

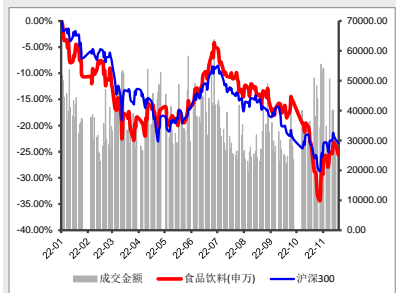
市场研究部

2022 年 11 月 22 日

食品饮料行业 2022 年三季报：业绩韧性凸显，盈利能力提升，静待景气度回升

中性

市场表现截至 2022.11.22



数据来源：Wind，国新证券整理

食品饮料：业绩韧性凸显，盈利能力提升，静待景气度回升

食品饮料板块收入端增速表现欠佳，利润端增速表现向好。食品饮料 2022 年前三季度营业总收入 7204.5 亿元，同比增长 6.4%，归母净利润 1398.9 亿元，同比增长 12.4%；2022Q3 营收 2369.6 亿元，同比增长 8.1%，归母净利润 421.3 亿元，同比增长 11.9%。

三季度食品饮料板块盈利能力同比/环比均有所提升。2022Q3 食品饮料整体板块毛利率 46.5%，同比提升 0.1pct，环比提升 1.8pct；净利率 18.5%，同比提升 0.6pct，环比提升 0.1pct。

细分板块对比，三季度肉制品、预加工食品与白酒业绩表现较好，肉制品与调味品盈利能力同比提升较多。2022Q3 归母净利润增速排名前三的是肉制品 75.6%>预加工食品 40.7%>白酒 21.3%；Q3 净利率同比提升幅度较大的有肉制品 3pct>调味品 2.3pct>白酒 1.1pct。

白酒：业绩稳健向好，盈利能力同比提升，但现金回款相对承压

业绩总结：2022 年三季度旺季白酒动销平稳，业绩增速较好，利润增速大于营收增速。Q1-3 白酒营收 2684.5 亿元，同比增长 16.3%，归母净利润 1000.5 亿元，同比增长 21.3%；Q3 单季度营收 831 亿元，同比增长 16.6%，归母净利润 299.2 亿元，同比增长 21.51%。

分价格带，2022Q3 高端酒增长稳健，次高端弹性仍然较高，三四线承压较多。2022Q3 高端酒、次高端、区域龙头及三四线酒企归母净利润分别为 221.8、34、42.3、1 亿元，同比增速为 18.1%、41.5%、26.8%、-25.7%。营收和归母净利润增速都是次高端>区域龙头>高端>三四线酒企。具体公司：老窖（22Q3 利润增速 31%）、汾酒（57%）和舍得（56%）、洋河（40%）业绩表现较好。

盈利能力：2022Q3 有所提升，管理费率收缩。2022Q3 净利率为 37.4%（同比增加 1.1pct），管理费用率为 5.8%（同比减少 0.7pct）。

分价格带，高端维持稳健经营，而三四线品牌在压缩内部管理成本，扩大对外费投来维持运营。2022Q3 毛利率、净利率同比变动从高到低依次均为次高端酒企>高端>区域龙头>三四线；销售费率同比变动为三四线>区域龙头>次高端>高端；管理费率同比变动为三四线>次高端>高端>区域龙头。具体公司：老窖（22Q3 净利率同比增加 3.8pct）、汾酒（4.6pct）、洋河（4.5pct）盈利能力提升较多，三四线酒企业净利率同比下降。

现金流：2022Q3 白酒表现较好，但回款增速低于营收增速。Q3 白酒预收款 466 亿元，同比增长 10%，环比增长 9%，预收款占前三季度营收比例为 17%；应收款 281 亿元，同比增长 0.4%，环比持平，营收占比 10%。Q3 白酒板块回款 940.7 亿元，同比增长 11%，环比增长 8%，回款增速低于营收增速。

