

食品饮料行业三季报业绩总结暨 11 月投资策略

基本面持续改善，关注需求复苏及成本回落节奏

超配

核心观点

白酒板块：Q3 在疫情扰动下业绩依然实现稳健增长，疫情和经济政策不断向好背景下，板块基本面和估值面有望持续修复。2022Q1-Q3 上市酒企收入和利润增速分别为 16.0%和 21.2%，其中 Q3 分别为 16.3%/21.4%。分价格带看，2022Q3 收入和利润增速排序为次高端酒（24.6%/41.5%）> 区域酒（19.1%/25.2%）> 高端酒（15.3%/18.1%）> 其他酒（-6.0%/5.2%）。**整体而言，我们认为白酒板块三季度业绩表现比市场想象的更乐观，我们认为主要是基于：①白酒消费具有生产资料属性，具有较强的需求韧性；②行业逆境中反而更有利于龙头公司提升市场份额；③白酒公司相对渠道更强势，可以有效的转嫁部分风险和压力让渠道分担。**当前白酒板块估值已回落到具备性价比的区域，同时外资流出、禁酒令传言等市场最悲观和恐慌的阶段已经过去，随着疫情政策和经济政策回暖，板块基本面和估值面都有较大改善空间，建议积极配置龙头酒企和受到疫情影响较大的酒企。

大众品板块：疫情扰动下环比缓慢复苏，餐饮链和可选消费需求偏弱，居家和必选消费需求韧性相对较强。按各板块收入和利润增速排序来看依次是，速冻食品（16.8%/41.8%）、啤酒（8.3%/13.6%）、调味品（11.3%/3.7%）、乳制品（7.7%/-7.3%）、休闲食品（1.2%/-30.0%）。整体来看，必选属性更强如调味品与乳制品、货值更低的品类如啤酒等需求韧性更强、增速更稳定（其中速冻受益于安井食品新业务预制菜的高增长而实现较高增速），我们观察认为消费升级的趋势均存在只是速度有所放缓；同时 Q3 餐饮链需求受到疫情反复影响相对较大，居家消费相对更稳健，每个公司 C 端和 B 端结构不同而受到的影响不同。

投资建议：估值回落、悲观情绪释放、政策回暖背景下，下游需求复苏趋势明确，建议积极配置确定性强的龙头企业和弹性大的疫情改善受益标的。①大部分细分行业龙头在逆境中反而市场份额更快提升，是业绩确定性强的优秀的底仓配置品种，推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、伊利股份、安井食品、海天味业、安琪酵母、洽洽食品等。②在疫情政策改善趋势明确背景下，建议关注前期受到疫情影响较大的公司作为弹性品种，推荐餐饮供应链的千味央厨、立高食品，以及连锁业态的绝味食品、周黑鸭等，以及啤酒行业的青岛啤酒、重庆啤酒等。

风险提示：宏观经济不达预期，需求增长不达预期，食品安全问题。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	买入	1,507.1	18,932.3	49.8	58.4	35.9	30.6
000568	泸州老窖	买入	182.9	2,691.9	6.9	8.6	30.5	24.5
600809	山西汾酒	买入	264.0	3,221.0	6.2	8.2	45.3	34.3
000596	古井贡酒	买入	222.3	1,175.1	5.7	7.3	45.1	35.6
000799	酒鬼酒	买入	123.2	400.3	4.0	5.5	31.0	22.3
600132	重庆啤酒	买入	109.2	528.5	2.9	3.6	34.9	27.8
603288	海天味业	买入	72.6	3,364.6	1.6	1.9	47.7	40.1
300973	立高食品	买入	92.1	155.9	1.4	2.1	58.8	38.4
002991	甘源食品	买入	69.7	64.9	2.0	2.6	29.6	22.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

食品饮料

超配 · 维持评级

证券分析师：陈青青 0755-22940855
 chenqingq@guosen.com.cn
 S0980520110001

证券分析师：李依琳 010-88005029
 liyilin1@guosen.com.cn
 S0980521070002

证券分析师：廖望州 0755-22940911
 liaowangzhou@guosen.com.cn
 S0980521010001

联系人：刘显荣 liuxianrong@guosen.com.cn

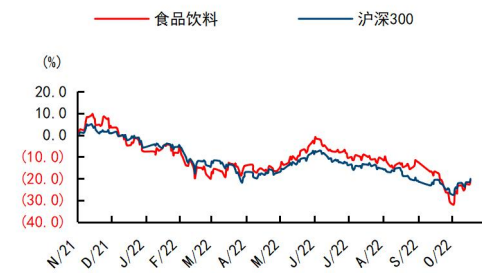
联系人：李依琳 010-88005029

联系人：胡瑞阳 0755-81982908
 huruiyang@guosen.com.cn

联系人：刘召召 0755-81981072
 liuyunzhao@guosen.com.cn

联系人：李文华 021-60375461
 liwenhua2@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《食品饮料行业周专题（2022 年第 41 周）-基本面弱复苏趋势延续，持续关注业绩确定性强和疫情改善弹性大两主线》——2022-10-18

《食品饮料行业周专题（2022 年第 40 周）-节前食品饮料涨幅领先，国庆期间白酒宴席消费回补情况分化》——2022-10-12

《食品饮料行业三季报业绩前瞻暨 10 月投资策略-需求缓慢复苏中，关注业绩确定性强和疫情改善弹性大两主线》——2022-10-11

《食品饮料行业周专题（2022 年第 39 周）-新股速递：紫燕食品，佐餐卤味赛道上市第一股》——2022-09-29

《食品饮料行业周专题（2022 年第 38 周）-基本面弱复苏态势延续，积极把握确定性主线》——2022-09-20

内容目录

白酒板块三季报总结：高端酒确定性较强，次高端酒回补明显，地产酒韧性十足	5
收入表现：2022Q3 白酒行业环比向好，业绩复苏中仍有分化	5
利润表现：酒企毛利率稳中向好，高端酒和次高端酒盈利能力相对突出	7
现金和预收表现：酒企经营性现金流普遍下降，预收款表现呈分化趋势	9
三季度酒企基本面延续分化态势，白酒消费需求韧性犹在	11
重点酒企三季报业绩点评：贵州茅台、五粮液、泸州老窖等	12
次高端酒业绩改善，积极关注四季度动销及政策走向	14
啤酒：龙头企业量价齐升，盈利水平保持平稳	14
低基数下，受炎热天气催化、费投力度加大推动，啤酒企业三季度量价齐升	14
展望明年如动销恢复叠加成本压力趋缓，景气度可进一步提升。	15
啤酒重点公司点评：青岛啤酒、重庆啤酒	15
乳制品：三季度细分板块表现分化，四季度有望实现边际回暖	17
三季度疫情背景下常温白奶等刚需品种韧性较强，低温、奶粉、奶酪受到一定压制	17
四季度受益于春节备货提前，动销趋势边际向好	18
乳制品重点公司三季报总结：伊利股份、妙可蓝多、新乳业	18
调味品：动销平稳恢复，成本压力仍存	19
低基数背景下，调味品三季度业绩平稳恢复	19
调味品板块仍需关注需求恢复与成本下行的节奏	21
调味品重点公司中报总结：海天味业、天味食品、涪陵榨菜、中炬高新	21
餐饮供应链：受益于疫后餐饮端需求恢复，Q3 企业业绩有所改善	22
受益于疫后餐饮复苏营收稳健增长，成本下行、控费提效助力盈利能力改善	23
展望 Q4 持续复苏和龙头份额提升仍是主旋律	24
速冻食品重点公司点评：安井食品、立高食品、千味央厨	24
休闲食品：渠道拓展成效持续兑现 营收平稳增长	25
渠道持续拓展，营收稳健增长	25
经营改革成效持续兑现，企业基本面有望改善	26
休闲食品重点公司点评：甘源食品、洽洽食品、盐津铺子	27
其他重点公司点评：承德露露	28
投资建议：需求缓慢复苏中，关注业绩确定性强和疫情改善弹性大两条主线	29
白酒板块：三季度业绩确定性优先，低估值洼地积极布局	29
食品板块：需求缓慢复苏，关注受益疫情改善和成本下行的弹性标的	29
风险提示	31
免责声明	32

图表目录

图 1: 白酒上市公司分季度收入同比增速对比	6
图 2: 白酒上市公司分季度归母净利润同比增速对比	6
图 3: 白酒行业分价格带收入同比增速对比	6
图 4: 白酒行业分价格带归母净利润同比增速对比	6
图 5: 白酒行业分价格带单季度收入同比增速对比	7
图 6: 白酒行业分价格带单季度利润同比增速对比	7
图 7: 白酒行业单季度毛利率及同比变动	8
图 8: 白酒行业单季度净利率及同比变动	8
图 9: 白酒行业单季度销售费用率及同比变化	9
图 10: 白酒行业单季度管理费用率及同比变化	9
图 11: 白酒行业分季度经营净现金流及同比增速	10
图 12: 白酒行业分季度销售回款及同比增速	10
图 13: 白酒行业分季度预收款及同比增速	11
图 14: 白酒行业分价格带预收款同比增速对比	11
图 15: 乳制品板块营收及增速变化图（亿元；%）	17
图 16: 乳制品板块净利润及增速变化图（亿元；%）	17
图 17: 乳制品板块毛利率/净利率变化图（%）	18
图 18: 乳制品板块各项费率变化图（亿元；%）	18
图 19: 调味品板块单季度收入及增速	20
图 20: 调味品板块单季度利润及增速	20
图 21: 调味品板块毛利率走势（%）	20
图 22: 调味品板块单季度费用率走势（%）	20
图 23: 速冻食品板块营收及增速变化图（亿元；%）	23
图 24: 速冻食品板块净利润及增速变化图（亿元；%）	23
图 25: 速冻食品板块毛利率/净利率变化图（%）	23
图 26: 速冻食品板块各项费率变化图（亿元；%）	23
图 27: 休闲食品板块营收及增速变化图（亿元；%）	26
图 28: 休闲食品板块净利润及增速变化图（亿元；%）	26
图 29: 休闲食品板块毛利率/净利率变化图（%）	26
图 30: 休闲食品板块各项费率变化图（亿元；%）	26

表 1：白酒上市公司营业收入和归母净利润一览表	7
表 2：白酒上市公司毛利率和净利率一览表	8
表 3：白酒上市公司销售费用率和管理费用率一览表	9
表 4：2022Q1-Q3 白酒上市公司销售回款及经营现金净流量一览表	10
表 5：2022Q3 末白酒上市公司预收款（合同负债+其他流动负债）一览表	11
表 1：啤酒重点公司前三季度销量及吨价均取得单位数增长	15
表 2：啤酒重点公司前三季度毛销差同比基本保持平稳	15
表 3：重点啤酒上市公司 2022 年三季报业绩总结	16
表 4：乳制品重点公司 2022 年三季报业绩概览	19
表 5：调味品重点公司 2022 年中报业绩概览	22
表 6：主要速冻食品上市公司 2022 年三季报业绩汇总	25
表 7：主要速休闲食品上市公司 2022 年三季报业绩汇总	28
表 8：食品饮料重点公司三季度业绩情况汇总	30
表 9：重点食品饮料公司盈利预测及估值（数据截止 2022 年 11 月 7 日）	30

白酒板块三季报总结：高端酒确定性较强，次高端酒回补明显，地产酒韧性十足

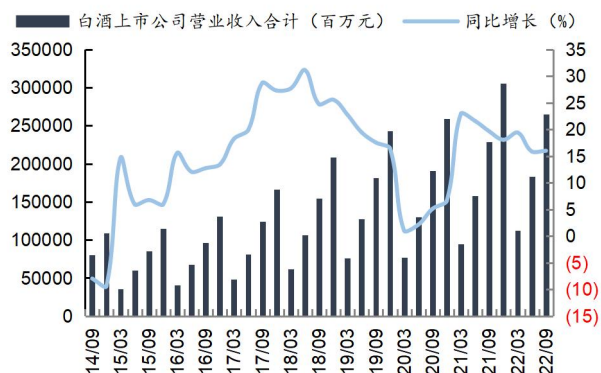
收入表现：2022Q3 白酒行业环比向好，业绩复苏中仍有分化

2022Q3 旺季下白酒行业需求回补明显，上市酒企呈现分化增长。2022Q1-Q3 18 家白酒上市公司合计实现营业收入 2649.34 亿元，同比增长 15.99%；实现归母净利润 1000.00 亿元，同比增长 21.21%。其中，2022Q3 白酒上市公司合计实现营业收入 819.77 亿元，同比增长 16.29%；实现归母净利润 299.04 亿元，同比增长 21.44%。总体来看，多数酒企 Q1-Q3 的营收和利润呈现良好增长态势，在疫情冲击下呈现分化增长。

分价格带来看，2022Q3 高端酒和地产酒增长稳健，次高端酒旺季宴席消费回补明显。2022Q1-Q3 高端、次高端、地产酒和其他酒收入分别为 1604.65 亿元、340.17 亿元、383.56 亿元和 120.18 亿元，同比增长 15.88%、26.33%、20.99%和-18.33%；归母净利润分别为 726.06 亿元、103.35 亿元、169.28 亿元和 1.31 亿元，同比增长 19.28%、36.55%、25.53%和-77.31%。其中，2022Q3 高端、次高端、地产酒和其他酒收入分别为 499.61 亿元、110.48 亿元、178.00 亿元和 31.69 亿元，同比增长 15.34%、24.61%、19.11%和-5.95%；归母净利润分别为 221.82 亿元、34.00 亿元、44.04 亿元和-0.81 亿元，同比增长 18.06%、41.52%、25.15%和 5.23%。

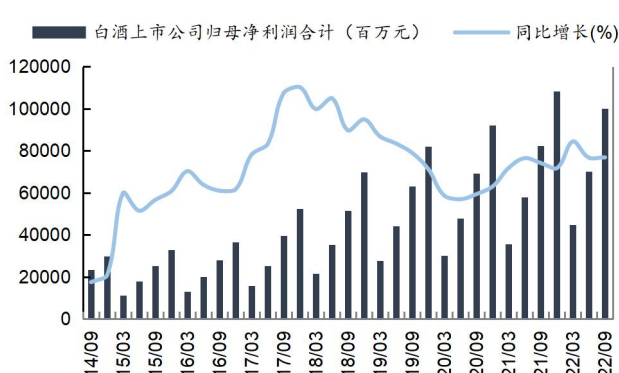
- **高端酒：**2022Q3 高端酒茅五泸收入增速分别为 15.61%、12.24%和 22.28%，归母净利润增速分别为 15.81%、18.50%和 31.05%。基本面维度看，茅台的动销依旧强劲，受益于供销两旺及 i 茅上线贡献增量；五粮液八代延续良好动销态势，1-9 月 21 个营销战区中 14 个实现动销正增长；泸州老窖全年回款基本完成，高度国窖动销平稳，低度国窖和中档酒特曲销售势头向好，Q3 保持较快增长。
- **次高端酒：**2022Q3 次高端酒山西汾酒、水井坊、舍得酒业和酒鬼酒收入增速分别为 32.54%、6.99%、30.91%和 2.47%，归母净利润增速分别为 56.96%、9.98%、55.66%和 21.12%。其中，2022Q3 山西汾酒旺季需求回补明显，青花系列高势能延续。舍得酒业在 2022Q3 双节旺季消费回补明显，需求回暖下老酒战略价值凸显。酒鬼酒 2022Q3 疫情反复以来公司将工作重心转移到控库存、稳价盘、促动销，收入小幅增长符合预期，为未来发展打下良好基础。
- **地产酒：**2022Q3 地产酒洋河、古井、今世缘、迎驾、口子窖收入增速分别为 18.37%、21.58%、26.15%、24.46%、5.69%，归母净利润增速分别为 40.45%、19.27%、27.32%、14.38%、-0.16%。2022Q3 地产酒龙头借势基地市场情况良好，Q3 经营较为稳健。洋河、古井、今世缘核心市场疫情扰动相对较小，回款进度较快，主要单品恢复性增长和结构升级的趋势在延续，且内部机制改善势能也在逐渐释放，从而实现 Q3 业绩较快增长。

