

食品饮料

投资建议：强于大市（维持）
 上次建议：强于大市

怎么看待大众品成本红利超预期

相对大盘走势



➤ 酒水饮料：啤酒和软饮料成本下行明显，乳品次之

啤酒成本红利明显，主要原材料和包材来看，大麦价格从2023年开始持续下滑，进口大麦已从约400美元降至250美元每吨；瓦楞纸和玻璃均持续下行；铝价从2022年3月高位下跌后近期小幅上行，幅度约10%。A股软饮料以常用的白糖和PET来看，白糖从高位下降后稳定在6600元左右/吨，且由于去库存进度较慢，预计下半年仍会下滑；聚酯切片近半年稳定在6900元左右/吨。原奶价格持续下行，上游压力小的乳企享受红利。

➤ 预制食品：猪价有所起势但仍处低位，作物价格低

速冻米面和肉制品等主要原材料为猪肉、淀粉、面粉等，成本波动主要受生猪和玉米价格的影响。猪价自2023年初至今保持低位震荡，今年1-4月相对稳定，但5月上中旬起势后持续攀升，高点6月12日较低点5月6日涨幅最多达到约28%，近日来有所回落，但仍处阶段性低位；玉米于2023年9月开启下行，今年2月到低点后稳在相对底部；面粉价格则相对稳定。方便面成本来看，棕榈油价格则从2022年中约16000元/吨的高点下滑至约8000元/吨，小幅波动，下半年预期平缓。

➤ 投资建议：推荐受益成本红利的大众品板块

当前食品饮料的消费需求尚弱，从5月CPI数据来看，食品类同比下降2%，环比持平，我们认为需求拐点尚需等待，当下宜从存量中找机会，而成本红利则是较明确的机会。原材料端来看，肉类和作物类均在价格下行趋势上或者处于相对低位，例如，虽然猪价近期有所上行，但仍处近年来低位区间；包材来看，除了铝价有所上行外，纸箱、玻璃、PET也基本呈现类似情况。

啤酒板块，我们推荐低估值龙头青岛啤酒、华润啤酒及改革预期的燕京啤酒；软饮料板块，推荐业绩持续兑现的农夫山泉、东鹏饮料；乳制品板块，推荐利润改善的伊利股份、利润率加速提升的新乳业；食品加工，推荐景气度较高的安井食品、利润弹性有望释放的康师傅控股。

风险提示：宏观经济不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；原材料和包材成本上行的风险。

作者

分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn

联系人：陆冀为
 邮箱：lujiwei@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《食品饮料：大众品需求专题：逆水行舟，寻找大众品的需求亮点》2024.06.18
- 2、《食品饮料：关注政策传导效果，把握白酒新周期——酒类行业2024年度中期投资策略》2024.06.17

正文目录

1. 酒水饮料：啤酒和软饮料成本下行明显，乳品次之	3
1.1 啤酒行业：小麦价格持续下行，包材价格整体处于低位	3
1.2 饮料行业：白糖和 PET 价格从高位下行后较为平稳	4
1.3 乳制品行业：原奶价格持续下行，企业受益程度分化	5
2. 预制食品：猪价有所起势但仍处低位，作物价格低	6
2.1 速冻、肉制品行业：猪价近期有所起势，玉米价格稳在低位	6
2.2 方便面行业：面粉价格较平稳，棕榈油低位价格有望持续	7
3. 投资建议：推荐受益成本红利的大众品板块	8
风险提示	8

图表目录

图表 1：大麦价格（美元/吨）	3
图表 2：铝价（元/吨）	3
图表 3：瓦楞纸出厂价格（元/吨）	4
图表 4：玻璃现货价格（元/吨）	4
图表 5：青岛啤酒成本结构（亿元）	4
图表 6：重庆啤酒成本结构（%）	4
图表 7：聚酯切片（元/吨）	5
图表 8：白糖现货价格（元/吨）	5
图表 9：生鲜乳市场价（元/公斤）	6
图表 10：奶粉：进口量（吨）	6
图表 11：生猪出栏价（元/公斤）	7
图表 12：玉米现货价（吨）	7
图表 13：面粉批发价格（元/公斤）	7
图表 14：棕榈油现货价格（元/吨）	7