分析师：葛寿净

登记编码：S1490522060001

电话：010-85556172

邮箱：geshoujing@crsec.com.cn

证券研究报告

分价格带及具体公司，高端持续稳健，次高端回款偏弱，区域龙头表现尚可。1) **2022Q3 预收款环比增速**：高端表现最好（环比增速20%）、其次是区域龙头（7%）、三四线（0%）、次高端（-5%）。高端五粮液增速最高，次高端水井坊最高，区域龙头今世缘最高，三四线老白干最高。2) **应收款环比增速**：从高到低为区域龙头（46%）、高端（0%）、三四线（-3%）、次高端（-23%）。高端五粮液最低，次高端酒鬼酒最低，区域龙头古井贡酒最低，三四线顺鑫农业最低。3) **销售现金回款**：Q3 高端 577.4 亿元，同比增长 17%，次高端 124.2 亿元，同比增长 5%，区域龙头 178.2 亿元，同比增长 9%，三四线 60.8 亿元，同比降低 1%。高端茅台和老窖回款增速最高（均 20%），次高端中酒鬼酒最好（22%），区域龙头中世缘最高（53%），三四线金种子酒最高（164%）。

非白酒：啤酒业绩较好，盈利能力同比微降

业绩总结：消费旺季带动量增，叠加去年低基数，三季度啤酒板块业绩表现较好。2022 年前三季度啤酒板块营业总收入为 577.1 亿元，同比增长 8.6%，归母净利润 66.8 亿元，同比增长 13.6%；2022Q3 单季度啤酒板块营业总收入 205.2 亿元，同比增长 10.9%，归母净利润 24.1 亿元，同比增长 7.8%。收入高增是热夏啤酒消费旺季，带动销量增长，叠加去年低基数。

盈利能力：Q3 毛利率降低较多形成拖累，但费用控制较好，三季度啤酒板块净利率同比微降。啤酒净利率 14.6%，同比降低 0.6pct，毛利率 43.3%，同比降低 2.8pct，原因是疫情影响餐饮和夜场等高端消费场景缺失，及包材价格等成本报表端仍较高。销售费率同比降低 2pct，原因是疫情下普遍降低广告与市场推广费用。

具体公司：业绩表现分化较大，啤酒龙头强者恒强；盈利能力燕京啤酒和重庆啤酒 Q3 提升较多。青岛啤酒 Q3 营收增速最高 16%。燕京啤酒营收增速 8.5%，但归母净利润增速 17.1%。重庆啤酒营收增速 4.9%，利润增速 7.9%，表现普通，原因是重啤核心市场受疫情影响较大。Q3 净利率同比增加的有燕京啤酒（1.3pct）、重庆啤酒（0.4pct）和青岛啤酒（0.3pct）；Q3 毛销差同比增加最高的是兰州黄河（10.3pct）、重庆啤酒（0.9pct）和燕京啤酒（0.5pct）。

乳品饮料：乳品业绩表现欠佳，盈利能力承压；软饮料表现欠佳

业绩总结：受疫情影响业绩表现欠佳。2022Q3 单季度乳品板块营业总收入 494.9 亿元，同比增长 5.7%，归母净利润 22.3 亿元，同比下降 33.6%。受外部需求下滑和疫情反复影响，动销疲软。

盈利能力：同比下降较多。Q3 乳品毛利率 27.1%（同比降低 4pct），净利率 4.4%（同比降低 2.8pct），毛销差 10.2%（同比降低 2.8pct）。乳企毛利率主要受产品结构、成本走势和买赠促销力度影响。原奶价格整体仍处高位，包材价格下降传导到企业成本有一定滞后，运输费用受油价提升和疫情管控影响有所上涨；销售费用率收缩。

具体公司，庄园牧场、均瑶健康、天润表现较好。Q3 利润增速较高的是庄园牧场和均瑶健康。净利率同比增加的只有庄园牧场、天润和均瑶健康；毛销差同比增加的只有天润和均瑶健康。

软饮料：三季度业绩表现欠佳，欢乐家与东鹏饮料相对较好。2022Q3 软饮料营收 72.6 亿元，同比增长 1%，利润 10.6 亿元，同比下降 12.9%。净利率 13.4%，同比减少 1.9pct。其中，东鹏饮料和欢乐家利润增速较高，泉阳泉、承德露露、欢乐家和东鹏饮料都实现了净利率同比增加。

■ 调味品：疫情拖累业绩较差，但盈利能力同比提升

业绩总结：疫情拖累餐饮需求，业绩表现欠佳。2022Q3 单季度调味品板块营收 141.1 亿元，同比下降 19.8%，利润 21.1 亿元，同比下降 5.6%。Q3 全国各地疫情点状爆发影响，需求延续疲软，其中餐饮渠道承压较多，C 端相对较好。

