

2022-11-17



白酒韧性十足，食品次第复苏

分析师：李鑫鑫
证书编号：
S1190519100001

分析师：李梦鸢
证书编号：
S1190517050002

研究助理：况英
证书编号：
S1190122080015

研究助理：伍兆丰
证书编号：
S1190122080020

专题报告：食品饮料行业2022三季度报总结

- **白酒板块：****1) 收入端：**白酒板块整体营收保持稳步增长，22Q3，次高端、地产酒增速较快，其中次高端Q2业绩普遍承压，Q3回补较为明显；苏皖地区宴席场景受疫情影响较少，需求稳定释放，高端酒保持平稳增长，部分地区（如新疆等）受疫情防控影响，白酒消费有所承压。**2) 利润端：**白酒板块净利润率Q3同比均有所改善，整体归母净利润率36.4%（+1.46pct），其中次高端利润率改善较为明显。**3) 报表质量：**高端、次高端、地产酒表现分化，部分酒企加快合同负债释放，Q3次高端业绩增速回暖，合同负债环比有所下降；Q3地产酒合同负债同比增速较高，蓄水池充足。
- **餐饮供应链：****1) 速冻食品：渠道差异致Q3表现分化。**随Q3疫情逐步缓解，部分B端因疫情影响较大的企业环比加速增长，如干味央厨、味知香。C端为主的企业环比降速，如三全食品、海欣食品。立高食品下游烘焙门店以及山姆渠道受居民消费力下降影响Q3小个位数增长，基本延续Q2趋势。成本压力随油脂价格下行改善，费用率受疫情影响，渠道推广，营销活动减少，费用率同比下降。**2) 调味品：Q3收入同比提速。**2022Q3收入增速10.7%，同比提速，疫情冲击下调味品行业体现了必需品的高稳健性。由于大宗原材料成本仍处高位，板块毛利率同比-2.0pct，但利润增速同比有所改善。**3) 连锁：疫情影响下，盈利能力大幅恶化：**疫情影响下，Q3收入增速同比有所下降。Q3净利率5.4%，同比-14.2pct，疫情多点散发下原材料、物流成本上涨显著影响了板块盈利能力。
- **零食板块：板块内业绩分化明显，品牌商Q3表现稳健，**品牌商中，新渠道拓展的盐津铺子、劲仔食品表现较好，洽洽食品表现较为稳健，其他零食公司受疫情、成本等因素影响，整体表现略有承压。
- **投资建议：**白酒推荐具有稳健性的高端和地产酒，重点关注贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份；大众品中期看好速冻，长期建议左侧布局连锁和调味品，重点关注安井食品、立高食品、绝味食品、巴比食品、海天味业、千禾味业，此外建议重点关注独立个股百润股份。
- **风险提示：**疫情反复；行业竞争加剧；原材料价格波动；食品安全问题等

一、白酒三季报总结

二、餐饮产业链三季报总结

三、休闲食品三季报总结

四、投资建议

五、风险提示

1. 白酒季报总结

► **收入端**：Q3**高端、地产酒**营收增速同比有所改善，其中地产板块的今世缘、迎驾贡酒同比增速保持较高水平；**次高端板块**Q3增速回落明显，其中酒鬼酒、舍得酒业增速Q3增速略有承压。

► **利润端**：Q3**高端板块**增速平稳；**次高端**增速同比有所回落，其中水井坊增长略有承压；**地产酒**板块增速同比提升明显，主要为洋河增长改善明显。

图表1：白酒上市公司22Q3表现情况

	2022M1-9 YOY	营业收入 2022Q3 YOY	2021Q3 YOY	2022M1-9 YOY	归母净利润 2022Q3 YOY	2021Q3 YOY
高端						
贵州茅台	16.77%	15.61%	9.86%	19.14%	15.81%	12.35%
五粮液	12.19%	12.24%	10.61%	15.36%	18.50%	11.84%
泸州老窖	24.20%	22.28%	20.89%	30.94%	31.05%	28.48%
合计	15.88%	15.34%	11.21%	19.28%	18.06%	13.80%
次高端						
酒鬼酒	32.05%	2.47%	128.66%	34.98%	21.12%	43.43%
舍得酒业	28.00%	30.91%	64.84%	23.76%	55.66%	59.65%
水井坊	10.15%	6.99%	38.93%	5.46%	9.98%	56.27%
山西汾酒	28.32%	32.54%	47.88%	45.70%	56.96%	55.91%
合计	26.33%	24.61%	53.96%	36.55%	41.52%	55.18%
地产酒						
洋河股份	20.69%	18.37%	16.66%	25.78%	40.45%	-13.10%
今世缘	22.19%	26.15%	15.76%	22.53%	27.32%	23.82%
古井贡酒	26.35%	21.58%	21.37%	33.20%	19.27%	15.09%
迎驾贡酒	22.38%	26.28%	25.16%	25.05%	13.61%	87.50%
口子窖	3.67%	5.69%	24.02%	4.47%	-0.16%	22.70%
老白干酒	24.78%	27.93%	11.34%	113.83%	36.56%	8.00%
合计	21.12%	19.96%	18.37%	26.22%	27.01%	5.56%
其他白酒						
金徽酒	16.42%	-9.12%	10.65%	-12.08%	-96.68%	44.31%
顺鑫农业	-21.57%	6.94%	-16.54%	-92.58%	-88.08%	-9.67%
*ST皇台	183.98%	193.73%	-24.40%	-122.30%	-115.94%	-548.60%
天佑德酒	-5.14%	-23.25%	32.05%	16.93%	-96.67%	-134.72%
伊力特	-10.77%	-60.04%	19.00%	-47.57%	-79.18%	-3.23%
金种子酒	0.99%	-18.59%	3.18%	-5.95%	73.21%	-8.14%
岩石股份	73.92%	28.70%	971.30%	-42.70%	-77.57%	1966.93%
合计	-12.54%	-3.70%	-2.56%	-55.42%	-615.18%	-113.66%

1. 白酒季报总结

► **合同负债**：高端板块同比略有增长，环比增长有所改善，主要为茅台同比、环比均有所增长，五粮液、泸州老窖同比有所下滑；次高端蓄水池有所承压，增速同比有所下降，其中酒鬼酒、舍得同比下滑，水井坊表现稳健，同比、环比有所提升；地产酒同比增长稳健，除了口子窖略有承压，其余酒企同比、环比均有提升。

图表2：公司端前三季度合同负债表现

	2022前三季度 亿元	2021前三季度 YOY	合同负债 QOQ	2022前三季度 YOY
高端				
贵州茅台	118.37	-2.91%	22.42%	29.55%
五粮液	29.63	6.97%	57.90%	-36.83%
泸州老窖	19.00	54.75%	-18.42%	-0.26%
高端合计	167.00	4.70%	20.36%	6.15%
次高端				
酒鬼酒	3.45	56.94%	-37.90%	-33.81%
舍得酒业	3.62	194.77%	-16.32%	-57.53%
水井坊	9.76	22.12%	13.84%	12.01%
山西汾酒	47.25	42.21%	-2.45%	23.67%
次高端合计	64.08	50.83%	-4.21%	5.65%
地产酒				
洋河股份	81.73	68.25%	3.34%	25.54%
今世缘	13.72	35.76%	34.97%	59.40%
古井贡酒	37.63	229.72%	9.78%	34.75%
迎驾贡酒	4.19	14.05%	10.84%	8.25%
口子窖	3.85	-16.05%	-2.81%	-5.91%
老白干酒	19.84	81.10%	16.37%	13.53%
地产酒合计	160.97	77.93%	8.52%	26.67%
其他白酒				
金徽酒	2.76	21.92%	-4.55%	60.58%
顺鑫农业	16.48	-19.06%	-14.68%	-41.72%
*ST皇台	0.02	159.13%	-4.83%	-80.32%
天佑德酒	0.43	19.20%	10.28%	-9.66%
伊力特	0.70	7.59%	-19.23%	25.43%
金种子酒	0.94	-11.13%	12.38%	-19.59%
岩石股份	1.24	233.37%	11.06%	147.77%
其他合计	22.56	-15.38%	-11.28%	-31.21%

1. 白酒季报总结

► **现金流**：销售收现端，**高端**Q3增速同比略有回落，内部有所分化，其中茅台增速较为平稳，五粮液去年同期基数较高，增速有所回落，泸州老窖去年基数较低，增速回暖；**次高端**整体回款增速承压；**地产**板块增速有所回落，其中今世缘、迎驾贡酒表现较好，回款持续增长，古井贡酒受去年同期高基数影响，同比有所下滑。

