

食品饮料

需求弱复苏，成本仍承压，重申看多疫后复苏逻辑——大众品 2022Q3 财报总结

大众品：Q3 需求呈现弱复苏态势，成本仍处高位，静待改善。从三季报总结来看，我们认为前期的两个预期需要修正：一是消费的韧性在三季报表现中承压，特别是必选品类，这或表示疫情对消费的影响或达到极致，后续有望触底逐步改善；二是成本的预期和展望仍需进一步观察，并未出现大幅改善和弹性，但此预期仍有望成为中长期的重要逻辑之一。

- ✧ **啤酒行业：三季度量价齐升，利润韧性较强。**三季度旺季在高温天气及即饮场景复苏推动下，相关啤酒公司均实现不同程度的环比改善，整体销量恢复可观。结构端吨价增速有所放缓，主要系一方面旺季中低端消费量有所增加，另一方面多地疫情波动现饮渠道场景有所缺失。成本端，包材成本有所回落，但能源等费用压力仍较大，公司通过费效改善支撑利润韧性。
- ✧ **调味品：B 端承压，C 端平稳，成本仍处高位。**Q3 在餐饮恢复较慢的背景下，行业需求仍然疲软，海天、日辰等餐饮占比大的企业，整体表现有所承压。C 端企业利润中炬、千禾、天味等，受益疫情居家需求和去年去库存等，三季度收入端表现良好。此外，在成本压力下，行业内相关企业通过缩减销售费用稳定盈利能力。
- ✧ **速冻食品：大 B 恢复显著，龙头竞争优势强化。**行业三季报业绩在疫情反复下表现相对较好，一是行业龙头在疫情背景下集中度提升，二是大 B 恢复较优。此外，行业内公司精细化管理市场费用效率显著提升，扣非净利率有所改善。长期来看，下游餐企连锁化发展趋势下，B 端餐饮供应链景气度依旧，预计随原材料成本回落，龙头利润端或率先反弹，同时有望借助行业成本压力以及自身优势不断提升市占率。
- ✧ **乳制品：需求盈利延续承压态势，关注 Q4 旺季回暖。**22Q1-3 收入增速较前两季度放缓，Q3 边际复苏程度低于预期，主因疫情多点散发，消费场景受限需求承压。盈利端，原材料价格上涨拖累毛利率，原料端价格传导或存在滞后，产品结构性变动也对综合毛利率造成影响。乳企收缩费用率以应对成本压力。展望来看，我们认为乳制品作为刚需消费品类仍具备较强韧性，Q4 旺季回归叠加春节前置有望带动板块收入增速回暖，同时也需关注消费场景恢复预期下可选品类的弹性恢复。乳企成本改善趋势尽管慢于预期，但原材料价格下行趋势下盈利修复的方向或不改变。
- ✧ **软饮料：疫情扰动叠加原材料价格上涨，行业普遍承压。**销售端，行业自身可选消费属性叠加疫情影响，场景缺失下行业普遍销售压力较大。细分赛道中，功能饮料东鹏表现亮眼。利润端，销售规模下降而费用支出相对刚性，叠加包材成本处于高位、原材料价格上涨等因素，利润端普遍有所下降。后续伴随疫情好转，龙头企业加速大单品放量和全国化扩张、新品培育放量等逻辑推动下，基本面有望显著改善。

投资建议：我们认为压制大众品情绪的因素正在逐步缓解，行业需求端有望逐步改善，复苏态势逐步明朗。首先自上而下从产业趋势来看，餐饮供应链和啤酒行业均处于景气持续提升的态势当中，同时从弹性的角度来看，软饮料和调味品在疫后复苏背景下有望实现高弹性。

风险提示：高端化进程受阻，食品安全问题，成本持续上涨风险，行业竞争加剧风险

证券研究报告

2022 年 12 月 19 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴文德

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520070003

wuwend@tfzq.com

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

任金星

分析师

SAC 执业证书编号：S1110522090001

renjinxing@tfzq.com

薛涵

联系人

xuehana@tfzq.com

赵婕

联系人

zhaojie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业点评:大众品：扩内需，促消费，持续看好大众品疫后复苏》 2022-12-18
- 2 《食品饮料-行业专题研究:餐饮供应链：进可攻退可守，效率提升下的黄金赛道》 2022-11-13
- 3 《食品饮料-行业投资策略:Q3 需求弱修复，Q4 看好疫后复苏主线》 2022-11-01

内容目录

1. 大众品 22Q3 总结：需求弱复苏，成本仍承压	4
1.1. 啤酒：旺季叠加疫后复苏表现亮眼，高端化+费效提升打开利润空间	5
1.2. 调味品：收入端环比改善，成本端仍有压力	8
1.3. 速冻食品：BC 并举，板块经营韧性强，提价降费利润率提升	12
1.4. 乳制品：需求盈利延续承压态势，关注 Q4 旺季回暖	14
1.5. 软饮料：疫情冲击下行业普遍承压，后续消费复苏有望打开增长空间	16
2. 投资建议：情绪修复，重申看多疫后复苏逻辑，兼顾产业趋势和弹性	18
3. 风险提示	18

图表目录

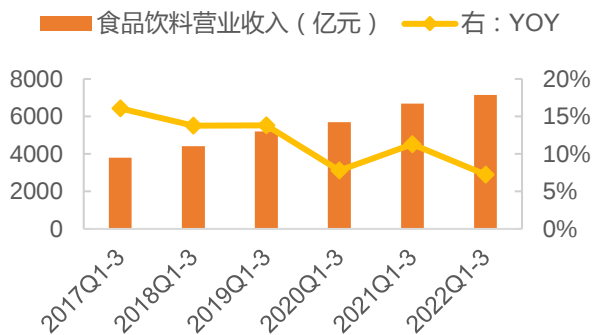
图 1：食品饮料行业营收变动情况	4
图 2：食品饮料行业归母净利润变动情况	4
图 3：各子板块营收增速情况（%）	4
图 4：各子板块归母净利润增速情况（%）	4
图 5：食品饮料行业单季营收变动情况	5
图 6：食品饮料行业单季归母净利润变动情况	5
图 7：各子板块单季营收增速情况	5
图 8：各子板块单季归母净利润增速情况	5
图 9：啤酒行业单季营收变动情况（亿元）	5
图 10：啤酒行业单季归母净利润变动情况（亿元）	5
图 11：啤酒行业主要公司毛利率变化情况（%）	7
图 12：啤酒行业主要公司期间费用率变化情况（%）	7
图 13：啤酒主要公司经营指标对比	8
图 14：调味品行业单季营收变动情况	9
图 15：调味品行业单季归母净利润变动情况	9
图 16：调味品行业主要公司毛利率变化情况	9
图 17：调味品行业主要公司销售费用率变化情况	10
图 18：调味品行业主要公司（销售费用+成本）/营收变化情况	10
图 19：速冻食品行业单季营收变动情况	13
图 20：速冻食品行业单季归母净利润变动情况	13
图 21：速冻行业毛利率变动情况（%）	13
图 22：速冻行业单季扣非净利率变动情况（%）	13
图 23：乳制品行业单季度营业收入	15
图 24：乳制品行业单季度净利润	15
图 25：软饮料行业单季度营业收入	16
图 26：软饮料行业单季度净利润	16

表 1：主要啤酒公司 22 年前三季度财务情况	7
表 2：调味品主要企业 22Q3、22Q1-3 经营数据	12
表 3：速冻板块主要企业 22Q3、22Q1-3 经营数据	14
表 4：主要乳制品公司 22 年前三季度财务情况	16
表 5：软饮料板块主要企业 21、22Q3 经营数据	18

1. 大众品 22Q3 总结：需求弱复苏，成本仍承压

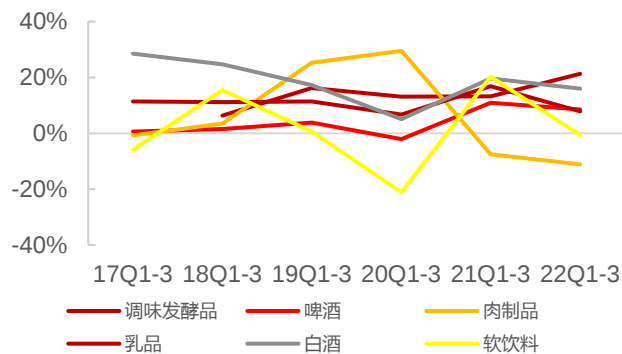
疫情扰动需求收入增速放缓，部分原材料涨价致成本承压。2022 前三季度行业实现营收 7141 亿元，同比+7.3%；实现归母净利润 1396 亿元，同比+13.2%。对比来看，2022 前三季度收入增速较上年同期有所放缓，主要原因系疫情反复，导致消费场景部分缺失，需求承压；盈利端较去年同期有所承压，主要原因系除乳制品行业原材料有下行趋势外，大众品整体原材料价格维持高位，行业整体成本压力加大。分子板块来看，调味发酵品、白酒、啤酒板块凸显增长韧性，2022 前三季度实现营收同比+21.31%、+16.0%、+8.6%，实现归母净利润同比+40.49%、+21.2%、+13.6%；乳品、肉制品、软饮料板块承压，2022 前三季度实现营收同比+7.9%、-11.1%、-0.6%，实现归母净利润同比-2.2%、+10.8%、-18.4%。