盈利能力：同比提升。2022Q3 调味品毛利率 31.4%，同比增加 3.4pct，净利率 15.1%，同比增加 2.3pct，毛销差 22.8%，同比增加 1.9pct。销售费用率 8.6%，同比增加 1.5pct。原材料和包材价格相比去年高位有所下降，毛利率同比提升（21Q3 仅 28%）；渠道库存较多，且有社区团购冲击，企业加大销售费投入促销。

具体公司，复合调味品类的天味食品与榨菜类的涪陵榨菜综合表现最好。2022Q3 利润增速较好的是天味食品、佳隆股份，原因是去年同期基数低。净利率同比提升较多的是天味食品（10.1pct）和涪陵榨菜（7.9pct）；龙头海天 Q3 营收同比-1.8%，利润同比-6.0%，毛利率同比降低 2.6pct，净利率同比降低 1pct，销售费率同比减少 0.8pct，表现较差，原因是其主打 B 端餐饮为主，受疫情影响。

■ 食品加工：业绩表现较好，盈利能力同比提升下，利润增速靓丽

业绩总结：三季度表现较好，利润端增速亮眼。2022Q3 食品加工营收 410 亿元，同比增长 9.5%，利润 26 亿元，同比增长 53.9%。

细分板块，肉制品与预加工食品利润增速靓丽。1) 2022Q3 预加工营收 75.2 亿元，同比增速 14.6%，归母净利润 4.6 亿元，增速 40.7%。疫情扰动，但 B 端渠道需求逐渐改善，叠加龙头盈利能力提升，利润增速大于营收增速。2) 肉制品营收 298.1 亿元，同比增速 4.5%，归母净利润 15.3 亿元，同比增速 75.6%。原因是去年低基数，冻肉库存的成本压力在上半年逐渐消化。3) 保健品营收 36.7 亿元，同比增速 1.4%，利润 6.1 亿元，同比增速 11.2%。

盈利能力：肉制品同比提升幅度较大。1) 2022Q3 预加工净利率 6%，同比增加 0.7pct，毛利率 21.8%，同比增加 0.2pct。部分原材料价格处于低位，叠加提价、锁价、产品结构优化和供应链优化等操作，成本压力可控。Q3 是速冻食品的传统消费淡季，叠加疫情下企业主动优化费投效率，净利率提升。2) 肉制品 Q3 净利率 3.6%，同比增加 5.5pct，毛利率 11%，同比增加 3.7pct。猪价上行周期，成本上涨，影响肉制品吨利，但前期囤积的冻肉库存缓解成本压力，释放利润弹性。3) 保健品净利率-4.5%，同比减少 12.4%。

具体公司：综合业绩与盈利表现，预加工较好的是海欣食品、安井和五芳斋；肉制品较好的是金字火腿和华统股份。龙头双汇表现也尚可。保健品较好的是交大昂立和汤臣倍健。

■ 休闲食品：疫情扰动下业绩较差，盈利能力也承压较大

业绩总结：表现欠佳。2022Q3 单季度营收 188.8 亿元，同比增长 6.5%，归母净利润 16.2%，同比减少 20.4%。

细分板块，业绩表现零食>烘焙>熟食。1) 2022Q3 零食利润 5 亿元，同增 1.6%。零食企业分化较大，部分企业通过新品上市及新渠道发力，逆势增长。2) 烘焙利润 8.9 亿元，同增-17.3%。淡季需求疲软，叠加疫情影响，收入端表现疲软，大宗原物料（油脂等）成本虽有所回落但仍然较高，利润端降幅扩大。3) 熟食利润 2.4 亿元，同增-62.3%。卤制品门店销售为主，单店营收下降，经营表现欠佳。

盈利能力：熟食下降最多，其次是烘焙，零食同比微增。1) 零食 Q3 净利率 5.2%，同比增加 0.6pct，销售费率 15.8%，同比减少 1.9pct。2) 烘焙食品毛利率 36.9%，同比减少 4.3pct，净利率 10.9%，同比减少 3.4pct，销售费率 16.1%，同比减少 3.3pct；主要原材料价格涨幅明显，成本端的压力较大，受疫情影响，销售推广活动整体减少。3) 熟食毛利率 23%，同比减少 6.7pct，净利率 5%，同比减少 10.4pct。由于天气、鸭农减产等原因，部分鸭副原材料价格仍有一定程度上涨，毛利率持续下降。