图表3：白酒上市公司Q3销售收现表现

	2022Q3 亿元	2022M1-9 YOY	2021M1-9 YOY	销售收现 2022Q3 YOY	2021Q3 YOY	增减 pct
高端						
贵州茅台	348.71	20.90%	11.33%	19.58%	17.10%	2.48
五粮液	175.90	-5.66%	34.70%	10.77%	59.39%	(48.62)
泸州老窖	52.83	33.56%	33.26%	20.13%	-14.81%	34.94
高端合计	577.44	12.80%	20.83%	16.80%	23.51%	(6.71)
次高端						0.00
酒鬼酒	8.70	6.02%	94.14%	21.82%	43.07%	(21.25)
舍得酒业	17.51	12.58%	116.13%	1.58%	95.23%	(93.65)
水井坊	20.21	6.11%	64.00%	0.30%	35.02%	(34.71)
山西汾酒	77.82	19.33%	82.36%	5.09%	152.46%	(147.37)
次高端合计	124.24	15.42%	84.85%	4.78%	104.17%	(99.40)
地产酒						0.00
洋河股份	86.50	-5.53%	66.43%	7.71%	40.63%	(32.92)
今世缘	29.90	22.23%	48.42%	52.68%	12.49%	40.18
古井贡酒	34.56	17.51%	37.70%	-10.07%	66.28%	(76.34)
迎驾贡酒	15.62	20.03%	55.66%	32.08%	20.70%	11.38
口子窖	11.65	-3.56%	37.52%	-13.20%	39.61%	(52.81)
老白干酒	16.35	-0.30%	34.70%	-0.13%	9.32%	(9.44)
地产酒合计	194.59	5.23%	51.34%	8.14%	36.30%	(28.17)
其他白酒						0.00
金徽酒	4.16	6.61%	35.21%	-16.48%	32.49%	(48.96)
顺鑫农业	28.39	-13.89%	-5.62%	-6.25%	-5.61%	(0.64)
*ST皇台	0.38	27.27%	42.02%	-15.15%	128.09%	(143.23)
天佑德酒	2.28	-8.48%	54.25%	-20.54%	18.52%	(39.06)
伊力特	1.76	2.22%	0.82%	-26.15%	-21.46%	(4.69)
金种子酒	3.95	60.16%	-9.40%	163.87%	-49.26%	213.13
岩石股份	3.58	37.40%	349.45%	22.60%	176.86%	(154.26)
其他合计	44.50	-5.22%	3.56%	-1.94%	-0.26%	(1.68)

1. 白酒季报总结

- **毛利率**：高端板块整体保持平稳；次高端整体毛利率有所改善，预计与产品结构改善有关；地产酒毛利率略有下滑，其中迎驾贡酒下降较为明显，预计于21Q3基数较高、产品结构调整有关，古井贡酒Q3略有下降，预计为公司加大产品促销、赠酒等活动。
- **净利率**：高端酒Q3略有改善，主要为费用率有所改善；次高端有所提升，其中汾酒改善较为明显，主要为税收确认节奏变化；地产酒有所分化，其中洋河股份改善明显，其余酒企略有下降。

图表4：白酒上市公司毛利率&归母净利润率

	2022M1-9 %	2022Q3 %	毛利率 2021Q3 %	增减 pcts	2022M1-9 %	2022Q3 %	归母净利润率 2021Q3 %	增减 pcts
高端								
贵州茅台	91.87%	91.42%	90.83%	0.58	50.94%	49.44%	49.35%	0.09
五粮液	75.97%	73.29%	76.12%	(2.83)	35.84%	33.59%	31.82%	1.77
泸州老窖	86.78%	88.49%	87.51%	0.98	46.89%	45.82%	42.76%	3.07
高端合计	85.79%	85.79%	86.06%	(0.27)	45.25%	44.40%	43.37%	1.02
次高端								
酒鬼酒	79.82%	81.73%	79.25%	2.48	27.88%	26.77%	22.65%	4.12
舍得酒业	78.34%	78.65%	76.75%	1.90	25.99%	22.90%	19.26%	3.64
水井坊	84.65%	84.44%	85.76%	(1.32)	27.98%	40.38%	39.28%	1.10
山西汾酒	76.52%	77.91%	76.20%	1.72	32.10%	30.77%	25.99%	4.79
次高端合计	78.00%	79.35%	78.30%	1.05	30.38%	30.77%	27.09%	3.68
地产酒								
洋河股份	74.54%	76.03%	76.15%	(0.12)	34.26%	28.76%	24.24%	4.52
今世缘	74.52%	79.61%	78.48%	1.13	31.94%	24.78%	24.56%	0.23
古井贡酒	76.40%	73.72%	75.25%	(1.53)	20.55%	18.71%	19.07%	(0.36)
迎驾贡酒	68.56%	69.10%	74.04%	(4.94)	30.91%	31.10%	34.57%	(3.47)
口子窖	74.43%	72.80%	74.31%	(1.50)	31.94%	31.55%	33.40%	(1.85)
老白干酒	67.79%	67.22%	68.00%	(0.78)	15.44%	11.94%	11.18%	0.76
地产酒合计	74.13%	74.38%	75.24%	(0.86)	29.39%	25.21%	23.81%	1.40
其他白酒								
金徽酒	62.58%	60.59%	67.47%	(6.89)	13.69%	0.55%	15.09%	(14.53)
顺鑫农业	30.82%	30.49%	24.60%	5.89	0.30%	-0.48%	-4.29%	3.81
*ST皇台	64.42%	60.78%	68.21%	(7.44)	3.54%	2.11%	-38.96%	41.07
天佑德酒	64.03%	58.89%	64.72%	(5.84)	12.63%	0.17%	4.00%	(3.82)
伊力特	45.57%	41.02%	43.49%	(2.47)	10.69%	6.54%	12.55%	(6.01)
金种子酒	29.74%	19.85%	28.92%	(9.07)	-16.65%	-37.81%	-17.77%	(20.04)
岩石股份	64.71%	64.80%	70.67%	(5.87)	6.01%	3.69%	21.17%	(17.48)
其他合计	39.42%	37.32%	36.23%	1.10	2.74%	-1.78%	0.33%	(2.11)

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

1. 白酒季报总结

➤ **费用率分析：**高端Q3费用率整体有所优化，其中五粮液、泸州老窖销售费用率同比优化较为明显；次高端费用率整体平稳，其中酒鬼酒、舍得销售费用率有所优化，汾酒销售费率有所增加，但管理费用率有所优化；**地产酒**板块费用率有所优化，其中迎驾贡酒销售费率有所优化，古井管理费率优化明显，主要为去年同期计提设备维修费用较高。

