

2022年11月08日

行业研究

评级：推荐(维持)

研究所

证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
xueyh@ghzq.com.cn证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn

白酒业绩韧性强，大众品弱复苏

——食品饮料行业三季报总结分析

投资要点：

相关报告

《——白酒行业深度研究：次高端东风正盛，由野蛮生长到有序发展（推荐）*食品饮料*薛玉虎，宋英男》——2022-08-04

《——白酒行业复盘与展望：船至中流，换挡前行（推荐）*食品饮料*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-05-14

■ **Q3 板块收入利润增速回升，白酒表现强于食品：**受全国多点散发的疫情影响，Q3 消费复苏进程较慢，根据国家统计局数据，7-9 月社零总额同比增速分别为 2.7%/5.4%/2.5%，餐饮端仍呈现较大压力，7-9 月餐饮收入同比增速分别为-1.5%/+8.4%/-1.70%。去年同期受疫情、水灾、暴雨等极端天气影响，食品饮料板块收入利润基数较低，今年 Q3 食品饮料板块营收和归母净利润同比增速分别为 9.68%和 13.25%（二季度同比分别为 7.79%和 9.97%）在低基数背景下实现恢复性增长。白酒和非白酒业绩分化依然明显，其中，Q3 白酒板块营收和归母净利润同比增速分别为 13.62%和 20.98%，非白酒板块收入和归母净利润同比增速分别为 7.14%和 1.17%。

■ **白酒：三季报表现亮眼，彰显业绩稳定性、韧性和持续性。**三季报白酒整体业绩均较好，白酒板块单三季度收入利润增速分别为 16.5%/21.0%。1) **白酒连续三年兑现业绩，疫情扰动和消费疲软并未破坏行业发展的核心逻辑。**在今年经营环境承压的情况下，各龙头酒企继续保持高速增长，在食品饮料各子行业中仍突出，充分体现白酒行业的韧性和经营持续性。从报表质量看，各白酒企业表现分化，高端酒报表质量较高，区域次高端龙头蓄水池仍深。2) **业绩存在一定调节因素，但核心是白酒价位升级的逻辑不变。**在消费场景和消费能力受损的情况下，上市公司仍能保持稳健增长，我们认为除了品牌酒企话语权较强，可以通过调节发货和压货完成部分考核任务外，核心原因在于：1) 近两年三四线次高端和酱酒招商铺货形成的局部泡沫影响了市场对行业的客观认知，打高市场预期。2) 行业延续价格升级趋势，较好的对冲了销量下滑带来的负面影响。3) 酱酒热退潮，市场份额向头部集中的趋势延续。根据去年经验，很多公司业绩提前确认业绩后，四季度业绩会有所波动，但我们认为这种波动主要是短期外部环境影响，一旦外部环境改变，即可快速恢复正常。但值得注意的是，短期影响可通过调节平滑，若外部环境延续，则存在一定风险。3) **外部因素扰动市场情绪，当前板块的估值泡沫被充分消化，龙头酒企估值已具备性价比。**年初至今板块持续回调，且三季报后迎来急跌，估值由年初的 PE-TTM48X 消化至当前的 28X。目前板块估值分位数（近 5 年）已经回落至 15.3%，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒等龙头的估值分位数也已经回落到低位，具备配置性价比。中长期视角看，行业基本面依然稳健，板块未来仍以分化为主，次高端仍是机会最大的板块，未来将持续兑

现利润弹性。

- **啤酒：Q3 消费场景快速恢复，龙头业绩稳健。** Q3 啤酒板块收入同比增长 11%，归母净利润同比增长 9%，疫后啤酒板块环比复苏，预计中低档啤酒放量，收入增速快于利润增速。(1) 2022Q3 规模以上啤酒企业产量同比增长 9.3% (二季度同比下滑 2.6%，环比显著改善)，三季度行业受旺季+疫后消费场景复苏影响，预计中低档产品放量带动营收增长。但青啤、重啤及百威等品牌高端化进程依然顺畅，预计板块整体吨价继续保持稳健增长。(2) 从利润端看，由于成本传导至生产和销售端具有滞后性，Q3 行业毛利率仍受成本压力影响而承压。但龙头酒企通过直接提价和结构升级的方式淡化成本压力，并通过费率优化、经营效率提升等方式提振盈利水平。整体来看，今年下半年以来主要成本趋势下行，预计未来成本压力可控，克服短期波动后，行业高端化趋势依然强劲，盈利能力仍处上行通道。
- **食品板块：1) 大众品整体需求改善不明显，各板块受疫情影响程度及基数不同，收入表现继续分化。** 各板块 Q3 收入同比增速排序：预制速冻食品 (16.8%) > 其他食品 (15.3%) > 调味品 (9.9%) > 乳制品 (4.7%) > 肉制品 (4.5%) > 烘焙 (2.5%) > 软饮料 (0.0%) > 卤制品 (-0.4%) > 休闲食品 (-2.8%)。预制速冻、瓜子等以居家消费场景为主的品类依旧延续高增势头，但疫情受益因素逐渐淡化，环比增速有所缩窄。乳制品、烘焙、卤制品、软饮料部分消费场景持续受到疫情冲击，叠加消费力的疲弱，收入多低于预期。**2) 成本整体仍有承压，部分板块原材料价格回落，但更多体现至 Q4，部分企业 Q2 销售费用后置到 Q3，影响利润。** 各板块 Q3 归母净利润同比增速排序：肉制品 (75.6%) > 其他食品 (51.5%) > 调味品 (6.8%) > 休闲食品 (2.9%) > 预制速冻 (-4.2%) > 软饮料 (-19.3%) > 乳制品 (-31.2%) > 烘焙 (-33.6%) > 卤制品 (-74.7%)。大众品板块 Q3 成本端缓解幅度不大：(1) 今年下半年以来棕榈油、白糖等原材料均呈现不同程度的回落，但由于企业通常提前按照生产计划采购原材料，因此 Q3 仍然部分沿用高价原材料，成本仍有承压；(2) 部分公司受到疫情、局部高温天气及限电影响，工厂短暂停工或投产期延后，产能利用率较低；(3) 部分公司在下游需求较疲软的情况下，加大折价促销力度拉动终端动销，同时去年 Q3 多数公司提价，提价效应减弱，对毛利率表现亦造成影响。环比来看 Q3 毛销差呈下降趋势，主要与 Q2 受疫情影响严重，大多费用延后至 Q3 投放有关。成本端压力尚未缓解叠加费用投放增加，因此 Q3 利润端下滑的子行业超过半数。
- **未来展望：白酒板块“下蹲，再起跳”，食品板块最差时点已过，关注疫后恢复。** 我们继续强调当前白酒板块处于基本面、情绪和预期的三重冰点期，目前处于底部区域；中长期看行业升级+分化的核心逻辑不变，次高端是机会最大的板块，继续看好贵州茅台+区域次高端龙头。**大众品板块**，板块走势更多受疫情等因素影响，但现在最差时刻已过，疫后需求复苏方向不变，应当自下而上优选真成长。个股选择上，我们推荐：1) 随疫情影响减弱后业绩边际改善，长期成长势头较足，估值回归合理区间个股，推荐百润股份、绝味食

品、安琪酵母、立高食品、洽洽食品、及青岛啤酒；2) 成本下降后的利润弹性较大的相关个股，推荐安琪酵母、中炬高新、东鹏饮料、海天味业。3) 小食品中建议关注未来有改善和业绩弹性的佳禾食品、甘源食品、国联水产。

- **行业评级及投资策略:** 整体来看白酒行业稳健向好的趋势不变，次高端逻辑持续兑现；大众品情绪最悲观时点已过，估值回落后龙头企业的投资价值凸显，基于此我们维持食品饮料行业评级为“推荐”。
- **重点推荐个股:** 白酒：推荐贵州茅台、洋河股份、今世缘、古井贡酒、泸州老窖、山西汾酒、伊力特、口子窖、五粮液、金徽酒等。大众品：推荐百润股份、绝味食品、安琪酵母、立高食品、洽洽食品、中炬高新、伊利股份、海天味业、青岛啤酒。
- **风险提示:** 1) 疫情影响餐饮渠道恢复低于预期；2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻；3) 行业政策变化导致竞争加剧；4) 原材料价格大幅上涨；5) 重点关注公司业绩或不及预期；6) 食品安全事件等。

重点关注公司及盈利预测

| 重点公司 代码 | 股票 名称 | 2022/11/07 | | EPS | | | PE | | | 投资 评级 |
|------------|----------|------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|----|----------|
| | | 股价 | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E | | |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1,517 | 41.76 | 51.27 | 62.12 | 36.3 | 29.6 | 24.4 | 买入 | |
| 000858.SZ | 五粮液 | 150 | 6.02 | 6.90 | 7.98 | 24.9 | 21.7 | 18.8 | 买入 | |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 184 | 5.43 | 6.82 | 8.44 | 33.8 | 26.9 | 21.8 | 买入 | |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 260 | 4.37 | 6.00 | 7.36 | 59.5 | 43.3 | 35.3 | 买入 | |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 140 | 5.01 | 6.35 | 7.95 | 27.9 | 22.0 | 17.6 | 买入 | |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 218 | 4.45 | 5.38 | 6.70 | 48.9 | 40.4 | 32.5 | 买入 | |
| 603369.SH | 今世缘 | 42 | 1.62 | 1.96 | 2.39 | 25.7 | 21.2 | 17.4 | 买入 | |
| 603589.SH | 口子窖 | 44 | 2.88 | 2.88 | 3.74 | 15.4 | 15.4 | 11.9 | 买入 | |
| 600779.SH | 水井坊 | 64 | 2.45 | 2.11 | 3.23 | 26.0 | 30.2 | 19.8 | 增持 | |
| 603919.SH | 金徽酒 | 22 | 0.64 | 0.91 | 0.84 | 35.0 | 24.6 | 26.7 | 增持 | |
| 600197.SH | 伊力特 | 21 | 0.67 | 0.63 | 0.91 | 31.9 | 33.9 | 23.5 | 买入 | |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 99 | 2.33 | 2.92 | 2.46 | 42.6 | 34.0 | 40.3 | 买入 | |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 111 | 2.41 | 2.08 | 3.31 | 46.0 | 53.3 | 33.5 | 增持 | |
| 002568.SZ | 百润股份 | 37 | 0.89 | 0.94 | 1.21 | 42.0 | 39.8 | 30.9 | 买入 | |
| 603288.SH | 海天味业 | 70 | 1.58 | 1.89 | 1.34 | 44.2 | 36.9 | 52.1 | 增持 | |
| 600298.SH | 安琪酵母 | 40 | 1.59 | 0.46 | 1.06 | 25.4 | 87.7 | 38.1 | 买入 | |
| 600872.SH | 中炬高新 | 33 | 0.94 | 0.77 | 1.54 | 35.4 | 43.2 | 21.6 | 增持 | |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 24 | 0.87 | 0.91 | 0.77 | 28.0 | 26.8 | 31.6 | 增持 | |
| 600887.SH | 伊利股份 | 28 | 1.43 | 1.20 | 1.27 | 19.4 | 23.1 | 21.8 | 买入 | |
| 600597.SH | 光明乳业 | 10 | 0.48 | 0.50 | 0.61 | 20.6 | 19.8 | 16.2 | 增持 | |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 24 | 1.40 | 1.59 | 1.73 | 17.5 | 15.4 | 14.1 | 增持 | |
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 169 | 3.11 | 3.45 | 4.46 | 54.5 | 49.1 | 38.0 | 买入 | |
| 603345.SH | 安井食品 | 162 | 2.84 | 3.11 | 3.83 | 56.9 | 52.0 | 42.2 | 买入 | |

| | | | | | | | | | |
|-----------|------|----|------|------|------|------|-------|------|----|
| 300973.SZ | 立高食品 | 92 | 1.82 | 1.04 | 1.52 | 50.5 | 88.5 | 60.5 | 增持 |
| 001215.SZ | 千味央厨 | 60 | 1.25 | 1.16 | 1.49 | 48.4 | 52.1 | 40.6 | 增持 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 59 | 1.60 | 0.58 | 1.70 | 36.6 | 100.9 | 34.4 | 买入 |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 48 | 1.84 | 2.04 | 2.37 | 26.3 | 23.7 | 20.4 | 买入 |

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1、 Q3 板块收入利润增速回升，白酒表现强于食品 | 8 |
| 2、 白酒：高端酒延续稳健增长，区域次高端业绩弹性凸显，疫情扰动不改行业核心发展逻辑 | 10 |
| 2.1、 头部酒企收入保持稳健较快增长，高端酒和区域次高端龙头表现凸出 | 12 |
| 2.2、 龙头基本面仍然稳健，行业向上发展核心逻辑不改 | 14 |
| 2.3、 区域次高端业绩弹性凸显，龙头报表质量仍高，部分酒企通过费用和税费调节业绩 | 15 |
| 2.4、 板块受外部因素扰动回调，估值泡沫充分消化 | 18 |
| 2.5、 长期来看，行业仍将延续结构性行情，继续看好茅台+区域次高端龙头 | 20 |
| 3、 啤酒：Q3 消费场景快速恢复，龙头业绩稳健 | 22 |
| 4、 大众品：需求弱复苏，板块表现继续分化 | 24 |
| 4.1、 调味品：低基数与成本下行为短期催化因素，关注龙头底部反转 | 27 |
| 4.2、 乳制品：整体消费疲弱，龙头业绩低迷 | 30 |
| 4.3、 预制速冻食品：Q3 业绩分化，关注大 B 餐饮修复，看好预制菜业务成长性 | 32 |
| 4.4、 卤味：佐餐&休闲收入端有所分化，成本端持续承压 | 35 |
| 4.5、 烘焙类：Q3 受疫情和成本冲击严重，关注成本下行带来业绩弹性 | 36 |
| 4.6、 饮料及预调酒：Q3 环比改善，但盈利能力仍承压 | 37 |
| 4.7、 休闲食品：收入端保持较好增速，成本端改善 | 38 |
| 4.8、 肉制品：猪价继续反弹，屠宰承压 | 41 |
| 5、 行业评级及投资策略：白酒板块“下蹲，再起跳”，食品板块最差时点已过，关注疫后恢复 | 42 |
| 6、 风险提示 | 44 |

图表目录

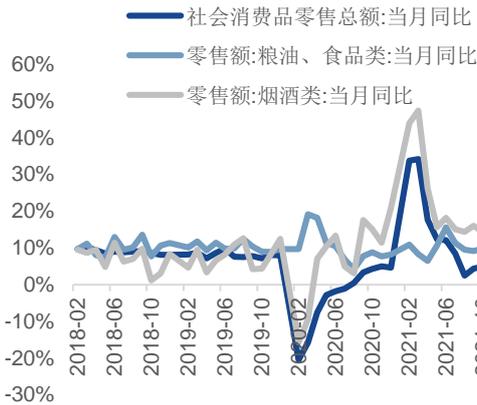
| | |
|--|----|
| 图 1: 中国社零总额同比 (%) | 8 |
| 图 2: 中国限额以上单位餐饮收入增速 (%) | 8 |
| 图 3: 消费者消费信心受到冲击 | 8 |
| 图 4: 居民的储蓄意愿持续攀升 | 8 |
| 图 5: 食品饮料板块上市公司单季度收入、归母同比增速 (%) | 9 |
| 图 6: 白酒和非白酒收入增速 (%) | 10 |
| 图 7: 白酒和非白酒归母净利增速 (%) | 10 |
| 图 8: 白酒整体单季度收入利润增速 (%) | 10 |
| 图 9: 2021 年 Q4 至今 SW 白酒指数收盘价与估值变化 | 18 |
| 图 10: 2018H2 SW 白酒指数收盘价与估值变化 | 19 |
| 图 11: 贵州茅台近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 19%) | 19 |
| 图 12: 五粮液近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 9%) | 19 |
| 图 13: 泸州老窖近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 17%) | 20 |
| 图 14: 洋河股份近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 31%) | 20 |
| 图 15: 山西汾酒近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 30%) | 20 |
| 图 16: 古井贡酒近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 50%) | 20 |
| 图 17: 啤酒板块单季度收入变动情况 (不含港股数据) | 22 |
| 图 18: 啤酒板块单季度归母净利变动情况 (不含港股数据) | 22 |
| 图 19: 大麦进口单价涨幅 (美元/吨) | 22 |
| 图 20: 玻璃指数 (点) 与铝价 (美元/吨) 变化情况 | 22 |
| 图 21: 调味品部分原材料价格走势 (元/吨) | 28 |
| 图 22: 青菜头收购价格走势 | 28 |
| 图 23: 生鲜乳主产区价格 (元/公斤) 及变化 (%) | 31 |
| 图 24: GDT 全脂奶粉价格 (RMB/吨) 及变化 (%) | 31 |
| 图 25: 棕榈油期货结算价 (元/吨) 及变动 (%) | 40 |
| 图 26: 白砂糖期货结算价 (元/吨) 及变动 (%) | 40 |
| 图 27: 全国生猪及猪肉价格走势 (元/千克) | 41 |
| 图 28: 全国生猪及猪肉价格同比增速 (%) | 41 |
| 表 1: 各类酒企三季度业绩表现 | 11 |
| 表 2: 前三季度来看, 白酒业绩韧性强于餐饮各个子行业 | 11 |
| 表 3: 各类酒企收入分季度增速 | 13 |
| 表 4: 去年四季度部分酒企业绩表现较弱 | 15 |
| 表 5: 各类酒企利润分季度增速 | 16 |
| 表 6: 基数、费用、结构、税费等因素影响酒企 Q3 利润表现 | 16 |
| 表 7: 各类酒企三季度主要报表数据表现 | 17 |
| 表 8: 区域地产酒稳健式增长和三线次高端波动式增对比 | 21 |
| 表 9: 2022 年前三季度及三季度啤酒主要企业收入利润同比增速及估值 | 23 |
| 表 10: 主要啤酒企业销量、吨价及高端化情况 (单位: 万千升、元) | 23 |
| 表 11: 非白酒子行业统计范围 | 24 |
| 表 12: 大众品板块收入增速 | 25 |
| 表 13: 大众品上游原材料价格走势变化 | 25 |
| 表 14: 大众品板块毛利率及毛销差情况 | 26 |
| 表 15: 大众品板块归母净利润增速 | 26 |

| | |
|---|----|
| 表 16: 调味品公司 2022 年三季度报业绩情况 (单位: 亿元) | 27 |
| 表 17: 调味品公司毛利率、毛销差及其变动情况..... | 28 |
| 表 18: 2022 前三季度乳制品主要企业收入利润 (亿元) 及同比增速 (%) | 30 |
| 表 19: 2022 前三季度乳制品主要企业毛利率、毛销差及销售费用率变化 (%) | 31 |
| 表 20: 速冻食品公司 2022 年三季度报业绩情况 (单位: 亿元) | 33 |
| 表 21: 速冻食品公司毛利率、毛销差及其变动情况 | 33 |
| 表 22: 2022 前三季度卤制品主要企业收入利润 (亿元) 及同比增速 (%) | 35 |
| 表 23: 2022 前三季度卤制品主要企业毛利率、毛销差及销售费用率变化 (%) | 35 |
| 表 24: 烘焙产业链公司 2022 年三季度报业绩情况 (单位: 亿元) | 36 |
| 表 25: 烘焙产业链公司毛利率、毛销差及其变动情况 | 36 |
| 表 26: 软饮料行业三季度报业绩表现 | 37 |
| 表 27: 软饮料企业毛利率和净利率表现 | 38 |
| 表 28: 2022 前三季度休闲零食主要企业收入利润 (亿元) 及同比增速 (%) | 38 |
| 表 29: 2022 年 1~9 月休闲零食主要企业天猫淘宝渠道销售额 (万元) 及增速..... | 39 |
| 表 30: 2022 前三季度休闲食品主要企业毛利率、毛销差及销售费用率变化 (%) | 40 |
| 表 31: 2022 前三季度肉制品主要企业收入利润 (亿元) 及同比增速 (%) | 41 |

1、Q3 板块收入利润增速回升，白酒表现强于食品

据国家统计局数据，2022 年 1~9 月社零总额 32.03 万亿元，同比增长 0.71%，两年平均增速为 8.25%，7、8、9 月社零总额同比增速分别为 2.7%、5.4%、2.5%，社零增速环比二季度有所恢复，但是复苏进程较慢。Q3 餐饮端仍呈现较大压力，7、8、9 月餐饮收入同比增速分别为-1.5%、8.4%、-1.70%，除 8 月因为基数效应同比增速较高之外，7、9 两月依旧是负增长，主要还是受三季度全国持续多点散发疫情的影响。

图 1：中国社零总额同比 (%)



资料来源：Wind、国海证券研究所、

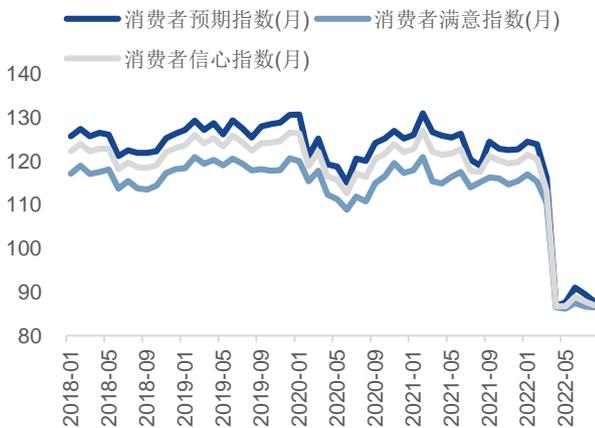
图 2：中国限额以上单位餐饮收入增速 (%)



