



24Q3 业绩总结:需求压力仍存, 成本红利延续

——非酒类食品饮料月度专题

2024年11月7日

核心观点

- 业绩总结: 需求压力仍存, 成本红利延续。**24Q3 非酒板块收入/扣非归母净利润分别同比-4.0%/+6.1%, 收入端, 在消费复苏节奏偏慢的背景下, 整体收入同比下降, 但幅度环比收窄; 利润端, 受益于成本红利, 叠加渠道库存去化以及龙头主动调整, 利润同比延续正增。**分子板块来看**, 2024 年以来调味品、软饮料、零食具备较强韧性, 乳制品环比改善。**软饮料**: 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比+16.8%/+22.9%, 维持较快增长水平, 主要得益于: 1) 户外、出行等消费场景需求旺盛贡献量增; 2) 个别头部企业加速全国化推动板块收入快速增长; 3) 成本红利带动毛利率上行。**零食**: 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比+6.3%/+20.2%, 收入端维持增长, 主要受益于部分上市企业把握住细分品类与渠道红利。利润端, 虽然部分产品价格调整和渠道结构变化造成一定扰动, 但是规模效应、成本红利和部分企业供应链的优化驱动盈利能力上行。**调味品**: 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比+6.6%/+14.2%, 步入修复周期, 业绩环比提速增长, 主要得益于: 1) 前期库存去化, 以及品类需求本身具备韧性; 2) 大豆、包材等原材料成本持续回落; 3) 企业产品内部变革与提质提效。**乳制品**: 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比-6.3%/+13.5%, 虽然需求偏弱导致收入端仍然承压, 但当前受益于原奶价格红利, 叠加头部企业渠道调整后价盘逐渐稳定, 行业毛销差同环比均有提升, 盈利先行修复。
- 基本面跟踪: 10 月多数成本红利持续释放。****包装材料**, 2024 年 10 月 PET/纸箱/玻璃/包膜价格同比-10.2%/-8.6%/-17.4%/-4.4%, 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-10.6%/-2.5%/-6.8%/-16.3%; 生鲜乳价格 3.13 元/公斤, 同比-15.9%。部分原材料价格同比上涨, 棕榈油/猪肉价格同比+33.5%/+19.0%。
- 行情跟踪: 10 月板块阶段性调整。**截至 2024 年 10 月 31 日, 食品饮料行业跌幅 9.4% 在 31 个子行业中排名第 31。非酒板块中, 零食板块上涨 4.2%; 软饮料、乳品、调味发酵品跌幅相对较小, 分别为-1.3%、-3.0%、-4.1%。
- 投资建议:** 我们认为在经历了 9 月底的估值快速反弹修复后, 大盘于 10 月迎来横向调整阶段, 由于外部存在美国大选等不确定因素, 叠加处于三季报披露窗口期, 市场更加关注短期具备业绩确定性的品种, 而饮料、零食与调味品业绩具备韧性, 乳制品边际改善, 因此这 4 个板块 10 月收益在食品饮料内部相对明显。展望 11 月, 我们认为随着特朗普宣布当选美国总统, 市场将更加关注国内政策发力与内需消费复苏节奏, 顺周期相关板块或短期相对受益, 建议关注三个方向: 1) **顺周期+估值修复弹性仍大+旺季催化的板块**, 例如餐饮供应链板块, 重点公司包括安井食品、宝立食品。2) **业绩具备韧性, 中长期产业逻辑清晰的板块**, 例如零食、饮料、调味品板块, 重点公司包括三只松鼠、洽洽食品、东鹏饮料、华润饮料、海天味业、天味食品、中炬高新、恒顺醋业、欢乐家。3) **三季报边际改善+中长期产业周期有望反转+估值修复弹性仍大+旺季催化的板块**, 例如乳制品板块, 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

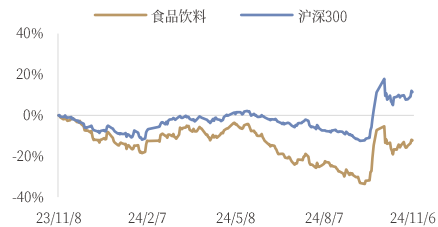
分析师登记编码: S0130522070002

研究助理: 彭潇颖

✉: pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-11-6



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_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

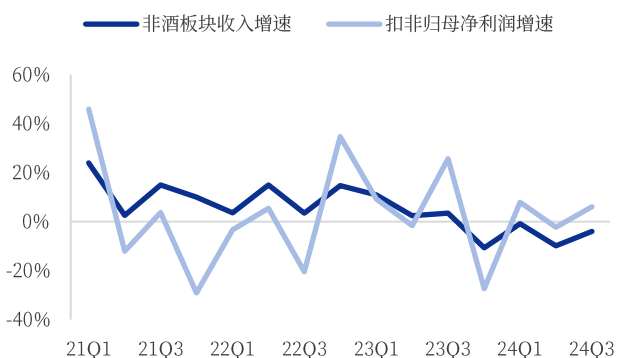
一、 24Q3 业绩总结：需求压力仍存，成本红利延续.....	3
(一) 非酒板块：需求压力仍存，成本红利延续	3
(二) 软饮料：旺季需求具备韧性，成本红利持续释放	4
(三) 零食：收入展现韧性，盈利弹性延续	5
(四) 调味品：需求环比改善+原料价格下降，板块业绩环比提速增长.....	6
(五) 乳制品：终端需求持续承压，原奶成本红利仍存	7
二、 基本面跟踪：10 月多数原料价格下行.....	8
(一) 核心原料价格变动总览	8
(二) 包材：10 月成本红利持续释放.....	8
(三) 原料：10 月多数产品价格同比下行	9
三、 行情跟踪：10 月板块阶段性调整.....	11
(一) 行业收益率表现	11
(二) 行业估值表现	12
四、 投资建议.....	13
五、 风险提示.....	14