图表5：白酒上市公司前三季度期间费用率

	销售费用率				管理费用率				研发费用率			
	2022M1-9	2022Q3	2021Q3	增减	2022M1-9	2022Q3	2021Q3	增减	2022M1-9	2022Q3	2021Q3	增减
	%	%	%	pcts	%	%	%	pcts	%	%	%	pcts
高端												
贵州茅台	2.76%	3.04%	2.48%	0.57	6.39%	6.55%	7.54%	(0.99)	0.13%	0.19%	0.07%	0.11
五粮液	10.54%	11.45%	14.22%	(2.77)	4.00%	4.11%	4.81%	(0.70)	0.29%	0.42%	0.34%	0.08
泸州老窖	11.48%	13.62%	15.72%	(2.10)	4.74%	4.92%	5.24%	(0.32)	0.79%	1.08%	0.67%	0.40
高端合计	6.42%	6.73%	7.46%	(0.73)	5.38%	5.65%	6.47%	(0.82)	0.26%	0.36%	0.22%	0.14
次高端												
酒鬼酒	24.35%	26.48%	28.97%	(2.49)	3.40%	5.03%	4.40%	0.63	0.24%	0.41%	0.49%	(0.09)
舍得酒业	17.81%	18.63%	21.41%	(2.78)	11.14%	13.39%	12.90%	0.49	1.09%	1.67%	0.48%	1.19
水井坊	24.42%	13.27%	13.00%	0.27	6.93%	3.27%	4.33%	(1.06)	0.67%	0.50%	0.19%	0.31
山西汾酒	13.79%	16.39%	14.72%	1.66	3.65%	4.38%	5.75%	(1.36)	0.18%	0.23%	0.06%	0.17
次高端合计	16.60%	17.10%	16.82%	0.28	5.00%	5.57%	6.33%	(0.77)	0.36%	0.49%	0.19%	0.30
地产酒												
洋河股份	9.60%	13.95%	13.48%	0.48	5.87%	7.17%	6.64%	0.52	0.69%	0.42%	0.51%	(0.09)
今世缘	14.29%	19.99%	18.42%	1.57	3.01%	4.12%	4.17%	(0.05)	0.30%	0.22%	0.32%	(0.10)
古井贡酒	28.39%	27.34%	28.27%	(0.93)	5.75%	4.65%	9.04%	(4.38)	0.33%	0.37%	0.42%	(0.06)
迎驾贡酒	9.12%	8.73%	10.91%	(2.18)	3.61%	3.27%	3.94%	(0.66)	1.08%	0.92%	1.18%	(0.26)
口子窖	13.82%	12.12%	12.28%	(0.15)	4.96%	4.05%	4.23%	(0.17)	0.50%	0.50%	0.44%	0.05
老白干酒	30.69%	27.00%	31.14%	(4.14)	8.79%	8.51%	8.25%	0.26	0.39%	0.41%	0.59%	(0.18)
地产酒合计	15.88%	17.99%	18.18%	(0.18)	5.48%	5.84%	6.59%	(0.75)	0.56%	0.43%	0.52%	(0.09)
其他白酒												
金徽酒	17.73%	23.32%	22.41%	0.91	10.83%	18.69%	11.88%	6.81	2.66%	4.07%	4.61%	(0.54)
顺鑫农业	8.46%	11.41%	10.09%	1.32	6.93%	8.98%	8.59%	0.38	0.28%	0.33%	0.37%	(0.04)
+ST皇台	20.79%	20.54%	45.54%	(24.99)	15.94%	14.95%	28.38%	(13.43)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00
天佑德酒	22.92%	35.94%	30.09%	5.85	12.80%	15.63%	14.72%	0.91	1.17%	1.58%	1.45%	0.12
伊力特	8.57%	8.54%	6.03%	2.51	3.90%	9.62%	2.84%	6.78	0.97%	2.29%	0.86%	1.42
金种子酒	26.24%	36.67%	27.50%	9.17	10.79%	12.93%	11.91%	1.02	2.36%	3.21%	2.64%	0.57
岩石股份	38.10%	41.77%	19.66%	22.12	8.21%	8.75%	6.29%	2.46	0.00%	0.00%	0.00%	0.00
其他合计	12.96%	17.36%	13.86%	3.50	7.75%	10.45%	8.80%	1.65	0.75%	0.94%	1.01%	(0.07)
总计	10.10%	11.01%	11.20%	(0.19)	5.48%	5.90%	6.61%	(0.71)	0.36%	0.42%	0.32%	0.10

1. 白酒季报总结

► **税金及附加**：短期税金占比受税费确认节奏影响较多。Q3**高端**占比整体保持平稳，其中茅台税金占比有所提升；**次高端**占比略有下降，主要为汾酒税金占比下降；**地产酒**占比略有下降，其中，洋河、今世缘税金占比有所下降，古井贡酒同比有所提升。

图表6：白酒上市公司税金及附加占比情况

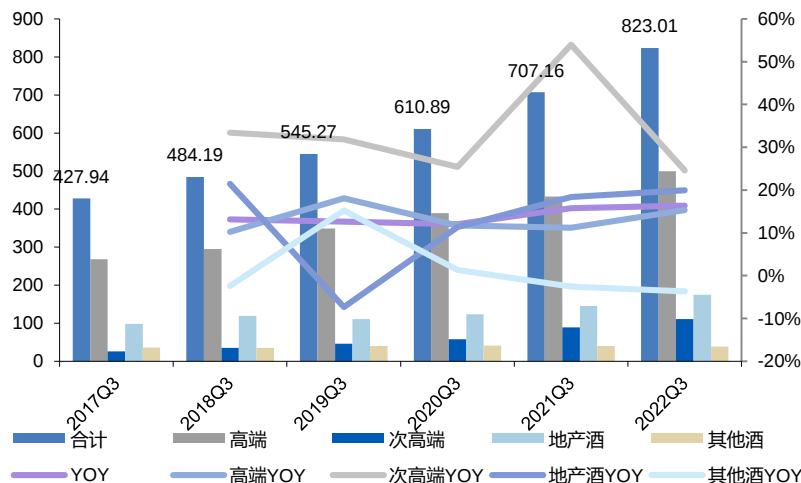
	2022M1-9	2022Q3	2021Q3	增减
	%	%	%	pcts
税金及附加占比				
高端				
贵州茅台	15.65%	16.68%	14.29%	2.40
五粮液	14.06%	14.13%	15.22%	(1.09)
泸州老窖	9.04%	9.17%	11.34%	(2.17)
高端合计	14.37%	15.06%	14.24%	0.82
次高端				
酒鬼酒	15.91%	15.76%	15.05%	0.71
舍得酒业	15.05%	16.13%	15.94%	0.19
水井坊	16.50%	15.51%	15.81%	(0.30)
山西汾酒	16.57%	17.02%	19.91%	(2.88)
次高端合计	16.29%	16.55%	18.12%	(1.57)
地产酒				
洋河股份	15.19%	16.20%	18.89%	(2.69)
今世缘	16.37%	22.31%	24.70%	(2.39)
古井贡酒	15.36%	18.18%	14.62%	3.55
迎驾贡酒	14.58%	14.78%	14.97%	(0.19)
口子窖	15.17%	15.80%	14.90%	0.90
老白干酒	16.15%	15.68%	15.59%	0.09
地产酒合计	15.38%	17.09%	17.65%	(0.56)
其他白酒				
金徽酒	14.65%	14.70%	12.41%	2.29
顺鑫农业	11.04%	7.68%	8.59%	(0.91)
*ST皇台	18.79%	17.92%	21.16%	(3.24)
天佑德酒	15.28%	13.84%	14.36%	(0.52)
伊力特	15.76%	13.44%	16.33%	(2.89)
金种子酒	10.24%	8.79%	10.11%	(1.32)
岩石股份	5.39%	5.26%	12.51%	(7.24)
其他合计	11.79%	8.84%	10.52%	(1.68)

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

2. 高端、次高端、地产酒表现各异

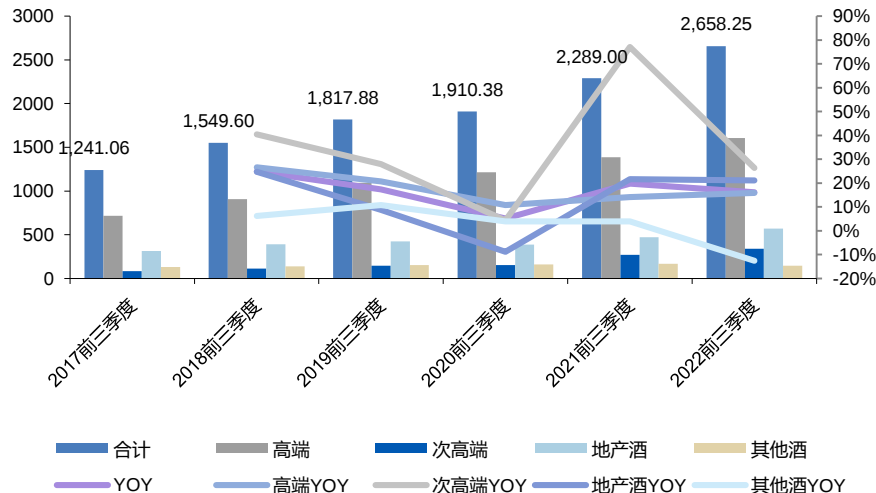
➤ **收入端：**白酒板块整体营收保持稳步增长，22Q3，次高端、地产酒增速较快，其中次高端Q2业绩普遍承压，Q3回补较为明显；苏皖地区宴席场景受疫情影响较少，需求稳定释放，高端酒保持平稳增长，部分地区（如新疆等）受疫情防控影响，白酒消费有所承压。增速排序上次高端(+24.6%)、地产酒(+20.0%)、高端酒(+15.3%)、其他酒企（-3.7%）。22年前三季度，增速排序上次高端(+26.3%)、地产酒(+21.1%)、高端酒(+15.9%)、（-12.5%）。