图 1：食品饮料行业营收变动情况



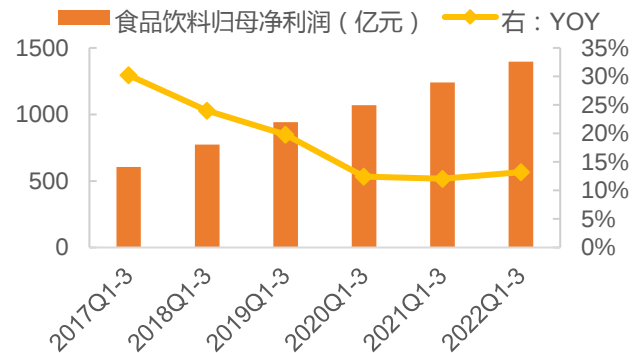
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：全文行业分类为申万行业分类）

图 3：各子板块营收增速情况 (%)



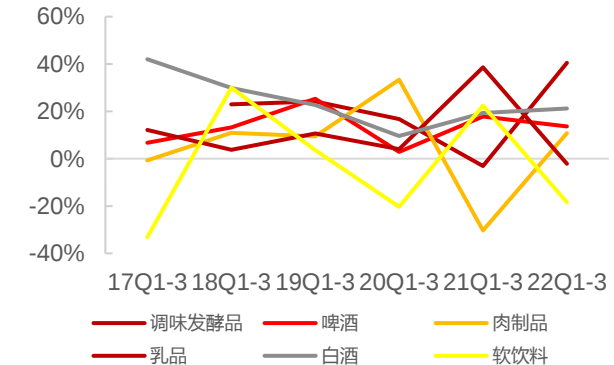
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：食品饮料行业归母净利润变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

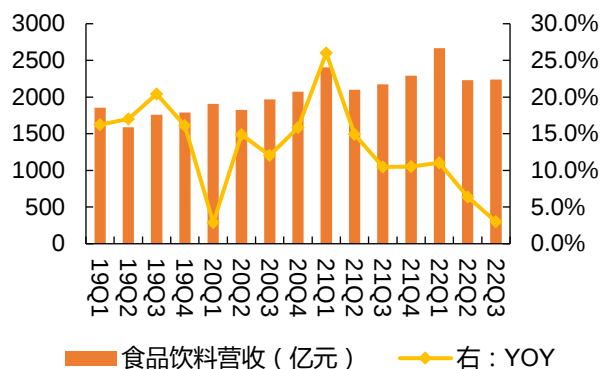
图 4：各子板块归母净利润增速情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

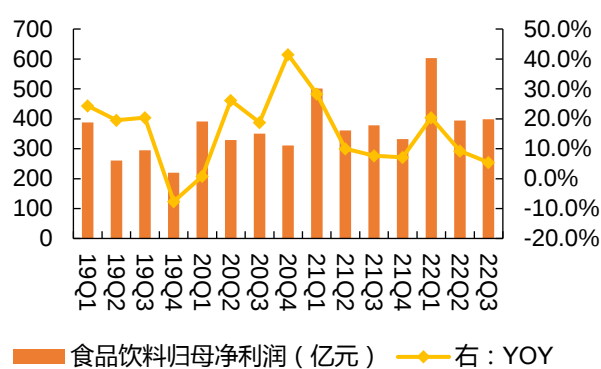
22Q3 收入及业绩增速放缓，疫情及成本短期扰动。2022Q3 行业实现营收 2241 亿元，同比+3.0%；实现归母净利润 398 亿元，同比+5.4%。疫情扰动需求、原材料涨价扰动成本两大因素叠加下，Q3 单季收入及业绩增速均较 Q2 收窄。细分板块来看，调味发酵品、啤酒、肉制品、乳品、白酒、软饮料 Q3 营收同比+20.51%、+10.9%、+4.5%、+4.5%、+16.3%、+1.0%，实现归母净利润同比+42.40%、+7.77%、+75.61%、-29.04%、+21.45%、-12.93%。

图 5：食品饮料行业单季营收变动情况



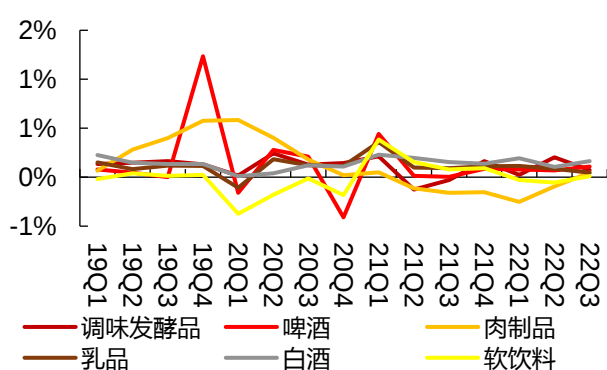
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：食品饮料行业单季归母净利润变动情况



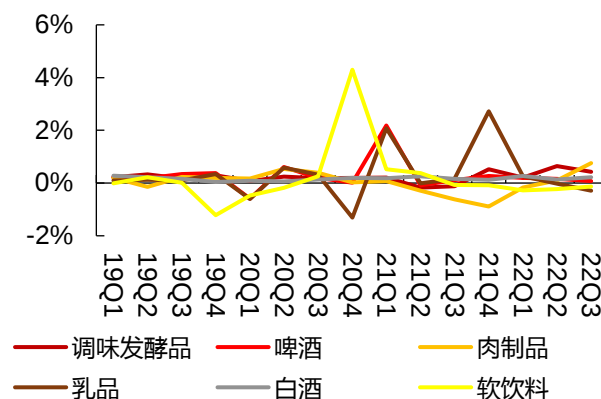
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：各子板块单季营收增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：各子板块单季归母净利润增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1. 啤酒：旺季叠加疫后复苏表现亮眼，高端化+费效提升打开利润空间

三季度迎来高温旺季，叠加疫后快速复苏，啤酒行业整体销量恢复可观。22Q1-Q3 啤酒行业实现营业收入 577.08 亿元，同比增长 8.57%；实现归母净利润 66.8 亿元，同比增长 13.62%。其中，22Q3 实现营业收入 205.16 亿元，同比增长 10.9%；实现归母净利润 24.14 亿元，同比增长 7.77%。三季度旺季在高温天气及即饮场景复苏推动下，部分啤酒公司实现环比改善，销量恢复可观。结构端，整体中高档产品增速持续领跑，结构升级逻辑不改。成本端，包材成本触顶回落，大宗商品价格已于今年 Q2-Q3 出现拐点，有利于进一步释放业绩弹性。同时，相关公司采取提价、结构升级等措施，成本端压力趋缓，但明年来看成本或维持高位，相关企业有望通过提高费效来改善利润。长期来看高端化进程加速，伴随整体竞争格局持续优化，结构升级逻辑在供给端巨头的推动下持续强化，费用投入及产能效率持续改善，看好整体行业 Beta 性机会。

图 9：啤酒行业单季营收变动情况（亿元）

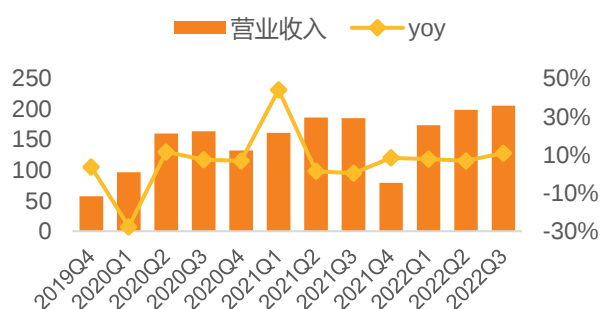
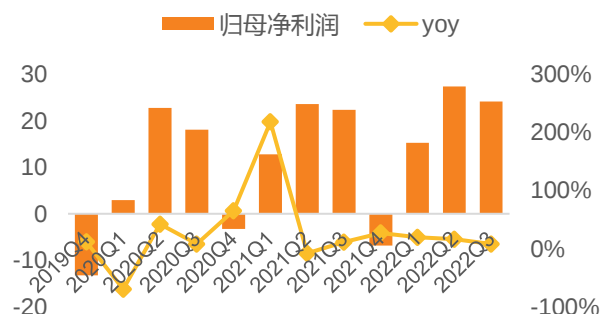