一、24Q3 业绩总结：需求压力仍存，成本红利延续

(一) 非酒板块：需求压力仍存，成本红利延续

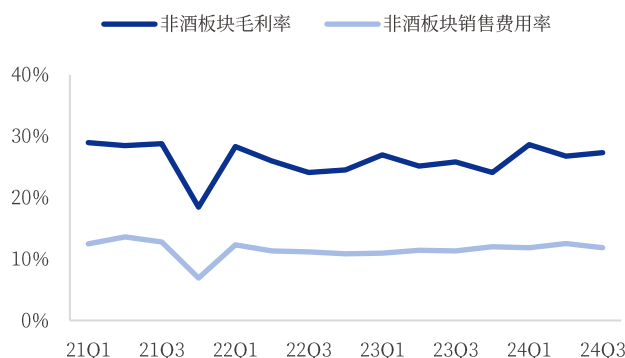
整体来看，24Q3 收入降幅收窄，成本红利延续。24Q3 非酒板块（中信指数口径，下同）收入/扣非归母净利润分别同比-4.0%/+6.1%，收入端，消费复苏节奏背景下，板块收入同比有所下降，但下降幅度环比收窄。利润端，24Q3 同比延续正增，主要得益于：1) 多种原料成本红利持续兑现，行业整体毛利率上行；2) 部分前期深度承压的行业边际改善，促销投放力度减少，如乳制品行业头部企业渠道调整完成等，逐渐走上良性发展轨道。

图1：非酒板块单季度收入、利润增速（ZX 口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

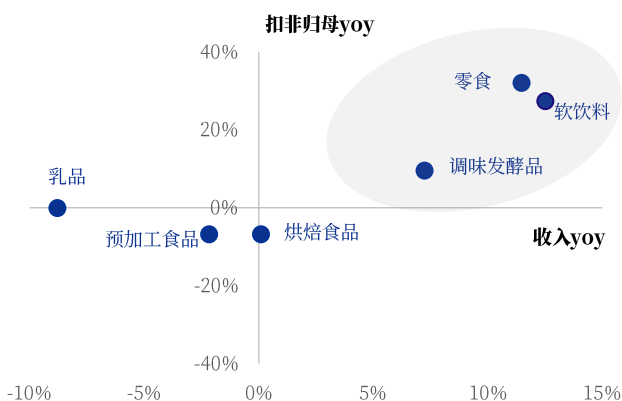
图2：非酒板块毛利率与销售费用率（ZX 口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

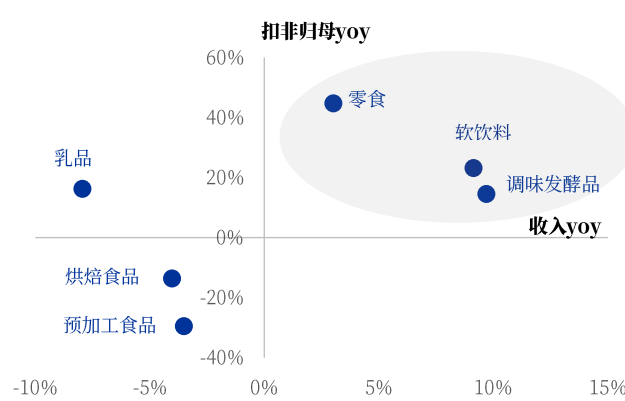
分子板块来看，饮料、调味品与零食的基本面具备韧性。24Q3，收入增速排名前三的子板块分别为调味发酵品>软饮料>零食；扣非归母净利润增速排名前三的子板块分别为零食>软饮料>乳品。2024 年以来调味品、软饮料、零食持续实现收入与扣非归母利润增长，板块具备较强韧性。

图3：2024 前三季度非酒板块各个子行业收入与利润增速（SW 口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：24Q3 非酒板块各个子行业收入与利润增速（SW 口径）

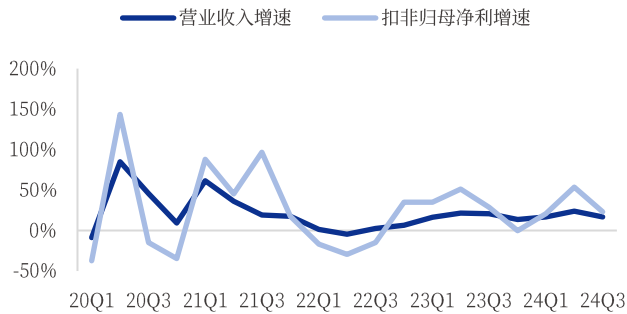


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 软饮料：旺季需求具备韧性，成本红利持续释放

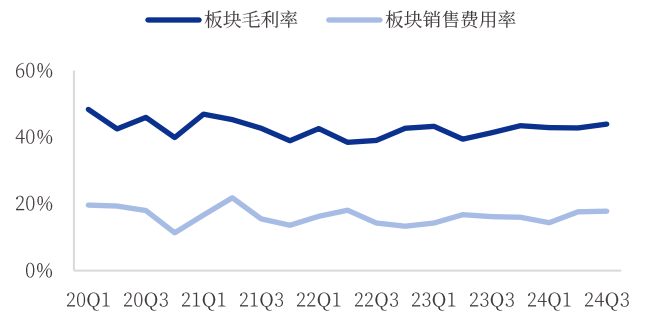
旺季需求具备韧性，成本红利持续释放。软饮料板块 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比 +16.8%/+22.9%，维持较快增长水平，主要得益于：1) 户外、出行等消费场景需求旺盛贡献量增；2) 个别头部企业加速全国化推动板块收入快速增长；3) 成本红利释放，推动毛利率上行。

图5：软饮料板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：软饮料板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

板块内部分化明显：1) 业绩高速增长，例如东鹏饮料，主要得益于大单品加速全国化，以及第二增长曲线补水啦动销旺盛。2) 业绩具备韧性，例如香飘飘、李子园，24Q3 对管控费用投放力度，净利润增速环比改善。3) 业绩承压，例如欢乐家、养元饮品主要归因于销售费用同比明显增加。

