

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

跌势趋缓，估值新低，市场向基本面回归

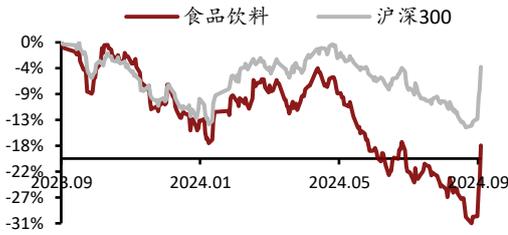
——食品饮料行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市(维持)

食品饮料相对沪深300指数表现

发布日期：2024年09月27日



资料来源：中原证券

相关报告

《食品饮料行业月报：板块跌幅收窄，上涨个股数量增多》 2024-08-14

《食品饮料行业月报：行业产量低增或负增，要素价格再次走弱》 2024-07-26

《食品饮料行业月报：行业投资提振，多数商品价格企稳》 2024-06-04

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

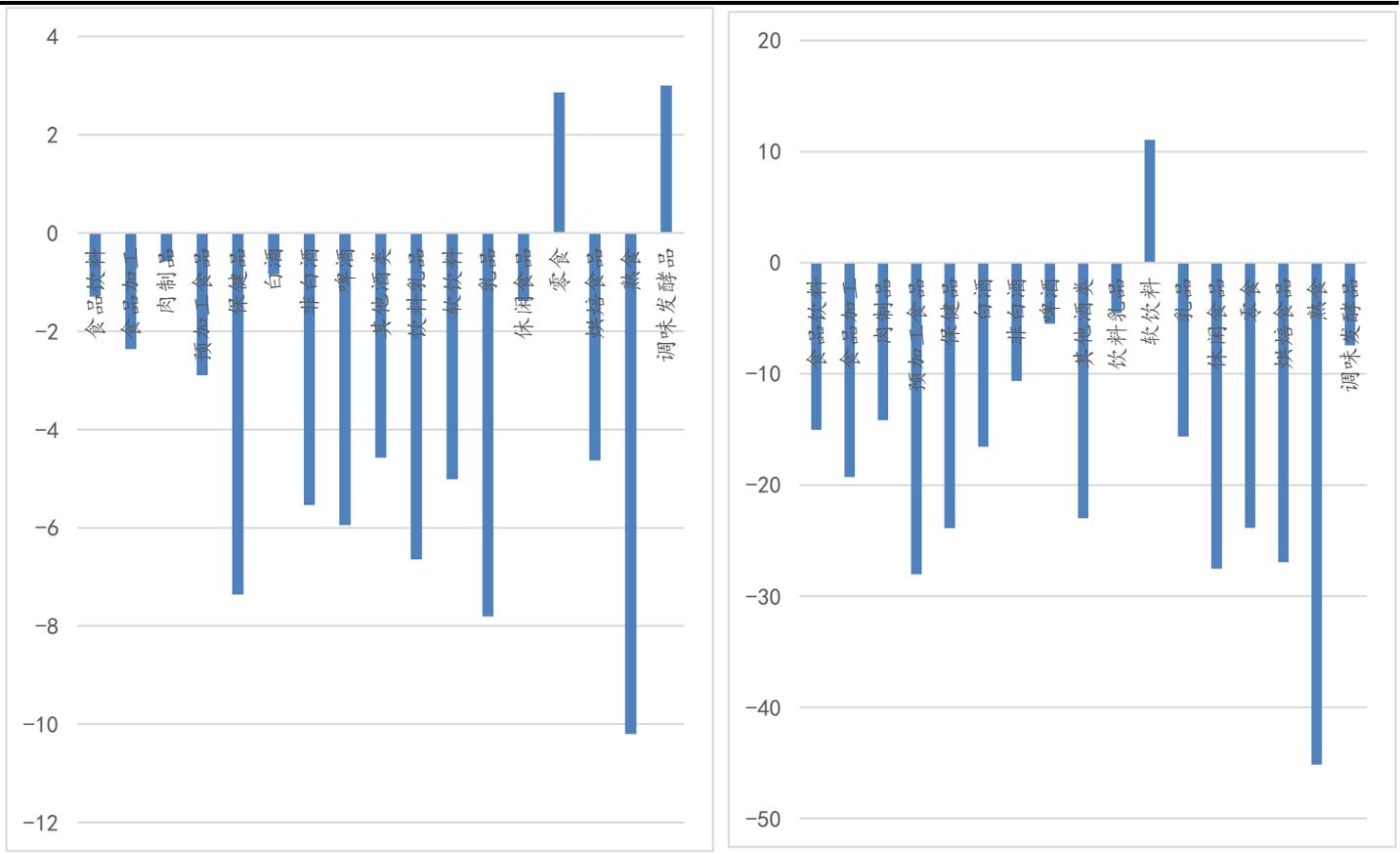
- **2024年8月，食品饮料板块下跌1.3%，延续上月跌势，但跌势趋缓。**2024年1至8月，食品饮料板块累计下跌15.06%，除软饮料外，其它各子板块悉数下跌：预加工食品、休闲食品和保健品分别下跌了28.04%、27.53和23.9%，白酒和调味品分别下跌了16.57%和7.44%；相对抗跌的子板块是啤酒和调味品，期间分别下跌了5.49%和7.44%。1至8月，沪深300累计下跌3.06%，食品饮料板块跑输大盘。
- **食品饮料板块的估值进一步下沉。**截至2024年8月31日，板块的静态市盈率为13.02倍——较2020年高点下降了71.47%，估值创下自2014年以来的十年新低。在31个一级行业中，食品饮料板块的估值低于25个行业，仅高于5个行业，板块估值向银行、证券、石油石化和煤炭等周期板块靠拢。
- **2024年8月，尽管板块延续跌势，但是部分个股仍有较好的表现。**上涨的个股中有不少是头部公司，市场出现向基本面回归的迹象。根据IFIND的数据，在127个上市公司中，录得上涨的个股有34个，个股的上涨比例为26.77%。
- **2024年以来，食品饮料制造业投资增速持续提振。**2024年1至8月，白酒、啤酒和葡萄酒的产量增长由正转负；食用油产量增长回落至低位；乳制品产量延续负增趋势。同期，冷鲜肉产量增长较快。2024年以来，多数商品的进口数量增速回落，如小麦、大豆、坚果等；玉米、棕榈油、食用油、鱼油等商品的进口数量增长转负。价格方面，坚果、猪肉、易拉罐等价格反弹；原奶、糖蜜等价格延续下跌势头。
- **投资策略：**2024年，基于新兴品类的市场创新活力，我们推荐关注板块：保健品、软饮料、烘焙、零食及其它酒；此外，受益于糖蜜价格持续下跌，酵母加工利润将大幅修复，推荐关注酵母板块；由降息预期主导的白酒板块反弹；最后，关注猪价反弹带来的肉制品基本面改善。2024年9月份股票投资组合中：零食板块推荐劲仔食品；预制菜推荐千味央厨；烘焙推荐立高食品；酵母板块推荐安琪酵母；保健品推荐仙乐健康；复调板块推荐仲景食品；白酒板块推荐今世缘。
- **风险提示：**居民收入和国内市场消费修复不及预期，导致销售下滑；海外市场订单不及预期，导致企业出口增长放缓；上半年毛利率普涨，主要是成本下行的结果而非内生原因，因而需要关注原料价格回涨的风险。