资料来源：Wind、国海证券研究所

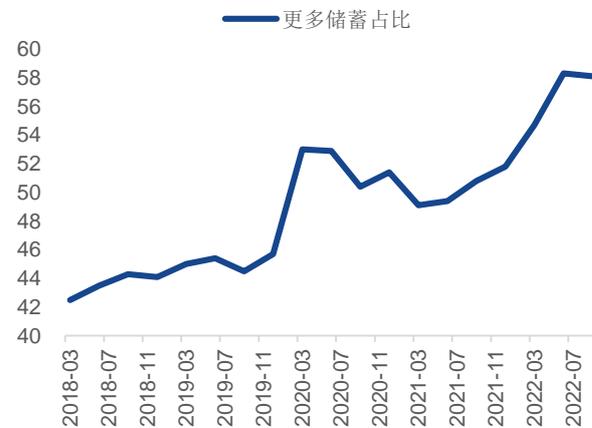
根据国家统计局的数据，今年 4 月份以来消费者预期指数、消费者满意指数、消费者信心指数降幅明显，从最新的 8 月份数据来看，消费者信心还未实现恢复。从中国人民银行统计的更多储蓄占比的表现来看，自去年下半年以来，消费者的储蓄意愿持续攀升，显示出在疫情反复、宏观不确定较大的背景下，居民呈现出更倾向于储蓄，同时缩减消费支出的意向。

图 3：消费者消费信心受到冲击



资料来源：Wind、国海证券研究所、

图 4：居民的储蓄意愿持续攀升

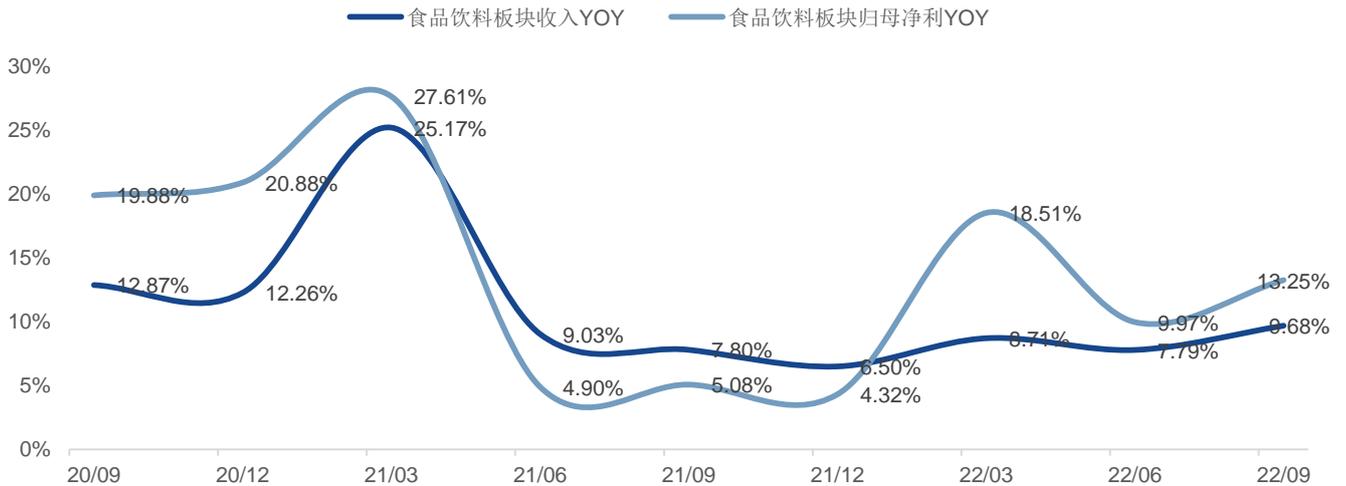


资料来源：Wind、国海证券研究所

从食品饮料整体板块表现来看，三季度收入和归母净利润增速环比二季度有所回

升，其中收入回升的幅度更大。三季度行业收入和归母净利润同比增速分别为 9.68% 和 13.25%（二季度同比分别为 7.79%和 9.97%）。2022 年 Q1 食品饮料行业收入和归母净利润端均有提速，主要由于 2022 年春节疫情控制良好，走亲访友需求增加，白酒、乳品等行业实现开门红。但是 Q2 面临 3 月以来全国多点散发的疫情，居民消费意愿相对低迷，叠加 2 月俄乌冲突以来，全球大宗商品价格上涨，收入和利润端都承受了一定的压力。Q3 在去年同期较低基数的背景下实现恢复性增长，同时今年下半年以来以原油为主的大宗商品价格下行，食品板块原材料成本端压力有所缓解。

图 5：食品饮料板块上市公司单季度收入、归母同比增速（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所（剔除次新和重组）

白酒在去年高基数下保持较好增速，体现行业韧性。 Q3 白酒板块收入和归母净利润增速分别为 16.62%和 20.98%。Q3 白酒增速较 Q2 有所回升。Q3 白酒企业继续保持高速增长，在疫情背景下，连续三年兑现业绩，充分体现白酒行业的韧性，疫情扰动和消费疲软并未破坏行业消费升级的核心逻辑。

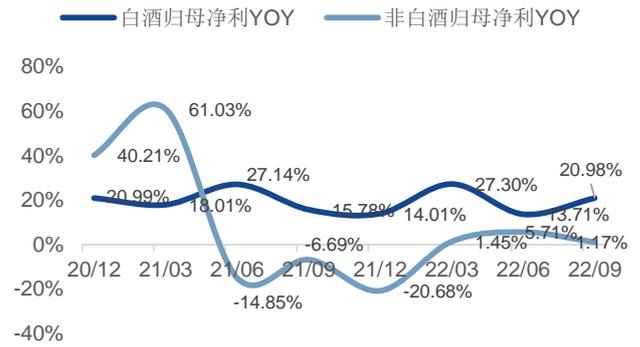
非白酒在低基数下增速有所回升，利润端持续承压。 Q3 非白酒板块收入和归母净利润同比增速分别为 7.14%和 1.17%。Q3 非白酒板块的业绩基数较低（去年同期收入和归母净利润同比增速分别为 5.07%和-6.69%），在低基数下，收入增速改善不明显，主要因为全国疫情散发的背景下，消费复苏的力度较弱。由于大宗商品成本的下行，非白酒成本端压力有所缓解，不过从期货价格下降到企业采购成本下移需要一定的传导时长，预计 Q4 原材料成本的下行会为大众品公司贡献更多的利润弹性。同时 Q2 因为疫情，部分企业的广告费用，线下活动费用延后至 Q3 投入，导致 Q3 销售非费用率有所提升，使得非白酒板块整体盈利端承压。

图 6：白酒和非白酒收入增速 (%)



资料来源：Wind、国海证券研究所（剔除次新和重组）

图 7：白酒和非白酒归母净利增速 (%)



资料来源：Wind、国海证券研究所（剔除次新和重组）

2、白酒：高端酒延续稳健增长，区域次高端业绩弹性凸显，疫情扰动不改行业核心发展逻辑

白酒企业三季报表现亮眼，彰显业绩稳定性、韧性和持续性。白酒板块单三季度收入利润增速分别为 16.5%/21.0%。行业趋势向上，尽管中秋旺季前部分地区疫情散发，影响消费场景，但白酒整体业绩均较好，高端酒+区域次高端龙头表现出色。贵州茅台继续保持稳健增长，单三季度收入/利润增速分别为 15%/16%；泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、今世缘、山西汾酒、老白干酒等收入/利润基本都实现 20%以上、甚至更高增长。在今年酒企经营环境承压的情况下，各龙头酒企继续保持高速增长，充分体现白酒行业的韧性和经营持续性，疫情扰动和消费疲软并未破坏行业消费升级的核心逻辑。整体来看，疫情的确对实际动销产生影响，部分酒企库存略高，但相比三四线小酱酒，高端+区域次高端龙头的需求稳定，终端动销正常，库存压力可控。

图 8：白酒整体单季度收入利润增速 (%)



资料来源：国海证券研究所

表 1：各类酒企三季报业绩表现

| 分类 | 公司 | 2022Q2 | | | | 2022Q3 | | | | 2022Q1-Q3 | | | |
|---------|------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|-----------|------|-------|------|
| | | 收入 | YoY | 利润 | YoY | 收入 | YoY | 利润 | YoY | 收入 | YoY | 利润 | YoY |
| 高端 | 贵州茅台 | 262.6 | 16% | 125.5 | 17% | 303 | 15% | 146.1 | 16% | 898 | 17% | 444 | 19% |
| | 五粮液 | 136.7 | 10% | 42.8 | 10% | 146 | 12% | 48.9 | 18% | 558 | 12% | 200 | 15% |
| | 泸州老窖 | 53.5 | 24% | 26.6 | 29% | 58.6 | 22% | 26.9 | 31% | 175.2 | 24% | 82.2 | 31% |
| 高端合计 | | 452.8 | 15% | 194.8 | 17% | 507.6 | 15% | 221.8 | 18% | 1,630.9 | 16% | 726.1 | 19% |
| 区域次高端龙头 | 洋河股份 | 58.8 | 17% | 19.1 | 6% | 75.7 | 18% | 21.8 | 40% | 265 | 21% | 90.7 | 26% |
| | 山西汾酒 | 48.0 | 0% | 13.0 | -4% | 68.1 | 33% | 21.0 | 57% | 221 | 28% | 71.1 | 46% |
| | 古井贡酒 | 37.3 | 30% | 8.2 | 45% | 37.6 | 22% | 7.0 | 19% | 127.6 | 26% | 26.2 | 33% |
| | 今世缘 | 16.6 | 14% | 6.2 | 16% | 18.7 | 26% | 4.6 | 27% | 65.2 | 22% | 20.8 | 23% |
| | 口子窖 | 9.9 | -8% | 2.5 | -5% | 14.6 | 6% | 4.6 | 0% | 37.6 | 4% | 12.0 | 4% |
| 区域龙头合计 | | 170.6 | 12% | 49.0 | 8% | 214.8 | 23% | 59.0 | 37% | 716.7 | 23% | 220.9 | 31% |
| 三线次高端 | 舍得酒业 | 11.4 | -16% | 3.0 | -30% | 15.9 | 31% | 3.6 | 56% | 46.2 | 28% | 12.0 | 24% |
| | 水井坊 | 6.6 | 10% | 0.1 | 117% | 17.0 | 7% | 6.9 | 10% | 37.7 | 10% | 10.6 | 5% |
| | 酒鬼酒 | 8.5 | 5% | 2.0 | -19% | 9.5 | 2% | 2.5 | 21% | 34.9 | 32% | 9.7 | 35% |
| 三线合计 | | 26.5 | -4% | 5.1 | -20% | 42.4 | 14% | 13.0 | 22% | 118.7 | 23% | 32.3 | 20% |
| 区域酒企 | 迎驾贡酒 | 9.5 | 0% | 2.3 | 4% | 13.6 | 23% | 4.2 | 13% | 38.9 | 21% | 12.0 | 25% |
| | 伊力特 | 5.1 | 5% | 0.2 | -75% | 1.7 | -60% | 0.1 | -79% | 13.1 | -11% | 1.4 | -48% |
| | 金徽酒 | 5.2 | 12% | 0.5 | -35% | 3.4 | -9% | 0.0 | -97% | 15.6 | 16% | 2.1 | -12% |
| | 老白干酒 | 11.2 | 25% | 1.0 | 42% | 14.3 | 28% | 1.7 | 37% | 34.6 | 25% | 5.3 | 114% |
| | 金种子酒 | 2.6 | 3% | -0.4 | 13% | 2.1 | -19% | -0.8 | -73% | 8.1 | 1% | -1.4 | 6% |
| 区域酒企合计 | | 33.9 | 12% | 3.5 | -11% | 35.5 | 8% | 5.3 | -5% | 111.3 | 16% | 19.6 | 25% |

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

白酒行业业绩韧性仍强，行业基本面稳健，向上趋势不改。自 2020 年以来，疫情扰动成为影响板块业绩的核心因素之一，但 2020 年、2021 年和 2022 年连续三年业绩兑现验证了白酒板块的业绩韧性。即使在 2020 年，疫情影响全国范围的春节旺季消费，但这对行业全年表现影响仍有限（白酒行业 2019 和 2020 年收入分别增长 8.2%和 4.6%，2020 年增速降幅仅为 3.6pct）。今年二季度和三季度局部地区均有疫情，尤其三季度疫情发生在中秋旺季前，但白酒报表端收入利润表现在食品饮料各子行业中仍突出，持续验证板块韧性。

表 2：前三季度来看，白酒业绩韧性强于食饮各个子行业

| | 收入增速 (%) | | | 利润增速 (%) | | |
|-------|----------|--------|--------|----------|---------|--------|
| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 |
| 白酒 | 19.4% | 10.7% | 16.3% | 25.2% | 11.9% | 20.3% |
| 啤酒 | 7.8% | 6.9% | 10.9% | 17.9% | 13.6% | 6.6% |
| 其他酒类 | 10.4% | -26.4% | -18.7% | 12.3% | -58.0% | -67.0% |
| 软饮料 | 7.2% | -4.4% | 2.1% | -18.6% | -24.2% | -11.5% |
| 葡萄酒 | 1.9% | -0.3% | 9.6% | -5.8% | -63.9% | -24.5% |
| 黄酒 | 6.8% | -17.6% | 8.5% | 1.4% | -295.9% | 35.0% |
| 肉制品 | -33.1% | -19.2% | -6.7% | -25.6% | 0.2% | 98.0% |
| 调味发酵品 | 2.2% | 20.5% | 8.1% | -8.2% | 20.5% | 4.8% |
| 乳品 | 12.4% | 17.1% | 13.4% | 26.3% | 10.1% | -27.1% |
| 食品综合 | -2.9% | 5.7% | 3.0% | -23.3% | -19.6% | -16.9% |

资料来源：Wind，国海证券研究所

2.1、头部酒企收入保持稳健较快增长，高端酒和区域次高端龙头表现凸出

总体来看，白酒上市公司三季报收入均有稳健增长，表现基本符合预期：Q3 酒企经营环境普遍承压，今年中秋旺季白酒整体动销表现平淡，二季度疫情导致渠道库存压力大，竞争激烈，行业近两年在渠道端积累的泡沫在中秋过后迎来结构性出清，利好以动销为导向的优质酒企。国庆延续中秋旺季不旺表现，但由于国庆不是白酒消费的旺季，主要以部分婚宴的宴席为主，所以对行业影响程度较小。整体来看，三季度酱酒和三四线招商型企业压力增加，高端酒和区域龙头需求依然平稳。

(1) 高端酒维持双位数增长，泸州老窖渠道红利释放，报表收入保持高增。 高端白酒自 2016 年行业自复苏以来量价齐升，收入/业绩均已到高位，当前回归稳健增长。礼赠需求相对刚性，受疫情影响较小，一线高端名酒的终端动销良好，并且茅台、五粮液渠道话语权强，通过渠道管理业绩波动性降低，报表端受疫情影响较小，因此高端酒业绩均维持双位数水平。**1) 贵州茅台：**公司 Q3 收入同比增速 15%，直销渠道占比达 37%，去年同期为 20%，提升明显。i 茅台上线以来实现酒类不含税收入 84.62 亿元，均为直销渠道增量。直营占比仍有提升空间、产品提价&新品推出、销量增加等多重因素加持下，继续看好明年业绩兑现。**2) 五粮液：**Q3 公司实现营收 145.57 亿元（同+12.24%），五粮液作为千元价格带核心大单品，品牌力较强，具备性价比。公司动销端良性健康，据微酒反馈，今年以来八代普五动销量保持增长的市场过半，湖南、安徽、鄂赣、江苏等地增速达到两位数以上；前三季度全国 21 个营销战区有 14 个战区实现动销正增长。**3) 泸州老窖：**Q3 公司实现营收 58.6 亿元（同+22.3%），预计核心单品国窖延续稳健增长，低度国窖增速快于高度。同时，预计公司中档酒继续实现恢复性高增，老字号特曲、特曲 60 版、窖龄酒等在去年低基数基础上实现弹性增长。目前公司处于去化库存阶段，预计很快展开“开门红”活动，备战春节旺季。

(2) 区域地产龙头抗风险能力强，整体增速表现领先。 以洋河股份、古井贡酒为代表的区域地产龙头三季度整体收入增速达 23%，在酒企中领先，符合我们此前判断。区域地产龙头品牌具备旺盛的终端动销需求，渠道库存良性，疫情管控边际放松、消费场景修复后，需求恢复速度快，打款基本按节奏进行，多数已完成全年回款目标，基本面强劲。个股表现方面，除口子窖因经营模式特殊实现个位数增长外，洋河股份、古井贡酒、山西汾酒、今世缘收入增速基本达到 20% 左右，今世缘和山西汾酒分别增长 26%和 33%，领先行业。苏酒受疫情影响相对较小，部分区域宴席等次高端核心消费场景复苏，终端需求旺盛，目前库存良性，预计产品结构环比优化。古井预计省内动销表现良好，回款基本完成，增速环比回落预计和公司收入确认节奏相关，经营质量良好。山西汾酒尽管省内中秋旺季受疫情影响，但需求旺盛，叠加公司主动控货发力省外，预计省内回款进度慢于省外，但整体完成度较高，销售韧性凸出。

表 3：各类酒企收入分季度增速

| 分类 | 公司 | 单季度营业收入yoy | | | | | | | | | | | 趋势图 |
|----------|------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| | | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | |
| 高端 | 贵州茅台 | 13% | 9% | 7% | 12% | 11% | 11% | 10% | 14% | 18% | 16% | 15% | |
| | 五粮液 | 15% | 10% | 18% | 14% | 20% | 18% | 11% | 11% | 13% | 10% | 12% | |
| | 泸州老窖 | -15% | 6% | 14% | 16% | 41% | 6% | 21% | 29% | 26% | 24% | 22% | |
| 高端yoy | | 11% | 9% | 11% | 13% | 17% | 13% | 11% | 15% | 17% | 15% | 15% | |
| 区域次高端龙头 | 洋河股份 | -15% | -19% | 8% | 8% | 14% | 21% | 17% | 56% | 24% | 17% | 18% | |
| | 古井贡酒 | -11% | -4% | 15% | 0% | 26% | 29% | 21% | 43% | 28% | 30% | 22% | |
| | 今世缘 | -9% | 4% | 21% | 22% | 35% | 27% | 16% | 16% | 25% | 14% | 26% | |
| | 口子窖 | -43% | -25% | 7% | 10% | 51% | 35% | 24% | 6% | 12% | -8% | 6% | |
| 区域龙头yoy | | 8% | -7% | 14% | 15% | 33% | 37% | 26% | 14% | 30% | 12% | 23% | |
| 三线次高端 | 舍得酒业 | -42% | 19% | 18% | 17% | 154% | 119% | 65% | 45% | 83% | -16% | 31% | |
| | 水井坊 | -22% | -90% | 19% | 19% | 70% | 691% | 39% | 14% | 14% | 10% | 7% | |
| | 酒鬼酒 | -10% | 13% | 56% | 28% | 190% | 97% | 129% | 11% | 86% | 5% | 2% | |
| 三线次高端yoy | | -94% | -33% | 24% | 21% | 120% | 150% | 63% | 24% | 57% | -4% | 14% | |
| 区域酒企 | 迎驾贡酒 | -34% | -17% | 12% | 8% | 49% | 57% | 27% | 14% | 37% | 0% | 23% | |
| | 伊力特 | -70% | 52% | -36% | -19% | 255% | -24% | 19% | -26% | 15% | 5% | -60% | |
| | 金徽酒 | -33% | 23% | 14% | 30% | 48% | 26% | 11% | -35% | 39% | 12% | -9% | |
| | 老白干酒 | -34% | -9% | 16% | -9% | 0% | 22% | 11% | 14% | 20% | 25% | 28% | |
| | 天佑德酒 | -45% | -14% | -32% | -49% | 87% | 32% | 32% | 2% | 11% | -14% | -23% | |
| 区域酒企yoy | | -39% | 4% | 5% | 4% | 47% | 19% | 16% | -1% | 28% | 11% | 7% | |

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

(3) 三线次高端收入增速继续放缓，承压明显。以水井坊、酒鬼为代表的三线次高端品牌三季度收入增速继续回落，整体收入增速也慢于区域地产龙头和高端酒。表面看是疫情影响次高端产品宴席、聚饮等消费场景，经营压力增大，实际核心是行业发展趋势导致：三线次高端品牌低基数红利消失后，铺货式外延增长缺乏终端实际动销的支撑，难以为继。近几年三四线次高端品牌在全国有知名度，站在次高端风口，在低业绩基数的基础上，短期通过招商铺货的外延式扩容实现高弹性增长。当前三线次高端业绩基数已至高位，招商铺货也进入尾声，品牌缺乏基地市场，在消费者认知、渠道下沉及营销团队建设方面相对较弱，增速回落是必然。

(4) 区域酒企收入增速多有下滑，受疫情影响较大。区域小酒企业体量较小，抗风险能力弱于地产龙头，受疫情影响增速多有放缓，业绩表现有一定分化。迎驾贡酒受益合肥市场消费升级趋势，洞6洞9消费氛围渐起，实现23%的收入增速。老白干酒持续推进产品结构升级和品牌战略升级，聚焦次高端产品，三季度收入增速达28%，收入利润相比2019年均实现增长。而金徽酒、伊力特均受疫情影响较大，增速出现下滑。

2.2、龙头基本面仍然稳健，行业向上发展核心逻辑不改

中秋国庆双节反馈平淡，但白酒企业实际三季度报表业绩表现普遍较好，主观感受和客观数据出现明显偏差，我们认为主要有两方面因素：

(1) 今年疫情是各地散发，二季度疫情影响主要体现在 3-5 月，为行业淡季，且疫情发生在局部地区，对酒企实际业绩影响非常有限。三季度中秋前疫情散点复发，中秋期间约 33 座城市受疫情影响，整个 9 月乃至国庆假期全国多处仍有疫情，管控趋严，减少人员聚集流动，而中秋是传统旺季，因此三季度疫情对白酒消费场景乃至消费需求确实产生影响。我们认为三季报存在一定调节因素，如茅台、五粮液、老窖等高端酒渠道话语权强，可以通过调节发货和压货完成部分考核任务，业绩蓄水池充足，区域性龙头有扎实的消费基础，省内知名度不弱于全国性名酒，经营韧性强，多数中秋前已完成几乎全年的回款任务。

