

食品饮料行业 2023 年报前瞻

Q4 延续惯性，龙头韧性仍足

- **白酒板块：预计 Q4 延续分化，头部报表平稳。**23 年行业需求呈弱复苏状态，场景上大众价位带受益宴席回补表现景气，中高端对应的商务团购场景偏弱。考虑白酒消费 Q4 占比较低，前三季度定调全年，且头部酒企多选择坚持年初目标积极布局，报表有望平稳收官。分价格带看：
- **高端酒：底牌仍多，表现稳健。**茅台 Q4 提价后控制节奏经营更从容，预计 Q4 收入/利润同增 17%/13%（已预告）；五粮液动销优势延续，预计 Q4 收入/利润同增 10%/10%；老窖回款提前完成，预计 Q4 收入/利润同增 20%/23%。
 - **基地型次高端：基地市场支撑强，增长确定性延续。**汾酒渠道良性经营从容，预计 Q4 收入/利润同增 20%/20%；苏酒洋河 Q4 控货消化库存，预计收入/利润持平；今世缘成功冲刺百亿，预计 Q4 收入/利润同增 23%/20%（已预告）。徽酒古井省内提前完成任务，预计 Q4 收入/利润同增 10%/45%；口子窖新品二次回款，预计收入/利润同增 10%；金种子新品持续培育，预计 Q4 收入同增 30%，利润有望扭负为正。
 - **次高端：终端仍承压明显，报表端延续分化。**珍酒动销表现相对良好，预计全年收入/利润实现 20%/34% 增长；舍得 Q4 回款基本完成，费用端投放力度仍大，预计 Q4 收入/利润增速达 10%/5%；水井坊进度仍快，低基数下预计 Q4 收入/利润实现 50%+ 增长（已预告）。
- **大众品板块：春节错位影响，Q4 收入平淡，盈利延续改善。**一方面受消费力掣肘等因素影响，23Q4 大众品整体需求表现平淡，另一方面今年春节过年较晚，导致备货节奏相对 22 年有所滞后，基数效应亦对企业 Q4 报表端收入形成拖累。利润方面，大豆、油脂主要原材料价格回落，多数企业成本利好有望延展。
- **啤酒：Q4 销售平淡，成本红利延续。**预计 Q4 青啤收入/利润分别同比-3%/亏损，燕京同比+2%/亏损，重啤同比+5%/-75%，百威同比+2%/转正。
 - **乳肉制品：需求表现平稳，成本降幅扩大。**预计 Q4 伊利收入/利润分别同比+1%/-35%，液奶平稳，奶粉转正，内生达成全年 30bp 提升目标，天润同比+8%/-50%，新乳业同比+10%/+30%，双汇同比-7%/-20%。
 - **休闲及功能食饮：软饮环比提速，零食景气延续。**软饮料东鹏预计 Q4 收入/利润分别同比+40%/+43%（已预告，预计收入靠上限）。零食预计洽洽同比-3%/-16%；盐津同比+27%/+35%（已预告）；甘源同比+30%/+65%（已预告）。烘焙预计桃李同比+2%/-10%；安琪同比+18%/+8%。保健品仙乐预计同比+50%/+125%，汤臣预计同比-5%/亏损。
 - **调味品：营收表现承压，利润部分改善。**预计 Q4 海天收入/利润分别同比+5%/+6%，中炬同比-8%/转正，千禾同比+5%/+6%，榨菜同比+0%/-30%，恒顺同比+5%/转正，天味同比+17%/+32%，宝立同比+10%/+13%。
 - **速冻：渠道延续分化，盈利优于收入。**预计 Q4 安井收入/利润分别同比+3%/+0%，千味同比+25%/+50%，立高同比+13%/亏损（已预告）。
 - **连锁：需求延续承压，利润显著改善。**预计 Q4 绝味收入个位数增长，全年扣非利润 5 亿左右，紫燕发布业绩预告，23 年归母净利润预计 3.23-3.65 亿，巴比单 Q4收入/利润分别同比+6%/-30%。
- **投资策略：龙头底部区间，价值视角布局。**板块经历年初至今的进一步回调之后，市盈率或是自由现金流/市值等估值指标均处于长周期底部，已经 price-in 市场对中长期的悲观情绪。但实际上食品饮料龙头无论是商业模式极佳的自由现金流创造能力，还是不断提升的竞争力推动份额集中，带来较确定的稳定增长，当前已处于价值底部布局区间。短期看，市场负面情绪宣泄后，返乡消费催化，板块或有修复。
- **白酒：价值布局，首选“老四大”。**无论是短周期跟踪反馈，还是长周期白酒运行逻辑重构，老四大酒企稳健驱动力底牌仍足，但名酒向下挤压会更加明显，从回款、库存等都会显现剧烈分化。而市场对消费复苏预期普

