



复盘日本包装水的量价逻辑与竞争格局

——非酒类食品饮料月度专题

2024年12月10日

核心观点

- 研究缘起：**近期农夫山泉与华润饮料股价迎来快速上涨，市场重点关注包装水行业竞争格局的变化。我们曾在8月发布深度报告《如何理解包装水行业当前竞争格局》，重点复盘国内包装水竞争格局的历史规律；而本文则重点复盘日本包装水市场的经验，为国内包装水板块投资提供一些启示与线索。
- 海外经验：复盘日本包装水的量价逻辑与竞争格局。**1) **量：**驱动日本矿泉水规模增长的核心因素，1993-2023年CAGR约为9.2%，主要增长动力包括健康需求日益增加、水安全意识明显增强、RTD饮料包装政策放开等。2) **价：**日本矿泉水价格中枢小幅下行，1993-2023年单价CAGR约-0.5%，单价的波动虽然受到日本宏观经济的影响，但更多的取决于行业其自身因素，反映为矿泉水单价增速与CPI变化趋势在多个时间段背离。3) **竞争格局：**日本矿泉水集中度长期向三得利、可口可乐等头部企业集中，我们认为主要得益于头部企业规模优势、渠道优势明显；头部企业内部分化，龙头三得利长期穿越周期，坚持天然水主品牌Tennensui，市场份额中枢持续向上；分阶段，行业发生2次价格竞争（2005-2010年、2018年），龙头与龙二企业韧性明显更强。
- 国内启示：包装水长期增长空间明确，短期竞争有望趋缓。**1) **长期来看，**我们认为随着家庭小型化、户外出行场景增加、消费者水安全意识增强等因素推动，国内包装水销量仍有较大增长空间，并且拥有水源地优势与渠道优势的头部品牌更能够长期穿越周期，短期竞争趋紧对头部品牌市场份额造成的扰动仅仅是阶段性现象；2) **短期来看，**我们观察到24Q4淡季包装水竞争趋缓，主流单品终端售价继续回升，预计竞争趋缓态势延续至1月，而2025年春节之后的水头将是下一个重要观察节点，但大概率延续边际改善态势。板块内部，我们仍然维持此前观点，建议重点关注头部品牌**农夫山泉与华润饮料**。
- 基本面跟踪：11月多数成本红利延续释放。****包装材料，**截至2024年11月29日PET/纸箱/玻璃/包膜价格同比-10.4%/-5.3%/-30.1%/-3.2%，成本红利持续释放。**大众品原料，**白糖/面粉/鹌鹑蛋/大豆价格同比-12.5%/-2.9%/-5.2%/-19.3%；生鲜乳价格3.13元/公斤，同比-15.2%。部分原材料价格同比上涨，棕榈油/猪肉价格同比+40.6%/+15.2%。
- 行情跟踪：11月食品饮料指数温和上涨。**2024年11月食品饮料行业涨幅2.4%，在31个子行业中排名第8。非酒板块中，8个子板块均实现月度正收益，其中烘焙食品、零食、预加工食品板块涨幅居前，分别为+8.1%/6.3%/3.3%。
- 投资建议：**展望12月建议关注跨年行情，若2025年宏观经济回暖叠加消费和社保支持政策落地，居民收入与消费意愿或增强，将推动行业需求端温和改善：1) 顺周期+估值修复弹性仍大+竞争格局较优的板块，例如B端调味品、餐饮供应链，重点公司包括**海天味业、安井食品、宝立食品**。2) C端业绩具备韧性，中长期产业逻辑清晰的板块，例如零食、饮料，重点公司包括**东鹏饮料、三只松鼠、劲仔食品、华润饮料、洽洽食品、欢乐家**；C端调味品亦建议关注，重点公司包括**天味食品、中炬高新、恒顺醋业**。3) 季报边际改善+中长期产业周期有望反转，例如乳制品，重点公司包括**伊利股份、新乳业**。
- 风险提示：**需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，食品安全风险。

食品饮料行业

推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎: 021-2025-2650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

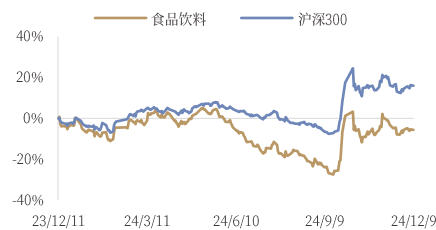
分析师登记编码: S0130522070002

研究助理: 彭潇颖

✉: pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图

2024-12-9



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】非酒类食品饮料月度专题_24Q3业绩总结: 需求压力仍存, 成本红利延续
- 【银河食饮】非酒类食品饮料月度专题_华润饮料招股书拆解, 百亿怡宝的前世与今生
- 【银河食饮】行业月报_业绩窗口期推荐关注优质标的
- 【银河食饮】行业月报_茅台批价企稳, 关注业绩窗口期

目录

Catalog

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 一、 专题:复盘日本包装水的量价逻辑与竞争格局 | 3 |
| (一) 市场空间: 行业收入持续扩容, 量增为核心驱动力 | 3 |
| (二) 竞争格局: 头部企业集中度提升, 龙头长期穿越周期 | 6 |
| (三) 国内启示: 包装水长期增长空间明确, 短期竞争有望趋缓 | 8 |
| 二、 基本面跟踪: 11月多数原料价格延续下行 | 9 |
| (一) 核心原料价格变动总览 | 9 |
| (二) 包材: 11月成本红利持续释放 | 9 |
| (三) 原料: 11月多数产品价格同比下行 | 10 |
| 三、 行情跟踪: 11月食品饮料指数温和上涨 | 12 |
| (一) 食品饮料行业收益率 | 12 |
| (二) 食品饮料行业估值 | 13 |
| 四、 投资建议 | 14 |
| 五、 风险提示 | 15 |

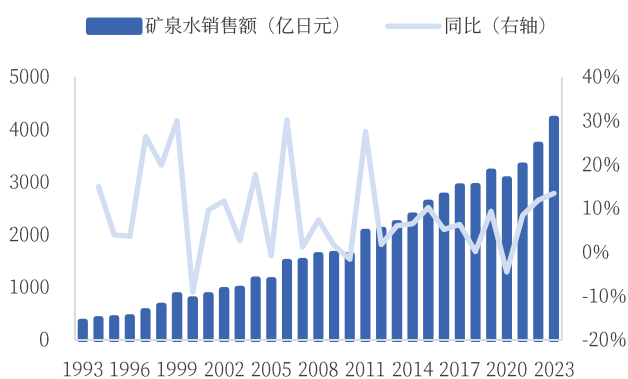
一、专题:复盘日本包装水的量价逻辑与竞争格局

据日本矿泉水协会，其统计口径中的“矿泉水”包括天然水、天然矿泉水、纯净水、河川地表水等，可以大致类同为国内包装水的概念。为与数据来源口径尽可能保持一致，除 1.2 部分数据采用欧睿口径“瓶装水”，后文多使用行业协会“矿泉水”一词，均可作为国内包装水行业的参考。