(2) 但调节只是很小部分因素，我们认为白酒行业基本面无忧，疫情仅影响行业价位升级的速度，不改变升级的方向，白酒行业维持螺旋向上的发展趋势不改：

1) 局部的泡沫带来了认知的偏差。过去两年白酒企业表现突出，是因为局部区域和部分公司实现了泡沫化增长，比如酱酒热、三线次高端的高弹性增长，使投资者把行业个性当做共性。今年三线次高端酒企、小酱酒都有增速的回落，也是因为之前积累泡沫的破灭。实际上近几年一二线白酒龙头一直保持稳健增长，业绩没有太大的波动、韧性强，没有泡沫所以也就不存在泡沫的破灭。

2) 在消费升级大背景下，本轮白酒行业的核心逻辑是价格升级，价格升级对冲了销量的下滑。例如洋河古井 100-200 元价位销量下滑，但更高价位的销量增长，价增对冲掉了量减带来的影响，整体来看行业继续保持增长。

3) 市场份额的结构性价让出和变化。前两年酱酒热使得三四线酱酒抢占了很多酒企的市场份额，但这两年酱酒增速回落，之前抢到的市场份额又逐步让出。

整体来看，一二线白酒龙头的需求稳固、波动不大，增长依然健康可持续，只是增长的中枢有所回落，之前经济和消费环境向好时保持 20%-30% 的增长，在消费场景和消费能力受损，压力较大时则回落到 10%-20% 的增长区间，行业基本面并没有发生大的变化，并不存在市场担忧的行业进入下行周期的情况。

表 4：去年四季度部分酒企业绩表现较弱

| 分类 | 公司 | 单季度营业收入yoy | | | | | 归母净利润yoy | | | | |
|----------|------|------------|------|------|------|------|----------|------|------|-------|------|
| | | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 |
| 高端 | 贵州茅台 | 11% | 11% | 10% | 14% | 18% | 7% | 13% | 12% | 18% | 24% |
| | 五粮液 | 20% | 18% | 11% | 11% | 13% | 21% | 23% | 12% | 12% | 16% |
| | 泸州老窖 | 41% | 6% | 21% | 29% | 26% | 27% | 36% | 28% | 41% | 33% |
| 高端yoy | | 17% | 13% | 11% | 15% | 17% | 13% | 17% | 14% | 18% | 22% |
| 区域次高端龙头 | 洋河股份 | 14% | 21% | 17% | 56% | 24% | -3% | 29% | -13% | 0% | 29% |
| | 古井贡酒 | 26% | 29% | 21% | 43% | 28% | 28% | 45% | 15% | 4% | 35% |
| | 今世缘 | 35% | 27% | 16% | 16% | 25% | 39% | 21% | 24% | 30% | 24% |
| | 口子窖 | 51% | 35% | 24% | 6% | 12% | 73% | 10% | 23% | 40% | 16% |
| | 山西汾酒 | 77% | 73% | 48% | -25% | 44% | 78% | 239% | 53% | -25% | 70% |
| 区域龙头yoy | | 33% | 37% | 26% | 14% | 30% | 21% | 59% | 12% | 4% | 40% |
| 三线次高端 | 舍得酒业 | 154% | 119% | 65% | 45% | 83% | 1031% | 215% | 60% | 2% | 76% |
| | 水井坊 | 70% | 691% | 39% | 14% | 14% | 120% | 52% | 56% | -13% | -14% |
| | 酒鬼酒 | 190% | 97% | 129% | 11% | 86% | 179% | 174% | 43% | 8% | 94% |
| 三线次高端yoy | | 120% | 150% | 63% | 24% | 57% | 215% | 359% | 54% | -2% | 43% |
| 区域酒企 | 迎驾贡酒 | 49% | 57% | 27% | 14% | 37% | 58% | 122% | 86% | 0% | 49% |
| | 伊力特 | 255% | -24% | 19% | -26% | 15% | 1476% | -42% | -3% | -67% | -18% |
| | 金徽酒 | 48% | 26% | 11% | -35% | 39% | 99% | 16% | 44% | -53% | 43% |
| | 老白干酒 | 0% | 22% | 11% | 14% | 20% | -15% | 32% | 8% | 76% | 374% |
| | 天佑德酒 | 87% | 32% | 32% | 2% | 11% | 1630% | 112% | 135% | 56% | 53% |
| | 金种子酒 | 52% | 16% | 3% | 8% | 17% | -86% | -74% | 8% | -113% | 74% |
| 区域酒企yoy | | 47% | 19% | 16% | -1% | 28% | 84% | 22% | 56% | -33% | 73% |

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

参考去年同期表现，由于三季度存在一定调节因素，部分公司业绩提前确认后，四季度业绩会出现一定波动，2021Q4 部分酒企报表端利润出现放缓乃至下滑现象。不过我们认为酒企业绩波动主要是短期外部环境影响，一旦外部环境迎来边际改善，销售经营便能快速恢复正常。但我们强调，短期外部环境影响下，酒企业绩尚有调节余地，倘若外部环境延续，则存在一定风险。

2.3、区域次高端业绩弹性凸显，龙头报表质量仍高，部分酒企通过费用和税费调节业绩

区域次高端龙头业绩弹性凸显，疫情扰动导致业绩分化，有基地市场+需求稳定龙头抗风险能力强。高端和区域次高端龙头基地市场稳固，需求稳定，受疫情和经济下行的扰动更少，通过强品牌力（高端酒）+大众价位产品放量（以区域次高端龙头为主），三季度仍然延续稳健增长势头；其中以汾酒、洋河、今世缘为代表的区域次高端龙头的业绩弹性持续兑现，是三季度业绩表现最好的细分板块。三线次高端通过结构优化、收缩费用等方式克服高基数影响，板块同样实现 20% 以上增长，但招商铺货式增长的模式存在瓶颈，后续仍需继续观察。此外，其他酒企中，除老白干酒业绩在低基数上实现 37% 增长外，其他酒企基地市场规模有限，全国化水平不高，抗风险能力较弱，以金徽酒、伊力特为代表的酒企受疫

情影响较大，业绩大幅下滑。

表 5：各类酒企利润分季度增速

| 分类 | 公司 | 归母净利润yoy | | | | | | | | | | | | | 趋势图 |
|----------|------|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|-------|------|-----|
| | | 19Q3 | 19Q4 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | |
| 高端 | 贵州茅台 | 17% | 3% | 17% | 9% | 7% | 20% | 7% | 13% | 12% | 18% | 24% | 17% | 16% | |
| | 五粮液 | 35% | 25% | 19% | 10% | 15% | 11% | 21% | 23% | 12% | 12% | 16% | 10% | 18% | |
| | 泸州老窖 | 36% | 15% | 13% | 23% | 53% | 41% | 27% | 36% | 28% | 41% | 33% | 29% | 31% | |
| 高端yoy | | 22% | 9% | 17% | 11% | 12% | 18% | 13% | 17% | 14% | 18% | 22% | 17% | 18% | |
| 区域次高端龙头 | 洋河股份 | -23% | -78% | 0% | -10% | 14% | 25% | -3% | 29% | -13% | 0% | 29% | 6% | 40% | |
| | 古井贡酒 | 36% | -19% | -19% | -17% | 4% | -11% | 28% | 45% | 15% | 4% | 35% | 45% | 19% | |
| | 今世缘 | 28% | 35% | -10% | 2% | 33% | 54% | 39% | 21% | 24% | 30% | 24% | 16% | 27% | |
| | 口子窖 | -2% | 9% | -55% | -31% | -6% | -3% | 73% | 10% | 23% | 40% | 16% | -5% | 0% | |
| | 山西汾酒 | 54% | 3% | 39% | 16% | 69% | 140% | 78% | 239% | 53% | -25% | 70% | -4% | 57% | |
| 区域龙头yoy | | -4% | -36% | -3% | -9% | 20% | 33% | 21% | 59% | 12% | 4% | 40% | 8% | 37% | |
| 三线次高端 | 舍得酒业 | 10% | 198% | -73% | 62% | 25% | 32% | 1031% | 215% | 60% | 2% | 76% | -30% | 56% | |
| | 水井坊 | 53% | 60% | -13% | -173% | 33% | 23% | 120% | 52% | 56% | -13% | -14% | 117% | 10% | |
| | 酒鬼酒 | -39% | 87% | 32% | 6% | 419% | 39% | 179% | 174% | 43% | 8% | 94% | -19% | 21% | |
| 三线次高端yoy | | 28% | 105% | -20% | -52% | 55% | 30% | 215% | 359% | 54% | -2% | 43% | -20% | 22% | |
| 区域酒企 | 迎驾贡酒 | 34% | 18% | -34% | 9% | 28% | 28% | 58% | 122% | 86% | 0% | 49% | 4% | 13% | |
| | 伊力特 | 36% | 5% | -94% | 163% | -44% | -3% | 1476% | -42% | -3% | -67% | -18% | -75% | -79% | |
| | 金徽酒 | 878% | 10% | -47% | 142% | 40% | 60% | 99% | 16% | 44% | -53% | 43% | -35% | -97% | |
| | 老白干酒 | -21% | 25% | -44% | -33% | 50% | -40% | -15% | 32% | 8% | 76% | 374% | 42% | 37% | |
| | 天佑德酒 | 506% | -59% | -109% | -8% | -676% | -691% | 1630% | 112% | 135% | 56% | 53% | -368% | -97% | |
| 区域酒企yoy | | 12% | -19% | -54% | 58% | 12% | 69% | 84% | 22% | 56% | -33% | 73% | -11% | -6% | |

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

从业绩表现看，三季度各酒企利润表现有两个明显特点：一方面，疫情等外部因素并未影响龙头消费升级的趋势，部分龙头通过结构优化+直接提价，毛利率同比均有不同程度提升。另一方面，白酒企业渠道控制力强，龙头通过费用收缩和税费调节提振盈利水平。

表 6：基数、费用、结构、税费等因素影响酒企 Q3 利润表现

| 利润表现 | 公司 | 利润YoY 2022Q3 | 同比Δ (pct) | | | | 1) 基数 (2021Q3利润增速) | 2) 结构提升 | 3) 主动控费/疫情影响费用投放 | 4) 税费影响 |
|--------|------|-----------------|-----------|-------|-------|-------|-----------------------|-----------|------------------|-------------|
| | | | 净利率 | 毛利率 | 销售费率 | 税金/营收 | | | | |
| 超预期 | 洋河股份 | 40% | 4.5 | (0.1) | 0.5 | (2.7) | -13% | | 疫后费用投入略增 | 季度间税金核算节奏不同 |
| 超预期 | 山西汾酒 | 57% | 4.6 | 1.7 | 1.7 | (2.9) | 53% | ↑ | | 生产和销售节奏不同所致 |
| 超预期 | 舍得酒业 | 56% | 3.3 | 1.9 | (2.8) | 0.2 | 60% | ↑ 品味舍得提价 | 收入高增导致费率收缩 | |
| 超预期 | 酒鬼酒 | 21% | 4.1 | 2.5 | (2.5) | 0.7 | 43% | ↑ | √ | |
| 略超市场预期 | 泸州老窖 | 31% | 3.8 | 1.0 | (2.1) | (2.2) | 28% | ↑ 低档酒提价 | √ | 生产和销售节奏不同所致 |
| 略超市场预期 | 五粮液 | 18% | 1.7 | (2.8) | (2.8) | (1.1) | 12% | ↓ | √ | |
| 略超市场预期 | 今世缘 | 27% | 0.2 | 1.1 | 1.6 | (2.4) | 24% | ↑ | 费用投放增加 | 生产和销售节奏不同所致 |
| 符合预期 | 口子窖 | 0% | (1.8) | (1.5) | (0.2) | 0.9 | 23% | | | |
| 符合预期 | 老白干酒 | 37% | 0.8 | (0.8) | (4.1) | 0.1 | 8% | | 疫后加大市场投入 | |
| 略低市场预期 | 贵州茅台 | 16% | (0.8) | 0.6 | 0.6 | 2.4 | 12% | ↑ | | 生产与销售确认节奏错位 |
| 略低市场预期 | 古井贡酒 | 19% | (0.1) | (1.5) | (0.9) | 3.6 | 15% | | | 季度间税金核算节奏不同 |
| 略低市场预期 | 水井坊 | 10% | 1.1 | (1.3) | 0.3 | (0.3) | 56% | ↓ | | |
| 低于预期 | 迎驾贡酒 | 13% | (2.6) | (4.3) | (2.0) | 0.0 | 86% | 高基数 | | |
| | 金徽酒 | -97% | (14.6) | (6.9) | 0.9 | 2.3 | 44% | 营收下滑，成本提升 | 收入大幅下滑 | 生产和销售节奏不同所致 |
| | 伊力特 | -79% | (4.6) | (2.5) | 2.5 | (2.9) | -3% | 营收下滑，成本提升 | | 生产和销售节奏不同所致 |

资料来源：wind，国海证券研究所（基数部分标黄表示有高基数影响）

(1) 产品结构导致毛利率表现分化，行业消费升级的大趋势不变：三季度酒企毛利率表现分化，整体来看，三四线区域酒企如金徽、伊力特等基地市场较弱，受疫情影响较大、终端需求受损明显，其毛利率均有下滑。龙头酒企表现优异，

延续消费升级趋势，除舍得酒业的品味舍得、泸州老窖的低档酒提价以外，产品结构变化是毛利率变动的核心因素，酒鬼酒、舍得酒业、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台等结构均有优化，对应毛利率均有提升。而五粮液、水井坊全国化布局，受外部因素影响，中低档产品增速更快（五粮液的经典五粮液主动缩量），结构下行导致毛利率受损；其他酒企的毛利率变化不大。

(2) 酒企通过费用和税费积极调节，保障业绩增长：疫情影响下大部分业绩保持增长的白酒企业均有主动控制费用投放，提高经营效率的表现。同时，由于白酒的消费税在生产环节缴纳，所以存在生产和销售节奏不同导致税费支付波动的情况，**Q3 通过税费变化提振业绩表现的酒企环比二季度数量更多。**整体来看，五粮液、泸州老窖费用收缩+税费调节共振，净利率水平均有提升；酒鬼酒、舍得酒业、老白干酒通过降低销售费用率释放业绩弹性；而洋河股份、山西汾酒、今世缘等通过生产和销售节奏的错位，降低 Q3 的税金占收入比重，净利率水平也有不同程度提升。

(3) 基数效应影响有限：仅迎驾贡酒和水井坊等部分酒企存在基数影响，今年在高基数下业绩增速回落；金徽酒亦受高基数影响，但疫情扰动对于公司业绩的冲击更大。

表 7：各类酒企三季度主要报表数据表现

| 分类 | 酒企 | 销售收现 (亿元) | 同比 (%) | 经营性现金流净额 (亿元) | 同比 (%) | 合同负债 (亿元) | 环比 (亿元) |
|--------|------|--------------|--------|------------------|---------|--------------|------------|
| 高端酒 | 贵州茅台 | 348.7 | 19.6% | 94.2 | -37.4% | 118.4 | 21.7 |
| | 五粮液 | 175.9 | 10.8% | 89.0 | 33.0% | 29.6 | 10.9 |
| | 泸州老窖 | 52.8 | 20.1% | 22.4 | 83.6% | 19.0 | -4.3 |
| 区域地产龙头 | 山西汾酒 | 77.8 | 5.1% | 34.6 | -12.8% | 47.3 | -1.2 |
| | 洋河股份 | 86.5 | 7.7% | 35.0 | 3.5% | 81.7 | 2.6 |
| | 古井贡酒 | 34.6 | -10.1% | 8.7 | -76.4% | 37.6 | 3.4 |
| | 今世缘 | 29.9 | 52.7% | 13.5 | 89.6% | 13.7 | 3.6 |
| | 口子窖 | 11.7 | -13.2% | 3.5 | -33.6% | 3.8 | -0.1 |
| 三线次高端 | 舍得酒业 | 17.5 | 1.6% | 6.5 | -13.3% | 3.6 | -0.7 |
| | 水井坊 | 20.2 | 0.3% | 11.1 | -5.1% | 9.8 | 1.2 |
| | 酒鬼酒 | 8.7 | 21.8% | 2.6 | 212.5% | 3.5 | -2.1 |
| 区域酒 | 伊力特 | 1.8 | -26.2% | -1.5 | -151.0% | 0.7 | -0.2 |
| | 老白干酒 | 4.0 | 163.9% | -1.5 | -27.9% | 0.9 | 0.1 |
| | 迎驾贡酒 | 16.4 | -0.1% | 5.7 | -4.9% | 19.8 | 2.8 |
| | 金徽酒 | 15.6 | 29.6% | 6.5 | 55.8% | 4.2 | 0.4 |
| | 金种子酒 | 4.2 | -16.5% | -1.4 | 15.1% | 2.8 | -0.1 |
| | 天佑德酒 | 2.3 | -20.5% | 0.0 | -92.9% | 0.4 | 0.0 |

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

从报表质量看，各白酒企业表现有所分化，高端酒报表质量较高，区域次高端龙头蓄水池仍深。**(1) 高端酒报表质量整体较高，**贵州茅台、五粮液预收款表现亮眼；泸州老窖销售收现和经营净现金流同比实现高增，预收款正常波动。**(2) 区域次高端龙头报表质量相对稳健，蓄水池仍深，**洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘等回款完成度较高，虽然部分酒企三季度现金流和合同负债同比有所下滑，但合同负债规模仍然维持在较高水平；口子窖波动不大。我们认为，由于白酒公司的经营有显著的季节性，春节+中秋旺季的终端动销占全年销量占比较高，所以现金流等指标季度间的波动无需过度担忧，更应以年度为区间观察指标变化。

(3) 三线次高端中舍得酒业和水井坊表现相对稳定，合同负债变化不大；但酒鬼酒预收款环比大幅下滑，承压较大。

2.4、板块受外部因素扰动回调，估值泡沫充分消化

外部因素扰动市场情绪，白酒板块估值由年初 48X 消化至 28X。年初至今板块持续回调，且三季报后迎来急跌，前三季度 SW 白酒指数下跌 14%，但年初至今(11月2日)指数下跌约 30%，估值由年初的 PE-ttm 48X 消化至当前的 28X，并引发市场对于白酒行业基本面和发展趋势的担忧。

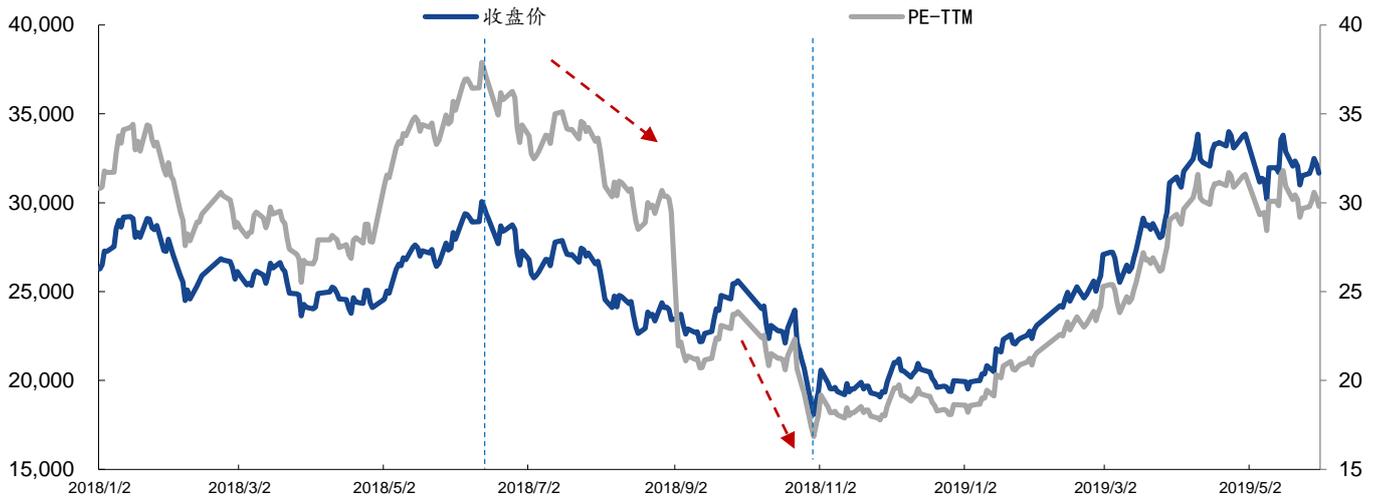
图 9：2021 年 Q4 至今 SW 白酒指数收盘价与估值变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

回顾 2018 年下半年，影响白酒信心的最大因素来自宏观经济自上而下的担忧，在恐慌情绪下市场和公司层面的负面新闻被放大，但行业基本面并未恶化，龙头酒企真实业绩仍在加速，2019 年初板块随即触底反弹。2018 年，白酒行业连续 2 年上涨，市场担忧板块在高基数下收入增速同比下降，对 2018 年信心不足。在宏观经济和外部压力下，大盘自年初开始下跌，但白酒板块上半年业绩稳健，下跌幅度有限。但 2018 年下半年，板块受宏观层面（实体经济去杠杆、中美贸易战）、行业层面（酒企主动收缩、调研反馈悲观）和报表层面（茅台 Q3 业绩不及预期）影响而非理性下跌，SW 白酒指数最大跌幅约 39.8%。但 2018 年 Q3 除贵州茅台在高基数下收入增速低预期外，其他头部酒企业绩均符合预期，行业基本面稳健，在高端酒批价企稳、终端反馈向好、Q4 业绩预告利好兑现等因素的影响下，市场信心逐步修复，并于 2019 年初触底反弹。