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：欧阳宇

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com
执业编号：S0360521050001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com
执业编号：S0360520090001

证券分析师：彭俊霖

邮箱：pengjunlin@hcyjs.com
执业编号：S0360521080003

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：董广阳

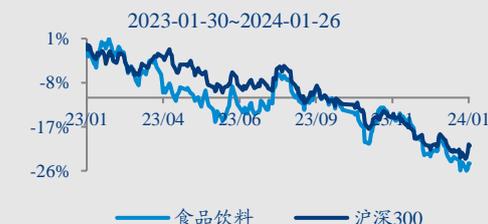
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	127	0.02
总市值(亿元)	49,671.28	5.93
流通市值(亿元)	47,725.19	7.36

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-3.2%	-17.1%	-23.1%	
相对表现	-3.4%	-2.4%	-2.8%	



相关研究报告

《食品饮料行业深度研究报告：寻找结构性“快车道”——餐饮供应链大 B 渠道深度研究系列一》

2024-01-27

偏弱，板块估值已极具性价比，短期蕴含超跌反弹机会，长线价值凸显。具体标的上：首先聚焦确定性核心龙头**茅台**（经营底牌充足，业绩稳若泰山，中长期价值凸显）、**汾酒**（动销有望延续惯性式较快增长）；其次算清底线价值，寻找超跌修复，推荐**五粮液**（动销优秀，价值底线较高）和**老窖**（经营稳健性和报表持续性仍确定）；持续推荐区域龙头，市场相对景气、业绩仍有确定性的**古井**、**今世缘**。

➤ **大众品：精选结构弹性，把握超跌机会，龙头定价重构。**一是中期逻辑确定且兼具弹性的饮料板块，包括**东鹏**（势能强劲余力充足，高成长持续性无虞）、**中炬**（困境反转）；关注新品驱动逻辑**百润**。二是短期超跌且中长期逻辑清晰的餐饮供应链和啤酒，包括**立高**、**安井**、**华润**、**青啤**等。三是中低速时代消费龙头定价范式切换，优选自由现金流优秀的高股息率龙头，推荐**伊利**、关注**双汇**等。

□ **风险提示：**终端需求恢复不及预期、行业竞争加剧、提价落地不及预期等。

目 录

一、 白酒板块：预计 Q4 延续分化，头部报表平稳.....	5
二、 大众品板块：春节备货后置，表现略显平淡.....	8
三、 投资策略：龙头底部区间，价值视角布局.....	15
四、 风险提示.....	16

图表目录

图表 1	白酒板块年报前瞻	5
图表 2	Q4 社零延续弱复苏	8
图表 3	23Q4 PMI 指标有所回落	8
图表 4	23 年 Q4 多数成本价格进一步下行	8
图表 5	大众品标的 23 年报前瞻	10
图表 6	SW 食品饮料行业历史 PE-band	17
图表 7	SW 食品饮料行业历史 PB-band	17
图表 8	国内重点标的估值表	17

一、白酒板块：预计 Q4 延续分化，头部报表平稳

全年需求弱复苏，Q4 或延续分化。23 年白酒需求整体弱复苏，场景上大众价位带受益宴席回补表现景气，中高端对应的商务团购场景偏弱，但头部酒企多选择坚持年初目标积极布局，头部酒企报表有望平稳收官，少部分酒企报表增速或下滑。