图7：24Q3 软饮料重点公司业绩表现

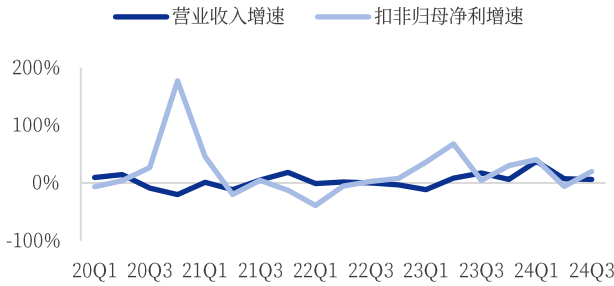
	收入增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
东鹏饮料	24.1%	30.0%	35.2%	40.9%	39.8%	47.9%	47.3%
香飘飘	37.0%	35.2%	20.4%	3.1%	6.8%	-7.5%	-6.1%
李子园	1.1%	-0.9%	2.0%	0.2%	-3.2%	-3.0%	4.5%
欢乐家	43.7%	17.1%	7.8%	15.6%	6.6%	-0.2%	0.2%
承德露露	2.1%	2.4%	6.4%	27.5%	7.5%	15.4%	-3.0%
养元饮品	8.8%	10.2%	10.4%	-9.4%	3.9%	-19.1%	-18.8%
	归母净利润增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
东鹏饮料	44.3%	49.0%	33.2%	39.7%	33.5%	74.6%	78.4%
香飘飘	109.8%	28.3%	-12.3%	-4.2%	331.3%	-9.7%	-0.6%
李子园	45.0%	21.1%	4.7%	-27.3%	-3.8%	-49.3%	13.9%
欢乐家	66.0%	40.9%	32.5%	19.7%	-3.7%	-99.2%	-97.2%
承德露露	1.6%	21.5%	4.6%	7.4%	3.0%	-37.8%	-2.3%
养元饮品	39.9%	5.2%	20.4%	-61.9%	20.0%	-15.7%	-47.3%
	毛利率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
东鹏饮料	43.5%	42.7%	41.5%	44.9%	42.8%	46.1%	45.8%
香飘飘	31.0%	23.6%	38.5%	43.9%	33.6%	25.7%	40.9%
李子园	36.6%	36.8%	35.7%	34.2%	38.2%	38.3%	41.0%
欢乐家	36.9%	37.7%	38.6%	41.1%	38.7%	31.9%	30.3%
承德露露	47.6%	37.3%	37.5%	37.7%	43.7%	36.0%	40.7%
养元饮品	46.9%	39.9%	45.6%	46.9%	47.2%	46.3%	45.5%
	销售费用率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
东鹏饮料	15.7%	15.9%	17.5%	20.4%	17.1%	14.3%	17.9%
香飘飘	26.8%	37.3%	25.9%	17.4%	24.0%	35.6%	26.1%
李子园	11.7%	7.8%	13.3%	14.9%	10.8%	18.6%	16.1%
欢乐家	9.1%	13.9%	14.9%	12.5%	12.9%	21.0%	18.3%
承德露露	18.0%	8.6%	5.6%	8.5%	16.0%	18.9%	10.0%
养元饮品	8.5%	16.7%	13.0%	13.5%	7.3%	23.9%	16.3%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 零食：收入展现韧性，盈利弹性延续

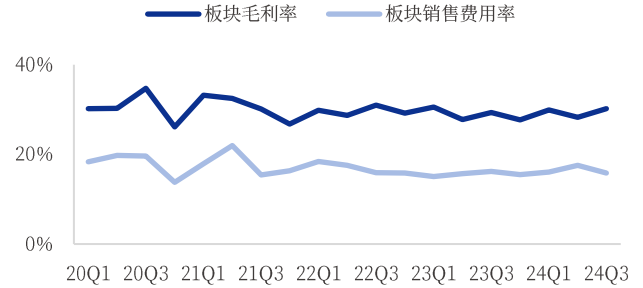
收入相对展现较强韧性，规模效应与成本红利提振盈利能力。零食板块 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比+6.3%/+20.2%，收入端维持增长，主要受益于部分上市企业把握住细分品类与渠道红利。利润端，虽然部分产品价格调整和渠道结构变化造成一定扰动，但是收入端的规模效应、原料成本的持续回落和企业供应链的优化驱动盈利能力上行。

图8：零食板块单季度收入、利润增速（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图9：零食板块毛利率与销售费用率（重点公司口径）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

业绩增速有所分化，把握品类与渠道机遇的企业表现更优。盐津铺子、三只松鼠持续发力多品类和全渠道，收入维持较快增长；甘源食品、洽洽食品、有友食品主动调整并合作渠道、推新产品，业绩增速环比明显改善；劲仔食品线上处于探索阶段，增速略有放缓；其他部分零食企业受消费能力影响仍然承压。