图1：白酒上市公司分季度收入同比增速对比



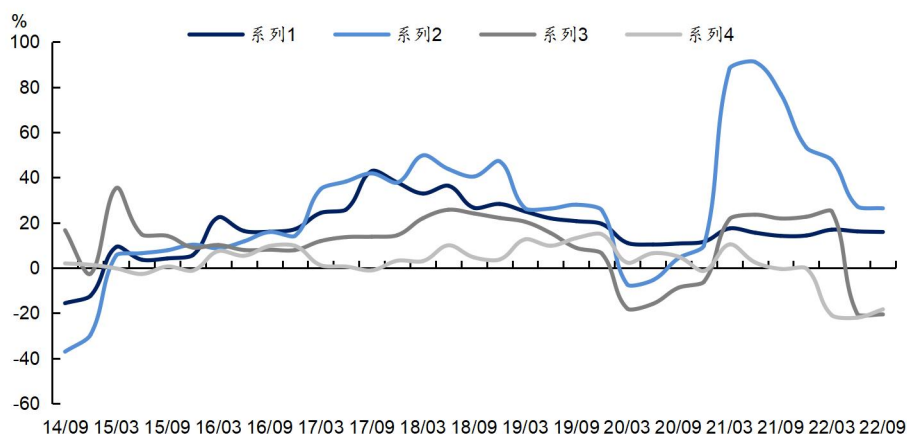
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：白酒上市公司分季度归母净利润同比增速对比



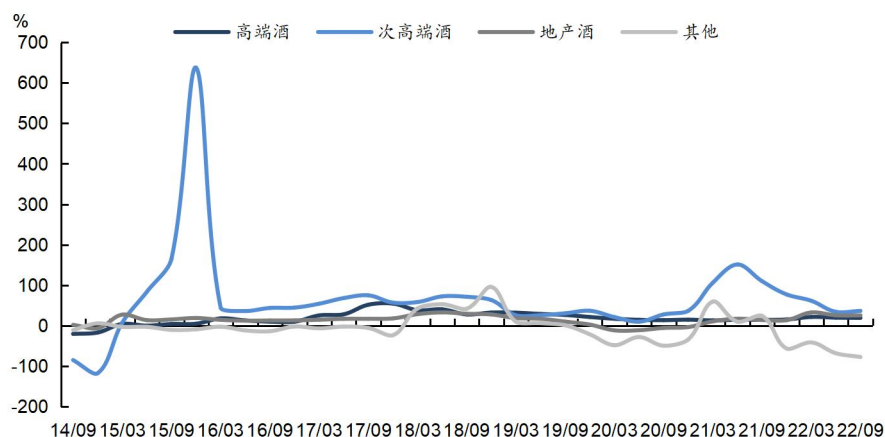
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：白酒行业分价格带收入同比增速对比



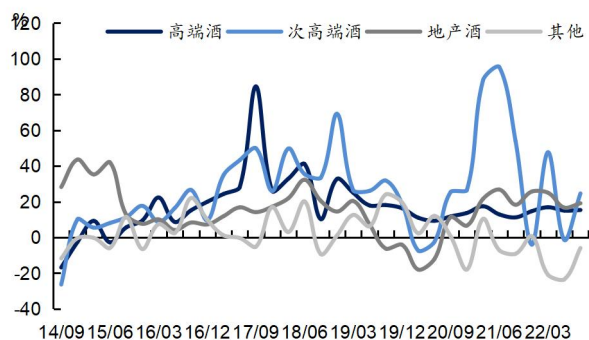
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：白酒行业分价格带归母净利润同比增速对比



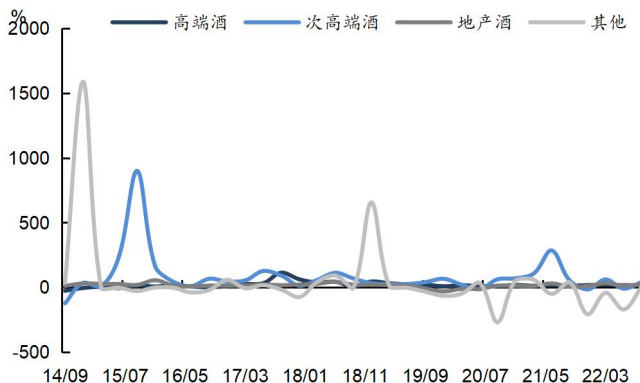
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：白酒行业分价格带单季度收入同比增速对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：白酒行业分价格带单季度利润同比增速对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表1：白酒上市公司营业收入和归母净利润一览表

	营业收入（百万元）		同比变动（%）		归母净利润（百万元）		同比变动（%）	
	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3
高端酒	160,464.75	49,961.13	15.88	15.34	72,606.45	22,181.68	19.28	18.06
贵州茅台	87,160.23	29,543.37	16.77	15.61	44,399.82	14,605.91	19.14	15.81
五粮液	55,779.69	14,557.31	12.19	12.24	19,989.34	4,890.40	15.36	18.50
泸州老窖	17,524.84	5,860.46	24.20	22.28	8,217.30	2,685.38	30.94	31.05
次高端	34,017.27	11,047.73	26.33	24.61	10,335.31	3,399.52	36.55	41.52
山西汾酒	22,144.01	6,810.27	28.32	32.54	7,108.27	2,095.65	45.70	56.96
水井坊	3,770.77	1,697.15	10.15	6.99	1,055.03	685.29	5.46	9.98
舍得酒业	4,616.66	1,591.42	28.00	30.91	1,200.03	364.52	23.76	55.66
酒鬼酒	3,485.83	948.88	32.05	2.47	971.98	254.05	34.98	21.12
地产酒	38,355.88	17,799.58	20.99	19.11	16,927.50	4,404.10	25.53	25.15
洋河股份	26,482.63	7,574.63	20.69	18.37	9,071.84	2,178.47	25.78	40.45
古井贡酒	12,764.65	3,762.64	26.35	21.58	2,622.69	703.87	33.20	19.27
老白干酒	3,455.33	1,429.72	24.78	27.93	533.39	170.69	113.83	36.56
今世缘	6,516.20	1,869.77	22.19	26.15	2,081.34	463.41	22.53	27.32
迎驾贡酒	3,892.27	1,362.61	22.38	24.46	1,202.92	423.72	25.05	14.38
口子窖	3,761.83	1,464.69	3.67	5.69	1,201.60	462.09	4.47	(0.16)
金徽酒	1,561.28	335.51	16.42	(9.12)	213.72	1.85	(12.08)	(96.68)
其他	12,017.87	3,168.85	(18.33)	(5.95)	131.48	-81.29	(77.31)	5.23
金种子酒	814.61	213.10	0.99	(18.59)	-135.66	-80.58	5.95	(73.21)
伊力特	1,306.53	173.33	(10.77)	(60.04)	139.72	11.33	(47.57)	(79.18)
天佑德酒	790.29	194.94	(5.14)	(23.25)	99.82	0.34	16.93	(96.67)
顺鑫农业	9,106.44	2,587.48	(21.57)	6.94	27.60	-12.38	(92.58)	88.08
白酒合计	264,934.07	81,977.29	15.99	16.29	100,000.75	29,904.01	21.21	21.44

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

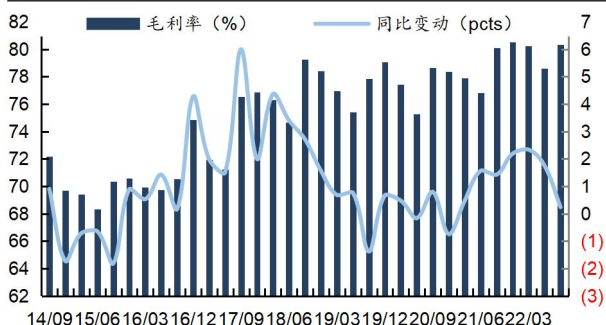
利润表现：酒企毛利率稳中向好，高端酒和次高端酒盈利能力相对突出

毛利率：2022Q1-Q3 白酒上市公司毛利率为 79.83%，同比增加 1.55pct；2022Q3 白酒上市公司毛利率为 80.31%，同比增加 0.24pct。分价格带看，2022Q3 高端/次高端/地产酒/其他酒毛利率分别为 85.79%/79.35%/74.12%/32.10%，同比分别 -0.27 pct /+1.05 pct /-0.87pct/+1.71pct。其中，茅台持续受益于直销渠道占比提升及非标产品提价效应，Q3 毛利率稳步提升。五粮液延续中高价位产品聚焦，其他业务占比短期提升使得 Q3 整体毛利率微降。国窖中高档酒收入占比预计同比提升（国窖占比预计在 65%以上），叠加低档酒换代升级推动 Q3 毛利率增长。次

高端酒中，山西汾酒青花系列高势能延续，酒鬼酒、舍得等产品结构升级提振毛利率。地产酒，洋河/古井/迎驾等 Q3 毛利率均略有下滑，主要系旺季促销货折提高所致。今世缘 Q3 毛利率提升较快，主要系 Q3 四开增速提升、产品结构持续升级所致。

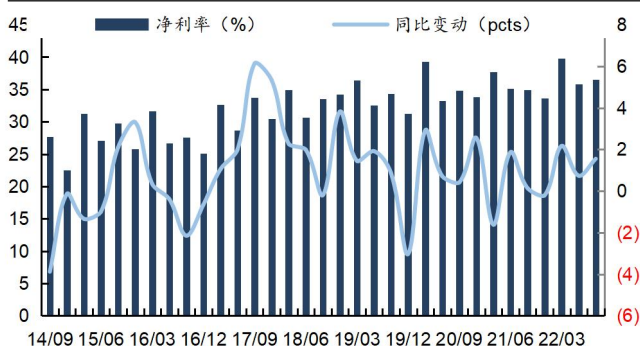
净利率：2022Q1-Q3 白酒上市公司净利率为 37.75%，同比提升 1.63pcts；2022Q3 白酒上市公司净利率为 36.48%，同比增加 1.55pct。分价格带看，2022Q3 高端/次高端/地产酒/其他酒净利率分别为 44.40%/30.77%/24.74%/-2.57%，同比变动 +1.02 pct/+3.68 pct/+1.19pct/-0.02 pct。其中，高端酒净利率稳步提升，茅台主要系毛利率推升净利率水平，五粮液和老窖主要系费用管控优秀。次高端酒 2022Q3 净利率提升较快，主要系结构升级叠加费用管控良好推动净利率增长。地产酒净利率亦有所提升，其中洋河 Q3 净利率提升较为显著，主要系产品结构升级和费用端优化，后续持续看好洋河净利率提升逻辑的不断兑现。

图 7：白酒行业单季度毛利率及同比变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：白酒行业单季度净利率及同比变动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

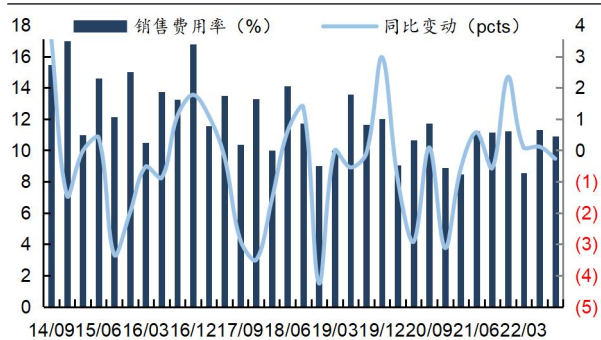
表 2：白酒上市公司毛利率和净利率一览表

	毛利率 (%)		同比变动 (pcts)		净利率 (%)		同比变动 (pcts)	
	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3
高端酒	85.79	85.79	0.82	(0.27)	45.25	44.40	1.29	1.02
贵州茅台	91.87	91.42	0.68	0.58	50.94	49.44	1.01	0.09
五粮液	75.97	73.29	0.71	(2.83)	35.84	33.59	0.99	1.77
泸州老窖	86.78	88.49	0.48	0.98	46.89	45.82	2.41	3.07
次高端	78.00	79.35	0.60	1.05	30.38	30.77	2.27	3.68
山西汾酒	76.52	77.91	1.16	1.72	32.10	30.77	3.83	4.79
水井坊	84.65	84.44	(0.46)	(1.32)	27.98	40.38	(1.24)	1.10
舍得酒业	78.34	78.65	0.24	1.90	25.99	22.90	(0.89)	3.64
酒鬼酒	79.82	81.73	(0.07)	2.48	27.88	26.77	0.61	4.12
地产酒	60.12	74.12	(13.71)	(0.87)	44.13	24.74	16.21	1.19
洋河股份	74.54	76.03	(0.39)	(0.12)	34.26	28.76	1.39	4.52
古井贡酒	76.40	73.72	0.36	(1.53)	20.55	18.71	1.06	(0.36)
老白干酒	67.79	67.22	0.02	(0.78)	15.44	11.94	6.43	0.76
今世缘	74.52	79.61	1.74	1.13	31.94	24.78	0.09	0.23
迎驾贡酒	68.56	69.10	0.09	(4.27)	30.91	31.10	0.66	(2.74)
口子窖	74.43	72.80	(0.15)	(1.50)	31.94	31.55	0.24	(1.85)
金徽酒	62.58	60.59	(3.59)	(6.89)	13.69	0.55	(4.44)	(14.53)
其他	34.54	32.10	3.00	1.71	1.09	(2.57)	(2.84)	(0.02)
金种子酒	29.74	19.85	3.05	(9.07)	(16.65)	(37.81)	1.23	(20.04)
伊力特	45.57	41.02	(7.37)	(2.47)	10.69	6.54	(7.51)	(6.01)
天佑德酒	64.03	58.89	0.27	(5.84)	12.63	0.17	2.38	(3.82)
顺鑫农业	30.82	30.49	3.96	5.89	0.30	(0.48)	(2.90)	3.81
白酒合计	79.83	80.31	1.55	0.24	37.75	36.48	1.63	1.55