- **年内节奏看：分化加剧，头部稳健。** Q1 受益春节旺季及场景回补，终端以价换量表现景气，头部酒企报表高质兑现，Q2、Q3 需求复苏力度偏弱动销走弱，库存再次累积，头部报表端则平稳增长韧性显现，Q4 行业以消化库存、回笼资金为主，厂商博弈加剧，预计报表端将延续分化，头部酒企报表有望持续稳健。
- **展望 24 年：酒企规划未降速，向下挤压或更明显，费投或加大。** 24 年需求或逐步复苏，酒企规划延续积极，未有明显降速，预计费用投放或加大，24 年头部向下挤压将更明显。Q1 春节头部酒企回款有序推进，业绩韧性仍强，有望延续双位数增长。

高端及基地型次高端业绩有望平稳兑现，扩张型次高端延续分化。分价格带看，23 年高端礼赠保持稳健，茅台 Q4 提价后收入同增 15%+ 更加从容，五粮液动销优势延续，力求双位数增长，老窖回款确定性较优，相对弹性优势或可维持。基地型次高端全年相对稳健，回款完成度较优，业绩确定性较强，区域二线酒增势更为强劲。扩张型次高端动销端持续承压，报表端因节奏和基数因素分化加剧。

图表 1 白酒板块年报前瞻

证券简称	收入:亿元			收入:YoY			业绩:亿元			业绩:YoY		
	23Q1-Q3	23Q4E	23E	23Q1-Q3	23Q4E	23E	23Q1-Q3	23Q4E	23E	23Q1-Q3	23Q4E	23E
贵州茅台	1,053.2	441.9	1,495.0	17%	17%	17%	528.8	206.2	735.0	19%	13%	17%
五粮液	625.4	200.1	825.4	12%	10%	12%	228.3	73.7	302.0	14%	10%	13%
泸州老窖	219.4	91.2	310.6	25%	20%	24%	105.7	26.4	132.1	29%	23%	27%
山西汾酒	267.4	48.8	316.3	21%	20%	21%	94.3	11.9	106.2	33%	20%	31%
洋河股份	302.8	36.2	339.1	14%	0%	13%	102.0	3.1	105.1	12%	0%	12%
古井贡酒	159.5	43.4	203.0	25.0%	10%	21%	38.1	7.5	45.7	45%	45%	45%
今世缘	83.7	16.9	100.5	28%	23%	27%	26.4	5.1	31.4	27%	20%	26%
舍得酒业	52.5	15.8	68.3	14%	10%	13%	13.0	5.1	18.0	8%	5%	7%
水井坊	35.9	13.6	49.5	-5%	51%	6%	10.2	2.5	12.7	-3%	55%	4%
口子窖	44.5	15.1	59.6	18%	10%	16%	13.5	3.8	17.3	12%	10%	12%
珍酒李渡	-	-	70.6	-	-	20%	-	-	16.0	-	-	34%
金种子酒	10.7	4.8	15.6	32%	30%	31%	-0.3	0.1	-0.2	-74%	-	-

资料来源：公司公告，华创证券预测（斜体红字标注已披露 2023 年业绩预告。）

重点公司具体跟踪如下：

贵州茅台：23 年任务超额完成顺利收官，Q4 控制节奏经营从容。 根据公司 2023 年生产经营情况，预计 23 年收入/利润同增 17.2%/17.2%，测算单 Q4 收入/利润同增 17.0%/12.6%，利润端环比略降速，判断主要系系列酒高增长、以及年底加码营销等短期税费扰动影响。分产品看，Q4 茅台酒同增 15.2%，判断主要由精品、生肖等非标继续放量、飞天出厂价提升等贡献。系列酒全年首破 200 亿元大关，Q4 同增 41.4% 环比加速，判断主要

由茅台 1935 放量冲刺百亿目标贡献。展望未来，24 年提价保障下经营从容，报表有望继续保持 15%+ 高质增长。

五粮液：动销优势延续，双位数增长确定性仍强。公司 Q4 回款发货正常推进，普五动销优势延续，部分渠道反馈保持高个位数增长，渠道库存保持在 1 个月左右，批价保持 920 元左右相对坚挺。1618 与低度五粮液持续放量，红包等投入力度仍足，保持双位数增长，预计单 Q4 报表端收入/利润增长 10%/10%。展望 24 年，公司春节回款要求进度为 23 年任务的 48%，目前回款进度符合预期，有望维持双位数增长，同时 1618、低度、非标文化产品以及浓香系列酒等或可贡献更多增量。