1. 食品饮料板块市场表现

2024年8月，食品饮料板块下跌1.3%，延续上月跌势。其中，调味品和零食板块表现较好，当月分别上涨3%和2.87%；熟食、乳品、保健品、啤酒等板块下跌较多，当月分别下跌10%、7.81%、7.37%和5.94%。同期，沪深300下跌3.53%，食品饮料板块跑赢大盘。

2024年1至8月，食品饮料板块累计下跌15.06%，除软饮料外，其它各子板块悉数下跌。2024年1至8月，食品饮料板块累计下跌15.06%：预加工食品、休闲食品和保健品分别下跌了28.04%、27.53和23.9%，白酒和调味品分别下跌了16.57%和7.44%。相对抗跌的子板块是啤酒和调味品，期间分别下跌了5.49%和7.44%。1至8月，沪深300累计下跌3.06%，食品饮料板块跑输大盘。

图表 1：2024 年 8 月（左图）及 1-8 月（右图）食品饮料板块涨跌幅（%）

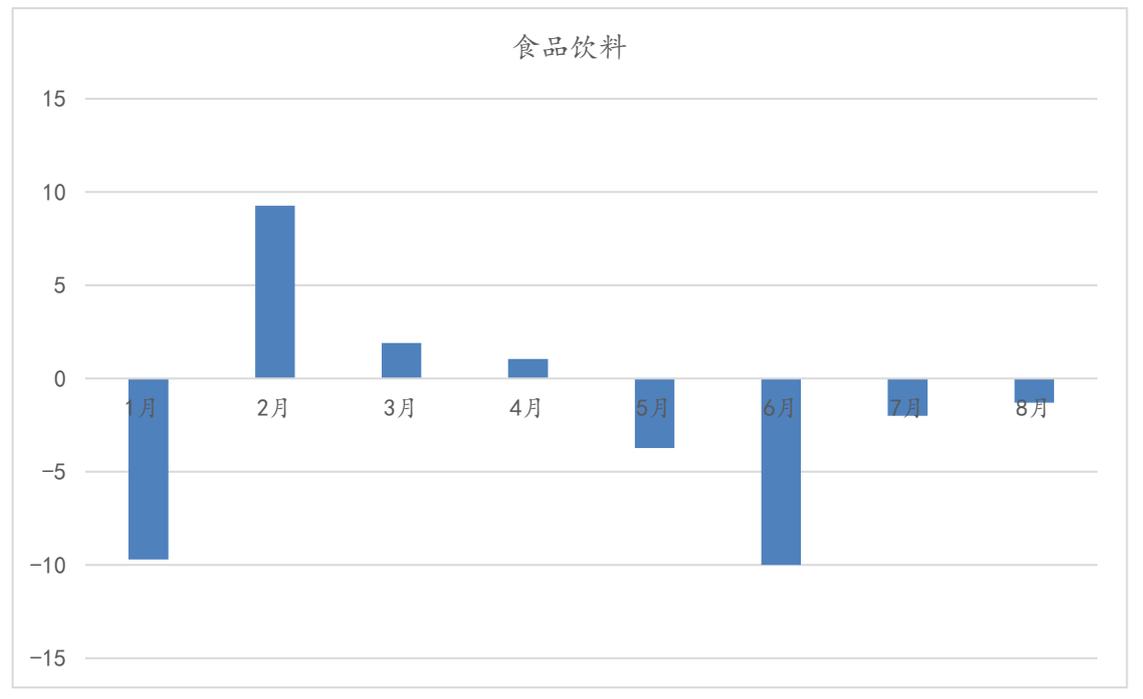


资料来源：中原证券研究所 IFIND

注：板块涨跌幅由流通市值加权平均口径计算，下同。

8月份，食品饮料板块延续弱势，但跌势趋缓。2024年以来，食品饮料板块以下跌为主，跌多涨少。其中，1、2、3、4、5、6、7和8月份分别上涨-9.71%、9.27%、1.90%、1.04%、-3.73%、-10%、-2%和-1.3%。2月板块反弹主要是对1月超跌的补偿，之后3月和4月呈震荡之势，6月份在茅台批价下跌的拖累下再次大幅走弱，7月份延续弱势但跌幅收窄，8月份跌势进一步趋缓。

