍有望延续，全年收入目标有望达成。若疫情缓解，国内烘焙、动物营养和保健品等业务也有望恢复。当前公司成本端压力较大，但我们认为大宗商品价格回落终会带动公司成本下行。

【天味食品】 22Q3 营收表现超预期，主要由于基数较低，同时动销良性，以及季末备货增加。我们认为 2022 年公司更加注重自身竞争力的打造，坚持长期发展的战略。一方面，公司推出股权激励计划能有效提升团队凝聚力和积极性；另一方面，公司开发优商扶商的经销商分级运营模式，既能保障基本盘的增长，也可以针对成长型经销商客户实行精准施策，运营模式更加灵活。

图 29：调味品板块及重点个股涨跌幅


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 30：调味品板块及重点个股成交额环比


数据来源：Wind，信达证券研发中心

3 风险提示

食品安全风险、疫情反复风险

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，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒A股和港股，深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒，熟悉燕京啤酒和乐惠国际。

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
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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 $\pm 5\%$ 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。