泸州老窖：Q4 回款提前完成，春节份额为先回款较优。公司 10 月回款已提前完成，Q4 以控货挺价、消化库存为主，收入确定性较强。分产品看，高度国窖份额优先，年中提价后预计量价同比均有提升，渠道反馈目前库存维持在 1~1.5 个月合理水位，批价稳定在 870 元左右，势能稳健。低度国窖周转保持优秀，特曲 60 在西南区域动销表现较好，预计 Q4 营收/利润增长约 20%/23%。展望 24 年，公司春节回款进度较优，内外部势能延续，有望保持弹性增长。

山西汾酒：渠道良性经营从容，有望保持 20% 弹性增长。结合渠道反馈，Q4 公司经营延续从容，青花系列主流批价变动处于合理可控状态，仍保持品牌位序与渠道利润优势，华东等区域青花大众消费氛围增强、周转加快，复兴版自购率提升，库存处在 1 个月左右良性水位，玻汾周转持续优秀，Q4 报表端有望实现 20% 增长圆满收官。展望 24 年，公司春节保持定力布局从容，在春节前后开展 700 余场汾享礼遇交流会，回款有序推进，业绩弹性有望延续，全年及 Q1 均有望继续保持 20%+ 增长。

洋河股份：Q4 控货消化库存，收入利润预计持平。公司四季度持续推进回款，渠道反馈公司全年回款端保持增长，同时 Q4 积极消化库存、宴席促销类政策力度较大，力求保障渠道健康。具体分产品看，省内梦 6+ 年底受益年会、礼赠等出货加快，水晶梦、天之蓝等产品相对稳健，库存 2-3 个月同环比略有下降，省外海之蓝表现相对稳健，天之蓝、水晶梦亦有导入起量性动作。预计 Q4 收入利润端持平，全年看或可保持双位数增长。

今世缘：Q4 控速蓄力新程，百亿顺利收官。公司发布经营公告，23 年收入突破百亿，测算 Q4 收入同增 23% 左右，考虑费投力度加大，预计利润增长略缓于收入。具体来看，成熟单品四开、对开稳定价盘同时拓展流通渠道通路，单开、淡雅布局下沉增量，V 系保持高增拉升品牌，高沟聚焦光瓶市场，低基数有望保持较高增量，今世缘系列梳理到位后有望实现快速增长。公司全年任务圆满完成后四季度主动控速为开门红打下良好基础，当下持续开展新春大会战，加大活动及买赠力度，开门红回款有望顺利完成。

古井贡酒：回款任务提前完成，双百亿有望高质兑现。公司全年回款任务提前完成，四季度以库存消化为主。分产品看，扫码红包等激励政策下古 5/古 8 周转延续较好表现，古 16 受益宴席场景延续高增；古 20 动销稳健，价格管控下批价有所上行。分区域看，省内提前完成目标任务，为省外纾压，合肥、芜湖、阜阳、蚌埠表现亮眼，省外市场相对平稳，浙江、上海、河南、山东维持良性增长，江苏市场增速有所放缓。预计单 Q4 收入/利润增长 10%/45%。

口子窖：新品二次回款，保障全年业绩。公司四季度回款表现较好，持续推动渠道扁平化改革，合肥平台运营公司模式逐步调整到位，12 月加速回款。产品端看，老产品承压环境下表现出一定韧性，兼系列在三季度库存消化下，陆续开启二次回款，保障收入增长，考虑季度间节奏平滑，预计 Q4 收入端或可实现 10% 增长，费用端新品培育及渠道改革持续，预计费投力度仍高，利润或与收入增长匹配。

珍酒李渡：动销表现良好，增长潜力仍足。公司四季度加快组织结构优化，明确高档酒事业部发力团购市场，聚集核心客群挖掘与培育，珍酒事业部专注传统流通渠道，事业部协同效率进一步提升。产品端，高端酒团购市场延续良好增长，次高端珍 15 支线基本梳理到位，回归正常增速中枢，四季度低基数下实现较高增长。费用端预计维持正常比例，保障终端动销维持较高周转，预计全年收入/利润或可实现 20%/34% 增长。

