

板块曙光初现，把握短中长期布局机会

——食品行业 2023 年度投资策略

核心观点

- **年度回顾，基本面表现看：**1) 疫情反复影响需求复苏，部分原料价格现拐点。需求端看，行业在 3 月上海疫情、8 月后海南、四川、广东等地疫情影响下呈现波折中弱复苏态势，其中餐饮端在疫情反复、防疫政策影响下，承受更大压力，社零餐饮收入相较于 19 年的恢复程度弱于社零总额。成本端看，行业部分原料价格已在 22 年内出现回落态势，包材类价格、棕榈油价格、出口集装箱运价指数等在年内同比转负，成本拐点初显。2) 22 年前三季度报表表现看，板块收入及利润情况整体呈现一定压力，但子板块表现有所分化。①收入端：复调、速冻、基调料具备成长性、居家消费属性、必选性等收入增速表现稳健，肉制品因猪价下滑、疫情影响消费场景等营收增长承压；②利润端：复调、肉制品、速冻板块受益于费用收缩、规模提升带来费用摊薄增加、成本红利等归母净利润率同比提升；卤制品因疫情影响、费投加大等归母净利润率同比承压。
- **年度回顾：1) 股价表现看**，22 年食品板块股价与大盘关联度较大，行业超额收益不明显。22 年截至 11 月 11 日，食品板块下跌 20.3%vs 食品饮料下跌 26.2%vs 沪深 300 下跌 23.3%。分子板块看，肉制品、速冻板块受益于成本红利、行业景气度延续等下跌幅度最小，休闲食品板块受益于成长逻辑兑现等股价下跌幅度居中，其他板块有所承压。2) **投资节奏看**，22Q1 消费疲软背景下市场对提价传导预期降低，对成本回落确定性强/成本上涨可控的标的关注度有所增加，追求业绩确定性，双汇、洽洽、榨菜下跌幅度最低，存超额收益；22Q2-Q3 处于业绩反应期，报表表现亮眼的个股录得较高涨幅，多数为成长逻辑兑现，如天味、安井、盐津、劲仔等。3) **资金配置看**，22Q2 起食品板块重仓持股比例有所回升，但仍处于 10 年来配置低位。
- **展望 22Q4 与 23 年：**需求端看，一方面，11 月 11 日国务院联防联控机制发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，防疫措施优化后此前疫情防控对消费场景/渠道拓展的硬约束有望减弱，对线下门店消费、餐饮消费、商旅需求消费依赖度较高的板块有望呈现边际修复态势，此外公司的渠道拓展、品牌推广、线下营销等活动有望得到进一步开展、具备成长逻辑的企业有望受益；另一方面，当前居民的消费信心仍然较弱，疫情扰动亦为消费复苏带来一定不确定性，实际需求恢复情况仍有待观察，但具备成长逻辑的个股预计仍能保持收入增速稳健。利润端建议关注成本、费投、产能爬坡及折旧摊销等多项因素：1) 成本端，当前行业部分原料如包材等价格拐点已初步显现，考虑到采购周期与生产周期，成本回落红利预计在 22Q4 及 23 年逐步体现；2) 费投端，行业需求复苏态势预计会影响企业费投策略、提价传导等，此外，处于不同成长周期、产能扩张周期的公司费投策略亦有所差异，预计会呈现一定分化趋势；3) 产能爬坡及折旧摊销端，部分公司在新品放量后产能利用率有望得到提升，为利润率带来边际改善，部分公司则面临投产初期带来的折旧摊销压力等。

投资建议与投资标

- 站在当下时间点，短期维度建议关注估值修复、需求改善、成本拐点带来的投资机会；中长期维度，我们认为自身具备成长属性、经营稳健、强行业竞争力的个股仍能跑出超额收益，建议把握配置机会，建议把握三条投资主线：
- **短期维度建议关注估值修复、需求改善、成本拐点带来的投资机会**，关注干味央厨、绝味食品、安琪酵母、立高食品、桃李面包、海融科技、佳禾食品等相关个股：1) 板块 22 年以来股价持续下跌，此前部分个股股价因非基本面因素下跌幅度较大，估值处于历史低位，若后续风险偏好改善，则有望迎来估值修复，建议择机布局；2) 防疫措施优化后此前疫情防控对消费场景/渠道拓展的硬约束有望减弱，考虑到此前受影响情况 & 传导顺序，我们预计板块修复先后顺序为：线下连锁及社区门店-线下餐饮-消费场景中商旅需求占比高的标的 & 此前受疫情及防疫政策影响拓展进度较慢的标的；3) 部分原料价格呈现回落态势，部分原料如糖蜜、葵花籽则进入采购季，建议密切关注成本走势，择机布局成本拐点显现或成本有望下降带来业绩弹性的个股。
- **短中期维度建议关注具备成长逻辑，业绩有望持续兑现的个股**，如安井食品、盐津铺子、天味食品、干味央厨、洽洽食品、干味味业等。
- **长期维度建议关注当前估值处于历史低位、有望享受行业供给侧出清红利的细分行业龙头**，如海天味业、安琪酵母、绝味食品等。

风险提示

- 疫情反复及防疫政策调整风险、消费复苏不及预期、原材料成本压力、行业竞争加剧等

行业评级

看好（维持）

国家/地区

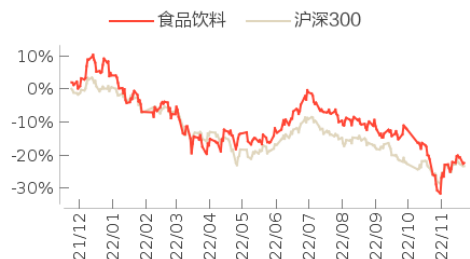
中国

行业

食品饮料行业

报告发布日期

2022 年 11 月 23 日



证券分析师

谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522100001

联系人

张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

三季度业绩承压，关注需求复苏及超跌反弹机会：——食品行业周报 2022-11-08

板块再度触底，关注三季报改善个股：——食品行业周报 2022-10-24

目录

一、22 年食品行业复盘.....	6
1.1、基本面回顾：疫情反复影响需求复苏，部分原料价格初现拐点.....	6
1.2、股价表现：板块股价持续回调，个股表现有所分化	9
1.3、资金回顾：重仓比例 22Q2 有所回升，超配处历史低位.....	11
二、投资策略：短看估值修复、需求改善、成本拐点，中长期关注成长性标的 以及把握优质细分龙头的布局机会	13
三、食品子板块投资策略	15
1、调味品行业：防疫措施优化带来边际改善，建议关注成本走势	15
1.1、22 年回顾：需求端呈现弱复苏态势，主要成本拐点仍有待确认	15
1.2、股价回顾：股价下跌中存波段机会，天味表现最优	17
1.3、展望：需求弱复苏态势延续，建议关注成本走势	17
2、休闲食品行业：建议关注具备成长逻辑，业绩有望持续兑现的个股	18
2.1、22 年回顾：成长性标的业绩持续兑现	18
2.2、股价回顾：成长性标的跑出超额收益	19
2.3、展望：成长性标的预计维持营收增速稳健	20
3、速冻：静待餐饮需求复苏，把握预制菜成长性	20
3.1、22 年回顾：疫情之下收入端仍具韧性，盈利能力改善	20
3.2、股价回顾：疫情影响分化，复苏渐成主线	22
3.3、展望：需求有望加速复苏，建议关注对应机会	22
4、卤制品：品类生命力充足，关注盈利修复与经营改善	22
4.1、22 年回顾：业绩承压，客流与成本有待修复	22
4.2、股价回顾：行业受损与业绩低位压制，复苏预期将促回暖	24
4.3、展望：关注行业盈利修复与个股经营改善	24
5、烘焙：原料成本下降，静待盈利能力恢复.....	24
5.1、22 年回顾：疫情抑制下游需求，预计毛利率即将企稳回升	24
5.2、股价回顾：景气度下降估值回落	26
5.3、展望：关注渠道拓展与新品放量，盈利改善与估值修复料同步	27

四、风险提示.....	27
-------------	----

图表目录

图 1：社零数据及新冠确诊病例情况（例，%）	6
图 2：全国当月新增新冠确诊病例（例）	6
图 3：消费者信心指数	7
图 4：消费者储蓄意愿与消费意愿	7
图 5：CPI 及 PPI 情况	7
图 6：CPI 及 PPI 情况（食品）	7
图 7：食品板块原材料价格同比情况	8
图 8：2022 年以来食品板块涨跌幅（截至 2022 年 11 月 11 日）	9
图 9：22 年初至今食品子板块涨跌幅（截至 2022 年 11 月 11 日）	9
图 10：22 年初至今各板块涨跌幅（截至 2022 年 11 月 11 日）	10
图 11：食品板块主要个股涨跌幅情况	10
图 12：食品板块主要个股涨跌幅情况与营收/业绩增速情况	11
图 13：食品主要公司重仓持股比例与超配比例	12
图 14：调味品重点公司股价回顾	17
图 15：休闲食品重点公司股价回顾	19
图 16：速冻食品重点公司股价回顾	22
图 17：卤制品重点公司（A 股）营收情况（百万元）	23
图 18：周黑鸭（港股）营收情况(百万元)	23
图 19：卤制品重点公司门店数量（家）	23
图 20：卤制品重点公司（A 股）利润情况（百万元）	23
图 21：周黑鸭（港股）利润情况（百万元）	23
图 22：卤制品重点公司（A 股）毛利率	23
图 23：卤制品重点公司（A 股）销售费用率	24
图 24：周黑鸭（港股）毛利率及销售费用率	24
图 25：卤制品重点公司股价回顾	24
图 26：DCE 棕榈油期货价格（元/吨）	26
图 27：烘焙原料重点公司股价回顾	26
表 1：各板块营收及利润增速情况	9
表 2：板块个股跌幅、涨幅排名	11
表 3：食品主要公司持仓情况	13
表 4：食品主要公司估值情况	15
表 5：调味品重点公司单季度营收增速	16

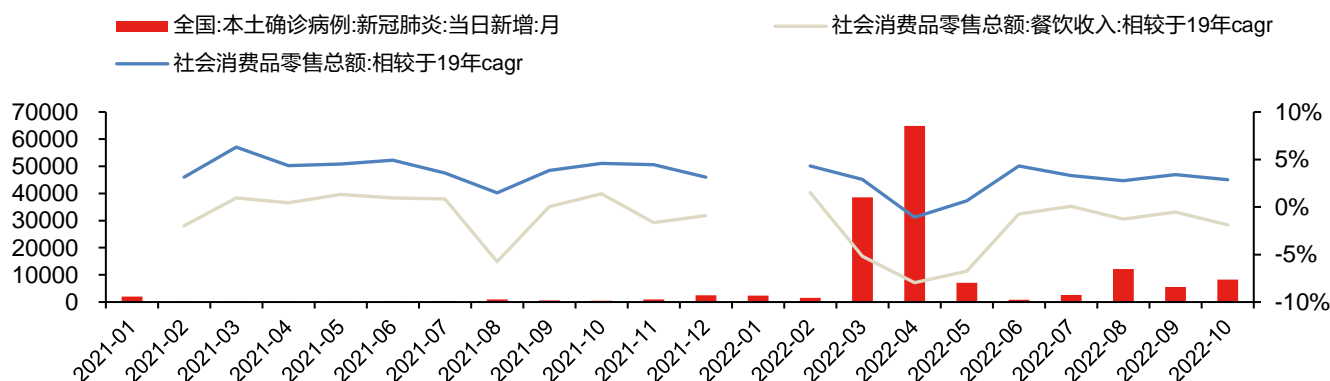
表 6：调味品重点公司毛利率及销售费用率情况	16
表 7：调味品重点公司净利率情况	17
表 8：休闲食品重点公司单季度营收增速	18
表 9：休闲食品重点公司毛利率及销售费用率情况	19
表 10：休闲食品重点公司净利率情况	19
表 11：速冻食品重点公司单季度营收增速	20
表 12：速冻食品重点公司单季度毛利率和销售费用率情况	21
表 13：速冻食品重点公司单季度归母净利率	21
表 14：烘焙原料重点公司单季度营收增速	25
表 15：烘焙原料重点公司单季度营收及利润环比增长情况	25
表 16：烘焙原料重点公司毛利率及销售费用率情况	25
表 17：烘焙原料重点公司单季度归母净利率	25