图表 2: 食品饮料板块各月份涨跌情况 (涨跌幅: %)

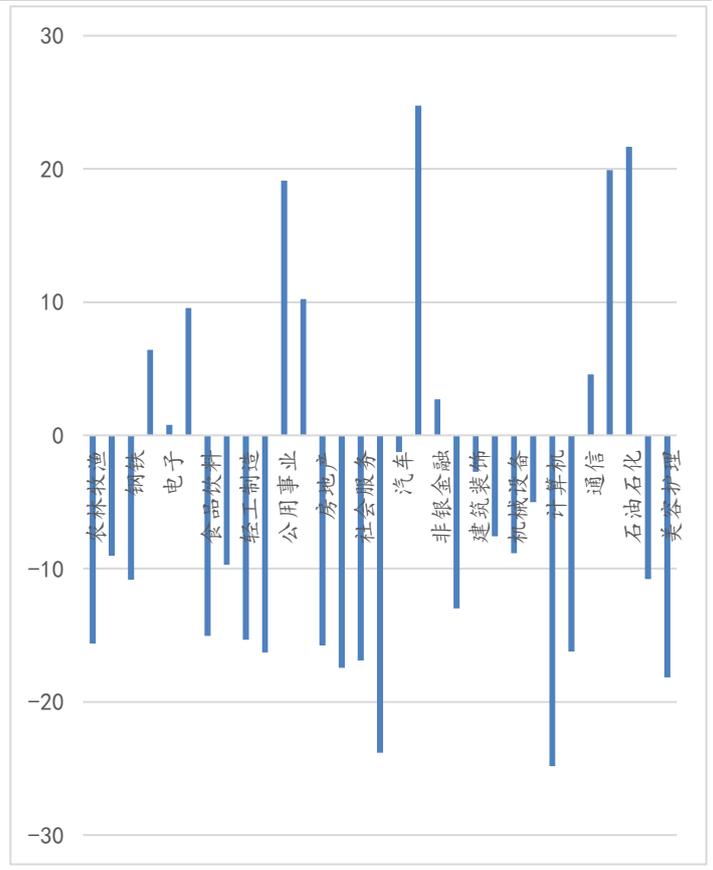
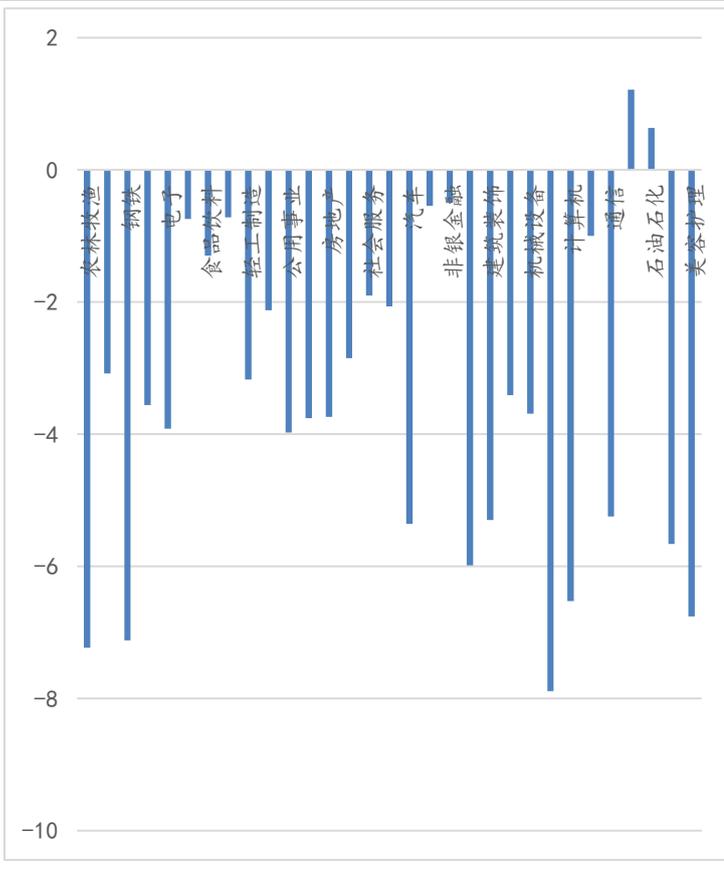


资料来源: 中原证券研究所 IFIND

资源和公共事业板块的市场表现较好, 消费板块普遍下跌。2024年1至8月, 录得正回报的一级行业包括银行、非银、石油石化、公用事业、煤炭、交运、通信、有色金属、家用电器和电子, 主要集中在上游资源领域及公共事业领域。同期, 商贸零售、社会服务、房地产、传媒、医药生物、食品饮料、纺织服装和美容护理等消费板块下跌较多。