图 10：啤酒行业单季归母净利润变动情况（亿元）



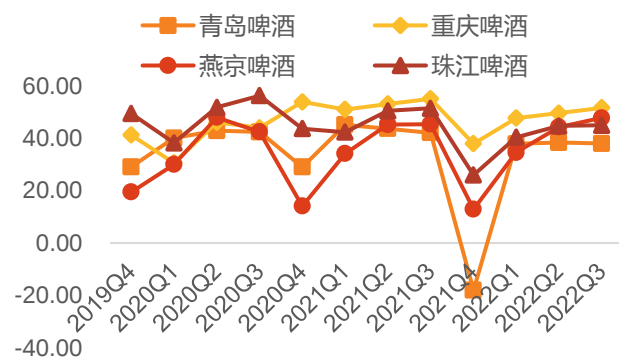
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

高端化持续行业主旋律，利润弹性有望加速释放。2022年1-9月啤酒产量2947.90万千升，同比增加1.4%。啤酒行业市场容量上升趋势，竞争形势日趋激烈，但消费结构性升级仍存在发展空间。啤酒企业为提升盈利能力，优化产能、升级产品结构或将持续成为行业主旋律。伴随高端化进程推进，行业利润弹性有望逐步释放。

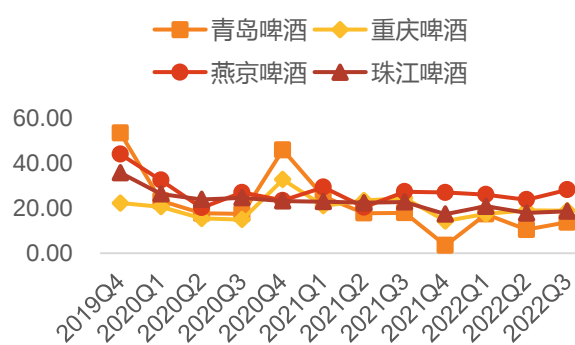
- ✧ **青岛啤酒：旺季催化量价齐升，成本及费效改善弹性有望延续。**22Q3公司实现销量255.9万千升（同比+10.64%），总吨价3844.15元/吨（同比+4.85%），三季度旺季高温和低基数推动公司销量端实现双位数增长，量价稳步抬升。结构端，Q3公司主品牌青岛啤酒实现销量135.3万千升（同比+7.72%），中高档及以上产品实现销量83.8万千升（同比+11.52%），高端化进程加速。主品牌增速相对较慢，系疫情波动，餐饮场景缺失下纯生小瓶等动销受限所致，公司目前成本仍处于高位，预计将利用四季度淡季对崂山塑包、纯生大瓶等产品进行区域性提价，对冲成本上涨。此外，公司中高档产品维持良好增长，成本结构不断优化。通过精细化费用管理，优化费用投放，提升费效，公司盈利能力有望持续改善。展望四季度，伴随世界杯来临，公司的相关推广营销策略或将推动营收持续提升，结构端产品升级趋势不改。
- ✧ **重庆啤酒：区域疫情扰动增速放缓，扬帆27坚定高端化全国化。**公司单三季度实现销量87.81万千升（同比+1.29%），吨价4836.99元/吨（同比+3.59%），受区域疫情扰动影响，公司销量增速放缓。结构端，Q3公司高档/主流/经济分别实现营收14.29/21.08/6.21亿元（同比+0.46%/+8.86%/+1.74%），6-10元主流产品强势增长，成为公司Q3增长支柱。成本方面，原材料价格维持高位，能源价格上涨致使运费提升，毛利率出现小幅下滑。费用方面，延续上季度整体费用缩减趋势，公司整体运营费效持续提升。扬帆27坚定高端化大城市战略，乌苏作为全国化排头兵带动公司量价齐升。随着BU渠道改革和平台管理赋能推进，公司效率及运营水平有望不断提升。当下阶段建议密切关注高端产品后续销量表现，以及在乌苏和渠道改革带动下腰部产品的放量。
- ✧ **燕京啤酒：U8引领结构优化，效率改善弹性可期。**公司22Q3实现营收44.14亿元（同比+8.50%），受益于旺季高温天气，公司整体销量表现乐观，增长势头良好。大单品方面，U8销量不断提升，支撑公司优化产品结构、推进消费升级、增强市场竞争力。在U8基础上，公司构建新型大单品矩阵“新雪鹿-U8-V10”，持续推出鲜啤2022、U8plus等新品，中高档产品矩阵丰富有望促进公司产品结构升级，提升盈利能力。目前公司治理端改革预期明确，通过产能端产线调停，产销分离，渠道端推进市场化变革等措施加速内部治理改革，整体治理趋势向好，公司效率弹性有望加速释放。
- ✧ **珠江啤酒：97带动产品结构升级，费效持续优化改善盈利能力。**三季度公司经营稳健，华南地区受疫情影响较小，伴随啤酒旺季来临，公司啤酒销量稳健增长。2022Q3公司实现啤酒销量45.5万吨（同比+7.0%），实现吨价3689.5元（同比+4.5%）。公司高端化进程持续推进，前三季度高档啤酒销量同比增长16.41%，核心产品97纯生前三季度销量同比增长45.31%。单三季度97纯生增长环比有所降速，主要系即饮场景受限所致。立足“3+N”（雪堡、纯生、珠江+特色）品牌战略，公司不断完善品牌结构，开拓新品，结构升级主线顺利推进。随着公司多业务模块开拓探索，融合啤酒与白酒业务打造新业态，公司有望充分挖掘基地市场增长潜力，加速公司规模增长。目前公司成本端压力尚存，有望伴随新一轮原材料采购逐步缓解。随着降本增效措施不断推进和产品高端化结构优化，公司盈利能力或将持续改善。

图 11：啤酒行业主要公司毛利率变化情况（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：啤酒行业主要公司期间费用率变化情况（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：主要啤酒公司 22 年前三季度财务情况

	营业收入(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy	经营活动产生的		存货周转率	yoy
					现金流量净额/营	yoy		
					业收入 (%)			
青岛啤酒	291.10	8.73%	42.67	+18.17%	20.58	0.49pcts	6.37	+8.33%
重庆啤酒	121.83	8.91%	11.82	+13.27%	34.49	-0.23pcts	3.58	-6.04%
燕京啤酒	113.22	9.01%	6.73	+19.37%	23.49	0.10pcts	1.70	+6.25%
珠江啤酒	41.11	10.56%	5.71	-4.05%	23.33	0.48pcts	1.37	+53.93%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：啤酒主要公司经营指标对比

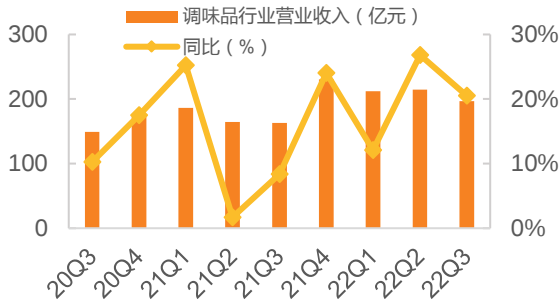
	项目	单位	2020	2021	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
青岛啤酒	收入	亿元	277.6	301.7	84.8	34.0	92.1	100.7	98.4
	yoy		-0.8%	8.7%	-3.0%	1.7%	3.1%	7.5%	16.0%
	毛利率		40.4%	36.7%	42.1%	-18.0%	37.9%	38.3%	38.0%
	净利率		8.4%	10.8%	14.5%	-13.6%	12.5%	17.5%	14.8%
	销量	万千升	782.2	793.0	231.3	84.8	212.9	259.1	255.9
	yoy		-2.8%	1.4%	-8.2%	-3.4%	-2.8%	0.5%	10.6%
	吨价		3496.1	3741.8	3666.3	4003.5	4325.1	3884.6	3844.2
	yoy		1.9%	7.0%	6.3%	5.3%	6.1%	7.0%	4.9%
	人均产出	万元	77.8	91.6					
	产能利用率		79.4%	79.9%					
重庆啤酒	收入	亿元	109.4	131.2	40.5	19.3	38.3	41.0	42.5
	yoy		7.1%	19.9%	18.0%	1.1%	17.1%	6.1%	4.9%
	毛利率		50.6%	50.9%	55.1%	37.9%	47.7%	49.6%	51.6%
	净利率		16.0%	18.3%	21.4%	12.3%	17.9%	19.3%	21.7%
	销量	万千升	242.4	278.9	86.7	37.3	79.4	85.4	87.8
	yoy		3.3%	15.1%	11.3%	-2.1%	11.7%	1.8%	1.3%
	吨价		4384.2	4601.4	4578.3	4997.5	4734.6	4803.6	4837.0
	yoy		3.7%	5.0%	6.5%	4.7%	4.7%	4.2%	3.6%
	人均产出	万元	473.7	197.0					
	产能利用率		81.4%	94.0%					
燕京啤酒	收入	亿元	109.3	119.6	40.7	15.8	31.0	38.1	44.1
	yoy		-4.7%	9.5%	-5.4%	48.2%	11.7%	7.5%	8.5%
	毛利率		39.2%	38.4%	45.4%	12.9%	34.5%	44.3%	47.7%
	净利率		2.6%	2.5%	7.8%	-24.4%	1.0%	10.0%	7.3%
	销量	万千升	353.5	362.1			85.4	129.8	
	yoy		-7.3%	2.4%			3.5%	-0.7%	
	吨价		2851.3	3089.8			3095.0	2933.0	
	yoy		1.2%	8.4%			2.9%	8.3%	
	人均产出	万元	39.1	45.7					
	产能利用率		57.0%	58.4%					
珠江啤酒	收入	亿元	42.5	45.4	15.0	8.2	8.7	15.6	16.8
	yoy		0.1%	6.8%	0.0%	10.4%	12.8%	8.0%	11.9%
	毛利率		50.2%	45.0%	51.4%	26.0%	40.4%	44.7%	44.9%
	净利率		13.8%	13.8%	19.2%	2.5%	8.7%	15.8%	15.3%
	销量	万千升	119.9	127.6			23.5	40.6	45.5
	yoy		-4.7%	6.4%			5.3%	1.5%	7.0%
	吨价		3386.1	3361.6			3713.0	3537.5	3689.5
	yoy		5.2%	-0.7%			7.1%	7.5%	4.5%
	人均产出	万元	93.1	99.2					
	产能利用率								