具体公司：零食，综合利润增速与净利率同比提升，较好的是盐津铺子和来伊份；烘焙大多承压较多，仅西麦食品和青岛食品表现较好；熟食业绩盈利均大幅下滑，煌上煌和绝味利润同比增速都在-70%以上，紫燕降幅较少。

投资建议

白酒基本面平稳，韧性显著。近期白酒板块估值回落较多，压制因素有疫情反复、渠道承压（库存高于去年同期）、价格回落、政策预期扰动和 2022Q1 高基数等。短期仍有扰动，优先配置增长稳健的高端酒龙头，及经济较好、疫情当前控制较好的区域龙头苏徽酒，关注 Q4 终端动销及批价走势。中期看，白酒仍处景气向上周期，配置机会显现，宏观及行业的估值压制因素减弱后，后期弹性较大。

大众品当前处于底部区域，行业主要压制因素是疫情影响，及上游成本价格，但竞争格局稳定向好（龙头受益行业出清）。疫情当前仍有反复，需求改善短期有不确定性，但管控却逐渐放开；很多原材料包材价格已有回落，成本压力是递减的，盈利能力改善趋势明确。

投资主线：一是盈利能力提升（后期原材料及包材价格拐点向下），疫后恢复利润弹性会更大的板块标的，如调味品及与预加工食品。1) **调味品：**盈利能力提升，可能持续受益原材料及包材价格向下；疫后餐饮端的修复预计带动 B 端为主的公司业绩恢复（如海天）；调味品有刚需必选、低值低耗特点；行业格局分散，龙头有望受益集中度提升。2) **预加工食品：**盈利能力有望受益后期原材料价格下降；同属餐饮供应链环节，疫后困境反转；预制菜的持续渗透。

二是中期业绩增长趋势明确，但估值大幅回落，后期有望估值修复的板块和标的。如啤酒、乳业。1) **啤酒：**长期结构升级高端化趋势明确，中期原材料包材价格预期下降（主要啤酒企业也通过长单等方式锁定大麦、铝材等主要材料价格）。Q3 啤酒受益于中低端品的量增而业绩较好，但高端产品占比高的餐饮、娱乐渠道因疫情而受损，后期疫后恢复，吨价提升也会释放更多的利润弹性。而当前估值下降较多，综合性价比看有配置机会。2) **乳业：**乳制品必需消费属性较强，行业格局相对成熟稳定，部分龙头（如伊利）分红比例高，而估值却已经处于近 10 年底部区域，配置性价比较高。

风险提示

1、经济超预期下行。2、疫情反复超预期。3、成本上涨超预期。4、食品安全。5、市场竞争加剧。

目录

一、食品饮料：业绩韧性凸显，盈利能力提升，静待景气度回升	5
二、白酒：业绩稳健向好，盈利能力同比提升，但现金回款相对承压	9
三、大众品：业绩分化较大，盈利能力部分板块有所回升，静待走出低谷	16
（一）非白酒：啤酒业绩较好，盈利能力同比微降	16
（二）乳品饮料：乳品业绩表现欠佳，盈利能力承压；软饮料表现欠佳	19
（三）调味品：疫情拖累业绩较差，但盈利能力同比提升	22
（四）食品加工：业绩表现较好，盈利能力同比提升下，利润增速靓丽	25
（五）休闲食品：疫情扰动下业绩较差，盈利能力也承压较大	28
四、投资建议	32
五、风险提示	35