一、22 年食品行业复盘

1.1、基本面回顾：疫情反复影响需求复苏，部分原料价格初现拐点

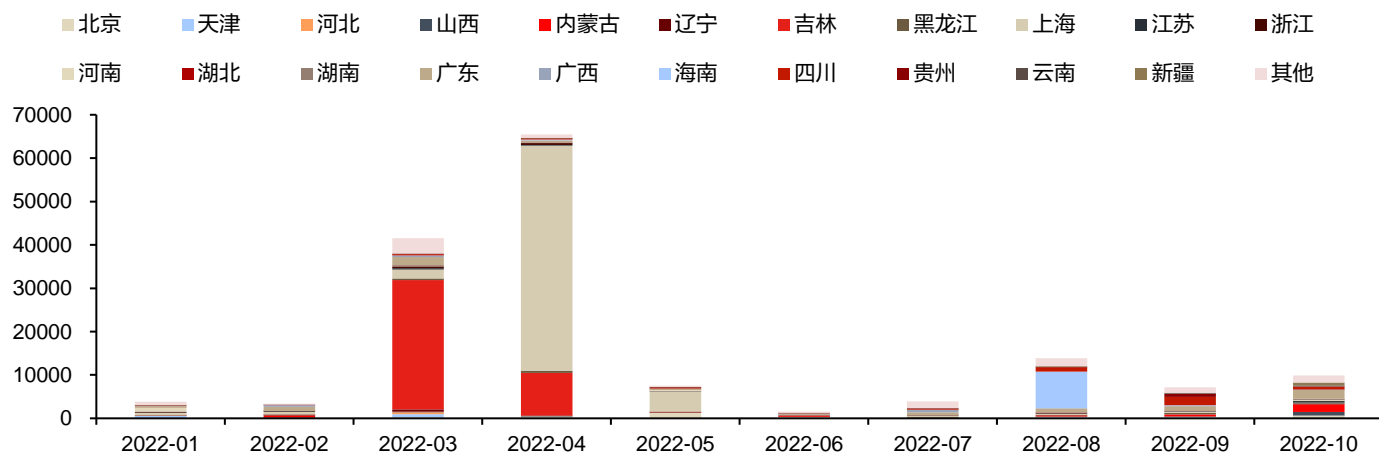
需求端回顾看，行业在疫情影响下呈现波折中弱复苏态势，其中餐饮端在疫情反复、防疫政策影响下，承受更大压力。1) 年内复苏节奏看，22 年 1-2 月延续 21 年底的弱复苏态势，社零数据好于预期，3 月后伴随上海等地区的疫情发散，复苏进程受阻；6 月上海疫情逐步得到控制，社零数据有所恢复；8 月后海南、四川、广东等地疫情发散，行业需求端再次承压。2) 餐饮端在疫情反复、防疫政策影响下，承受更大压力，从相较于 19 年的复合增长看，餐饮收入恢复弱于社零总额。

图 1：社零数据及新冠确诊病例情况（例，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：全国当月新增新冠确诊病例（例）

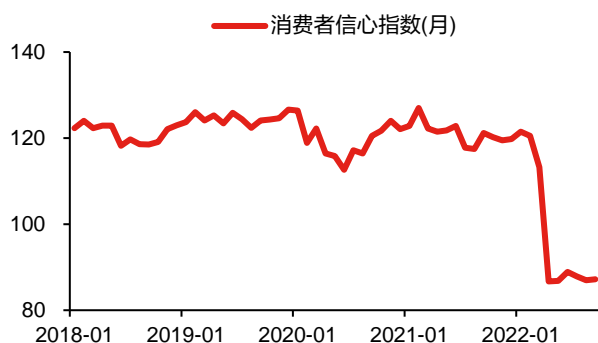


数据来源：Wind，东方证券研究所

从消费者信心指数来看，今年 3 月后因上海疫情消费者信心指数呈现较为明显的下跌趋势，后因疫情反复、防疫政策趋严等原因持续底部徘徊。从消费意愿及储蓄意愿来看，根据中国人民银行统计数据显示，居民消费意愿在 20 年疫情之后有所回落，21 年小幅度回升，但 22 年因疫情发散等原因，又有所回落；相对的，居民的储蓄意愿持续攀升，消费仍呈现疲软态势。

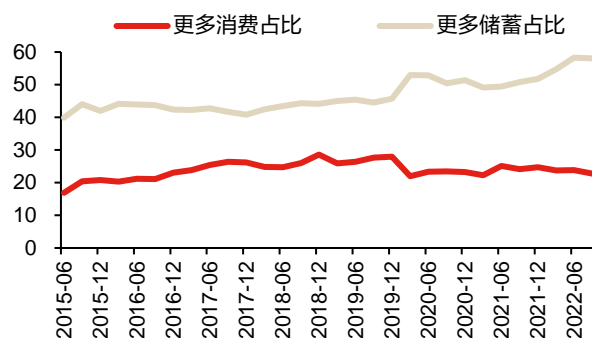
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 3：消费者信心指数



数据来源：Wind，东方证券研究所

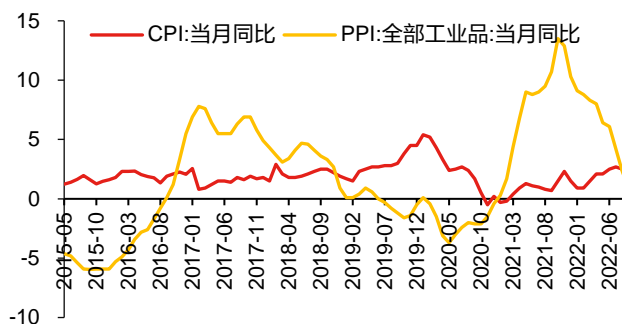
图 4：消费者储蓄意愿与消费意愿



数据来源：Wind，东方证券研究所

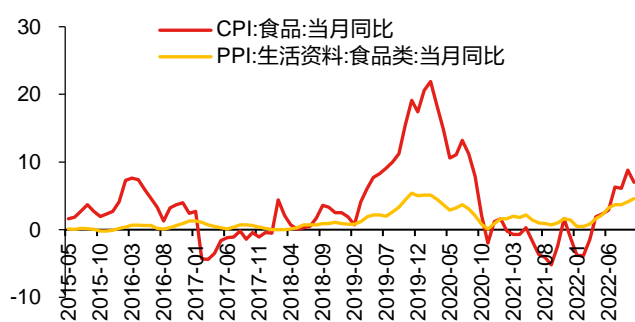
成本端回顾看，20年后在全球通胀背景下行业原料价格持续上涨，企业面临较大成本压力，22年行业部分原料价格已出现回落态势，包材类价格、棕榈油价格、出口集装箱运价指数（海运）等在年内同比转负，大豆、白砂糖价格同比初现转负、拐点仍需持续确认，部分原料如豆粕、毛鸭等价格仍处于高位。

图 5：CPI 及 PPI 情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：CPI 及 PPI 情况（食品）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：食品板块原材料价格同比情况

	调味品							速冻				肉制品		
	大豆	豆粕	糯米	食盐	白砂糖	小麦	糖蜜	豆油	面粉	白条猪	白条鸡	白鲢鱼	生猪价格	毛鸭价格
2022M1	3.0%	-5.2%		1.2%	8.1%	12.2%	1.8%	16.0%	7.7%	53.8%	-0.7%	21.8%	-59.1%	-2.7%
2022M2	6.4%	13.2%	13.1%	1.6%	7.0%	12.4%	10.1%	23.1%	7.8%	53.1%	-4.8%	15.9%	-56.4%	-7.6%
2022M3	4.9%	42.1%	11.9%	2.2%	7.3%	24.4%	14.2%	15.2%	16.9%	52.2%	-6.0%	10.8%	-56.3%	-7.8%
2022M4	6.9%	28.8%		3.0%	8.8%	26.0%	16.0%	22.2%	18.8%	41.4%	5.1%	0.9%	-44.1%	-1.5%
2022M5	4.5%	18.1%		3.6%	5.0%	25.9%	10.6%	24.1%	21.2%	21.7%	8.8%	-7.5%	-21.5%	2.1%
2022M6	7.4%	20.2%	-7.5%	4.2%	7.3%	22.7%	12.2%	28.7%	21.6%	-0.1%	13.5%	12.7%	10.0%	7.5%
2022M7	0.8%	14.2%	-4.8%	4.2%	4.9%	20.6%	12.2%	6.7%	18.0%	34.4%	20.7%	18.2%	38.3%	10.9%
2022M8	5.2%	17.6%	-3.9%	4.4%	1.5%	19.3%	8.9%	12.1%	21.0%	41.7%	20.8%	20.8%	43.6%	13.1%
2022M9	0.2%	30.0%		4.2%	0.8%	18.6%	4.6%	5.1%	21.8%	63.3%	25.0%	16.7%	77.9%	24.7%
2022M10	-6.8%	48.7%		4.2%	-0.3%	18.6%	1.5%	2.9%	18.1%	0.0%	26.6%	18.2%	113.2%	28.3%
	烘焙							包材				运输		汇率
	原奶	豆油	棕榈油	面粉	鸡蛋	白砂糖	塑料	玻璃	瓦楞纸	铝锭	原油	公路运价	海运	美元兑人民币
2022M1		16.0%	43.4%	7.7%	1.8%	8.1%	3.6%	13.4%	9.3%	39.3%	59.3%	0.4%	84.2%	6.36
2022M2	29.7%	23.1%	57.5%	7.8%	2.4%	7.0%	-1.1%	13.4%	4.3%	40.3%	57.7%	-0.9%	69.8%	6.35
2022M3	26.3%	15.2%	60.3%	16.9%	10.9%	7.3%	-4.0%	-4.9%	-3.2%	30.2%	80.9%	0.1%	74.2%	6.35
2022M4	23.2%	22.2%	66.7%	18.8%	17.8%	8.8%	-4.3%	-9.6%	-1.3%	20.8%	61.2%	0.8%	65.2%	6.43
2022M5	23.2%	24.1%	72.0%	21.2%	14.3%	5.0%	-5.9%	32.4%	-2.2%	5.5%	64.5%	2.4%	43.0%	6.71
2022M6	18.8%	28.7%	70.9%	21.6%	7.9%	7.3%	-5.2%	36.1%	-4.6%	7.0%	69.2%	2.6%	30.0%	6.70
2022M7		6.7%	7.2%	18.0%	8.1%	4.9%	-9.8%	48.1%	-5.9%	-5.3%	50.1%	3.2%	16.5%	6.73
2022M8		12.1%	9.3%	21.0%	1.5%	1.5%	13.4%	44.8%	-6.9%	-8.5%	41.2%	2.9%	0.2%	6.79
2022M9		5.1%	11.1%	21.8%	11.2%	0.8%	16.0%	39.1%	-6.8%	17.6%	20.5%	3.9%	-18.3%	6.96
2022M10		2.9%	20.4%	18.1%	22.9%	-0.3%	18.7%	33.6%	12.3%	17.4%	11.5%	3.0%	-40.8%	7.13

数据来源：Wind，东方证券研究所

报表表现看：1) 收入端：行业表现有所分化，①横向对比看，22Q1-Q3 营收增速呈现复调>20%>速冻>基调>10%>烘焙>休闲食品>0>卤制品>肉制品的特点，复调板块因基数低且行业洗牌阶段头部企业受益，速冻板块因主业稳健、预制菜第二增长曲线放量，基调因偏必选属性，营收增速保持稳健；烘焙、休闲食品板块因下游需求疲软、渠道流量改变等原因营收增长承压；卤制品因疫情影响线下消费，肉制品板块因猪价下滑、疫情影响消费场景等，营收同比负增。②纵向对比看，22Q1 行业普遍面临高基数压力，收入增长承压；Q2 后受益于基数压力减小、渠道补库存等原因，大部分板块营收增速环比加快，除卤制品板块因 Q2 疫情影响线下消费场景缺失，营收有所承压；Q3 板块有所分化，复调板块因低基数实现较高营收增长，速冻食品第二增长曲线成长性延续、营收增速表现稳健，基调板块龙头企业主动控制发货节奏、帮助渠道梳理库存营收增速有所放缓。

2) 利润端：行业利润率整体仍然承压，①横向对比看，22Q1-Q3 归母净利率同比变动呈现复调>肉制品>速冻>0>休闲>基础调味品>烘焙食品>-5pct>卤制品的情况，复调板块受益于费用收缩、规模提升带来费用摊薄增加，肉制品受益于冻肉亏损减少等，速冻板块受益于 21-22H2 年猪价回落红利、费效比提升，净利率同比提升；其他板块因成本压力、竞争加剧带来费投加大、渠道红利衰退等利润率有所承压，卤制品因疫情影响、费投加大等原因 22 年利润率同比下滑幅度较大；②纵向对比看，休闲食品受益于提价显现、新产能放量提升利润率、规模效应显现等利润率逐季度提升，其余因成本压力仍存、竞争加剧等原因，利润率季度环比改善不明显。

表 1：各板块营收及利润增速情况

	营业收入同比增长					归母净利润率情况				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1-Q3	21Q1-Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1-Q3	2022Q1-Q3 同比变动
基础调味品	4.3%	21.2%	8.5%	10.8%	5.9%	19.9%	19.8%	16.5%	18.8%	-1.6pct
复合调味品	13.1%	15.5%	47.9%	24.6%	-0.5%	14.5%	14.2%	13.1%	13.9%	3.0pct
休闲食品	0.0%	4.0%	0.2%	1.2%	7.6%	6.7%	7.2%	9.8%	7.9%	-1.1pct
卤制品	5.6%	-6.2%	-0.4%	-0.6%	16.5%	5.6%	2.3%	5.6%	4.5%	-12.4pct
速冻食品	10.4%	22.9%	14.6%	15.6%	17.3%	8.2%	8.5%	10.2%	9.1%	0.6pct
烘焙食品	2.8%	0.1%	1.4%	1.4%	41.9%	7.0%	6.6%	4.0%	5.8%	-4.9pct
肉制品	-24.7%	-14.6%	3.4%	-12.5%	-8.5%	10.6%	9.0%	8.0%	9.1%	2.3pct
整体	-5.9%	2.8%	5.8%	0.7%	3.2%	11.6%	11.2%	10.4%	11.1%	-0.2pct

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：1）各板块主要公司选取如下：基调（海天、中炬、千禾、恒顺、安琪、涪陵榨菜），复调（天味、日辰、仲景），休闲食品（良品、松鼠、洽洽、盐津、劲仔、甘源、桃李、元祖），卤制品（煌上煌、绝味），肉制品（双汇），速冻（三全、安井、海欣、惠发、味知香、巴比、广酒、干味），烘焙（立高、佳禾、海融、南侨），后同。2）计算方式为各板块取总额再算同比增速；3）因干味央厨 20 年数据缺失，速冻板块计算 21Q1-Q3 同比增速时剔除干味央厨

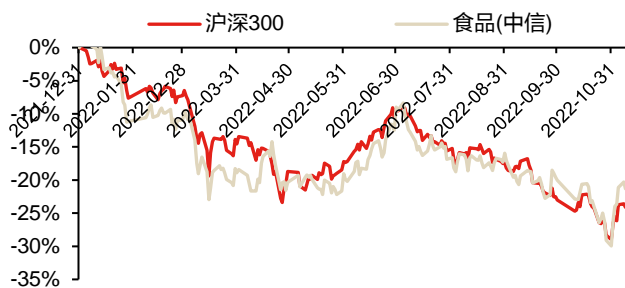
1.2、股价表现：板块股价持续回调，个股表现有所分化

股价表现看，22 年食品板块股价与大盘关联度较大，行业超额收益不明显。1）板块股价自 2022 年起持续下跌，因俄乌冲突、大宗商品上涨、疫情反复等因素，市场情绪较为悲观；2）4 月后伴随北向资金流入、新增确诊无症状感染者见顶，市场信心有所提振，板块于 4 月 11 日-4 月 21 日暂时性反弹，存超额收益；但后续疫情相关不确定性因素增加，板块回调；3）6 月后受上海复工复产催化，市场情绪见暖，板块有所反弹；4）7 月后因房地产停贷风波、佩洛西窜访中国台湾地区、美联储加息等原因，市场较为悲观，板块及市场持续下跌；5）11 月后因市场风险偏好改善、防疫政策动态优化等原因，有所反弹，板块存超额收益。

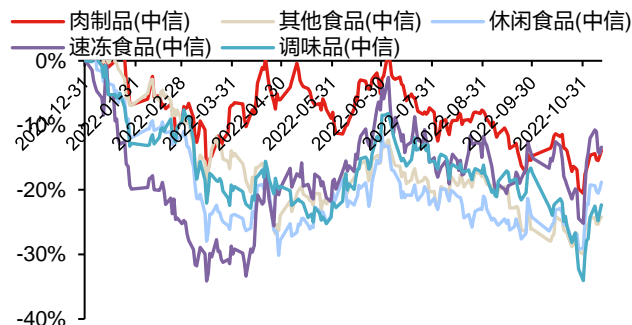
全行业板块比较看，22 年截至 11 月 11 日，食品板块下跌 20.3%vs 食品饮料下跌 26.2%vs 沪深 300 下跌 23.3%；分子板块看：1）肉制品、速冻板块下跌幅度最小：肉制品板块受益于成本红利等，前期下跌幅度最低且在后期持续跑赢；速冻在年报及一季报超预期后反弹相对强势，且行业景气度延续，股价相对坚挺；2）休闲食品板块在需求疲软背景下面临一定压力，但大部分上市公司具备成长性，且成长逻辑持续兑现，股价仍相对跑赢；3）调味品板块、其他食品板块因业绩压力，板块整体股价持续走弱。2022 年截至 11 月 11 日，肉制品、其他食品、休闲食品、速冻食品、调味品板块分别下跌 13.9%/24.2%/18.8%/13.4%/22.3%。

图 8：2022 年以来食品板块涨跌幅（截至 2022 年 11 月 11 日）

图 9：22 年初至今食品子板块涨跌幅（截至 2022 年 11 月 11 日）

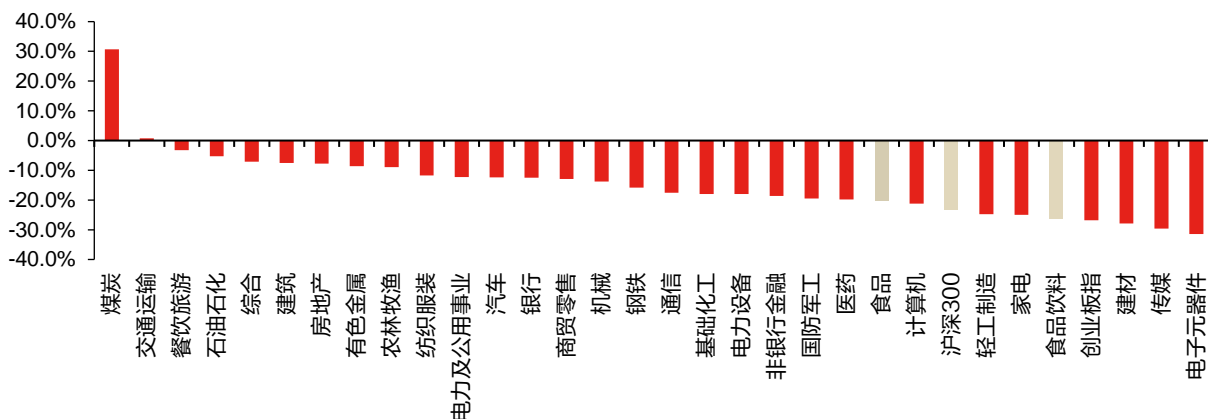


数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：Wind，东方证券研究所

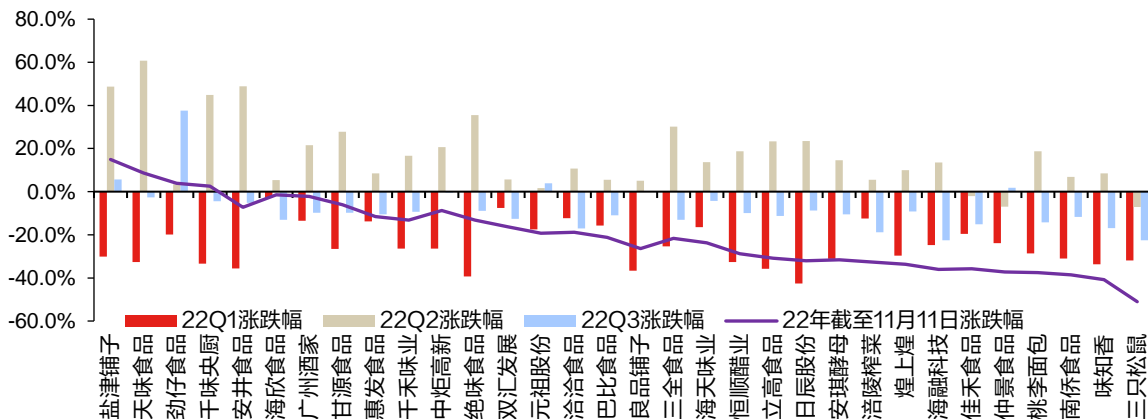
图 10：22 年初至今各板块涨跌幅（截至 2022 年 11 月 11 日）



数据来源：Wind，东方证券研究所

个股角度：1) 22 年全年维度看，成长属性突出且业绩持续兑现的个股仍然跑赢，如盐津铺子、天味食品年初至今仍然录得 14.9%和 8.7%的涨幅。2) 分季度看，板块投资偏好有所分化，22Q1 疫情反复、消费疲软背景下市场对提价传导预期降低，对成本回落确定性强/成本上涨可控的标的关注度有所增加，追求业绩确定性，双汇、洽洽、涪陵榨菜下跌幅度较低，存超额收益；22Q2-Q3 处于业绩反应期，报表表现亮眼的个股录得较高涨幅，多数为成长逻辑兑现，如天味、安井、盐津、劲仔等。

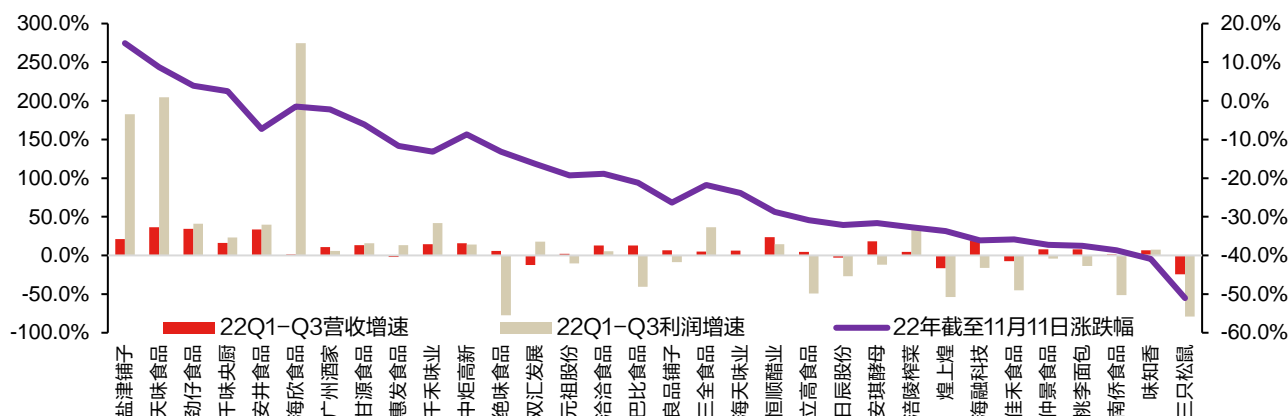
图 11：食品板块主要个股涨跌幅情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