资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 调味品：收入端环比改善，成本端仍有压力

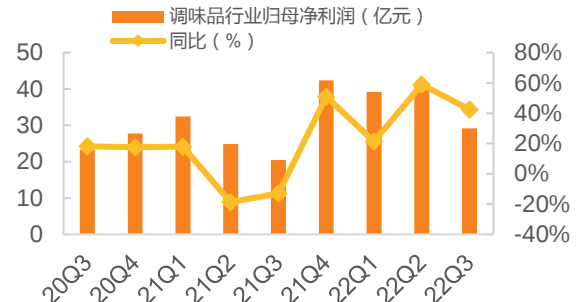
调味品行业 2022 前三季度实现营收 623.1 亿元，同比+21.31%，实现归母净利润 109.09 亿元、同比+40.49%。其中，Q3 实现营收 196.70 亿元，同比+20.51%；实现归母净利润 29.12 亿元，同比+42.40%。2022 年前三季度由于去年同期基数较低和提价贡献，产品和渠道恢复良性，调味品行业收入端环比改善，保持稳健增长。利润端来看，受大豆、包材等原材料等成本的持续上涨的影响，相关企业毛利率有所承压。

图 14：调味品行业单季营收变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：调味品行业单季归母净利润变动情况

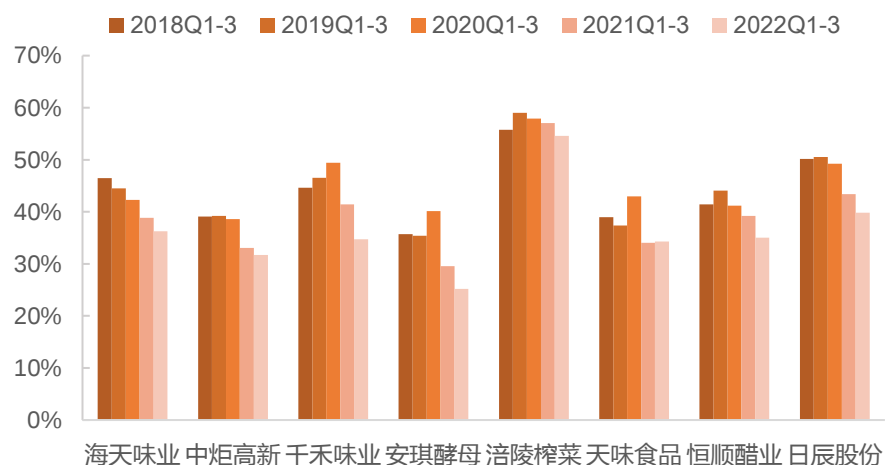


资料来源：Wind，天风证券研究所

成本持续上涨，销售费用缩减，盈利能力有望环比改善。调味品行业前三季度在下游餐饮端受疫情反复影响下短期承压，同时伴随大豆、包材等原材料价格仍维持高位，行业毛利率同比有所下降。在成本压力下，行业内相关企业通过缩减销售费用稳定盈利能力。主要公司中仅日辰股份销售费率同比有小幅上涨，涪陵榨菜/千禾味业/天味食品的销售费率分别同比大幅下降 9.72/9.05/8.94pcts。在成本上行周期中，调味品行业龙头尽管利润端普遍承压，但营收稳步增长。行业目前整体渠道反馈良性，提价已经逐步传导到终端，叠加行业内公司缩减渠道和市场费用，盈利能力有望环比改善。

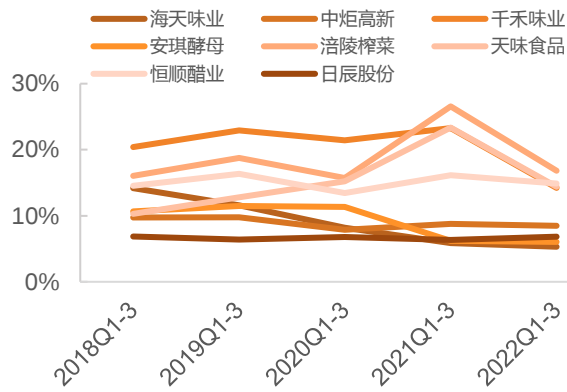
- ◇ 前三季度，调味品行业收入端增速有所改善，主要原因系 1) 提价效应逐步显现；2) 去年基数相对较低；3) 推进产品、渠道、终端建设等方面的精耕及创新，强化市场竞争力。
- ◇ 成本端，1) 大豆、包材等原材料价格维持高位；2) 疫情反复下物流成本上涨，3) 消费端竞争加剧、相关企业打折促销力度加大、频次增多。成本端、市场端双向挤压，产品盈利能力被压缩，企业经营压力剧增。
- ◇ 费用端，行业内相关企业通过缩减销售费用和管理费用、精准投入费用，确保良好的投入产出比来稳定盈利能力，经营管理效率逐步提升。
- ◇ 展望四季度，预计公司短期业绩仍受疫情和原材料上涨而承压，但伴随疫情缓解，下游餐饮行业复苏，提价效应逐步显现，调味品行业呈现恢复性增长态势。

图 16：调味品行业主要公司毛利率变化情况



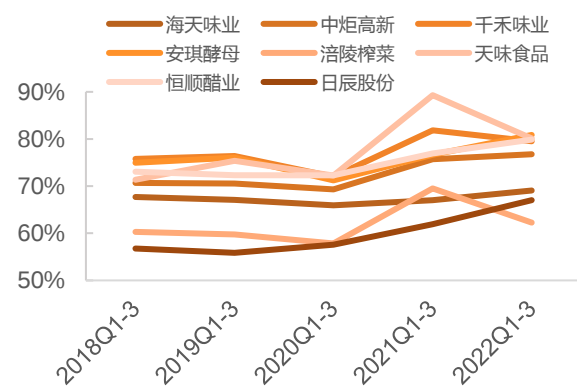
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：调味品行业主要公司销售费用率变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：调味品行业主要公司（销售费用+成本）/营收变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从板块各标的表现情况来看：