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

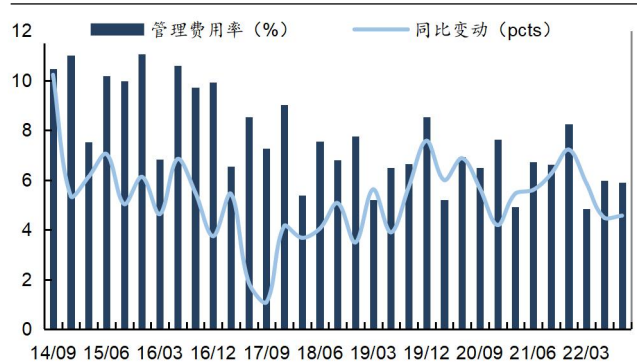
费用率：2022Q1-Q3 白酒上市公司销售费用率和管理费用率分别为 10.01%和 5.47%，同比分别变动-0.05 pct 和-0.48 pct。2022Q3 白酒上市公司销售费用率和管理费用率分别为 10.89%和 5.89%，同比分别-0.27pct 和-0.72pct。22Q3 为白酒传统销售旺季，茅台费用率相对平稳，五粮液和老窖 Q3 费用管控优秀，同时疫情也使得部分费用投放延迟。次高端酒 Q3 费用率稳中有降，费用管控良好。地产酒 Q3 费用端呈现一定的优化，主要系部分渠道费用率稳定和规模效应凸显所致。

图9：白酒行业单季度销售费用率及同比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：白酒行业单季度管理费用率及同比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 3：白酒上市公司销售费用率和管理费用率一览表

	销售费用率（%）		同比变动（pcts）		管理费用率（%）		同比变动（pcts）	
	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3	2022Q1-3	2022Q3
高端酒	6.42	6.73	(0.27)	(0.73)	5.38	5.65	(0.59)	(0.82)
贵州茅台	2.76	3.04	0.18	0.57	6.39	6.55	(0.86)	(0.99)
五粮液	10.54	11.45	(0.32)	(2.77)	4.00	4.11	(0.34)	(0.70)
泸州老窖	11.48	13.62	(2.24)	(2.10)	4.74	4.92	(0.15)	(0.32)
次高端	16.60	17.10	(1.32)	0.28	5.00	5.57	(0.53)	(0.77)
山西汾酒	13.79	16.39	(2.34)	1.66	3.65	4.38	(0.79)	(1.36)
水井坊	24.42	13.27	1.36	0.27	6.93	3.27	0.12	(1.06)
舍得酒业	17.81	18.63	0.96	(2.78)	11.14	13.39	0.54	0.49
酒鬼酒	24.35	26.48	0.00	(2.49)	3.40	5.03	(0.70)	0.63
地产酒	24.27	18.09	8.29	(0.17)	8.57	6.09	2.41	(0.65)
洋河股份	9.60	13.95	(0.44)	0.48	5.87	7.17	(0.31)	0.52
古井贡酒	28.39	27.34	(0.35)	(0.93)	5.75	4.65	(1.65)	(4.38)
老白干酒	30.69	27.00	(1.58)	(4.14)	8.79	8.51	(0.14)	0.26
今世缘	14.29	19.99	1.78	1.57	3.01	4.12	(0.06)	(0.05)
迎驾贡酒	9.12	8.73	(0.76)	(2.04)	3.61	3.27	(0.69)	(0.84)
口子窖	13.82	12.12	0.17	(0.15)	4.96	4.05	0.02	(0.17)
金徽酒	17.73	23.32	(0.34)	0.91	10.83	18.69	0.24	6.81
其他	10.63	14.46	2.56	2.04	7.25	9.69	1.45	1.12
金种子酒	26.24	36.67	2.03	9.17	10.79	12.93	0.06	1.02
伊力特	8.57	8.54	1.41	2.51	3.90	9.62	1.30	6.78
天佑德酒	22.92	35.94	0.32	5.85	12.80	15.63	1.07	0.91
顺鑫农业	8.46	11.41	2.44	1.32	6.93	8.98	1.49	0.38
白酒合计	10.01	10.89	(0.05)	(0.27)	5.47	5.89	(0.48)	(0.72)

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

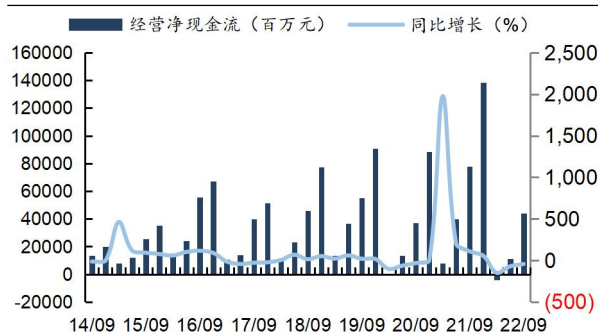
现金和预收表现：酒企经营性现金流普遍下降，预收款表现呈分化趋势

现金流和回款：2022Q1-Q3 白酒上市公司销售回款合计 1687.14 亿元，同比增长

10.23%；经营净现金流合计 440.50 亿元，同比下滑 43.39%。2022Q1-Q3 不少酒企收现增速下滑，一方面系疫情冲击下各酒企给予渠道更多供应链金融支持，现金收款占比减少；另一方面也与疫情使得部分消费场景丧失，各大酒企保持渠道良性库存有关。

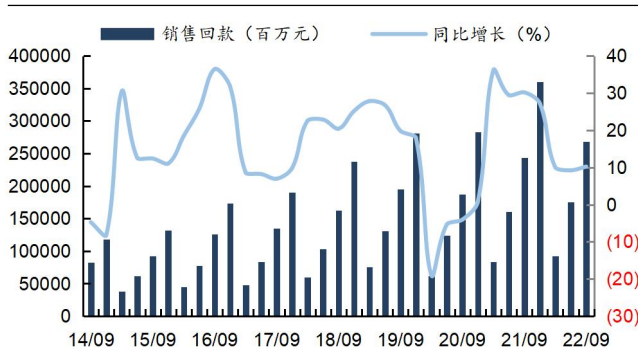
预收款：2022Q1-Q3 末白酒上市公司合计预收款为 464.22 亿元，同比增长 10.05%，环比增长 9.07%。其中，高端酒和次高端酒预收款小幅增长，主要系五粮液/汾酒/水井坊预收款同比增长带动；地产酒预收款增长较快，为 Q4 增长蓄力。我们持续看好白酒预收款“蓄水池”对整体业绩的平滑作用。

图11：白酒行业分季度经营净现金流及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：白酒行业分季度销售回款及同比增速



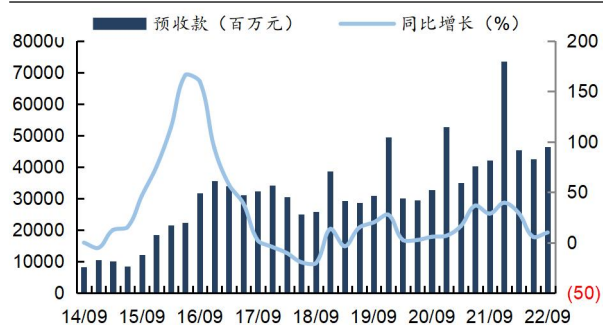
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 4：2022Q1-Q3 白酒上市公司销售回款及经营现金净流量一览表

	销售回款（百万元）	同比增速（%）	经营现金净流量（百万元）	同比增速（%）
高端酒	165421.54	12.80	26503.16	(52.76)
贵州茅台	96027.64	20.90	9405.34	(74.41)
五粮液	49024.42	(5.66)	10785.48	(29.95)
泸州老窖	20369.49	33.56	6312.34	59.56
次高端	34312.38	15.42	10864.73	9.22
山西汾酒	22476.08	19.33	8141.17	32.94
水井坊	4151.13	6.11	1108.88	(23.25)
舍得酒业	4875.77	12.58	1056.75	(34.64)
酒鬼酒	2809.41	6.02	557.93	(26.75)
地产酒	56150.57	5.27	7973.46	(39.86)
洋河股份	21551.64	(5.53)	(956.00)	(117.46)
古井贡酒	13992.71	17.51	5062.73	28.08
老白干酒	4229.61	(0.30)	745.07	(32.48)
今世缘	7309.44	22.23	2199.60	17.59
迎驾贡酒	4146.48	20.03	834.44	24.64
口子窖	3279.66	(3.56)	50.90	(81.17)
金徽酒	1641.02	6.61	36.72	148.31
其他	12829.42	(8.73)	(1291.53)	13.88
金种子酒	998.99	60.16	(451.17)	(43.88)
伊力特	1339.93	2.22	(142.38)	(112.95)
天佑德酒	874.31	(8.48)	2.97	(96.99)
顺鑫农业	9616.20	(13.89)	(700.96)	42.45
白酒合计	268713.91	10.23	44049.82	(43.39)

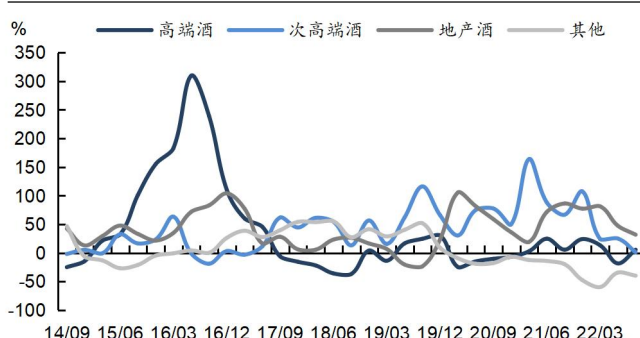
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13: 白酒行业分季度预收款及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 白酒行业分价格带预收款同比增速对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 5: 2022Q3 末白酒上市公司预收款（合同负债+其他流动负债）一览表

	预收款（百万元）	同比增速（%）	环比增速（%）
高端酒	18696.82	5.56	19.97
贵州茅台	13265.27	29.26	22.43
五粮液	3284.03	(37.99)	55.09
泸州老窖	2147.53	(0.26)	(18.42)
次高端	6836.39	0.96	(4.58)
山西汾酒	5011.99	16.09	(3.02)
水井坊	1002.21	11.05	14.76
舍得酒业	432.17	(55.11)	(12.80)
酒鬼酒	390.01	(33.79)	(37.90)
地产酒	18840.51	31.79	8.06
洋河股份	8442.55	25.88	3.49
古井贡酒	5441.71	50.35	7.61
老白干酒	2241.11	13.86	16.47
今世缘	1550.83	59.40	34.97
迎驾贡酒	456.44	10.14	12.38
口子窖	395.84	(5.93)	(4.39)
金徽酒	312.03	61.64	(4.55)
其他	2048.36	(39.82)	(13.84)
金种子酒	105.84	(19.59)	12.38
伊力特	75.03	19.61	(19.72)
天佑德酒	48.73	(13.33)	10.26
顺鑫农业	1818.76	(42.32)	(15.23)
白酒合计	46422.08	10.05	9.07

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

三季度酒企基本面延续分化态势，白酒消费需求韧性犹在

中秋国庆是今年观察行业发展情况最重要的观测窗口。各大酒企、各价位段的产品发展情况较为分化，基本呈现以下三大特征：

1) 回补力度分化：从近期反馈来看，由于疫情多地散发，中秋白酒宴席消费场景受到影响，国庆期间宴席消费有明显回补，但各地因疫情情况表现不一。①分区域看，中秋国庆整体来看，安徽、江苏、浙江市场动销表现较好，其余省份动销整体同比或略有下滑。②分价位段看，高端酒茅五泸需求较为稳健，大部分省份动销同比实现正增长；汾酒全国化逆势成长势能仍在释放；次高端酒受益旺季消费需求回补明显，多数酒企 Q3 业绩超预期；少数地产酒因疫情封控主战区时间较

长影响业绩表现，而其中因安徽和江苏市场表现较好，古井和洋河等地产酒受益。

2) 区域升级与分化并存。结合中报表现，我们发现具有强基地市场的白酒标的收入确定性更强。其中，苏酒洋河、徽酒古井持续实现营收和利润高增长，高端酒中的泸州老窖充分受益于低度国窖和中档酒特曲放量，其增长本质是老窖用类地产酒的模式去做 600-800 元次高端价位，等同于打造了河北的“古井”。在次高端价位，舍得川内外增速呈现分化，川内的增速表现比川外更好。综合来看，在白酒后周期时代，我们认为拥有强势基地市场的标的更加具备逆周期经营的能力。以河南“酒窝子”为例，河南省级龙头仰韶酒业今年增速较为亮眼，并制定了十四五冲刺 100 亿的目标。

3) 大单品突出的标的成长较快。过去靠招商和 SKU 汇量增长的标的，今年在疫情下出现阶段性增长失速。但是以汾酒和舍得为代表的部分酒企，2022Q3 业绩回补明显，主要系大单品贡献主要业绩增量，同时加速重点区域深耕，为后续 Q4 及 2023 年业绩蓄力。

结论：从强确定性、强基地市场、大单品占比这三个维度看，我们认为茅台、汾酒、老窖、古井有望凭借优势在竞争中胜出。

重点酒企三季报业绩点评：贵州茅台、五粮液、泸州老窖等

贵州茅台：2022Q3 业绩符合预期，非标及系列酒贡献主要增量。22Q1-Q3 公司实现营收 871.6 亿元（+16.8%），归母净利润 444.9 亿元（+19.1%）；其中 2022Q3 实现营收 295.4 亿元（+15.6%），归母净利润 146.1 亿元（+15.8%）。分产品看，茅台酒/系列酒分别实现收入 244.35 亿元/49.42 亿元，同比变动+10.9%/+42.0%，其中，茅台酒收入增长预计主要为精品、年份等非标酒驱动。公司回款节奏正常，预计 11 月底完成全年任务。i 茅台等直销渠道放量，新品持续上线有望增厚全年业绩。

五粮液：2022Q3 旺季消费出现明显回补，五粮液高端品牌价值凸显。22Q1-Q3 公司实现营收 557.80 亿元（+12.2%），归母净利润 199.89 亿元（+15.4%）。单 2022Q3 公司实现营收 145.57 亿元（+12.2%），归母净利润 48.90 亿元（+18.5%）。在疫情多地散发下，五粮液双节期间十多个市场动销实现正增长，出现明显的宴席+礼赠消费回补，品牌价值凸显。公司回款进度良好，Q3 整体毛利率 73.3%，同比-2.8%，主要系投放经典五粮液所致。展望 Q4，预计公司在“决战四季度、大干一百天”指引下，有望为 2023 年开门红夯实基础。千元价格带需求韧性十足，展望 2023 年，五粮液在整体需求复苏后或开启下一轮成长周期。