图 10: 2018H2 SW 白酒指数收盘价与估值变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

本次回调主要受外部因素和市场情绪影响,当前板块的估值泡沫被充分消化。我们对 2018 年下半年板块的回调情况进行复盘,认为本次回调与 2018 年下半年类似,本次回调主要受外部经济压力、疫情反复、外资流出的影响,市场情绪受损,导致板块大幅下跌。但如上文所述,白酒行业的基本面并未恶化,三季报业绩充分验证了板块业绩的确定性、韧性和持续性。2022 年 11 月 1 日板块估值分位数(近 5 年)已经回落至 15.8%,贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒等龙头的估值水平和估值分位数也已经回落到低位,具备配置性价比。

图 11: 贵州茅台近五年估值变化情况(2022.11.1 估值分位数为 19%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 五粮液近五年估值变化情况(2022.11.1 估值分位数为 9%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 泸州老窖近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 17%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 洋河股份近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 31%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 山西汾酒近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 30%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 古井贡酒近五年估值变化情况 (2022.11.1 估值分位数为 50%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.5、长期来看,行业仍将延续结构性行情,继续看好茅台+区域次高端龙头

长期看,行业基本面依然稳健,价位升级逻辑不变,次高端继续加速扩容。当前行业进入第二成长阶段,由高端一线引领增长向次高端大趋势的弹性增长转型,预计未来行业仍将延续结构性繁荣行情,次高端势能仍足。

(1) 高端龙头回归稳健增长,进入平台期,其中茅台和老窖多年积攒的红利有望释放。贵州茅台基本面稳健,管理改善红利持续释放,即使不考虑提价因素,今明年业绩有望持续兑现。泸州老窖与茅五相比基数更低,且激励落地后渠道红利也将稳步释放。五粮液终端动销良好,千元价格带持续放量,未来在高端酒降

速背景下，应适当降低对公司业绩的弹性预期。

(2) 次高端增长加速，将持续兑现利润弹性，未来该价格带看 2 倍以上增长空间，向 2000 亿规模扩容机会较为确定，且本轮发展空间更大、持续性更强、基础更扎实，看好未来维持向好趋势。此外，次高端经历了野蛮生长，乱象退潮后现在开始洗牌，然后进入有序发展阶段，我们看好区域次高端龙头的持续性。

1) 此前三线次高端招商铺货实现高弹性增长，但经营模式的持续性有待验证，高基数下增速放缓概率较大，稳定性仍待检验。过去几年三线次高端品牌、酱酒都实现了业绩高弹性增长，但其背后的共同特点：站在次高端风口、业绩低基数、招商铺货外延式扩张等，现在业绩基数已经到高位，招商铺货面临瓶颈，必然会出现增速回落。长期来看这些公司面临由外延式增长向内生式增长的转型，关键看营销能否落地、动销的持续性和消费者认知的提升。

2) 区域次高端龙头将充分受益于次高端扩容红利，为次高端价格带最具机会的投资标的。区域次高端龙头拥有优势市场、基础扎实，依靠产品结构升级和费用优化将继续实现高确定性的趋势增长。其中洋河、今世缘、口子窖前几年的调整基本到位，洋河股份延续上升趋势；今世缘产品结构卡位次高端，股权激励向前推动；口子窖业绩恢复，估值便宜。另外古井贡酒和山西汾酒基本面出色，古井业绩弹性较为确定，山西汾酒既拥有优势市场，又加速全国化进程，具备弹性增长的特征，此前市场预期在高位，本轮回调后当前估值已具备性价比。

表 8：区域地产酒稳健式增长和三线次高端波动式增对比

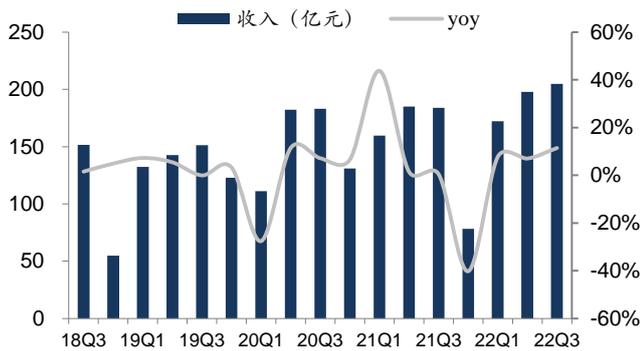
| | 收入 (亿元) | | | | | | | 利润 (亿元) | | | | | | |
|------|---------|------|------|-------|-------|-------|------|---------|------|------|------|------|------|------|
| | 酒鬼酒 | 舍得酒业 | 水井坊 | 古井贡酒 | 洋河股份 | 山西汾酒 | 今世缘 | 酒鬼酒 | 舍得酒业 | 水井坊 | 古井贡酒 | 洋河股份 | 山西汾酒 | 今世缘 |
| 2001 | 5.2 | 8.6 | 11.4 | 8.1 | | 4.3 | | 1.0 | 0.3 | 1.7 | 0.7 | | 0.3 | |
| 2002 | 3.8 | 8.5 | 10.5 | 5.3 | | 5.2 | | -1.4 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | | 0.2 | |
| 2003 | 3.5 | 7.5 | 9.2 | 5.6 | | 6.3 | | -0.9 | 0.1 | -1.8 | -0.4 | | 0.4 | |
| 2004 | 4.8 | 8.0 | 7.9 | 6.0 | 4.2 | 8.4 | | 0.1 | 0.1 | 0.7 | -2.6 | 0.1 | 0.9 | |
| 2005 | 3.6 | 8.1 | 6.0 | 6.5 | 6.8 | 10.7 | | -2.8 | 0.1 | 0.8 | 0.1 | 0.5 | 1.3 | |
| 2006 | 2.0 | 8.8 | 8.1 | 9.6 | 10.7 | 15.3 | | -2.3 | 0.2 | 1.0 | 0.1 | 1.7 | 2.6 | |
| 2007 | 2.1 | 9.0 | 10.0 | 12.0 | 17.6 | 18.5 | | 0.6 | 0.4 | 2.0 | 0.3 | 3.7 | 3.6 | |
| 2008 | 3.3 | 8.7 | 11.8 | 13.8 | 26.8 | 15.8 | | 0.4 | 0.4 | 3.1 | 0.3 | 7.4 | 2.5 | |
| 2009 | 3.6 | 7.2 | 16.7 | 13.4 | 40.0 | 21.4 | | 0.6 | 0.5 | 3.2 | 1.4 | 12.5 | 3.5 | |
| 2010 | 5.6 | 8.9 | 18.2 | 18.8 | 76.2 | 30.2 | | 0.8 | 0.8 | 2.4 | 3.1 | 22.0 | 4.9 | |
| 2011 | 9.6 | 12.7 | 14.8 | 33.1 | 127.4 | 44.9 | 22.4 | 1.9 | 2.0 | 3.2 | 5.7 | 40.2 | 7.8 | 5.3 |
| 2012 | 16.5 | 19.6 | 16.4 | 42.0 | 172.7 | 64.8 | 25.9 | 5.0 | 3.7 | 3.4 | 7.3 | 61.5 | 13.3 | 6.8 |
| 2013 | 6.8 | 14.2 | 4.9 | 45.8 | 150.2 | 60.9 | 25.2 | -0.4 | 0.1 | -1.8 | 6.2 | 50.0 | 9.6 | 6.8 |
| 2014 | 3.9 | 14.4 | 3.6 | 46.5 | 146.7 | 39.2 | 24.0 | -1.0 | 0.1 | -4.0 | 6.0 | 45.1 | 3.6 | 6.5 |
| 2015 | 6.0 | 11.6 | 8.5 | 52.5 | 160.5 | 41.3 | 24.2 | 0.9 | 0.1 | 0.9 | 7.2 | 53.7 | 5.2 | 6.9 |
| 2016 | 6.5 | 14.6 | 11.8 | 60.2 | 171.8 | 44.0 | 25.5 | 1.1 | 0.8 | 2.2 | 8.3 | 58.3 | 6.1 | 7.5 |
| 2017 | 8.8 | 16.4 | 20.5 | 69.7 | 199.2 | 60.4 | 29.6 | 1.8 | 1.4 | 3.4 | 11.5 | 66.3 | 9.4 | 9.0 |
| 2018 | 11.9 | 22.1 | 28.2 | 86.9 | 241.6 | 93.8 | 37.4 | 2.2 | 3.4 | 5.8 | 17.0 | 81.2 | 14.7 | 11.5 |
| 2019 | 15.1 | 26.5 | 35.4 | 104.2 | 231.3 | 118.8 | 48.7 | 3.0 | 5.1 | 8.3 | 21.0 | 73.8 | 19.4 | 14.6 |
| 2020 | 18.3 | 27.0 | 30.1 | 102.9 | 211.0 | 139.9 | 51.2 | 4.9 | 5.8 | 7.3 | 18.5 | 74.8 | 30.8 | 15.7 |
| 2021 | 34.1 | 49.7 | 46.3 | 132.7 | 253.5 | 199.7 | 64.1 | 8.9 | 12.5 | 12.0 | 23.0 | 75.1 | 53.1 | 20.3 |

资料来源：Wind，国海证券研究所

3、啤酒：Q3 消费场景快速恢复，龙头业绩稳健

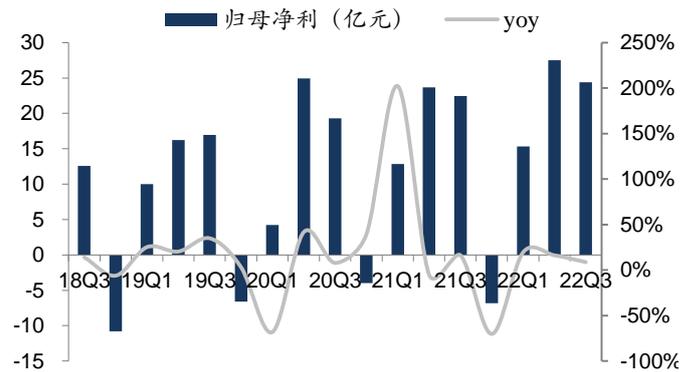
疫后板块环比复苏，Q3 消费场景快速恢复，收入增速快于利润。22Q1-Q3 啤酒板块实现营业收入 859.7 亿元、净利润 116.8 亿元，同比分别+5.9%/+12.4%；Q3 板块实现营收 204.9 亿元、净利润 24.4 亿元，同比分别+11.4%/+8.7%。各酒企三季度较去年同期均有不错提升，其中青岛啤酒延续高增，燕京啤酒盈利能力显著提升，重庆啤酒、珠江啤酒等表现稳健。

图 17：啤酒板块单季度收入变动情况（不含港股数据）



资料来源：Wind，国海证券研究所

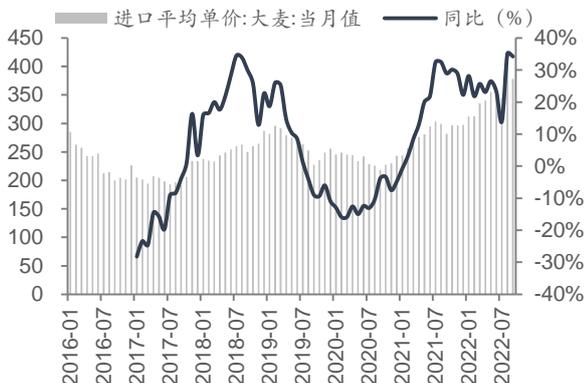
图 18：啤酒板块单季度归母净利变动情况（不含港股数据）



资料来源：Wind，国海证券研究所

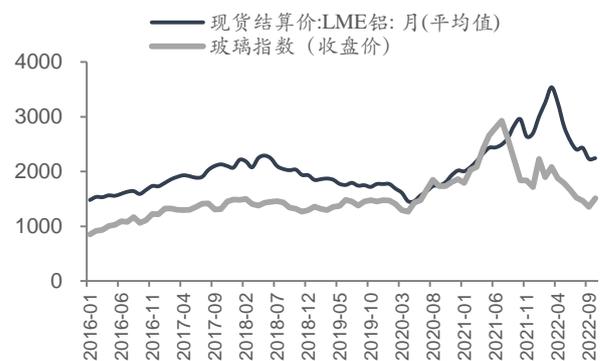
2022Q3 行业营收保持高增，预计销量表现好于吨价，龙头酒企恢复明显。Q3 板块收入同比/环比均有显著提升，收入提升预计主要受销量带动。三季度龙头受中低档产品放量影响，产品结构升级速度放缓，除重庆啤酒外，其他啤酒龙头收入增速均快于利润；但短期扰动不改长期升级趋势，青岛啤酒（前三季度主品牌青岛啤酒实现销量同比增长 4.5%，Q3 高档产品收入占比继续提升）、重庆啤酒（Q3 高端产品营收占比提升）及百威等品牌高端化进程顺畅，叠加成本压力下行，预计板块整体吨价水平继续保持增长。此外，三季度行业受旺季+疫后消费场景复苏的影响，预计中低档产品放量，销量提升带动营收增长。据国家统计局数据，2022Q3 规模以上啤酒企业产量同比增长 9.3%（2022Q2 行业产量同比下滑 2.6%，环比显著改善）。

图 19：大麦进口单价涨幅（美元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 20：玻璃指数（点）与铝价（美元/吨）变化情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

成本上涨压制毛利率表现，板块未来成本整体可控，行业高端化趋势不改。2020年第二季度起，啤酒行业主要原材料和包装材料价格均呈上行态势，由于成本传导和生产具有滞后性，2022Q3 预计行业仍受成本压力影响而下滑，龙头酒企青啤、重啤毛利率均有下滑，燕京啤酒依靠 U8 放量、结构优化毛利率同比提升。但自 2022 年下半年以来，玻璃与铝罐成本趋势下行；大麦成本年初至今虽然保持上升趋势，但二季度以来增速放缓，预计未来行业整体成本可控。龙头酒企通过直接提价和结构升级的方式淡化成本上涨等压力，并通过费率优化、经营效率提升等方式提振盈利水平，Q3 上市酒企板块净利率为 11.9%，同比仅下滑 0.3pct。总体而言，行业高端化趋势依然强劲，克服短期波动后，行业盈利能力仍处上行通道。

表 9：2022 年前三季度及三季度啤酒主要企业收入利润同比增速及估值

| 公司 | 2022 年 Q1-Q3 (亿元) | | | | 2022 年 Q3 (亿元) | | | | PE | | |
|------|-------------------|-------|------|--------|----------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| | 收入 | yoy | 利润 | yoy | 收入 | yoy | 利润 | yoy | 2022E | 2023E | 2024E |
| 青岛啤酒 | 291.1 | 8.7% | 42.7 | 18.2% | 98.4 | 16.0% | 14.2 | 18.4% | 36 | 30 | 26 |
| 重庆啤酒 | 121.8 | 8.9% | 11.8 | 13.3% | 42.5 | 4.9% | 4.6 | 7.9% | 36 | 29 | 25 |
| 燕京啤酒 | 113.2 | 9.0% | 6.7 | 19.4% | 44.1 | 8.5% | 3.2 | 17.1% | 81 | 56 | 41 |
| 珠江啤酒 | 41.1 | 10.6% | 5.71 | -4.05% | 16.8 | 11.9% | 2.6 | -9.6% | 25 | 21 | 19 |

资料来源：wind，国海证券研究所（PE 均取自 wind 一致预期）

青岛啤酒：保持稳健增长，长期高端化趋势不改。2022 年公司克服疫情对国内部分餐饮、夜场等市场的影响，三季度收入利润同比分别增长 16%/18%，销量和吨价同比分别增长 11%/5%，销量增速环比上半年转正；其中青啤主品牌三季度销量 135 万吨（同+7.8%）。三季度公司净利率同+0.3pct 至 14.4%，盈利能力保持稳定。公司成本控制出色，提价落地、结构升级有效对冲成本压力。长期来看，短期疫情扰动、成本提升等因素不影响公司长期高端化的趋势，公司内部经营效率改善料将以更快的速度推进。

重庆啤酒：疫情扰动影响增长节奏，公司持续推进全国化。公司 2022 年 Q3 营收/归母净利润同比分别增长 5%/8%。受西北疫情散发、限电等不利因素影响，公司三季度销量同比仅增长 1.3%，其中前三季度乌苏在疆外市场同增 3.4%，增速放缓。单 Q3 吨价提升约 4%。公司盈利能力略有提升，三季度归母净利率同增 0.3pct 至 10.7%。未来嘉士伯将继续加码中国市场，公司内部渠道和组织的调整也逐步理顺，预计公司将推进高端化+全国化进程，保持稳健增长。

表 10：主要啤酒企业销量、吨价及高端化情况（单位：万千升、元）

| 公司 | 2022 年 Q1-Q3 | | | | 2022Q3 | | | | 高端化情况 |
|------|--------------|------|------|------|--------|-------|------|------|--|
| | 销量 | yoy | 吨价 | yoy | 销量 | yoy | 吨价 | yoy | |
| 青岛啤酒 | 728 | 2.8% | 3999 | 5.8% | 256 | 10.8% | 3844 | 4.8% | 主品牌青岛啤酒实现产品销量 395.3 万千升，同比增长 4.5%；中高档及以上产品销量 249.8 万千升，同比增长 8.2%；公司持续推进品牌优化和产品结构升级，同时积极开源节流、降本增效，实现产品销量、收入、利润的全面增长 |
| 重庆 | 253 | 4.5% | 4820 | 4.1% | 88 | 1.3% | 4837 | 3.6% | 前三季度公司高档产品实现营收 43.1 亿元，同比增长 8.71% |

| 啤酒 | | | | | | | | | |
|------|-------|-------|------|------|----|------|------|-------|---|
| 珠江啤酒 | 109.6 | 4.5% | 3752 | 5.8% | 46 | 7.0% | 3690 | 4.5% | 前三季度高端啤酒销量同比增长 16.41% (其中: 97 纯生产品销量同比增长 45.31%) |
| 百威亚太 | - | -2.2% | - | 0.7% | - | 3.7% | - | -2.0% | 与去年同期及疫情前的水平相比, 高端及超高端产品组合的收入继续增长 |

资料来源: Wind, 各公司公告, 国海证券研究所

4、大众品：需求弱复苏，板块表现继续分化

大众品整体需求改善不明显, 由于各板块受疫情影响程度及基数不同, 收入表现继续分化: 各板块 Q3 收入增速排序: 预制速冻食品(16.8%)>其他食品(15.3%)>调味品(9.9%)>乳制品(4.7%)>肉制品(4.5%)>烘焙(2.5%)>软饮料(0.0%)>卤制品(-0.4%)>休闲食品(-2.8%)。三季度疫情散点复发, 多地现后封城, 且部分地区受到高温气候、限电等因素影响, 整体消费需求环比弱复苏, 食品各板块表现继续分化。以居家消费场景为主的行业依旧延续较快增长, 但由于受益于疫情的因素逐渐淡化, C 端收入增速环比放缓。以餐饮、出行、户外运动等消费场景为主的行业需求复苏不明显, 其中头部餐饮企业抵御风险能力更强, 恢复速度快于中小餐饮, 整体从三季度餐饮社零数据也可以看出, 需求改善不明显。其中:

调味品餐饮端需求仍旧较疲软, 通过 C 端居家消费发力, 叠加同期低基数, 延续弹性增长趋势。预制速冻食品在疫情影响下, 餐饮端消费受损, 但 C 端商超、电商等渠道表现亮眼, 预制菜、面点等适合居家囤货的品类实现快速增长, 此外休闲食品中坚果瓜子也受此因素促进。乳制品、烘焙、卤制品、软饮料主要消费场景受疫情影响较大, 叠加高温天气影响, 部分消费场景受损严重, 收入多低于预期。其中软饮料、卤制品受经营韧性较强的头部企业带动, 在需求较弱的情况下, 收入实现环比弱改善。

表 11: 非白酒子行业统计范围

| 板块 | 公司 |
|--------|---|
| 乳制品 | 伊利股份、光明乳业、新乳业、妙可蓝多、贝因美、一鸣食品、天润乳业、燕塘乳业、熊猫乳品、三元股份、麦趣尔、西部牧业、均瑶健康、庄园牧场 |
| 调味发酵品 | 海天味业、安琪酵母、中炬高新、涪陵榨菜、千禾味业、天味食品、恒顺醋业、宝立食品、加加食品、仲景食品、日辰股份、佳隆股份、莲花健康、安记食品 |
| 预制速冻食品 | 安井食品、三全食品、千味央厨、国联水产、广州酒家、巴比食品、味知香、海欣食品、盖世食品、克明食品、双塔食品、祖名股份、惠发食品 |
| 软饮料 | 东鹏饮料、百润股份、养元饮品、维维股份、承德露露、李子园、香飘飘、泉阳泉、欢乐家、佳禾食品 |
| 烘焙 | 立高食品、南侨食品、海融科技、桃李面包、元祖股份 |
| 肉制品 | 双汇发展、龙大美食、得利斯、华统股份、金字火腿、上海梅林 |
| 休闲食品 | 洽洽食品、三只松鼠、良品铺子、盐津铺子、甘源食品、有友食品、劲仔食品、来伊份、西麦食品、青岛食品、黑芝麻、桂发祥、好想你 |
| 卤制品 | 绝味食品、煌上煌 |

其他食品 | 汤臣倍健、科拓生物、嘉必优、仙乐健康、梅花生物、华康股份、华宝股份、爱普股份、金禾实业、星湖科技、品渥食品、百龙创园、交大昂立、金达威

资料来源: wind, 国海证券研究所

表 12: 大众品板块收入增速

| 板块 | 2022Q1-Q3 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 |
|------|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 肉制品 | -11.08% | -25.21% | -9.45% | 4.46% | 4.95% | -11.46% | -16.13% |
| 卤制品 | -0.62% | 5.58% | -6.17% | -0.43% | 31.43% | 12.33% | 9.18% |
| 调味品 | 10.80% | 4.31% | 19.63% | 9.87% | 24.17% | -8.14% | -0.06% |
| 乳制品 | 8.67% | 12.82% | 8.79% | 4.67% | 35.92% | 10.08% | 10.03% |
| 烘焙 | 5.51% | 8.96% | 6.23% | 2.45% | 28.17% | 25.35% | 10.94% |
| 休闲食品 | -1.77% | -1.35% | -1.15% | -2.80% | 2.70% | -8.24% | 5.45% |
| 预制速冻 | 16.64% | 6.94% | 27.34% | 16.83% | 27.27% | 8.35% | 8.95% |
| 软饮料 | -2.13% | 1.17% | -8.54% | -0.03% | 51.01% | 21.95% | 13.78% |
| 其他食品 | 16.21% | 15.71% | 17.60% | 15.28% | 30.90% | 23.80% | 21.22% |