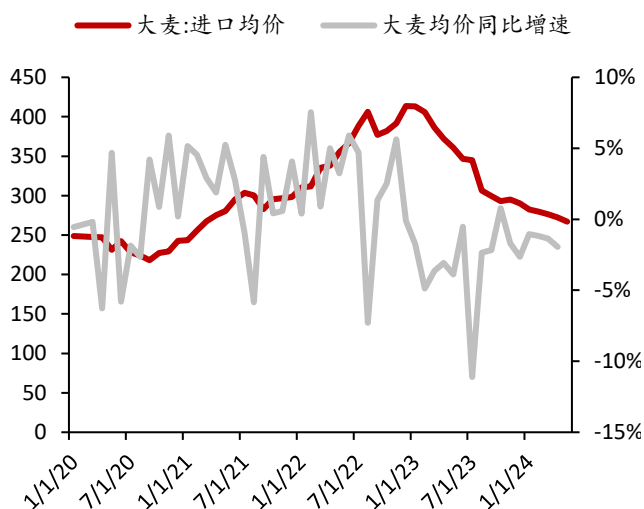
1. 酒水饮料：啤酒和软饮料成本下行明显，乳品次之

1.1 啤酒行业：小麦价格持续下行，包材价格整体处于低位

啤酒生产所需的主要原材料和包材中相对成本占比较大的有大麦和玻璃、铝、瓦楞纸等。我们逐一分析，通过近三年数据可以看出，进口大麦价格 2023 年开始已经有明显降幅，由均价约 400 元跌至 260 元。截止 5 月 31 日，大麦进口均价同比下降 1.94%，月度环比下降 25.92%；大麦成本下降推动啤酒公司原料成本的降低。

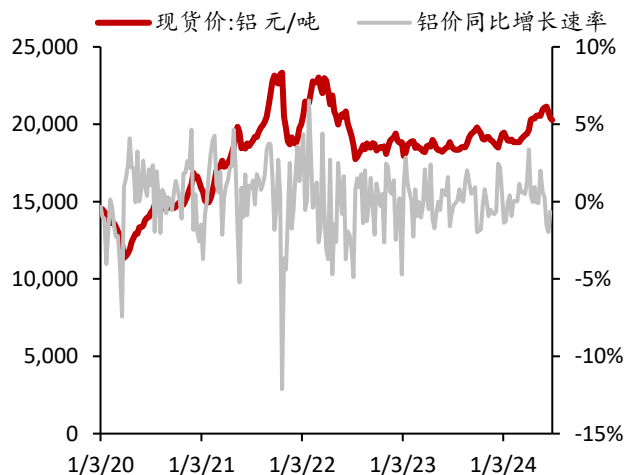
包材方面，瓦楞纸、玻璃、铝分别从 2021 年高位下降。铝价由 2022 年 3 月高位跌幅达 11.94%。瓦楞纸由 2021 年 10 月 4700 元/吨降到目前 3242 元/吨，降幅达到 31.02%，2022 至 2023 年瓦楞纸市价处在回落期，瓦楞纸市场供需矛盾明显，2023 年受到进口关税调整、需求持续疲软以及成本下滑影响，价格持续下降。需求端来看，目前下游需求无明显变化，叠加纸厂库存压力较大，纸价仍有可能进一步下跌。由于玻璃生产特点，供需难以平衡，2024 年以来市场产能过剩，供大于需，预计 2024 年下半年，企业通过降价减少库存，产销偏弱，玻璃价格维持低位。

图表1：大麦价格（美元/吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表2：铝价（元/吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表3：瓦楞纸出厂价格（元/吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

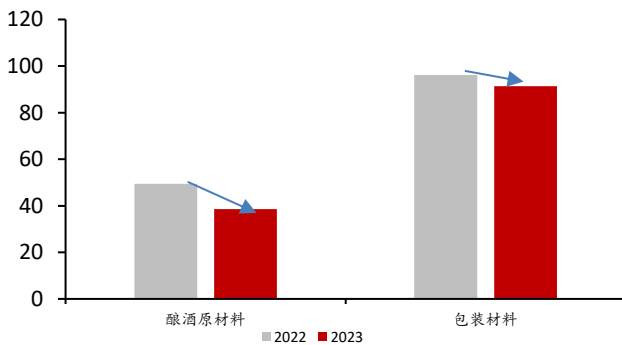
图表4：玻璃现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