泸州老窖：2022Q3 稳健增长，低度国窖和特曲继续发力实现快速增长。22Q1-Q3 公司实现营收 175.2 亿元（+24.2%），归母净利润 82.2 亿元（30.9%）。单 2022Q3 公司实现营收 58.6 亿元（+22.3%），归母净利润 26.9 亿元（31.1%），业绩落入预告区间上限。分产品看，我们预计 1-9 月国窖/特曲产品增速分别在 20%左右/40%以上，其中低度国窖受益低度化趋势增速快于高度国窖，特曲 60 版在川渝和环太湖地区口碑和销售势头良好。盈利水平继续提升，产品结构优化叠加费用收缩和税金减少驱动利润释放。多品牌矩阵齐发力，股权激励落地有望进一步激发内生经营活力。

山西汾酒：2022Q3 旺季需求回补明显，青花系列高势能延续。22Q1-Q3 公司前三季度实现营收 221.4 亿元（+28.3%），归母净利润 71.1 亿元（45.7%）。单 Q3 公司实现营收 68.1 亿元（32.5%），归母净利润 20.97 亿元（57.0%）。其中，公司汾酒系列/系列酒/配制酒实现营收 64.64/1.39/1.80 亿元，同比变动 36.6%/-24.4%/-9.7%，青花系列继续全国化势能崛起。全年维度看，在疫情多点散发背景下，公司持续深化渠道布局，稳步实现全国化扩张。利润增速高于此前预告水平，Q3 旺季加大费投力度。公司继续深入推进“1357+10”布局，全年有

望实现长江以南市场稳步突破。

酒鬼酒：2022Q3 符合预期，整顿市场秩序夯实发展基础。22Q1-Q3 公司实现营收 34.9 亿元（+32.1%），归母净利润 9.7 亿元（35.0%）。单 2022Q3 公司实现营收 9.5 亿元（+2.5%），归母净利润 2.5 亿元（21.1%），2022Q3 疫情反复以来公司将工作重心转移到控库存、稳价盘、促动销，收入小幅增长符合预期，为未来发展打下良好基础。公司坚持内参酒战略大单品引领品牌发展，成立 54 度酒鬼酒业务推广部和红坛业务推广部推进酒鬼系列全国化布局，产品结构有望进一步优化。公司继续贯彻打造省外第二增长极，河南、山东等区域有望超越湖南市场。展望 Q4，良好费用率管控叠加优商战略，利润增速有望同比提升。

舍得酒业：2022Q3 双节旺季消费回补明显，需求回暖下老酒战略价值凸显。22Q1-Q3 公司实现营收 46.2 亿元（+28.0%），归母净利润 12.0 亿元（23.8%）。单 2022Q3 公司实现营收 15.9 亿元（+30.9%），归母净利润 3.7 亿元（55.7%），主要系 Q3 补偿性宴席消费贡献。中高档酒实现营收 13.45 亿元（+40.6%），低档酒实现营收 1.49 亿元（-8.8%），主要系 Q3 公司主动加大舍得系列投放以及暂停低档开发定制所致。2022Q3 产品结构升级提振毛利率，销售费用优化贡献业绩弹性。股权激励方案护航老酒战略，公司合资成立夜郎古酒庄，后百亿时代增长路径浮现。

洋河股份：2022Q3 产品焕新升级成效显著，改革红利持续释放。22Q1-Q3 公司实现营收 264.8 亿元（+20.7%），归母净利润 90.7 亿元（25.8%）。单 22Q3 公司实现营收 75.7 亿元（+18.4%），归母净利润 21.8 亿元（40.5%），业绩超此前预告。分产品看，我们预计 1-9 月海之蓝/天之蓝/梦之蓝增速分别约 30%/10%/20%，新版海之蓝重新起量，梦 6+ 稳步推进全国化。截至 9 月底，公司合同负债为 81.7 亿元（同比+26%/环比+3%），渠道回款进度已达到 90%以上，全年业绩确定性强。盈利能力稳步提升，费率优化和税率下降带动净利率提升明显。省内成熟产品渠道利润薄弱问题已基本解决，省外产品结构升级有序推进，公司重回增长快车道。

今世缘：2022Q3 业绩略超预期，22Q1-Q3 公司实现营收 65.2 亿元（+22.2%），归母净利润 20.8 亿元（22.5%）。单 22Q3 公司实现营收 18.7 亿元（+26.2%），归母净利润 4.6 亿元（27.3%），受益于江苏疫情相对稳定以及公司 BC 端政策释放推动终端主动推介的积极性有所回升，中秋和国庆动销反馈良性。产品结构持续优化，前三季度以国缘 V 系、四开、对开为代表的特 A+类产品营业收入 43.45 亿元，同比增长 22.71%，占公司营业收入的比重达 66.87%；公司回款进度符合预期，库存水平与往年同期基本持平。公司股权激励落地，省外市占率稳步提升，积极开展明年营销计划，23 年百亿目标可期。

古井贡酒：2022Q3 营收受益于需求复苏和升级红利，利润端或受到货折加大等影响。22Q1-Q3 公司实现营收 127.65 亿元（26.4%），归母净利润约 26.23 亿元（+33.2%）。单 Q3 公司实现营收 37.63 亿元（21.6%），归母净利润 7.04 亿元（+19.3%），预计充分受益于宴席消费回补以及省内价格带升级；利润增速低于预期，主要系毛利率下滑 1.5pcts（预计双节旺季加大货折）以及税金后置所致。全年维度看，我们预计公司收入端增速维持在 22%左右，利润端增速在 35%左右。数字化推进持续优化管理费率，合同负债充足 Q4 业绩仍留有余力。Q3 利润增速慢于收入或存在季度间扰动，公司享受结构升级红利叠加费用端仍有余力，长期看好净利率提升逻辑不断兑现。

迎驾贡酒：2022Q3 洞藏系列持续高增，省内结构升级趋势加速。22Q1-Q3 公司实现营收 38.92 亿元（+21.4%），实现归母净利润 12.03 亿元（+24.9%）。单 Q3 公司实现营收 13.63 亿元（23.4%），实现归母净利润 4.24 亿元（+13.3%），主要受益于省内价格带升级+大众宴席消费回补等。其中，单 Q3 公司中高档/普通档分别实现营收 9.34/3.51 亿元，同比增长 26.6%/19.5%，洞藏系列结构升级持续

加速。公司单 Q3 毛利率下滑 4.1pcts 至 69.1%，旺季增投费用或是主因。公司 Q3 营收重回高增轨道，预计大单品成长逻辑以及营销动作精细化的动作仍在延续，推进数字化转型持续强化价盘管控。

口子窖：2022Q3 业绩恢复式增长，竞争加剧缺失致结构阶段性走弱。22Q1-Q3 公司实现营收 37.6 亿元（+3.7%），归母净利润 12.0 亿元（4.5%）。单 Q3 公司实现营收 14.7 亿元（5.7%），归母净利润 4.6 亿元（-0.4%），主要系 Q3 疫情好转后宴席消费等回补。预计 2023 年在大众宴席和商务宴请复苏背景下，口子 10 年、20 年及以上或能充分享受安徽省内价格升级红利。在招商层面，公司围绕“团购渠道为主渠道，政商务用酒为主产品”的战略定位，统筹推进环安徽市场布局。公司强化内生管理改革，未来有望实现困境反转。

次高端酒业绩改善，积极关注四季度动销及政策走向

酒企基本面积向好，次高端业绩亮眼逆转悲观预期。前期，市场针对白酒板块担忧主要包括：一是三季报业绩不及预期风险，担心部分次高端酒下修全年业绩指引；二是 2022Q3 宏观层面稳增长的力度和速度，以商务活动为主要消费场景的次高端酒是否具备修复弹性；三是担忧 Q4 疫情反复对白酒消费的影响。站在当下时点，我们认为：1）全年维度看，白酒基本面最差的时候已经过去，Q3 以次高端为代表的多数酒企业绩超预期，Q4 白酒企业基本面将继续改善。2）次高端白酒 Q3 业绩回补明显，修复弹性验证，市场整体对次高端酒预期改善。3）展望 2022Q4，我们预计上市酒企增速有望企稳，2022Q4 也即将进入 2023 年开门红阶段，多数酒企积极布局开门红战略，整体基本面转好的迹象不断增多。当前白酒板块 2023 年估值回落到具备性价比的区域，2022 年业绩预计不存在大幅下修的可能，建议积极把握优质标的的布局时机。

四季度是白酒行业传统销售淡季，酒企重在渠道梳理和产品结构升级。近期我们发现整体市场回款和渠道信心环比改善，基本修复到去年同期水平。目前白酒终端动销稳中向好，渠道库存良性，价盘稳中有升，酒企积极制定渠道及产品策略以蓄力明年开门红。展望 Q4，上市酒企增速有望企稳，11-12 月新打款周期开启，建议积极关注四季度动销和政策走向。

啤酒：龙头企业量价齐升，盈利水平保持平稳

低基数下，受炎热天气催化、费投力度加大推动，啤酒企业三季度量价齐升

国家统计局数据显示，2022 年 1-9 月，中国规模以上企业啤酒产量 2947.9 万千升，同比增长 1.4%，其中三季度中 7、8 三月啤酒行业产量同比增长均超 10%，9 月产量同比增速回落至 5.1%。

收入端：三季度啤酒行业重点龙头公司量价齐升，收入实现双位数左右增长。其中，量：啤酒行业重点公司销量均实现单位数增长，主要系①消费环境有所恢复，管控影响减弱，终端库存回补；②炎热酷暑天气促进旺季啤酒消费，终端需求提升；③21 年同期基数相对较低。9 月随着气温的下降，以及各地疫情的零散反复，销量增速下降，但同比仍保持正增长。**价：**得益于产品提价的顺利落地、产品销售结构的提升，整体吨价均取得中单位数增长。

表1：啤酒重点公司前三季度销量及吨价均取得单位数增长

销量（万千升）	2021Q3	2022Q3	yoy
青岛啤酒	708.2	727.9	2.8%
珠江啤酒	104.9	109.6	4.5%
重庆啤酒	241.7	252.7	4.5%
吨价（元/千升）	2021Q3	2022Q3	yoy
青岛啤酒	3780.20	3999.15	5.8%
珠江啤酒	3545.92	3751.49	5.8%
重庆啤酒	4628.68	4822.13	4.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率：单三季度费投力度加大，前三季度受疫情管控影响费率有所节省，毛销差稳中有升。综合前三季度来看，啤酒企业面临着运输费用与原材料成本上涨的压力，毛利率有所回落。

利润端：受疫情管控影响，许多大型销售活动未能如期开展；同时为应对外界环境变化带来的不确定性，各家啤酒企业均致力于提高销售、管理费用的使用效率，费效比同比改善，毛销差稳中有升，支撑盈利水平保持平稳。

表2：啤酒重点公司前三季度毛销差同比基本保持平稳

毛利率	2021Q3	2022Q3	yoy
青岛啤酒	43.7%	38.1%	-5.6%
燕京啤酒	42.3%	43.0%	0.6%
珠江啤酒	49.1%	43.9%	-5.3%
重庆啤酒	53.2%	49.7%	-3.5%
销售费率	2021Q3	2022Q3	yoy
青岛啤酒	16.8%	11.1%	-5.8%
燕京啤酒	12.2%	13.2%	1.0%
珠江啤酒	17.0%	13.6%	-3.4%
重庆啤酒	18.7%	14.8%	-3.9%
毛销差	2021Q3	2022Q3	yoy
青岛啤酒	26.8%	27.0%	0.2%
燕京啤酒	30.1%	29.7%	-0.4%
珠江啤酒	32.1%	30.3%	-1.8%
重庆啤酒	34.5%	34.9%	0.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

展望明年如动销恢复叠加成本压力趋缓，景气度可进一步提升。

我们已观测到包材成本在高位有所回落，近期呈现高位震荡、缓慢下行的态势，单三季度吨成本已现环比改善。今年由于啤酒企业多采取了锁价、批量采购等措施对冲成本压力，原材料成本基本锁定在年初较低水平，展望明年成本压力同比预计仍将有小幅提升，但商品价格预计将确立下行趋势，成本压力将呈现环比改善。同时，随着疫情管控精细化水平的提高，现饮渠道受到的影响预计将有所改善，销量增速有望进一步释放。建议关注明年整体动销回暖及成本压力环比改善带来的行业机会，推荐青岛啤酒、重庆啤酒。

啤酒重点公司点评：青岛啤酒、重庆啤酒

青岛啤酒：高温天气促进三季度销量高增，推动公司收入增长提速。公司22年前三季度实现收入291.10亿元（+8.7%），销量实现727.9万千升（+2.8%），平均吨价3999元/千升（+5.8%），扣非归母净利润实现38.60亿元（+20.0%），得

益于公司品牌及产品力拉动，销量在受短期因素扰动后迅速恢复增长态势，且结构升级明显。其中，单 Q3 实现收入 98.37 亿元（+16.0%），销量呈双位数增长实现 255.9 万千升（+10.6%），销量加速增长主要受高温、干旱的极端天气带动终端动销持续向好；同时得益于产品结构优化，吨价同比提升约 4.9%，单 Q3 扣非净利润实现 12.70 亿元（+20.1%）。

高端化趋势明显，盈利能力持续向好。公司前三季度中高档啤酒销量增速向好，主品牌青岛啤酒实现产品销量 378.4 万千升（+13.05%）；第二品牌崂山销量 395.3 万千升（+4.5%），产品结构升级趋势明显，带动吨价上涨，公司前三季度毛利率得以保持平稳实现 38.06%（+0.06pct）。公司前三季度销售费率持平微降至 11.07%，毛销差实现 26.99%（+0.2pcts），同比进一步扩大；四项费率合计 13.81%（-0.9pcts）整体管控得当，带动扣非归母净利润率提升至 13.26%（+1.3pcts），盈利能力持续向好。公司上半年受疫情管控影响，部分营销活动未能如期开展，费用投放有所缩减。公司在 Q3 把握疫情减弱的销售窗口加大费用投放，有效带动三季度销量增长。

重庆啤酒：受疫情管控与工业限电等外部短期因素扰动，公司销量增速放缓。公司 22 年前三季度实现收入 121.83 亿元（+8.91%），其中销量提升至 252.65 万千升（+4.54%），吨价同比上涨 4.17%至 4822 元/千升，受疫情散发、工业限电等因素影响收入增速较去年同期有所下降；扣非归母净利润实现 11.61 亿元（+13.17%）。公司单 Q3 收入增长 4.9%，销量增长 1.3%，吨价上升 3.6%，增速环比进一步下滑，主要系基地市场中宁夏、新疆、重庆均不同程度受疫情管控影响，餐饮端经营受限，公司餐饮渠道销售占比较高因此产品销量受损严重。分地区看，22 年前三季度在西北区/中区/南区的收入同比增速分别实现 -0.23%/11.64%/16.51%，在疫情管控影响较小的中区、南区公司仍能维持双位数增速。拆分产品来看，高端/主流/经济产品销售收入增长 8.71%/9.01%/7.48%，高端化节奏受短期因素影响暂时放缓。