(一) 市场空间：行业收入持续扩容，量增为核心驱动力

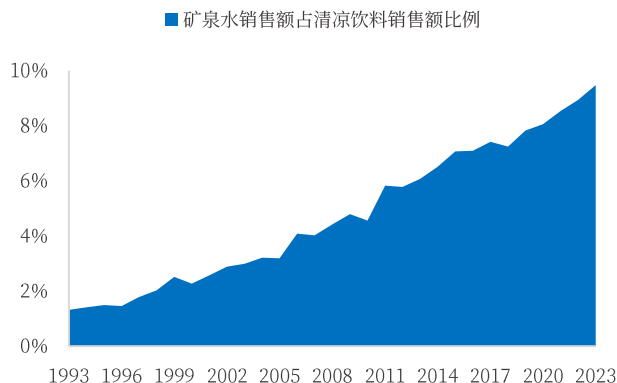
日本矿泉水市场三十年间快速成长。1993 年至 2023 年日本矿泉水行业快速成长，2023 年销售金额达到 4212 亿日元，三十年间市场规模 CAGR 约为 8.6%，远超同期日本 GDP 年复合增速水平 (-0.2%)。与此同时，矿泉水在饮料内部的重要性持续提升，其销售额占软饮料销售额比例从 1993 年 1.3% 增长至 2023 年 9.5%，当前为仅次于咖啡饮料与茶饮料的第三大品类。

图1：1993-2023 年日本矿泉水市场规模快速增长



资料来源：日本清凉饮料行业协会，中国银河证券研究院

图2：矿泉水销售额占清凉饮料销售额比例呈现提升趋势

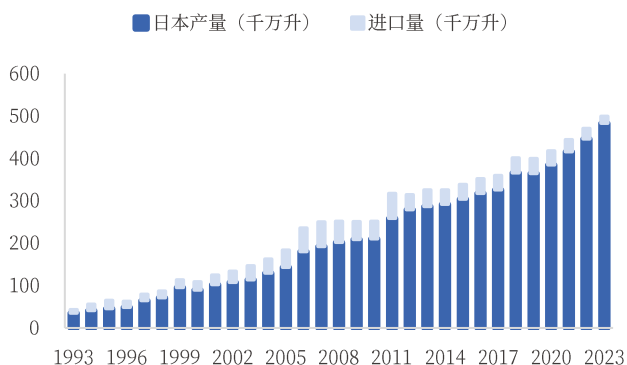


资料来源：日本清凉饮料行业协会，中国银河证券研究院

1. 销量：驱动规模增长的核心因素

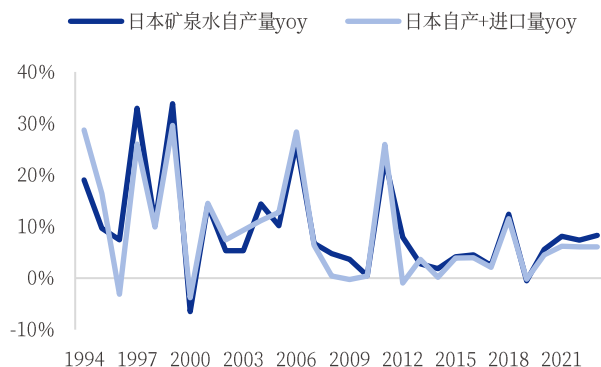
量的快速增长带动规模持续扩容。1993-2023 年日本国内矿泉水的产量 CAGR 约为 9.2%，为行业增长的主要驱动力。除开大量储备矿泉水以应对千禧危机，导致 1999 年基数较高，2000 年同比下滑，其余多数时段行业产量实现同比正增。

图3：日本矿泉水产量多数年间同比增长



资料来源：日本清凉饮料行业协会，中国银河证券研究院

图4：日本矿泉水产量同比增速



资料来源：日本清凉饮料行业协会，中国银河证券研究院

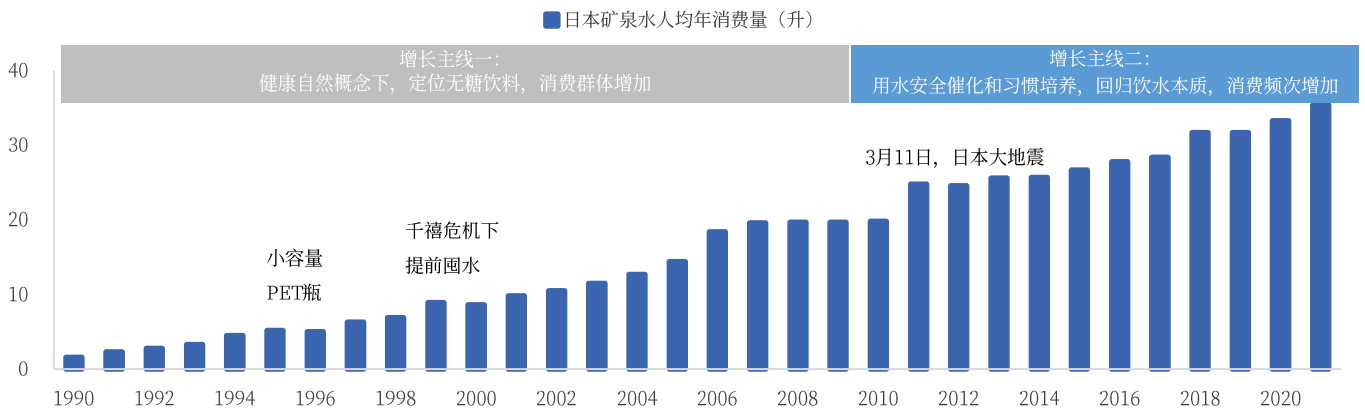
我们认为驱动日本矿水量增的主要因素包括健康需求增加、水安全意识增强、RTD 饮料包装政策放开等，不同发展阶段的驱动因素略有不同。

1) 1990 年之前：矿泉水主要用于 B 端消费。据日本国土交通省，日本为全球 9 个能够直接饮用自来水的国家之一，因此早期家庭用水多为免费的水道水，矿泉水更多用于 B 端。而在家庭端，早期矿泉水主要为进口产品，随后国产品牌 House Foods 推出六甲美味水，三得利和麒麟亦相继入局，但总体上矿泉水在 C 端属于小众市场。

2) 1990-2009 年：健康需求与包装政策放开驱动矿泉水快速增长。对健康的关注驱动 1985 年后无糖饮料渗透率快速提升，在国内和海外头部品牌的培育下，矿泉水在消费者间形成自然、健康的心智，与无糖茶等品类共同高速增长；此外，1996 年小容量 PET 瓶的生产限制开放，便携程度上升进一步促进矿泉水包装化。

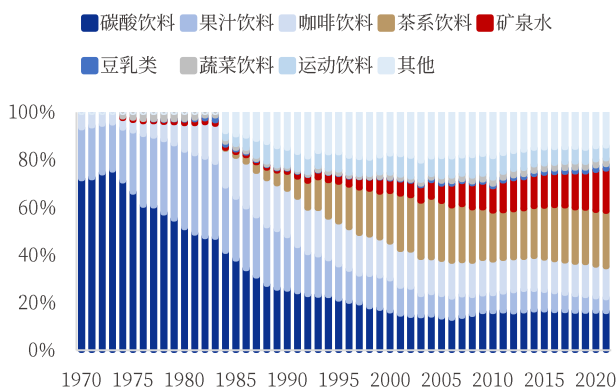
3) 2010 年至今：水安全意识增强推动家庭端饮水渗透率提升。消费者对水道污染的担忧日益增加，矿泉水凭借更好的口感和质量开始替代直饮水。2011 年日本大地震致使囤水防灾需求骤增，催化矿泉水在家庭场景的消费；核废水的排放加剧自来水的的天安全性，瓶装水逐步回归饮水本质。