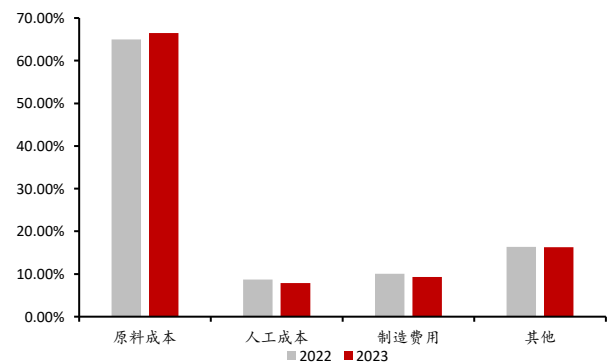
从啤酒企业成本结构来看，部分企业由于材料成本下降使利润端一定程度改善，青岛啤酒 2022-2023 年酿酒原材料端下降 22%，包装材料成本下降 5%。重庆啤酒在 2023 年原料成本占比微增，主要由于 2023 年商务部宣布自 8 月 5 日起，终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税，进口大麦成本压力减小，制造成本降低。

图表5：青岛啤酒成本结构（亿元）



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

图表6：重庆啤酒成本结构（%）



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

1.2 饮料行业：白糖和 PET 价格从高位下行后较为平稳

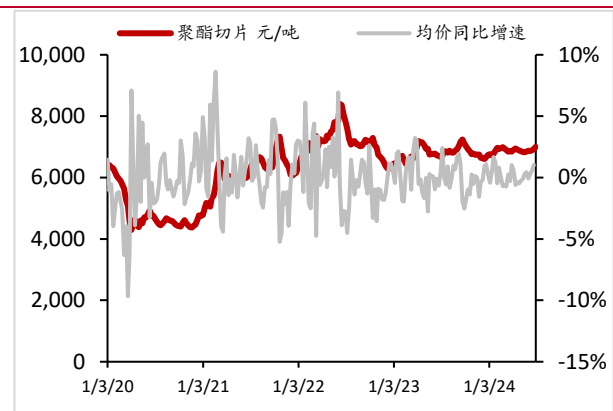
A 股软饮料企业的主营产品重合度较低，但是其中主要用到的原材料和包材大多包含白糖和 PET。目前来看，聚酯切片市场价同比上涨 1.04%，2024 年以来 pet 瓶片的价格较为稳定，2020 年至 2023 年波动较为明显。近半年来稳定在 6800-7000 元/吨，对于未来企业成本变动影响较小。展望下半年聚酯瓶片厂商报价稳定，预计下半年聚酯切片随原料价格波动而变化。白糖在 2023 年波动幅度较大，2023 年 9 月最高达到 7556.4 元/吨。

根据 Datagro 预测，2024/25 榨季全球食糖供应过剩 162 万吨，同时，6 月白糖

市场需求较弱，糖厂去库存进度不快，国产糖走货优势减弱，预计下半年糖价格有降低态势。

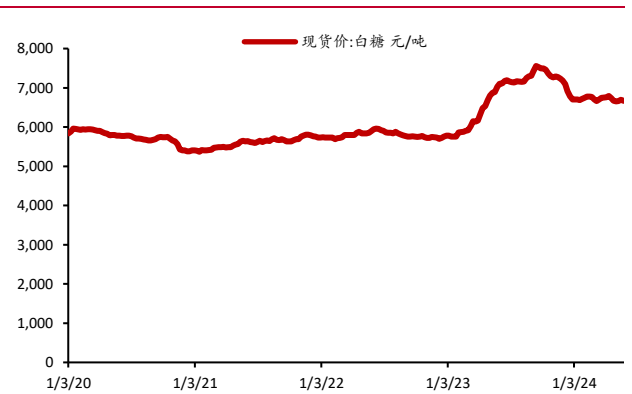
举例软饮料 A 股龙头公司东鹏饮料，毛利率由去年同期的 42.33% 增加至 2023 年度 43.07%，主要是原材料价格的下降，其中白砂糖采购价较去年同期增长，但由于聚酯切片、纸箱等其他原材料采购价格较去年同期下降较多，降低了产品成本，使得整体毛利率略有上升。