成本压力环比趋缓，毛利率保持基本平稳。公司积极推进大城市计划拓展空白市场，物流运输路程有所增加，叠加国际油价上涨等因素，运输费用同比上升，叠加原材料价格同比上升，公司 22 年前三季度营业成本同比上涨 9.7%，吨均成本约 2425 元/千升同比增长约 5%。公司积极采取原材料锁价、供应链提效等措施降低成本压力，单 Q3 吨均成本实现约 2340 元/千升，相较上半年水平已回落近 5% 的回落，环比改善明显。得益于对成本的有效管控，公司前三季度毛利率得以保持基本平稳，同比略降 0.4pct 实现 49.7%。费用投放有序，盈利水平稳中有升。公司重视品牌投放的同时注重控制销售费率的平稳波动，22 年前三季度销售费率微降 0.8pct 至 14.8%，主要系疫情管控影响下部分营销活动未能如期展开。得益于精细化管理，公司前三季度管理费率同比微降 0.3pct 至 3.4%，四项费率整体管控得当，带动扣非归母净利润率上升约 0.4pct 至 9.53%，盈利能力稳中有升。

表3：重点啤酒上市公司 2022 年三季报业绩总结

	营业收入增速				归母净利润增速			
	2021Q3	2022Q1	2022H1	2022Q3	2021Q3	2022Q1	2022H1	2022Q3
青岛啤酒	9.6%	3.1%	5.4%	8.7%	21.2%	10.2%	18.1%	18.2%
重庆啤酒	23.9%	17.1%	11.2%	8.9%	-1.9%	15.3%	16.9%	13.3%
珠江啤酒	6.0%	12.8%	9.7%	10.6%	17.7%	1.4%	1.1%	-4.1%
燕京啤酒	5.3%	11.7%	9.3%	9.0%	17.0%	100.8%	21.6%	19.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

乳制品：三季度细分板块表现分化，四季度有望实现边际回暖

三季度疫情背景下常温白奶等刚需品种韧性较强，低温、奶粉、奶酪受到一定压制

今年三季度受到疫情影响，整体消费板块均有承压，在消费相对疲软的背景下，乳制品几大细分赛道受影响程度有所分化，具体而言：1) 液态奶方面，常温液态奶作为大众品，消费属性偏向必选，且渠道以C端为重，疫情期间属于保供品，受疫情影响相对可控，大单品稳健增长，高端化趋势延续，低温液态奶对渠道依赖度较高，疫情背景下渠道封闭、场景缺失，低温液态奶受到一定影响；2) 奶粉方面，疫情影响生育意愿，出生率压力较大，奶粉板块需求端承压；3) 奶酪方面，因品类尚处成长期，虽有承压，增速仍快于成熟品类，疫情背景下竞争趋缓，龙头集中度加速提升。

收入端：乳制品板块(主要上市公司)三季度实现收入约 483.25 亿元，同比+5.22%，核心细分品种常温液态奶需求偏刚性，疫情背景下表现韧性。

利润端：乳制品板块(主要上市公司)三季度实现净利润约 22.77 亿元，同比-31.75%。三季度虽原奶价格同比略有下降，但受疫情影响运费涨幅较大，且受全球地缘冲突影响，牧业饲草料涨幅较大，板块盈利有所承压。

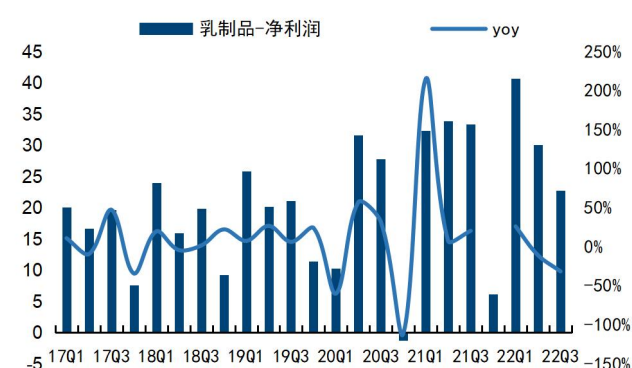
盈利水平：乳制品板块(主要上市公司)三季度实现毛利率 27.51%，同比-3.91pct，主要系运费、人工费、包材物料等成本上涨带来压力。费用端，三季度板块销售费率/管理费率/财务费率分别为 20.08%/4.26%/0.89%，分别同比+1.66pct/-0.10pct/+0.48pct，主要系公司加强费用管控，最终板块二季度实现净利率 4.71%，同比-2.55pct。

图 15: 乳制品板块营收及增速变化图 (亿元；%)



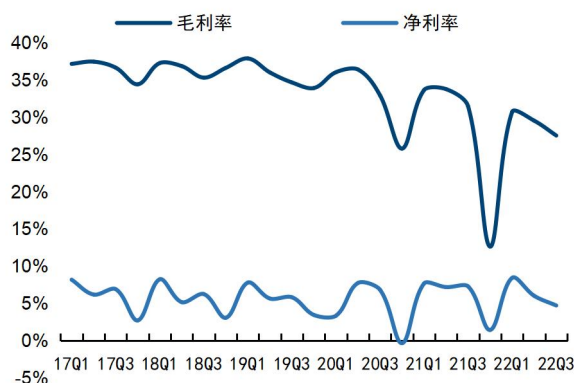
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16: 乳制品板块净利润及增速变化图 (亿元；%)



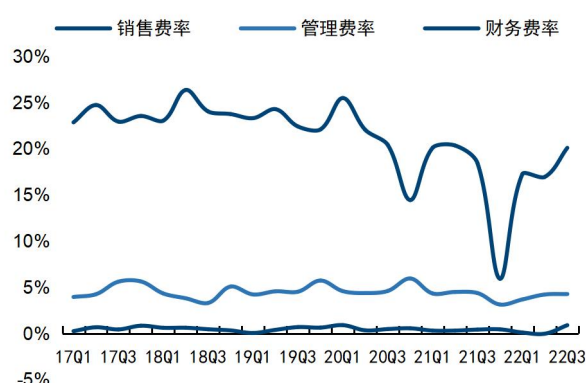
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 17: 乳制品板块毛利率/净利率变化图 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 乳制品板块各项费率变化图 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

四季度受益于春节备货提前，动销趋势边际向好

短期来看，疫情影响逐渐减弱，叠加四季度国庆旺季、春节备货提前，乳制品整体动销趋势边际向好，长期来看，1) 液态奶已至成熟期，结构升级+控费释放利润，龙头强者恒强，2) 奶粉国产替代逻辑持续演绎，3) 奶酪尚处成长期，大单品奶酪棒持续放量+餐饮奶酪打开第二增长曲线。

展望未来，以下重点趋势建议关注：1) 原奶价格下降，成本边际改善。原奶价格自 21 年 9 月见顶回落，22 年 2 月开始已进入同比下降区间，关注后续原奶价格走势。2) 疫情后健康意识提升利好乳制品长期需求增长，消费升级背景之下高端化趋势预计延续。3) 竞争趋缓，盈利改善。龙头发力差异化细分品类，竞争趋缓、盈利能力改善逻辑持续兑现。

投资建议：1) 全国性龙头，关注伊利股份估值修复；2) 细分成长赛道，奶酪关注妙可蓝多，低温鲜奶关注新乳业，奶粉关注贝因美；3) 区域性乳企全国化扩张，关注天润乳业。

乳制品重点公司三季报总结：伊利股份、妙可蓝多、新乳业

伊利股份：受疫情影响液态奶下滑，奶粉业务高增。公司三季报实现营收 938.61 亿元 (+10.42%)，归母净利 80.61 亿元 (+1.47%)；其中三季度实现营收 303.98 亿元 (+6.66%)，归母净利 19.29 亿元 (-26.46%)。剔除澳优并表，我们测算公司三季度收入同比基本持平，归母净利-26%。分业务看，①液态奶：1-9 月公司液态奶收入 641.02 亿元 (-0.95%)，其中三季度收入 212.10 亿元 (-4.92%)，主要因为疫情冲击，乳饮料、低温板块承压。②奶粉及奶制品：1-9 月公司奶粉及奶制品收入 187.28 亿元 (+60.50%)，其中三季度收入 66.57 亿元 (+64.70%)，若剔除澳优并表，我们测算三季度伊利奶粉及奶制品内生收入+16%，奶粉业务实现高速增长主要因为婴幼儿配方奶粉增速位居行业第一，成人奶粉稳居细分市场第一，奶酪同比增长高达 30%以上。③冷饮：1-9 月公司冷饮收入 92.00 亿元 (+32.43%)，其中三季度收入 19.06 亿元 (+35.25%)，巧乐兹作为冰淇淋第一品牌，市场份额持续行业第一。利润端，三季度公司调整后毛利率+0.8pct，主要因为高毛利业务（奶粉、奶酪、冷饮）收入占比提升。费用端，三季度公司调整后销售费率/调整后管理费率分别同比+3.3pct/+1.2pct，主要因为三季度公司加大营销费用投放，澳优并表拉升管理费用率。最终公司三季度归母净利率同比

-2.9pct 至 6.3%，若剔除澳优并表，我们测算公司归母净利率-2.4pct。展望四季度，疫情影响边际减弱、国庆消费旺季需求复苏，多重因素有望实现共振，公司业绩环比改善可期。中长期看，原奶价格下降仍为未来 2-3 年的长期趋势，预计行业竞争趋缓，改善盈利能力提升逻辑逐步兑现。

妙可蓝多：收入利润双重承压，静待改善。公司三季报实现营收 38.29 亿元（+21.78%），归母净利 1.44 亿元（+0.21%）；三季度公司实现营收 12.35 亿元（+14.68%），归母净利 0.12 亿元（-63.03%）。三季度收入拆分：①餐饮奶酪维持高速增长，我们测算环比微增，主要因为公司在 B 端积极开拓餐饮工业客户，在 C 端重点推广奶酪片、马苏里拉等餐饮产品，且疫情利好餐饮奶酪消费者教育；②低温奶酪棒受疫情影响同比下滑，常温奶酪棒于去年 10 月推出，贡献收入纯增量，我们测算奶酪棒整体收入同比仍有所下滑；③液态奶、贸易因疫情受损，收入同比略降。利润端，三季度公司净利率同比下滑 1.98pct，其中毛利率同比下滑 3.84pct，主要因为：①原材料涨价压力；②疫情期间物流不畅、原油涨价；③高毛利奶酪棒产品增速低于整体，产品结构降级拉低整体毛利率。费用方面，三季度公司销售费用率同比基本持平，环比+2.51pct，主要因为终端费用投放提升。展望全年，疫情及宏观经济仍有压力，消费力复苏进度较为缓慢，公司核心大单品奶酪棒作为可选消费品，短期压制因素仍存；餐饮奶酪业务作为第二增长曲线，产能布局具备先发优势，有望持续放量。

新乳业：鲜奶高速增长，三季度收入表现处于行业领先水平。公司三季报实现营收 74.80 亿元（+12.48%），归母净利 3.10 亿元（+21.16%）；三季度公司实现营收 27.00 亿元（+15.68%），归母净利 1.21 亿元（+10.19%）。三季度公司低温鲜奶产品维持高速增长，国内市占率进一步提升，作为业务增长引擎的动力日益凸显，主要因为：①“24 小时”鲜奶系列持续放量；②高端鲜奶品牌唯品在疫情期间快速开展社区团购，实现 C 端渠道突破，品牌知名度大大提升；③今日鲜奶铺等网红新品增速亮眼。另外，上半年公司新品收入占比持续提升，网红品牌打造+老品迭代升级，公司的持续创新能力为收入增长提供持续动力。分区域看，三季度公司大本营西南地区受制于短期疫情扰动+限电限产，收入有所承压，但仍实现正增长；华东区域疫情影响边际减弱，高端鲜奶唯品、双峰增势强劲。利润端，三季度公司毛利率 24.26%（-0.28pct），主要因为原辅材料、人工成本涨价；销售费用率 13.56%，同比基本持平；管理费用率 4.04%（-0.41pct），主要得益于规模效应，管理费用管控目标持续兑现。最终公司单季度归母净利率同比-0.22pct 至 4.49%。

表4：乳制品重点公司 2022 年三季报业绩概览

	营业收入（亿元，%）								净利润（亿元，%）							
	21H1	Yoy%	22Q1	Yoy%	22H1	Yoy%	22Q3	Yoy%	21H1	Yoy%	22Q1	Yoy%	22H1	Yoy%	22Q3	Yoy%
伊利股份	562.9	18.9	309.1	13.4	632.1	12.3	302.9	6.7%	53.2	42.5	35.2	24.3	61.3	15.2	19.3	-26.5%
妙可蓝多	20.7	90.8	12.9	35.2	25.9	25.5	12.4	14.7%	1.1	247.1	0.7	129.6	1.3	18.0	0.1	-63.0%
新乳业	43.2	68.8	23.2	15.0	47.8	10.8	27.0	15.7%	1.5	90.6	0.4	48.7	1.9	29.4	1.2	10.2%
天润乳业	10.6	19.5	5.4	17.3	12.3	16.9	6.2	19.7%	0.8	1.3	0.4	5.7	1.1	32.9	0.5	45.3%
光明乳业	142.6	17.4	72.5	3.7	144.1	1.0	69.7	-10.5%	2.6	-15.3	1.7	67.1	2.8	7.8	0.9	-52.2%
贝因美	11.2	-24.6	8.1	43.7	16.1	43.9	8.0	49.6%	0.3	-21.8	0.2	38.4	0.4	28.0	0.0	-74.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

调味品：动销平稳恢复，成本压力仍存

低基数背景下，调味品三季度业绩平稳恢复

2022 年前三季度 A 股调味品板块收入 640.90 亿元，同比+15.82%，其中三季度收入 200.57 亿元，同比+14.58%；2022 年前三季度调味品板块净利润 109.02 亿元，同比+27.88%，其中三季度利润 28.95 亿元，同比+30.40%。三季度调味品板块动销有所恢复，主要系：1) 去年同期受社区团购等新兴渠道冲击及行业竞争格局加剧影响，板块基数较低；2) 去年四季度主要调味品企业提价以应对成本压力，价增贡献部分增量，同时渠道利润及渠道信心有所恢复。综合来看调味品板块呈现弱复苏的恢复性趋势。

图 19：调味品板块单季度收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20：调味品板块单季度利润及增速