资料来源: wind, 国海证券研究所

注: 子行业范围详情见表 11

表 13: 大众品上游原材料价格走势变化

| | 包材 | | | 乳制品 | | | 啤酒 | 调味品 | | | 休闲食品&速冻食品 | | | | | | | |
|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|-----------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|-------|
| | 铝 | 玻璃 | PET | 瓦楞纸 | 生鲜乳 | 玉米 | | 豆粕 | 进口大麦 | 黄豆 | 白砂糖 | 糖蜜 | 猪肉 | 鸡肉 | 白鲢鱼 | 豆粕 | 棕榈油 | 面粉 |
| 2022-10 | 12.57% | 25.97% | -4.30% | 13.29% | -3.50% | 22.88% | 27.16% | -10.00% | 7.81% | 1.52% | 55.35% | 7.01% | 18.15% | 27.16% | -16.98% | 39.70% | | |
| 2022-09 | 19.53% | 33.14% | 1.34% | -5.57% | -4.17% | 25.70% | 18.33% | 34.22% | 1.92% | 6.37% | 1.52% | 68.78% | 6.56% | 17.37% | 18.33% | -18.88% | 31.21% | |
| 2022-08 | -9.63% | 45.87% | 31.76% | -7.63% | -5.07% | 23.54% | 7.49% | 35.14% | 0.72% | 5.93% | 8.79% | 43.77% | 6.50% | 18.70% | 7.49% | 2.29% | 31.52% | |
| 2022-07 | -7.05% | 47.00% | 20.14% | -7.42% | -5.52% | 12.93% | 12.24% | 13.94% | 5.24% | 2.91% | 9.09% | 33.29% | 5.03% | 18.74% | 12.24% | 0.14% | 29.70% | |
| 2022-06 | 11.16% | 35.51% | 54.17% | -5.30% | -3.04% | 47.32% | 20.55% | | 10.30% | 9.75% | 12.30% | -8.12% | 2.57% | 12.99% | 20.55% | 53.15% | 30.61% | |
| 2022-05 | 11.27% | 32.22% | 53.10% | -5.30% | -2.81% | 14.73% | 19.25% | | 9.79% | 10.11% | 10.41% | 18.67% | 1.35% | -4.19% | 19.25% | 54.94% | 30.91% | |
| 2022-04 | 14.87% | 20.11% | 41.18% | 2.63% | -1.18% | 25.49% | 12.73% | 23.11% | 2.58% | 6.77% | 11.11% | 21.46% | -0.39% | -2.32% | 16.89% | 39.50% | 30.91% | |
| 2022-03 | 32.67% | -0.14% | 40.47% | -4.24% | -2.56% | 32.70% | 23.15% | 25.69% | 10.45% | 10.06% | 14.58% | -48.40% | -1.39% | 6.98% | 23.15% | 56.99% | 27.58% | |
| 2022-02 | 33.78% | -7.02% | 23.08% | 0.22% | -1.17% | 26.16% | 12.69% | 21.82% | 2.52% | 5.68% | 14.34% | -52.52% | 3.28% | 7.73% | 12.69% | 48.12% | 23.33% | |
| 2022-01 | 43.05% | 25.20% | 56.31% | 4.91% | 0.23% | 14.44% | -3.01% | 28.17% | 10.33% | 9.18% | 3.27% | 52.02% | -2.30% | 18.68% | -3.01% | 46.35% | 25.45% | |
| 2021-12 | 22.47% | -7.10% | 54.93% | 16.58% | 2.39% | 25.03% | -8.34% | 22.22% | 1.70% | 10.78% | 4.90% | 49.16% | 2.58% | 21.17% | -8.34% | 22.01% | 0.00% | |
| 2021-11 | 17.53% | 0.54% | 73.03% | 26.72% | 6.93% | 30.84% | -1.11% | 28.81% | 8.66% | 15.09% | 27.23% | -38.86% | -1.19% | 31.15% | -1.11% | 37.63% | 0.00% | |
| 2021-10 | 42.12% | 7.55% | 82.22% | 32.01% | 8.86% | 41.53% | 0.97% | 30.12% | 24.82% | 13.77% | 33.43% | 34.69% | -42.38% | 2.67% | 37.24% | 0.97% | 53.85% | 0.00% |
| 2021-09 | 56.83% | 33.77% | 82.16% | 21.43% | 11.92% | 47.16% | 12.76% | 28.97% | 34.59% | 13.67% | 36.36% | 59.09% | -4.19% | 36.43% | 12.76% | 48.51% | 0.00% | |
| 2021-08 | 40.53% | 42.42% | 53.17% | 18.78% | 18.06% | 48.71% | 19.54% | 32.49% | 29.47% | 13.71% | 36.36% | 57.10% | -3.23% | 46.89% | 19.54% | 40.85% | 0.00% | |
| 2021-07 | 32.70% | 70.62% | 65.10% | 18.52% | 19.94% | 67.13% | 25.07% | 32.44% | 19.63% | 11.62% | 39.24% | 54.34% | -2.45% | 49.12% | 25.07% | 50.80% | 0.00% | |
| 2021-06 | 33.10% | 89.16% | 39.42% | 38.11% | 20.45% | 20.96% | 21.85% | 21.85% | 13.77% | 11.68% | 32.08% | 49.63% | -1.50% | 31.58% | 20.96% | 45.68% | 0.00% | |
| 2021-05 | 38.59% | 87.66% | 23.09% | 44.73% | 19.66% | 100.53% | 25.57% | 20.09% | 25.68% | 12.38% | 44.09% | 34.98% | -2.62% | 29.20% | 25.57% | 60.04% | 0.00% | |
| 2021-04 | 46.57% | 88.55% | 29.78% | 35.71% | 17.13% | 114.07% | 31.00% | 13.05% | 27.89% | 8.95% | 46.51% | 28.82% | -4.14% | 31.09% | 31.00% | 68.81% | 0.00% | |
| 2021-03 | 51.55% | 63.44% | 28.88% | 36.59% | 15.41% | 65.35% | 11.53% | 8.50% | 17.05% | 4.25% | 42.57% | -23.64% | -5.35% | 13.98% | 11.53% | 50.99% | 0.00% | |
| 2021-02 | 27.00% | 44.64% | 23.81% | 16.97% | 11.72% | 46.19% | 25.76% | 3.09% | 41.93% | 6.02% | 34.52% | 20.18% | -5.81% | 7.48% | 25.76% | 44.70% | 0.00% | |
| 2021-01 | 5.78% | 27.07% | -13.56% | 21.25% | 10.62% | 42.36% | 32.12% | -0.73% | 41.04% | 9.54% | 30.89% | -2.07% | -8.17% | 12.61% | 32.12% | 15.29% | 0.00% | |
| 2020-12 | 11.50% | 24.43% | 23.97% | 12.75% | 9.92% | 24.82% | 25.51% | -4.76% | 49.42% | 6.56% | 46.71% | 4.97% | -0.57% | 6.46% | 25.51% | 9.29% | 0.00% | |
| 2020-11 | 16.05% | 25.44% | 25.21% | 8.62% | 5.73% | 11.74% | 16.87% | -7.51% | 67.02% | 7.85% | 40.72% | -4.99% | -4.16% | 4.70% | 17.50% | 19.29% | 0.00% | |
| 2020-10 | 6.50% | 16.01% | 27.08% | 8.62% | 4.46% | 1.98% | 7.98% | -3.35% | 49.66% | 9.01% | 33.70% | -25.76% | -2.38% | 2.25% | 6.79% | 21.52% | 0.00% | |
| 2020-09 | 2.64% | 18.33% | 33.03% | 5.83% | 4.29% | -2.32% | 7.19% | -3.82% | 30.60% | 7.74% | 33.70% | 24.62% | -4.31% | 2.47% | 6.08% | 22.74% | 0.00% | |
| 2020-08 | 3.13% | 33.67% | 30.76% | 11.83% | 2.72% | -3.25% | 1.57% | 10.48% | 25.32% | 3.33% | 39.41% | 57.26% | 0.32% | 0.49% | -0.20% | 19.73% | 0.00% | |
| 2020-07 | 5.75% | 14.01% | 33.82% | 11.83% | 1.66% | -20.24% | 4.32% | 13.05% | 40.63% | 6.15% | 47.24% | 99.26% | 2.27% | 8.21% | 4.32% | 29.64% | 0.00% | |
| 2020-06 | 1.28% | -1.40% | 37.18% | -7.08% | 0.56% | -20.86% | -2.90% | 12.39% | 40.71% | 0.02% | 47.24% | 107.03% | 3.00% | 14.64% | -2.90% | 16.40% | 0.00% | |
| 2020-05 | -6.10% | 3.48% | 29.32% | -11.33% | 1.13% | -22.21% | -4.07% | 14.98% | 25.98% | 0.12% | 33.54% | 87.89% | 5.70% | 4.57% | -3.38% | 5.76% | 0.00% | |
| 2020-04 | -11.41% | -6.57% | 41.80% | -22.61% | 1.42% | -11.72% | 6.23% | 12.57% | 35.82% | 2.09% | 27.85% | 12.96% | 9.21% | 10.52% | 5.57% | 0.77% | 0.00% | |
| 2020-03 | -18.34% | 0.70% | 44.52% | -17.59% | 3.64% | -5.81% | 14.31% | 15.85% | 46.47% | 9.04% | 24.68% | 27.54% | 12.08% | 15.44% | 13.78% | 11.39% | 0.00% | |
| 2020-02 | -1.37% | 3.94% | 24.84% | -2.42% | 4.43% | -0.67% | 8.09% | 15.89% | 22.90% | 9.72% | 22.44% | 164.86% | 13.81% | 18.26% | 8.09% | 11.38% | 0.00% | |
| 2020-01 | 5.48% | 11.23% | 19.87% | -13.48% | 6.34% | 1.26% | 1.97% | 12.95% | 19.31% | 1.48% | 13.82% | 147.04% | 17.45% | 16.45% | 1.58% | 27.92% | 0.00% | |

资料来源: wind, 国海证券研究所

2) 成本整体仍有承压, 部分板块原材料价格回落, 但更多体现至 Q4: 大众品板块 Q3 仍然面临成本上涨问题: (1) 俄乌冲突以来石油, 粮食等价格上涨。棕榈油、大豆、糖蜜、小麦、物流运输, 燃料动力, 包装等价格上半年上升尤其明显,

虽然目前其价格均呈现不同程度的回落趋势,但由于企业通常提前按照生产计划采购原材料,因此 Q3 仍然部分沿用高价原材料,成本仍有承压;(2)部分公司受到疫情、局部高温天气及限电影响,工厂短暂停工或投产期延后,产能利用率较低,对毛利率产生影响;(3)部分公司在下游需求较疲软的情况下,加大折价促销力度拉动终端动销,同时去年 Q3 多数公司提价,提价效应减弱,对毛利率表现亦造成影响。

表 14: 大众品板块毛利率及毛销差情况

| 板块 | 毛利率 | | | | 毛销差 | | | |
|------|------|------|----------|------------|------|------|----------|------------|
| | 22Q2 | 22Q3 | 22Q3 同比 | 22Q1-Q3 同比 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q3 同比 | 22Q1-Q3 同比 |
| 肉制品 | 14% | 13% | -0.6pct | 0.7 pct | 11% | 11% | 0.7 pct | 1.3 pct |
| 卤制品 | 26% | 24% | -7.7 pct | -6.6 pct | 13% | 13% | -4.3 pct | -8.0 pct |
| 调味品 | 33% | 31% | -2.3 pct | -3.0 pct | 26% | 28% | -1.3 pct | -1.9 pct |
| 乳制品 | 30% | 29% | -3.9 pct | -3.7 pct | 13% | 20% | -2.7 pct | -1.1 pct |
| 烘焙 | 31% | 33% | -6.5 pct | -5.8 pct | 18% | 25% | -4.4 pct | -3.5 pct |
| 休闲食品 | 32% | 34% | -0.2 pct | -1.9 pct | 14% | 26% | 0.7 pct | -0.6 pct |
| 预制速冻 | 19% | 21% | -2.5 pct | -1.9 pct | 12% | 17% | -1.2 pct | -0.8 pct |
| 软饮料 | 37% | 38% | -3.7 pct | -4.9 pct | 22% | 30% | -3.6 pct | -3.7 pct |
| 其他食品 | 25% | 22% | 3.1 pct | 4.0 pct | 18% | 18% | 3.5 pct | 3.7 pct |

资料来源: wind, 国海证券研究所

3) 费用同比收缩明显,毛销差表现好于毛利率。整体毛销差在毛利率下降的基础上降幅收窄,与去年同期销售费用率基数较高有关,去年 Q3 部分行业由于竞争趋烈(如社区团购冲击),库存水平较高,加上多家企业先后提价,费用投放力度加大,以及部分公司逆势扩张,加大了品宣推广投入。而今年这些因素基本消退,因此销售费用率多有下降。但环比来看 Q3 毛销差呈下降趋势,主要与 Q2 受疫情影响严重,大多费用延后至 Q3 投放有关。子板块企业多以调整毛利率结构以及内部缩费降本的方式抵御成本上涨压力,但仍难以完全覆盖成本上行压力,因此 Q3 利润端低于预期的公司较多。

表 15: 大众品板块归母净利润增速

| 板块 | 2022Q1-Q3 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 |
|------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 肉制品 | 10.8% | -16.9% | 9.6% | 75.6% | 6.3% | -31.0% | -62.11% |
| 卤制品 | -73.5% | -58.5% | -84.8% | -74.7% | 136.5% | 14.8% | 54.29% |
| 调味品 | 3.6% | -9.8% | 19.8% | 6.8% | 18.4% | -25.9% | -22.37% |
| 乳制品 | -6.0% | 21.4% | -8.9% | -31.2% | 181.1% | -2.0% | 12.52% |
| 烘焙 | -24.9% | -25.0% | -12.8% | -33.6% | 53.6% | 5.8% | -10.38% |
| 休闲食品 | -17.1% | -29.3% | -13.6% | 2.9% | 42.4% | -84.5% | -11.39% |
| 预制速冻 | 1.7% | 7.9% | 3.8% | -4.8% | 2.9% | -10.2% | -15.56% |
| 软饮料 | -22.7% | -22.5% | -26.8% | -19.3% | 70.6% | 26.3% | -0.25% |
| 其他食品 | 33.4% | 21.7% | 32.9% | 51.5% | 34.2% | 10.2% | -11.80% |

资料来源: wind, 国海证券研究所

4.1、调味品：低基数与成本下行为短期催化因素，关注龙头底部反转

Q3 调味品板块需求依旧疲软，低基数与低库存是促进 Q3 收入稳增长的主要因素。从需求端来看，行业三季度以来仍然面临多地疫情频发等因素干扰，餐饮端表现持续疲软，尤其南部、东部地区先后多地封控，其又均为大多上市公司餐饮端调味品的主销地。因此各企业发力 C 端以弥补餐饮需求的下滑，迎合 C 端需求加快新品上新速度，并推出更健康的产品系列，如零添加、有机系列调味品，减盐榨菜等，C 端竞争更趋激烈，费用投放力度难以缩减，但 C 端占比增加有利于毛利率的提升。同时考虑到疫情反复导致消费力疲软，C 端高价格带产品带来的贡献较低，整体发力 C 端对利润的提振不明显。需求疲软是桎梏业绩表现的主要因素，但各家基数基本回落到低位，同时多家企业经历一年渠道调整，库存恢复到良性区间，除了海天、日辰等餐饮端占比重的企业受疫情影响较大，榨菜需求受提价影响，需要时间消化以外，其余多数调味品企业 Q3 收入延续稳健增长趋势。

表 16：调味品公司 2022 年三季报业绩情况（单位：亿元）

| 证券简称 | 2022 年 Q1-Q3 | | | | 2022 年 Q2 | | | | 2022 年 Q3 | | | |
|------|--------------|------|------|-------|-----------|------|------|-------|-----------|-----|------|-------|
| | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY |
| 海天味业 | 190.9 | 10% | 46.7 | -1% | 63.2 | 22% | 15.6 | 12% | 55.6 | -2% | 12.7 | -6% |
| 安琪酵母 | 89.8 | 16% | 9.0 | -12% | 30.6 | 19% | 3.6 | -8% | 28.9 | 23% | 2.3 | 21% |
| 涪陵榨菜 | 20.5 | 6% | 7.0 | 38% | 7.3 | 15% | 3.0 | 75% | 6.2 | 3% | 1.8 | 41% |
| 中炬高新 | 39.6 | 15% | 4.2 | 14% | 13.1 | 24% | 1.5 | 48% | 13.0 | 19% | 1.1 | 22% |
| 千禾味业 | 15.5 | 15% | 1.9 | 42% | 5.3 | 31% | 0.6 | 145% | 5.4 | 15% | 0.7 | 4% |
| 天味食品 | 19.1 | 19% | 2.4 | 205% | 5.8 | 18% | 0.7 | 1554% | 6.9 | 82% | 0.8 | 1629% |
| 恒顺醋业 | 16.8 | 14% | 1.5 | 15% | 6.1 | 18% | 0.5 | 4% | 5.0 | 54% | 0.3 | 268% |
| 加加食品 | 12.7 | 12% | -0.1 | -800% | 4.3 | 29% | 0.0 | 109% | 3.3 | -7% | -0.2 | -6% |
| 仲景食品 | 6.5 | 6% | 1.0 | -4% | 2.2 | 17% | 0.5 | 62% | 2.4 | 11% | 0.4 | 5% |
| 日辰股份 | 2.3 | 0% | 0.4 | -27% | 0.7 | -7% | 0.1 | -38% | 0.9 | -7% | 0.2 | -29% |
| 佳隆股份 | 1.7 | -33% | 0.0 | -110% | 0.5 | -47% | 0.0 | -119% | 0.7 | 13% | 0.0 | 618% |
| 莲花健康 | 13.1 | 1% | 0.5 | 33% | 4.4 | 2% | 0.2 | -2% | 4.5 | -5% | 0.2 | 108% |
| 安记食品 | 4.0 | -7% | 0.2 | -55% | 1.3 | 3% | 0.1 | -48% | 1.7 | 14% | 0.1 | -31% |

资料来源：Wind，国海证券研究所

成本上行是影响业绩表现的主要因素，但费用投放节奏差异较大，利润端分化明显。Q3 调味品板块主要原材料中，青菜头价格下降明显，黄豆、白糖、包材、能源运费等成本均有下行趋势，成本压力普遍轻于 Q2。Q3 黄豆价格同比上升 2.19%，环比下降 3.95%；白砂糖同比下降 1.96%，环比下降 5.42%；瓦楞纸同比下降 6.56%，环比下降 0.97%。而受到生产计划采购原料周期的影响，现货价格下跌反映至成本端，通常有 3 个月以上的传导期，除涪陵榨菜以外，大多企业仍部分沿用高价原材料，毛利率出现不同程度下滑，影响利润表现。由于多数企业去年 Q3 业绩基数较低，多数企业去年 Q3 业绩出现不同程度下滑，因此今年 Q3 业绩多延续较高弹性增长。其中，龙头海天味业由于需求疲软加上黄豆等原

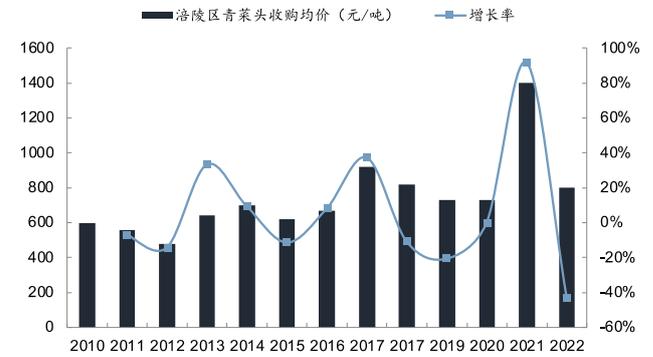
材料成本仍在高位，Q3 利润同比下滑 6%。安琪酵母、中炬高新、涪陵榨菜、千禾味业、恒顺醋业、天味食品利润表现较好，多与基数效应、库存低位以及收缩费用投放有关，利润分别同比增长 21%、22%、41%、4%、268%、1629%，其中涪陵榨菜、千禾味业、天味食品费用收缩较明显，天味还受益于竞争环境有所改善。

图 21：调味品部分原材料价格走势（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 22：青菜头收购价格走势



资料来源：涪陵区榨菜办，国海证券研究所

投资建议：短期需求弱复苏，基数走低与成本下行为业绩增长的主要催化因素，可根据估值自下而上甄选个股。展望 2022 年 Q4，目前行业餐饮端消费仍较疲软，且原材料成本除青菜头以外，多数还在高位，但许多不利因素已经消退，一是 Q4 基数继续走低，除了去年 4 季度冲刺全年目标，费用前三季度已计提的部分企业；二是部分企业库存相比去年更为健康，社区团购冲击因素减退。三是主要原材料成本呈现下行趋势。中长期来看，需求与成本的双重压力更利于行业集中度的提升，龙头更具备逆势增强竞争优势的能力。真正拐点需等疫情影响因素消退，消费力逐步复苏，可把握龙头个股底部反转机会。**个股选择上**，结合个股业绩弹性、业绩确定性和当前估值来看，在疫情影响逐步消退后，安琪酵母、海天味业有望维持向上趋势，加上成本预计下行贡献利润弹性，中长期配置价值凸显。中炬高新估值已回调至较低水平，随股权问题逐步解决，估值具备修复空间。