图5：日本人均矿泉水消费量持续提升



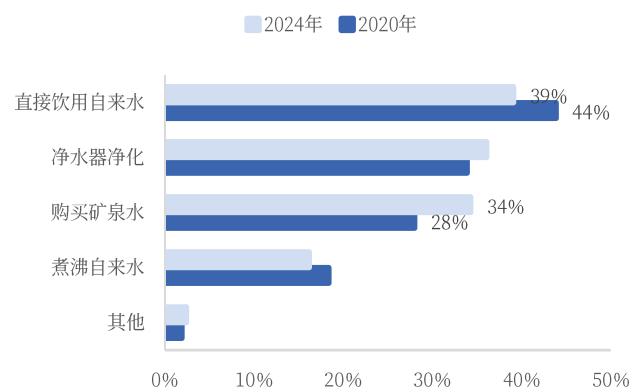
资料来源：日本矿泉水行业协会，中国银河证券研究院

图6：1990 年起无糖饮料迎来繁荣



资料来源：日本清凉饮料行业协会，中国银河证券研究院

图7：日本居民饮水方式逐渐从直饮水向矿泉水切换

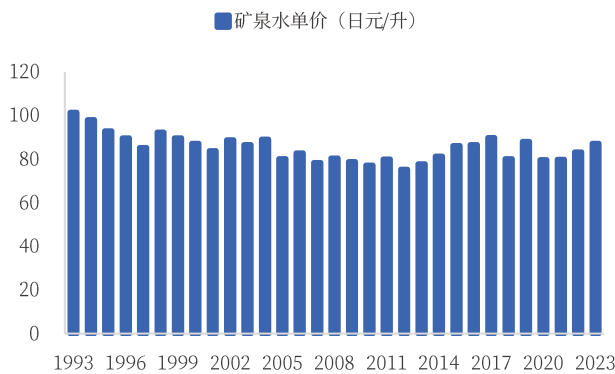


资料来源：日本内阁府，中国银河证券研究院

2. 价格：单价中枢小幅下行

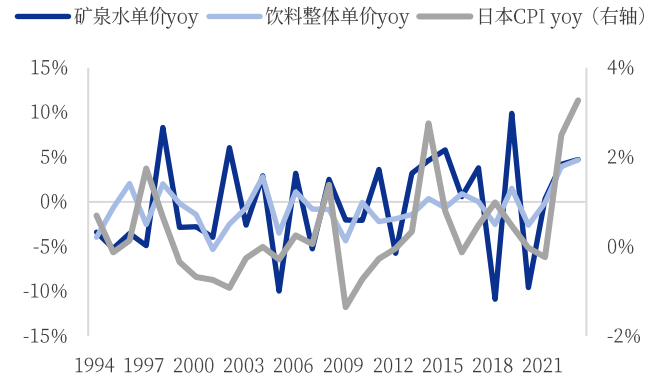
日本矿泉水价格中枢小幅下行，中间经历数次波动。整体来看，1993-2023 年日本矿泉水单价 CAGR 约为-0.5%，价格中枢由前十年的 91 日元/升小幅下行至近十年的 84 日元/升；分段来看，1993-1997 年、2005-2010 年、2018 年出现三个价格下行阶段。

图8：1993-2023 年日本矿泉水单价中枢小幅下行



资料来源：日本清凉饮料行业协会，中国银河证券研究院

图9：日本矿泉水价格年度间起伏较大



资料来源：日本清凉饮料行业协会，中国银河证券研究院

我们认为日本矿泉水均价的波动虽然受到日本宏观经济的影响，但更多的取决于行业其自身因素，反映为矿泉水单价增速与 CPI 变化趋势在多个时间段背离。

1) 价格中枢下移与日本宏观经济走弱相关（长周期）：

1993-2012 年：日本通货紧缩环境持续，多数时候 CPI 处于-1%至 1%区间，期间矿泉水行业单价 CAGR 约为-1.6%，软饮料板块单价 CAGR 为-1.2%。

2013 年至今：日本经济有所复苏，矿泉水头部品牌以产品创新和升级为主线驱动增长，行业单价恢复且增速超过日本 CPI。

2) 行业自身因素导致矿泉水单价增速与 CPI 变化方向出现背离（中短周期）：

1996-1997 年：CPI 呈现改善趋势，但矿泉水行业单价承压（CAGR 约-4.2%），我们认为主要系彼时行业处于成长初期，企业通过降价快速抢占份额，叠加 1995 年后国内品牌产量增速快于进口品牌。

2003-2007 年：CPI 呈现改善趋势，但矿泉水行业单价相对承压（CAGR 下行至-2.5%），我们认为主要系：1) 便利店等自有品牌价格下降，渠道流量迁移引发竞争；2) PET 占比提升且企业间开启轻量化竞赛，原料成本下行为出厂单价下降提供空间。

2008-2012 年：CPI 趋势转弱，但矿泉水行业单价趋势好转（CAGR 收窄至-0.8%），我们认为主要系 2011 年东日本大地震提振家庭需求，动销旺盛减弱了价格下降的幅度。

表1：矿泉水行业均价变动与饮料板块均价变动基本一致

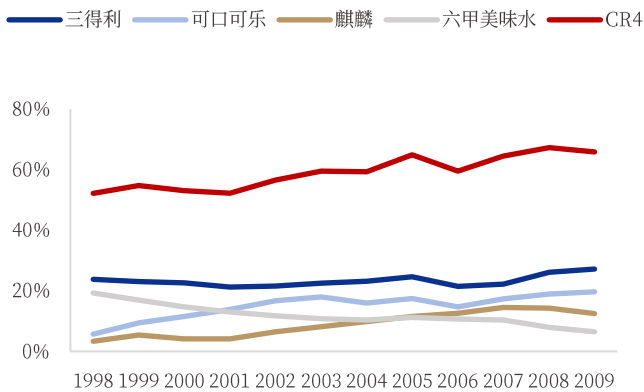
| | 1993-1995 年 | 1996-1997 年 | 1998-2002 年 | 2003-2007 年 | 2008-2012 年 | 2013-2023 年 |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 矿泉水单价期间 CAGR | -4.3% | -4.2% | 0.8% | -2.5% | -0.8% | 1.3% |
| 软饮料单价期间 CAGR | -2.3% | -0.3% | -1.5% | -0.2% | -1.9% | 0.4% |
| 日本 CPI 年复合变动 | 0.3% | 0.9% | -0.4% | -0.1% | -0.2% | 1.0% |