图表 3：2024 年 8 月一级行业市场涨跌幅（%）

图表 4：2024 年 1 至 8 月一级行业市场涨跌幅（%）

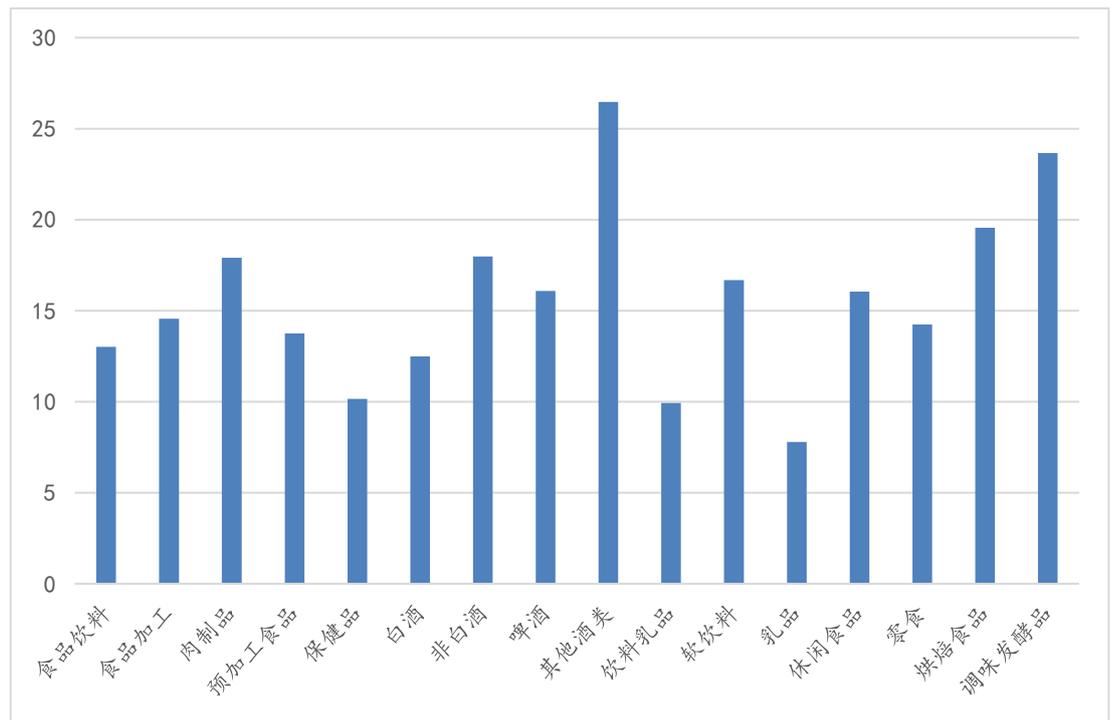


资料来源：中原证券研究所 IFIND

2. 食品饮料板块估值

食品饮料板块的估值进一步下沉。根据 IFIND 的数据，截至 2024 年 8 月 31 日，板块的静态市盈率为 13.02 倍——较 2020 年高点下降了 71.47%，估值创下自 2014 年以来的十年新低。根据 IFIND 的数据统计，截至 8 月 31 日，食品饮料板块的估值 13.02 倍，较 2020 年高点下降 71.47%。板块估值较上月进一步下降，当前估值创下 2014 年以来的十年新低。截至 8 月 31 日，在 31 个一级行业中，食品饮料板块的估值低于 25 个行业，仅高于 5 个行业，板块估值向银行、证券、石油石化和煤炭等周期板块靠拢。

图表 5: 食品饮料板块的估值 (倍; 截至 2024 年 8 月 31 日)



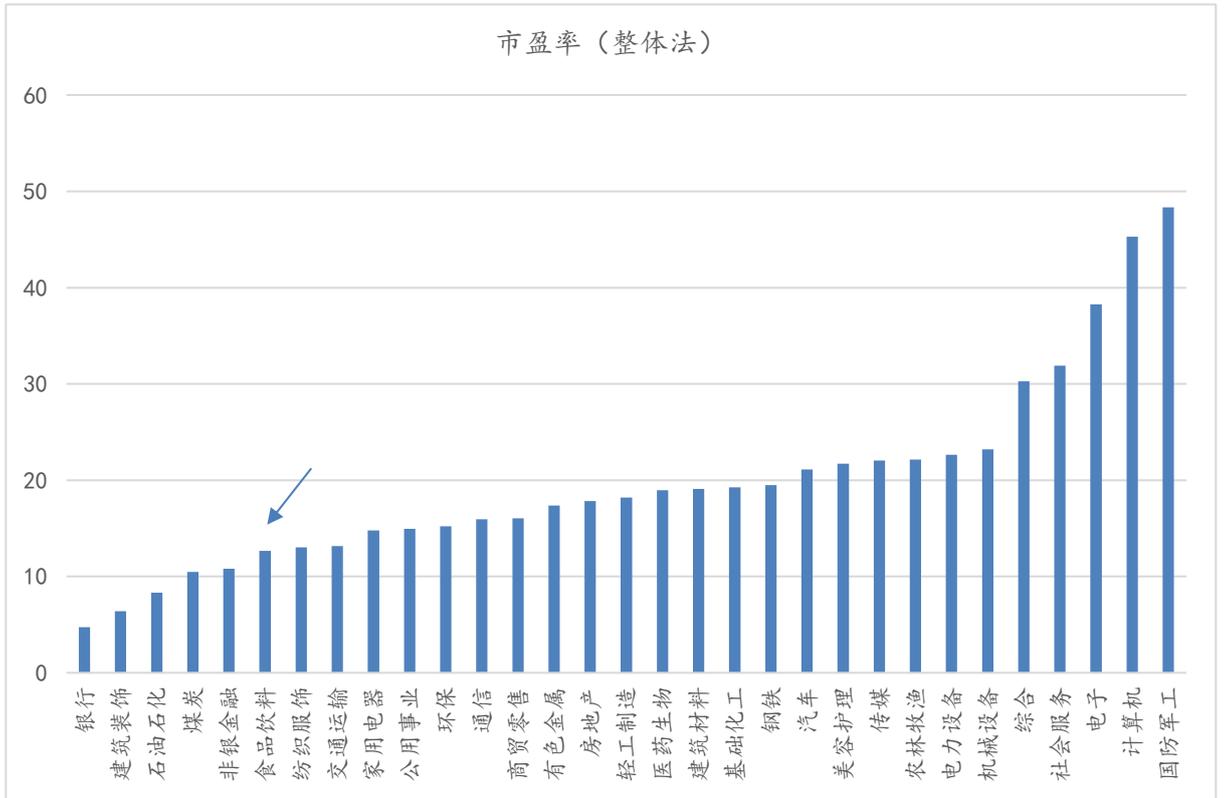
资料来源: 中原证券研究所 IFIND

图表 6: 食品饮料板块的时间序列估值 (倍)



资料来源: 中原证券研究所 IFIND

图7：市场一级行业估值比较（截至2024年8月31日）

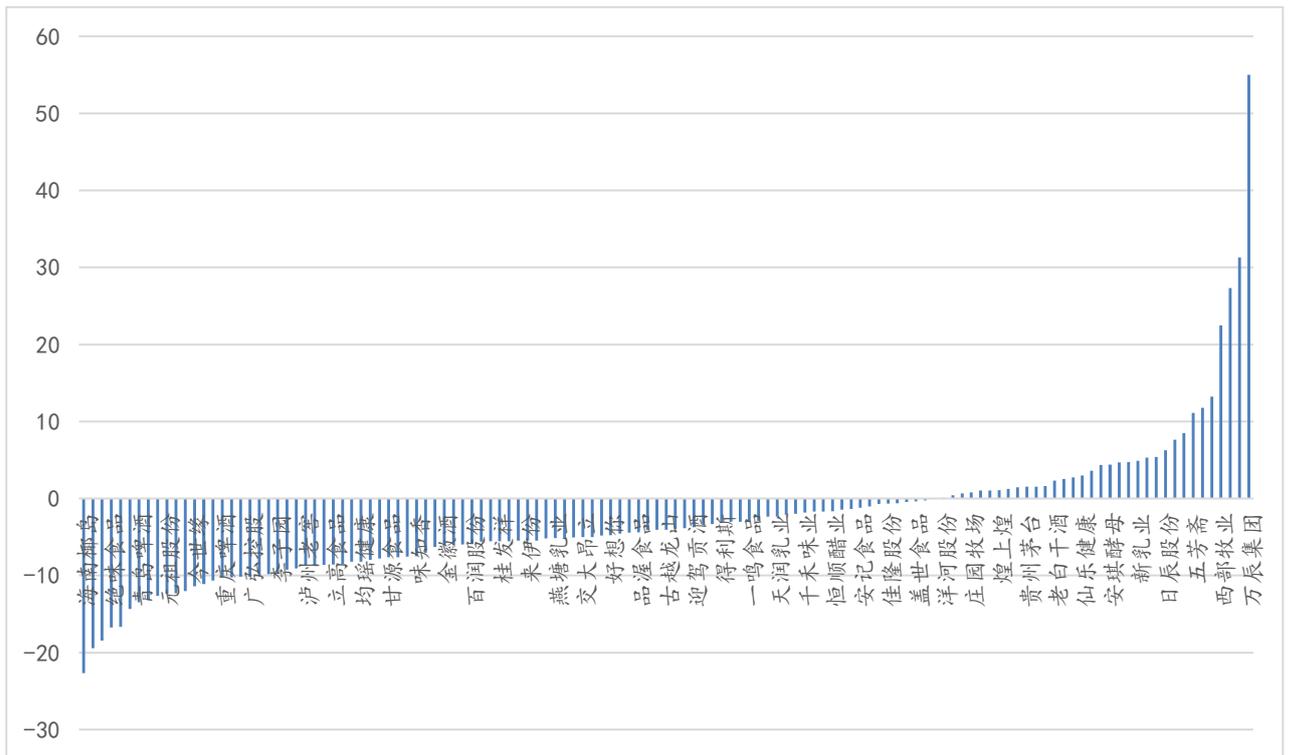


资料来源：中原证券研究所 IFIND

3. 食品饮料板块的个股表现

2024年8月，尽管板块延续跌势，但是部分个股仍有较好的表现。上涨的个股中有不少头部公司，市场出现向基本面回归的迹象。根据IFIND的数据，在127个上市公司中，录得上涨的个股有34个，录得下跌个股93个；个股的上涨比例26.77%，下跌比例达到73.23%。尽管板块延续跌势，但是仍有一些个股上涨，不过上涨面较7月收窄。本期，上涨的个股中有不少基本面扎实的公司，前期以概念炒作为主导的行情向以基本面为主导的行情转变。

图表 8：食品饮料个股涨跌表现（涨跌幅%；2024年8月）



资料来源：中原证券研究所 IFIND

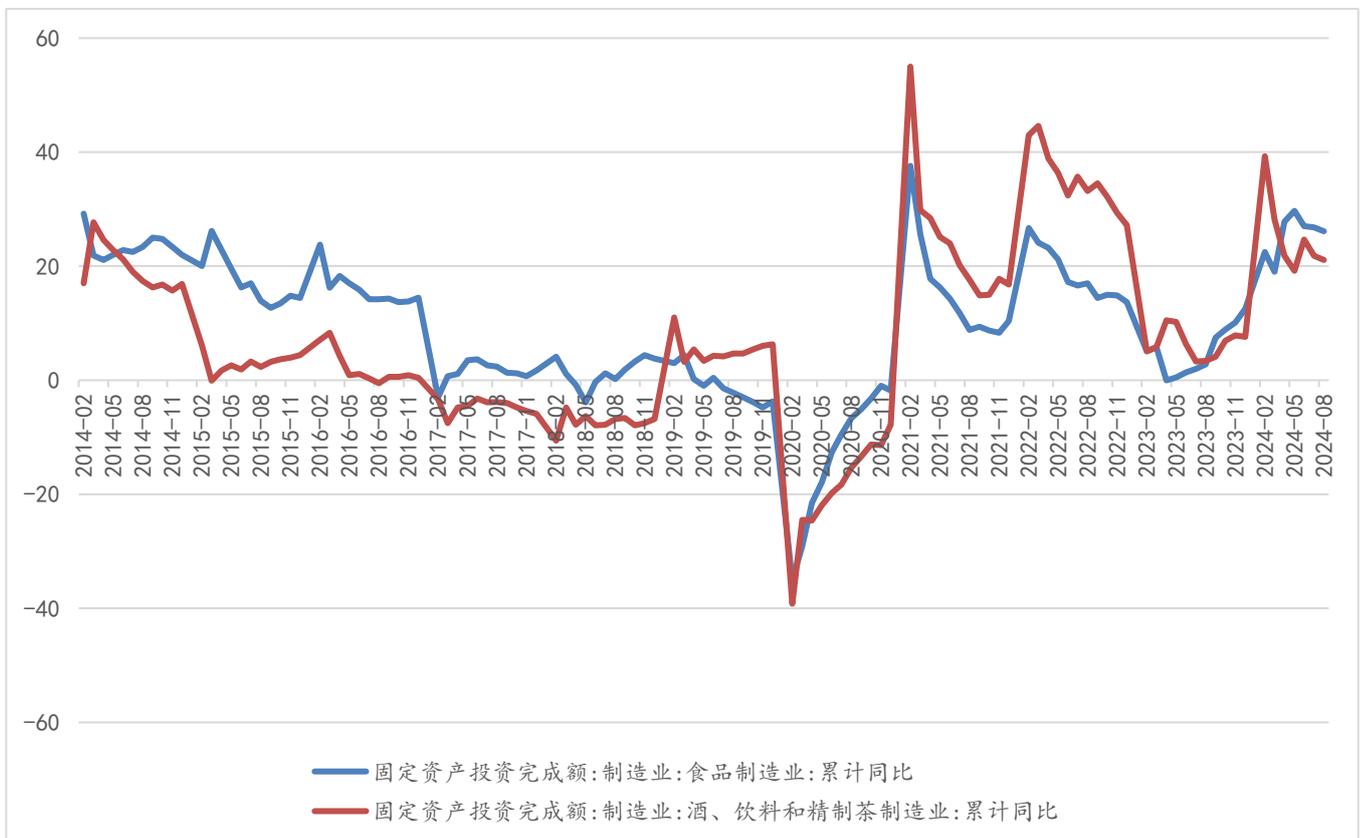
4. 行业产出和要素价格

4.1. 投资

根据 WIND, 2023 年 1 至 12 月, 国内食品制造业的固定资产投资额累计同比增 12.5%, 酒、饮料和茶制造业累计同比增 7.6%, 全年投资增速呈低位反弹态势。

2024 年以来, 食品饮料制造业投资增速持续提振。根据 WIND, 2024 年 1 至 8 月, 国内食品制造业的固定资产投资额累计同比增 26.1%, 同比上升 23.3 个百分点; 同期, 酒、饮料和茶制造业的固定资产投资增长 21.1%, 同比上升 17.7 个百分点。8 月, 食品和饮料制造业固定资产投资均延续了 7 月的高增长态势。2024 年以来, 食品饮料制造业投资增速继 2023 年之后持续提振, 设备换新以及同比低位是其主要原因。

图表 9: 食品饮料制造业投资增速 (%)



资料来源: 中原证券研究所 WIND

4.2. 国内产出及进口数量

国内产出

整体来看，肉制品、乳制品、速冻食品、葡萄酒、啤酒、精制茶、方便面、罐头等民生品类的产量保持低位增长或负增长。葡萄酒、精制茶、方便面和罐头属于趋势性长期缩减的品类。

2023年，国内的肉制品、食用油、乳制品、啤酒等基本民生品类的产量增长普遍提振，市场需求回升；此外，国内葡萄酒产量结束了长期的负增长。同期，白酒产量延续收缩趋势。

2024年1至8月，白酒、啤酒和葡萄酒的产量增长由正转负；食用油产量增长回落至低位；乳制品产量延续负增趋势。同期，冷鲜肉产量增长较快。

根据 WIND 数据：

国内鲜冷肉产量增长提振。2024年1至8月，国内的鲜、冷藏肉产量2923.1万吨，累计同比增18.9%。受益于猪价下行，前八个月冷鲜猪肉的产销量增长较多。

国内食用油的产量增速高位回落。2024年1至8月，国内的食用油产量3263.6万吨，累计同比增4.1%，较上年同期回落2.3个百分点。

国内白酒产量增长再次由正转负。2024年1至8月，国内白酒产量为261.9万千升，累计同比下降2.1%，增长由正转负。2019至2022年，国内白酒行业已经连续四年减产；2023年，国内白酒产出进一步收缩，且收缩势头加剧。2024年以来白酒产量增长由负转正，而8月份再次由正转负，白酒产量延续前期的收缩态势。

自2023年11月以来，国产葡萄酒产量停止收缩。2024年一季度葡萄酒产量增长一度由负转正，但二季度增长再次掉头转负。2024年1至8月，国内葡萄酒产量为7.4万千升，累计同比减少6.3%，增长继一季度转正后再次转负。自2018年以来，国内的葡萄酒已经连续多年大幅减产，目前产量已跌至2001年的水平。

国内啤酒产量增长由正转负，供应端旺季不旺。2024年1至8月，国内啤酒产量2637.6万千升，累计同比下降1.2%，同比回落4.3个百分点。当前为啤酒消费旺季，旺季产量低增长，显示出厂商对于市场的预期较为平淡。

国内乳制品产出负增长。2024年1至8月，国内乳制品产量达到1916.8万吨，累计同比减少2.6%，增长同比回落6.2个百分点。

进口数量

2023年，国内进口大豆、小麦等基础粮食以及食用油的数量同比修复性地增长，国内市场的补库需求旺盛，坚果和玉米进口增长由负转正；鱼油、牛奶等副产品的进口数量仍处于持续下降的态势，乳酪、稀奶油等高端乳制品保持较高的进口增长水平。

2024年以来，多数商品的进口数量增速回落，如小麦、大豆、坚果等；玉米、棕榈油、食用油、鱼油等商品的进口数量增长转负。

根据 WIND 数据：

2024年1至8月，国内进口玉米1256万吨，累计同比减少15.7%。2023年全年累计进口玉米数量增长31.6%，基数较高。2024年5月之后玉米进口数量开始减少。

2024年1至8月，国内进口小麦数量1049万吨，累计同比增9.8%。2023年小麦进口数量同比增长21.5%，2024年以来小麦进口势头高位回落。

2024年1至8月，国内进口大豆数量7048万吨，累计同比增长2.8%，增幅较上年同期回落15.5个百分点。2023年大豆进口数量同比增长11.4%，2024年以来大豆进口数量高位回落。

2024年1至8月，国内进口棕榈油184万吨，累计同比减少28.1%。2023年棕榈油进口数量同比增长27.2%，2024年以来棕榈油进口数量高位回落。

2024年1至8月，国内进口食用油622万吨，累计同比减少14.9%。2023年食用油进口数量同比增长43.3%，由于基数较高，2024年以来食用油进口数量高位回落。

2024年1至8月，国内进口的鲜、干果及坚果数量为540万吨，累计同比增长1.6%，6月份以来进口增幅高位回落。2023年，国内进口鲜、干果及坚果数量774万吨，同比增长2.8%，2024年以来进口数量增幅扩大，国内企业补库迹象明显。

2024年1至8月，国内进口鱼油28021吨，累计同比减少6.09%，连续26个月负增长。

由于国内原奶价格下跌，2023年以来国内市场对于基础乳制品的进口需求回落。国内市场对于乳酪、稀奶油等高端制品的进口需求仍然较大，但是2024年以来对高端乳制品的进口增速回落。

2024年8月，国内进口原奶数量6.25万吨，同比减少7.1%，环比增长33.93%。由于国内鲜奶价格下跌，进口需求减少。

2024年1至8月，国内累计进口黄油6.92万吨，累计同比增加5.79%，进口数量略微抬头。

2024年8月，国内进口稀奶油数量指数为89.3，同比、环比基本持平。进口数量指数自2023年6月以来高位回落。

2024年8月，国内进口奶酪1.41万吨，环比下降11.04%，同比下降20.09%。

啤酒进口数量减少，葡萄酒进口量增长由负转正。

2024年1至8月，国内累计进口啤酒26.3万千升，同比下降16.8%，连续11个月负增长。

2024年1至8月，国内累计进口葡萄酒18.96万千升，同比增长8%，结束了自2021年10月以来连续负增长，目前连续6个月正增长。

4.3. 要素价格

4.3.1. 上游价格

根据 WIND 数据：

坚果、猪肉、易拉罐等价格反弹；原奶、糖蜜等价格延续下跌势头。

国内原奶价格持续下跌。截至2024年8月，国内主产区的原奶价格为3.17元/公斤，同比下跌15.7%，环比下跌0.9%，价格延续跌势。

国内易拉罐价格反弹。截至2024年8月，易拉罐均价（广东佛山）为每吨13880元，同比上涨2.51%，环比上涨4.52%，价格反弹。

国内坚果销售见起色，销售价格反弹幅度较大，进口指数随之上行。2024年8月，国内坚果市场的销售均价反弹：截至8月，国内坚果制品的销售均价25.98元/件，环比上涨16.61%，同比上涨6%。国内坚果售价在2023年9月短暂反弹后再次进入跌势，2024年跌势进一步延续，但7、8月连续两个月反弹，预计与双节备货有关。2024年8月，国内进口鲜、干、坚果的价格指数降至103.3，指数环比上涨0.1%，同比上涨19.01%，进口价格随着国内售价止跌反弹而上行。

国内糖蜜价格延续跌势，环比略有反弹。根据泛糖科技，2024年8月，广西糖蜜成交均价为1345.33元/吨，环比上月上涨0.68%。

面粉价格止跌企稳。2024年8月，河南地区的面粉价格为2880元/吨，环比持平，同比下跌16.76%。

进口食用油均价反弹：2024年8月，进口食用油均价为1101.18万美元/万吨，环比上涨2.83%，同比上涨12.97%。

全国猪价延续反弹势头。截至2024年8月，全国各地区的生猪（外三元）均价为19.58元/公斤，环比上涨0.77%，同比上涨12.59%。

5. 河南省企业动态

5.1. 上市公司 2024 年上半年经营业绩

2024 年上半年，河南省食品饮料上市公司的经营业绩如下：

双汇发展在收入、利润、纳税以及分红规模方面遥遥领先：上半年，公司缴纳所得税 8.22 亿元，兑现现金分红 47.12 亿元。但是由于猪价长期下跌，公司的收入和利润同比分别下降了 9.34% 和 19.05%。