舍得酒业：Q4 回款基本完成，费用端投放力度仍大。Q4 公司持续加强回款，12 月底基础目标接近完成，全年收入端有望保持双位数增长。分产品看，品味舍得保持稳健，首府战役主推下预计可实现良性增长，舍之道在山东、西南等地宴席表现较好、低基数下预计可实现双位数以上增长，沱牌受益大众消费回补继续放量，藏品十年仍在培育中。考虑新品及首府战役等布局，费用端预计投放力度仍较大，利润增速或低于收入，预计单 Q4 收入/利润同增 10%/5%。

水井坊：Q4 低基数下实现快速增长，全年环比好转实现正增长。根据公司生产经营公告，预计 23 年收入/利润同增 6%/4%，测算 Q4 营收/利润同增 51%/55%，低基数下逐季好转，实现快速增长。结合渠道反馈，公司中秋国庆后积极消化库存，四季度完成内部财年回款的 60%，进度整体快于去年，核心单品臻酿八号在传统宴席市场周转表现较好，批价保持稳定，商务需求仍在恢复途中，后续井台等单品或可迎来一定好转。

金种子：新品持续培育，铺货带动增长。公司 Q4 改革持续推进，馥合香系列焕新升级已完成，各级渠道利润有优势，新品铺货贡献增量，23 年收入占比有望突破 20%，后续伴随自点率提升，势能释放有望兑现高增长。头号种子持续铺货餐饮渠道，当下仍在培育期。底盘产品根基稳固，柔和、祥和延续增长。分区域看，基地市场阜阳预计全年实现翻倍增长，合肥市场亦有亮眼表现，保障收入增长，考虑 12 月份公司出让土地贡献利润，预计单 Q4 收入增长约 30%，利润端有望扭负为正。

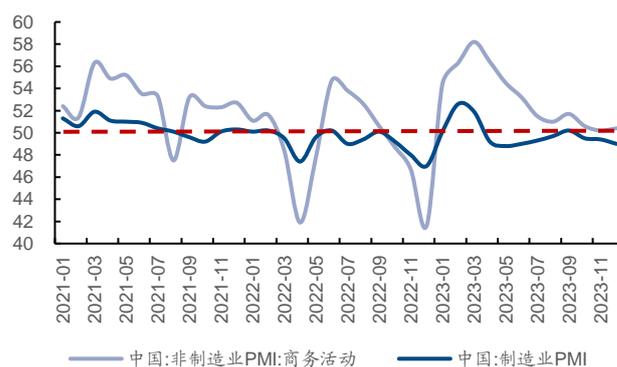
二、大众品板块：春节备货后置，表现略显平淡

整体表现平淡，部分行业受春节错位影响，多数企业盈利进一步改善。整体来看，一方面受消费力掣肘等因素影响，23Q4 大众品整体需求表现平淡，另一方面今年春节过年较晚，导致备货节奏相对 22 年有所滞后，基数效应亦对企业 Q4 报表端收入形成拖累，分子板块来看，饮料、量贩零食等高频低价品类延续较高景气，其余板块需求则相对平淡，而利润方面，大豆、油脂主要原材料价格回落，多数企业成本利好有望进一步兑现至报表端。

图表 2 Q4 社零延续弱复苏



图表 3 23Q4 PMI 指标有所回落



资料来源：wind，华创证券

资料来源：wind，华创证券

图表 4 23 年 Q4 多数成本价格进一步下行

YOY	原材料										包材				
	生鲜乳	大豆	糯米	豆油	豆粕	糖蜜	大麦	猪肉	牛肉	鸡肉	白砂糖	PET	瓦楞纸	玻璃	铝锭
20Q1	5.7%	1.7%	6.4%	-0.2%	5.2%	17.4%	4.9%	14.7%		24.8%	12.4%	26.1%	6.7%	8.9%	-1.2%
20Q2	1.3%	17.5%	10.3%	0.5%	5.3%	31.1%	3.3%	90.3%		8.7%	4.2%	29.9%	-13.3%	4.0%	7.4%
20Q3	2.3%	21.0%	9.2%	0.1%	1.7%	41.0%	9.4%	59.1%		3.9%	3.2%	27.0%	9.5%	13.5%	3.9%
20Q4	6.3%	23.3%	8.6%	2.9%	6.7%	38.2%	5.2%	5.7%		0.3%	9.5%	23.0%	6.2%	13.6%	11.5%
21Q1	12.1%	35.2%	10.1%	10.3%	21.5%	43.9%	8.6%	5.6%	-16.8%	21.7%	7.9%	8.1%	12.9%	23.3%	21.4%
21Q2	13.7%	28.4%	-0.6%	15.0%	20.8%	47.1%	13.3%	28.5%	0.4%	7.5%	0.2%	17.6%	30.7%	73.8%	43.2%
21Q3	15.5%	19.8%	5.4%	15.5%	23.2%	35.6%	31.3%	5.8%	23.6%	10.0%	4.0%	30.6%	15.6%	69.3%	41.0%
21Q4	6.3%	22.9%	7.1%	15.5%	1.8%	25.1%	27.0%	9.9%	33.3%	2.8%	7.5%	51.0%	23.9%	15.2%	23.1%
22Q1	-0.9%	9.4%	6.3%	11.9%	15.9%	9.8%	25.2%	34.2%	37.1%	-1.4%	6.8%	30.1%	3.0%	0.6%	33.4%
22Q2	-2.5%	11.9%	6.6%	12.3%	22.4%	12.9%	24.3%	33.5%	37.6%	5.5%	7.4%	30.6%	-0.4%	25.0%	10.9%
22Q3	-4.9%	12.4%	4.7%	14.6%	20.7%	8.6%	27.6%	31.3%	21.7%	13.9%	2.5%	27.2%	7.3%	44.2%	-0.8%
22Q4	-4.1%	5.6%	-1.2%	13.5%	43.2%	8.6%	33.2%	42.9%	4.9%	13.5%	-1.4%	17.8%	-15.3%	20.4%	7.5%
23Q1	-4.5%	0.5%	-0.4%	10.8%	1.8%	17.1%	25.7%	8.7%	-16.0%	23.2%	4.0%	-1.0%	-15.0%	21.6%	6.9%
23Q2	-6.8%	-3.9%	3.0%	6.3%	-4.9%	-1.0%	2.1%	-4.6%	-18.7%	4.4%	13.5%	-7.4%	-17.6%	6.0%	-0.5%
23Q3	-9.1%	-16.4%	-1.1%	0.3%	3.6%	5.3%	15.4%	27.8%	25.5%	9.0%	27.0%	-8.0%	-18.7%	13.5%	2.3%
23Q4	-10.2%	-10.3%	-1.1%	-2.2%	-9.6%		26.1%	26.9%	23.5%	7.5%	20.0%	3.4%	-13.3%	24.2%	1.8%

资料来源：Wind，华创证券

分子板块看：

- 啤酒：Q4 销售平淡，成本红利延续。销量端，Q4 消费力偏疲软，全国规模以上啤酒产量同比-9.6%，龙头销量也大多表现平淡。结构上，多数龙头升级趋势延续，华

润、百威结构表现环比好于 Q3，而全年来看 10 元以上价格带在消费力影响下呈现挤压式扩容，喜力、雪花纯生、百威经典表现较好，乌苏等部分单品销售承压，而 8-10 元价格带作为主流价格带自然升级，生命力依旧旺盛。利润端，Q4 表现有所分化，青啤、燕京受益成本红利及前期改革预计有望减亏，重啤（Q4 结构承压、费用较高）、华润（H2 升级放缓、去年税收转回利润高基数）业绩或有下滑，但全年看受益于低价包材成本红利释放及费用可控，龙头利润增速仍快于收入。

- **乳业：需求表现平稳，成本降幅扩大。** Q4 在中秋国庆旺季后需求重归平稳，叠加春节旺季备货错期影响，整体液奶需求表现相对平淡；婴配粉行业短期压力仍存，但龙头企业经营环比已有改善。同时，因需求平淡叠加部分新牧场投产影响，Q4 原奶价格同比下降 10.5%，降幅进一步扩大。在此背景下，企业经营仍以质为先，费用投放维持稳定，以喷粉形式消化过剩奶源、维护全产业链稳定。预计 Q4 龙头企业营收表现平稳，盈利端则因在受喷粉减值部分拖累，中小乳企则更受益于成本回落而弹性更优。
- **休闲及功能食饮：软饮环比提速，零食景气延续**
 - 1) **软饮料：Q4 行业环比提速，龙头表现更优。** 根据统计局数据，全国规模以上软饮料产量 10-12 月分别同比-3.8%/+4.3%/+4.0%，随着基数走低环比 Q3 增长加快，全年累计产量同增 4.1%。龙头企业优质赛道卡位叠加部分新品逻辑，单品放量驱动收入表现亮眼，预计东鹏、农夫等 Q4 收入同增 30%+。利润端，白砂糖价格 9 月起见顶下行，虽然 Q4 同比仍有上涨但压力较小，而 PET 价格仍处低位，成本红利释放毛利率上行，预计农夫利润增长快于收入，而东鹏增加费投蓄力来年的同时利润亦保持较快增长。
 - 2) **零食、保健品、烘焙：零食洽洽受春节错期影响而营收承压，成本压力环比减轻，** 预计 Q4 收入、利润分别同比-3%、-16%。**盐津**渠道、品类势能不减，在高基数下 Q4 营收延续高增，预计收入、利润分别同比+27%、+35%。**甘源**营收高增成本回落，叠加非经进一步增厚，预计 Q4 收入、业绩分别同比+30%、+65%。保健品**仙乐**美洲去库完毕，经营逐季向好，预计 Q4 收入、利润分别同增 50%、125%；**汤臣**高基数叠加品牌建设投入，Q4 收入利润有所下滑。**酵母**加大备货收入加速，预计 Q4 收入/业绩分别实现同增 18%/7.7%。**桃李** Q4 销售平淡，返货率偏高+折旧压制盈利，预计 Q4 收入/业绩分别同比+1.5%/-10%。
- **餐饮供应链：需求环比有所放缓，盈利延续改善**
 - 1) **调味品：营收表现承压，利润部分改善。** Q4 外部需求仍有压力，板块营收端整体表现一般，而成本端考虑到大豆、油脂、包材等回落，同时生产规模效应有所恢复，预计盈利能力部分改善。**海天**库存降至低位，收入有望恢复正增；**千禾**高基数压力下 Q4 收入环比降速，但预计全年仍顺利达成股权激励目标；**中炬** Q4 内部调整为重，收入有所承压，但利润端有望转正；**恒顺**低基数下预计平稳增长，盈利有望环比改善；**榨菜**高价原料进一步使用，预计 Q4 盈利承压；**宝立** B 端稳健增长，C 端环比复苏；**天味**披露业绩快报，单 Q4 营收/利润同比+17.1%/+32.0%。
 - 2) **速冻品：渠道延续分化，盈利优于收入。** 一方面不同渠道延续此前分化趋势，大 B 景气较高，立高 KA 及大 B 餐饮、千味大 B 端延续高增，小 B 则是环比改善，如千味小 B 端有所修复。另一方面受今年天气较暖及春节错期影响，整体外部需求存在一定压力，安井主业增长有所放缓。而利润端，面粉、油脂等原料价格下行，同时考虑到 22Q4 基数较低，预计 23Q4 利润增速略快于收入。

- 3) **连锁: 需求延续承压, 利润显著改善。**绝味 Q4 主业收入预计个位数增长, 毛利率在鸭副价格回落下显著改善, 但若考虑潜在的资产减值损失, 全年报表利润或低于三季报预期。紫燕发布业绩预告, 若按预告区间中枢计算, 单 Q4 实现归母净利润 0.03 亿 (去年同期为-0.06 亿), 低于此前预期, 主要系 Q4 传统淡季下产能利用率环比下降, 导致摊销费用提升。巴比 23 全年单店仍有一定缺口, 预计 Q4 收入/利润同比 +6%/-30%。