资料来源：日本清凉饮料行业协会，Wind，中国银河证券研究院

(二) 竞争格局：头部企业集中度提升，龙头长期穿越周期

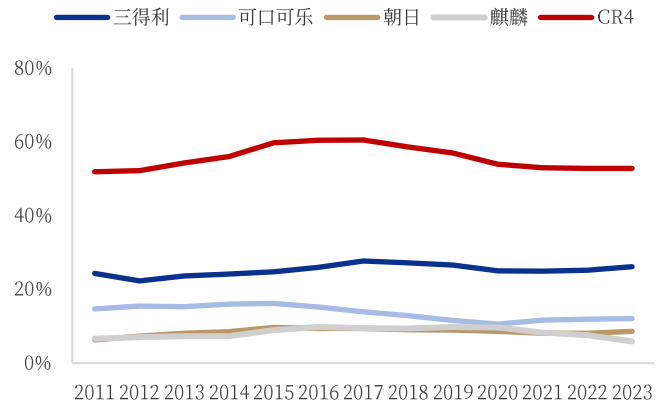
特征一：长期来看，日本矿泉水头部企业集中度提升。2006年以前三大饮料巨头三得利、可口可乐、麒麟的矿泉水出货量实现高斜率增长，集中度快速提升，初步形成寡头领先格局。日本饮料总研口径，1998-2009年行业CR4由52.2%提升13.7pcts至65.9%。2011年以来，日本瓶装水行业CR4围绕中枢波动，欧睿口径显示期间行业CR4由51.9%小幅提升0.9pcts至52.8%。日本瓶装水集中度长期向头部集中，我们认为主要得益于饮料头部企业规模优势、渠道优势明显，并且在其他饮料品类积累的消费群体可供复用。

图10: 1998-2009年市场集中度快速提升（日本饮料总研口径）



资料来源：日本饮料总研，中国银河证券研究院

图11: 2011-2023年龙头带动日本瓶装水集中度提升（欧睿口径）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

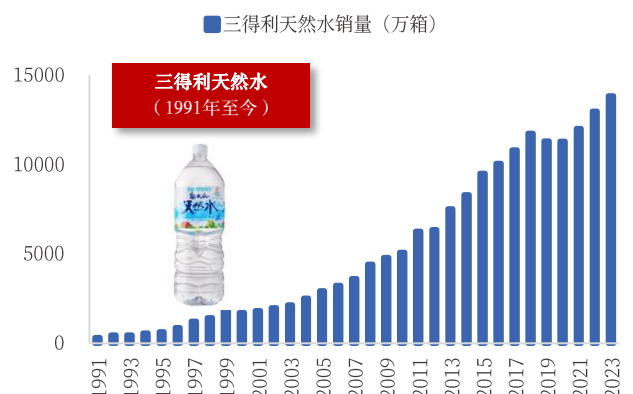
特征二：头部企业内部分化，龙头长期穿越周期。1) 龙头企业三得利，市场份额中枢持续向上，或主要归因于三得利始终坚持主品牌 *Tennensui*，新的产地、口味推出和产品升级都围绕主品牌展开，在实现差异化的同时不断强化品牌势能。2) 麒麟、朝日，市场份额出现下行，我们认为主要系2家公司均经历品牌的切换或剥离，产品线汰换间存在一定市场份额的分流，如朝日收购六甲水并更名；麒麟与达能合作的富维克2020年停止销售、2022-2024年逐渐将碱性离子水换为“自然が磨いた天然水”；3) 可口可乐，矿泉水品牌从“森の水だより”（2009年排名第二）转为“い・ろ・は・す”并停产前者，新品成功提升了品牌形象且获得市场认可，总体增强产品的竞争能力，在短期阵痛后，长期迎来份额的修复和进一步提升。

图12: 部分龙头企业曾切换品牌



资料来源：可口可乐，麒麟官网，中国银河证券研究院

图13: 三得利坚守主品牌，销量实现长期增长



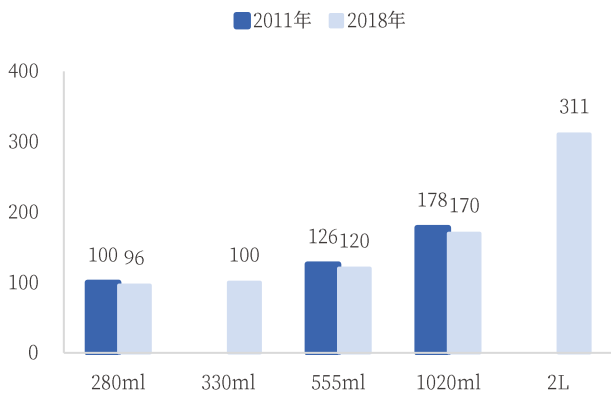
资料来源：三得利官网，食品产业新闻社，中国银河证券研究院

特征三：行业发生 2 次价格竞争，龙头与龙二韧性明显更强。

1) 第一次价格竞争（2005-2010 年）：龙头与龙二集中度提升，节奏先降后升。2005-2010 年矿泉水行业步入价格竞争阶段，行业单价 CAGR 约-2.4%，但价格竞争并未对头部企业份额造成太多扰动，龙头三得利市占率从 2005 年 24.6%提升至 2009 年 27.2%，龙二可口可乐从 17.5%提升至 19.7%。从节奏来看，三得利与可口可乐市占率先降后升，即 2006 年为市占率低点，2007 年及之后市占率逐渐回升并创历史新高。

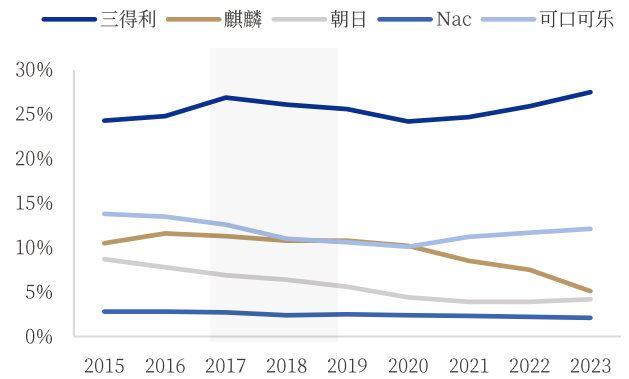
2) 第二次价格竞争（2018 年）：头部企业集中度下降，但龙头韧性更强。2018 年行业单价同比-10.9%，CR4 由 2017 年 60.5%下降至 58.6%。尽管 2019 年头部品牌共同提价导致市占率进一步承压，伴随提价因素逐渐消化，2021-2022 年龙头三得利、龙二可口可乐市场份额逐渐恢复。