图表7：白酒上市公司Q3收入对比



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

图表8：白酒上市公司前三季度营收对比

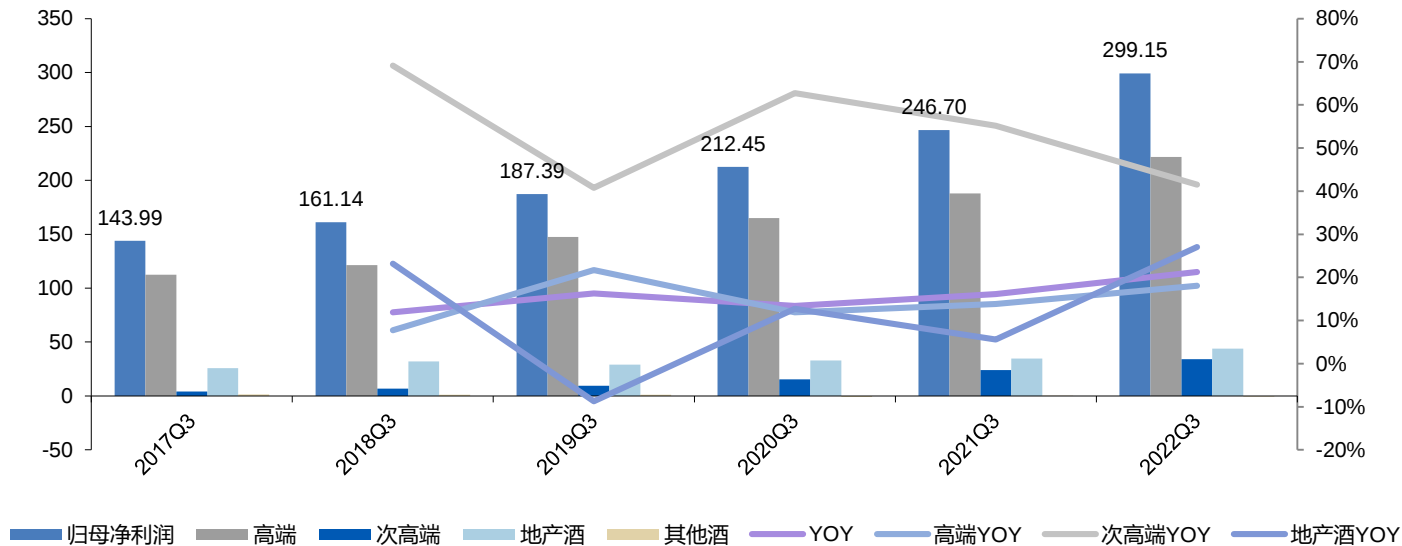


资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

2. 高端、次高端、地产酒表现各异

► **利润端：**白酒板块整体Q3归母净利润同比+21.3%，其中高端、次高端、地产酒分别同比+18.1%、+41.5%、+27.0%，次高端整体利润表现较好，同比+41.5%，主要为山西汾酒（+57%）、舍得酒业（+56%）表现较好。

图表9：白酒上市公司Q3归母净利润&同比

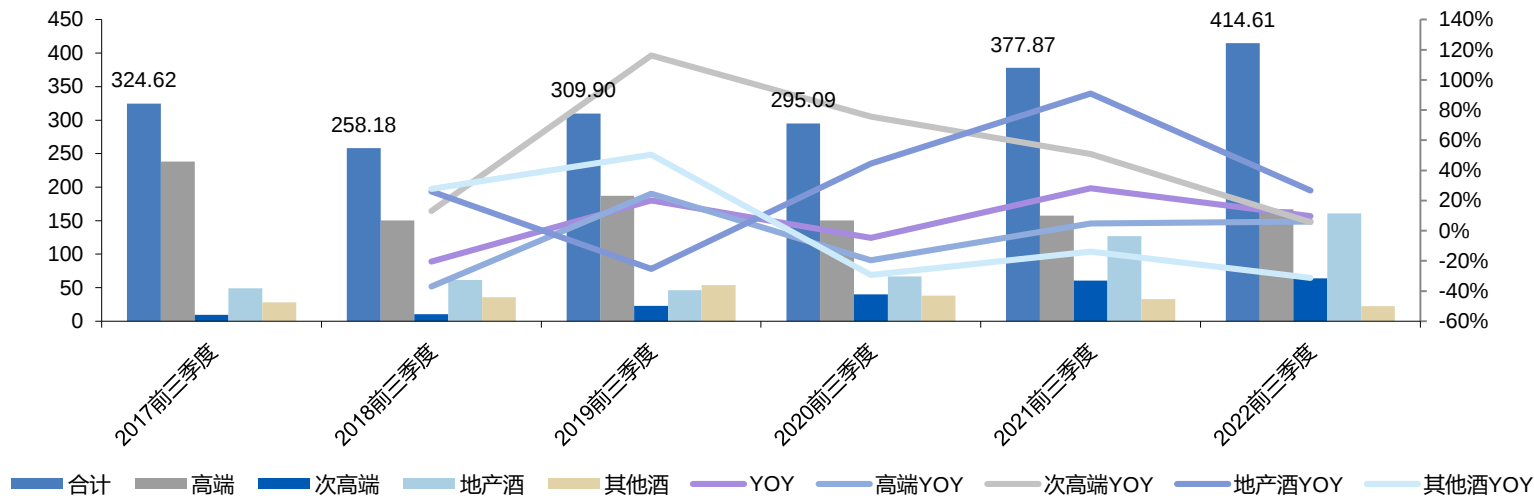


资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

2. 高端、次高端、地产酒表现各异

► **合同负债端**：部分酒企加快合同负债释放，Q3次高端业绩增速回暖，合同负债环比有所下降，其中山西汾酒、水井坊表现相对较好，合同负债同比增长+24%、+12%；Q3地产酒整体合同负债同比增速较高，蓄水池充足，同比+27%；高端中茅台蓄水池保持稳定，同比+30%，带动高端白酒整体合同负债同比+6%。

图表10：合同负债表现

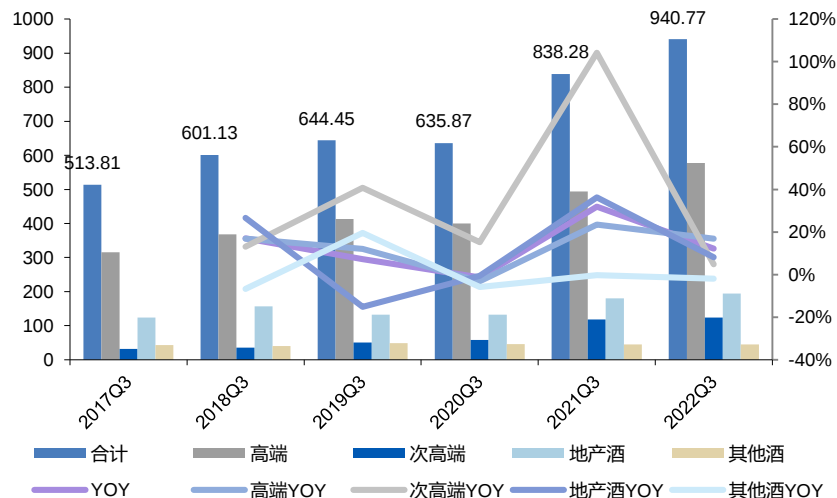


资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

2. 高端、次高端、地产酒表现各异

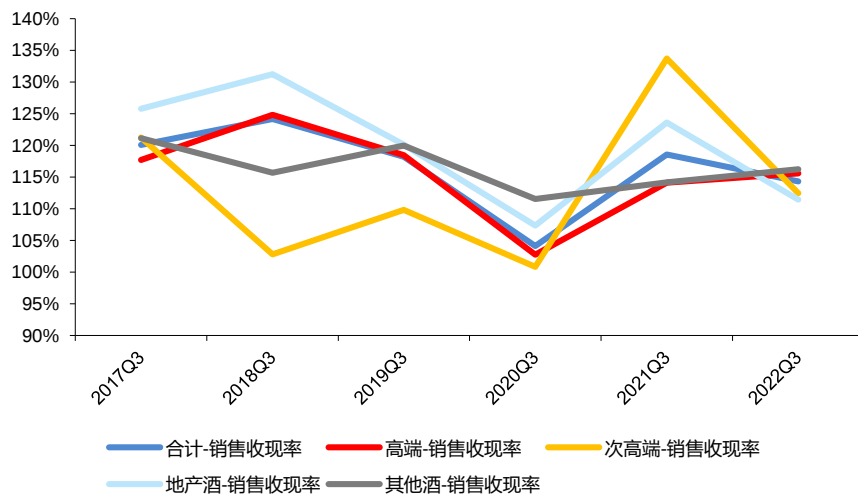
► **现金流端：**白酒板块22Q3整体现金回款同比+12.2%，低于营收增速（+16.4%），主要去年同期现金回款基数较高，但销售收现率仍高于100%，Q3约为114%。细分板块上，22Q3，高端白酒品牌壁垒较强，现金收现同比+16.8%，高于营收增速（+15.3%）；次高端、地产酒现金收现同比+4.8%、+8.1%，均低于营收增速（+24.6%、+20.0%），预计为21Q3现金收现同比增速基数较高，以及部分次高端酒企Q3促进终端动销，放宽对回款考核。Q3高端、次高端、地产酒销售收现率分别为116%、112%、111%。