图10：24Q3 零食重点公司业绩表现（部分）

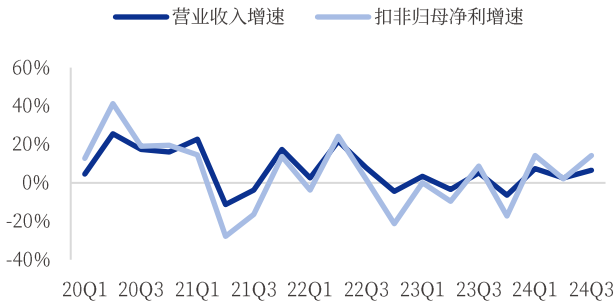
	收入增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	-6.7%	8.3%	5.1%	-6.9%	36.4%	-20.2%	3.7%
劲仔食品	68.4%	35.2%	45.9%	26.5%	23.6%	20.9%	12.9%
盐津铺子	55.4%	57.6%	46.2%	20.2%	37.0%	23.4%	26.2%
甘源食品	22.2%	48.1%	37.3%	10.9%	49.8%	4.9%	15.6%
三只松鼠	-38.5%	-3.1%	38.6%	29.2%	91.8%	43.9%	24.0%
有友食品	-12.5%	11.2%	11.5%	-27.6%	18.0%	3.0%	28.0%
	归母净利润增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	-14.4%	-37.5%	-13.5%	-15.1%	35.1%	7.6%	21.4%
劲仔食品	95.7%	20.2%	48.4%	122.6%	87.7%	58.7%	42.6%
盐津铺子	81.7%	98.9%	67.3%	32.6%	43.1%	19.1%	15.6%
甘源食品	145.0%	246.5%	95.3%	67.0%	65.3%	16.9%	17.1%
三只松鼠	18.7%	52.0%	40.9%	39.7%	60.8%	51.2%	221.9%
有友食品	121.4%	-16.8%	-40.2%	-79.7%	-8.8%	-0.1%	75.2%
	毛利率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	28.5%	20.6%	26.8%	29.3%	30.4%	25.0%	33.1%
劲仔食品	26.0%	26.5%	26.8%	32.6%	30.0%	30.8%	30.1%
盐津铺子	34.6%	36.0%	32.9%	31.1%	32.1%	33.0%	30.6%
甘源食品	36.3%	34.9%	37.5%	36.0%	35.4%	34.4%	36.8%
三只松鼠	28.3%	18.7%	24.4%	20.8%	27.4%	21.9%	24.5%
有友食品	33.8%	31.7%	27.0%	24.8%	31.4%	30.2%	28.9%
	销售费用率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
洽洽食品	10.7%	8.5%	8.4%	9.0%	12.3%	10.0%	7.9%
劲仔食品	11.9%	10.5%	11.9%	9.0%	13.1%	12.1%	12.2%
盐津铺子	13.8%	11.5%	11.8%	13.2%	13.0%	13.5%	12.1%
甘源食品	13.7%	11.8%	9.9%	11.1%	13.1%	13.5%	11.4%
三只松鼠	15.2%	21.2%	19.3%	16.3%	16.3%	21.1%	19.1%
有友食品	9.4%	10.9%	13.8%	14.8%	11.8%	12.1%	9.3%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(四) 调味品：需求环比改善+原料价格下降，板块业绩环比提速增长

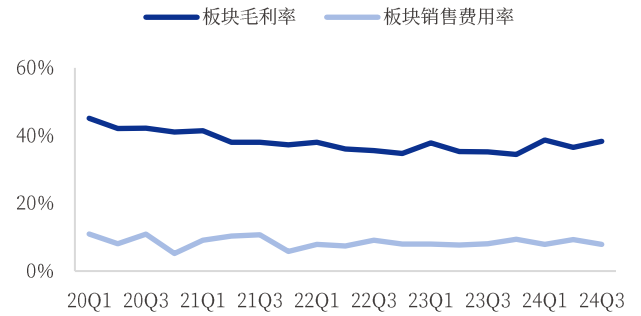
需求环比改善+原料价格下降，板块业绩环比提速增长。调味品板块 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比+6.6%/+14.2%，步入修复周期，主要得益于：1) 前期库存去化，以及品类需求本身具备韧性；2) 大豆、包材等原材料成本持续回落；3) 企业产品内部变革与提质提效。

图11: 调味品板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 调味品板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

板块内部业绩分化，龙头海天引领修复趋势。海天业绩连续 3 个季度实现双位数正增长，主要得益于库存去化逐步完成叠加内部变革成效兑现；中炬高新、天味食品、涪陵榨菜、恒顺醋业亦积极调整渠道与产品，实现环比改善；千禾味业因基数压力收入与利润均有所下滑。

图13: 24Q3 调味品重点公司业绩表现

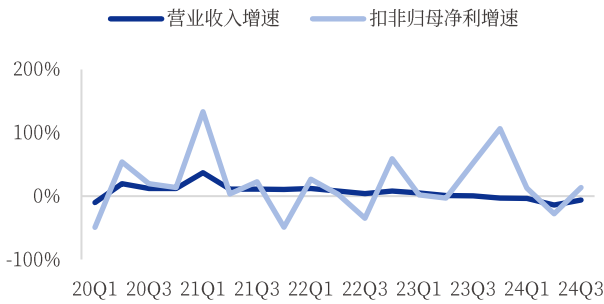
	收入增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海天味业	-3.2%	-5.3%	2.2%	-9.3%	10.2%	8.0%	9.8%
中炬高新	1.5%	-1.4%	-0.4%	-14.4%	8.6%	-12.0%	2.2%
涪陵榨菜	10.4%	-21.3%	-1.5%	-0.8%	-1.5%	-3.4%	6.8%
千禾味业	69.8%	33.8%	48.4%	-0.8%	9.3%	-2.5%	-12.6%
恒顺醋业	7.1%	-13.9%	0.0%	2.4%	-24.9%	3.4%	5.6%
天味食品	21.8%	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%	10.9%
	归母净利润增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海天味业	-6.2%	-11.7%	-3.2%	-15.2%	11.9%	11.1%	10.5%
中炬高新	-5.5%	-1129.4%	61.3%	393.7%	59.7%	107.0%	32.9%
涪陵榨菜	22.0%	-30.8%	4.8%	-17.3%	3.9%	-15.6%	17.9%
千禾味业	162.9%	75.1%	90.4%	-8.5%	6.7%	-14.2%	-22.6%
恒顺醋业	-5.7%	0.0%	-44.6%	-212.0%	-24.2%	-24.1%	80.0%
天味食品	27.7%	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%	64.8%
	毛利率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海天味业	36.9%	34.7%	34.5%	32.3%	37.3%	36.3%	36.6%
中炬高新	31.4%	32.5%	33.9%	33.1%	37.0%	36.2%	38.8%
涪陵榨菜	56.3%	48.8%	45.7%	50.6%	52.1%	49.2%	56.2%
千禾味业	39.0%	37.4%	36.9%	35.4%	36.0%	35.2%	37.5%
恒顺醋业	35.1%	36.5%	26.1%	33.6%	41.4%	32.5%	35.6%
天味食品	40.6%	31.1%	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%	38.8%
	销售费用率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海天味业	5.2%	5.6%	5.6%	4.9%	5.5%	6.6%	5.6%
中炬高新	8.6%	8.4%	8.1%	10.7%	7.7%	14.8%	6.3%
涪陵榨菜	17.8%	9.4%	11.7%	13.2%	12.2%	12.1%	17.2%
千禾味业	11.7%	13.5%	11.9%	11.9%	11.8%	16.0%	14.9%
恒顺醋业	12.4%	16.2%	12.8%	35.8%	17.0%	16.3%	18.8%
天味食品	14.8%	11.4%	15.6%	18.5%	17.0%	10.7%	7.8%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 乳制品：终端需求持续承压，原奶成本红利仍存