图14：2018 年可口可乐矿泉水定价小幅下行（日元）



资料来源：可口可乐官网，中国银河证券研究院

图15：2018 至 2023 年日本企业非气泡瓶装水市占率



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

备注：此处非气泡瓶装水口径为欧睿 Still bottled water

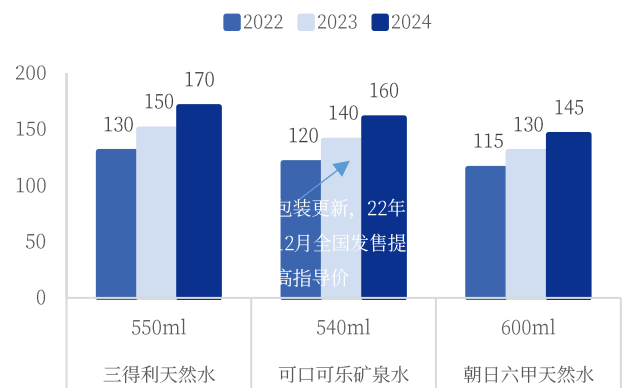
下行后期龙头竞争转向温和，共同通过产品升级与提价维护价位带。2019 年 1 月受到成本压力，前三位企业同时发布调价通知，上调大规格矿泉水定价；2022 年以来开始上调小规格矿泉水价格，龙头共同维护下逐渐走出价格下行周期。

图16：2019 年 1 月前三企业均上调大规格 PET 产品价格

| 品牌 | 涉及产品（部分） | 调整前价格（日元） | 调整后价格（日元） | 宣布时间 | 调整时间 |
|------|----------------------------------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 三得利 | 南阿尔卑斯山天然水 奥大山天然水 阿苏天然水（2L） | 230 | 250 | 2019年1月16日 | 2019年5月1日 |
| 可口可乐 | い・ろ・は・す 森の水だより（2L） | 170 | 190 | 2019年1月21日 | 2019年4月1日 |
| | い・ろ・は・す （风味，1.555L） | 286 | 306 | 2019年1月21日 | 2019年4月1日 |
| 麒麟 | 麒麟碱性离子水 | 230 | 250 | 2019年1月28日 | 2019年5月1日 |

资料来源：三得利、可口可乐、麒麟官网，中国银河证券研究院

图17：2022 年以来小规格产品亦进入提价周期（日元）



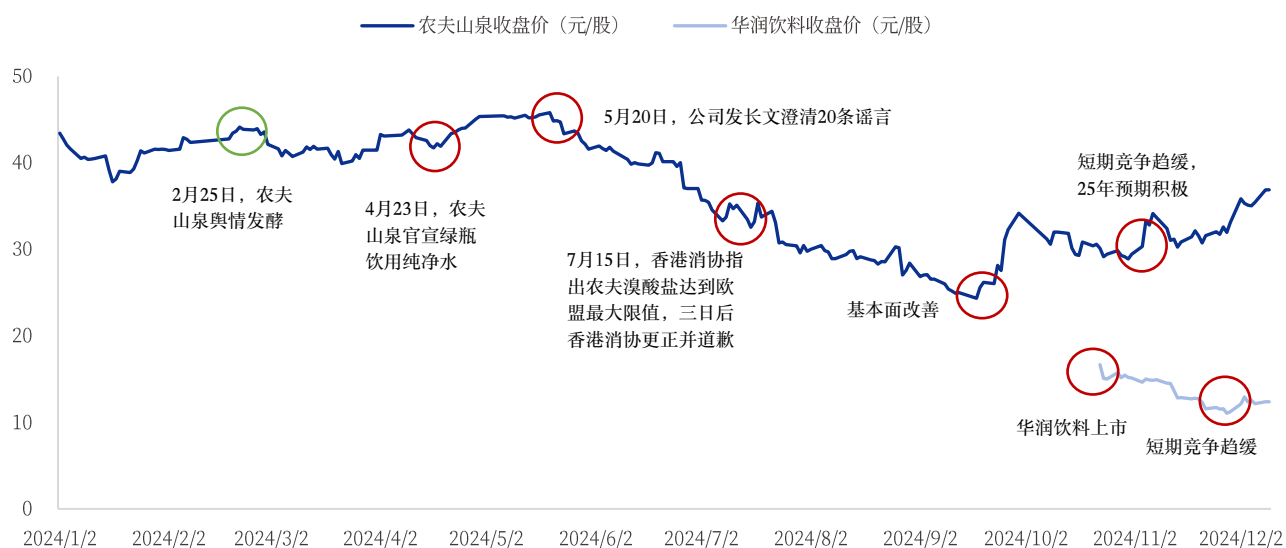
资料来源：三得利、朝日公司官网，日本食品经济新闻，中国银河证券研究院

(三) 国内启示：包装水长期增长空间明确，短期竞争有望趋缓

参考日本量价及格局经验，长期来看，我们认为随着家庭小型化、户外出行场景增加、消费者水安全意识增强等因素推动，国内包装水销量仍有较大增长空间，并且拥有水源地优势与渠道优势的头部品牌更能够长期穿越周期，短期竞争趋紧对头部品牌市场份额造成的扰动仅仅是阶段性现象。

短期来看，我们观察到 24Q4 淡季包装水竞争趋缓，主流单品终端售价继续回升，预计竞争趋缓态势延续至 1 月，而 2025 年春节之后的水头将是下一个重要观察节点，但大概率延续边际改善态势。板块内部，我们仍然维持此前观点，建议重点关注头部品牌农夫山泉与华润饮料。

图18：2024 年以来农夫山泉与华润饮料股价



资料来源：Wind, 农夫山泉官方公众号, 中国银河证券研究院

二、基本面跟踪：11月多数原料价格延续下行

(一) 核心原料价格变动总览

2024年11月，多数子行业核心原料成本下行，盈利弹性持续释放。乳制品10月产量有所优化，同比-3%，截至11月20日生鲜乳价格降幅环比收窄。

表2：2024年行业核心原材料价格变动

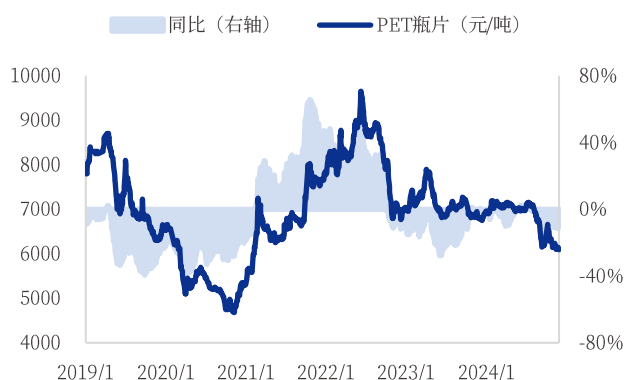
| 子行业 | 原料一 | 原料二 | 原料三 | 原料四 |
|-------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| 软饮料 | PET (-10.4%) | 纸箱 (-5.3%) | 白糖 (-12.5%) | - |
| 零食+米面 | 棕榈油 (+40.6%) | 包膜 (-3.2%) | 面粉 (-2.9%) | 鹌鹑蛋 (-5.2%) |
| 调味品 | 大豆 (-19.3%) | 白糖 (-12.5%) | PET (-10.4%) | 玻璃 (-30.1%) |
| 乳制品 | 原奶 (-15.2%) | - | - | - |