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

图 12：食品板块主要个股涨跌幅情况与营收/业绩增速情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：板块个股跌幅、涨幅排名

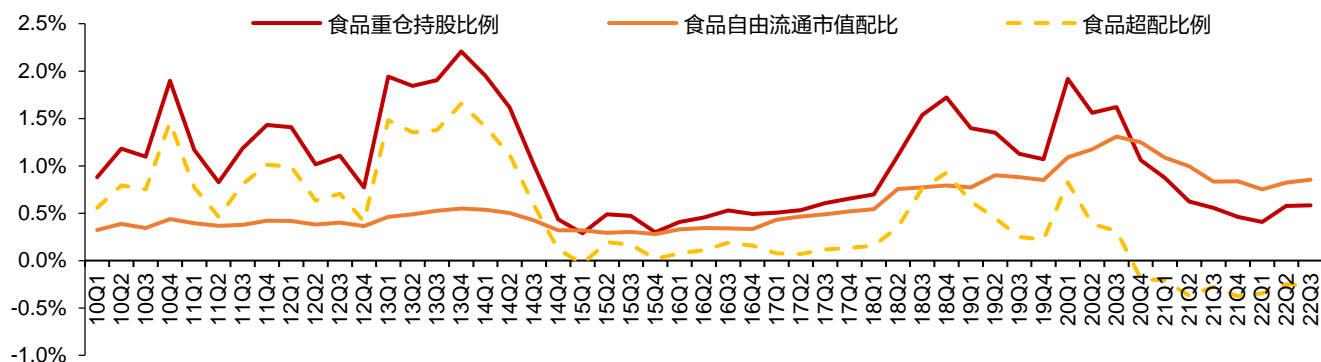
	22Q1 涨幅排名		22Q2 涨幅排名		22Q3 涨幅排名	
1	海欣食品	-2.80%	天味食品	60.70%	劲仔食品	37.60%
2	双汇发展	-7.50%	安井食品	48.90%	盐津铺子	5.70%
3	洽洽食品	-12.30%	盐津铺子	48.70%	元祖股份	3.90%
4	涪陵榨菜	-12.40%	干味央厨	44.80%	仲景食品	1.90%
5	广州酒家	-13.50%	绝味食品	35.60%	良品铺子	0.20%
	22Q1 跌幅排名		22Q2 跌幅排名		22Q3 跌幅排名	
1	日辰股份	-42.70%	三只松鼠	-7.10%	三只松鼠	-22.50%
2	绝味食品	-39.30%	仲景食品	-7.00%	海融科技	-22.50%
3	良品铺子	-36.60%	佳禾食品	-2.00%	涪陵榨菜	-18.90%
4	立高食品	-35.70%	元祖股份	1.60%	洽洽食品	-17.10%
5	安井食品	-35.60%	劲仔食品	3.40%	味知香	-16.90%

数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3、资金回顾：重仓比例 22Q2 有所回升，超配处历史低位

从资金配置来看，22Q2 起食品板块重仓持股比例有所回升，22Q2 重仓持股比例为 0.58%，环比 22Q1 提升 0.17pct；超配比例为-0.25%，环比提升 0.1pct。22Q3 重仓及超配比例保持稳定，重仓持股比例为 0.58%，环比提升 0.01pct；超配比例为-0.27pct，环比下降 0.02pct。整体来看，食品板块超配比例仍处于 10 年来历史低位。

图 13：食品主要公司重仓持股比例与超配比例



数据来源：Wind，东方证券研究所；注：1）标的选取参见表 1；2）取全部基金类产品

从基金十大重仓股统计来看，安井食品、绝味食品、海天味业、双汇发展、中炬高新、安琪酵母、洽洽食品、涪陵榨菜、立高食品、甘源食品为 22Q3 食品板块内重仓基金最多的 10 只个股，安井、绝味、立高、甘源、双汇重仓基金数有所增加，中炬、安琪、海天、洽洽、榨菜重仓基金数有所减少。

表 3：食品主要公司持仓情况

	进入前十大重仓基金数（家）				季报持仓变动(万股)				持股占流通股比(%)			
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
安井食品	50	53	154	182	-1755	1615	1616	262	5.49%	12.11%	18.77%	16.51%
绝味食品	51	19	55	69	-3630	-2121	1685	1525	5.94%	2.46%	5.22%	7.73%
海天味业	62	57	74	67	-418	-147	628	-446	0.96%	0.93%	0.98%	0.88%
双汇发展	41	51	46	47	2841	1845	-772	-1817	3.35%	4.59%	4.07%	1.22%
中炬高新	34	17	44	43	909	-461	227	157	1.69%	1.11%	1.40%	1.62%
安琪酵母	78	35	48	43	1737	-2975	2052	-650	6.63%	3.02%	5.51%	4.72%
洽洽食品	71	86	42	35	803	783	-1124	-622	3.44%	4.99%	2.77%	1.54%
涪陵榨菜	37	71	62	33	971	1175	-342	-589	1.27%	2.61%	2.22%	1.55%
立高食品	11		18	30	-106		504	231	2.56%		7.13%	10.39%
甘源食品	16	6	15	21	191	-61	166	495	5.24%	3.55%	8.12%	21.71%
盐津铺子	1	2	3	15	1	25	27	382	0.01%	0.23%	0.47%	3.80%
天味食品	2	2	15	13	64	258	645	-7	0.34%	1.73%	1.28%	1.27%
桃李面包	19	15	14	10	-219	-44	-122	-226	1.47%	1.42%	0.92%	0.75%
广州酒家	11	10	13	9	-143	274	-133	-148	0.61%	1.09%	0.85%	0.59%
元祖股份	8	5	5	8	-38	42	45	19	1.15%	1.32%	1.51%	1.59%
三全食品	13	2	8	8	831	-823	274	438	1.39%	0.09%	0.52%	1.22%
千味央厨	6	1	5	7	89	-82	56	-22	4.60%	0.75%	3.38%	1.10%
千禾味业	19	9	11	6	422	-253	-285	-159	1.06%	0.74%	0.32%	0.15%
恒顺醋业	4		2	3	44		24	24	0.08%		0.03%	0.06%
南侨食品	2			3	-4			26	1.00%			0.39%
劲仔食品				2				603				2.71%
仲景食品	1	2	1	2	0	1	0	24	0.08%	0.10%	0.10%	0.72%
巴比食品	1	4	3	2	-195	86	-79	0	0.21%	1.21%	0.30%	0.30%
良品铺子	4				132				0.67%			
三只松鼠												
日辰股份	4	3	9		113	-93	130		3.40%	0.69%	4.50%	
煌上煌	1				-10				0.04%			
海欣食品												
惠发食品												
味知香	1				-3				0.02%			
佳禾食品												
海融科技	1				7				0.35%			

数据来源：Wind，东方证券研究所；注：取全部基金类产品

二、投资策略：短看估值修复、需求改善、成本拐点，中长期关注成长性标的以及把握优质细分龙头的布局机会

展望 22Q4 与 23 年，需求端，一方面，22 年 11 月 11 日国务院联防联控机制发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，针对密接次密接的判定和隔离、风险等级、入境航班及人员管控等做出优化调整，防疫措施优化后此前疫情防控对消费场景/渠道

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

拓展的硬约束有望减弱，对线下门店消费、餐饮消费、商旅需求消费依赖度较高的板块有望呈现边际修复态势，此外公司的渠道拓展、品牌推广、线下营销等活动有望得到进一步开展、具备成长逻辑的企业有望受益。另一方面，当前居民的消费信心仍然较弱，疫情扰动亦为消费复苏带来一定不确定性，实际需求恢复情况仍有待观察，但具备成长逻辑的个股预计仍能保持收入增速稳健。**利润端建议关注成本、费投、产能爬坡及折旧摊销等多项因素**：1）成本端，当前行业部分原料如包材等价格拐点已初步显现，考虑到采购周期与生产周期，成本回落红利预计在 22Q4 及 23 年逐步体现；2）费投端，行业需求复苏态势预计会影响企业费投策略、提价传导等，此外，处于不同成长周期、产能扩张周期的公司费投策略亦有所差异，预计会呈现一定分化趋势；3）产能爬坡及折旧摊销端，部分公司在新品放量后产能利用率有望得到提升，为利润率带来边际改善，部分公司则面临投产初期带来的折旧摊销压力等。

站在当下时间点，短期维度建议关注估值修复、需求改善、成本拐点带来的投资机会；中长期维度，我们认为自身具备成长属性、经营稳健、强行业竞争力的个股仍能跑出超额收益，建议把握配置机会，建议把握三条投资主线：

- **短期维度建议关注估值修复、需求改善、成本拐点带来的投资机会**，关注干味央厨(001215，增持)、绝味食品(603517，买入)、安琪酵母(600298，买入)、立高食品(300973，未评级)、桃李面包(603866，买入)、海融科技(300915，买入)、佳禾食品(605300，增持)。
 - 1) 板块 22 年以来股价持续下跌，此前部分个股股价因非基本面因素下跌幅度较大，估值处于历史低位，若后续风险偏好改善，则有望迎来估值修复，建议择机布局；
 - 2) 防疫措施优化后此前疫情防控对消费场景/渠道拓展的硬约束有望减弱，考虑到此前受影响情况及传导顺序，我们预计板块修复先后顺序为：线下连锁及社区门店-线下餐饮-消费场景中商旅需求占比高的标的&此前受疫情及防疫政策影响拓展进度较慢的标的；
 - 3) 部分原料价格呈现回落态势，部分原料如糖蜜、葵花籽则进入采购季，建议密切关注成本走势，择机布局成本拐点显现或成本有望下降带来业绩弹性的个股。
- **短中期维度建议关注具备成长逻辑，业绩有望持续兑现的个股**，关注安井食品(603345，增持)、盐津铺子(002847，买入)、天味食品(603317，增持)、干味央厨(001215，增持)、洽洽食品(002557，买入)、千禾味业(603027，增持)。
- **长期维度建议关注当前估值处于历史低位、有望享受行业供给侧出清红利的细分行业龙头**，如海天味业(603288，买入)、安琪酵母(600298，买入)、绝味食品(603517，买入)。

表 4：食品主要公司估值情况

	22PE	23PE	24PE	近 5 年市盈率 分位数	近 2 年市盈率分位数	近 1 年市盈率 分位数
涪陵榨菜	22.5	19.6	17.3	0.6	1.5	3.0
三全食品	17.6	15.9	14.1	1.6	4.1	8.2
仲景食品	27.3	22.6	19.5	2.1	2.1	4.1
桃李面包	22.5	18.6	15.9	3.1	7.7	15.3
双汇发展	14.6	13.5	12.3	4.9	6.4	2.7
广州酒家	21.0	17.4	14.5	5.8	12.9	25.8
劲仔食品	34.2	27.2	20.5	7.4	7.0	14.0
味知香	36.3	28.7	23.2	9.1	9.1	13.2
中炬高新	36.9	30.6	25.9	10.8	26.7	45.5
盐津铺子	40.4	29.0	22.6	12.0	6.4	2.2
洽洽食品	23.0	19.3	16.5	20.0	13.8	13.4
海天味业	47.9	40.4	34.6	21.3	2.6	5.2
元祖股份	12.0	9.9	8.6	23.9	57.4	66.6
天味食品	69.8	54.0	42.5	28.8	12.3	4.1
日辰股份	52.9	36.7	27.7	35.0	47.9	77.0
安琪酵母	26.3	20.7	16.7	36.1	26.8	25.2
海融科技	26.7	19.6	14.4	38.0	38.0	73.7
甘源食品	36.2	26.8	20.2	45.0	50.5	47.9
巴比食品	28.9	23.1	18.9	50.3	52.3	84.1
良品铺子	34.5	28.0	22.8	51.4	67.7	98.4
千禾味业	57.8	44.7	35.0	53.7	15.2	30.4
安井食品	44.0	34.3	27.4	54.4	17.8	35.6
千味央厨	49.4	37.5	28.7	59.3	59.3	66.8
立高食品	81.9	47.9	34.4	64.6	64.6	83.6
南侨食品	29.6	22.3	17.9	82.3	82.3	94.2
三只松鼠	35.7	21.8	17.6	83.5	100.0	100.0
恒顺醋业	65.2	47.9	37.9	87.8	69.5	47.9
佳禾食品	43.8	22.5	15.8	92.5	92.5	89.3
绝味食品	68.0	32.7	26.2	99.9	99.8	99.6
煌上煌	38.9	25.1	19.4	100.0	100.0	100.0