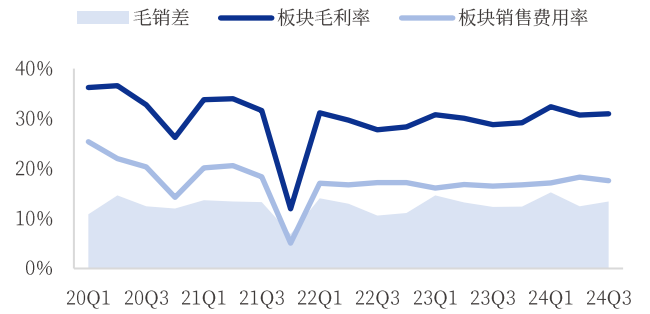
需求持续承压, 盈利先行修复。乳制品板块 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比-6.3%/+13.5%，虽然需求偏弱导致收入端仍然承压，但当前受益于原奶价格红利，叠加头部企业库存去化后价盘逐渐稳定，行业毛销差同环比均有提升，带动净利率改善。

图14: 乳制品板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 乳制品板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

剔除其他因素扰动, 乳企利润同比高增。收入端, 伊利 24Q2 主动控货去库后减轻压力, 婴配粉业务受益马太效应持续增长; 新乳业、天润乳业受益低温品类消费黏性和自身优质新品, 业绩相对稳健; 其他企业持续承压。利润端, 排除光明乳业子公司资产减值损失计提与首农畜牧出表对三元股份的影响, 多数企业利润同比实现高增, 主要得益于原奶价格下行带来的成本红利。

图16: 24Q3 乳制品企业的业绩表现 (部分)

	收入增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
伊利股份	7.7%	1.1%	2.7%	-1.8%	-2.6%	-16.5%	-6.7%
光明乳业	-2.4%	-1.3%	-6.4%	-14.8%	-9.2%	-10.9%	-12.7%
燕塘乳业	10.9%	4.3%	1.6%	0.7%	-11.6%	-11.4%	-13.1%
天润乳业	16.3%	9.8%	12.2%	13.0%	1.5%	5.9%	2.7%
三元股份	0.5%	-0.9%	-7.1%	2.6%	-5.2%	-13.1%	-18.5%
新乳业	8.8%	12.7%	7.3%	10.6%	3.7%	-0.9%	-3.8%
	归母净利润增速						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
伊利股份	2.7%	2.9%	59.4%	-23.5%	63.8%	-40.2%	8.5%
光明乳业	13.1%	30.1%	-117.4%	7423.2%	-8.1%	-28.2%	-973.3%
燕塘乳业	41.8%	85.3%	70.4%	143.1%	-42.9%	-42.7%	-44.3%
天润乳业	55.6%	-2.5%	-63.7%	-101.1%	-91.7%	-145.8%	200.5%
三元股份	0.4%	237.2%	8.9%	117.2%	73.3%	-68.4%	-250.7%
新乳业	40.6%	20.5%	19.1%	-2.1%	46.9%	17.7%	22.9%
	毛利率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
伊利股份	33.8%	32.5%	32.4%	31.5%	35.8%	33.6%	34.9%
光明乳业	20.0%	20.3%	15.5%	23.2%	19.6%	20.0%	18.1%
燕塘乳业	25.4%	28.8%	27.6%	21.8%	24.3%	27.3%	25.4%
天润乳业	20.1%	21.0%	17.6%	17.6%	16.4%	18.0%	19.9%
三元股份	24.1%	24.4%	21.7%	21.5%	23.8%	26.6%	20.7%
新乳业	27.1%	28.8%	26.4%	25.2%	29.4%	29.1%	28.8%
	销售费用率						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
伊利股份	17.1%	18.0%	17.9%	18.7%	18.4%	20.6%	19.0%
光明乳业	11.8%	12.5%	13.0%	10.6%	11.5%	11.9%	14.5%
燕塘乳业	10.3%	9.3%	10.6%	10.9%	12.6%	10.4%	12.0%
天润乳业	5.6%	5.2%	5.7%	5.2%	5.7%	6.2%	6.4%
三元股份	18.4%	16.6%	15.9%	12.7%	17.0%	17.5%	18.7%
新乳业	15.5%	15.8%	14.0%	15.9%	17.1%	15.2%	15.3%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、基本面跟踪：10月多数原料价格下行

(一) 核心原料价格变动总览

2024年10月，多数子行业核心原料成本下行，盈利弹性持续释放，但同比回落幅度有所收窄。

表1：2024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 (-10.2%)	纸箱 (-8.6%)	白糖 (-10.6%)	-
零食	棕榈油 (+33.5%)	包膜 (-4.4%)	面粉 (-2.5%)	鹌鹑蛋 (-6.8%)
调味品	大豆 (-16.3%)	白糖 (-10.6%)	PET (-10.2%)	玻璃 (-17.4%)
乳制品	原奶 (-15.9%)	-	-	-

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 包材：10月成本红利持续释放

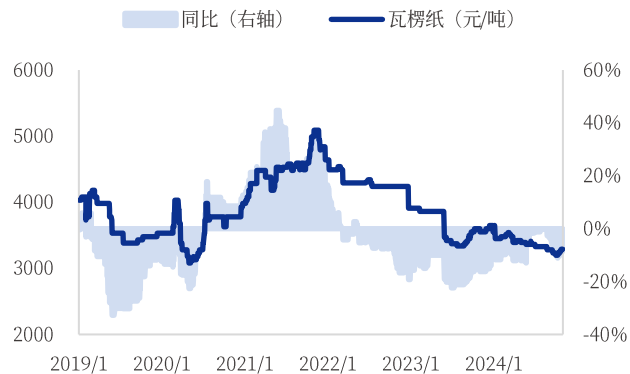
2024年10月包装材料价格均有不同程度下降，截至10月31日，PET瓶片价格同比-10.2%；纸箱价格同比-8.6%；玻璃价格同比-17.4%；包膜价格同比-4.4%。