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 包材：11月成本红利持续释放

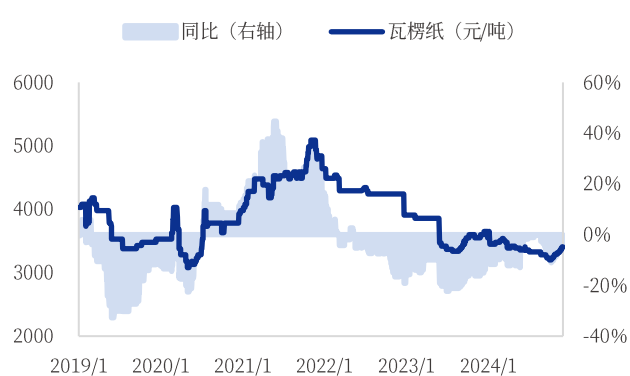
2024年11月包装材料价格均有不同程度下降，截至11月29日，PET瓶片价格同比-10.4%；纸箱价格同比-5.3%；玻璃价格同比-30.1%；包膜价格同比-3.2%。

图19：2024年11月PET瓶片价格同比下行



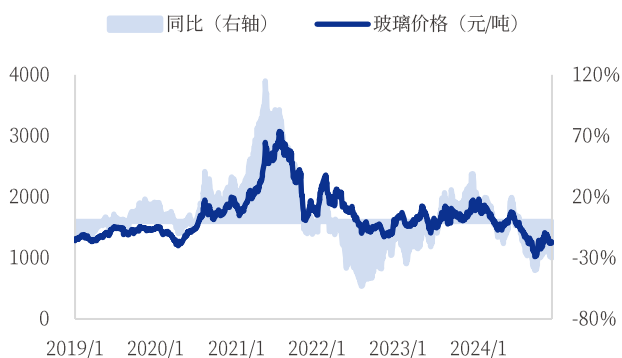
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图20：2024年11月瓦楞纸价格同比下行



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图21: 2024年11月玻璃价格同比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 2024年11月包膜价格同比下行

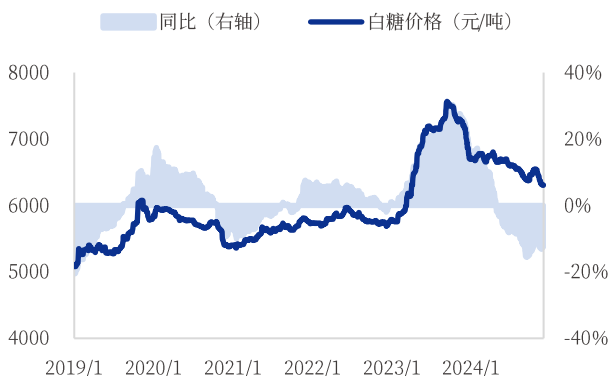


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 原料: 11月多数产品价格同比下行

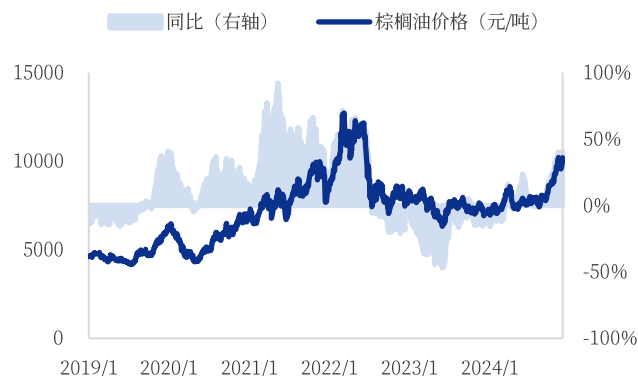
截至2024年11月29日, 白糖价格同比-12.5%, 大豆价格同比-19.3%, 面粉价格同比-2.9%, 鹌鹑蛋价格同比-5.2%。部分原材料价格同比上涨, 棕榈油价格同比+40.6%, 猪肉价格同比+15.2%。

图23: 2024年11月白糖价格同比下降



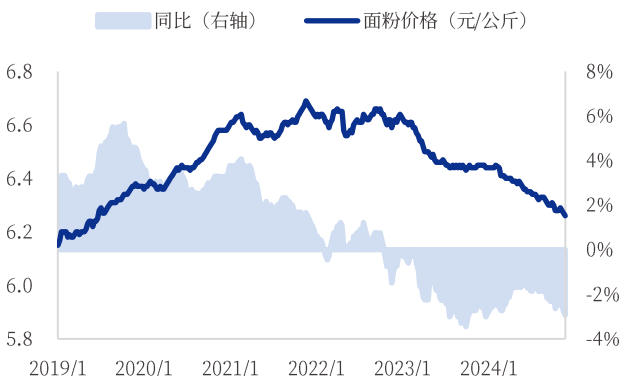
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 2024年11月棕榈油价格持续回升



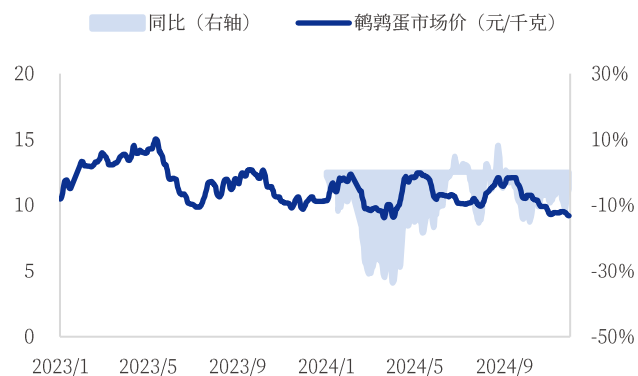
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 2024年11月面粉价格同比下降



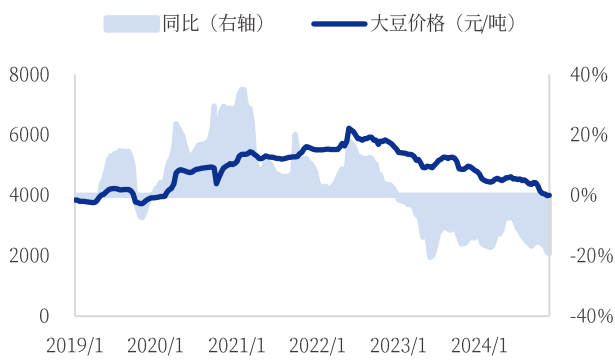
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 2024年11月鹌鹑蛋价格同比下降



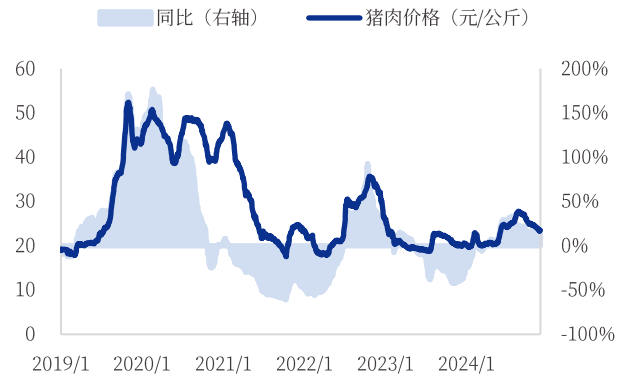
资料来源: 中国鹌鹑网, 中国银河证券研究院

图27: 2024年11月大豆价格同比下降



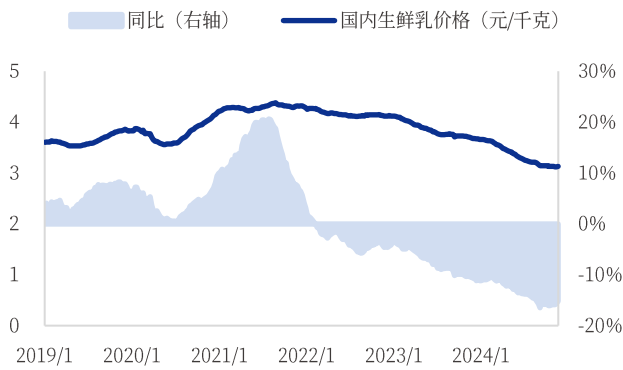
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2024年11月猪肉价格同比上涨