图表11：白酒上市公司Q3现金回款对比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表12：白酒上市公司Q3销售收现率对比

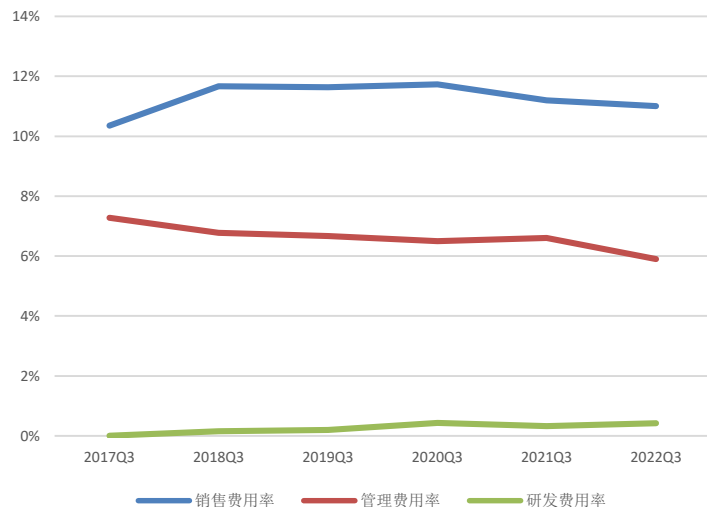


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

2. 高端、次高端、地产酒表现各异

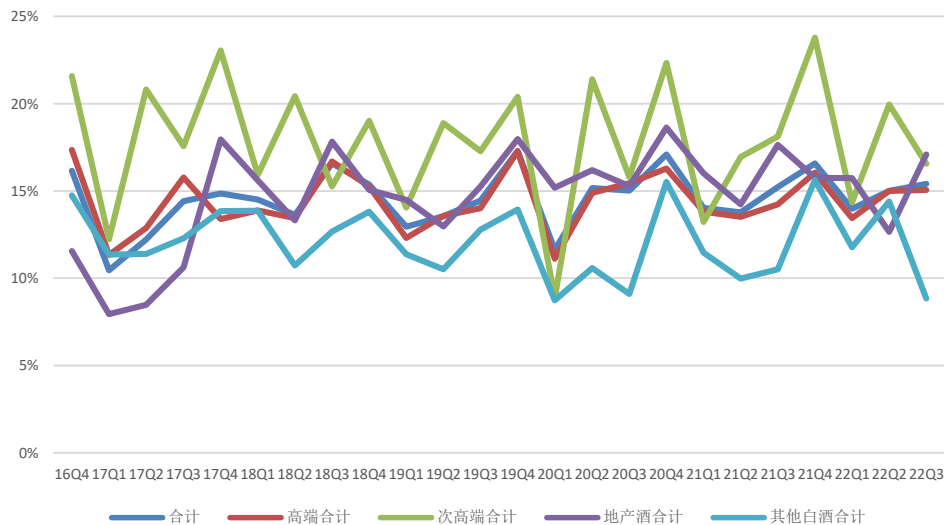
► **费用端：**短期税金及附加占比波动影响利润率，中长期期间费用率稳步改善。22Q3税金及附加占比受短期收入确认节奏变化的影响，波动相对较大，其中高端、次高端、地产酒分别为15.1%(+0.82pct)、16.6%(-1.57pct)、17.1%(-0.56pct)。中长期随着产品结构的升级，费用投放精细化以及收入的稳步增长，销售费用率、管理费用率整体呈现持续改善趋势。

图表13：白酒上市公司Q3三费率趋势



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

图表14：白酒上市公司Q3税金及附加占比

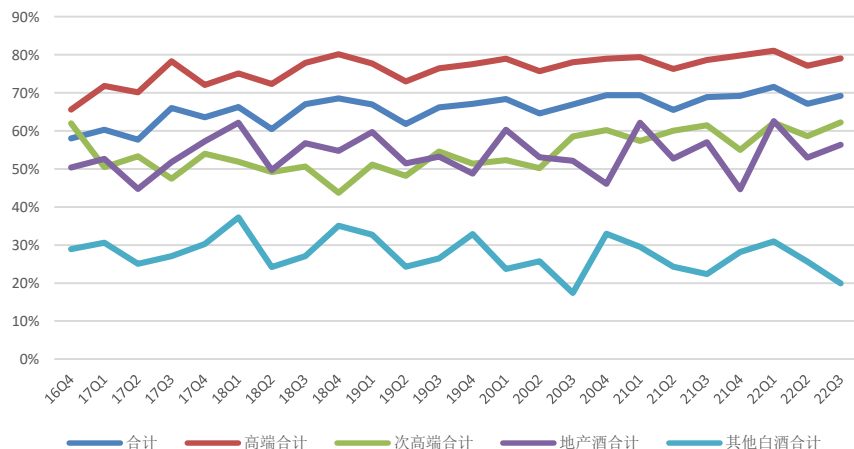


资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

2. 高端、次高端、地产酒表现各异

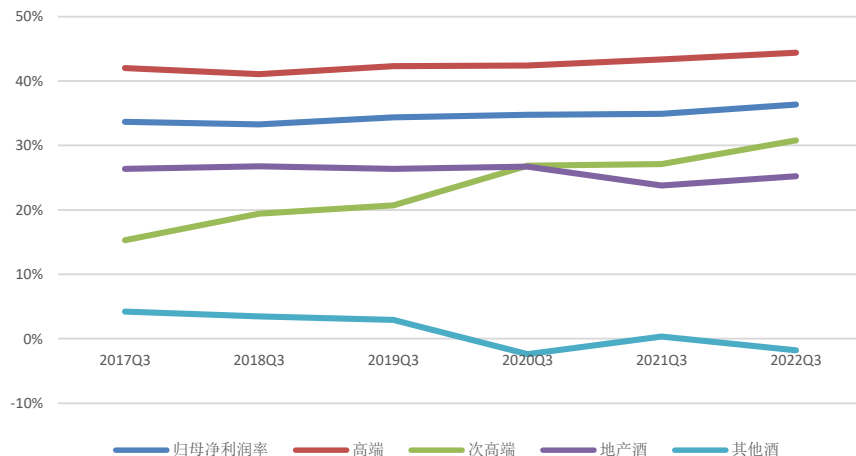
► **利润端：**白酒板块整体净利润率Q3同比均有所改善，整体归母净利润率36.4% (+1.46pct)，其中高端、次高端、地产酒分别为44.4% (+1.03pct)、30.8% (+3.68pct)、25.2% (+1.40pct)，其中次高端利润率改善较为明显，我们认为净利率的改善与产品结构改善推动毛销差提升、管理费用率改善以及短期税金及附加率波动有关。

图表15：白酒上市公司Q3毛销差



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表16：白酒上市公司Q3归母净利润率



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

一、白酒三季报总结

二、餐饮产业链三季报总结

三、休闲食品三季报总结

四、投资建议

五、风险提示

2.1 速冻：Q3收入增速分化，安井干味表现较优

- **收入端**：2022前三季度速冻行业收入193.98亿元，同比+15.31%，2022Q3单季度收入65.75亿元，同比+15.65%。Q3疫情逐步缓解，部分B端因疫情影响较大的企业环比加速增长，如干味央厨（Q2+8.03%，Q3+19.2%），味知香（Q2-5.16%，Q3+11.8%）。而C端为主的企业环比降速，如三全食品（Q2+12.04%，Q3+5.1%），海欣食品（Q2+15.4%，Q3+2.68%）。立高食品下游烘焙门店以及山姆渠道受居民消费力下降影响Q3小个位数增长，基本延续Q2趋势。
- **净利润**：2022前三季度速冻行业实现归母净利润14.73亿元，同比+31.79%，2022Q3单季度收入4.36亿元，同比+25.69%。利润增速快于收入主要系盈利能力提升，2022前三季度速冻行业净利率7.59%，同比+0.95pct，2022Q3单季度净利率6.63%，同比+0.53ct，面对原材料和运输费用上涨带来的成本压力，各公司通过调整产品结构，优化内部结构，提高管理效率，减少促销活动等措施积极应对，缓解了成本压力，保障了整体盈利水平。