三全食品和华英农业位居收入规模的第二梯队，上半年分别营收 36.65 亿元和 21.78 亿元，其中华英农业的收入和净利润分别增长 45.99% 和 33.42%，是增长较快的企业。

千味央厨、仲景食品和好想你规模上位居第三梯队，上半年分别录得收入 8.92、5.38 和 8.16 亿元。其中，仲景食品和好想你的收入增长较快，千味央厨受到餐饮消费低迷的影响营收增长放缓。

就研发而言，千味央厨、三全食品、仲景食品三家公司的研发费用增长较快，在产品开放和新领域探索方面走在同类企业前面。

就业绩增长而言，仲景食品和华英农业上半年的表现较好，无论收入和利润都取得了良好的增长。

就现金分红而言，双汇发展、三全食品和好想你等成熟型企业的分红体量较大，上半年分别兑现现金分红 47.12、4.4 和 4.4 亿元。相对来讲，成长型企业如千味央厨和仲景食品的分红体量较小。

图表 10：河南省食品饮料上市公司 2024H1 经营业绩汇总

| | 营业总收入 (2024H1; 亿元) | 利润总额 (2024H1; 亿元) | 所得税 (2024H1; 亿元) | 归属于母公司所有者的 净利润 (2024H1; 亿元) | 现金分红总 额 (2024H1; 亿元) | 同比增长: 营 业总收入 (2024H1; %) | 同比增长: 归 属母公司股 东的净利润 (2024H1; %) | 同比增长: 研 发费用 (2024H1; %) |
|------|-----------------------|----------------------|---------------------|-----------------------------------|----------------------------|--------------------------------|--|-------------------------------|
| 千味央厨 | 8.92 | 0.76 | 0.17 | 0.59 | 0.19 | 4.87 | 6.14 | 31.41 |
| 三全食品 | 36.65 | 4.32 | 0.99 | 3.33 | 4.40 | -4.91 | -23.75 | 21.80 |
| 双汇发展 | 276.72 | 31.53 | 8.22 | 22.96 | 47.12 | -9.34 | -19.05 | 9.02 |
| 仲景食品 | 5.38 | 1.15 | 0.15 | 1.00 | 1.00 | 16.98 | 11.93 | 44.61 |
| 好想你 | 8.16 | -0.38 | -0.01 | -0.36 | 4.40 | 16.44 | -98.73 | -27.71 |
| 华英农业 | 21.78 | 0.66 | 0.08 | 0.18 | 0.00 | 45.99 | 33.42 | -37.23 |

资料来源：IFIND 中原证券研究所

6. 投资策略及风险提示

6.1. 投资策略

2023 年以来，保健品、软饮料、烘焙等活跃的新兴市场录得较好的销售增长，成为 2023 年的基本面亮点以及民生消费的动向指南，而白酒收入增长仍保持强劲。2018 年以来，市场竞争普遍加剧、企业毛利率持续下滑，在这种情况下上市公司的股东盈利却不断大幅上升，2023 年净利润率继而升至 20.51%。我们认为，在存量市场博弈阶段，收缩各项费用支出、增厚股东回报的经营策略显示出了良好的效果。2023 年，保健品、啤酒、其它酒、软饮料、零食、烘焙和熟食等民生品类的市场周转效率提升明显，显示出基础消费市场的活力正在恢复。

2024 年，基于新兴品类的市场创新活力，我们推荐关注板块：保健品、软饮料、烘焙、零食及其它酒；此外，受益于糖蜜价格持续下跌，酵母加工利润将大幅修复，推荐关注酵母板块；关注由降息预期主导的白酒板块反弹；最后，关注猪价反弹带来的肉制品基本面改善。

6.2. 股票组合

2024 年 9 月份股票投资组合中：零食板块推荐劲仔食品；预制菜推荐千味央厨；烘焙推荐立高食品；酵母板块推荐安琪酵母；保健品推荐仙乐健康；复调板块推荐仲景食品；白酒板块推荐今世缘。

图表 11：食品饮料行业重点投资标的（2024 年 9 月投资组合）

| 公司 | 总股本 (亿股) | 流通股本 (亿股) | 股价 (元/股) | ROE (2022) | EPS | | PE | | 投资评级 |
|------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | | | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | |
| 劲仔食品 | 4.51 | 3.04 | 11.09 | 18.43 | 0.48 | 0.66 | 16.79 | 13.13 | 增持 |
| 立高食品 | 1.69 | 1.17 | 24.41 | 3.18 | 0.43 | 1.58 | 15.48 | 12.50 | 增持 |
| 千味央厨 | 0.99 | 0.59 | 24.88 | 11.80 | 1.58 | 1.51 | 16.50 | 13.84 | 增持 |
| 安琪酵母 | 8.69 | 8.66 | 31.26 | 13.14 | 1.47 | 1.58 | 19.77 | 17.28 | 增持 |
| 仙乐健康 | 2.36 | 1.94 | 23.79 | 11.04 | 1.56 | 1.76 | 13.52 | 10.97 | 增持 |
| 仲景食品 | 1.46 | 1.24 | 24.05 | 10.50 | 1.72 | 1.52 | 15.78 | 13.60 | 增持 |
| 今世缘 | 12.55 | 12.55 | 39.16 | 25.76 | 2.52 | 3.03 | 3.66 | 12.94 | 增持 |

资料来源：中原证券研究所 IFIND

2024.8.31 日收盘价

6.3. 风险提示

居民收入和国内市场消费修复不及预期，导致销售下滑；海外市场订单不及预期，导致企业出口增长放缓；上半年毛利率普涨，主要是成本下行的结果而非内生原因，因而需要关注原料价格回涨的风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。