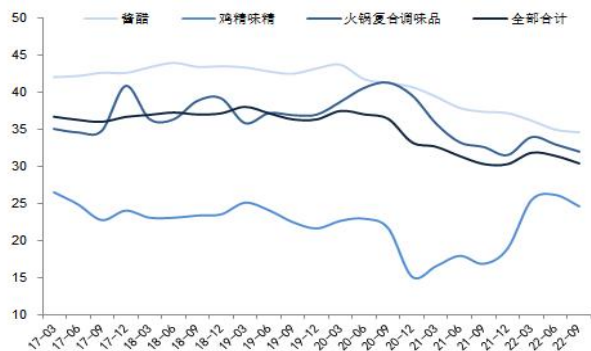


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率方面，2022 年前三季度调味品板块毛利率 30.39%，同比上升 0.03pct，三季度同比上升 1.04pct。三季度毛利率有所提升主要有三方面原因：1) 去年四季度主要调味品企业提价以应对成本压力；2) 行业竞争有所趋缓；3) 部分企业 2021 年在主动去库存的过程中采用了搭赠的方式进行销售，二季度搭赠力度有所减弱。但三季度板块毛利率环比二季度有所下降，主要系 3 季度调味品主要原材料仍在高位，成本压力依然较大。

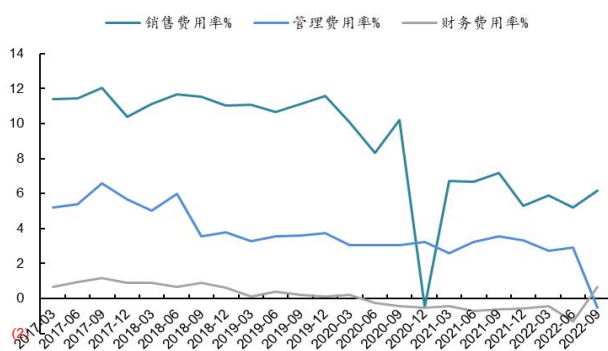
销售费用方面，2022 年前三季度调味品板块整体销售费用率 5.75%，同比下滑 1.14pct，三季度板块整体销售费用率 6.17%，同比下滑 1.46pct。销售费用率同比下滑主要系：1) 行业竞争有所趋缓；2) 2021 年多数公司费用投放较为激进但是效果不佳，今年企业费用投放更加理性。

图 21：调味品板块毛利率走势 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 22：调味品板块单季度费用率走势 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

调味品板块仍需关注需求恢复与成本下行的节奏

展望四季度的调味品板块，首先从成本和费用的角度来说，今年调味品企业全年的成本压力依然较大，整体销售费用投放受益于行业竞争趋缓以及厂商投放更加理性预计将有所收缩，但以上影响因素已基本 price-in 到股价里，所以后期跟踪的核心还是要跟踪收入端边际改善的情况，调味品行业的销售额 60% 是餐饮端贡献的，而餐饮消费是最直接受到疫情影响的，近期反复的疫情扰动让投资者普遍对于调味品需求恢复产品进一步担忧，因此后续仍需密切跟踪板块的恢复情况，同时我们也相信如果疫情好转或者管控政策进一步放松，调味品龙头业绩边际改善的能力依然较强。

具体到标的推荐，当下市场对于表现高增长的股票并不感冒，而市场更倾向于选择企业内部有边际改善的以及估值性价比更高且长期成长性更清晰的。因此我们当下对于调味品板块推荐依然建议关注公司短期业绩受疫情波动影响小，中长期发展逻辑清晰，当下估值性价比高的安琪酵母、中炬高新。

调味品重点公司中报总结：海天味业、天味食品、涪陵榨菜、中炬高新

海天味业：疫情反复导致需求恢复缓慢，新品类持续放量。3Q22 收入下滑主要系疫情冲击及库存压力较大所致。分产品来看，2022Q1-3 酱油/调味酱/蚝油/其他调味品同比+2.2%/-1.5%/+0.6%/+31.5%，3Q22 酱油/调味酱/蚝油/其他调味品同比-8.1%/+4.4%/-5.6%/+16.2%，其他产品增长较快主要系料酒/醋产品放量。2022Q1-3 公司毛利率为 36.2%，同比-2.6pct，其中 Q3 毛利率为 35.3%，同比-2.6pct，主要系大豆、白砂糖等核心原材料价格上涨所致。考虑到主要原材料价格维持高位，2022Q4 公司毛利率或将继续承压。2022Q1-3 公司销售/管理/研发费率为 5.3%/1.7%/2.9%，同比-0.6pct/+0.12pct/-0.16pct，其中 Q3 销售/管理/研发费率同比-0.8pct/+0.5pct/-0.6pct。在以上因素共同影响下，2022Q1-3 公司归母净利率 24.5%，同比-1.7pct；2022Q3 公司归母净利率 23.0%，同比-1.0pct。近两年虽然疫情阻碍了需求恢复及成本持续上涨导致短期业绩承压，但海天龙头地位和竞争优势依旧明显，业内抗风险能力差的中小企业正加速出清，而海天通过加快市场转型、降本增效、加强研发和推广等方式，进一步挤压竞品份额。同时公司在核心技术研究、产供销协同、管理提效等多方面实现数字化，持续释放经营潜力。而对于近期海天的添加剂风波，我们认为该事件或仅对短期 C 端销售略有影响，公司竞争优势仍在，长期份额有望持续提升。

天味食品：底料与冬调销售势头向好，动销持续高增。分产品看，2022 年前三季度火锅调料/中式菜品调料/冬调实现营收 8.0/8.9/1.4 亿元，其中 Q3 同比+108%/+39%/+126%。火锅调料增长较快主要系今年备货提前+低基数，进入消费旺季后快速放量；冬调同样受益于今年备货提前，截止到 10 月中旬已完成去年全年指标。公司 22Q3 毛利率为 32.7%同比-0.8pct，毛利率有所降低主要系：1) 促销搭赠力度有所增加；2) 牛油、菜籽油等油脂类价格维持高位。2022Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 12.6%/6.3%/1.1%，同比-11.2/+0.2/-0.9pct，销售费用率减少较多主要系公司减少了费用投入，管理费用率有所增加主要系股权激励费用确认。因此，2022Q2 公司净利率恢复至 11.2%，同比+10.1pct，环比持平。公司近年来持续对员工激励与渠道进行优化调整，一方面随着人员薪酬的提高和股权激励的落地，公司人员销售积极性得到显著提振。另一方面，过去两年经销商开拓较快，部分小商经营实力与公司发展不匹配，公司今年开始逐步梳理经销团队，资源逐渐向当地大商倾斜；并针对过往出现的窜货问题，公司加强买赠促销的审核和窜货管控，渠道自年初以来一直保持良性运作。展望未来，目前已进入

底料、冬调等产品销售旺季，四季度目前动销势头良好；中长期看，复调空间广阔，天味产品优势明显，品牌与渠道势能不断积累，中长期份额有望持续提升。

涪陵榨菜：直接提价贡献核心增长，新品拓展稳步推进。2022 年三季度收入有所增长预计主要系去年底的直接提价贡献，预计榨菜品类销量约有双位数左右下滑，销量出现下滑主要系：1) 消费者对于新包装接受度反馈平淡；2) 三季度限电对公司有一定影响；3) 由于消费较为疲软，直接提价影响了销量。品类与渠道方面，二季度开始公司下饭菜、调味菜等新品已铺向全国销售，趋势势头良好，同时公司今年成立专业的餐饮团队，目前反馈良好。公司 2022 年单三季度公司毛利率为 53.4%，可比口径下同比提高约 5pct，主要系主要原材料青菜头下降所致。但由于新品占比提升及人工及固定摊销成本上涨，公司 Q3 毛利率环比 Q2 下降 4.3pct。费用率方面，公司 Q3 销售费用率为 22.8%，可比口径下同比下降 3.6pct，主要系广告宣传费用减少所致，Q3 销售费用率环比 Q2 提高 12pct，主要系 7 月以来 3 季度线下费用投放力度有所增加。公司管理/研发费率同比分别下降 0.7/0.1pct，财务费率同比增加 1.4pct，在以上因素影响下，公司单三季度归母净利率为 28.9%，同比增加 7.9pct。中长期看，渠道和品类拓展将助力长期业绩提升，看好公司长期做大酱腌菜版图。

中炬高新：调味品业务持续恢复，渠道拓展持续推进。2022Q1-3 美味鲜公司实现收入 36.4 亿元，同比+11.0%；其中 Q3 实现收入 11.7 亿元，同比+12.8%，受社区团购冲击减弱、直接提价以及前期低基数等影响，收入端改善显著。2022Q3 美味鲜公司毛利率同比增长 6.1pct 至 29.5%，主要系前期基数较低，而由于原材料价格大幅上涨，2022Q3 毛利率环比 Q2 下滑 1.9pct。2022Q3 公司销售/管理/研发费用率分别同比-0.8/+0.5/-0.6pct，管理费用率有所提升主要系管理人员考核奖金及稳岗补贴同比增加。受以上因素综合影响，2022Q3 美味鲜公司净利率下滑 0.8pct 至 8.9%，2022Q3 调味品主业盈利能力有所承压。目前大股东中山润田持股 16.32%，二股东中山火炬及其一致行动人持股 13.96%，根据近期公司陆续披露的大股东减持公告，待重庆信托、中航信托均处置完股权后，大股东持有股权占比将降至 10.97%，二股东及其一致行动人持股比例或将反超中山润田。经营层面，公司经营持续向好，在低基数背景下 2022 年有望实现稳健增长。公司作为调味品龙头，随着内部治理持续改善，有望迎来估值修复。

表5：调味品重点公司 2022 年中报业绩概览

	营业收入（亿元，%）								净利润（亿元，%）							
	22Q3	Yoy%	22Q1	Yoy%	22Q2	Yoy%	22H1	Yoy%	22Q3	Yoy%	22Q1	Yoy%	22Q2	Yoy%	22H1	Yoy%
海天味业	55.62	-1.77	72.1	0.7	63.2	22.2	135.3	9.7	12.74	-5.99	18.3	-6.4	15.6	11.8	33.9	1.2
中炬高新	13.04	18.98	13.5	6.6	13.1	23.9	26.5	14.5	1.06	21.51	1.6	-9.5	1.6	47.6	3.1	11.9
恒顺醋业	4.98	53.77	5.7	10.6	6.1	18.0	11.8	14.3	0.27	268.18	0.8	-2.1	0.5	4.3	1.3	0.4
加加食品	3.29	-6.86	5.2	1.1	4.3	28.8	9.4	12.0	-0.16	-6.16	0.0	-97.8	0.0	-109.0	0.0	-83.5
千禾味业	5.39	14.75	4.8	0.9	5.3	30.5	10.2	14.6	0.69	3.70	0.6	38.5	0.6	145.3	1.2	80.6
涪陵榨菜	6.24	2.54	6.9	-2.9	7.3	15.0	14.2	5.6	1.80	41.36	2.1	5.4	3.0	74.7	5.2	37.2
安琪酵母	28.92	22.55	30.3	14.1	30.6	18.7	60.9	16.4	2.29	20.59	3.1	-29.3	3.6	-7.9	6.7	-19.3
仲景食品	2.38	10.99	2.0	-4.0	2.2	17.4	4.2	6.1	0.39	4.75	0.2	-58.5	0.5	61.9	0.6	-8.6
梅花生物	66.02	25.55	67.1	26.5	75.1	31.3	142.2	29.0	8.68	168.95	11.6	183.7	14.2	137.8	25.8	156.5
佳隆股份	0.66	12.94	0.6	-12.7	0.5	-47.4	1.0	-32.9	0.03	617.68	-0.0	-171.0	-0.0	-119.2	-0.1	-127.9
天味食品	6.95	82.33	6.3	20.6	5.9	18.2	12.1	19.4	0.78	1629.31	1.0	25.3	0.7	扭亏	1.7	119.6
日辰股份	0.88	-6.89	0.8	7.1	0.7	-7.2	1.5	-0.4	0.16	-29.49	0.1	-7.5	0.1	-38.1	0.3	-24.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

餐饮供应链：受益于疫后餐饮端需求恢复，Q3

企业业绩有所改善

受益于疫后餐饮复苏营收稳健增长，成本下行、控费提效助力盈利能力改善

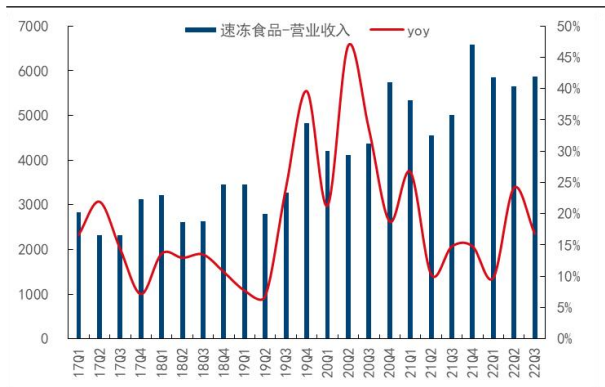
需求端，伴随着疫情影响逐渐减弱，餐饮端需求稳步恢复，ToB 企业业绩有所改善。成本端，部分原材料价格回落，企业成本压力环比有所缓解，叠加控费提效，Q3 企业盈利能力有所改善。

收入端：速冻食品板块（主要上市公司）三季度实现收入约 58.8 亿元，同比 +16.84%，主要系 Q3 疫后餐饮端需求有所恢复。

利润端：速冻食品板块（主要上市公司）三季度实现利润约 4.0 亿元，同比 +41.8%，主要系①企业控费提效，②鱼糜等原材料价格回落。

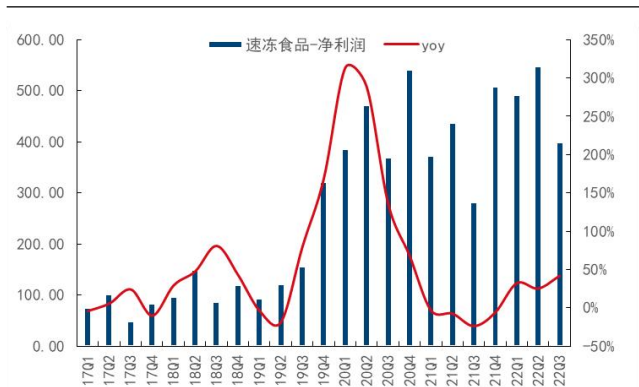
盈利水平：速冻食品板块（主要上市公司）三季度实现毛利率 21.39%，同比 +0.9pcts，主要系鸡肉等部分原材料价格回落以及产品结构升级所致。费用端，三季度板块销售费率/管理费/财务费率分别为 8.9%/3.7%/-0.5%，分别同比 -1.6pcts/-1.0pct/-0.2pct，主要系企业加强费用投放管控，最终板块三季度实现净利率 6.8%，同比 +1.2pct。