图表17：速冻食品三季报收入利润

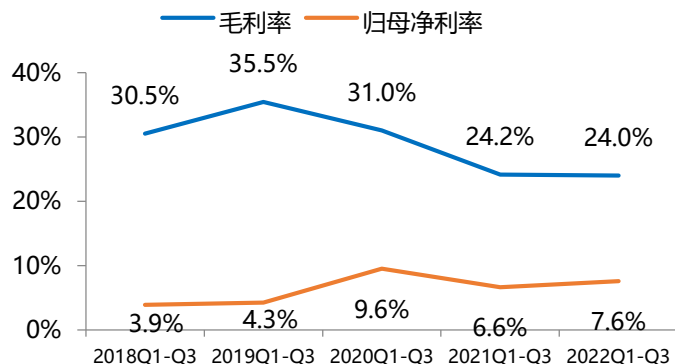
	营业收入				归母净利润			
	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022Q1-Q3	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022Q1-Q3
安井食品	30.79%	34.92%	-4.13%	33.78%	61.73%	22.44%	39.29%	39.62%
干味央厨	19.21%	32.43%	-13.22%	16.02%	18.95%	-18.05%	37.00%	23.12%
三全食品	5.10%	-2.27%	7.37%	5.03%	-12.08%	-8.98%	-3.10%	36.35%
海欣食品	2.68%	-1.35%	4.03%	1.15%	-593.70%	-128.39%	-465.31%	-274.68%
惠发食品	5.83%	4.46%	1.37%	-1.85%	-3.23%	-216.20%	212.97%	-13.15%
味知香	11.82%	12.06%	-0.24%	6.47%	-2.71%	-1.44%	-1.27%	7.65%
立高食品	2.51%	33.84%	-31.33%	4.58%	-50.53%	-26.50%	-24.03%	-49.14%
上市速冻企业合计	15.65%	17.07%	-1.42%	15.31%	25.69%	-19.05%	44.74%	31.79%

资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

2.1 速冻：成本压力缓解，费用率下降

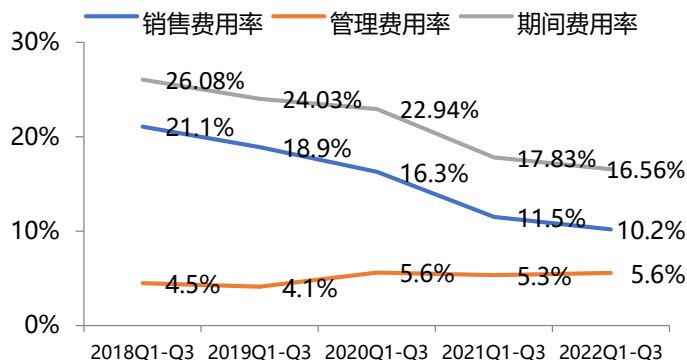
- **毛利率**：2022前三季度毛利率24.04%，同比-0.14pct，2022Q3毛利率22.37%，同比+0.43pct，三季度毛利率同比提升主要系1) 去年同期油脂，大豆蛋白，鱼糜肉类等成本上涨压力较大，今年Q3成本压力改善。2) 部分公司推出高毛利新品，改善产品结构。其中，22Q3味之香毛利率同比-2.38pct，主要系低毛利的批发渠道占比提升。
- **销售费用率**：2022前三季度速冻行业销售费用率9.49%，同比-1.34pct，2022Q3单季度销售费用率9.18%，同比-1.55pct。销售费用率下降主要系疫情影响下市场人员活动以及一些销售活动受限制。其中，22Q3千味央厨销售费用率同比+0.69pct，主要系经销渠道营销投入增加。
- **管理费用率**：2022前三季度速冻行业管理费用率5.75%，同比+0.05pct，2022Q3单季度管理费用率5.59%，同比-0.5pct。管理费用率行业整体较为稳定，部分公司由于股权支付，管理费用率有明显提升如立高食品，22Q3管理费用率同比+4.26pct。

图表18：盈利能力对比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表19：费用率对比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

2.2 调味品：收入增长稳健，利润增长同比改善

- **收入端**：2022前三季度调味品板块整体营收同比增速为11.3%，其中Q3增速10.7%，Q3增速同比有所提升，疫情冲击下调味品行业体现了必需品的高稳健性。疫情下，由于餐饮、食品加工企业受停产停工等因素受损严重，调味品行业销售渠道B端占比高的日辰股份、海天味业Q3呈负增长。
- **利润端**：板块前三季度整体归母净利润同比增速为3.7%，其中Q3增速7.6%，Q3净利润增速不及收入的原因主要是受到毛利率下降的影响，利润增速同比改善。

图表20：调味品三季报收入及利润增速

	营业收入				归母净利润			
	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022前三季度	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022前三季度
海天味业	-1.8%	3.1%	-4.9pct	6.1%	-6.0%	2.8%	-8.7pct	-0.9%
安琪酵母	22.5%	13.2%	+9.3pct	18.3%	20.6%	-35.2%	+55.8pct	-11.9%
恒顺醋业	53.8%	-34.2%	+88pct	23.7%	268.2%	-91.1%	+359.3pct	14.7%
宝立食品	32.4%	-	-	28.4%	22.7%	-	-	5.1%
日辰股份	-6.9%	23.0%	-29.9pct	-2.9%	-29.5%	-4.2%	-25.3pct	-26.7%
涪陵榨菜	2.5%	1.3%	+1.2pct	4.6%	41.4%	-39.1%	+80.4pct	38.3%
中炬高新	19.0%	-12.7%	+31.7pct	16.0%	21.5%	-59.2%	+80.7pct	14.2%
千禾味业	14.8%	11.1%	+3.7pct	14.6%	3.7%	-1.2%	+4.9pct	42.1%
天味食品	82.3%	-37.1%	+119.5pct	36.6%	1629.3%	-96.2%	+1725.6pct	204.8%
安记食品	13.8%	34.2%	-20.4pct	0.6%	-30.6%	-41.3%	+10.8pct	-55.0%
上市调味品企业合计	10.7%	3.5%	+7.2pct	11.3%	7.6%	-20.1%	+27.7pct	3.7%

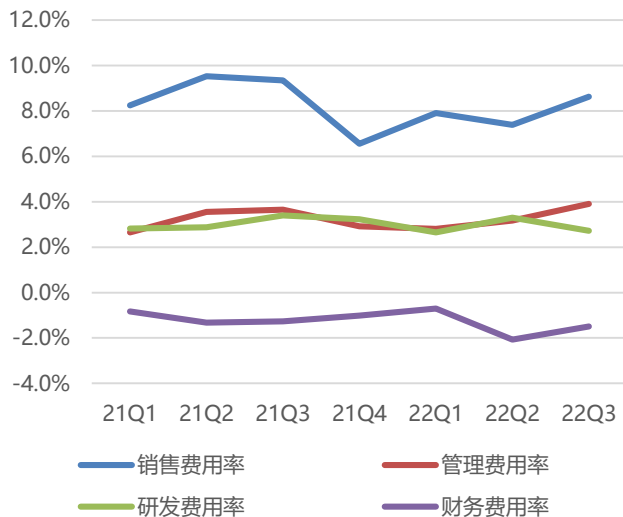
2.2 调味品：原材料成本仍处高位，影响了盈利能力提升

- **毛利率**：2022前三季度调味品板块整体毛利率同比-2.8pct至32.9%，其中Q3单季度毛利率为31.4%（-2.0pct），Q3毛利率同比下滑主要是由于原材料成本仍处高位；
- **净利率**：板块前三季度净利率同比-1.2pct至17.0%，其中Q3单季度净利率为15.0%，在毛利率-2.0pct的情况下，Q3净利率同比仅-0.4pct主要是由于Q3期间费用率得到有效控制，销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.7、+0.3、-0.7、-0.2pct。