图17：2024年10月PET瓶片价格同比下行



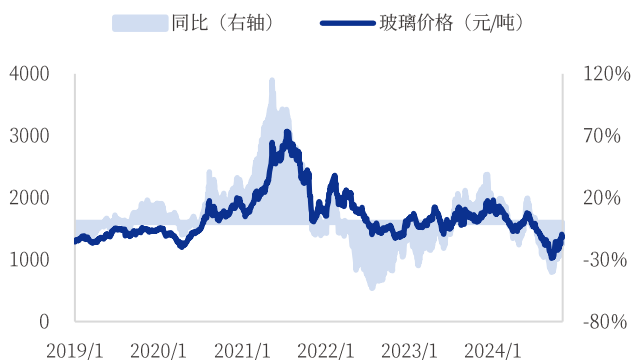
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图18：2024年10月瓦楞纸价格同比下行



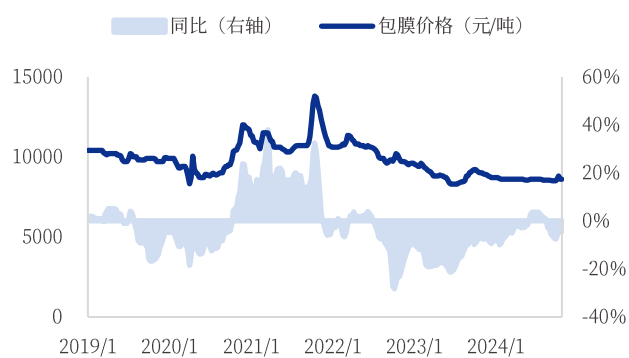
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图19: 2024年10月玻璃价格同比下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 2024年10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: 10月多数产品价格同比下行

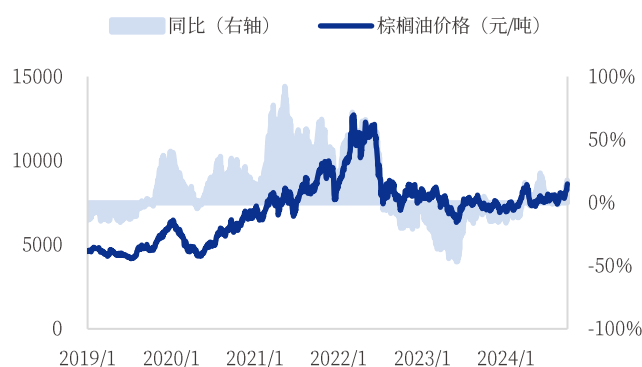
截至2024年10月31日,白糖价格同比-10.6%,大豆价格同比-16.3%,面粉价格同比-2.5%, 鹌鹑蛋价格同比-6.8%。部分原材料价格同比上涨,棕榈油价格同比+33.5%,猪肉价格同比+19.0%。

图21: 2024年10月白糖价格同比下降



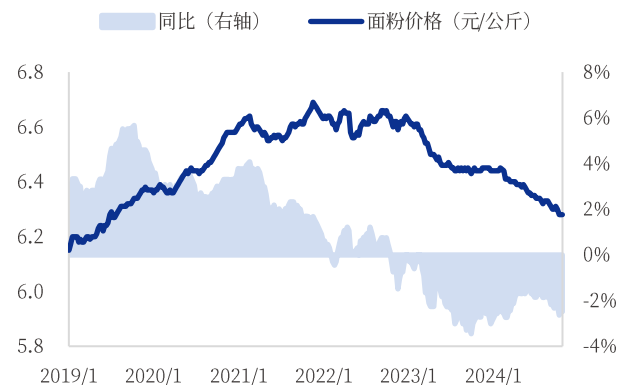
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 2024年10月棕榈油价格持续回升



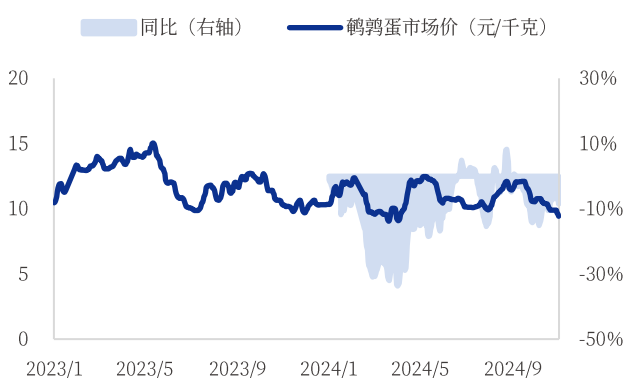
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 2024年10月面粉价格同比下降



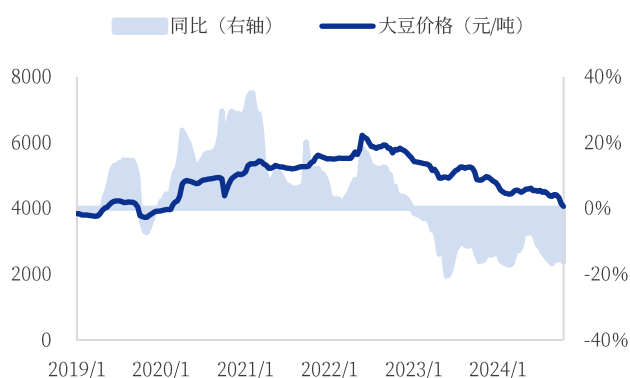
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 2024年10月鹌鹑蛋价格同比下降