图表7：聚酯切片（元/吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表8：白糖现货价格（元/吨）

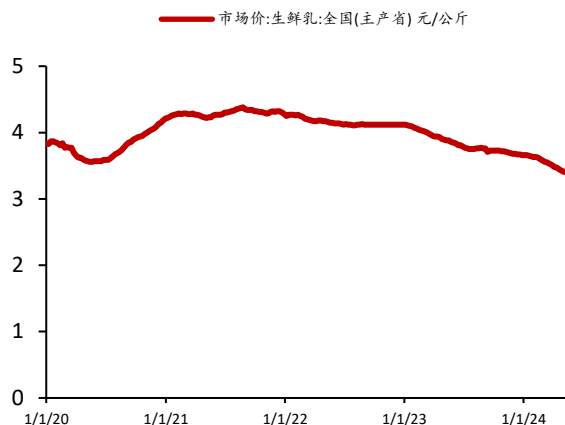


资料来源：ifind，国联证券研究所

1.3 乳制品行业：原奶价格持续下行，企业受益程度分化

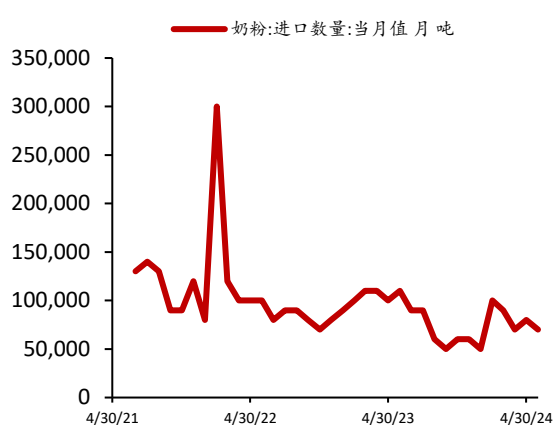
由于原奶阶段性过剩，根据农业农村部最新数据，截至 2024 年 5 月，国内原奶收购价格已经同比连跌 27 个月，为 2010 年以来最长一次。原奶整体减产的情况不及预期，行业复苏进程或比预期更晚。我们预计至少要到 2024 年 Q3 以后，随着市场产能加速出清，价格或有所支撑。短期内预计生鲜乳价格仍然走弱，这有利于乳业降低成本，上游压力小的乳企享受红利。但同时由于原奶价格不振也一定程度传导至终端产品价格，因此部分企业在毛利率提升的效果上或体现得不明显。且反面来看，同时牧场也仍处于受损时期。

图表9：生鲜乳市场价（元/公斤）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表10：奶粉：进口量（吨）



资料来源：ifind，国联证券研究所

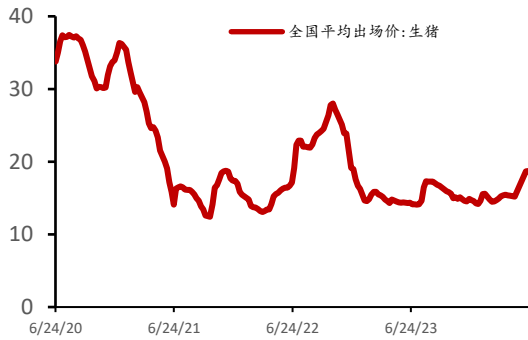
2. 预制食品：猪价有所起势但仍处低位，作物价格低

2.1 速冻、肉制品行业：猪价近期有所起势，玉米价格稳在低位

速冻食品、肉制品等主要的原材料为猪肉、淀粉、面粉等，成本波动主要受生猪和玉米价格的影响。猪价来看，自2023年初至今基本保持在低位震荡，今年1-4月也相对稳定，但5月上中旬出现起势，并持续攀升，高点6月12日较低点5月6日涨幅最多达到28%，近日来有所回落。经过近期涨价，市场对下半年猪价展望有转向乐观的迹象，近期养殖成本如饲料的提价也助推猪价提升；但目前猪价整体仍处于阶段性低位，相较近三年来高点2022年10月以及2021年期间的价格高位，成本红利仍较为明显。