图表21：调味品三季报毛利率和净利率

	毛利率				净利率			
	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022M 1-9	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022M 1-9
海天味业	35.3%	37.9%	-2.6pct	36.2%	22.9%	23.9%	-1.0pct	24.4%
安琪酵母	21.9%	24.6%	-2.6pct	25.2%	7.9%	8.1%	-0.1pct	10.0%
恒顺醋业	33.9%	42.6%	-8.7pct	35.0%	5.3%	2.2%	+3.1pct	9.2%
宝立食品	34.6%	26.6%	+8.0pct	34.3%	10.8%	11.6%	-0.8pct	10.4%
日辰股份	40.7%	42.2%	-1.5pct	39.8%	18.1%	23.9%	-5.8pct	17.8%
涪陵榨菜	53.4%	51.6%	+1.8pct	54.6%	28.9%	20.9%	+7.9pct	34.0%
中炬高新	31.2%	30.6%	+0.6pct	31.7%	8.1%	7.9%	+0.2pct	10.6%
千禾味业	33.5%	40.0%	-6.4pct	34.7%	12.7%	14.1%	-1.4pct	12.1%
天味食品	32.7%	33.5%	-0.8pct	34.3%	11.3%	1.2%	+10.1pct	12.8%
安记食品	15.2%	17.9%	-2.7pct	16.5%	3.8%	6.2%	-2.4pct	4.0%
上市调味品企业合计	31.4%	33.4%	-2.0pct	32.9%	15.0%	15.4%	-0.4pct	17.0%

图表22：调味品期间费用率



2.3 连锁：收入增速有所下滑，盈利能力受损严重

- **收入端**：2022前三季度连锁板块整体营收同比增速为1.1%，其中Q3增速1.1%，Q3增速同比有所下滑，主要由于疫情影响线下客流有所减少。
- **利润端**：板块前三季度整体归母净利润同比增速为-68.1%，其中Q3增速-72.3%，疫情多点散发下原材料、物流成本上涨，板块盈利能力受损严重。

图表23：连锁企业三季报收入与利润增速

	营业收入				归母净利润			
	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022M1-9	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022M1-9
绝味食品	4.8%	15.7%	-10.9pct	5.6%	-73.9%	88.2%	-162.0pct	-77.2%
煌上煌	-17.2%	-7.6%	-9.6pct	-16.3%	-86.4%	-55.6%	-30.8pct	-54.0%
巴比食品	9.8%	25.3%	-15.5pct	13.1%	9.0%	-69.0%	+77.9pct	-40.7%
合计	1.1%	11.3%	-10.2pct	1.1%	-72.3%	38.5%	-110.8pct	-68.1%

- **毛利率**：2022前三季度连锁行业整体毛利率同比-5.4pct至27.2%，其中Q3单季度毛利率为24.6%（-6.3pct），Q3毛利率同比下滑主要是由于原材料成本的上涨。巴比食品在Q3毛利率有所提升，主要是由于公司年初对主要原材料面粉和猪肉进行了锁价。
- **净利率**：板块前三季度净利率同比-12.1pct至5.6%，其中Q3单季度净利率为5.4%（-14.2pct）。

图表24：连锁企业三季报毛利率和净利率

	毛利率				净利率			
	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022M1-9	2022Q3	2021Q3	(+/-)	2022M1-9
绝味食品	23.6%	31.6%	-8.0pct	26.5%	6.8%	27.1%	-20.4pct	4.3%
煌上煌	27.4%	33.5%	-6.0pct	29.0%	1.0%	6.4%	-5.3pct	5.2%
巴比食品	26.2%	24.5%	+1.7pct	27.7%	3.9%	3.9%	0.0pct	12.2%
合计	24.6%	30.9%	-6.3pct	27.2%	5.4%	19.6%	-14.2pct	5.6%

一、白酒三季报总结

二、餐饮产业链三季报总结

三、休闲食品三季报总结

四、投资建议

五、风险提示

3. 休闲食品：品牌商模式表现稳健，关注成本端变化

- **板块内业绩分化明显，品牌商Q3表现相对稳健：**按商业模式来分，休闲零食可以分为品牌商和零售商。其中品牌商指的是以大单品模式起家，在“研发+生产+品牌+渠道”等环节中，更加注重前面环节的企业，符合传统食品饮料的逻辑，上市公司有洽洽食品、有友食品、盐津铺子、劲仔食品、甘源食品、黑芝麻、好想你；零售商指的是以零售模式起家，更加注重供应链的建设，上市公司有三只松鼠、良品铺子、来伊份。
- **板块内个股分化较大，品牌商中，新渠道拓展表现较好的盐津铺子、劲仔食品，22Q3营收分别+35%、+40%，归母净利润+213%、+47%；洽洽食品表现较为稳健，其他零食公司受疫情、成本等因素影响。零售商中营收、利润普遍承压。**

图表25：休闲食品上市公司22Q3收入&利润表现情况

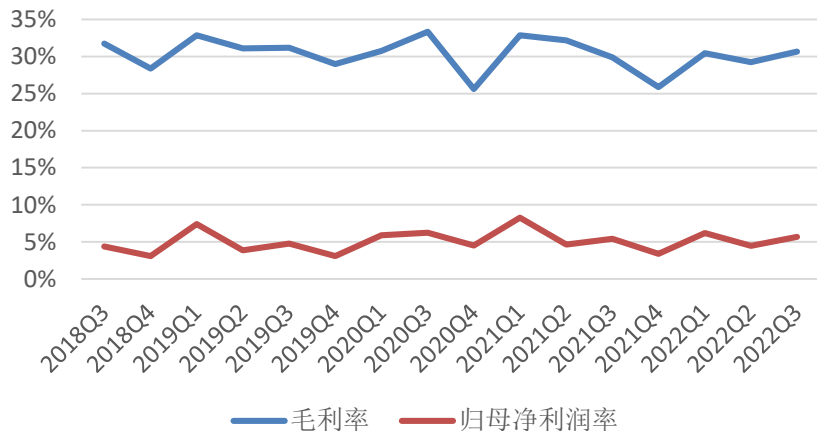
	营业收入				归母净利润			
	2022前三季度	2022Q3	2021Q3	增减	2022前三季度	2022Q3	2021Q3	增减
	YOY	YOY	YOY	pct	YOY	YOY	YOY	pct
洽洽食品	12.9%	13.6%	10.7%	2.85	5.4%	3.2%	13.8%	(10.57)
好想你	28.0%	38.0%	4.0%	34.00	-390.2%	51.6%	107.7%	(56.17)
盐津铺子	21.0%	34.7%	15.3%	19.43	182.9%	213.2%	-51.0%	264.22
甘源食品	13.3%	13.9%	2.7%	11.14	15.8%	20.3%	-27.3%	47.51
劲仔食品	34.6%	40.1%	14.6%	25.54	41.2%	47.1%	10.3%	36.85
黑芝麻	-26.4%	-26.0%	6.3%	(32.33)	-40.2%	-27.4%	-7.2%	(20.15)
三只松鼠	-24.6%	-32.6%	-8.6%	(24.04)	-78.9%	-87.4%	18.3%	(105.72)
有友食品	-20.4%	-22.9%	19.6%	(42.45)	-42.7%	-17.1%	-4.9%	(12.20)
良品铺子	6.6%	-1.8%	11.9%	(13.73)	-8.8%	-23.6%	20.0%	(43.65)
来伊份	6.5%	-1.4%	10.2%	(11.59)	453.0%	-58.3%	91.3%	(149.67)
合计	-2.1%	-3.5%	6.2%	(9.70)	-14.6%	1.6%	-8.1%	9.63