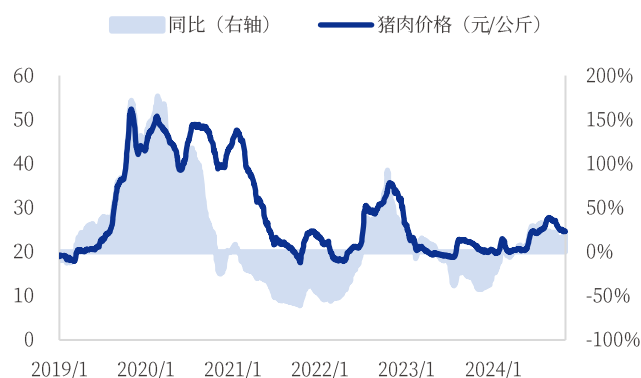
资料来源: 中国鹌鹑网, 中国银河证券研究院

图25: 2024年10月大豆价格同比下降



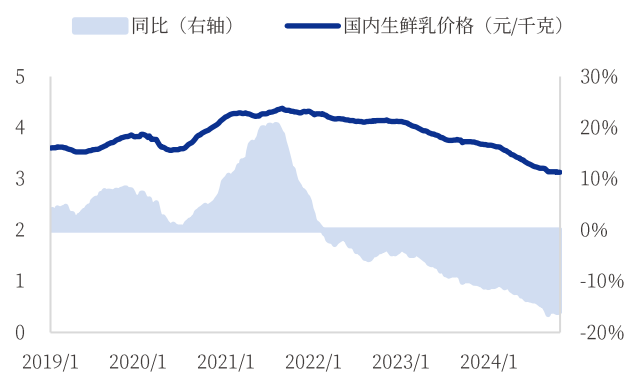
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 2024年10月猪肉价格同比上涨



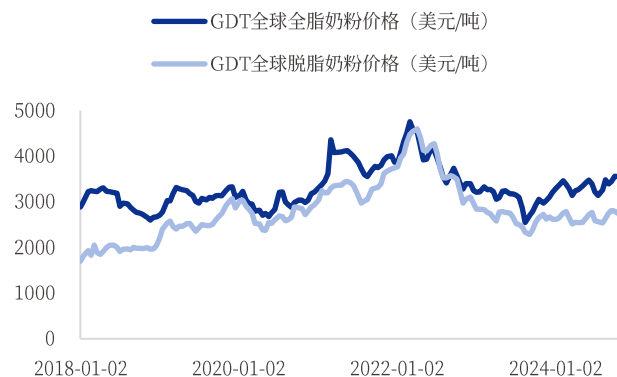
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2022年以来原奶价格持续处于下行通道



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2024年10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：10月板块阶段性调整

(一) 行业收益率表现

2024年10月1日至10月31日周期，食品饮料行业跌幅9.4%，相对于Wind全A指数的超额收益为-11.7%，在31个子行业中排名第31。非酒板块中，零食板块上涨4.2%；软饮料、乳品、调味发酵品跌幅相对较小，分别为-1.3%、-3.0%、-4.1%。

图29：2024年10月食品饮料在全行业涨幅位居第31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	电子	14.6%	12.4%	1	非银金融	32.6%	21.9%
2	计算机	14.5%	12.2%	2	通信	25.8%	15.1%
3	综合	10.7%	8.4%	3	家用电器	25.0%	14.3%
4	国防军工	10.2%	7.9%	4	银行	24.7%	14.0%
5	环保	8.8%	6.5%	5	电子	19.0%	8.2%
6	建筑装饰	6.5%	4.2%	6	汽车	13.6%	2.9%
7	通信	6.3%	4.0%	7	国防军工	12.9%	2.2%
8	传媒	5.2%	2.9%	8	交通运输	10.5%	-0.2%
9	建筑材料	4.7%	2.4%	9	公用事业	10.3%	-0.4%
10	机械设备	4.5%	2.3%	10	有色金属	9.7%	-1.0%
11	电力设备	4.3%	2.1%	11	房地产	9.1%	-1.6%
12	商贸零售	4.0%	1.7%	12	电力设备	8.3%	-2.4%
13	社会服务	3.6%	1.3%	13	计算机	7.6%	-3.1%
14	房地产	3.1%	0.8%	14	建筑装饰	7.3%	-3.5%
15	非银金融	2.4%	0.1%	15	环保	6.4%	-4.4%
16	轻工制造	1.8%	-0.4%	16	煤炭	4.2%	-6.5%
17	汽车	1.5%	-0.8%	17	机械设备	3.5%	-7.2%
18	钢铁	-0.5%	-2.8%	18	石油石化	2.3%	-8.5%
19	基础化工	-1.0%	-3.3%	19	传媒	1.8%	-8.9%
20	家用电器	-1.4%	-3.6%	20	钢铁	1.7%	-9.0%
21	纺织服饰	-1.4%	-3.6%	21	建筑材料	1.4%	-9.3%
22	农林牧渔	-2.3%	-4.6%	22	商贸零售	0.0%	-10.7%
23	银行	-2.5%	-4.8%	23	社会服务	-1.3%	-12.0%
24	有色金属	-3.6%	-5.9%	24	基础化工	-2.7%	-13.4%
25	交通运输	-3.9%	-6.2%	25	美容护理	-3.1%	-13.9%
26	公用事业	-4.2%	-6.4%	26	综合	-3.2%	-13.9%
27	医药生物	-4.3%	-6.6%	27	轻工制造	-6.8%	-17.6%
28	美容护理	-4.4%	-6.7%	28	农林牧渔	-7.6%	-18.3%
29	石油石化	-7.1%	-9.4%	29	食品饮料	-9.1%	-19.8%
30	煤炭	-8.0%	-10.3%	30	纺织服饰	-9.8%	-20.5%
31	食品饮料	-9.4%	-11.7%	31	医药生物	-11.2%	-21.9%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2024年10月食品饮料非酒子行业涨跌幅表现