- ✧ **海天味业：短期经营承压，长期竞争力不改。**22 年前三季度实现营业收入 190.94 亿元，同比增长 6.11%；实现归母净利润 46.67 亿元，同比下降 0.86%。我们预计三季度收入端承压主要系疫情反复下餐饮业不景气，大包装产品有所承压。展望四季度，公司收入端或在添加剂事件背景下短暂承压，但我们认为短期事件可能不改公司长期趋势，添加剂事件或将倒逼行业进行产品升级，但大的格局并不会因此改变。海天拥有较强的渠道能力和产品矩阵，未来随着餐饮的复苏叠加 C 端动销恢复良性，海天的稳健增长仍可预期。我们看好中长期维度下，公司的复苏和竞争力改善，建议积极关注动销、库存和成本的边际变化。
- ✧ **中炬高新：美味鲜增长稳健，长期看公司机制变革有望加速推进。**22 年前三季度实现营业收入 39.56 亿元，同比增长 15.95%；实现归母净利润 4.19 亿元，同比增长 14.18%。我们认为主要原因系：1）去年二三季度由于疫情反复、控货消化库存、新渠道冲击等影响，同期基数较低；2）今年以来通过营销改善，经销商积极性增强，美味鲜销售情况表现较好。利润增速低于收入增速主要系原材料价格上涨影响。短期来看，疫情影响公司终端消费需求，但随着疫情影响的减弱以及公司渠道恢复良性、提价完成、费效比提升，我们预计公司业绩有望迎来拐点。同时随着原材料成本的改善，预计盈利能力有望持续提升。另一方面，公司持续推进终端渠道的良性建设，市场运作成熟度持续提升。长期来看，公司加大全国化布局，同时不断丰富产品矩阵，打开餐饮市场。未来随着公司持续推进渠道下沉，发力餐饮渠道，在产能扩张的持续推进下，公司有望维持稳健增长。此外，公司改革近年来持续推进，通过市场化的激励机制，有望激发销售和员工动力，支撑业绩增长。看好机制改革预期下，公司的长期发展。
- ✧ **千禾味业：收入增长稳健，费效比显著提升。**22 年前三季度实现营业收入 15.54 亿元，同比增长 14.63%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比增长 42.05%。公司整体业绩较去年同期稳步增长，主要原因系公司继续强化基础研究，持续提升产品品质，加强产品和渠道布局，提升市场竞争能力。展望 2022 年，预计公司业绩短期仍受疫情和原材料上涨而承压，但全年来看，公司有望受益 1）21 年提价逐步落地带来的盈利改善，2）公司全渠道进行全国化铺市，新一轮渠道扩张持续进行。22 年公司将全面开启流通渠道的开发，并布局餐饮渠道，有望实现较快增长。3）公司零添加等产品的加入，以及食醋、料酒等品类矩阵的丰富，能够加快公司全渠道的市场扩张，同时增加覆盖人群。此外，公司发布股权激励计划及定增方案，有助于提升核心骨干的积极性，彰显长期增长信心。产能扩张叠加产品优化、产品扩张有益于公司长期发展。
- ✧ **安琪酵母：国内承压海外高增，看好后期成本改善带来的弹性释放。**22 年前三季度实现营业收入 89.83 亿元，同比增长 18.29%；实现归母净利润 8.97 亿元，同比下降 11.87%。公司三季度收入增速环比加速，我们认为一方面是公司去年提价对冲国内酵母下滑影响，且海外维持快速增长有关，另一方面制糖等业务高增也带动收入的稳健增长。展望新榨季，我们认为公司成本在水解糖投产等供需影响下，有望维持稳中有

降态势，看好成本改善带来的盈利能力改善。展望明年，我们认为公司仍存在量价齐升的基础。量增方面，国内烘焙行业仍有较大发展空间，带动主业增长，同时 YE 等衍生品业务也有望带动空间提升，这一部分主要以产能规划为主。国外方面，俄乌战争打乱了全球酵母供应链，公司有望厚积薄发，海外优势持续提升。价格方面，公司衍生品业务“上游平台化”逻辑有望持续强化，合成生物等领域有望打开天花板，同时基于公司良好的竞争格局，我们预计行业仍有提价能力。我们看好酵母龙头竞争力的持续提升，以及发展空间的打开，建议积极关注。

- ✧ **涪陵榨菜：Q2 成本下行逐渐显现，费效改善带来业绩弹性释放。**22 年前三季度实现营业收入 20.46 亿元，同比增长 4.63%；实现归母净利润 6.97 亿元，同比增长 38.29%。利润端稳步增长，主要原因系：1）2022 年主要原材料青菜头受市场供需影响，价格同比下降约 40%，本年度收购的青菜头腌制后陆续于 5 月、6 月投用，成本下行；2）21 年公司销售费用投放较高，22 年公司调整了品牌宣传方式，广告费用投入同比减少，加大地推，销售费用率显著改善。展望四季度，成本下行、费效提升叠加渠道势能释放，公司业绩弹性有望加速释放。2022 年，公司主要原材料青菜头成本进入下行空间，价格显著回落，预计下半年公司有望受益于提价带来的利润弹性；21 年公司销售费用投放较高，今年有所收窄，销售费用率有望显著改善；此外，去年整体基数相对较低，今年公司有望迎来较高成长性，迎来量价齐升。长期来看，榨菜行业实际消费量增长空间不大，显性增长主要由包装化率提升带动包装榨菜量的增长，品类扩张与消费场景扩张将成为公司第二增长曲线：1）在公司治理结构和经营管理的提升下，未来借助渠道渗透，公司将坚定进行增量打造和多品类拓展，泡菜、萝卜等品类空间大、增长快、集中度低，较榨菜行业空间更大；2）公司已针对进入餐饮市场制定相应策略，计划以调味菜及工业泡菜为切入点，进入餐饮消费市场，有望打开量的天花板。
- ✧ **天味食品：业绩超预期，管理改善和渠道精细化有望加速弹性释放。**22 年前三季度实现营业收入 19.09 亿元，同比增长 36.58%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比增长 204.76%，业绩超预期。我们预计增速较高主要系：1）去年同期基数较低；2）冬调板块表现亮眼，终端通过精细化动作，整体维持较好动销，库存水平也处于良性状态，终端动销有所提升。展望四季度，随着公司渠道和内部调整的持续推进，叠加低基数，公司经营表现仍有望加速。全年来看，公司恢复性增长趋势明显，经营边际改善，建议积极关注公司边际变化：1）渠道库存良性，叠加产品线的重新梳理，整体动销向好；2）公司内部组织架构进行积极调整，且人员趋于稳定，新一期股权激励下，整体团队信心较强；3）渠道终端进入精细化运作，经销商管理愈发成熟，使得货龄等问题得以有效改善。此外，公司积极构建产业链上下游布局，探索产业并购项目，进而增强公司在产业链的地位，保证原材料的供给稳定以及下游市场场景的开拓。未来随着市场的逐步出清，我们认为行业集中度有望向头部集中，公司作为龙头公司，整体竞争力在此轮竞争中有望逐步提升，看好公司边际改善和长期发展。
- ✧ **恒顺醋业：收入表现稳健，营销改革加速推进。**22 年前三季度实现营业收入 16.82 亿元，同比增长 23.71%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 14.70%。在疫情反复下收入仍然保持平稳增长，我们认为主要原因系：1）去年四季度提价贡献；2）营销改革成效显现；3）渠道持续下沉，全国化布局加速推进。利润端主要受以下影响 1）原材料成本压力仍然较大；2）疫情反复下物流费用或有所提升。2021 年，公司在激励、产能、营销等方面持续推进，8 月公司回购股份拟用于股权激励，盘活团队积极性；11 月提价落地，幅度 5-15%，公司毛利率有望提升，同月公司发布非公开发行预案，持续扩张产能。此外，公司持续剥离非主业业务，进一步彰显公司聚焦主业的决心。展望 2022 年，伴随公司产能的扩建以及营销改革的推进，公司有望加快全国化布局，打开长期发展空间。
- ✧ **日辰股份：餐饮渠道短期承压，看好公司疫后弹性。**22 年前三季度实现营收 2.33 亿元，同比下降 2.94%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比下降 26.71%。三季度收入端压力仍然较大，我们认为主要原因系：1）各地疫情反复下，三季度下游餐饮企业环比恢复速度较慢；2）9 月即墨区疫情对公司有一定影响。利润端承压我们认为主要系 1）

大宗商品价格上涨致使公司面临部分原材料、物流运输等成本上涨的压力；2）毛利率相对较低的品牌定制渠道占比提升、毛利率相对较高的连锁餐饮渠道占比下降。展望明年，伴随下游餐饮客户逐步恢复，公司餐饮渠道占比有望持续提升，叠加成本下行趋势，公司利润率有望回到正常水平。存量客户稳定性仍存，增量业务有望带来弹性表现。短期来看，疫情反复下，公司业绩仍有一定压力，但长期来看，连锁化趋势支撑公司稳定性和成长性，公司有望保持较高的盈利水平，我们看好公司的中长期发展空间。伴随原材料价格的回落以及疫情的改善，我们认为疫后产业链有望率先回暖，建议积极关注公司边际变化：1）下游连锁化率提升趋势不改，上游集中度有望提升，相关专业性企业在产业链地位有望提升，公司定制化黏性较强，下游客户稳定；2）下游客户推新或带动公司业务扩张。看好公司疫后复苏带来的弹性。

表 2：调味品主要企业 22Q3、22Q1-3 经营数据

	营收增速（%）			利润增速（%）		
	2022Q3	2022Q1-3	2022 年目标	2022Q3	2022Q1-3	2022 年目标
海天味业	-1.77	6.11	11.98	-5.99	-0.86	11.98
中炬高新	18.98	15.95	-	21.51	14.18	-
千禾味业	14.75	14.63	-	3.70	42.05	-
安琪酵母	22.55	18.29	18.00	20.59	-11.87	-
涪陵榨菜	2.54	4.63	-	41.36	38.29	-
天味食品	82.33	36.58	-	1629.31	204.76	-
恒顺醋业	53.93	23.71	-	236.08	14.70	-
日辰股份	-6.89	-2.94	-	-29.49	-26.71	-