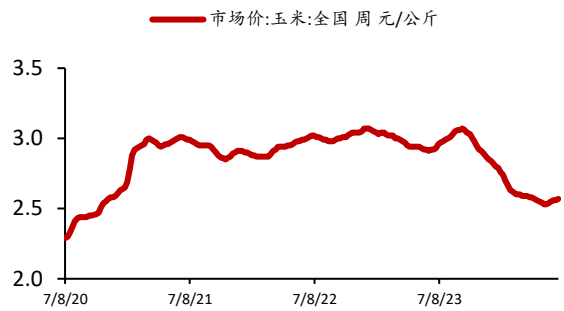
玉米是主要的淀粉原料，玉米现货价于2023年9月开启下行，2024年2月到达低点后至今较稳，2400元/吨的均价相较高位的2900元左右/吨的均价下滑了约14%。根据饲料行业信息网，6月下旬至7月份，中国玉米库存量预计将继续下降，但7月份期间，国内玉米及替代产品供应总量仍充足，因此我们认为，价格低位或仍具持续性。

图表11: 生猪出栏价 (元/公斤)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表12: 玉米现货价 (吨)



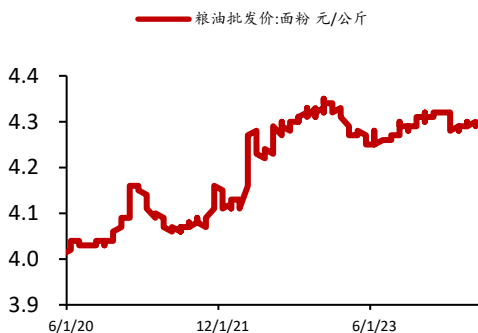
资料来源: ifind, 国联证券研究所

2.2 方便面行业: 面粉价格较平稳, 棕榈油低位价格有望持续

方便面的重要原材料是棕榈油和面粉。面粉价格自 2021 年初至 2023 年初两年间均在高位震荡, 随后有所下跌, 但整体价格相对较为平稳。尽管小麦价格的反弹可能为面粉价格提供一定的成本支撑, 但需求端的疲态和产能过剩的现状可能导致面粉价格继续面临下调的压力。6、7 月份作为传统的面粉销售淡季, 加之气温偏高不利于面粉存储, 经销商订货积极性下降, 面粉企业订单量减少, 开工负荷预计将继续下降。

另外在棕榈油方面, 国内棕榈油市场现货价格在 2024 年上半年经历了先涨后跌的走势, 在 8000 元/吨上下波动, 幅度不大, 且相较 2022 年中的约 16000 元/吨的价格高点来说均处于低位。根据粮油市场报和卓创数据, 下半年棕榈油市场预计将呈现供需双增的态势, 国内尽管有缓慢累库预期, 但进口成本支撑和宏观因素提振下, 现货价格预计先弱后强, 整体而言下半年棕榈油现货价格预计在 7800-8400 元/吨区间波动。

图表13: 面粉批发价格 (元/公斤)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表14: 棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

3. 投资建议：推荐受益成本红利的大众品板块

当前食品饮料的消费需求尚弱，从5月CPI数据来看，食品类同比下降2%，环比持平，我们认为需求拐点尚需等待，当下宜从存量中找机会，而成本红利则是较明确的机会。原材料端来看，肉类和作物类均在价格下行趋势上或者处于相对低位，例如，虽然猪价近期有所上行，但仍处近年来低位区间；包材来看，除了铝价有所上行外，纸箱、玻璃、PET也基本呈现类似情况。

啤酒板块，我们推荐低估值龙头青岛啤酒、华润啤酒及改革预期的燕京啤酒；软饮料板块，推荐业绩持续兑现的农夫山泉、东鹏饮料；乳制品板块，推荐利润改善的伊利股份、利润率加速提升的新乳业；食品加工，推荐景气度较高的安井食品、利润弹性有望释放的康师傅控股。

风险提示

- (1) **宏观经济不达预期的风险。**宏观经济增长不达预期可能导致居民消费水平下降，影响食品消费。
- (2) **行业竞争加剧的风险。**如若竞争格局恶化，行业出现价格战，或带来企业收入端受损，影响利润弹性。
- (3) **原材料和包材成本上行的风险。**大宗商品价格受诸多因素影响，较难准确预测，若有偏离预期的大幅上升，可能会带来成本压力。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