图 23：速冻食品板块营收及增速变化图（亿元；%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

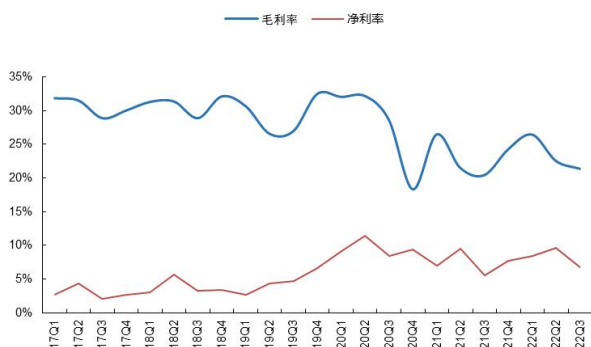
图 24：速冻食品板块净利润及增速变化图（亿元；%）



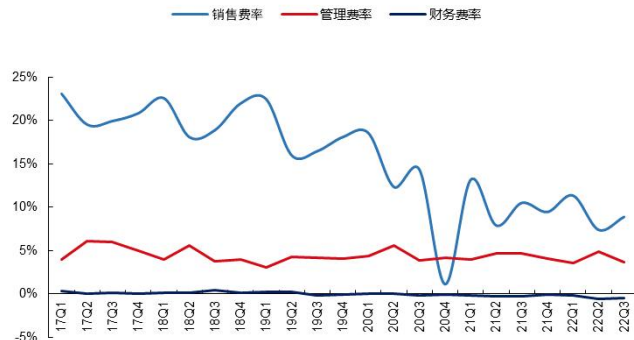
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 25：速冻食品板块毛利率/净利率变化图（%）

图 26：速冻食品板块各项费率变化图（亿元；%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

展望 Q4 持续复苏和龙头份额提升仍是主旋律

Q4 随着疫情管控的放松以及销售旺季的到来,如烘焙门店、餐饮等企业的经营有望回归正规,ToB 企业业绩有望持续改善。我们认为疫情下餐饮产业链下游连锁化以及上游供应工业化趋势不变,供应端集中度提升仍是主旋律,如立高食品、千味央厨、安井食品等 ToB 企业未来成长空间广阔,业绩弹性较大,建议重点关注。

速冻食品重点公司点评: 安井食品、立高食品、千味央厨

安井食品: 三季度净利润同比高增, 成本压力持续改善。前三季度公司实现收入 81.56 亿元, 同比增长 33.78%; 归母净利润 6.89 亿元, 同比增长 39.62%; 扣非归母净利润 6.04 亿元, 同比增长 58.40%。单三季度公司实现收入 28.81 亿元, 同比增长 30.79%; 归母净利润 2.36 亿元, 同比增长 61.73%; 扣非归母净利润 2.24 亿元, 同比增长 189.18%。主业受益于冻品旺季和去年低基数, 预制菜肴延续高速增长。1) 下半年冻品消费旺季来临, 在去年收入低基数的背景之下, 三季度公司主业稳步增长。单三季度公司收入同比增长 30%+, 其中主业同比增速我们预计在 18-20%。分月度来看, 7 月公司开展订货会等活动, 拉动出货增长; 8 月因为气温较高, 冻品整体表现相对平淡; 9 月进入旺季, 经销商积极备货, 公司出货环比提速。分渠道来看, 餐饮渠道上半年因为疫情、区域渠道封闭等原因, 表现较为平淡, 三季度疫情影响减弱, 餐饮端需求恢复, 带动速冻火锅料、速冻面米等传统业务恢复性增长; 零售渠道得益于高毛利锁鲜装产品持续放量, 一方面贡献收入增量, 一方面拉动产品结构升级。2) 预制菜肴延续高速增长, 收购子公司并表增厚业绩。公司第二增长曲线预制菜肴延续较快增速, 分业务主体来看, 冻品先生预计延续翻倍增长态势; 新宏业于 21 年 8 月并表, 小龙虾大单品持续放量; 英国子公司功夫食品于 21 年 9 月并表, 今年三季度仍贡献纯增量; 新柳伍于今年 8 月底完成工商变更, 预计并表 9 月业绩。成本压力持续改善, 收缩费用增厚利润。三季度公司净利率同比提升 1.57pct, 主要因为成本下行、产品结构升级、销售费用收缩。成本端, 去年三季度公司主要原材料采购价格处于高位, 毛利率基数较低, 今年三季度棕榈油、鱼糜价格同比回落, 虽猪价有所抬头, 综合考虑各种原材料占比及涨跌幅度, 我们预计公司三季度成本压力同比有所缓解, 此外, 零售端高毛利锁鲜装产品放量带来产品结构升级, 我们预计三季度公司毛利率同比改善。费用端, 三季度冻品消费旺季来临, 公司销售费用收缩, 预计三季度公司利润增速显著快于收入增速。

立高食品: Q3 多因素扰动业绩, 内生改革助力中长期发展。公司 22Q3 实现营收

7.28 亿元 (+2.51%)，归母净利润 0.3 亿元 (-50.53%)，剔除股份支付费用后的扣非归母净利润 0.51 亿元 (-26.77%)。Q3 终端动销呈缓慢恢复态势，但疫情影响尚在，公司通过积极挖掘增量客户和增量渠道实现收入的正增长。其中，Q3 公司核心业务冷冻烘焙食品表现更佳，同比增长 4.5%。在冷冻烘焙业务中，分渠道看，餐饮及新零售渠道受益于若干 O2O 平台的有效覆盖以及餐饮新客户的开拓，营收增速超 50%；虽然流通饼店受疫情影响较大，但在持续的渠道拓展下，依旧实现 10% 以上的增长；受大客户去年同期高基数及产品结构调整的影响，商超渠道收入下滑略超 10%。盈利能力方面，22Q3 公司实现毛利率 32.10%，同比-1.54pct，主要系原材料价格较高。费用端，公司 22Q3 销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别同比-0.38pct/+2.71pct/+1.54pct/+0.19pct，管理费率增加主要系股份支付费用影响。最终公司 Q3 实现净利率 4.12%，同比-4.45pct。由于公司正常备货会适度超前，故油脂等成本下行利好尚未在 Q3 业绩中显现，但公司目前已基本消耗完高价原材料，随着新的价格较低原材料的锁定，公司成本端压力有望逐步缓解。公司是冷冻烘焙高增长细分赛道的优势龙头，虽然受疫情反复、需求转弱和成本上涨等的影响，短期经营承压，但公司立足长远，从供应链提效、销售团队融合、产品研发等三个方面进行内生经营变革；并通过持续产品研发推新、餐饮等新渠道拓展助力营收增长。随着疫后需求恢复、成本端压力缓解，公司业绩弹性有望逐渐释放。

千味央厨：受益于疫后餐饮需求恢复，Q3 业绩明显改善。公司 Q3 实现营收 3.82 亿元，同比+19.21%；归母净利润 2392.98 万元，同比+18.95%，扣非归母净利润 2381.16 万元，同比+19.94%。受益于疫后餐饮需求的恢复，叠加新品推出，公司 Q3 营收稳健增长。盈利能力方面，公司 Q3 毛利率同比 23.11%，提升 0.7pct，主要系油脂等原材料价格回落以及产品结构调整。费用端，Q3 销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别同比+0.7/+0.1/+0.4/-0.4pct，销售费用增加主要系公司加强经销端费用投入所致。最终 Q3 净利率为 6.27%，与去年同期持平，整体盈利水平保持稳定。

表 6：主要速冻食品上市公司 2022 年三季报业绩汇总

	营业收入（亿元；%）						归母净利润（亿元；%）					
	22Q1	yoy	22Q2	yoy	22Q3	yoy	22Q1	yoy	22Q2	yoy	22Q3	yoy
三全食品	23.4	0.5%	14.8	13.0%	15.1	5.1%	2.6	48.4%	1.7	66.7%	15.1	5.1%
海欣食品	3.8	-9.5%	3.1	15.4%	4.0	2.7%	0.2	51.1%	0.0	103.9%	4.0	2.7%
安井食品	23.4	24.2%	29.4	46.1%	28.8	30.8%	2.0	17.7%	2.5	43.0%	28.8	30.8%
惠发食品	3.1	4.5%	3.7	-13.5%	4.4	5.8%	-0.3	8.3%	-0.2	24.5%	4.4	5.8%
味知香	1.9	14.2%	1.9	-5.2%	2.3	11.8%	0.4	21.9%	0.3	7.9%	2.3	11.8%
千味央厨	3.5	20.2%	3.0	8.0%	3.8	19.2%	0.3	44.8%	0.2	2.4%	0.2	18.9%
立高食品	6.3	8.8%	6.9	3.1%	7.3	2.5%	0.4	-45.3%	0.3	-52.2%	0.3	-50.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

休闲食品：渠道拓展成效持续兑现 营收平稳增长

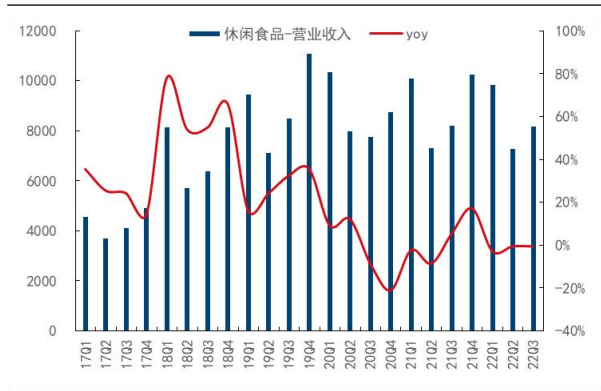
渠道持续拓展，营收稳健增长

需求端，中秋节、国庆节对休闲食品的需求有一定促进作用，礼盒装产品动销良好。渠道端，随着商超人流量下滑以及零食专营等新型渠道的崛起，休闲零食的销售渠道正经历变革，主要休闲食品厂商的相应的渠道拓展、渠道下沉工作也在持续推进；整体看，渠道拓展支撑企业 Q3 业绩稳定增长。成本端，Q3 包材、糖、

油脂等原材料价格环比有所下滑，但仍处在高位，在去年同期高基数的影响下，企业盈利能力承压。

- ✓ **收入端：**休闲食品板块（主要上市公司）三季度实现收入约 82.0 亿元，同比 -0.4%，主要系终端动销疲软，且疫情对街边连锁门店等业态较大造成冲击。
- ✓ **利润端：**休闲食品板块（主要上市公司）三季度实现利润约 5.3 亿元，同比 -38.5%，主要系三季度同期基数较高且提价、原材料成本回落的利好尚未完全显现。
- ✓ **盈利水平：**休闲食品板块（主要上市公司）三季度实现毛利率 30.2%，同比 -2.7pcts；费用端，三季度板块销售费率/管理费率/财务费率分别为 14.6%/6.7%/-0.2%，分别同比 -2.5pcts/+0.5pct/0.0pct，主要系企业营控费提效，最终板块三季度实现净利率 6.5%，同比 -4.0pct。

图 27：休闲食品板块营收及增速变化图（亿元；%）



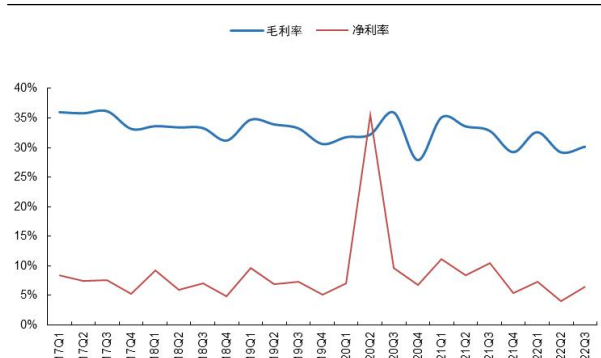
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：休闲食品板块净利润及增速变化图（亿元；%）



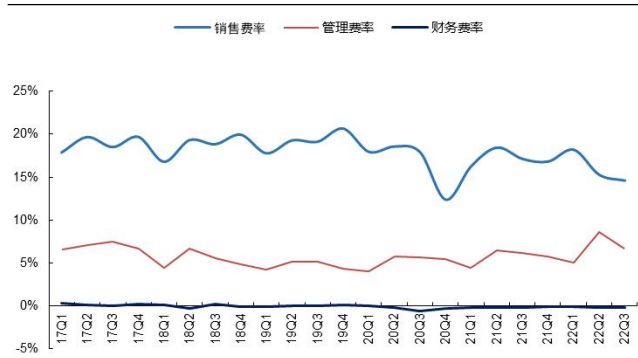
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 29：休闲食品板块毛利率/净利率变化图（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 30：休闲食品板块各项费率变化图（亿元；%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营改革成效持续兑现，企业基本面有望改善

随着部分原材料成本的回落、Q3 企业成本端压力有所缓解；随着控费提效、提价、供应链优化等经营改革成效的持续兑现，企业盈利能力有望逐步提升。目前洽洽

食品瓜子产品的直接提价和坚果产品换包装的变向提价已基本落地，Q4 盈利能力有望提升；随着供应链调整、营收体量的持续扩大，盐津铺子、甘源食品等企业新品的盈利能力亦有望逐渐提升。我们认为 Q4 休闲食品板块的投资主线有二：一是关注稳增长龙头企业利润弹性的释放，如洽洽食品；二是关注改革成效显现、渠道拓展顺利，有望进入业绩加速兑现期的企业，如甘源食品、盐津铺子、劲仔食品等。

休闲食品重点公司点评：甘源食品、洽洽食品、盐津铺子

甘源食品：Q3 营收增速放缓，盈利能力改善。公司 2022Q3 实现营收 3.55 亿元（+13.86%），归母净利润 0.48 亿元（+20.26%），扣非归母净利润 0.44 亿元（+16.18%）。公司 2022Q3 营收增速放缓主要系①疫情影响终端需求，叠加商超人流量下滑，公司老品销售受到影响；②河南新品三季度经历调整期，放量不及预期；③会员店、零食连锁等新渠道拓展尚处于初期，营收贡献尚不显著。盈利能力方面，公司 2022Q3 实现毛利率 37.14%，调整后同比下滑 0.68pct，主要系①棕榈油价格同比较高，②河南工厂仍处于产能爬坡期，拖累利润水平。费用端，2022Q3 销售费率/管理费率/研发费率分别同比+2.91pct/+0.15pct/+3.32pct，研发费率较高主要系公司加大研发投入。最终公司实现净利率 13.64%，同比提高 0.73pct，盈利能力小幅修复。今年受疫情影响，公司推新品及拓渠道的动作有所延缓，且河南新品在三季度还经历一段时间的调整，因此新品贡献尚不显著。目前河南新品已调整完毕，随着渠道拓展，我们认为公司业绩有望得到改善：①零食专营渠道的拓展情况良好，有望加速成长；②商超会员店渠道已基本实现进场，KA 渠道的铺货稳步推进，随着试吃等营销动作的跟进，相关产品有望逐渐放量；③利润方面，随着棕榈油价格的回落，叠加河南工厂产能逐渐跑满，公司盈利能力有望逐步改善。