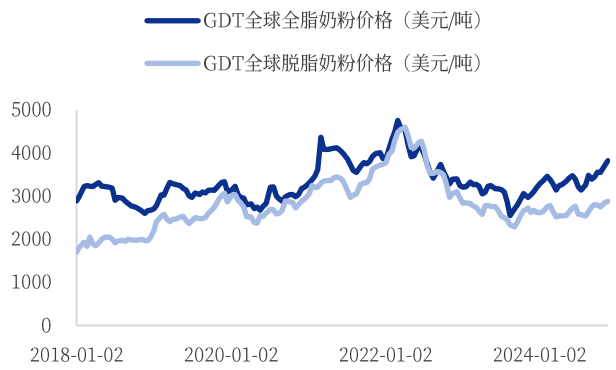
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 2024年11月原奶价格降幅环比收窄



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2024年11月GDT全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、行情跟踪：11月食品饮料指数温和上涨

(一) 食品饮料行业收益率

2024年11月1日至11月29日期间，食品饮料行业涨幅2.4%，相对于Wind全A指数的超额收益为1.1%，在31个子行业中排名第8。非酒板块中，8个子板块均实现月度正收益，其中烘焙食品、零食、预加工食品板块涨幅居前，分别为+8.1%、+6.3%、+3.3%。

图31：2024年11月食品饮料在全行业涨幅位居第8名

| 当月 | | | | 年初至今 | | | |
|----|-------------|-------------|-------------|------|-------------|--------------|---------------|
| 序号 | 行业 | 涨跌幅 | 超额收益 | 序号 | 涨跌幅 | 涨跌幅 | 超额收益 |
| 1 | 商贸零售 | 13.6% | 12.3% | 1 | 非银金融 | 34.6% | 22.4% |
| 2 | 综合 | 8.6% | 7.2% | 2 | 银行 | 26.0% | 13.8% |
| 3 | 纺织服饰 | 6.9% | 5.6% | 3 | 通信 | 23.4% | 11.2% |
| 4 | 传媒 | 6.7% | 5.3% | 4 | 家用电器 | 22.0% | 9.8% |
| 5 | 轻工制造 | 6.3% | 5.0% | 5 | 电子 | 17.9% | 5.7% |
| 6 | 计算机 | 4.4% | 3.1% | 6 | 汽车 | 14.4% | 2.2% |
| 7 | 机械设备 | 3.4% | 2.1% | 7 | 商贸零售 | 13.6% | 1.4% |
| 8 | 食品饮料 | 2.4% | 1.1% | 8 | 交通运输 | 12.8% | 0.6% |
| 9 | 石油石化 | 2.2% | 0.9% | 9 | 计算机 | 12.4% | 0.2% |
| 10 | 医药生物 | 2.1% | 0.8% | 10 | 国防军工 | 10.0% | -2.2% |
| 11 | 交通运输 | 2.1% | 0.8% | 11 | 电力设备 | 9.7% | -2.5% |
| 12 | 基础化工 | 1.7% | 0.4% | 12 | 有色金属 | 9.3% | -2.9% |
| 13 | 非银金融 | 1.5% | 0.2% | 13 | 传媒 | 8.6% | -3.6% |
| 14 | 社会服务 | 1.4% | 0.0% | 14 | 房地产 | 8.5% | -3.7% |
| 15 | 电力设备 | 1.2% | -0.1% | 15 | 建筑装饰 | 8.4% | -3.8% |
| 16 | 建筑装饰 | 1.1% | -0.3% | 16 | 公用事业 | 7.8% | -4.4% |
| 17 | 银行 | 1.0% | -0.3% | 17 | 环保 | 7.2% | -5.0% |
| 18 | 环保 | 0.8% | -0.5% | 18 | 机械设备 | 7.1% | -5.1% |
| 19 | 汽车 | 0.7% | -0.6% | 19 | 综合 | 5.1% | -7.1% |
| 20 | 钢铁 | 0.4% | -0.9% | 20 | 石油石化 | 4.5% | -7.7% |
| 21 | 农林牧渔 | -0.3% | -1.6% | 21 | 煤炭 | 3.1% | -9.1% |
| 22 | 有色金属 | -0.4% | -1.7% | 22 | 钢铁 | 2.1% | -10.1% |
| 23 | 房地产 | -0.5% | -1.9% | 23 | 社会服务 | 0.1% | -12.1% |
| 24 | 美容护理 | -0.8% | -2.2% | 24 | 轻工制造 | -0.9% | -13.1% |
| 25 | 电子 | -0.8% | -2.2% | 25 | 基础化工 | -1.0% | -13.3% |
| 26 | 煤炭 | -1.1% | -2.5% | 26 | 建筑材料 | -1.1% | -13.3% |
| 27 | 通信 | -1.9% | -3.3% | 27 | 纺织服饰 | -3.6% | -15.8% |
| 28 | 公用事业 | -2.2% | -3.6% | 28 | 美容护理 | -4.0% | -16.2% |
| 29 | 家用电器 | -2.4% | -3.8% | 29 | 食品饮料 | -6.9% | -19.1% |
| 30 | 建筑材料 | -2.5% | -3.8% | 30 | 农林牧渔 | -7.8% | -20.0% |
| 31 | 国防军工 | -2.6% | -3.9% | 31 | 医药生物 | -9.3% | -21.5% |