表 17：调味品公司毛利率、毛销差及其变动情况

| 公司 | 毛利率 | | | 毛利率变动 (pct) | | | 销售费用率 | | | 销售费用率变动 (pct) | | |
|------|------|------|-------|-------------|------|-------|-------|------|-------|---------------|-------|-------|
| | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 |
| 海天味业 | 35% | 35% | 36% | -2.2 | -2.6 | -2.6 | 5% | 6% | 5% | -0.5 | -0.8 | -0.6 |
| 安琪酵母 | 27% | 22% | 25% | -3.7 | -2.6 | -4.4 | 5% | 6% | 6% | -0.9 | 0.0 | -0.2 |
| 涪陵榨菜 | 58% | 53% | 55% | -1.2 | 1.8 | -2.5 | 11% | 23% | 17% | -15.5 | -6.8 | -9.7 |
| 中炬高新 | 32% | 31% | 32% | -1.1 | 0.6 | -1.4 | 7% | 9% | 8% | -0.6 | -0.5 | -0.3 |
| 千禾味业 | 36% | 34% | 35% | -5.2 | -6.4 | -6.7 | 14% | 14% | 14% | -13.8 | -3.1 | -9.1 |
| 天味食品 | 35% | 33% | 34% | 3.9 | -0.8 | 0.3 | 18% | 13% | 14% | -10.7 | -11.2 | -8.9 |
| 恒顺醋业 | 33% | 34% | 35% | -3.7 | -8.7 | -4.2 | 16% | 17% | 15% | 0.3 | -6.2 | -1.3 |
| 加加食品 | 20% | 19% | 19% | -0.1 | 1.3 | -2.3 | 12% | 18% | 13% | -4.7 | 1.8 | 0.4 |
| 仲景食品 | 37% | 38% | 38% | -1.6 | -4.8 | -3.7 | 15% | 12% | 17% | -0.2 | -1.6 | 2.4 |
| 日辰股份 | 39% | 41% | 40% | -5.6 | -1.5 | -3.6 | 8% | 7% | 7% | 0.6 | 0.8 | 0.5 |
| 佳隆股份 | 24% | 28% | 26% | -15.1 | -0.2 | -7.7 | 3% | 1% | 2% | 0.3 | -1.0 | -0.7 |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|-----|-----|-----|------|------|------|----|----|----|------|------|------|
| 莲花健康 | 13% | 14% | 13% | -0.6 | 3.3 | 0.0 | 4% | 5% | 4% | 1.5 | 0.8 | 0.1 |
| 安记食品 | 16% | 15% | 16% | -5.3 | -2.7 | -4.6 | 6% | 5% | 5% | -0.5 | -0.5 | -0.1 |

资料来源：Wind，国海证券研究所

海天味业：Q3 公司业绩出现下滑，主因在餐饮需求不景气情况下，公司主动去库存所致。同时，公司主要原材料大豆、白糖、包材等成本仍在高位，影响净利润表现。Q3 收入/利润分别同比-1.77%/-5.99%。面对市场疲软情形，公司选择主动降库存以备未来健康发展，预计全年目标完成压力较大，未来随需求复苏，动销有望加速恢复。成本端预计将继续通过锁价、降本增效等方式减轻成本压力，考虑主要原材料成本下降，预计明年贡献业绩弹性。

安琪酵母：公司 Q3 收入提速增长，一是海外竞争力提升，市场份额增加明显；二是制糖、酶制剂、食品原料等业务快速增长对收入贡献较大。然而利润率仍然受多重压力：1) 自产水解糖进度低预期；2) 包装、其他化工辅料等成本上升明显；3) 受到地缘政治影响，海外工厂开工率受限，伊犁工厂受疫情影响搬迁进度低预期；4) 保健品业绩受疫情影响，继续亏损；5) 低毛利率的贸易类产品+制糖占比提升。Q3 收入/利润分别同比+22.55%/+20.59%。展望 Q4，海外市场保持市占率提升趋势，新建项目逐步投产，同时，自建水解糖生产线已经投产，今年南北方甘蔗、甜菜种植面积增加，新榨季糖蜜价格有高位回落的可能性。

中炬高新：公司 Q3 由于去年同期基数较低，今年公司库存位于较低水平，应对餐饮需求疲软问题，加强了 C 端渠道推进力度，Q3 美味鲜公司收入/利润同比+12.79%/6.67%。短期疫情对终端消费仍有影响，但目前公司渠道库存优化至较良性区间，公司产能扩张以及营销建设稳步推进，未来随需求恢复有望迎来业绩拐点。成本端大豆价格有回落趋势，预计成本压力延续同比改善趋势。此外，公司股权问题正稳步推进中，若能够重新理顺内部治理结构，将迎来边际改善。

涪陵榨菜：公司 Q3 收入环比放缓，提价对收入增长的贡献逐渐减弱，预计销量超个位数下滑。主因消费者对于提价需消化期，以及公司主动去库存拉动动销所致。利润端 Q3 延续高弹性增长，主因低价青菜头占比高，以及广宣费用收缩等因素促进。Q3 收入/利润分别同比+2.54%/41.36%。展望 Q4，产品多元化扩张以及渠道下沉继续驱动收入增长，但考虑到目前整体消费需求环比弱改善，预计短期收入端仍有压力。同时，预计低价青菜头对毛利的贡献将继续在 Q4 体现，但考虑到去年 Q4 费用投放恢复正常水平，导致利润基数较高，今年公司在此前基础上，通过加大地推促销力度的方式拉动销量增长，Q4 费用投放力度不减，预计 Q4 利润有一定压力。

天味食品：Q3 收入、利润表现亮眼主因去年基数低，库存低位以及扶持优商策略效果释放，Q3 收入同比+82%。利润端主要由于低基数以及广宣促销费用缩减促进，盈利水平改善明显，Q3 利润同比+1629%。展望 Q4，冬调、手工火锅底料等应季大单品有望稳健增长，公司经历一年调整期，渠道库存恢复健康，费用投放也更趋精细化，但也需考虑 Q4 需计提广告费以及股权激励费用，基数回归正常，预计业绩仍有较好表现，环比增速有所放缓。

4.2、乳制品：整体消费疲弱，龙头业绩低迷

Q3 全国性乳企收入利润增速环比 Q2 进一步回落，区域性乳企新乳业、天润表现较好。Q3 全国性乳企伊利股份以及低温乳制品龙头光明乳业的收入、利润增速较 Q2 进一步回落，由于伊利股份液奶的市占率很高，且常温奶网点的铺货率超过 80%，我们认为公司液体乳增速的下滑反应了真实的液奶消费需求，即在疫情多点散发、消费力不振的大背景下，液奶行业的整体需求受到了一定的影响。区域性乳企如新乳业、天润乳业由于基数较小，通过产品品类的创新迭代，销售区域的拓展，O2O 等新渠道的扩张，Q3 仍取得较好的收入利润增长。

表 18：2022 前三季度乳制品主要企业收入利润（亿元）及同比增速（%）

| 个股 | 2022 年 Q1-Q3 | | | | 2022 年 Q2 | | | | 2022 年 Q3 | | | |
|------|--------------|-------|------|---------|-----------|-------|------|---------|-----------|-------|-------|--------|
| | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY |
| 伊利股份 | 938.6 | 10.4% | 80.6 | 1.5% | 324.2 | 11.2% | 26.1 | 4.9% | 304 | 6.7% | 19.29 | -26.5% |
| 光明乳业 | 213.9 | -3.0% | 3.7 | -17.0% | 71.6 | -1.6% | 1.2 | -28.5% | 69.7 | -11% | 0.88 | -52.2% |
| 新乳业 | 74.8 | 12.5% | 3.1 | 21.2% | 24.6 | 7.0% | 1.5 | 24.6% | 27.0 | 15.7% | 1.21 | 10.2% |
| 三元股份 | 63.0 | -6.8% | 1.1 | -60.6% | 21.1 | -1.3% | 0.5 | -49.6% | 20.4 | 5.7% | 0.15 | -77.5% |
| 妙可蓝多 | 38.3 | 21.8% | 1.4 | 0.2% | 13.1 | 17.2% | 0.6 | -26.7% | 12.4 | 14.7% | 0.12 | -63.0% |
| 贝因美 | 24.2 | 45.8% | 0.4 | 14.2% | 8.0 | 44.2% | 0.2 | 20.0% | 8.0 | 49.6% | 0.01 | -74.5% |
| 一鸣食品 | 18.1 | 7.1% | -0.6 | -204.0% | 6.1 | -0.2% | -0.3 | -152.6% | 6.4 | 9.9% | 0.02 | 47.8% |
| 天润乳业 | 18.5 | 17.8% | 1.5 | 36.4% | 6.9 | 16.5% | 0.7 | 52.0% | 6.2 | 19.7% | 0.46 | 45.3% |
| 燕塘乳业 | 14.1 | -5.9% | 0.8 | -46.8% | 5.1 | -6.7% | 0.4 | -51.1% | 5.1 | -7.2% | 0.26 | -43.5% |
| 熊猫乳品 | 6.4 | 4.3% | 0.4 | -33.9% | 1.8 | -4.5% | 0.1 | -49.4% | 2.7 | 16.9% | 0.17 | -28.7% |
| 西部牧业 | 9.7 | 18.4% | 0.1 | 0.9% | 3.2 | 16.0% | 0.1 | -7.8% | 3.5 | 17.5% | 0.02 | 53.1% |
| 均瑶健康 | 8.4 | 20.6% | 0.8 | -45.2% | 2.9 | 31.2% | 0.3 | -54.8% | 3.0 | 36.0% | 0.33 | 71.5% |

资料来源：Wind，国海证券研究所

下游乳制品需求的疲弱也反应在生鲜乳收购价格上。截至 2022 年 10 月 26 日，我国生鲜乳收购价格为 4.14 元，同比-3.7%，去年三季度，原料奶收购价格基数较高，今年中秋旺季期间原奶价格的回落也反应了下游需求较为疲弱。由于俄乌冲突，海外能源，运费等成本大幅上涨，进口乳制品价格上涨明显。根据奶业经济观察，2022 年 1~9 月，我国进口大包粉 85.92 万吨，同比-19.1%，均价 4278 美元/吨，同比+21.6%，大包粉价格仍未出现拐头趋势。

图 23: 生鲜乳主产区价格 (元/公斤) 及变化 (%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 24: GDT 全脂奶粉价格 (RMB/吨) 及变化 (%)



资料来源: 荷斯坦、国海证券研究所

Q2 销售费用后置, 龙头乳企 Q3 的毛销差回落较多。 Q3 原料端生鲜乳价格有所回落, 以生鲜乳为主要原材料的乳制品企业如伊利股份、光明乳业的毛利率都有所回升, 然而以进口原料为主的乳制品企业如奶酪龙头妙可蓝多, 由于海外原材料价格的上涨, 成本端依旧承压。同时 Q2 因为疫情, 部分乳企的广告费用, 线下活动费用延后至 Q3 投入, 导致 Q3 销售非费用率有所提升, 使得毛销差回落较多。

表 19: 2022 前三季度乳制品主要企业毛利率、毛销差及销售费用率变化 (%)

| 个股 | 毛销差(%) | | | | | | 同比变动(pct) | | |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| | 22 年 Q1 | 22 年 Q2 | 22 年 Q3 | 21 年 Q1 | 21 年 Q2 | 21 年 Q3 | 22 年 Q1 | 22 年 Q2 | 22 年 Q3 |
| 伊利股份 | 16.2% | 14.0% | 11.9% | 16.1% | 14.6% | 15.6% | 0.1 | -0.7 | -3.7 |
| 光明乳业 | 6.5% | 7.4% | 5.0% | 5.2% | 6.3% | 5.4% | 1.3 | 1.1 | -0.4 |
| 新乳业 | 9.4% | 12.1% | 10.7% | 10.1% | 12.9% | 11.2% | -0.7 | -0.8 | -0.5 |
| 三元股份 | 8.6% | 11.8% | 4.5% | 7.6% | 10.6% | 7.6% | 1.0 | 1.2 | -3.1 |
| 妙可蓝多 | 14.0% | 11.9% | 5.8% | 12.7% | 17.6% | 9.7% | 1.3 | -5.7 | -3.9 |
| 贝因美 | 12.7% | 11.8% | 9.0% | 16.7% | 25.0% | 18.2% | -4.0 | -13.2 | -9.1 |
| 一鸣食品 | -0.4% | 0.2% | 7.9% | 11.4% | 11.6% | 9.2% | -11.7 | -11.3 | -1.3 |
| 天润乳业 | 11.0% | 13.8% | 11.5% | 11.6% | 13.4% | 10.1% | -0.6 | 0.5 | 1.4 |
| 燕塘乳业 | 13.2% | 14.9% | 12.7% | 16.2% | 20.9% | 17.0% | -3.0 | -6.0 | -4.3 |
| 熊猫乳品 | 13.8% | 14.3% | 13.3% | 15.8% | 17.5% | 19.4% | -1.9 | -3.2 | -6.1 |
| 麦趣尔 | 6.9% | -4.8% | -12.7% | 10.3% | 9.9% | 9.6% | -3.3 | -14.7 | -22.2 |
| 西部牧业 | 9.7% | 13.3% | 7.6% | 7.8% | 13.1% | 9.5% | 1.8 | 0.2 | -2.0 |
| 均瑶健康 | 16.9% | 16.6% | 18.6% | 33.0% | 27.6% | 17.8% | -16.0 | -11.0 | 0.9 |

资料来源: Wind、国海证券研究所

伊利股份: 液奶需求疲弱, 利润端低于预期。 Q3 公司实现总营收 303.98 亿元, 同比+6.66%; 归母净利润 19.29 亿元, 同比-26.46%。Q3 销售费用率 18.83%, 同比+3.27pct。我们预计公司销售费用率的大幅增加主要系: 1) 公司拟于 Q2 投放的品牌营销费用延后于 Q3 投放; 2) 今年 Q3 以来, 全国疫情仍然呈现出“点多、面广”的特点, 对消费复苏造成扰动, 在此背景下, 公司充分考虑上下游合作伙伴的利益, 通过渠道支撑政策, 减轻渠道伙伴压力, 稳固终端价盘, 渠道费用投放相对有所增加。Q3 液体乳、奶粉及奶制品、冷饮、其他业务营收分别同

比-4.93%/+64.70%/+35.20%/+55.22%，奶粉、冷饮业务收入增速持续亮眼，带动公司收入结构优化升级。我们认为公司长期发展路径清晰，在产品矩阵、品牌实力、渠道建设、数字化运营及管理团队等方面建立了领先的系统性优势，液态奶的基本盘未来会随着经济的复苏重回增长通道，随着高毛利的奶粉、奶酪业务占比的增加，我们看好公司长期利润率的提升。

光明乳业：三季度经营承压，海外业务持续拖累。Q3 公司实现总营收 69.75 亿，同比-10.5%；归母净利 0.88 亿，同比-52.18%。三季度公司新莱特海外工厂计入资产减值损失 0.51 亿元，拖累公司业绩。公司大本营位于上海，Q2 受疫情影响较大，Q3 液奶收入同比-4.98%，降幅环比 Q2 有所缩窄。Q3 上海、外地、境外营收 19.09/36.44/12.71 亿元，同比-13.38%/-2.62%/-22.69%，外地降幅环比缩窄，海外新莱特业务持续拖累。

天润乳业：业绩表现亮眼，疆外市场持续推进。Q3 公司实现营收 6.18 亿元，同比+19.67%；归母净利 0.46 亿元，同比+45.33%。Q3 常温乳、低温乳、畜牧业营收同比+19.63%/12.23%/73.33%。常温乳的高速增长得益于公司疆外渠道开拓顺利，低温奶方面，公司持续推动低温酸奶产品的创新升级，今年上半年公司推出无蔗糖产品、草莓味冰淇淋酸奶，延长产品生命周期。Q3 公司疆内/疆外收入同比+9.59%/34.50%，主要系疆内保供，疆外改革已显成效：1) 销售：公司对重点市场进行费用倾斜，招聘具备实战经验的销售人员，帮助企业建立疆内疆外双循环市场体系；2) 渠道：公司新增专卖店项目组，为专卖店赋能，提升品牌价值；3) 疆外产能：山东工厂预计明年四季度进行试生产。疆外建厂能够缩短运输配送距离，辐射到京津冀等周边地区，并且能够减少运输成本，为公司全国化扩张打下基础。

4.3、 预制速冻食品:Q3 业绩分化,关注大 B 餐饮修复, 看好预制菜业务成长性

疫情影响因素减退，综合竞争力强的企业拥有更优业绩表现。Q3 速冻食品 C 端占比较高，或预制菜、速冻面点等品类受益于疫情催化的公司收入保持稳健增长表现，如安井食品（考虑并表）、国联水产、克明食品、广州酒家、三全食品等。但相比 Q2 受益于疫情的因素有所消退，因此收入端环比有所放缓，部分疫情催化影响较大的企业收入放缓明显。而下游餐饮重客端占比较大，或以门店经营模式为主的企业，Q3 收入增长恢复较快增长，如千味央厨、巴比食品（不考虑 Q2 保供影响）、味知香等。

Q3 整体成本压力较小，利润多表现为快于收入增长。预制速冻食品板块相比调味品、烘焙食品，整体面临原材料成本上行压力较小，Q3 主要的原材料豆油、大豆副产品、白鲢鱼价格呈下降趋势，猪肉、鸡肉等原材料受益于前期价格下降较多，预计各家囤货低价原材料，因此相比其他板块整体毛利率变动较小。但各企业毛利率表现仍有所差异，主要与产品结构变化对毛利率影响不同有关，如安井食品预制菜品类占比提升，规模效应逐步体现，从而预制菜对毛利率的影响逐渐减弱。而三全、千味央厨由于减少低毛利产品份额，提升高毛利产品占比，新推盈利能力更强的新品的方式，保证了毛利率稳步提升。其中三全受到去年政府

补助较多的影响，今年 Q3 利润表现下滑但实际扣非净利同比+52%。同时，各家企业多采取内部控费提效的方式以确保盈利水平的稳定。

表 20：速冻食品公司 2022 年三季度报业绩情况（单位：亿元）

| 证券简称 | 2022 年 Q1-Q3 | | | | 2022 年 Q2 | | | | 2022 年 Q3 | | | |
|------|--------------|-----|------|-------|-----------|------|------|-------|-----------|-----|------|--------|
| | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY |
| 安井食品 | 81.6 | 34% | 6.9 | 40% | 29.4 | 46% | 2.5 | 43% | 28.8 | 31% | 2.4 | 62% |
| 千味央厨 | 10.3 | 16% | 0.7 | 23% | 3.0 | 8% | 0.2 | 2% | 3.8 | 19% | 0.2 | 19% |
| 国联水产 | 39.5 | 20% | 0.5 | 364% | 13.5 | 34% | 0.2 | 310% | 15.3 | 28% | 0.2 | 1816% |
| 三全食品 | 53.4 | 5% | 5.3 | 36% | 14.8 | 13% | 1.7 | 67% | 15.1 | 5% | 0.9 | -12% |
| 广州酒家 | 33.4 | 11% | 4.7 | 6% | 6.8 | 20% | 0.0 | 119% | 19.2 | 7% | 4.2 | 2% |
| 巴比食品 | 11.0 | 13% | 1.3 | -41% | 3.8 | 10% | 1.2 | -41% | 4.2 | 10% | 0.2 | 9% |
| 味知香 | 6.1 | 6% | 1.1 | 8% | 1.9 | -5% | 0.3 | 5% | 2.3 | 12% | 0.4 | -3% |
| 海欣食品 | 10.9 | 1% | 0.5 | 75% | 3.1 | 15% | 0.0 | 104% | 4.0 | 3% | 0.3 | 394% |
| 盖世食品 | 2.7 | 18% | 0.3 | -7% | 1.0 | 63% | 0.1 | 63% | 1.0 | -8% | 0.1 | -19% |
| 克明食品 | 35.8 | 16% | 1.3 | 69% | 13.2 | 39% | 0.2 | 150% | 11.7 | 13% | 0.5 | 42% |
| 双塔食品 | 18.5 | 25% | -2.0 | -185% | 7.4 | 36% | -0.6 | -152% | 6.6 | 39% | -1.9 | -1951% |
| 祖名股份 | 11.1 | 16% | 0.4 | -13% | 3.9 | 24% | 0.2 | -20% | 3.9 | 12% | 0.1 | 25% |
| 惠发食品 | 11.2 | -2% | -0.8 | -13% | 3.7 | -14% | -0.2 | 25% | 4.4 | 6% | -0.2 | -3% |