洽洽食品：Q3 提价红利显现，盈利能力有望逐步改善。公司 22Q3 营收 17.05 亿元（+13.56%），归母净利润 2.76 亿元（+3.24%），扣非归母净利 2.52 亿元（+11.31%）。分品类看，Q3 瓜子增速在疫情后回归 10%以上的常态增长；坚果业务在渠道持续拓展及公司加力营销宣传、促销等的驱动下实现 30%左右的增长。盈利能力方面，22Q3 公司毛利率 32.32%，同比提升 0.18pct，主要系①公司 3 季度对产品的提价的贡献，其中 7 月份公司开始陆续对海外产品提价 7%-10%，7 月份屋顶礼盒规格从每袋 26g 降到 23g 变向提价，8 月份公司再次对葵花籽产品提价约 3.8%；②部分辅料价格有所回落。费用端，Q3 销售费率/管理费率/研发费率/研发费率分别为分别同比+1.53pct/+0.72pct/+0.05pct/+0.1pct，销售费率提高主要系 Q3 坚果的品牌费用、促销费用等投入增加。最终 Q3 公司实现净利率 16.17%，同比降低 1.61pct。渠道端，公司持续推动瓜子销售的渠道下沉和弱势区域覆盖，随着渠道下沉、蓝袋瓜子/葵珍占比提升、海外业务拓展，瓜子业务尚有较大成长空间；坚果业务则贯彻落实贴奶销售，并通过开箱有奖的方式促进终端动销，随着社区店、生鲜店、水果店等渠道的拓展，预计未来 2-3 年内仍能维持较高速增长。成本端，如油脂、包材等原材料价格呈回落态势，叠加提价的顺利传导，公司业绩弹性有望在四季度或 23 年逐步释放。

盐津铺子：Q3 营收稳定增长，盈利能力改善。公司 2022Q3 公司实现营收 7.6 亿元（+34.7%），归母净利润 0.9 亿元（+213.2%），扣非归母净利润 0.79 亿元（+990.3%）。公司 Q3 营收保持较高速增长主要系经营战略调整后，零食专卖店和电商渠道增长迅速，目前含税月收入分别超过 3000 万元、5000 万元。盈利能力方面，2022Q3 公司实现毛利率 34.5%，其中由于会计准则调整，物流费用对毛利率的影响约 4pct，调整后同比基本持平，主要系公司通过供应链提效有效对冲了部分成本上涨的影响。2022Q3 公司实现净利率 11.8%，同比提升 6.7pct，盈利能

力改善明显，销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别同比-13.7pct/-1.8pct/+0.6pct/-0.7pct, 主要系①经销渠道的促销等费用低于直营，随着其占比提升，销售费率降低；②公司持续加大产品研发费用投入；③2022Q3所得税前列支股份支付费用 1273.64 万元, 同比减少约 1800 万。聚焦核心大单品、渠道全面覆盖有望助力公司重回成长快车道：①产品方面，公司聚焦辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片以及果干五大核心品类，通过研发持续升级产品力，并通过最大化供应链优势为消费者提供高品质、高性价比的产品。②渠道方面，公司通过散装和定量装产品的协同发展，致力于做好渠道的全面覆盖：在保持原有 KA、AB 类超市优势外，公司还重点发展电商、CVS、零食专卖店、校园店等，并与当下热门零食量贩品牌零食很忙、戴永红等深度合作。此外，公司在抖音平台与主播种草引流、在拼多多以爆款出击，引领电商、直播、社区团购等渠道实现快速发展。

其他重点公司点评：承德露露

承德露露：Q3 营收增速放缓，盈利能力保持稳定。公司 2022Q3 实现营收 5.09 亿元(+3.00%)，归母净利润 1.23 亿元(+5.21%)，扣非归母净利润 1.23 亿元(+5.17%)。公司 Q3 营收增速放缓主要系公司主要产品送礼属性较强，而疫情影响消费者走亲访友的送礼需求，故终端动销放缓。盈利能力方面，2022 前三季度公司实现毛利率 43.89%，同比降低 2.37pct，主要系原材料价格上涨所致；费用端，前三季度公司销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别同比-1.85pct/-0.33pct/-0.05pct/-0.17pct，均处于正常区间。最终公司前三季度实现净利率 21.33%，同比降低 0.24pct，保持相对稳定。目前，公司新品推出和南方市场开拓仍处于初期，虽然受疫情影响进展有所放缓，但我们认为公司未来杏仁奶等新品的推出、南方市场的拓展成效仍值得期待。新品方面，Q2 经典低糖杏仁露及经典低糖核桃露新品已顺利推出，目前在电商平台及华东、西南地区部分城市推广销售；此外，杏仁奶等新品有望于 4 季度推出。渠道方面，公司选择杭州、重庆、上海等地为新品推出的主要试点城市，在商超、餐饮、传统等多渠道进行较为全面的渠道布局，经销商数量有望逐渐增加。营销方面，公司通过加强电商运营（京东、天猫、拼多多、抖音等），提高品牌、产品曝光度，促进终端销量转化。

表 7：主要速休闲食品上市公司 2022 年三季报业绩汇总

	营业收入（亿元；%）						归母净利润（亿元；%）					
	22Q1	yoy	22Q2	yoy	22Q3	yoy	22Q1	yoy	22Q2	yoy	22Q3	yoy
盐津铺子	5.7	-2.9%	6.4	34.6%	7.6	34.7%	0.6	-25.2%	0.7	301.8%	7.6	34.7%
三只松鼠	30.9	-15.9%	10.2	-35.5%	12.2	-32.6%	1.6	-48.7%	-0.8	-315.7%	12.2	-32.6%
洽洽食品	14.3	3.9%	12.5	24.4%	17.1	13.6%	2.1	5.2%	1.4	10.5%	17.1	13.6%
良品铺子	29.4	14.3%	19.5	5.7%	21.1	-1.8%	0.9	-8.9%	1.0	11.5%	21.1	-1.8%
来伊份	13.2	8.3%	10.0	12.7%	9.4	-1.4%	0.9	15.2%	0.2	-35.9%	9.4	-1.4%
劲仔食品	2.6	15.5%	3.6	45.6%	3.9	40.1%	0.2	-5.8%	0.4	84.7%	3.9	40.1%
甘源食品	3.2	-5.2%	2.9	42.7%	3.5	13.9%	0.2	-45.3%	0.2	549.9%	3.5	13.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：需求缓慢复苏中，关注业绩确定性 强和疫情改善弹性大两条主线

白酒板块：三季度业绩确定性优先，低估值洼地积极布局

酒企三季报收官，白酒行业旺季复苏明显；四季度是白酒行业传统销售淡季，酒企重在渠道梳理以及产品结构升级。展望四季度，随着白酒终端动销复苏，渠道库存良性，价盘稳中有升，多重共振下，酒企蓄力以期明年开门红：1) 全年维度看，白酒基本面最差的时候已经过去，Q3 以次高端为代表的多数酒企业绩超预期，Q4 白酒企业基本面将继续改善。2) 次高端白酒 Q3 业绩回补明显，修复弹性验证，市场整体对次高端预期改善。3) 展望 2022Q4，我们预计上市酒企增速有望企稳，2022Q4 也即将进入 2023 年开门红阶段，多数酒企积极布局开门红，整体基本面转好的迹象不断增多。当前白酒板块 2023 年估值回落到具备性价比的区域，2022 年业绩预计不存在大幅下修的可能，建议积极把握优质标的的布局时机。

消费复苏持续，中长期逢低布局业绩确定性标的。从基本面节奏上看，疫情变化带来的动销层面的影响对今年业绩影响已经不大，但或影响市场情绪从而带来对估值的影响，不过疫情影响最大的阶段或在逐渐过去。总体而言，在疫情逐步缓解和管控政策逐步放松的预期下，我们认为白酒企业基本面环比改善趋势仍在继续，白酒业绩的确定性增长和趋势性改善是支撑板块向上的核心动力。我们认为疫情不影响名优白酒企业的长期投资价值，着眼长期在悲观的时候逢低布局或是当下投资白酒板块较好的策略。

贵州茅台、泸州老窖、五粮液依然是确定性强的优质底仓配置标的，同时关注具备强基地市场及优质大单品的标的投资机会，推荐山西汾酒、古井贡酒、舍得酒业、酒鬼酒。

食品板块：需求缓慢复苏，关注受益疫情改善和成本下行的弹性标的

大众板块，展望四季度至明年，疫后需求复苏及成本下行有望助力企业基本面改善、释放利润弹性。今年前三季度大众品板块受疫情反复、成本端压力、终端需求疲软等多方面影响波动较大，细分板块走势出现分化。随着疫情逐步缓解、终端需求回暖、提价逐步落地、成本下行、企业改革成效逐渐显现，企业的基本面有望逐步修复，我们认为大众品板块业绩确定性强的优质龙头仍是长期配置的优选标的，如伊利股份、青岛啤酒、海天味业、安琪酵母、安井食品等。同时也建议关注受益于疫情改善和成本下行的弹性标的，如立高食品、绝味食品、甘源食品、盐津铺子等优质细分行业龙头，以及关注日辰股份、宝立食品等餐饮端占比较高的企业。

表8：食品饮料重点公司三季度业绩情况汇总

板块	公司	营业收入增速			归母净利润增速			
		2021Q3	2022Q1	2022H1	2022Q3	2021Q3	2022Q1	2022H1
白酒	贵州茅台	11.1%	18.4%	17.4%	16.8%	10.2%	23.6%	20.8%
	五粮液	17.0%	13.3%	12.2%	12.2%	19.1%	16.1%	14.4%
	泸州老窖	21.6%	26.1%	25.2%	24.2%	30.3%	32.7%	30.9%
	山西汾酒	66.2%	43.6%	26.5%	28.3%	95.1%	70.0%	41.5%
	酒鬼酒	134.2%	86.0%	48.0%	32.1%	117.7%	94.5%	40.7%
	舍得酒业	104.5%	83.3%	26.5%	28.0%	211.9%	75.7%	13.6%
	洋河股份	16.0%	23.8%	21.6%	20.7%	0.4%	29.1%	21.8%
	今世缘	27.2%	24.7%	20.7%	22.2%	29.3%	24.5%	21.2%
	古井贡酒	25.2%	27.7%	28.5%	26.4%	28.0%	34.9%	39.2%
	口子窖	35.0%	11.8%	2.4%	3.7%	33.2%	15.5%	7.6%
啤酒	迎驾贡酒	42.6%	37.2%	20.4%	21.4%	80.8%	49.1%	32.3%
	青岛啤酒	9.6%	3.1%	5.4%	8.7%	21.2%	10.2%	18.1%
	重庆啤酒	23.9%	17.1%	11.2%	8.9%	-1.9%	15.3%	16.9%
	珠江啤酒	6.0%	12.8%	9.7%	10.6%	17.7%	1.4%	1.1%
乳制品	燕京啤酒	5.3%	11.7%	9.3%	9.0%	17.0%	100.8%	21.6%
	伊利股份	15.2%	13.4%	12.3%	10.4%	31.9%	24.3%	15.2%
调味品	新乳业	42.8%	15.0%	10.8%	12.5%	38.2%	48.7%	29.4%
	海天味业	5.3%	0.7%	9.7%	6.1%	3.0%	-6.4%	1.2%
	中炬高新	-10.4%	6.6%	14.5%	16.0%	-45.1%	-9.5%	11.9%
	恒顺醋业	-6.4%	10.4%	14.3%	23.7%	-41.7%	-0.8%	0.9%
	千禾味业	10.9%	0.9%	14.6%	14.6%	-41.1%	38.5%	80.6%
	涪陵榨菜	8.7%	-2.9%	5.6%	4.6%	-17.9%	5.4%	37.2%
	安琪酵母	18.2%	14.1%	16.4%	18.3%	0.5%	-29.3%	-19.3%
	天味食品	-8.3%	20.6%	19.4%	36.6%	-75.0%	25.3%	119.6%
	千味央厨	45.9%	20.2%	14.2%	16.0%	16.0%	44.8%	25.4%
	立高食品	63.4%	8.8%	5.8%	4.6%	24.5%	-45.3%	-48.5%
速冻食品	安井食品	35.9%	24.2%	35.5%	33.8%	30.3%	17.7%	30.3%
	盐津铺子	13.5%	-2.9%	13.7%	21.0%	-59.0%	-25.2%	165.0%
	洽洽食品	6.3%	3.9%	12.5%	12.9%	12.2%	5.2%	7.3%
	劲仔食品	8.1%	15.5%	31.3%	34.6%	-24.4%	-5.8%	37.8%
休闲食品	甘源食品	7.8%	-5.2%	12.9%	13.3%	-37.7%	-45.3%	11.0%
								15.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表9：重点食品饮料公司盈利预测及估值（数据截止 2022 年 11 月 7 日）

公司	公司	投资	收盘价	总市值	EPS		PE	
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2022E	2023E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	买入	1,507.11	18,932.28	49.8	58.4	35.9	30.6
000858	五粮液	买入	151.1	5,866.66	7	8.1	22.8	19.6
000568	泸州老窖	买入	182.9	2,691.92	6.9	8.6	30.5	24.5
600809	山西汾酒	买入	264	3,220.99	6.2	8.2	45.3	34.3
000596	古井贡酒	买入	222.3	1,175.13	5.7	7.3	45.1	35.6
002304	洋河股份	买入	139	2,094.86	6.4	7.7	24.2	20
600132	重庆啤酒	买入	109.2	528.54	2.9	3.6	34.9	27.8
600600	青岛啤酒	买入	100	1,364.49	2.5	3.1	40.3	33.4
603288	海天味业	买入	72.6	3,364.63	1.6	1.9	47.7	40.1
002507	涪陵榨菜	买入	24.6	218.36	1.1	1.3	22.3	19.2
600882	妙可蓝多	买入	30.2	156.01	0.7	1.3	43.6	24.2
300973	立高食品	买入	92.1	155.89	1.4	2.1	58.8	38.4
002991	甘源食品	买入	69.7	64.92	2	2.6	29.6	22.5

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

- 1、**行业政策调整风险**：未来国家如果对食品饮料产业政策或外商投资政策进行重大调整，限制行业生产和销售，进一步加强行业调控，将对行业内公司生产经营情况产生不利影响，如白酒等。
- 2、**宏观经济增速放缓风险**：如果总需求有下行压力，影响企业和居民人均收入及消费意愿，会对整体食品饮料行业消费造成压力，如果消费需求增长不及预期，食品饮料公司基本面或受到影响，食品饮料公司收入利润增长或将放缓。
- 3、**食品安全风险**：食品安全问题一旦出现，相关公司乃至全行业的生产经营都可能受到较大的冲击。
- 4、**疫情持续反复风险**：疫情影响人们出行、娱乐、聚餐等正常生活需求以餐饮企业正常经营，如果疫情持续点状爆发，会对终端消费需求以及餐饮企业经营产生持续的影响。
- 5、**市场竞争加剧风险**：市场竞争加剧，可能对公司市场份额、定价能力、费用投放等均产生一定影响，导致企业增速放缓，并影响企业盈利水平。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032