数据来源：Wind，东方证券研究所；注：近 5 年/2 年/1 年分位数分别为自 2017 年 11 月 10 日/2020 年 11 月 10 日/2021 年 11 月 10 日截至 2022 年 11 月 10 日的 PE (TTM) 分位数水平

三、食品子板块投资策略

1、调味品行业：防疫措施优化带来边际改善，建议关注成本走势

1.1、22 年回顾：需求端呈现弱复苏态势，主要成本拐点仍有待确认

收入端看，22 年因消费疲软、疫情防控等原因，行业整体呈现弱复苏态势。1) 纵向对比看，各公司营收增速因下游消费结构、所处成长周期等不同有所分化，如中炬、千禾、天味因 C 端占比

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

较高、成长逻辑更强、营销/渠道改革效果持续显现等原因，营收增速保持稳健；海天因 B 端占比高、餐饮复苏受阻营收增速放缓；安琪国内烘焙主业因下游烘焙需求低迷受阻、但海外、微生物营养等业务放量带动公司收入增速表现较好；榨菜量增受限，但得益于提价贡献，营收增速保持稳健。**2）纵向对比看**，公司季度间报表节奏因公司渠道政策、受疫情影响程度、基数效应有所分化，如海天于 Q3 主动控制发货节奏、帮助渠道梳理库存，营收增速有所放缓；中炬、千禾等以 C 端为主，受疫情影响相较于海天更小，Q2、Q3 营收增速保持稳健；天味于 21 年主动梳理渠道库存，22 年轻装上阵，叠加公司提高销售人员激励、小龙虾调味料上半年增长放量，全年营收增速保持稳健。

表 5：调味品重点公司单季度营收增速

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
海天味业	7.2%	22.3%	17.7%	14.7%	21.7%	-9.4%	3.1%	22.9%	0.7%	22.2%	-1.8%
中炬高新	-6.3%	20.7%	10.3%	14.8%	9.5%	-24.9%	-12.7%	29.7%	6.6%	24.0%	19.0%
千禾味业	23.6%	45.0%	26.0%	10.7%	32.9%	-7.2%	11.1%	21.0%	0.9%	30.5%	14.8%
恒顺醋业	1.3%	15.9%	9.6%	13.2%	11.0%	6.3%	-34.2%	-6.0%	10.6%	18.0%	53.8%
安琪酵母	12.7%	21.0%	12.9%	19.8%	29.6%	12.5%	13.2%	22.9%	14.1%	18.7%	22.5%
涪陵榨菜	-8.3%	27.8%	15.9%	23.2%	46.9%	-10.8%	1.3%	18.7%	-2.9%	15.0%	2.5%
天味食品	9.2%	80.7%	35.1%	29.3%	56.2%	-15.4%	-37.1%	-25.2%	20.6%	18.2%	82.3%

数据来源：Wind，东方证券研究所

利润端看，行业利润率整体呈现一定压力。1）尽管大部分调味品公司于 21Q4 进行提价，但因促销过渡、需求疲软等原因提价落地不及预期，对利润的边际改善不明显；2）尽管包材等原料自 22 年以来呈现不同程度的回落态势，但考虑到采购周期与生产周期，成本回落红利未在 22 年前三季度有明显体现；3）费投角度，各企业的费投情况有所分化，如千禾、榨菜于今年收缩费用投放对冲成本压力。综合看，除天味、榨菜、千禾毛销差呈现一定改善态势，其余企业均承受一定压力，其中天味受益于费用收缩、规模提升对费用摊薄等，榨菜受益于提价及低价青菜头投入使用，千禾受益于费用收缩。

表 6：调味品重点公司毛利率及销售费用率情况

	毛利率			销售费用率			毛销差			毛销差同比变动		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
海天味业	38.17%	34.87%	35.29%	5.43%	4.68%	5.87%	32.74%	30.18%	29.42%	-2.49%	-1.72%	-1.78%
中炬高新	32.30%	31.68%	31.15%	8.79%	7.49%	9.13%	23.51%	24.18%	22.02%	-3.33%	-0.45%	1.02%
千禾味业	34.98%	35.72%	33.55%	15.06%	13.56%	14.12%	19.92%	22.16%	19.42%	2.26%	8.67%	-3.30%
恒顺醋业	37.90%	33.21%	33.91%	12.07%	15.56%	17.28%	25.83%	17.65%	16.63%	-1.08%	-4.07%	-2.43%
安琪酵母	26.68%	26.75%	21.94%	6.68%	5.50%	5.94%	20.00%	21.25%	16.00%	-7.05%	-2.71%	-2.59%
涪陵榨菜	52.37%	57.67%	53.40%	17.87%	10.79%	22.82%	34.51%	46.87%	30.58%	-1.40%	14.34%	8.54%
天味食品	35.95%	34.51%	32.67%	13.01%	18.02%	12.64%	22.94%	16.50%	20.02%	3.18%	14.55%	10.33%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 7：调味品重点公司净利率情况

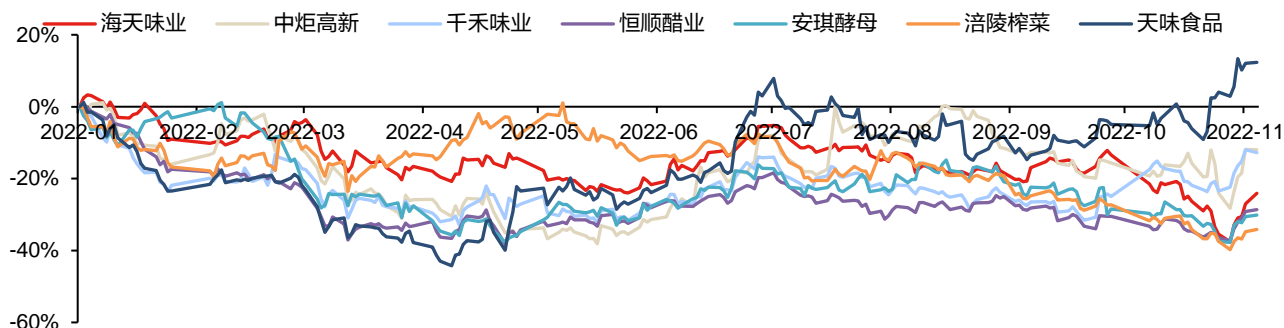
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
海天味业	27.43%	28.75%	24.06%	32.11%	27.32%	27.04%	23.92%	27.99%	25.39%	24.73%	22.97%
中炬高新	19.38%	19.51%	18.43%	18.51%	14.80%	10.90%	8.63%	22.77%	12.54%	12.63%	8.69%
千禾味业	19.59%	19.70%	15.81%	-3.84%	8.35%	6.35%	14.06%	15.71%	11.46%	11.94%	12.71%
恒顺醋业	16.69%	15.41%	16.81%	14.85%	15.40%	9.31%	1.86%	-2.92%	12.99%	8.01%	5.05%
安琪酵母	15.59%	18.79%	14.70%	14.58%	16.91%	15.19%	8.14%	9.36%	10.45%	11.90%	8.16%
涪陵榨菜	34.30%	33.40%	34.83%	34.46%	28.67%	27.12%	20.95%	42.30%	31.11%	41.20%	28.88%
天味食品	23.05%	20.98%	19.89%	5.25%	15.36%	-0.92%	1.17%	16.61%	15.93%	11.19%	11.22%

数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2、股价回顾：股价下跌中存波段机会，天味表现最优

股价复盘看，22 年行业股价整体呈现下跌态势，但个股表现有所分化，下跌中存波段机会：1）天味食品前期股价下跌幅度较大，但因前三季度业绩持续超预期，股价持续上涨，22 年截至 11 月跑出调味板块内的超额收益；2）涪陵榨菜在 5 月前因有低价原料成本红利、业绩确定性较强，跑出超额收益，后因需求不及预期等原因，股价有所下跌；3）中炬高新 7 月后因股权变动持续催化、自身经营持续优化，股价有所反弹；4）千禾受益于零添加事件，股价在 10 月后小幅反弹。

图 14：调味品重点公司股价回顾



数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3、展望：需求弱复苏态势延续，建议关注成本走势

展望 22Q4 及 23 年，22Q4 看，行业收入端整体面临高基数压力，但因今年春节有所提前，预计能对冲部分压力；此外，部分企业如海天因 Q3 协助渠道去库存，库存压力环比减小，为 Q4 收入冲刺助力。**23 年看**，收入端视疫情情况、需求恢复情况等仍具有一定不确定性，但防疫措施优化后疫情防控带来的收入抑制因素预计有所缓解，此外成长性标的如千禾、天味等收入增速预计仍能保持稳健。**利润端**：1）费投角度，部分企业如千禾处于扩张周期，预计仍会保持一定的费用投放强度（体现在毛利率&销售费用率），而龙头企业如海天、安琪预计仍会保证费投性价比以保持利润端平稳；2）产能投放角度，部分企业如安琪 23 年处于产能扩产周期，预计存一定折旧摊销压力；3）成本角度，一方面，当前包材价格已有所回落，大豆成本拐点仍有待进一步确认，但 22/23 年度国产大豆增产预计为价格上涨带来一定抑制，成本回落红利预计在后续逐渐体现；

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

另一方面，部分企业如安琪酵母的主要原料糖蜜进入采购期，建议关注新榨期糖蜜价格走势及公司采购进展，若糖蜜成本下行，则有望为公司带来利润弹性。此外，当前海运成本有所回落、人民币亦处于贬值阶段，有望为出口相关企业如安琪带来利润端的边际改善。个股角度，1) 我们建议关注海天味业、安琪酵母的配置机会，短期维度有望受益于防疫措施优化后餐饮端/烘焙需求的修复，中长期维度看安琪和海天估值均处于历史低位，配置价值凸显。2) 建议关注具备成长性逻辑的千禾味业、天味食品。

2、休闲食品行业：建议关注具备成长逻辑，业绩有望持续兑现的个股

2.1、22 年回顾：成长性标的业绩持续兑现

各公司表现有所分化。收入端看，1) 尽管行业面临消费需求疲软等问题，但板块内部分公司处于扩张期及改革期，伴随公司的成长逻辑兑现以及改革成果逐渐显现，收入增长态势良好，如盐津得益于渠道、产品的改革成果持续显现，劲仔得益于大包装放量+全渠道发展，甘源得益于产品渠道调整到位、新品持续放量；2) 渠道型品牌如良品、松鼠因平台流量算法改变、线上暂时性承压，而线下仍处于调整期，营收增速暂时承压；3) 烘焙企业如元祖因区域疫情影响月饼销售、桃李因疫情管控下商旅及校园消费场景缺失，营收增速有所放缓。