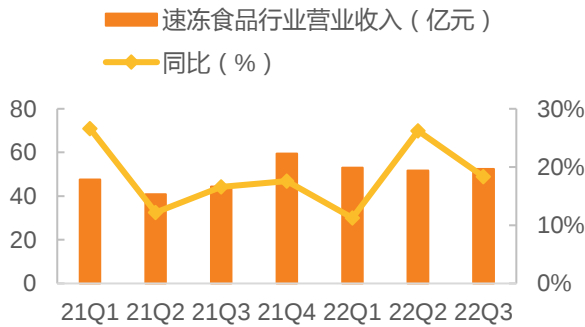
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 速冻食品：BC 并举，板块经营韧性强，提价降费利润率提升

速冻食品板块 2022 前三季度实现营收 157.15 亿元，同比+18.21%，实现归母净利润 12.73 亿元，同比+25.05%。其中，Q3 实现营收 52.47 亿元，同比+18.34%；实现归母净利润 3.25 亿元，同比+32.11%。行业三季报业绩表现相对较好，我们认为是因为原材料成本虽处于较高位置，行业通过去年四季度提价缓解成本压力，基本覆盖成本上涨幅度。在成本仍处高位下，行业内公司缩减销售费用，精细化管理市场费用效率显著提升，净利率有所改善。长期来看，下游餐企标准化、连锁化发展趋势下，B 端餐饮供应链景气度依旧，预计随着本轮高成本库存消耗干净、原材料成本回落以及提价效应下，龙头利润端或率先反弹，同时有望借助行业成本压力以及自身品牌、规模、渠道等优势不断提升市占率。

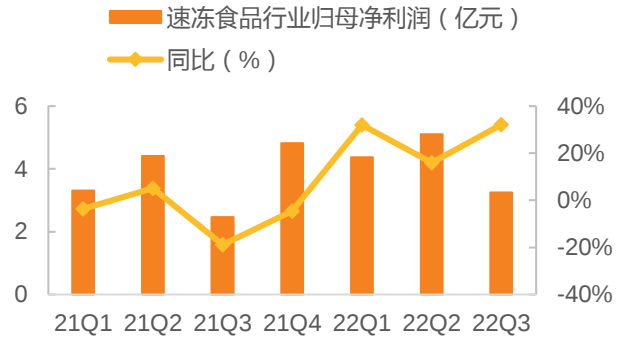
- ◇ 前三季度，收入端增速平稳，虽受疫情反复影响下游餐饮端有所下降，但 C 端多为民生类产品，受益于居家囤货需求，对冲了部分餐饮端带来的影响。
- ◇ 利润端表现相对较好，原材料成本虽处于较高位置，但是行业通过去年四季度提价缓解成本压力，提价基本覆盖成本上涨幅度；并且，行业内公司通过调整产品结构改善毛利率。
- ◇ 费用端，主要公司减少销售费用，营销投入精准化，收窄销售费用率。
- ◇ 展望四季度，速冻食品行业迎来旺季，疫情缓解后大 B 餐饮端需求有望率先恢复，小 B 渠道竞争力强劲，叠加产能释放以及大单品放量，行业业绩有望逐季改善。

图 19：速冻食品行业单季营收变动情况



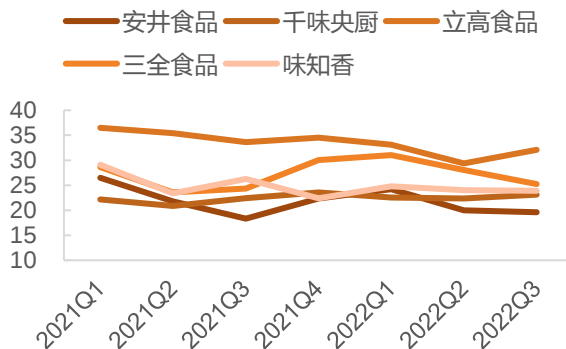
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：行业分类为中信行业分类）

图 20：速冻食品行业单季归母净利润变动情况



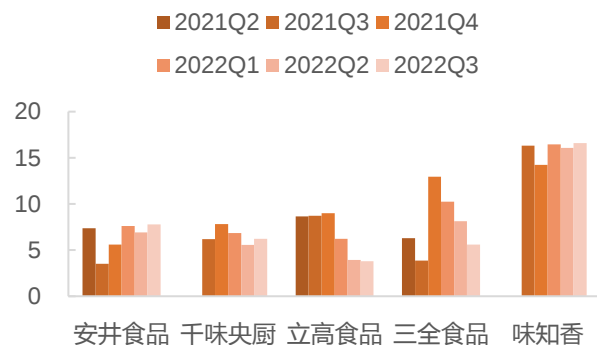
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：行业分类为中信行业分类）

图 21：速冻行业毛利率变动情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：速冻行业单季扣非净利率变动情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

从板块各标的的表现情况来看：

- 安井食品：疫情下凸显主业增长韧性，预制菜板块逻辑持续强化。**22 年前三季度实现营业收入 81.56 亿元，同比增长 33.78%；实现归母净利润 6.89 亿元，同比增长 39.62%，在疫情反复下仍然保持较高增长，我们认为主要原因系：1）主业表现亮眼，主业的增长一方面来自公司渠道的精耕和下沉，另一方面来自产品线的丰富，整体竞争力持续提升。2）预制菜业务快速成长，并表业务来看，新宏业、新柳伍并表均给公司业绩带来增量。长期来看，公司加大市场开发力度，产品线进一步丰富，产品力、渠道力和品牌力不断提升；公司在开拓和巩固原有渠道的基础上，积极探索新的销售渠道，力求打造面向全国范围大机构大企业和 B 端大客户的特通直营体系；同时继续深挖京东、天猫等平台电商的潜力，加强与前置仓电商合作，深度拓展电商渠道；菜肴类产品近年来增速较快，公司通过收购、投资建厂等方式持续加大在预制菜肴领域的布局，有望实现快速发展。
- 干味央厨：小 B 业务能力持续强化，大 B 下半年有望加速恢复。**22 年前三季度实现营业收入 10.30 亿元，同比增长 16.02%；实现归母净利 0.70 亿元，同比增长 23.12%。业绩实现稳健增长。我们认为主要原因系：1）上半年受到疫情影响，餐饮企业推新进度放缓，我们预计从下半年开始下游餐饮客户推新速度将加速，大 B 推新有望带来公司的稳健增长；2）公司对核心经销商培育和支撑的效果显著，2022 年上半年前 20 经销商的销售额为 1.19 亿元，同比增长 60.43%，我们预计三季度公司小 B 渠道维持较快增长；3）我们预计公司大单品维持较高增速，2022H1，蒸煎饺销售收入 0.73 亿元，单品增幅 202.81%，预计蒸煎饺产品 Q3 在餐饮环比改善趋势下仍维持较快增长。长期来看，我们认为公司兼具稳定性与成长性，餐饮产业链上游量增趋势不变，存量客户构建公司业绩稳定性，增量客户打开大 B 业务天花板；小 B 渠道增速较快，竞争力强，且新培育大单品表现较好，扩品逻辑有望持续验证。此外，公司目前已经着手重点发展 C 端业务，相关团队组建完毕，也开发了适合 C 端的产品，相关渠道正在建

设当中，未来 C 端业务有望进一步打开公司成长空间。

- ✧ **立高食品：股权激励彰显发展信心，景气提升叠加成本改善带来高弹性。**22 年前三季度实现营业收入 20.51 亿元，同比增长 4.58%，实现归母净利润 1.00 亿元，同比减少 49.14%。收入端环比增速有所放缓，我们预计主要系疫情反复下烘焙门店需求承压。利润端承压主要系：1）原材料成本压力；2）计提股权激励的股份支付；3）新厂区费用摊销较高。在大宗原料价格同比大幅上升下，三季度公司毛利率为 32.10%，较去年同期下降 1.54pcts。近月以来，公司已抓住油脂价格波动的有利窗口期，进行了适当规模的锁价采购，明年弹性释放可期。我们认为公司所处赛道景气度高，且长期发展路径清晰，逐步验证。冷冻烘焙赛道有望迎来快速渗透期，公司在烘焙产业链上游领域深耕多年，已具备较大技术和规模优势。未来公司将持续渠道深耕细作提升市占率，品类有序扩张提升产品使用率。伴随渠道、产品拓展及股权激励推动，公司有望持续快速发展。
- ✧ **味知香：**22 年前三季度实现营收 6.07 亿元，同比增长 6.47%，实现归母净利 1.10 亿元，同比增长 7.65%。第三季度公司销售区域扩展、加盟店增加，带来收入同比增长，22Q3 随疫情减弱，B 端、C 端营收整体实现同比增长，但消费疲软仍影响终端需求的释放，我们认为 Q3 业绩同比下滑主要系其他收益、投资净收益、公允价值变动净收益下滑影响。预制菜行业景气度依旧，看好公司长期发展。短期看，公司有望受益疫情缓解及销售费用降低带来的盈利改善。长期来看，预制菜行业迎合 B 端降本提效的需求，空间大增速快，公司有望乘行业加速度，不断拓展 B 端客户，发掘市场潜力，提升公司整体销售额。伴随产能的陆续投产以及物流的进一步建设，公司业绩有望逐季改善。