图表目录

图表 1: 2022Q1-3 前三季度食品饮料板块营业总收入.....	5
图表 2: 2022Q1-3 前三季度食品饮料板块归母净利润.....	5
图表 3: 单季度 2022Q3 食品饮料板块营业总收入.....	5
图表 4: 单季度 2022Q3 食品饮料板块归母净利润.....	5
图表 5: 单季度 2018-2022Q3 食品饮料板块毛利率及净利率.....	6
图表 6: 单季度 2018-2022Q3 食品饮料板块期间费用率.....	6
图表 7: 2022Q1-3 食品饮料板块财务数据之业绩概览.....	7
图表 8: 2022Q1-3 食品饮料板块财务数据之盈利能力概览.....	7
图表 9: 单季度 2022Q3 食品饮料板块财务数据之业绩概览.....	8
图表 10: 单季度 2022Q3 食品饮料板块财务数据之盈利能力.....	8
图表 11: 2022Q1-3 白酒板块营业总收入.....	10
图表 12: 2022Q1-3 白酒板块归母净利润.....	10
图表 13: 单季度 2022Q3 白酒板块营业总收入.....	10
图表 14: 单季度 2022Q3 白酒板块归母净利润.....	10
图表 15: 不同价格带的白酒营收增速对比.....	11
图表 16: 不同价格带的白酒归母净利润增速对比.....	11
图表 17: 具体白酒上市公司业绩概览.....	11
图表 18: 2018-2022Q3 白酒板块毛利率及净利率.....	12
图表 19: 2018-2022Q3 白酒板块期间费用率.....	12
图表 20: 不同价格带的白酒 企业毛利率.....	13
图表 21: 不同价格带的白酒企业净利率.....	13
图表 22: 不同价格带的白酒 企业销售费率.....	13
图表 23: 不同价格带的白酒企业管理费率.....	13
图表 24: 具体白酒上市公司盈利能力概览.....	14
图表 25: 具体白酒上市公司费用率概览.....	14
图表 26: 白酒上市公司预收款与应收款情况.....	15
图表 27: 白酒上市公司现金回款和经营活动现金流情况.....	16
图表 28: 2022Q1-3 啤酒板块营业总收入.....	17
图表 29: 2022Q1-3 啤酒板块归母净利润.....	17
图表 30: 单季度 2022Q3 啤酒板块营业总收入.....	18
图表 31: 单季度 2022Q3 啤酒板块归母净利润.....	18
图表 32: 2018-2022Q3 啤酒板块毛利率及净利率.....	18
图表 33: 2018-2022Q3 啤酒板块期间费用率.....	18
图表 34: 啤酒、其他酒的具体上市公司业绩概览.....	19
图表 35: 啤酒、其他酒的具体上市公司盈利能力概览.....	19
图表 36: 2022Q1-3 乳品板块营业总收入.....	20
图表 37: 2022Q1-3 乳品板块归母净利润.....	20
图表 38: 单季度 2022Q3 乳品板块营业总收入.....	20

图表 39: 单季度 2022Q3 乳品板块归母净利润	20
图表 40: 2018-2022Q3 乳品板块毛利率、净利率及毛销差	21
图表 41: 2018-2022Q3 乳品板块期间费用率	21
图表 42: 乳品饮料的具体上市公司业绩概览	21
图表 43: 乳品饮料的具体上市公司盈利能力概览	22
图表 44: 2022Q1-3 调味品板块营业总收入	23
图表 45: 2022Q1-3 调味品板块归母净利润	23
图表 46: 单季度 2022Q3 调味品板块营业总收入	23
图表 47: 单季度 2022Q3 调味品板块归母净利润	23
图表 48: 2018-2022Q3 调味品板块毛利率、净利率及毛销差	24
图表 49: 2018-2022Q3 调味品板块期间费用率	24
图表 50: 调味品板块的具体上市公司业绩概览	24
图表 51: 调味品的具体上市公司盈利能力概览	25
图表 52: 2022Q1-3 食品加工板块营业总收入	26
图表 53: 2022Q1-3 食品加工板块归母净利润	26
图表 54: 单季度 2022Q3 食品加工板块营业总收入	26
图表 55: 单季度 2022Q3 食品加工板块归母净利润	26
图表 56: 2018-2022Q3 食品加工板块毛利率、净利率及毛销差	27
图表 57: 2018-2022Q3 食品加工板块期间费用率	27
图表 58: 食品加工的具体上市公司业绩概览	28
图表 59: 食品加工的具体上市公司盈利能力概览	28
图表 60: 2022Q1-3 零食、熟食、烘焙营业总收入	29
图表 61: 2022Q1-3 零食、熟食、烘焙归母净利润	29
图表 62: 零食毛利率、净利率及毛销差	30
图表 63: 烘焙毛利率、净利率及毛销差	30
图表 64: 熟食（卤制品）毛利率、净利率及毛销差	30
图表 65: 零食、熟食、烘焙毛销差同比变动	30
图表 66: 零食、熟食、烘焙的销售费用率	31
图表 67: 零食、熟食、烘焙的管理费用率	31
图表 68: 休闲食品的具体上市公司业绩概览	32
图表 69: 休闲食品的具体上市公司盈利能力概览	32
图表 70: 食品饮料板块重点龙头上市公司盈利预测与估值	34

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数涨幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数涨幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

葛寿净，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。国新证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，以下简称本公司）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券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的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

国新证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层(100020)

传真：010 - 85556155 网址：www.crsec.com.cn