表 8：休闲食品重点公司单季度营收增速

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
良品铺子	4.2%	1.8%	-1.8%	4.8%	34.8%	8.6%	11.9%	16.5%	14.3%	5.7%	-1.8%
三只松鼠	19.0%	11.9%	-10.2%	-25.9%	7.6%	-13.6%	-8.6%	5.4%	-15.9%	-35.5%	-32.6%
洽洽食品	10.3%	21.1%	10.1%	1.3%	20.2%	-12.7%	10.7%	28.3%	3.9%	24.4%	13.6%
盐津铺子	35.4%	61.5%	43.5%	25.5%	27.4%	-1.9%	15.3%	24.7%	-2.9%	34.6%	34.7%
劲仔食品			7.3%	-5.9%	15.9%	-3.8%	14.6%	67.8%	15.5%	45.6%	40.1%
甘源食品	8.8%	9.6%	10.6%	-1.9%	38.8%	-16.6%	2.7%	15.8%	-5.2%	42.7%	13.9%
桃李面包	15.8%	0.0%	4.4%	4.5%	0.3%	13.9%	5.6%	5.1%	9.4%	8.8%	5.7%
元祖股份	-7.9%	5.9%	7.6%	1.3%	28.6%	15.0%	5.1%	13.8%	7.9%	2.0%	-0.1%

数据来源：Wind，东方证券研究所

利润端看，行业利润率面临多重因素影响：1) 成本看，行业成本压力视细分产品有所分化，如猪肉价格上半年呈现下跌态势、鸭副产品价格则呈现上涨态势，对应猪肉类、鸭肉类零食成本有所分化。但整体而言，在大宗成本上涨背景下，行业面临一定成本压力。2) 规模效应及产能投放端看，部分企业如盐津受益于供应链及规模效应的提升，利润率保持平稳；部分企业处于产能爬坡期，对利润率形成一定制约。3) 提价看，部分企业如洽洽、桃李于 21 年进行提价，为利润率带来边际贡献；洽洽于 22Q2-Q3 对小品类、瓜子、坚果再次进行提价，带动 22Q3 利润率环比改善。

表 9：休闲食品重点公司毛利率及销售费用率情况

	毛利率			销售费用率			毛销差			毛销差同比变动		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
良品铺子	26.30%	29.23%	29.80%	18.28%	18.57%	18.39%	8.01%	10.66%	11.41%	-2.04%	0.79%	-0.03%
三只松鼠	29.56%	22.75%	26.51%	22.10%	26.30%	20.70%	7.45%	-3.55%	5.81%	-5.72%	-6.49%	-3.84%
洽洽食品	30.86%	27.48%	32.32%	9.23%	8.55%	9.75%	21.64%	18.93%	22.58%	0.32%	-2.38%	-1.34%
盐津铺子	38.59%	36.52%	34.52%	20.06%	17.72%	14.69%	18.53%	18.80%	19.83%	-3.52%	17.92%	9.71%
劲仔食品	26.56%	28.32%	23.58%	12.01%	11.24%	8.92%	14.55%	17.09%	14.66%	-2.46%	3.35%	-1.63%
甘源食品	34.85%	29.11%	37.14%	17.20%	16.03%	10.95%	17.65%	13.08%	26.19%	-1.06%	9.23%	4.25%
桃李面包	25.62%	24.73%	21.74%	8.45%	7.64%	8.11%	17.17%	17.09%	13.63%	-0.18%	-0.63%	-3.62%
元祖股份	56.97%	59.46%	62.46%	52.29%	37.26%	28.93%	4.68%	22.20%	33.52%	-5.70%	2.96%	-2.87%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 10：休闲食品重点公司净利率情况

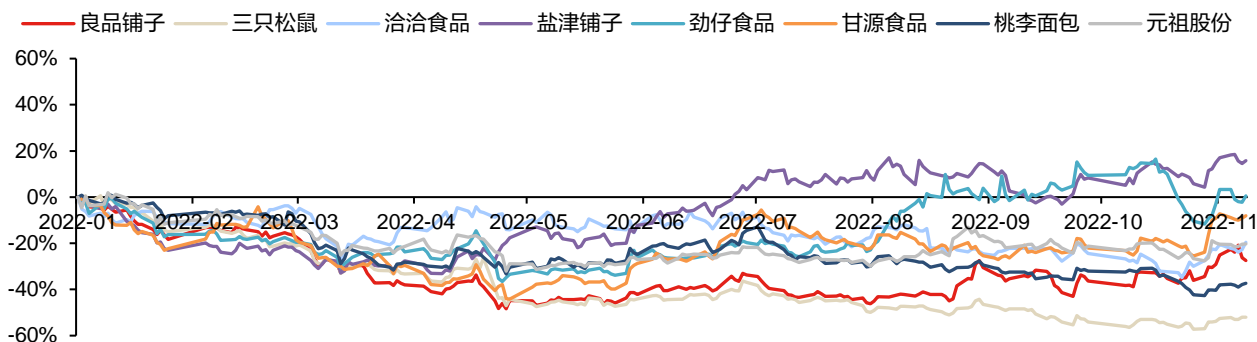
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
良品铺子	4.79%	4.18%	5.29%	3.40%	3.98%	4.93%	5.78%	-1.27%	3.22%	5.14%	4.38%
三只松鼠	5.51%	-0.01%	3.86%	1.45%	8.58%	2.31%	5.00%	-1.15%	5.23%	-7.74%	0.93%
洽洽食品	12.96%	12.77%	17.29%	16.80%	14.32%	13.06%	17.78%	15.90%	14.51%	11.58%	16.17%
盐津铺子	12.35%	15.18%	11.97%	10.15%	14.17%	-6.68%	5.08%	11.23%	10.67%	10.61%	11.80%
劲仔食品	13.32%	14.78%	8.55%	8.67%	9.48%	8.00%	8.09%	5.63%	7.46%	9.94%	8.59%
甘源食品	15.04%	13.03%	18.23%	14.57%	12.18%	-2.01%	12.91%	17.42%	7.03%	6.33%	13.64%
桃李面包	14.70%	15.77%	16.43%	12.37%	12.27%	12.80%	11.55%	11.66%	10.88%	11.39%	7.26%
元祖股份	-9.84%	10.80%	26.01%	1.60%	0.33%	10.08%	25.01%	1.51%	-4.55%	13.39%	21.87%

数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2、股价回顾：成长性标的跑出超额收益

股价复盘看，1) 盐津、劲仔、甘源受益于成长逻辑兑现，经营势头向上，跑出超额收益；2) 松鼠因仍处于战略转型期、桃李受疫情影响商旅需求、学校需求及成本压力仍然较大等，业绩有所承压，股价回落；3) 洽洽在年初因提价相对顺利且成本可控，业绩确定性较强，跑出超额收益，Q2 利润率阶段性承压，股价有所回落，Q3 受益于提价等因素利润率环比回升，股价有所反弹。

图 15：休闲食品重点公司股价回顾



数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3、展望：成长性标的预计维持营收增速稳健

展望 22Q4 及 23 年，22Q4 看，行业收入端整体面临高基数压力，但春节提前预计对冲部分基数压力；部分品类如洽洽的坚果产品对过年送礼的场景依赖度较大，需关注疫情情况及消费场景恢复情况。**23 年看**，收入端预计行业仍延续弱复苏态势，部分成长性标的如盐津、甘源等伴随公司持续拓展收入端仍有望保持稳健；利润端看，一方面，部分企业受益于新品放量后规模效应持续提升、产能爬坡，利润率有望迎边际改善，另一方面，行业成本端表现有所分化，但包材价格回落预计为板块带来边际利润贡献；另，洽洽葵花籽原料进入新收获季，361 葵花籽品种当前市场价呈现小幅度上涨，363 呈现小幅度下跌，建议密切关注新采购季成本走势。整体而言，我们预计行业利润率表现稳健，受益于新品放量后规模效应持续提升、提价效应显现、原料成本逐步回落等。个股角度，我们建议关注：1）当前估值处于历史低位、短期有望受益于防疫措施优化后商旅需求、学校需求修复的桃李面包；2）具备成长逻辑且业绩有望持续兑现的盐津铺子，中长期成长逻辑清晰的洽洽食品。

3、速冻：静待餐饮需求复苏，把握预制菜成长性

3.1、22 年回顾：疫情之下收入端仍具韧性，盈利能力改善

收入端：疫情影响下 B 端龙头仍具韧性，C 端受益阶段性居家红利。今年以来多地疫情反复尤其是上海疫情对餐饮端需求造成扰动，以 B 端为主的安井（剔除并表因素后预计）、千味央厨 Q2 收入增速有所放缓，6 月之后随各地疫情趋稳餐饮需求回暖，安井、千味 Q3 收入增速也迎来回升，安井 H1 也由于并表新宏业、冻品先生，表观收入增速保持稳健，预制菜第二曲线对营收增长的贡献愈发显著；以 C 端为主的三全食品则受益于居家消费红利，Q2 收入增速实现提升；味知香由于零售端以加盟店线下销售为主、批发端主要服务中小餐饮客户，因此今年以来营收增速亦受到疫情影响。

表 11：速冻食品重点公司单季度营收增速

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
安井食品	16.6%	27.0%	41.0%	39.8%	47.3%	27.7%	34.9%	28.1%	24.2%	46.1%	30.8%
三全食品	16.1%	33.5%	26.3%	-3.0%	5.2%	-13.6%	-2.3%	8.2%	0.5%	13.0%	5.1%
千味央厨	-	-	-	-	-	-	32.4%	14.9%	20.2%	8.0%	19.2%

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

海欣食品	5.3%	48.1%	18.8%	6.2%	26.5%	-19.8%	-1.4%	-13.1%	-9.5%	15.4%	2.7%
惠发食品	0.0%	45.9%	19.1%	7.3%	85.6%	37.0%	4.5%	-5.8%	4.5%	-13.5%	5.8%
味知香	-	-	-	-	30.8%	31.9%	12.1%	20.3%	14.2%	-5.2%	11.8%
巴比食品	-	-	3.8%	9.4%	131.8%	39.7%	25.3%	26.0%	22.4%	9.9%	9.8%
广州酒家	-2.2%	0.9%	11.2%	16.8%	28.7%	33.0%	10.2%	20.6%	11.5%	20.3%	7.4%

数据来源：Wind，东方证券研究所

利润端：成本整体企稳+优化产品结构，盈利能力持续修复。安井食品 22Q3 毛销差同比提升 4.03pct，今年以来主业盈利能力改善较为明显，主要由于去年同期油脂、蛋白、鱼糜肉类等原材料成本处于高位，而今年有不同程度下降或企稳，同时今年加强费用管控；干味央厨在油脂等原材料上涨的背景下，22H1 毛销差稳中略升，主要得益于优化产品结构的对冲，芝麻球、地瓜丸等低毛利产品销售占比下降，烘焙、新品油条等高毛利产品占比提升；三全食品 H1 盈利能力修复显著，一方面得益于产品渠道优化，盈利能力较弱的商超直营占比下降、新品次新品收入贡献提升，另一方面猪肉等原材料成本较去年高位亦有下降。

表 12：速冻食品重点公司单季度毛利率和销售费用率情况

	毛利率			销售费用率			毛销差			毛销差同比变动		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
安井食品	24.20%	19.99%	19.60%	10.31%	5.68%	6.27%	13.89%	14.31%	13.33%	-1.60%	-0.08%	4.03%
三全食品	31.03%	28.06%	25.23%	14.40%	11.15%	15.84%	16.63%	16.91%	9.39%	4.21%	1.36%	0.70%
干味央厨	22.56%	22.36%	23.11%	3.20%	3.07%	4.32%	19.36%	19.29%	18.79%	0.33%	1.99%	0.00%
海欣食品	23.21%	20.84%	20.37%	9.83%	10.50%	9.30%	13.39%	10.34%	11.07%	2.72%	14.79%	3.94%
惠发食品	12.75%	14.58%	14.96%	9.94%	8.02%	7.69%	2.82%	6.56%	7.27%	-3.78%	0.30%	0.85%
味知香	24.81%	24.01%	23.86%	4.10%	3.36%	3.56%	20.71%	20.65%	20.30%	-2.03%	1.36%	0.12%
巴比食品	27.35%	29.49%	26.24%	4.37%	5.47%	5.81%	22.97%	24.01%	20.42%	12.24%	2.80%	0.91%
广州酒家	30.31%	24.66%	44.57%	9.49%	12.81%	7.90%	20.81%	11.85%	36.68%	0.61%	0.16%	-1.99%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 13：速冻食品重点公司单季度归母净利率