表 3：速冻板块主要企业 22Q3、22Q1-3 经营数据

	2022Q3				2022Q1-3			
	营收 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	利润增速 (%)	营收 (亿元)	营收增速 (%)	归母净利润 (亿元)	利润增速 (%)
安井食品	28.81	30.79	2.36	61.73	81.56	33.78	6.89	39.62
千味央厨	3.82	19.21	0.24	18.95	10.30	16.02	0.70	23.12
立高食品	6.94	2.51	0.30	-50.53	20.51	4.58	1.00	-49.14
三全食品	15.14	5.10	0.95	-12.08	53.35	5.03	5.26	36.35
味知香	2.29	11.82	0.40	-2.71	6.07	6.47	1.10	7.65

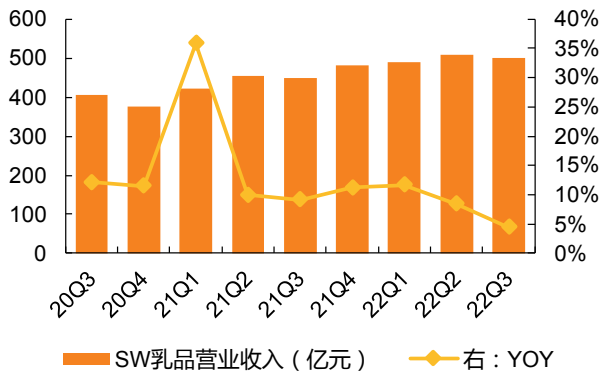
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 乳制品：需求盈利延续承压态势，关注 Q4 旺季回暖

Q3 需求承压收入增速放缓，关注 Q4 旺季需求回暖。乳制品板块 2022 年前三季度收入仍维持增长，但增速较前两季度放缓，SW 乳品行业 2022 年前三季度实现营收 1500 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 9pct。单季来看，2022Q3 乳制品板块实现收入 501 亿元，同比+4.5%。整体判断，乳制品板块收入 Q3 边际复苏程度低于预期，主因 Q3 疫情多点散发背景下，消费场景受限需求承压。但整体展望来看，我们认为乳制品作为刚需消费品类仍具备较强韧性，Q4 旺季回归叠加春节前置有望带动板块收入增速回暖，同时也需关注消费场景恢复预期下可选品类的弹性恢复。

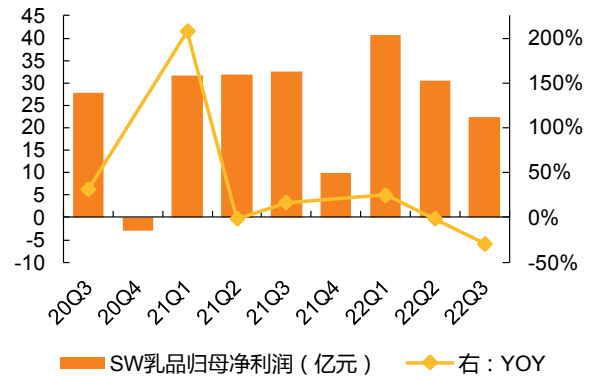
Q3 盈利受损明显，成本压力有待改善。SW 乳品行业 2022 年前三季度实现归母净利润 93.6 亿元，同比下降 2.2%。单季来看，2022Q3 实现归母净利润 22.4 亿元，同比下降 29%。今年以来原材料价格上涨导致行业毛利率普遍同比下滑，尽管 Q3 来看上游原奶、大包粉、干酪等主要原材料价格环比下行，但乳企报表端尚未体现出毛利率环比改善趋势，原料端价格传导或存在滞后。费用端，乳企普遍收缩销售费用应对成本压力，2022Q1-Q3 乳企销售费用率同比普遍下降。展望来看，乳企成本改善趋势尽管慢于预期，但原材料价格下行趋势下毛利率修复的方向或不改变。高毛利品类需求回暖或有望带动产品结构优化，从而改善综合毛利率。

图 23：乳制品行业单季度营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：乳制品行业单季度净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

从板块各标的表现情况来看：

- ◇ **伊利股份：液奶承压拖累单季增速，奶粉奶酪持续亮眼，龙头稳增根基不改。**公司 2022 前三季度实现营收 935 亿元，同比增长 10.4%；归母净利润 80.6 亿元，同比增长 1.5%。其中 Q3 单季实现总营收 304 亿元，同比增长 6.7%；归母净利润 19.3 亿元，同比下滑 26.5%。Q3 需求持续偏弱，液体乳板块收入承压下滑。作为公司第二增长曲线的奶粉及奶酪业务则延续了高增趋势，其中婴配粉增速位居行业第一，成人粉市占率稳居细分市场第一，得益于澳优协同贡献收入，母婴店、商超门店和线上等多渠道渗透率快速提升，以及门店数量增加；奶酪 Q1-Q3 同比增速达 30% 以上。盈利方面，毛利率维持稳健，或主因产品结构持续优化，高毛利品类（奶粉/奶酪等）高增，对成本端形成对冲；销售/管理费用率同比提升，压低净利率。我们认为 Q2-Q3 疫情“压力测试”仅是暂时扰动，公司作为乳业龙头稳健增长的长期趋势不改。公司液奶领先优势持续扩大根基稳固，奶粉、奶酪作为第二增长曲线已通过逆势高增获得验证，澳优经营改善亦将贡献增长。疫情环境改善预期下，伴随乳制品需求稳健释放，公司液奶基本盘有望恢复稳增，收入端增速有望获得改善。盈利端有望受益产品结构升级以及费率稳中有降、费效提升。
- ◇ **妙可蓝多：奶酪业务稳健增长，静待成本改善。**公司 2022 前三季度实现总营收 38.3 亿元，同比增长 21.78%，归母净利润 1.44 亿元，同比增长 0.21%；Q3 单季实现营收 12.4 亿元，同比增长 14.68%，归母净利润 0.12 亿元，同比下降 63.03%。Q3 单季奶酪业务增速短期放缓，考虑到 Q3 疫情环境，我们认为或主因大单品低温奶酪棒面临需求承压、消费场景受限等挑战。面对外部环境压力，公司仍积极推动低温奶酪的消费者教育和精耕，同时扩大常温奶酪棒的铺市，整体来看，公司奶酪棒业务仍呈现良好增长态势。餐桌奶酪方面，今年以来公司加大对奶酪片/马苏里拉的营销投入并取得亮眼增长表现，成为公司增长的新亮点。盈利方面，毛利率同比下降主因今年原材料平均价格较去年上涨；环比来看，考虑到 Q3 原材料价格下行且公司已采取备货锁价措施，我们认为毛利率环比下滑或主因产品结构变动，高毛利奶酪棒产品收入增速放缓而较低毛利的餐饮奶酪占比提升所致。销售费用方面，考虑到公司费用投放以绝对额管理为主，因此收入增速短期放缓导致费率被动增长。财务费用率由负转正则主因此前募投资金陆续投入使用，利息净收入转为净支出。展望四季度，春节前置、常温铺市以及低温需求的逐步回暖，我们认为四季度公司收入有望回归加速增长，低温/常温奶酪棒、奶酪片/马苏里拉等佐餐奶酪等多个产品线有望同步发力。同时盈利端存在修复预期，原材料价格下行叠加高毛利奶酪棒恢复，有望带动毛利率得到修复，利好业绩释放。

表 4：主要乳制品公司 22 年前三季度财务情况

	总营收（亿元）		同比	毛利率		同比 pct	归母净利润（亿元）		同比	归母净利率		同比 pct
	2021Q1-3	2022Q1-3		2021Q1-3	2022Q1-3		2021Q1-3	2022Q1-3		2021Q1-3	2022Q1-3	
伊利股份	850	939	10%	37%	33%	-4.2	79.44	80.61	1%	9.3%	8.6%	-0.8
妙可蓝多	31	38	22%	38%	34%	-3.4	1.43	1.44	0%	4.6%	3.8%	-0.8
光明乳业	221	214	-3%	23%	18%	-4.7	4.45	3.69	-17%	2.0%	1.7%	-0.3
新乳业	66	75	12%	25%	25%	-0.6	2.56	3.10	21%	3.9%	4.1%	0.3
三元股份	59	63	6%	25%	26%	0.8	2.12	1.08	-49%	3.6%	1.7%	-1.9
贝因美	17	24	46%	53%	35%	-17.5	0.39	0.44	14%	2.3%	1.8%	-0.5
天润乳业	16	19	18%	17%	18%	0.7	1.13	1.54	36%	7.2%	8.3%	1.1
一鸣食品	17	18	7%	33%	31%	-2.3	0.62	-0.64	-204%	3.7%	-3.5%	-7.2
燕塘乳业	15	14	-6%	30%	24%	-5.7	1.58	0.84	-47%	10.5%	6.0%	-4.6
熊猫乳品	6	6	4%	26%	20%	-6.6	0.60	0.40	-34%	9.8%	6.2%	-3.6