资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

3. 休闲食品：品牌商模式表现稳健，关注成本端变化

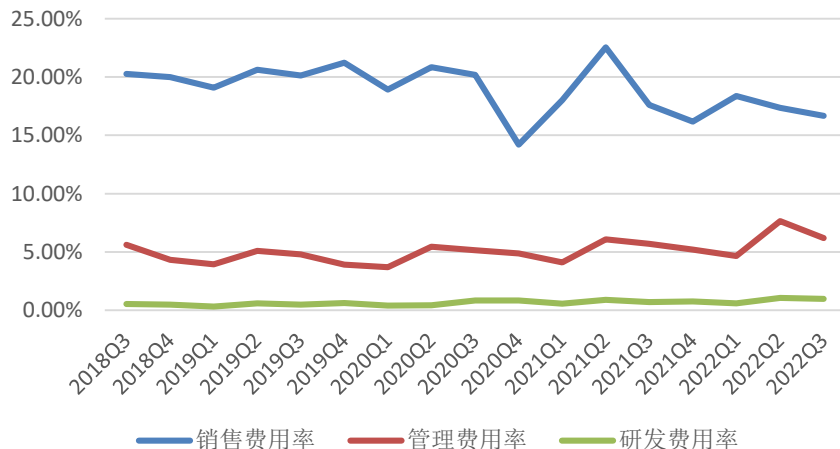
► **费用率&利润率：**费用投放相对精细化及谨慎，利润率保持平稳。Q3零食板块销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为16.7%、6.2%、1.0%，同比-0.94pct、+0.48pct、+0.29pct。销售费用率预计受疫情影响，公司费用投放相对谨慎，部分公司（如甘源、劲仔、盐津等）减少了梯媒、商超营销推广投放。毛利率、归母净利率Q3整体保持平稳，分别为30.6%、5.7%，同比+0.76pct、+0.29pct，主要为棕榈油成本环比Q2有所回落（甘源食品），提价顺利落地（洽洽食品）等，受到部分公司原材料成本增长（劲仔食品）、渠道结构变化（盐津铺子）所抵消，未来建议关注成本端变化对利润率带来的影响。

图表26：休闲食品上市公司Q3毛利率&归母净利率趋势



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表27：休闲食品上市公司Q3三费率趋势



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

3. 休闲食品：品牌商模式表现稳健，关注成本端变化

- **毛利率**：Q3毛利率同比整体保持平稳，内部有所分化，其中品牌商模式的盐津铺子同比有所下降，主要受会计准则变更影响毛利率，甘源食品毛利率有所提升，主要为去年同期新品推广毛利率较低，劲仔食品毛利率有所下降，主要为鱼胚成本提升、新品毛利率较低；零售商中良品铺子Q3同比提升，主要为公司加大毛利率较高的成熟区域门店占比。
- **利润率**：Q3归母净利润率整体同比平稳，其中品牌商模式的盐津铺子受益于去年基数较低、经营效率提升，同比改善明显，其余主要品牌商模式公司保持相对平稳；零售商受疫情反复等因素影响，归母净利润率普遍承压。

图表28：零食板块上市公司22Q3毛利率&归母净利润率

	毛利率				归母净利润率			
	2022M1-9	2022Q3	2021Q3	增减	2022M1-9	2022Q3	2021Q3	增减
	%	%	%	pcts	%	%	%	pcts
洽洽食品	30.47%	32.32%	32.14%	0.18	14.30%	16.17%	17.78%	(1.62)
好想你	24.51%	24.61%	29.61%	(4.99)	-5.48%	-15.53%	-14.14%	(1.39)
盐津铺子	36.35%	34.52%	38.47%	(3.95)	11.10%	11.82%	5.08%	6.73
甘源食品	33.95%	37.14%	29.98%	7.16	9.24%	13.64%	12.91%	0.73
劲仔食品	26.04%	23.58%	25.54%	(1.96)	8.95%	8.64%	8.23%	0.41
黑芝麻	18.39%	19.27%	21.52%	(2.25)	0.42%	0.24%	0.25%	(0.00)
三只松鼠	27.55%	26.51%	29.48%	(2.97)	1.75%	0.93%	5.00%	(4.07)
有友食品	30.06%	33.22%	31.97%	1.25	14.08%	17.21%	16.01%	1.20
良品铺子	28.17%	29.80%	24.58%	5.22	4.10%	4.46%	5.74%	(1.27)
来伊份	43.85%	42.66%	43.28%	(0.62)	2.18%	-4.25%	-10.05%	5.80
合计	30.17%	30.64%	29.88%	0.76	5.55%	5.70%	5.41%	0.29

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

一、白酒三季报总结

二、餐饮产业链三季报总结

三、休闲食品三季报总结

四、投资建议

五、风险提示

4. 投资建议

➤ 白酒：韧性凸显，关注高端、地产酒

1) **白酒大周期**：当前进入本轮白酒周期的后半程，消费震荡时高端白酒和地产酒具有业绩韧性。2) **中短期**：今年基建成为今年经济主要抓手，基地市场中产业结构较好的地产酒有望受益，此外有股权激励的酒企也有望保持一定的业绩稳定性。

➤ 大众品：逐步布局疫后复苏，看好连锁及b端餐饮产业链

大众品板块坚守三条主线：

- ✓ **一是后疫情时代疫情恢复主线，主要从消费场景出发**，疫情恢复场景的先后顺序是：居家-社区店街边体大型商场及社交场，对应子版块：居家(乳制品等生活必需品、榨菜酵母、2c端预制食品等) -社区店(连锁、2b端预制食品及b端调味品等) -街边体(餐饮相关如调味品等) -大型商场及社交；
- ✓ **配置板块**：当前时点我们建议左侧积极布局【连锁】、【速冻】、【调味品】等对应标的：【连锁】的绝味；【速冻】的立高、千味、安井；【调味品】的宝立、日辰、海天、中炬；
- ✓ **二是原材料成本预期下降的赛道和公司**，如调味品，相关标的为海天、中炬、千禾、酵母；
- ✓ **三是具有独立逻辑和成长性的个股**，如百润股份等；
- **投资建议**：白酒推荐具有稳健性的高端和地产酒，重点关注贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份；大众品中期看好速冻，长期建议左侧布局连锁和调味品，重点关注安井食品、立高食品、绝味食品、巴比食品、海天味业、千禾味业，此外建议重点关注独立个股百润股份。
- **风险提示**：疫情反复；行业竞争加剧；原材料价格波动；食品安全问题等

(1) 疫情反复，需求恢复不及预期

疫情的恢复时间尚不明确，若疫情出现反复或进一步加剧，将不利于消费意愿以及限制人员流动，从而使行业需求恢复情况不及预期。

(2) 行业竞争加剧

随着冷冻烘焙，预制菜等行业的发展，行业竞争者不断涌现，未来行业竞争格局或发生改变，存在一定不确定和风险。

(3) 原材料价格波动

Q2以来鸡肉、猪肉原材料价格最近略有上涨，大豆、油脂等原材料价格以及瓦楞纸等包材价格也存在一定的上涨风险，此外若疫情反复，运输费用将会再次上涨，原材料价格上涨将会使行业整体业绩承压。

(4) 销售环境恶化

疫情影响下，经销商和消费者的选择行为将会更加谨慎，使得销售的推广难度变大，销售环境出现恶化，影响行业整体的销售情况。

(5) 食品安全问题

6.盈利预测

公司代码	公司名称	2022E				2022年PE	2023E				2023年PE
		营业收入 (百万)	同比	净利润 (百万)	同比		营业收入 (百万)	同比	净利润 (百万)	同比	
600519.2H	贵州茅台	127,150	16.16%	62,350	18.85%	29	147,307	15.85%	72,973	17.04%	25
600519.2H	泸州老窖	25,430	23.19%	10,169	27.82%	25	30,869	21.93%	12,648	24.38%	20
600519.2H	洋河股份	30,492	20.03%	9573	27.51%	23	35,911	18.02%	11,606	21.24%	19
600519.2H	今世缘	7,879	22.94%	2,512	23.79%	22	9,998	26.90%	3,158	25.74%	17
603345.SH	安井食品	12136	30.88%	1,045	53.15%	43	15,614	28.66%	1,378	31.84%	33
001215.SZ	千味央厨	1513	18.77%	93	5.56%	57	1,893	25.10%	120	28.26%	44
002216.SZ	三全食品	7441	7.17%	699	9.08%	21	8,282	11.30%	779	11.50%	19
605089.SH	味知香	825	7.89%	149	12.47%	40	1,008	22.20%	185	24.20%	33
300973.SZ	立高食品	3042	8.00%	170	-39.94%	90	3,818	25.50%	268	57.65%	57
603288.SH	海天味业	28,013	12%	7,484	12%	47	32,217	15%	8,835	18%	40
600872.SH	中炬高新	6,176	18%	953	23%	27	7,390	20%	1,163	22%	22
603027.SH	千禾味业	2,286	19%	248	12%	57	2,678	17%	342	38%	41
603317.SH	天味食品	2,558	26%	271	47%	67	3,138	23%	348	29%	52
603517.SH	绝味食品	6,811	4%	644	-34%	53	7,884	16%	1066	66%	32
605338.SH	巴比食品	1,608	17%	240	-24%	28	2,086	30%	296	24%	23

资料来源: Wind,太平洋证券研究院整理

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。