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
安井食品	6.87%	10.93%	7.30%	9.06%	9.22%	8.67%	6.73%	6.01%	8.96%	8.52%	8.23%
三全食品	11.61%	12.88%	8.01%	11.45%	7.54%	7.79%	7.44%	13.69%	11.14%	11.52%	6.25%
干味央厨	-	-	10.15%	8.28%	6.75%	5.83%	6.17%	8.21%	8.10%	5.70%	6.20%
海欣食品	6.59%	6.17%	5.82%	0.87%	2.91%	-13.79%	-1.79%	-0.95%	5.10%	1.08%	8.13%
惠发食品	-	2.84%	4.59%	1.93%	-10.98%	-7.60%	-5.49%	-10.18%	-9.92%	-7.11%	-5.18%
味知香	16.46%	20.74%	22.82%	19.18%	17.49%	16.27%	20.07%	15.48%	19.17%	18.08%	17.46%
巴比食品	12.12%	17.27%	15.64%	22.69%	5.42%	57.67%	3.80%	21.83%	0.38%	30.84%	3.65%
广州酒家	2.27%	-0.20%	21.55%	14.40%	7.10%	-2.03%	23.31%	12.91%	7.12%	0.12%	21.92%

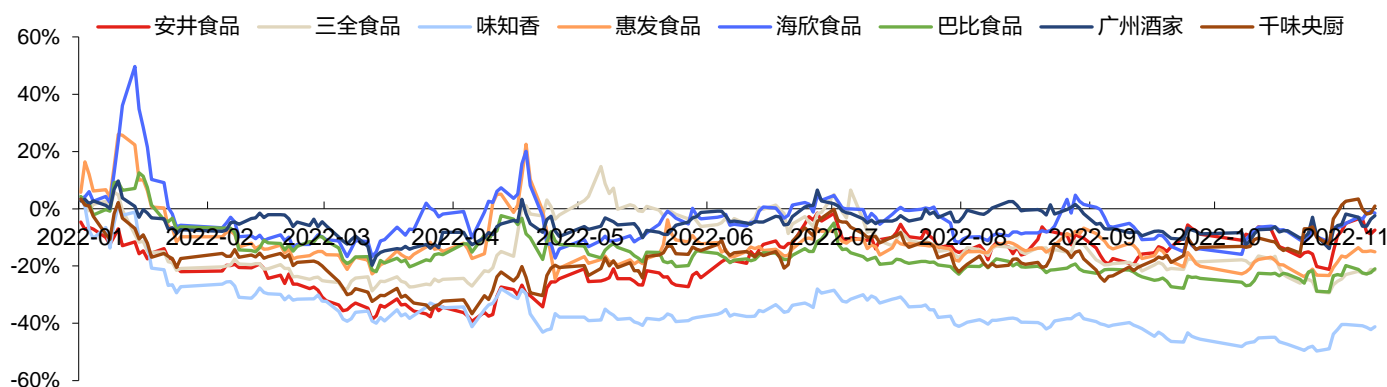
数据来源：Wind，东方证券研究所

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

3.2、股价回顾：疫情影响分化，复苏渐成主线

疫情对 BC 端龙头影响分化，复苏主线β增强。2022 年年初至 4 月，受华东疫情导致餐饮需求受损、油脂等部分原材料价格走高影响，B 端占比较高的安井、干味以及以线下门店销售为主的味知香股价回调幅度较大，三全则因 C 端占比高受益于居家场景红利和自身盈利能力改善超预期，股价在上半年相对收益显著；5 月之后随上海疫情趋稳、管控措施优化，线下消费场景及餐饮需求回暖，安井、干味股价实现快速反弹，虽然 8 月下旬以来全国多地再次发生疫情，但安井、干味 Q3 收入端均在逆境下实现稳健增长，同时随着投资者对政策变化的预期升温，餐饮供应链相关标的市场表现越来越受到“复苏主题”β的影响，因此 9 月以来安井、干味股价表现仍具韧性，相比食品饮料板块超额收益显著。

图 16：速冻食品重点公司股价回顾



数据来源：wind，东方证券研究所

3.3、展望：需求有望加速复苏，建议关注对应机会

展望 Q4，行业进入旺季，收入端仍受到疫情影响但对比 Q2 最坏时点大概率已经过去，盈利端龙头公司纷纷通过控费、囤货、优化产品结构等多种方式对冲成本压力，低基数之下盈利能力有望继续改善。中期维度来看，速冻食品及预制菜仍是整个食品饮料领域具备较强成长性的版块，具备全国化产能布局和渠道优势的龙头公司将充分受益行业红利。投资建议方面，板块作为餐饮供应链，短期表现更多由消费复苏 β 驱动，建议关注主业稳健、预制菜持续超预期、低基数之下 22Q4 业绩有望继续高增的安井食品，以及大 B 端复苏空间可期、蒸煎饺等新品和新客户开拓表现良好的干味央厨。

4、卤制品：品类生命力充足，关注盈利修复与经营改善

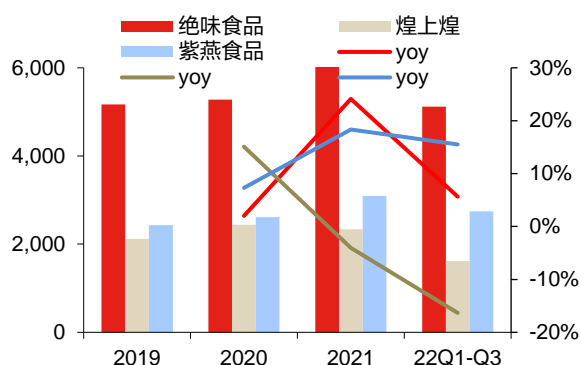
4.1、22 年回顾：业绩承压，客流与成本有待修复

营收端：前三季度龙头营收基本由开店驱动，由于营收增速有限，推测单店营收不同程度承压，且不同品牌因门店点位差异、单店客流承压程度分化。绝味食品、紫燕食品作为休闲、佐餐卤制品赛道的龙头，品牌经营与门店管理能力突出，因而呈现更稳健的开店能力；同时周黑鸭受益特

许经营改革的持续精进，也表现出较强的拓店能力。单店营收层面，估计绝味食品、紫燕食品因门店以社区临街店为主，门店客流受疫情影响承受一定压力，但相对同业仍较为稳定；而周黑鸭、煌上煌因商圈枢纽等高势能门店占比较大，单店营收压力较大。

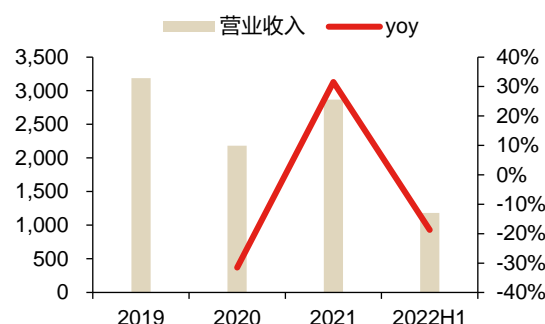
利润端：前三季度卤制品龙头盈利能力均明显承压，因原料成本上行及补贴增加。1) 各公司毛利率基本承压，因鸭副成本显著上行且持续高位；而周黑鸭因前期备货充足、供应效率优化，表现出更强的成本把控能力。2) 由于疫情对出行和消费意愿有所抑制，对于仍处扩张阶段的公司来说，为保证新店存活和整体门店经营，需要更大力度销售费用投放。

图 17：卤制品重点公司（A 股）营收情况（百万元）



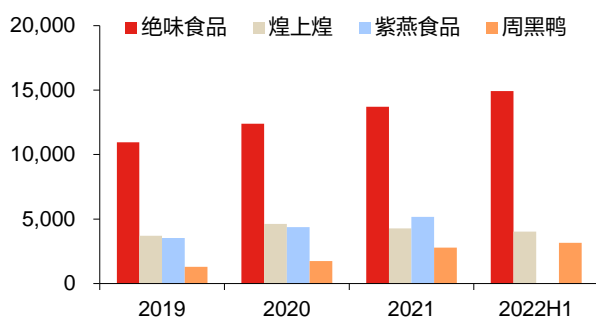
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：周黑鸭（港股）营收情况(百万元)



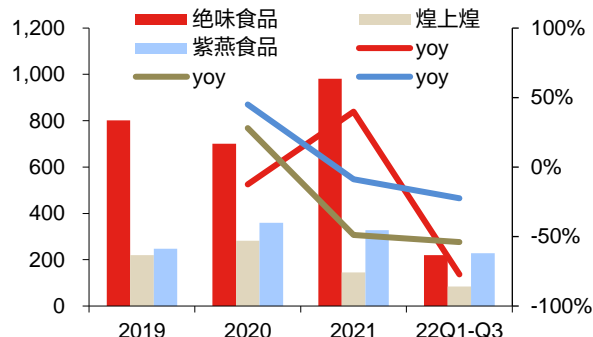
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：卤制品重点公司门店数量（家）



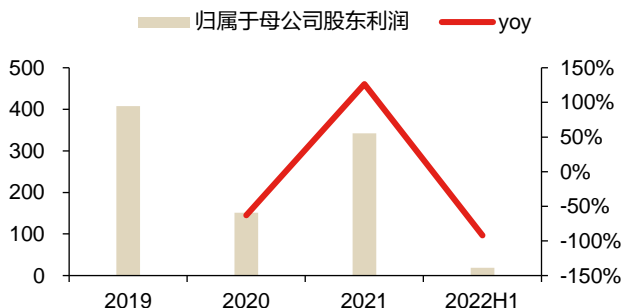
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：卤制品重点公司（A 股）利润情况（百万元）



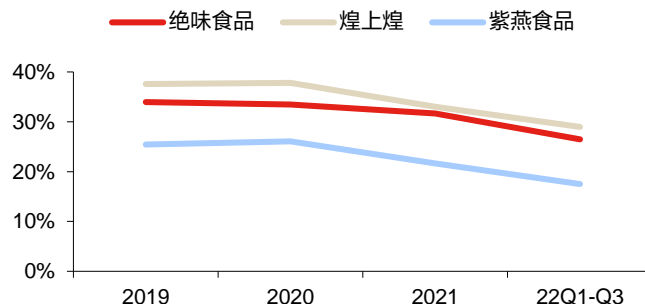
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：周黑鸭（港股）利润情况（百万元）



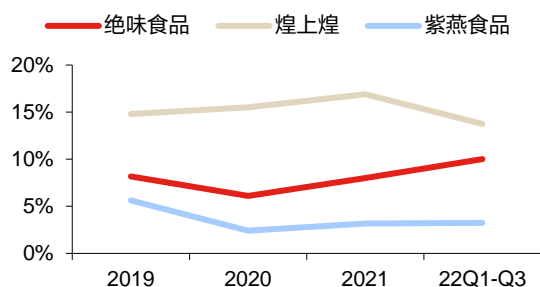
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：卤制品重点公司（A 股）毛利率



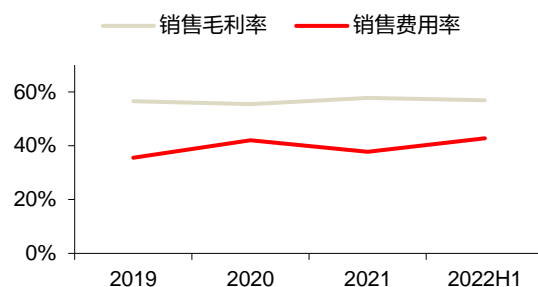
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：卤制品重点公司（A 股）销售费用率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：周黑鸭（港股）毛利率及销售费用率

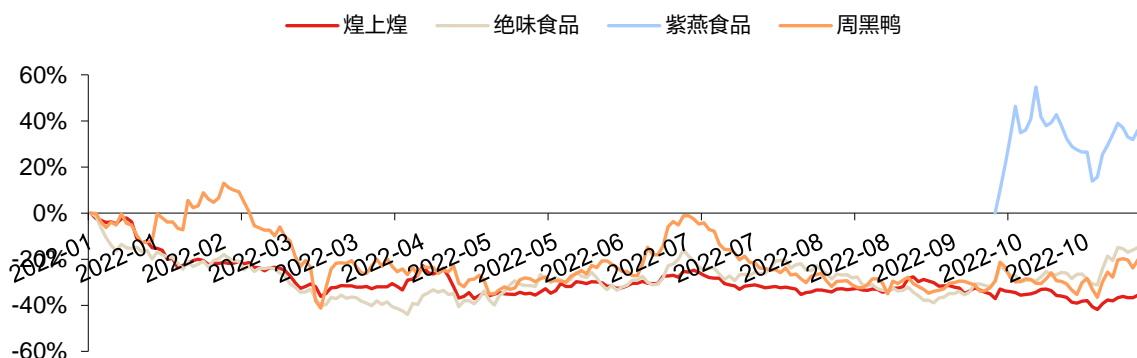


数据来源：Wind，东方证券研究所

4.2、股价回顾：行业受损与业绩低位压制，复苏预期将促回暖

由于疫情反复对公司营收、利润均形成压力，各卤制品公司 22 年初起开始股价下行，5 月疫情稳定后、股价因出行复苏预期强化而有所反弹；但 7 月开始因大盘原因、局部疫情复散发散导致恢复不及预期，股价持续下跌；11 月开始，因市场对疫情防控优化、消费环境稳步复苏的预期增强，各公司股价或再次迎来拐点。

图 25：卤制品重点公司股价回顾



数据来源：Wind，东方证券研究所

4.3、展望：关注行业盈利修复与个股经营改善

建议从短中期业绩修复和长期经营变革角度布局相应个股。绝味食品 Q3 盈利已开始修复，未来伴随销售费用继续精细化、上游原料逐步回稳，盈利能力仍有较大修复空间，同时龙头经营管理能力及第二曲线发展势头充足，中长期配置强、建议关注低位布局机会。

5、烘焙：原料成本下降，静待盈利能力恢复

5.1、22 年回顾：疫情抑制下游需求，预计毛利率即将企稳回升

回顾烘焙原料板块 22 年前三季度表现，收入端：受疫情反复影响，消费需求受到抑制，板块整体营收同比增速较 21 年放缓甚至出现营收同比下降，环比看，疫情冲击最大的 Q2 为营收低点，Q3 随疫情控制及行业季节性波动，营收逐步回暖；利润端：除收入端冲击外，棕榈油等油脂原料成本持续上涨，压制行业盈利能力，归母净利同比大幅下滑，预计行业整体净利润将于 Q4 企稳回升，盈利底部或将确认。

棕榈价格高位回落，盈利能力改善可期。20 年以来棕榈油价格持续上升，于 22 年 3 月达到历史高点，而植脂奶油、植脂末等产品以油脂为主要原料，行业毛利率因此承压，21 年前三季度毛利率同比下滑，目前棕榈油期货价格已从高位回落，环比看三季度毛利率企稳，但由于前期成本上涨，行业普遍与上游签订锁价合同，因此价格传导具有一定的滞后性，预计 Q4 锁价合同到期，成本下行顺利传导，行业盈利能力有望改善。销售费用率方面，由于上半年疫情影响，营销活动减少，销售费用率同比下降，预计将随营销活动恢复而修复。

表 14：烘焙原料重点公司单季度营收增速

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
立高食品	38.4%	19.2%	130.5%	60.6%	33.8%	40.4%	8.8%	3.1%	2.5%
海融科技	9.0%	3.9%	43.9%	62.3%	31.9%	3.1%	37.0%	5.7%	16.9%
南侨食品			49.7%	29.9%	10.1%	15.1%	1.9%	7.2%	-5.7%
佳禾食品			81.8%	34.0%	17.1%	5.6%	-11.3%	-15.6%	3.2%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 15：烘焙原料重点公司单季度营收及利润环比增长情况

	营业收入环比增长			归母净利润环比增长		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
立高食品	-26.4%	10.2%	4.8%	-53.2%	-24.1%	-1.0%
海融科技	6.6%	-5.1%	12.1%	70.4%	-38.7%	34.5%
南侨食品	-19.2%	16.0%	-14.6%	-44.0%	37.1%	-90.2%
佳禾食品	-19.0%	-15.9%	51.8%	-57.1%	-4.8%	63.7%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 16：烘焙原料重点公司毛利率及销售费用率情况

	毛利率			同比变动			销售费用率			同比变动		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
立高食品	33.1%	29.4%	32.1%	-3.4%	-6.0%	-1.5%	13.0%	11.7%	12.0%	-0.1%	-2.9%	-0.4%
海融科技	36.3%	32.5%	32.3%	-16.9%	-9.8%	-10.8%	13.5%	13.6%	14.2%	-12.1%	-0.2%	-1.1%
南侨食品	26.2%	25.6%	17.4%	-12.6%	-10.3%	-12.6%	7.8%	7.5%	8.2%	-3.2%	-3.2%	-2.1%
佳禾食品	11.5%	10.6%	10.2%	-9.1%	3.6%	-2.4%	3.3%	3.5%	2.7%	-2.0%	5.2%	0.8%

数据来源：Wind，东方证券研究所

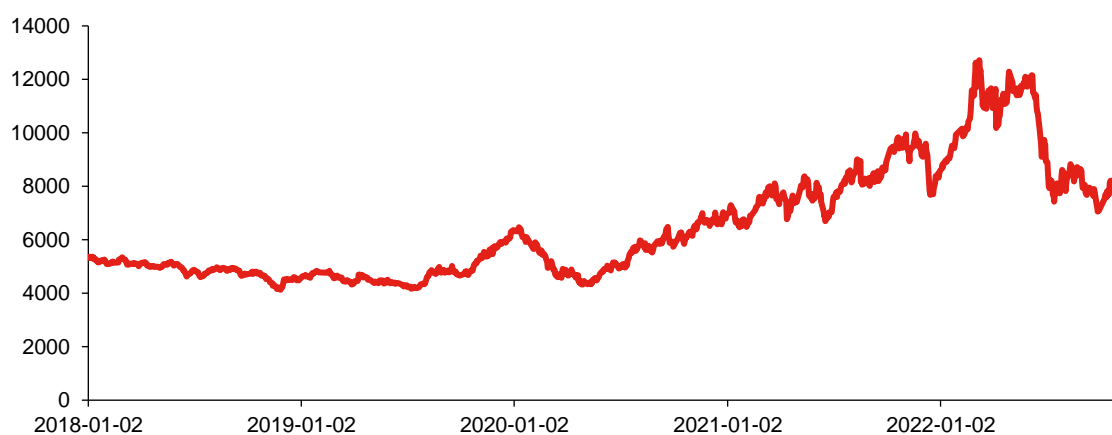
表 17：烘焙原料重点公司单季度归母净利率

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

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
立高食品	15.6%	12.0%	12.6%	9.4%	8.6%	10.0%	6.4%	4.4%	4.1%
海融科技	13.9%	19.7%	10.5%	18.3%	21.4%	9.4%	15.0%	9.7%	11.6%
南侨食品	13.8%	16.7%	15.1%	13.7%	11.3%	11.6%	8.0%	9.5%	1.1%
佳禾食品	11.6%	12.1%	9.6%	3.0%	6.0%	6.2%	3.3%	3.7%	4.0%

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：DCE 棕榈油期货价格（元/吨）

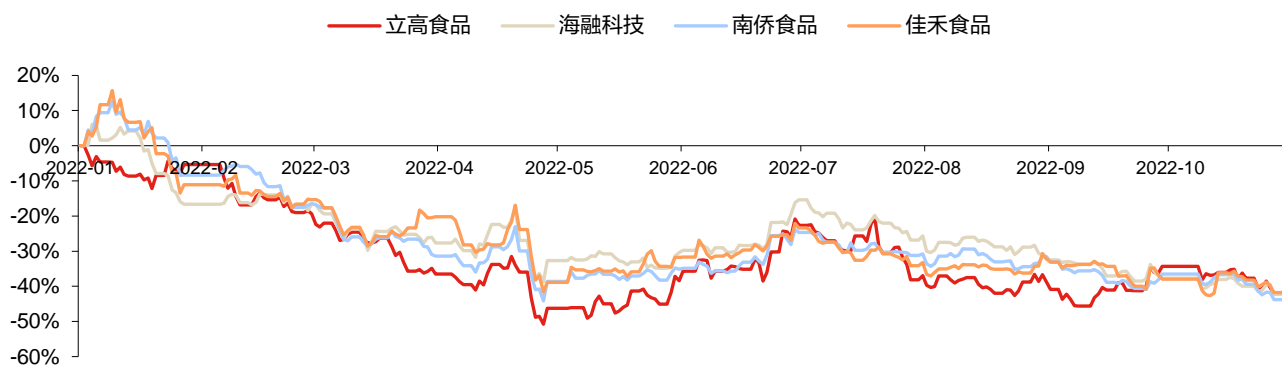


数据来源：Wind，东方证券研究所

5.2、股价回顾：景气度下降估值回落

行业景气度回落，板块股价遭遇调整。22 年以来多地疫情反复，下游需求不振导致行业景气度下降，终端动销数据不及预期叠加成本压力，板块估值持续回落，且股价对疫情防控形势表现出较高敏感性；考虑到 Q3 或为原料成本高点，Q4 行业毛利率修复与下游季节性需求共振，预计当下已逐渐接近行业盈利底部，伴随未来盈利底确认，板块将收获来估值修复行情。

图 27：烘焙原料重点公司股价回顾



数据来源：Wind，东方证券研究所

5.3、展望：关注渠道拓展与新品放量，盈利改善与估值修复料同步

收入端看：疫情扰动下，消费场景修复仍有较大不确定性，但业内龙头研发实力较强，持续推出新单品推动营收增长，新品放量情况为持续跟踪重点；利润端看：原料价格回落趋势确定，毛利率修复可期，推动产品高端化，产品结构优化有助于毛利率提升，若行业整体景气度维持，预计费用率将保持稳定；长期看：烘焙原料领域中，冷冻烘焙赛道高成长性不变，渗透率提升空间广阔，若消费场景修复增速料较快反弹，植脂奶油领域，健康化消费趋势下，市场份额或向龙头集中。建议持续关注以下因素：1）新渠道、新客户开拓情况，扩大规模仍是行业发展主线，尤其是茶饮、餐饮渠道，深度绑定龙头客户可充分享受行业红利；2）新品类放量进度，烘焙行业产品迭代速度快，爆品产生将强力推动公司业绩。个股层面，建议关注消费场景修复后的餐饮供应链相关标的立高食品以及下游奶茶消费修复后弹性较高的佳禾食品，及成本改善、新品有望持续放量的海融科技。

四、风险提示

疫情反复及防疫政策调整风险。警惕疫情反复对行业带来负面影响；此外若防疫政策调整有可能影响食品板块的消费场景，从而影响行业需求恢复情况。

消费复苏不及预期。若消费疲软，则对行业收入、提价传导有所影响。

原材料成本压力。行业原材料价格维持高位或者下降不及预期会影响板块利润情况。

行业竞争加剧。若需求持续疲软，则行业竞争有可能加剧，公司的营收和利润情况会受到影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

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

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。