资料来源：Wind，国海证券研究所

表 21：速冻食品公司毛利率、毛销差及其变动情况

| 证券简称 | 毛利率 | | | 毛利率变动 (pct) | | | 销售费用率 | | | 销售费用率变动 (pct) | | |
|------|------|------|-------|-------------|-------|-------|-------|------|-------|---------------|------|-------|
| | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 |
| 安井食品 | 20% | 20% | 21% | -1.8 | 1.3 | -0.9 | 6% | 6% | 7% | -1.7 | -2.7 | -1.9 |
| 千味央厨 | 22% | 23% | 23% | 1.5 | 0.7 | 0.9 | 3% | 4% | 4% | 2.0 | 0.0 | 0.7 |
| 国联水产 | 12% | 10% | 11% | -4.4 | -5.7 | -5.8 | 4% | 3% | 4% | -0.8 | -0.7 | -0.5 |
| 三全食品 | 28% | 25% | 29% | 4.5 | 0.9 | 2.4 | 11% | 16% | 14% | 3.1 | 0.2 | 0.0 |
| 广州酒家 | 25% | 45% | 37% | 1.6 | -1.9 | -0.9 | 13% | 8% | 9% | 1.4 | 0.0 | 0.5 |
| 巴比食品 | 29% | 26% | 28% | 3.2 | 1.7 | 3.0 | 5% | 6% | 5% | 0.4 | 0.8 | -1.6 |
| 味知香 | 24% | 24% | 24% | 0.7 | -2.4 | -1.8 | 3% | 4% | 4% | -0.7 | -2.5 | -1.8 |
| 海欣食品 | 21% | 20% | 21% | 9.5 | 3.1 | 3.5 | 11% | 9% | 10% | -5.2 | -0.8 | -2.6 |
| 盖世食品 | 15% | 20% | 17% | -3.3 | -3.1 | -3.7 | 3% | 3% | 3% | -0.2 | 0.9 | 0.5 |
| 克明食品 | 14% | 15% | 16% | 3.9 | -1.2 | 0.2 | 7% | 6% | 7% | -2.4 | -1.7 | -1.6 |
| 双塔食品 | 10% | -9% | 6% | -23.5 | -22.8 | -20.6 | 2% | 3% | 3% | -0.5 | -2.3 | -1.0 |
| 祖名股份 | 26% | 25% | 25% | -1.9 | -0.2 | -2.3 | 15% | 14% | 15% | 0.9 | -0.8 | -0.2 |
| 惠发食品 | 15% | 15% | 14% | -1.0 | 0.2 | -1.1 | 8% | 8% | 8% | -1.3 | -0.7 | -0.5 |

资料来源：Wind，国海证券研究所

投资建议：关注大 B 类餐饮端修复，看好预制菜业务成长性。展望 2022 年 Q4，餐饮端预计仍面临较大需求压力，但预计细分赛道需求表现分化。包括连锁餐饮、团餐等在内的大 B 类餐饮抵御需求疲软风险的实力更强，通常食材采购为餐饮

供应链的重点环节。尤其在需求较差的情况下，餐企更需要降本提效的速冻半成品，以及供应商提供新品来吸引消费者。目前速冻半成品在大 B 端处于渗透率加速提升阶段，预计 Q4 大 B 类餐饮需求持续复苏。此外，门店经营模式为主的企业也将受益于疫情影响的逐步消退，单店营收恢复较快增长。C 端更看好预制菜产品在消费者中覆盖面以及复购频次的提升，消费习惯逐步培育，预计继续为驱动企业增长的主要业务。利润端同样由于各家产品、渠道结构有差异，预计与收入端表现类似。**个股选择上**，可结合主要下游客户经营恢复速度以及产品结构变化提振业绩等因素考虑，建议关注安井食品、千味央厨、国联水产。

安井食品：Q3 公司营收保持高增长，主因旺季订货提前，预制菜业务放量增长驱动，同时并表新柳伍贡献收入增长。Q3 收入实现 31% 的快速增长，剔除并表业务 Q2 收入仍实现同比增长 25% 左右。利润端由于毛利更低的预制菜业务放量，以及新宏业、冻品先生并表影响，但由于主要原材料价格回落，收缩促销政策以内部控费提效促进，利润同比增长 62%。展望 Q4，行业进入旺季，天气转冷加上今年春节时点较早，预期提前备货应对。同时，公司拥有较强的渠道调整能力，有望继续以高增长的预制菜、锁鲜装等业务弥补小 B 端受损缺口，预计收入保持快速增长。利润端考虑到整体原材料成本下行，内部延续控费增效，利润有望继续快于收入增长。

三全食品：公司 Q3 收入增长放缓，收入同比增长 5%，主因疫情催化因素弱化，加上公司仍处于产品结构调整阶段，对收入表现会造成一定影响。Q3 利润出现下滑，若不考虑政府补助的影响，扣非净利同比增长 52%，主要与业绩基数较低，产品结构调整效果释放（高毛利产品占比提升，产品结构持续优化），以及猪肉原材料采购价下降有关。展望 Q4，公司预计继续发力新品以挖潜业务增长空间，并积极布局新零售渠道、优化直营渠道产品结构。行业进入旺季，叠加春节时点较早，预计收入保持较稳健增长。利润在内部结构持续调整的加持下预计延续较快增长趋势。

千味央厨：公司 Q3 业绩恢复稳健增长，9 月餐饮端需求虽受到疫情影响，但 7-8 月百胜门店经营恢复以及新品上架推动了公司整体业绩提速增长。Q3 小 B 端保持良好增势，尤其前 20 大经销商收入增幅较好，扶持优质经销商策略效果持续体现。利润端则受益于油脂、面粉等原材料价格回落以及产品结构持续优化，盈利水平恢复稳增趋势。Q3 收入/利润分别同比增长 19.2%/19.0%。展望 Q4，进入速冻行业旺季，预计小 B 端蒸煎饺系列继续放量，并新增大包子、米糕等潜力单品突破细分产品。同时，供应大客户的新品成为长线单品，即将还有多款单品亟待上新，叠加其他大客户保持较快增长，预计 Q4 大 B 端延续复苏趋势。利润端受益于原材料成本改善，利润弹性有望继续释放，但考虑公司正处小 B 渠道建设阶段，同时还有激励费用计提影响，预计利润将慢于收入增长。

国联水产：公司 Q3 收入提速增长，实现收入同比+27.8%，主因商超、电商、外卖渠道预制菜加速放量。利润端由于关停亏损的养殖业务，同时国内占比提升，减值影响逐步弱化，盈利改善，Q3 利润同比+1816.3%。Q4 新品陆续推出，如菠萝味烤鱼、彩虹小酥鱼市场、田园鲜虾饼、牛蛙、酸菜鱼等，产品矩阵持续丰富，并有望成长为下一大单品，预制菜有望延续 30%+ 的收入增速。Q4 出口占比预计继续下降，叠加养殖业务剥离，利润预计延续较高弹性增长。

4.4、卤味：佐餐&休闲收入端有所分化，成本端持续承压

佐餐卤味门店经营的稳定性及抗风险能力更强。卤味连锁以线下门店经营模式为主，休闲卤味门店多分布在交通枢纽、商圈等人流量密集点位，受疫情影响比较直接，而佐餐卤味门店多分布于菜场、社区等点位，受疫情影响相对较小，且由于佐餐卤味偏菜肴的属性，需求相对刚性，所以单店营收波动较小。从收入的角度看，Q3 佐餐卤味龙头紫燕食品依旧保持了双位数的收入增长，体现了较强的经营韧性。从利润的角度看，由于原材料成本持续上行，各家卤味连锁的利润端都有承压。

表 22：2022 前三季度卤制品主要企业收入利润（亿元）及同比增速（%）

| 个股 | 2022 年 Q1-Q3 | | | | 2022 年 Q2 | | | | 2022 年 Q3 | | | |
|------|--------------|--------|-----|--------|-----------|--------|-----|--------|-----------|--------|------|--------|
| | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY |
| 绝味食品 | 51.2 | 5.6% | 2.2 | -77.2% | 16.5 | 0.6% | 0.1 | -96.4% | 17.8 | 4.8% | 1.2 | -73.9% |
| 煌上煌 | 16.2 | -16.3% | 0.8 | -54.0% | 6.4 | -20.0% | 0.4 | -47.6% | 4.4 | -17.2% | 0.05 | -86.4% |
| 紫燕食品 | 27.4 | 15.5% | 2.3 | -22.5% | | | | | 11.05 | 14.0% | 1.12 | -16.4% |

资料来源：Wind，国海证券研究所

原材料成本持续承压，Q3 减少补贴销售费用率回落。Q3 卤制品企业毛利率环比 Q2 继续回落，鸭副产品的价格还未见到拐头趋势，卤制品企业成本端持续承压。Q3 销售费用率有所回落，主要系今年上半年卤制品龙头加大对加盟商的扶持力度，提门店的抗风险能力，Q3 以来预计针对经销商的补贴有所减少，使得销售费用率有所回落。

表 23：2022 前三季度卤制品主要企业毛利率、毛销差及销售费用率变化（%）

| 证券简称 | 毛利率 | | | 毛利率同比 (pct) | | | 毛销差 | | | 销售费用率同比 (pct) | | |
|------|-------|-------|-------|-------------|------|------|-------|-------|-------|---------------|------|------|
| | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 |
| 绝味食品 | 30.3% | 25.7% | 23.6% | -4.2 | -9.0 | -8.0 | 16.3% | 16.0% | 17.0% | 7.3 | 2.7 | -0.5 |
| 煌上煌 | 32.0% | 27.5% | 27.4% | -7.7 | -2.2 | -6.0 | 16.8% | 17.0% | 10.6% | -2.9 | 2.8 | -2.6 |
| 紫燕食品 | / | / | / | / | / | / | / | / | / | / | / | / |

资料来源：Wind，国海证券研究所

注：紫燕食品于 2022 年 9 月上市，未公布单季度毛利率、销售费用率数据

绝味食品：收入降幅缩窄，成本端持续承压。Q3 公司实现营收 17.48 亿元，同比+4.77%；归母净利 1.21 亿元，同比-73.85%。去年 Q3 公司利润端计入转让和府捞面股权以及千味央厨的投资收益共计 2.1 亿元，若剔除一次性投资收益带来的影响，今年 Q3 归母净利同比下滑 51.98%。Q3 公司实现毛利率 23.58%，同比-8.02pct，环比 Q2 的 25.68%进一步降低，主要系 Q3 鸭副原材料采购价格仍在上行，拖累毛利率。今年上半年公司开店势头良好，净开店 1207 家，已基本完成全年开店任务，我们预计 Q3 单店营收同比去年同期下滑约 14%，受疫情及消费力不振的扰动较大，未来需重点关注单店营收的修复（核心变量在于疫情）以及原材料价格的拐点，若出现边际改善，将为公司贡献营收及利润弹性。

紫燕食品：营收稳健显韧性。Q3 公司实现总营收 11.05 亿元，同比+14.05%；归母净利 1.12 亿元，同比-16.37%，Q3 公司营收仍取得双位数增长，体现公司作为佐餐卤制品龙头企业较强的经营的韧性。根据公司招股说明书，截至 2022 年 8 月公司全国门店数量 5300 家，同比 2021H1 的 4750 家增长约 12%，因此我们预计今年 Q3 公司单店营收同比去年同期持平或略增，单店营收的稳定变现凸显了门店运营的稳健以及公司产品较强的消费者粘性。佐餐卤味处于快速发展的阶段，2019 年 CR5 不足 5%，在品牌连锁化的早期，大部分品牌处于打磨单店模型阶段，公司作为龙头有望凭借优秀的产品&品牌力，成熟的单店模型，相对全国化的供应链布局，以及稳定的经销商团队率先抢占市场份额。

4.5、烘焙类：Q3 受疫情和成本冲击严重，关注成本下行带来业绩弹性

需求疲软和成本压力仍为主要影响因素，但是 C 端品牌企业受影响明显小于中游供应链企业。烘焙产业链受到下游烘焙门店、新茶饮渠道受疫情影响较严重，商超客流量下滑，消费力疲软，烘焙新消费热度退化等影响，下游对上游烘焙类供应商采购量相应减少，多数企业收入端表现依旧较弱。同时 Q3 继续沿用高价油脂、包材原材料，部分企业针对下游需求受损的现象加大促销力度让利渠道，从而各企业毛利率均有不同程度下滑，利润承压较严重。

表 24：烘焙产业链公司 2022 年三季报业绩情况（单位：亿元）

| 证券简称 | 2022 年 Q1-Q3 | | | | 2022 年 Q2 | | | | 2022 年 Q3 | | | |
|------|--------------|-----|-----|------|-----------|-----|-----|------|-----------|-----|------|------|
| | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY |
| 立高食品 | 20.5 | 5% | 1.0 | -49% | 6.9 | 3% | 0.3 | -52% | 7.3 | 3% | 0.30 | -51% |
| 桃李面包 | 50.3 | 8% | 4.9 | -14% | 17.5 | 9% | 2.0 | -3% | 18.2 | 6% | 1.32 | -34% |
| 南侨食品 | 20.8 | 1% | 1.3 | -51% | 7.7 | 7% | 0.7 | -26% | 6.5 | -6% | 0.07 | -91% |
| 海融科技 | 6.5 | 19% | 0.8 | -16% | 2.0 | 6% | 0.2 | -44% | 2.3 | 17% | 0.27 | -36% |
| 元祖股份 | 21.3 | 2% | 3.0 | -10% | 6.1 | 2% | 0.8 | 35% | 10.8 | 0% | 2.36 | -13% |

资料来源：Wind，国海证券研究所

表 25：烘焙产业链公司毛利率、毛销差及其变动情况

| 证券简称 | 毛利率 | | | 毛利率变动 (pct) | | | 销售费用率 | | | 销售费用率变动 (pct) | | |
|------|------|------|-------|-------------|-------|-------|-------|------|-------|---------------|------|-------|
| | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 | 22Q2 | 22Q3 | Q1-Q3 |
| 立高食品 | 29% | 32% | 31% | -6.0 | -1.5 | -3.6 | 12% | 12% | 12% | -2.9 | -0.4 | -1.2 |
| 桃李面包 | 25% | 22% | 24% | -1.8 | -3.9 | -2.3 | 8% | 8% | 8% | -1.2 | -0.3 | -0.8 |
| 南侨食品 | 26% | 17% | 23% | -10.3 | -12.6 | -11.6 | 8% | 8% | 8% | -3.2 | -2.1 | -2.8 |
| 海融科技 | 33% | 32% | 34% | -9.8 | -10.8 | -12.0 | 14% | 14% | 14% | -0.2 | -1.1 | -4.0 |
| 元祖股份 | 59% | 62% | 60% | -4.4 | -8.5 | -7.3 | 37% | 29% | 36% | -7.3 | -5.7 | -5.2 |

资料来源：Wind，国海证券研究所

立高食品：公司 Q3 收入同比+3.1%，收入表现仍然较低迷，主因国内疫情反复，消费力整体较疲软，多地封控导致公司主要下游饼店、商超客流量下滑较严重，

叠加去年 Q3 公司商超爆品放量，带来较高基数。Q3 公司仍部分采用高价原料，需求疲软下公司更多让利渠道，以及继续摊销股权激励费用，利润同比下滑 50.5%。Q4 行业进入旺季叠加春节时点较早，虽需求环比弱复苏，但公司将通过加大促销以及销售人员激励的方式，尽力冲刺全年收入同比增长 8% 的激励目标。利润端，油脂价格呈下降趋势，预计 Q4 成本压力继续环比改善。产能利用率在旺季下环比提升，但考虑到需求较疲软情况下预计公司减小促销力度的可能性较小，叠加新一轮激励费用计提，预计利润继续慢于收入增长。

元祖股份：公司 Q3 收入略有下滑主因中秋月饼旺季受到川渝疫情与限电影响，收入同比下滑 0.09%。但今年公司在蛋糕上持续加大新品开发投入力度，新推星座系列蛋糕，进一步提升蛋糕视觉美观度，并增加装裱蛋糕的巧克力装饰物，更适合消费者拍照纪念，Q3 蛋糕收入同比增长 13.0%。利润端由于今年中秋时点提前，确认部分月饼成本，且增加蛋糕巧克力装饰物也提高了原材料成本，影响利润表现。

4.6、 饮料及预调酒：Q3 环比改善，但盈利能力仍承压

Q3 天气较为炎热，为饮料行业旺季，多数饮料企业收入环比提速或下降幅度减小。但由于三季度多地疫情散点复发，影响出行、聚饮等饮料消费场景，同时宏观经济疲弱、消费能力下降，除能量饮料等需求较为刚性的品类，多数饮料企业增速疲软，部分企业仍有下滑。利润端，白糖等原材料、PET 及铝锭等包材价格 Q3 环比下跌，但价格仍位于高位，因此多数软饮料企业成本继续受影响，毛利率下滑明显。百润股份受核心消费群体消费力下降影响明显，强爽系列产品的热卖预计将在四季度体现。东鹏饮料一方面成本控制能力较优，另一方面合理减少费用投放，聚焦核心产品，因此净利率仍有提升，彰显龙头抗风险能力。Q4 疫情仍有点状散发，对软饮料的消费场景和需求有一定影响，叠加去年基数较高，预计 Q4 饮料企业仍面临需求端压力，但当前 PET 等原材料价格回落，预计利润端环比有改善。

表 26：软饮料行业三季报业绩表现

| | 2022Q2 | | | | 2022Q3 | | | | 2022Q1-Q3 | | | |
|------|-----------|------------|-----------|--------|-----------|------------|-----------|--------|-----------|------------|-----------|---------|
| | 收入 (亿) | YoY (%) | 利润 (亿) | YOY(%) | 收入 (亿) | YoY (%) | 利润 (亿) | YOY(%) | 收入 (亿) | YoY (%) | 利润 (亿) | YOY(%) |
| 百润股份 | 4.98 | -28.2% | 1.29 | -45.7% | 6.08 | -13.5% | 0.84 | -56.8% | 16.45 | -14.1% | 3.05 | -45.9% |
| 东鹏饮料 | 22.85 | 15.9% | 4.10 | 22.8% | 23.53 | 25.3% | 4.11 | 28.3% | 66.44 | 19.5% | 11.66 | 17.0% |
| 养元饮品 | 7.01 | -40.3% | 1.70 | -59.6% | 14.35 | -10.3% | 3.14 | -33.4% | 41.85 | -16.5% | 10.08 | -38.2% |
| 维维股份 | 9.72 | 1.1% | 0.19 | -27.3% | 12.56 | 2.7% | 0.49 | -42.7% | 33.45 | 2.7% | 0.98 | -44.0% |
| 承德露露 | 3.45 | -11.1% | 0.62 | -13.2% | 5.09 | 3.0% | 1.23 | 5.2% | 19.71 | 6.3% | 4.21 | 5.1% |
| 李子园 | 3.59 | 2.7% | 0.62 | -17.6% | 3.61 | -3.8% | 0.52 | -21.1% | 10.61 | 0.6% | 1.55 | -20.4% |
| 欢乐家 | 3.37 | 3.8% | 0.32 | -36.2% | 3.65 | 16.3% | 0.35 | 23.4% | 10.62 | 8.6% | 1.18 | -5.5% |
| 泉阳泉 | 3.67 | -27.8% | 0.80 | 1.8% | 3.10 | -26.0% | 0.18 | -21.6% | 9.31 | -20.1% | 0.86 | 0.4% |
| 香飘飘 | 3.64 | -8.5% | -0.70 | -6.6% | 6.71 | -24.2% | 0.54 | -46.7% | 15.30 | -22.5% | -0.75 | -290.5% |

资料来源：wind，国海证券研究所

表 27：软饮料企业毛利率和净利率表现

| | 毛利率 (%) | | | | | 净利率 (%) | | | | |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 |
| 百润股份 | 65.9% | 62.3% | 62.5% | 61.2% | 62.1% | 27.7% | 15.1% | 17.0% | 25.9% | 13.8% |
| 东鹏饮料 | 46.2% | 28.2% | 43.2% | 42.2% | 40.1% | 17.1% | 13.9% | 17.2% | 17.9% | 17.5% |
| 养元饮品 | 47.8% | 48.7% | 48.3% | 41.7% | 42.8% | 29.4% | 25.4% | 25.6% | 24.2% | 21.9% |
| 维维股份 | 21.5% | 16.9% | 15.2% | 17.2% | 18.3% | 7.0% | 3.6% | 2.7% | 2.0% | 3.9% |
| 承德露露 | 34.1% | 48.3% | 46.8% | 39.2% | 40.7% | 23.6% | 25.3% | 21.0% | 18.1% | 24.2% |
| 李子园 | 36.4% | 33.6% | 31.3% | 31.2% | 32.0% | 17.6% | 16.3% | 12.0% | 17.3% | 14.4% |
| 欢乐家 | 32.4% | 35.7% | 34.9% | 32.5% | 32.3% | 9.0% | 12.0% | 14.3% | 9.4% | 9.5% |
| 泉阳泉 | 37.2% | 19.7% | 40.7% | 43.2% | 38.4% | 5.6% | 6.3% | -4.6% | 21.8% | 5.9% |
| 香飘飘 | 37.4% | 35.4% | 20.6% | 20.9% | 34.0% | 11.5% | 12.3% | -12.0% | -19.1% | 8.1% |

资料来源：wind，国海证券研究所

百润股份：疫情影响短期业绩，业绩环比改善趋势确认，期待后续强爽发力。公司 Q3 收入端降幅环比减小，但仍下滑 13.49%，恢复速度略慢。公司前三季度受疫情影响拖累业绩表现，当前公司基本面最差时点已过，四季度预计有业绩弹性，继续坚定推荐：1) 强爽在社交媒体上的成功营销，打开了真正饮酒群体的市场，延伸了聚饮场景，并且提升了消费频次，打开第二成长曲线；2) Q3 业绩预计环比改善，后续在基数较低+强爽&清爽贡献新增量下，业绩有望实现弹性增长。3) 长期来看，预调酒属于新兴低度酒饮，国内发展空间广阔，公司在预调酒行业已积累多年经验，具备先发优势和品牌优势，看好公司长期成长性。

东鹏饮料：经营环比改善，业绩增长亮眼。公司此前已发布业绩预告，实际业绩位于业绩预告区间上限。10 月公司产品动销同比有大幅度增长，动销超前三季度增速，多地疫情散发背景下销售收入仍有提速，彰显公司经营韧性。利润端受益 PET 价格回落、去年 Q3 有上市费用导致基数较低，增速快于收入端，整体业绩表现亮眼。能量饮料仍处于快速发展阶段，公司大本营广东地区持续精耕渠道挖掘下沉市场需求，预计销售稳健，弱势区域推进顺利，省外仍有较大空白市场，看好公司长期成长性。