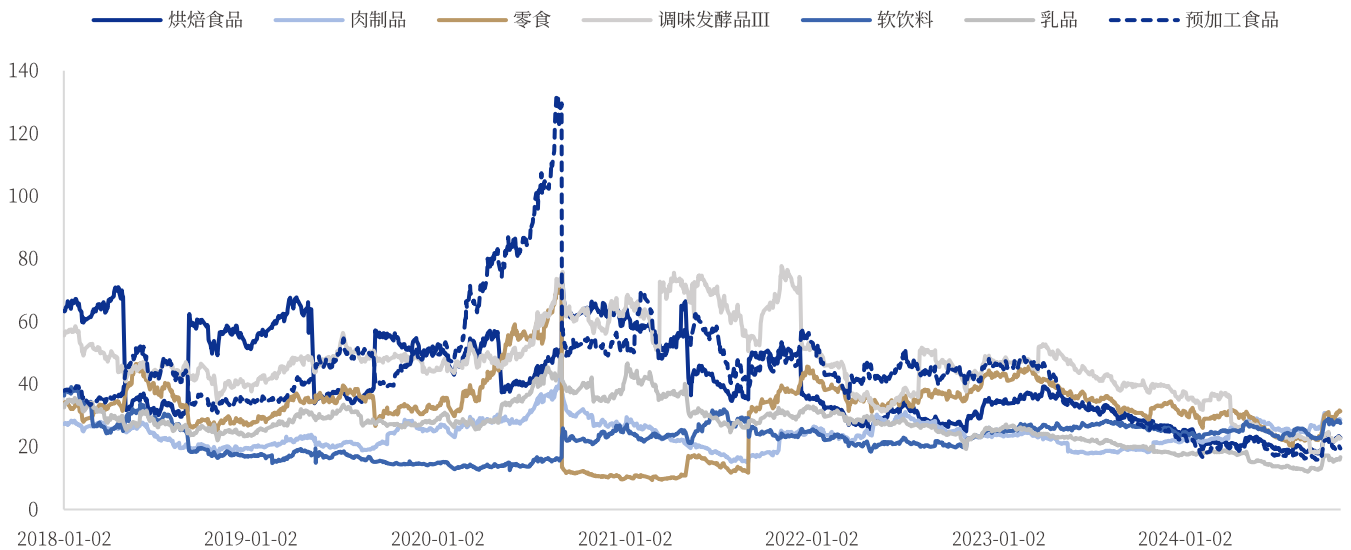
当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	行业	涨跌幅	超额收益
1	零食	4.2%	2.0%	1	软饮料	16.9%	6.2%
2	软饮料	-1.3%	-3.6%	2	乳品	1.7%	-9.0%
3	乳品	-3.0%	-5.3%	3	零食	1.6%	-9.1%
4	调味发酵品III	-4.1%	-6.3%	4	调味发酵品III	0.6%	-10.2%
5	烘焙食品	-4.2%	-6.5%	5	肉制品	-12.1%	-22.9%
6	肉制品	-7.1%	-9.4%	6	保健品	-14.1%	-24.8%
7	保健品	-8.6%	-10.9%	7	烘焙食品	-19.8%	-30.5%
8	预加工食品	-10.8%	-13.0%	8	预加工食品	-22.2%	-32.9%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 行业估值表现

从行业估值来看, 截至2024年10月31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 23.0/28.6/31.4/22.8/27.5/16.7/19.5X。

图31: 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

我们认为在经历了 9 月底的估值快速反弹修复后，大盘于 10 月迎来横向调整阶段，由于外部存在美国大选等不确定因素，叠加处于三季报披露窗口期，市场更加关注短期具备业绩确定性的品种，而饮料、零食与调味品业绩具备韧性，乳制品边际改善，因此这 4 个板块 10 月收益在食品饮料内部相对明显。展望 11 月，我们认为随着特朗普宣布当选美国总统，市场将更加关注国内政策发力与内需消费复苏节奏，顺周期相关板块或短期相对受益，建议关注三个方向：

1) 顺周期+估值修复弹性仍大+旺季催化的板块，例如餐饮供应链板块，重点公司包括安井食品、宝立食品。

2) 业绩具备韧性，中长期产业逻辑清晰的板块，例如零食、饮料、调味品板块，重点公司包括三只松鼠、洽洽食品、东鹏饮料、华润饮料、海天味业、天味食品、中炬高新、恒顺醋业、欢乐家。

3) 三季报边际改善+中长期产业周期有望反转+估值修复弹性仍大+旺季催化的板块，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: 非酒板块单季度收入、利润增速 (ZX 口径)	3
图 2: 非酒板块毛利率与销售费用率 (ZX 口径)	3
图 3: 2024 前三季度非酒板块各个子行业收入与利润增速 (SW 口径)	3
图 4: 24Q3 非酒板块各个子行业收入与利润增速 (SW 口径)	3
图 5: 软饮料板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	4
图 6: 软饮料板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	4
图 7: 24Q3 软饮料重点公司业绩表现	4
图 8: 零食板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	5
图 9: 零食板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	5
图 10: 24Q3 零食重点公司业绩表现 (部分)	5
图 11: 调味品板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	6
图 12: 调味品板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	6
图 13: 24Q3 调味品重点公司业绩表现	6
图 14: 乳制品板块单季度收入、利润增速 (重点公司口径)	7
图 15: 乳制品板块毛利率与销售费用率 (重点公司口径)	7
图 16: 24Q3 乳制品企业的业绩表现 (部分)	7
图 17: 2024 年 10 月 PET 瓶片价格同比下行	8
图 18: 2024 年 10 月瓦楞纸价格同比下行	8
图 19: 2024 年 10 月玻璃价格同比下行	9
图 20: 2024 年 10 月包膜价格同比下行	9
图 21: 2024 年 10 月白糖价格同比下降	9
图 22: 2024 年 10 月棕榈油价格持续回升	9
图 23: 2024 年 10 月面粉价格同比下降	9
图 24: 2024 年 10 月鹌鹑蛋价格同比下降	9
图 25: 2024 年 10 月大豆价格同比下降	10
图 26: 2024 年 10 月猪肉价格同比上涨	10
图 27: 2022 年以来原奶价格持续处于下行通道	10
图 28: 2024 年 10 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比上涨	10
图 29: 2024 年 10 月食品饮料在全行业涨幅位居第 31 名	11
图 30: 2024 年 10 月食品饮料非酒子行业涨跌幅表现	12
图 31: 食饮子行业市盈率变动情况	12

表 1: 2024 年行业核心原材料价格变动..... 8

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