图表 5 大众品标的 23 年报前瞻

子版块	证券简称	收入:亿元			收入:YoY			业绩:亿元			业绩:YoY		
		23Q1-3	23Q4E	23E	23Q1-3	23Q4E	23E	23Q1-3	23Q4E	23E	23Q1-3	23Q4E	23E
低度酒	青岛啤酒	309.8	29.7	339.5	6.4%	-3%	6%	49.1	-5.3	43.8	15.0%	亏损	18%
	重庆啤酒	130.3	19.5	149.8	6.9%	5%	7%	13.4	0.2	13.6	13.7%	-75%	8%
	燕京啤酒	124.2	19.2	143.3	9.7%	2%	9%	9.6	-3.1	6.5	42.2%	亏损	83%
	百威亚太	55.6	11.9	67.5	6.2%	2%	4%	8.8	0.2	9.0	-1.7%	转正	-2%
乳肉制品	伊利股份	974.0	296.0	1,270.1	3.8%	1%	3%	93.8	8.9	102.7	16.4%	-35%	9%
	天润乳业	20.8	6.0	26.9	12.5%	8%	11%	1.4	0.2	1.6	-7.4%	-50%	-17%
	新乳业	81.9	27.8	109.7	9.5%	10%	10%	3.8	0.7	4.5	22.8%	30%	24%
	双汇发展	463.5	168.2	631.7	3.8%	-7%	1%	43.3	12.4	55.7	6.4%	-20%	-1%
休闲及功能食品饮料	东鹏饮料	86.4	26.1	112.5	30.0%	40%	32%	16.6	3.9	20.5	42.0%	43%	42%
	洽洽食品	44.8	24.2	69.0	2.2%	-3%	0%	5.1	2.9	8.0	-19.3%	-16%	-18%
	蓝津铺子	30.0	11.7	41.8	52.5%	27%	44%	4.0	1.1	5.1	81.1%	35%	68%
	甘源食品	13.1	6.3	19.4	35.6%	30%	34%	2.1	1.1	3.3	139.2%	65%	107%
	仙乐健康	25.0	10.8	35.8	40.0%	50%	43%	1.9	0.8	2.7	5.1%	125%	25%
	汤臣倍健	77.8	16.2	94.0	26.3%	-5%	20%	19.0	-1.3	17.7	28.3%	亏损	28%
	安琪酵母	96.5	45.6	142.1	7.5%	18%	11%	9.1	4.6	13.7	1.6%	8%	4%
桃李面包	50.7	16.8	67.5	0.8%	2%	1%	4.6	1.4	5.9	-6.2%	-10%	-7%	
调味品	海天味业	186.5	68.4	254.9	-2.3%	5%	0%	43.3	16.2	59.5	-7.3%	6%	-4%
	中炬高新	39.5	12.7	52.3	-0.1%	-8%	-2%	-12.7	30.8	18.0	-403.9%	转正	转正
	涪陵榨菜	19.5	5.0	24.5	-4.6%	0%	-4%	6.6	1.4	8.0	-5.3%	-30%	-11%
	恒顺醋业	16.4	4.8	21.2	-2.6%	5%	-1%	1.4	0.3	1.6	-10.5%	转正	18%
	千禾味业	23.3	9.3	32.6	50.0%	5%	34%	3.9	1.7	5.5	106.6%	6%	61%
	天味食品	22.3	9.2	31.5	17.0%	17%	17%	3.2	1.3	4.5	31.2%	32%	31%
	宝立食品	17.6	6.2	23.8	19.2%	10%	17%	2.4	0.7	3.1	57.0%	13%	44%
速冻	安井食品	102.7	41.5	144.2	6.0%	3%	18%	11.2	4.1	15.3	62.7%	0%	39%
	千味央厨	13.3	5.7	19.0	28.9%	25%	28%	0.9	0.5	1.4	35.3%	50%	40%
	立高食品	25.8	9.7	35.5	25.9%	13%	22%	1.6	-0.6	1.0	57.7%	亏损	-30%
连锁	巴比食品	11.9	4.5	16.4	7.8%	6%	7%	1.5	0.6	2.2	15.5%	-30%	-3%

资料来源: wind, 华创证券预测。注: 1) 百威单位为美元; 2) 表中港股 Q1-3 代表上半年, Q4 代表下半年; 3) 斜体字代表公司已发布业绩预告

重点公司具体跟踪如下:

华润啤酒: 高基数及弱复苏环境下, H2 啤酒销量承压、升级环比放缓。啤酒业务方面, 22H2 旺季高基数及 23 年消费弱复苏下, 预计 H2 啤酒销量同比下滑近中个位数, 吨价中低个位数增长, 收入略降。利润端成本端红利延续, 但由于结构升级放缓及 22H2 税收优

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/945203032322011101>