4.7、休闲食品：收入端保持较好增速，成本端改善

Q3 以线下为主的休闲零食企业仍保持较高的营收增速。Q2 休闲食品企业受益于居家囤货的需求，收入端表现相对较好。Q3 进入中秋、国庆旺季，企业加大销售费用的投放，营收端也实现了较好的增长，其中，劲仔食品、盐津铺子等受益于去年同期基数较低，收入增长较快，由于天猫、淘宝等传统线上渠道流量的下滑，及线上流量成本的不断抬升，线上渠道占比较大的企业如三只松鼠、良品铺子收入业绩持续承压。

表 28：2022 前三季度休闲零食主要企业收入利润（亿元）及同比增速（%）

| 个股 | 2022 年 Q1-Q3 | | | | 2022 年 Q2 | | | | 2022 年 Q3 | | | |
|------|--------------|-------|-----|------|-----------|-------|-----|-------|-----------|-------|-----|------|
| | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY |
| 洽洽食品 | 43.8 | 12.9% | 6.3 | 5.4% | 12.5 | 24.4% | 1.4 | 10.5% | 17.1 | 13.6% | 2.8 | 3.2% |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|------|--------|------|--------|------|--------|------|---------|------|--------|------|---------|
| 三只松鼠 | 53.3 | -24.6% | 0.9 | -78.9% | 10.2 | -35.5% | -0.8 | -315.7% | 12.2 | -32.6% | 0.1 | -87.4% |
| 良品铺子 | 70.0 | 6.6% | 2.9 | -8.8% | 19.5 | 5.7% | 1.0 | 11.5% | 21.1 | -1.8% | 0.9 | -23.6% |
| 盐津铺子 | 19.7 | 21.0% | 2.2 | 183% | 6.4 | 34.6% | 0.7 | 301.8% | 7.6 | 34.7% | 0.9 | 213.2% |
| 甘源食品 | 9.7 | 13.3% | 0.9 | 15.8% | 2.9 | 42.7% | 0.2 | 549.9% | 3.5 | 13.9% | 0.5 | 20.3% |
| 有友食品 | 7.4 | -20.4% | 1.0 | -42.7% | 2.2 | -31.1% | 0.4 | -43.3% | 2.5 | -22.9% | 0.4 | -17.1% |
| 劲仔食品 | 10.1 | 34.6% | 0.9 | 41.2% | 3.6 | 45.6% | 0.4 | 84.7% | 3.9 | 40.1% | 0.3 | 47.1% |
| 西麦食品 | 9.6 | 17.2% | 0.8 | -21.6% | 2.8 | 11.2% | 0.2 | -32.2% | 3.3 | 22.5% | 0.4 | 36.0% |
| 青岛食品 | 3.7 | 19.3% | 0.7 | 37.5% | 1.3 | 28.0% | 0.3 | 49.4% | 1.3 | 9.6% | 0.3 | 34.6% |
| 黑芝麻 | 1.9 | -41.1% | -0.5 | -261% | 6.2 | -33.5% | 0.0 | -61.7% | 0.8 | -18.8% | 0.0 | -121.3% |
| 桂发祥 | 9.8 | 28.0% | -0.5 | -391% | 0.4 | -63.3% | -0.3 | -301.4% | 3.6 | 38.0% | -0.6 | -51.6% |
| 好想你 | 32.5 | 6.5% | 0.7 | 453% | 2.4 | 38.8% | -0.1 | -132.3% | 9.4 | -1.4% | -0.4 | 58.3% |
| 来伊份 | 43.8 | 12.9% | 6.3 | 5.4% | 10.0 | 12.7% | 0.2 | -35.9% | 17.1 | 13.6% | 2.8 | 3.2% |

资料来源: Wind, 国海证券研究所

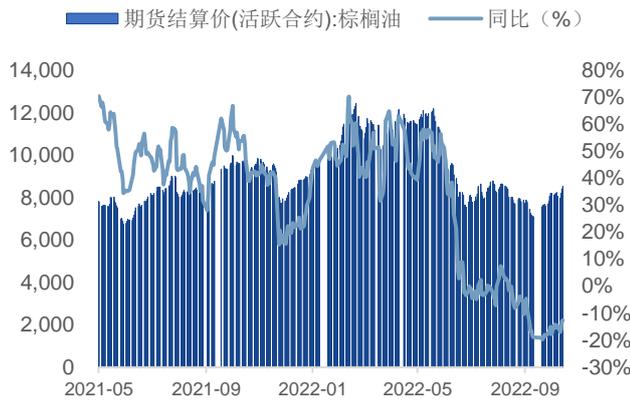
表 29: 2022 年 1-9 月休闲零食主要企业天猫淘宝渠道销售额 (万元) 及增速

| 公司 | 22 年 1 月 | 22 年 2 月 | 22 年 3 月 | 22 年 4 月 | 22 年 5 月 | 22 年 6 月 | 22 年 7 月 | 22 年 8 月 | 22 年 9 月 |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 三只松鼠 | 116968.7 | 29255.9 | 35852.4 | 21857.2 | 31337.0 | 29521.3 | 264792.6 | 21960.9 | 27653.7 |
| YoY | -14.0% | -43.3% | 1.1% | -39.4% | -3.3% | -19.7% | -19.4% | -37.6% | -43.3% |
| 良品铺子 | 69289.0 | 15375.4 | 19348.8 | 15714.9 | 18616.1 | 18273.9 | 156618.0 | 17400.8 | 24355.4 |
| YoY | 41.9% | -29.3% | -13.4% | -18.1% | -4.7% | -15.4% | 2.2% | -26.9% | -21.7% |
| 洽洽食品 | 12207.0 | 2548.4 | 2352.4 | 2417.3 | 2850.2 | 2929.9 | 25305.4 | 3048.3 | 3717.2 |
| YoY | 11.2% | -25.7% | -4.3% | -3.2% | 3.0% | -0.9% | 0.9% | 3.2% | 18.8% |
| 盐津铺子 | 1748.8 | 702.4 | 1186.1 | 1360.7 | 1445.8 | 1879.6 | 6443.8 | 1970.2 | 2220.4 |
| YoY | 48.2% | 167.3% | 233.6% | 210.0% | 288.8% | 222.9% | 160.8% | 149.9% | 194.6% |

资料来源: 萝卜投资, 国海证券研究所

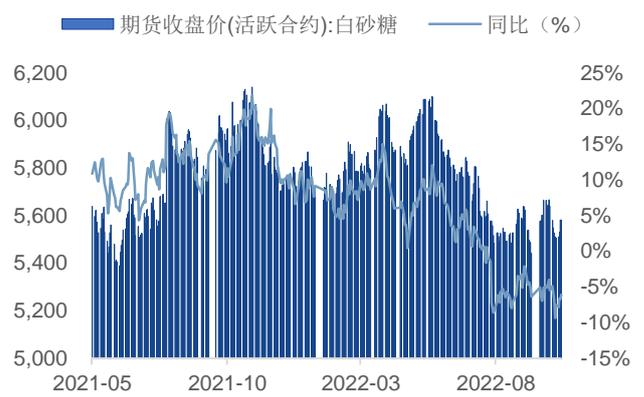
原材料价格回落, Q3 休闲零食企业毛销差环比 Q1 有所改善。去年以来, 石油, 粮食等食品饮料上游价格持续上涨, 而今年由于俄乌冲突, 粮食减产预期等原因, 价格出现进一步上行, 不少原材料价格达到了历史最高值, 5 月底以来由于印尼开放棕榈油出口, 棕榈油价格出现大幅回调, 叠加美联储持续释放紧缩信号加大加息力度, 全球大宗商品价格开始回落, 今年三季度以来以棕榈油、白糖等期货价格明显回落, 缓解了休闲零食原材料成本端的压力。由于期货价格的下行传到到现货成本的回落有一定的时滞, Q3 休闲零食的成本端改善还不明显, 预计 Q4 到明年原材料成本会持续回落, 为休闲零食公司贡献更大的业绩弹性。

图 25: 棕榈油期货结算价(元/吨)及变动(%)



资料来源: Wind、国海证券研究所、

图 26: 白砂糖期货结算价(元/吨)及变动(%)



资料来源: Wind、国海证券研究所

表 30: 2022 前三季度休闲食品主要企业毛利率、毛销差及销售费用率变化 (%)

| 证券简称 | 毛利率 | | | 毛利率变动 (pct) | | | 毛销差 | | | 销售费用率变动 (pct) | | |
|------|-------|-------|-------|-------------|-------|------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|
| | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 |
| 洽洽食品 | 30.9% | 27.5% | 32.3% | 0.2 | -2.8 | 0.2 | 21.6% | 18.9% | 22.6% | -0.1 | -0.5 | 1.5 |
| 三只松鼠 | 29.6% | 22.7% | 26.5% | -1.8 | -7.8 | -3.0 | 7.5% | -3.5% | 5.8% | 3.9 | -1.3 | 0.9 |
| 良品铺子 | 26.3% | 29.2% | 29.8% | -4.9 | -3.7 | 5.2 | 8.0% | 10.7% | 11.4% | -2.8 | -4.5 | 5.3 |
| 盐津铺子 | 38.6% | 36.5% | 34.5% | -5.4 | 0.4 | -3.9 | 18.5% | 18.8% | 19.8% | -1.9 | -17.5 | -13.7 |
| 甘源食品 | 34.8% | 29.1% | 37.1% | -4.4 | -4.7 | 7.2 | 17.6% | 13.1% | 26.2% | -3.3 | -13.9 | 2.9 |
| 有友食品 | 26.3% | 31.0% | 33.2% | -10.8 | -1.4 | 1.3 | 15.6% | 23.4% | 24.0% | 1.5 | 2.1 | -0.5 |
| 劲仔食品 | 26.6% | 28.3% | 23.6% | -1.1 | 1.8 | -2.0 | 14.6% | 17.1% | 14.7% | 1.4 | -1.6 | -0.3 |
| 西麦食品 | 44.8% | 41.3% | 44.0% | -5.8 | -1.6 | -2.7 | 14.3% | 9.3% | 16.5% | 4.9 | 5.4 | -1.9 |
| 青岛食品 | 29.8% | 33.6% | 34.8% | -4.0 | -1.0 | 2.8 | 26.8% | 30.0% | 31.5% | -0.9 | -0.7 | -0.5 |
| 黑芝麻 | 17.7% | 18.1% | 19.3% | -1.5 | -3.8 | -2.3 | 9.8% | 7.8% | 9.3% | -1.3 | -3.1 | -3.9 |
| 桂发祥 | 29.0% | 19.1% | 37.9% | -13.6 | -26.7 | -5.6 | -15% | -42% | 5.3% | 18.5 | 35.5 | 3.4 |
| 好想你 | 29.1% | 17.3% | 24.6% | -5.6 | -13.8 | -5.0 | 8.3% | -3.9% | 0.6% | -1.8 | -11.5 | -0.8 |
| 来伊份 | 23.9% | 25.6% | 24.8% | -5.0 | -1.9 | -0.2 | 18.3% | 18.6% | 11.2% | 0.4 | -10.9 | -10.4 |

资料来源: Wind, 国海证券研究所

洽洽食品: 收入依然保持较高增速, 盈利能力环比改善。Q3 营收 17.05 亿元, 同比+13.56%; 归母净利 2.76 亿, 同比+3.24%。收入端保持较高增速, 主要系: 1) 三季度是传统的坚果销售旺季, 公司坚持渠道下沉、渠道精耕策略, 坚果品类实现较好增长; 2) 为应对成本端的压力, 公司对小品类和海外均进行不同幅度的涨价, 对瓜子产品的出厂价上调 3.8%, 同时调整坚果屋顶盒产品规格变相提价, 提价促进了 Q3 收入端的增长, 同时提价通常有 1-3 个月的传导时滞, 预计本轮提价弹性将在 Q4 集中体现。Q3 公司实现毛利率/净利率 32.32%/16.17%, 环比 Q2 明显改善。毛利率的改善一方面由产品提价贡献, 一部分来自成本端的改善, 今年下半年以来, 原油、棕榈油等大宗商品价格回落, 包材端价格也有所回落, 我们预计随着大宗商品价格的持续回落, 公司盈利能力有望继续改善。

4.8、肉制品：猪价继续反弹，屠宰承压

Q3 我国生猪价格继续强势上涨，猪肉价格传导较为滞后，挤压屠宰部门盈利。但是龙头双汇发展通过释放低价冻肉库存，在去年低基数下实现较好的增长。另外有生猪养殖业务的上海梅林、华统股份等公司，则受益于猪价上涨，业绩弹性增长。

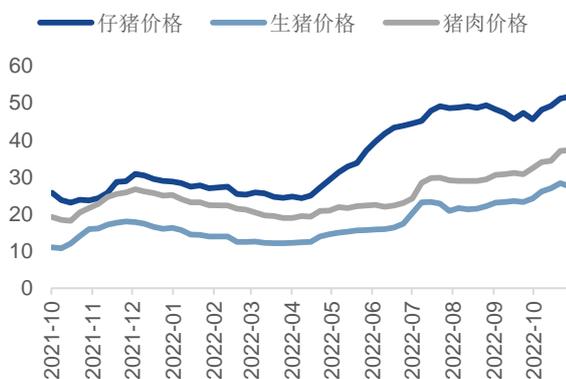
表 31：2022 前三季度肉制品主要企业收入利润（亿元）及同比增速（%）

| 个股 | 2022 年 Q1-Q3 | | | | 2022 年 Q2 | | | | 2022 年 Q3 | | | |
|------|--------------|--------|------|-------|-----------|--------|------|-------|-----------|--------|-------|--------|
| | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY | 收入 | YOY | 利润 | YOY |
| 双汇发展 | 446.4 | -12.5% | 40.7 | 17.7% | 141.7 | -14.6% | 12.7 | 15.9% | 166.8 | 3.4% | 13.35 | 45.8% |
| 上海梅林 | 182.4 | 4.8% | 4.1 | 22.2% | 64.6 | 6.4% | 1.4 | 1.3% | 53.1 | 15.9% | 0.75 | 147.0% |
| 龙大美食 | 114.5 | -26.2% | 0.5 | -85% | 34.7 | -22.0% | 0.1 | -86% | 46.4 | -5.9% | 0.13 | -33.9% |
| 华统股份 | 64.2 | 2.8% | 0.5 | 909% | 21.4 | 8.2% | 0.3 | -5.5% | 25.61 | 57.2% | 1.04 | 200.9% |
| 得利斯 | 19.6 | -29.1% | 0.5 | 22.6% | 7.0 | -5.3% | 0.2 | 1294% | 5.5 | -52.1% | 0.02 | -91.5% |

资料来源：Wind，国海证券研究所

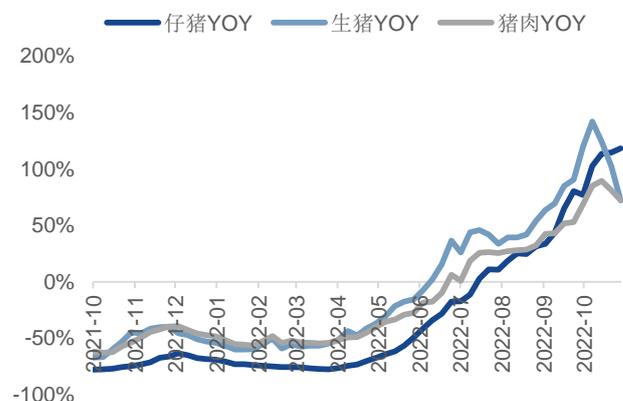
双汇发展：业绩符合预期，冻肉储备贡献业绩弹性。 Q3 公司实现总营收 166.77 亿元，同比+3.36%，实现归母净利 13.35 亿元，同比+45.81%。在去年三季度的低基数下顺利实现弹性增长。去年三季度，由于猪肉价格大幅下跌，公司冻肉库存计提减值，业绩基数较低。而今年则相反，从二季度开始猪价超预期上涨，公司低价冻肉库存释放贡献利润。公司三季度肉制品销量略有下降，由于疫情影响餐饮、礼赠、出行、工地等消费场景，肉制品的销量增长压力加大。肉制品吨利方面，三季度肉制品吨利有所下降，主要由于猪肉价格在于季度出现了较为明显的上涨，以及在需求疲软的情况下，价格略有下降提升渠道利润。展望明年，随着疫情的好转，以及公司继续在肉制品的转型升级上发力，肉制品销量有望回暖。

图 27：全国生猪及猪肉价格走势（元/千克）



资料来源：Wind、国海证券研究所、

图 28：全国生猪及猪肉价格同比增速（%）



资料来源：Wind、国海证券研究所

5、行业评级及投资策略：白酒板块“下蹲，再起跳”， 食品板块最差时点已过，关注疫后恢复

白酒板块中长期看行业升级+分化的核心逻辑不变，次高端是机会最大的板块，继续看好贵州茅台+区域次高端龙头。大众品板块，板块走势更多受外部因素影响，但现在最差时刻已过，疫后需求复苏方向不变，应当自下而上优选真成长。个股选择上，我们推荐：1) 随疫情影响减弱后业绩边际改善，长期成长势头较足，估值回归合理区间个股，推荐百润股份、绝味食品、安琪酵母、立高食品、洽洽食品、及青岛啤酒；2) 成本下降后的利润弹性较大的相关个股，推荐安琪酵母、中炬高新、东鹏饮料、海天味业。3) 小食品中建议关注未来有改善和业绩弹性的佳禾食品、甘源食品、国联水产。

整体来看白酒行业稳健向好的趋势不变，次高端逻辑持续兑现；大众品情绪最悲观时点已过，估值回落后龙头企业的投资价值凸显，基于此我们维持食品饮料行业评级为“推荐”。

重点关注公司及盈利预测

| 重点公司 代码 | 股票 名称 | 2022/11/07 | | EPS | | | PE | | | 投资 评级 |
|------------|----------|------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|----|----------|
| | | 股价 | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E | | |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 1,517 | 41.76 | 51.27 | 62.12 | 36.3 | 29.6 | 24.4 | 买入 | |
| 000858.SZ | 五粮液 | 150 | 6.02 | 6.90 | 7.98 | 24.9 | 21.7 | 18.8 | 买入 | |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 184 | 5.43 | 6.82 | 8.44 | 33.8 | 26.9 | 21.8 | 买入 | |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 260 | 4.37 | 6.00 | 7.36 | 59.5 | 43.3 | 35.3 | 买入 | |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 140 | 5.01 | 6.35 | 7.95 | 27.9 | 22.0 | 17.6 | 买入 | |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 218 | 4.45 | 5.38 | 6.70 | 48.9 | 40.4 | 32.5 | 买入 | |
| 603369.SH | 今世缘 | 42 | 1.62 | 1.96 | 2.39 | 25.7 | 21.2 | 17.4 | 买入 | |
| 603589.SH | 口子窖 | 44 | 2.88 | 2.88 | 3.74 | 15.4 | 15.4 | 11.9 | 买入 | |
| 600779.SH | 水井坊 | 64 | 2.45 | 2.11 | 3.23 | 26.0 | 30.2 | 19.8 | 增持 | |
| 603919.SH | 金徽酒 | 22 | 0.64 | 0.91 | 0.84 | 35.0 | 24.6 | 26.7 | 增持 | |
| 600197.SH | 伊力特 | 21 | 0.67 | 0.63 | 0.91 | 31.9 | 33.9 | 23.5 | 买入 | |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 99 | 2.33 | 2.92 | 2.46 | 42.6 | 34.0 | 40.3 | 买入 | |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 111 | 2.41 | 2.08 | 3.31 | 46.0 | 53.3 | 33.5 | 增持 | |
| 002568.SZ | 百润股份 | 37 | 0.89 | 0.94 | 1.21 | 42.0 | 39.8 | 30.9 | 买入 | |
| 603288.SH | 海天味业 | 70 | 1.58 | 1.89 | 1.34 | 44.2 | 36.9 | 52.1 | 增持 | |
| 600298.SH | 安琪酵母 | 40 | 1.59 | 0.46 | 1.06 | 25.4 | 87.7 | 38.1 | 买入 | |
| 600872.SH | 中炬高新 | 33 | 0.94 | 0.77 | 1.54 | 35.4 | 43.2 | 21.6 | 增持 | |
| 002507.SZ | 涪陵榨菜 | 24 | 0.87 | 0.91 | 0.77 | 28.0 | 26.8 | 31.6 | 增持 | |
| 600887.SH | 伊利股份 | 28 | 1.43 | 1.20 | 1.27 | 19.4 | 23.1 | 21.8 | 买入 | |
| 600597.SH | 光明乳业 | 10 | 0.48 | 0.50 | 0.61 | 20.6 | 19.8 | 16.2 | 增持 | |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 24 | 1.40 | 1.59 | 1.73 | 17.5 | 15.4 | 14.1 | 增持 | |

| | | | | | | | | | |
|-----------|------|-----|------|------|------|------|-------|------|----|
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 169 | 3.11 | 3.45 | 4.46 | 54.5 | 49.1 | 38.0 | 买入 |
| 603345.SH | 安井食品 | 162 | 2.84 | 3.11 | 3.83 | 56.9 | 52.0 | 42.2 | 买入 |
| 300973.SZ | 立高食品 | 92 | 1.82 | 1.04 | 1.52 | 50.5 | 88.5 | 60.5 | 增持 |
| 001215.SZ | 千味央厨 | 60 | 1.25 | 1.16 | 1.49 | 48.4 | 52.1 | 40.6 | 增持 |
| 603517.SH | 绝味食品 | 59 | 1.60 | 0.58 | 1.70 | 36.6 | 100.9 | 34.4 | 买入 |
| 002557.SZ | 洽洽食品 | 48 | 1.84 | 2.04 | 2.37 | 26.3 | 23.7 | 20.4 | 买入 |

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 疫情影响餐饮渠道恢复低于预期;
- 2) 宏观经济波动导致消费升级速度受阻;
- 3) 行业政策变化导致竞争加剧;
- 4) 原材料价格大幅上涨;
- 5) 重点关注公司业绩或不及预期;
- 6) 食品安全事件等。

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。