资料来源：Wind，天风证券研究所

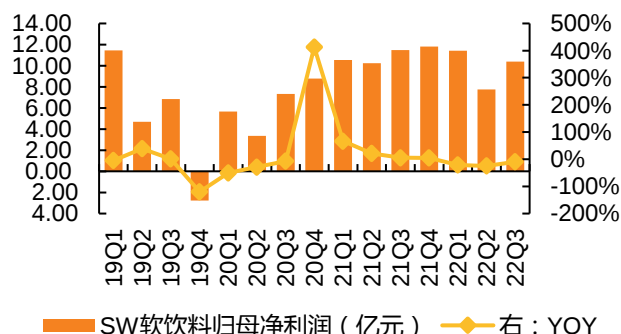
1.5. 软饮料：疫情冲击下行业普遍承压，后续消费复苏有望打开增长空间

疫情扰动叠加原材料价格上涨，软饮料行业普遍承压。软饮料行业 2022 前三季度实现营业收入 182.44 亿元，同比增长 12.17%；实现归母净利润 29.55 亿元，同比下降 8.37%。其中，22Q3 实现营收 63.09 亿元，同比增长 1.92%；实现归母净利润 10.4 亿元，同比下降 9.29%。销售端，行业自身可选消费属性叠加疫情影响，场景缺失下行业普遍销售压力较大。2022 前三季度软饮料产量为 14502.8 万吨，同比上升 1.1%。9 月当月软饮料产量为 1688.10 万吨，同比上升 6.8%。利润端，销售规模下降而费用支出相对刚性，叠加包材成本处于高位、原材料价格上涨等因素，利润端普遍有所下降。软饮料 22Q3 受疫情影响较大，生产、物流、终端销售各环节均受到不同程度的影响。伴随疫情好转基本面有望显著改善，龙头企业加速大单品放量和全国化扩张、新品培育放量等逻辑推动下，终端销量有望得到恢复。成本端，PET 价格有望下行，将明显缓解成本压力，盈利能力有望改善。

图 25：软饮料行业单季度营业收入



图 26：软饮料行业单季度净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

从板块各标的表现情况来看：

- ✧ **东鹏饮料：全国化进程持续推进，公司竞争力持续强化。**公司 22Q3 实现营业收入 23.53 亿元，同比增长 25.30%；实现归母净利润 4.11 亿元，同比上升 28.32%。收入端省外市场持续高增，大单品延续放量趋势。单三季度公司东鹏特饮/其他饮料分别实现营业收入 22.74/0.75 亿元，同比变化+29.42%/-37.37%，500ml 金瓶销量持续提升带动公司的销售收入稳定增长。公司 22Q3 实现毛利率 40.05%，同比下降 3.45pcts；归母净利率为 17.46%，同比上升 0.41pct。第三季度大宗原材料聚酯切片和白砂糖采购单价较上半年分别上涨 8.56%和 2.52%致使成本端有所承压。若下半年 PET 降价，压力有望缓解。疫情之下，公司全国化战略积极推进，终端渠道产品曝光率稳定提升，刺激消费者购买频次与单点产出，竞争力持续强化，市占率逐步提升。我们认为，通过产品、渠道策略，匹配优秀团队机制，大单品全国化扩张加速，伴随基本盘持续挖潜以及二次曲线打造，公司未来有望打开天花板的增长空间。
- ✧ **百润股份：收入步入改善通道，费用投放厚积薄发。**2022 年单三季度实现营业收入 6.08 亿元，同比下降 13.49%；实现归母净利润 0.84 亿元，同比下降 56.76%。公司收入端在疫情的背景下有所承压，但随着公司推广营销的重启，以及“358”品类矩阵建设的持续推进，我们认为公司整体营收有望回到快速增长的趋势，短期建议积极关注强爽放量的持续性。公司 22Q3 实现毛利率 62.09%，同比下降 3.76pcts，实现净利率 13.77%，同比下降 13.83pcts。利润端持续承压，主要系公司期间经营费用增加及可转债利息费用增加，叠加销售规模减少所致，盈利能力整体下行。随着公司 SKU 逐渐增多及渠道网络的不断健全，渠道的扁平化有利于公司管理效率的提升。我们认为公司的核心逻辑在于消费场景的持续提升，建议积极关注公司的改革和强爽/清爽的培育，伴随后续消费持续复苏，公司弹性有望显现。
- ✧ **李子园：成本压力及疫情致经营承压，全国化进程有序推进。**公司 22Q3 实现营业收入 3.61 亿元，同比下降 3.77%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比下降 21.10%。公司 22Q3 营收有所下滑主要系疫情波动下动销受损，学校渠道受影响较大，华东、华中优势市场短期承压。公司持续加快全国化拓展，深耕重点核心市场，辐射带动周边区域市场。利润端有所承压，主要系一则进口大包粉及能源价格上涨导致毛利率下滑明显，整体成本压力仍然存在，二则疫情影响公司营收增长放缓。目前公司通过集中采购模式、签订远期合同锁定采购价格、提高国产奶粉能源比例等措施进行成本管理，同时对主要产品适度提价 6%-9%，利润端有望环比改善。公司深耕含乳饮料行业，以大单品甜牛奶为基础不断丰富产品矩阵，引领全国化扩张。同时，公司公布发行可转债预案，募集资金将用于年产 15 万吨含乳饮料产线扩产及技术改造，伴随产能释放及新品推出，公司有望享受规模效应与行业红利，保持良好增长。
- ✧ **承德露露：基本盘稳健，静待新品放量。**公司 22Q3 实现营业收入 5.09 亿元，同比增长 3.00%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 5.21%。公司营收端稳定增长，主要系伴随中秋销售旺季来临，公司核心产品杏仁露基本盘扎实，以北方基地市场为核心增速稳健。同时，上半年公司推出的两款新品正处于铺市阶段，后续有望陆续推出其他新品，进一步丰富公司产品布局。公司 22Q3 实现毛利率 40.66%，同比增长 6.54pcts；实现归母净利率 24.15%，同比上涨 0.51pcts。目前产品主要原材料价格稳中有降，同时伴随销售规模恢复性增长，成本端压力有望持续缓解。我们认为公司的价值提升主要来自公司品类从小场景的送礼定位，扩展至日常消费定位，整体消费量级扩张打开长期空间。公司基本盘稳固，未来有望加强北方市场老品深耕，同时新品上市或帮助公司打开消费场景，培育第二增长曲线，建议密切关注公司新品表现。

表 5：软饮料板块主要企业 21、22Q3 经营数据

	2021					2022Q3				
	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	净利率 (%)	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	净利率 (%)
东鹏饮料	69.78	40.72	11.93	46.90	17.10	23.53	25.30	4.11	28.32	17.46
百润股份	25.94	34.66	6.66	24.38	25.61	6.08	-13.49	0.84	-56.76	13.77
李子园	14.7	35.14	2.62	22.34	17.86	3.61	-3.77	0.52	-21.10	14.43
承德露露	25.24	35.65	5.7	31.77	22.51	5.09	3.00	1.23	5.21	24.15
香飘飘	34.66	-7.83	2.23	-37.9	6.42	6.71	-24.24	0.54	-46.69	8.07
养元饮品	69.06	55.99	21.11	33.78	30.57	14.35	-10.31	3.14	-33.40	21.86

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 投资建议：情绪修复，重申看多疫后复苏逻辑，兼顾产业趋势和弹性

从三季报总结来看，我们认为前期的两个预期需要修正：一是消费的韧性在三季报表现中承压，特别是必选品类，这或表示疫情对消费的影响或达到极致，后续有望触底逐步改善；二是成本的预期和展望仍需进一步观察，并未出现大幅改善和弹性，但此预期仍有望成为中长期的重要逻辑之一。

从 Q4 和明年来看，疫情态势边际好转预期下，我们认为压制大众品情绪的因素正在逐步缓解，行业需求端有望逐步改善，复苏态势逐步明朗。从大众品配置的角度来看，乐观预期下，行业可进行 Beta 型配置；中性预期下，我们认为可根据风格偏好进行推荐。

首先自上而下从产业趋势来看，餐饮供应链和啤酒行业均处于景气持续提升的态势当中，同时从弹性的角度来看，软饮料和调味品在疫后复苏背景下有望实现高弹性。

3. 风险提示

高端化进程受阻：高端化进程受人均收入、消费水平、消费意愿的影响，三者中有一方受不利影响，将会使得乳制品、啤酒等子行业的高端化趋势受阻。

食品安全问题：食品安全问题是影响整个行业的重大因素，将会导致行业需求及信心受挫，并使得行业格局发生重大变化。

成本持续上涨风险：若原材料价格波动较大，可能会对利润端产生不利影响。

行业竞争加剧风险：行业竞争加剧会导致行业格局恶化，有产能过剩风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com