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图32: 2024年11月食品饮料非酒子行业涨跌幅表现

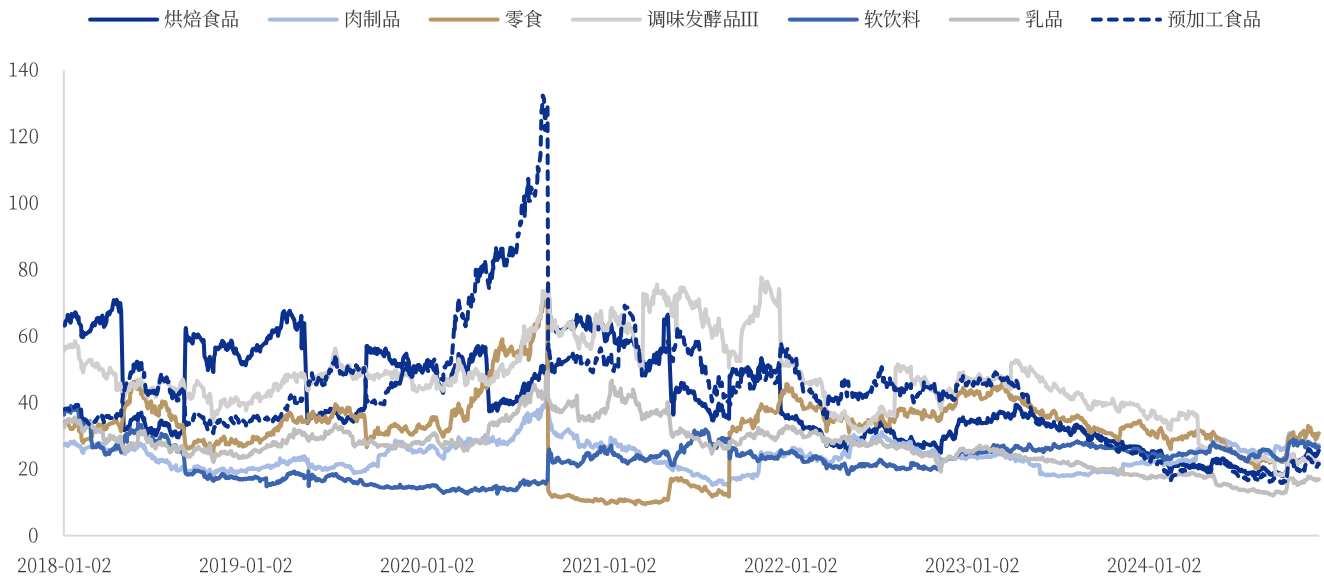
| 当月 | | | | 年初至今 | | | |
|----|----------|------|-------|------|----------|--------|--------|
| 序号 | 行业 | 涨跌幅 | 超额收益 | 序号 | 行业 | 涨跌幅 | 超额收益 |
| 1 | 烘焙食品 | 8.1% | 6.7% | 1 | 软饮料 | 17.0% | 4.8% |
| 2 | 零食 | 6.3% | 4.9% | 2 | 零食 | 8.0% | -4.2% |
| 3 | 预加工食品 | 3.3% | 2.0% | 3 | 乳品 | 4.6% | -7.6% |
| 4 | 乳品 | 2.8% | 1.5% | 4 | 调味发酵品III | 0.8% | -11.4% |
| 5 | 保健品 | 1.3% | 0.0% | 5 | 肉制品 | -11.3% | -23.5% |
| 6 | 肉制品 | 1.0% | -0.3% | 6 | 保健品 | -12.9% | -25.1% |
| 7 | 调味发酵品III | 0.2% | -1.1% | 7 | 烘焙食品 | -13.3% | -25.5% |
| 8 | 软饮料 | 0.1% | -1.3% | 8 | 预加工食品 | -19.6% | -31.8% |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 食品饮料行业估值

从行业估值来看, 截至2024年11月29日, 烘焙食品/肉制品/零食/调味发酵品/软饮料/乳品/预加工食品板块 PE-TTM 分别为 25.6/27.3/30.8/22.1/26.6/16.9/21.6X。

图33: 食饮子行业市盈率变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

11月食品饮料指数行情跟随美国大选与国内政策预期波动，非酒板块内部来看，表现最好的为零食板块（新渠道+新产品放量），其次为速冻板块（受益于顺周期复苏）。展望12月，我们建议关注跨年行情，若2025年宏观经济回暖叠加消费和社保支持政策持续落地，居民收入与消费意愿或增强，将推动行业需求端温和改善：

1) 顺周期+估值修复弹性仍大+竞争格局较优的板块，例如B端调味品、餐饮供应链板块，重点公司包括**海天味业、安井食品、宝立食品**。

2) 业绩具备韧性，C端中长期产业逻辑清晰的板块，例如零食、饮料板块，重点公司包括**东鹏饮料、三只松鼠、劲仔食品、华润饮料、洽洽食品、欢乐家**；C端调味品亦建议关注，重点公司包括**天味食品、中炬高新、恒顺醋业**。

3) 三季报边际改善+中长期产业周期有望反转，例如乳制品板块，重点公司包括**伊利股份、新乳业**。

五、风险提示

需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，食品安全风险。

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 1993-2023 年日本矿泉水市场规模快速增长..... | 3 |
| 图 2: 矿泉水销售额占清凉饮料销售额比例呈现提升趋势..... | 3 |
| 图 3: 日本矿泉水产量多数年间同比增长..... | 3 |
| 图 4: 日本矿泉水产量同比增速..... | 3 |
| 图 5: 日本人均矿泉水消费量持续提升..... | 4 |
| 图 6: 1990 年起无糖饮料迎来繁荣..... | 4 |
| 图 7: 日本居民饮水方式逐渐从直饮水向矿泉水切换..... | 4 |
| 图 8: 1993-2003 年日本矿泉水单价中枢小幅下行..... | 5 |
| 图 9: 日本矿泉水价格年度间起伏较大..... | 5 |
| 图 10: 1998-2009 年市场集中度快速提升（日本饮料总研口径）..... | 6 |
| 图 11: 2011-2023 年龙头带动日本瓶装水集中度提升（欧睿口径）..... | 6 |
| 图 12: 部分龙头企业曾切换品牌..... | 6 |
| 图 13: 三得利坚守主品牌，销量实现长期增长..... | 6 |
| 图 14: 2018 年可口可乐矿泉水定价小幅下行（日元）..... | 7 |
| 图 15: 2018 至 2023 年日本企业非气泡瓶装水市占率..... | 7 |
| 图 16: 2019 年 1 月前三企业均上调大规格 PET 产品价格..... | 7 |
| 图 17: 2022 年以来小规格产品亦进入提价周期（日元）..... | 7 |
| 图 18: 2024 年以来农夫山泉与华润饮料股价..... | 8 |
| 图 19: 2024 年 11 月 PET 瓶片价格同比下行..... | 9 |
| 图 20: 2024 年 11 月瓦楞纸价格同比下行..... | 9 |
| 图 21: 2024 年 11 月玻璃价格同比下行..... | 10 |
| 图 22: 2024 年 11 月包膜价格同比下行..... | 10 |
| 图 23: 2024 年 11 月白糖价格同比下降..... | 10 |
| 图 24: 2024 年 11 月棕榈油价格持续回升..... | 10 |
| 图 25: 2024 年 11 月面粉价格同比下降..... | 10 |
| 图 26: 2024 年 11 月鹤鹑蛋价格同比下降..... | 10 |
| 图 27: 2024 年 11 月大豆价格同比下降..... | 11 |
| 图 28: 2024 年 11 月猪肉价格同比上涨..... | 11 |
| 图 29: 2024 年 11 月原奶价格降幅环比收窄..... | 11 |
| 图 30: 2024 年 11 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比上涨..... | 11 |
| 图 31: 2024 年 11 月食品饮料在全行业涨幅位居第 8 名..... | 12 |
| 图 32: 2024 年 11 月食品饮料非酒子行业涨跌幅表现..... | 13 |

图 33: 食饮子行业市盈率变动情况..... 13

表 1: 矿泉水行业均价变动与饮料板块均价变动基本一致 5

表 2: 2024 年行业核心原材料价格变动..... 9

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|-------------------------|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 | |
| | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 | |
| | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 | |
| | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上 | |

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn