

## 行业深度报告

## 复盘系列之美国 70 年代滞胀期食品饮料行业表现

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之我国食品三次涨价潮启示录 20211103

## 证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

## 研究助理

陈昕晖 一般证券从业资格编号  
S1060121090034  
CHENXINHUI167@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 1970 年代滞胀阴霾笼罩美国。**美国在 1969-1981 年期间共经历 3 轮严重滞胀，前期激进扩张的财政和货币政策、物价管制加剧供给冲击，叠加粮食、石油危机，造成了十年间高失业率、高通胀长期并存。最终在 1979 年沃尔克的严厉紧缩政策，总统里根的供给侧改革下，美国逐步摆脱滞胀。
- 通胀回落初期美国食品饮料超额收益显著。**食品饮料作为下游行业在滞胀期需求及盈利能力承压，但受益于 1970 年代消费升级趋势，以及刚需和提价特性，滞胀期较大盘超额收益率 10%，大幅跑赢其他下游板块。分年度看，1) CPI 同比上行期，受市场风格切换、需求疲软等因素影响，工业品主导的 CPI 上行压制食品饮料表现；2) CPI 同比下行期，由于政策预期转向、消费股盈利改善，通胀同比见顶回落初期食品饮料超额收益明显，1971/1975/1981 年食品饮料板块分别取得 6%/16%/21%超额收益率。
- 极端情形下食品饮料股抗通胀能力有限。**滞胀期后半程（1976-1980 年）食品饮料行业显著跑输市场，主要由于：1) 受行业供需、竞争格局等因素制约，消费品公司未必能完全转嫁成本上行造成的盈利压力；2) 累计税率下，通胀挤压消费者实际购买力。
- 滞胀期食品饮料板块估值承压，定价权引领消费品企业穿越周期。**1973-1980 年美国食品饮料各子行业估值中枢均经历长达 7 年下杀，一方面由于滞胀期利率中枢上行、市场对食品饮料行业盈利预期悲观，另一方面也与 1970-1972 年“漂亮 50”行情中消费股积累的估值泡沫有关。但竞争格局较好，拥有定价权的消费品企业能够通过提价保持业绩的高速增长，消化估值。1970s 美国烟草行业凭借绝对定价权实现业绩高增，显著跑赢市场，拥有相对定价权的糖果&软饮料、食品行业也得以通过提价转嫁部分成本压力，取得一定超额收益，而竞争格局较差的啤酒行业则大幅跑输市场。
- 投资建议：**由于新冠疫情对需求端的长尾效应体现，以及“双碳”目标约束下主要能源产量下降推升 PPI 大幅上行，2021 年以来我国滞胀预期持续升温，展望未来，我们看好 1) **拥有绝对定价权的高端白酒：**与烟草行业类似，白酒特别是高端白酒也具备成瘾性、壁垒高、提价能力强等特点，滞胀期业绩有望持续增长；2) **相对定价权凸显的啤酒、调味品：**近期随着上游原材料成本压力向下游传导，食品企业已经开启提价周期，安琪酵母、海天味业、李锦记、恒顺醋业、涪陵榨菜等公司均已发布提价公告，同时随着 2022 年供给压力缓解通胀回落，食品板块盈利弹性预计持续释

放，市场风格也有望向下游消费切换，**重点推荐贵州茅台、海天味业、绝味食品，建议关注重庆啤酒、泸州老窖、涪陵榨菜、洽洽食品。**

- **风险提示：**1) 通胀持续时长及水平超预期。食品饮料行业抗通胀能力存在限度，若通胀持续上行，行业盈利压力较大。2) 提价传导不畅。提价需要一定时间传导至终端，存在价格传导不畅风险。3) 原料成本超预期上行。若原材料价格超预期上升，食品饮料企业提价不能有效消化成本压力，行业盈利能力将持续承压。4) 行业竞争加剧。食品饮料行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。5) 食品安全风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2021-11-16	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
贵州茅台	600519.SH	1808.00	37.17	41.18	48.45	55.79	48.64	43.90	37.32	32.41	推荐
泸州老窖	000568.SZ	221.80	4.10	5.26	6.62	8.14	54.09	42.20	33.50	27.25	-
海天味业	603288.SH	121.46	1.98	1.63	1.91	2.27	61.47	74.52	63.59	53.51	推荐
绝味食品	603517.SH	68.28	1.15	1.59	2.05	2.58	59.25	42.94	33.31	26.47	推荐
重庆啤酒	600132.SH	163.10	2.23	2.26	2.99	3.64	73.30	72.02	54.50	44.85	-
涪陵榨菜	002507.SZ	33.93	0.98	0.76	1.06	1.25	34.46	44.46	32.06	27.17	-
洽洽食品	002557.SZ	54.74	1.59	1.79	2.13	2.49	34.47	30.57	25.69	22.01	-

资料来源：Wind、平安证券研究所（注：贵州茅台、海天味业、绝味食品 2021-2023 年 EPS 为平安证券研究所预测，泸州老窖、重庆啤酒、涪陵榨菜、洽洽食品 2021-2023 年 EPS 为 Wind 一致预期）

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>1970 年代滞胀阴霾笼罩美国</b>	<b>6</b>
1.1	第一轮滞胀 ( 1969.3-1970.12 ): 前期激进的财政和货币政策埋下滞胀隐患	6
1.2	第二轮滞胀 ( 1974.3-1975.9 ): 工资物价管制加剧供给短缺, 粮食和石油危机助推通胀	7
1.3	第三轮滞胀 ( 1979.6-1981.3 ): 第二次石油危机为导火索, 里根改革引领美国走出滞胀阴霾	7
<b>二、</b>	<b>1970s 食品饮料行业复盘: CPI 回落初期超额收益显著, 极端情形下抗通胀能力有限</b>	<b>8</b>
2.1	滞胀时代下游行业需求及盈利能力承压	8
2.2	整体看, 刚需、提价、消费升级共同支撑美国食品饮料行业滞胀期超额收益	9
2.3	分年度看, 工业品主导的 CPI 上行压制食品饮料表现, CPI 同比见顶回落初期食品饮料超额收益明显	12
2.4	极端情形下食品饮料股抗通胀能力有限	14
<b>三、</b>	<b>分子行业看, 定价权是消费品穿越滞胀期的核心要素</b>	<b>15</b>
3.1	烟草: 绝对定价权带来滞胀期极高超额收益	15
3.2	农业: 滞胀期农产品价格高景气, 农业板块大幅跑赢市场	18
3.3	糖果&软饮料: 滞胀期龙头凭借相对定价权较好地转嫁成本压力	20
3.4	食品: 定价权较弱, 但原材料价格见顶回落期间超额收益明显	23
3.5	酒类: 整合期竞争激烈, 成本上行进一步挤压利润空间	26
<b>四、</b>	<b>复盘启示与投资建议</b>	<b>29</b>
4.1	美国 1970s 食品饮料复盘之鉴	29
4.2	投资建议	29
<b>五、</b>	<b>风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

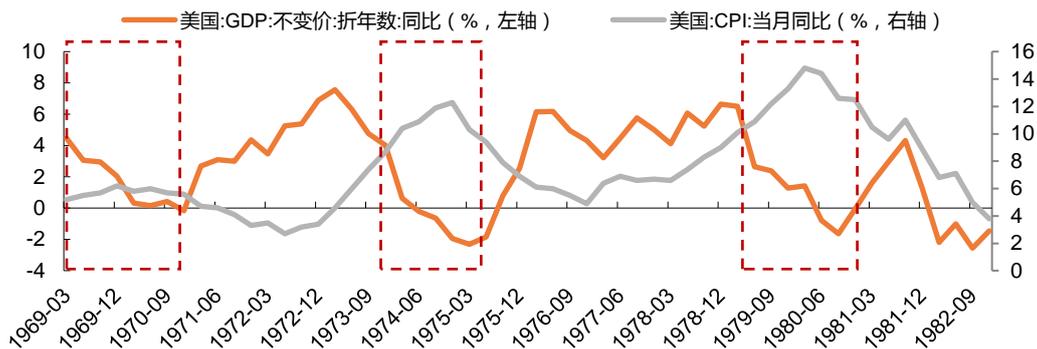
图表 1 1970 年代美国共经历 3 轮滞胀期 .....	6
图表 2 1961 年起美国财政赤字持续扩大 .....	6
图表 3 1969 年之前美联储连续多年保持宽松的货币政策 .....	7
图表 4 PPI 为推升 1973-1974 年通胀的重要因素 .....	7
图表 5 1979 年沃尔克通过加息、控制货币供应量等措施抑制通胀 .....	8
图表 6 1970 年代美国经济增速放缓 .....	8
图表 7 1970 年代美国通胀处于高位 .....	9
图表 8 1970s 能源、贵金属价格大幅上涨 .....	9
图表 9 1970s 各类非能源原材料价格大幅上涨 .....	9
图表 10 1969-1981 年美股食品饮料行业超额收益居前 .....	10
图表 11 1970s 美国食品饮料行业利润率稳定 .....	10
图表 12 1970s 美国食品饮料行业 ROE 稳定 .....	10
图表 13 1970-1981 年食品饮料利润率标准差处于全市场低位 .....	11
图表 14 1970-1981 年食品 ROE 标准差处于全市场低位 .....	11
图表 15 人均 GDP 持续增长，1970 年代美国延续消费升级趋势 .....	11
图表 16 可口可乐 1969-1981 年收入 CAGR 13% .....	11
图表 17 可口可乐 1969-1981 年利润 CAGR 12% .....	11
图表 18 1969-1981 年美股食品饮料及其子行业收益率 .....	12
图表 19 分食品饮料子行业看，1969-1981 年烟草、农业超额收益领先 .....	12
图表 20 美国 1970 年代食品饮料及子行业年度超额收益率 .....	13
图表 21 1969-1981 年 3 轮 CPI 同比上行期主推力不同 .....	13
图表 22 CPI 同比见顶回落为货币宽松的起点，食品饮料估值相应扩张 .....	14
图表 23 上游成本及通胀压力造成 1976 年起食品饮料显著跑输大盘 .....	15
图表 24 1969-1981 年美国烟草行业超额收益率高达 140% .....	16
图表 25 1970-1981 年烟草龙头奥驰亚经历长达 7 年估值消化期 .....	16
图表 26 滞胀期烟草行业保持较高 ROE，且持续上行 .....	17
图表 27 美国烟草龙头 ROE 长期维持 20% 以上 .....	17
图表 28 1970s 奥驰亚收入增速中枢提升 .....	17
图表 29 1970s 奥驰亚利润增速中枢提升 .....	17
图表 30 1972-1977 年烟草行业盈利能力持续下滑 .....	18
图表 31 1972 年起烟草行业估值中枢下台阶 .....	18
图表 32 1969-1981 年美国农业超额收益率 48% .....	18
图表 33 农业公司阿彻丹尼尔米德兰利润呈现周期性波动 .....	19

图表 34 1972-1981 年美国农产品价格处于高位.....	19
图表 35 1972-1981 年美国大豆、玉米、小麦价格处于高位.....	19
图表 36 1970s 美国农业盈利处高位，1974/1979 年为阶段高峰.....	20
图表 37 1970s 美国农业 ROE 提升，1974/1979 年为阶段高点.....	20
图表 38 1970s 美国农业板块估值水平.....	20
图表 39 1969-1981 年美国糖果&软饮料行业超额收益率达.....	21
图表 40 1970-1981 年好时/可口可乐分别经历 10 年/7 年估值消.....	21
图表 41 1970s 糖果&软饮料行业 ROE 中枢稳定.....	22
图表 42 1970s 糖果&软饮料行业估值水平.....	22
图表 43 1970s 好时保持较快收入增速.....	22
图表 44 1970s 好时保持较快利润增速.....	22
图表 45 1970s 可口可乐保持较快收入增速.....	22
图表 46 1970s 可口可乐保持较快利润增速.....	22
图表 47 1970s 三次原料成本超预期上行压制糖果&软饮料表现.....	23
图表 48 1969-1981 年美国食品行业超额收益率达 9%.....	24
图表 49 1970-1981 年主要食品公司均经历长达 7 年估值消化期.....	24
图表 50 1970s 美国食品行业利润率波动较大.....	25
图表 51 1970s 美国食品行业 ROE 波动较大.....	25
图表 52 1970s 荷美尔食品业绩波动较大.....	25
图表 53 1970s 通用磨坊业绩波动较大.....	25
图表 54 1970s 农产品价格见顶回落后的年份食品板块估值有较强上修动.....	26
图表 55 1969-1981 年美国酒类行业跑输市场 21pcts.....	27
图表 56 1976-1981 年莫尔森库尔斯酒业公司业绩与估值均下滑.....	27
图表 57 1950-1980 年美国啤酒行业持续整合.....	27
图表 58 1970s 大麦、铝价大幅上涨.....	27
图表 59 1970s 美国酒类板块利润率波动较大.....	28
图表 60 1970s 美国酒类板块估值中枢下行.....	28
图表 61 1970s 莫尔森库尔斯酒业公司业绩增速放缓.....	28
图表 62 1970s 莫尔森库尔斯酒业公司利润率下行.....	28
图表 63 1970s 莫尔森库尔斯酒业公司费用率抬升.....	28
图表 64 1970s 莫尔森库尔斯酒业公司 ROE 下行.....	28
图表 65 食品饮料板块重点公司估值表.....	29

## 一、1970年代滞胀阴霾笼罩美国

经济学中停滞性通货膨胀特指经济停滞，失业及通货膨胀同时持续高涨的经济现象，典型的案例是1970年代美日欧等主要发达经济体陷入长达10年左右的滞胀期。从美国来看，在1969-1981年期间共经历3轮严重滞胀。

图表1 1970年代美国共经历3轮滞胀期

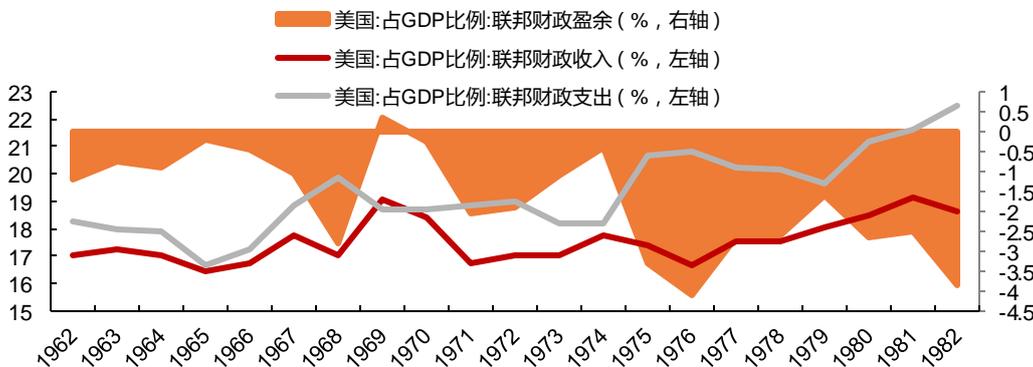


资料来源：美国经济分析局，美国劳工部，平安证券研究所

### 1.1 第一轮滞胀 (1969.3-1970.12)：前期激进的财政和货币政策埋下滞胀隐患

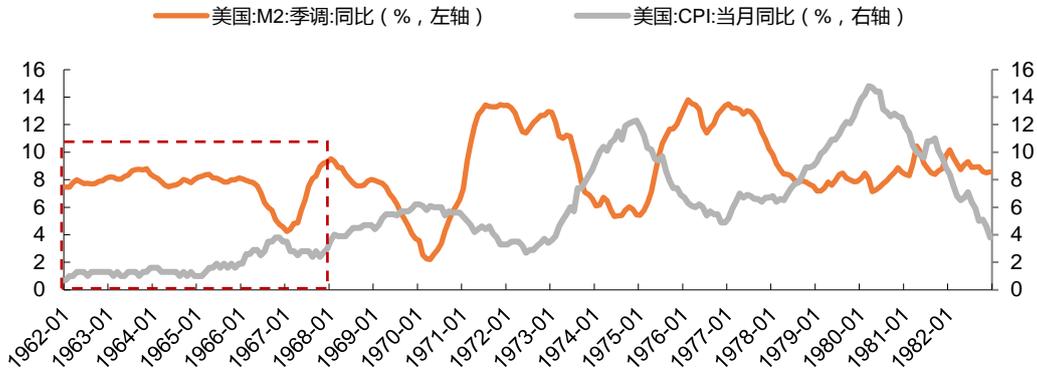
越战使得美国军费开支高企，1961年起积极的财政支出使得赤字持续扩大，同时宽松的货币政策也进一步滋生通胀泡沫，1969年美联储开始收紧货币政策，通胀得到平抑却仍处高位，同时造成美国经济增长迅速放缓，至1970Q4 GDP增速转负，期间CPI同比保持在5%以上；通胀见顶后1970年起货币政策再次放松刺激经济，1971年“尼克松新经济政策”对内实行工资、物价冻结，并减税、削减政府开支以控制通胀刺激经济，对外应对日益严重的美元危机，政策实施期间美国逐步走出滞胀，经济增长恢复，物价被控制在合理水平内。

图表2 1961年起美国财政赤字持续扩大



资料来源：美国国会预算办公室，平安证券研究所

图表3 1969年之前美联储连续多年保持宽松的货币政策

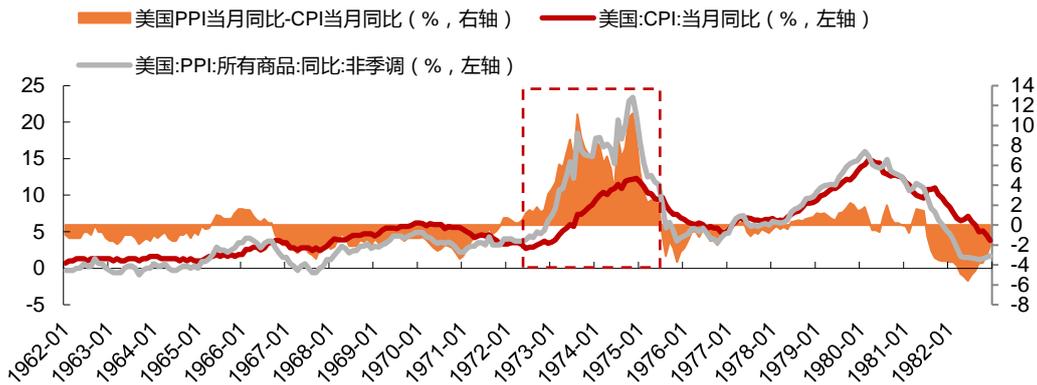


资料来源：美联储，美国劳工部，平安证券研究所

### 1.2 第二轮滞胀 (1974.3-1975.9)：工资物价管制加剧供给短缺，粮食和石油危机助推通胀

1971年推行的工资和物价管制虽然短期能够平抑通胀，但却造成价格扭曲，1971-1973年期间供给短缺加剧，因此价格管制于1974年被迫彻底放开，叠加1972年粮食危机、1973年第一轮石油危机，1973年起通胀再次升温，并且本轮通胀中PPI同比涨幅超过CPI，工业品为主导因素。价格高企抑制终端需求，企业大量裁员推升失业率，经济再次陷入衰退；1974年底CPI同比见顶后，为应对疲软的经济，货币政策趋于宽松。

图表4 PPI为推升1973-1974年通胀的重要因素



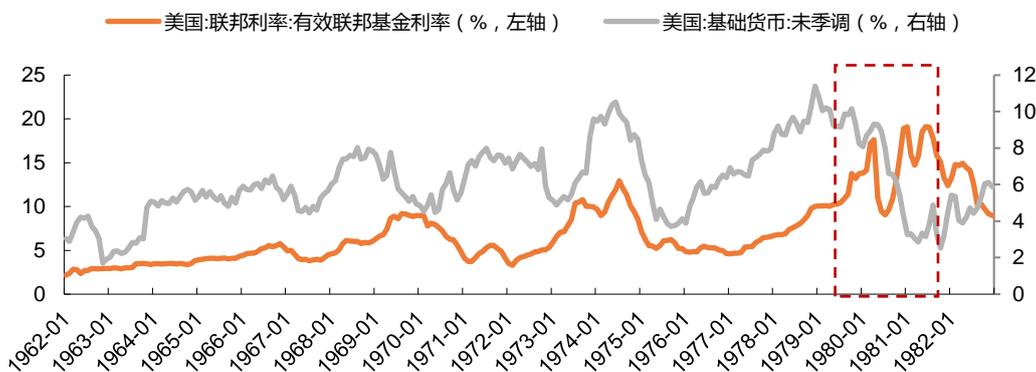
资料来源：美国劳工部，平安证券研究所

### 1.3 第三轮滞胀 (1979.6-1981.3)：第二次石油危机为导火索，里根改革引领美国走出滞胀阴霾

1979年第二次石油危机爆发，通胀快速上行，此后美联储主席沃尔克采取加息、控制货币供应量等措施，严厉的紧缩政策成功抑制通胀，CPI同比从近15%的高位持续下行，另一方面总统里根以供给学派为理论基础，削减政府开支、控制货币供

应量降通胀，减税和加速企业折旧刺激供给，美国逐步摆脱滞胀。

图表5 1979年沃尔克通过加息、控制货币供应量等措施抑制通胀



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、1970s 食品饮料行业复盘：CPI 回落初期超额收益显著，极端情形下抗通胀能力有限

### 2.1 滞胀时代下游行业需求及盈利能力承压

经济增速放缓、通胀压力高企，下游需求疲软。1971-1980年美国GDP同比增速中枢放缓至3.2%，同时CPI同比增速抬升至7.9%，经济增速放缓叠加高通胀导致终端需求疲软。

图表6 1970年代美国经济增速放缓



资料来源: 美国经济分析局, 平安证券研究所

图表7 1970年代美国通胀处于高位



资料来源：美国劳工部，平安证券研究所

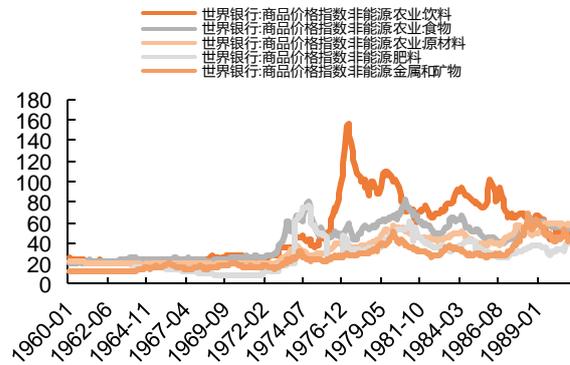
原料价格上行，下游盈利承压。受前期激进的货币和财政政策、两次粮食和石油危机等因素影响，1970年代能源、贵金属、非能源（食物、饮料、原材料、肥料、金属和矿物）等上游原材料价格呈现普涨态势，下游行业成本端压力凸显。

图表8 1970s 能源、贵金属价格大幅上涨



资料来源：世界银行，平安证券研究所

图表9 1970s 各类非能源原材料价格大幅上涨

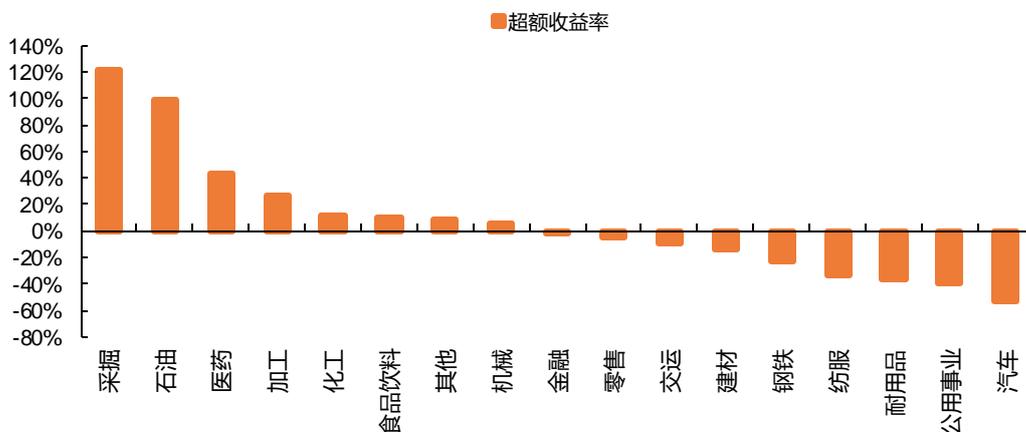


资料来源：世界银行，平安证券研究所

## 2.2 整体看，刚需、提价、消费升级共同支撑美国食品饮料行业滞胀期超额收益

1970年代食品饮料较其他下游行业超额收益明显。1969-1981年美股食品饮料行业收益率28%，标普500收益率18%，食品饮料超额收益率10%，位居全行业前列，相比零售、可选消费等下游行业更是明显跑赢。

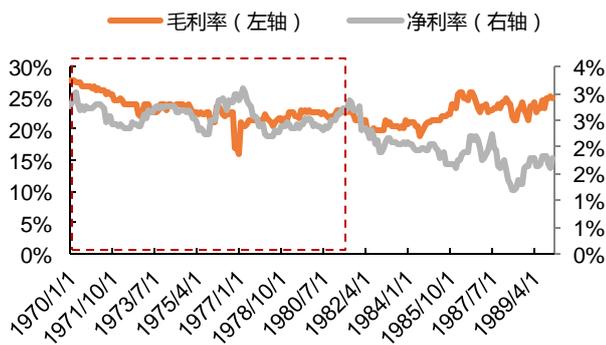
图表10 1969-1981年美股食品饮料行业超额收益居前



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所 (注: 以标普500为基准指数)

我们认为, 食品饮料超额收益源于: 1) 食品饮料作为必选消费品, 需求刚性凸显; 2) 食品饮料企业可通过涨价、降费对冲原材料成本上行压力, 盈利能力稳定: 1970-1981年食品饮料行业净利率标准差/ROE标准差仅0.002/0.014, 位于全行业较低水平, 盈利波动较小; 3) 1970s消费升级趋势延续, 助推消费品利润扩张: 1969年美国人均GDP突破5000美元, 1978年突破10000美元, 1970s美国延续了1960s的消费升级趋势, 推动美国消费企业利润扩张。以食品饮料行业代表企业可口可乐为例, 1969-1981年其收入、利润年化复合增速分别达13%、12%, 滞胀期实现稳健增长, 明显跑赢GDP和通胀。

图表11 1970s美国食品饮料行业利润率稳定



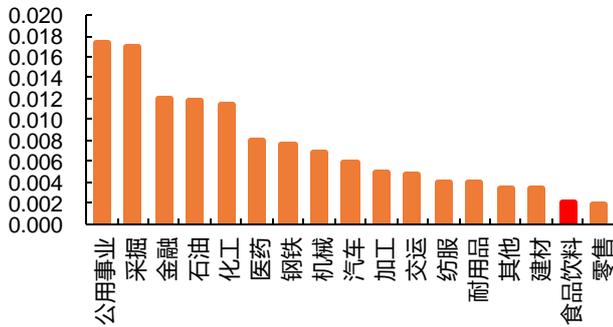
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表12 1970s美国食品饮料行业ROE稳定



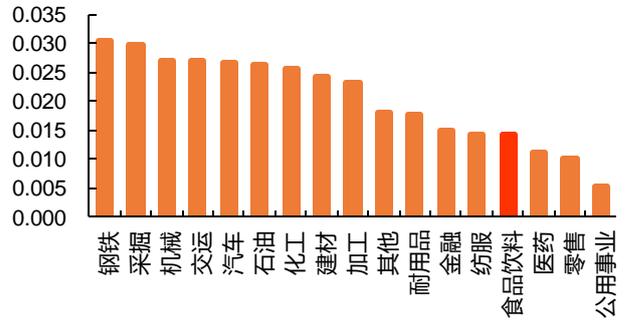
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表13 1970-1981年食品饮料标准差处全市场低位



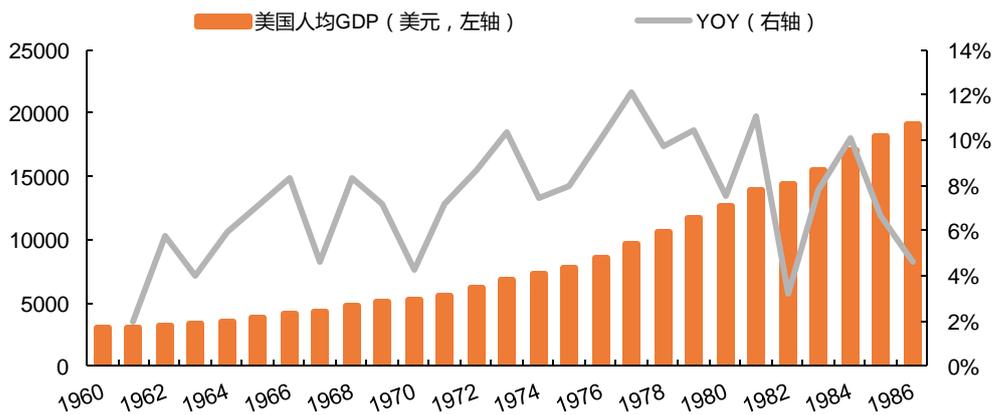
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表14 1970-1981年食品饮料ROE标准差处于全市场低位



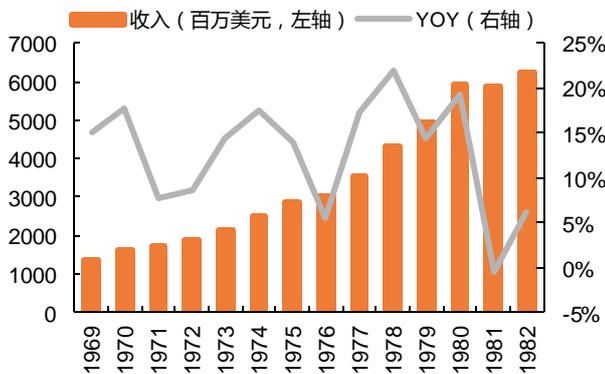
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表15 人均GDP持续增长, 1970年代美国延续消费升级趋势



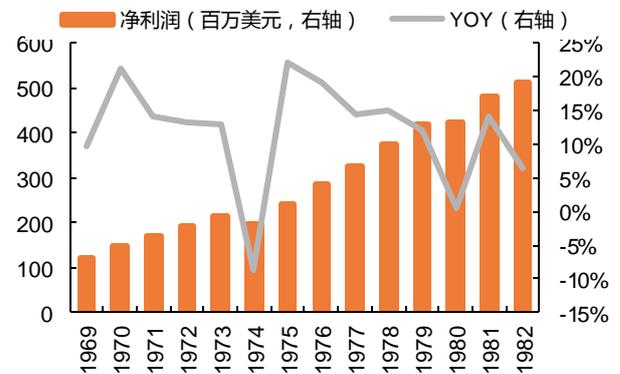
资料来源: 美国经济分析局, 平安证券研究所

图表16 可口可乐 1969-1981年收入 CAGR 13%



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

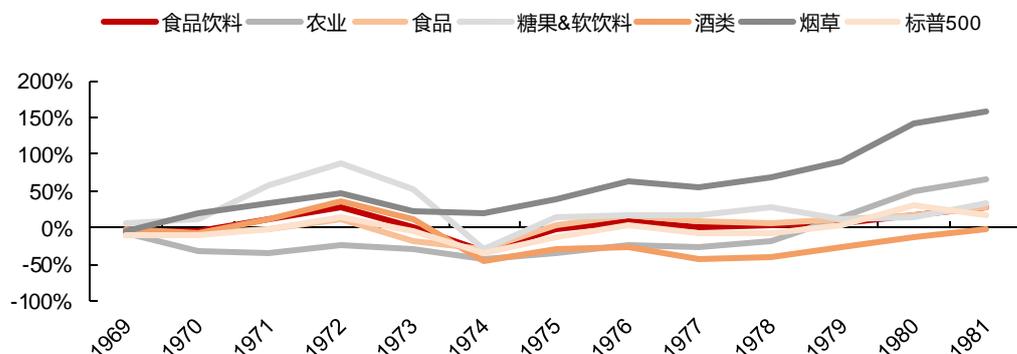
图表17 可口可乐 1969-1981年利润 CAGR 12%



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

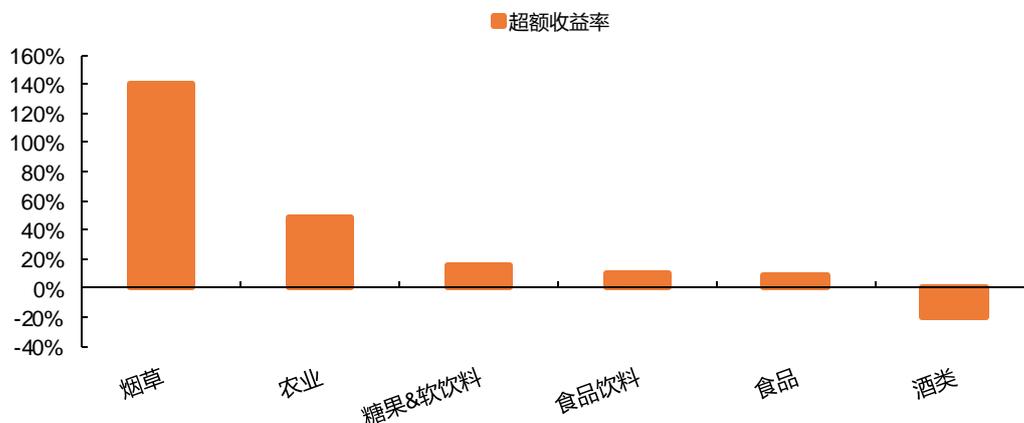
分子行业看，烟草/农业/糖果&软饮料/食品/酒类超额收益率分别为 140%/48%/16%/9%/-21%，具备垄断属性的烟草、受益于农产品价格景气的农业超额收益明显。

图表 18 1969-1981 年美股食品饮料及其子行业收益率



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所

图表 19 分食品饮料子行业看，1969-1981 年烟草、农业超额收益领跑



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所 (注: 以标普 500 为基准指数)

### 2.3 分年度看，工业品主导的 CPI 上行压制食品饮料表现，CPI 同比见顶回落初期食品饮料超额收益明显

复盘食品饮料行业 1969-1981 年超额收益率，我们发现受政策预期、市场风格、行业需求等因素影响，食品饮料在 CPI 同比上行期及下行期表现存在较大差异。

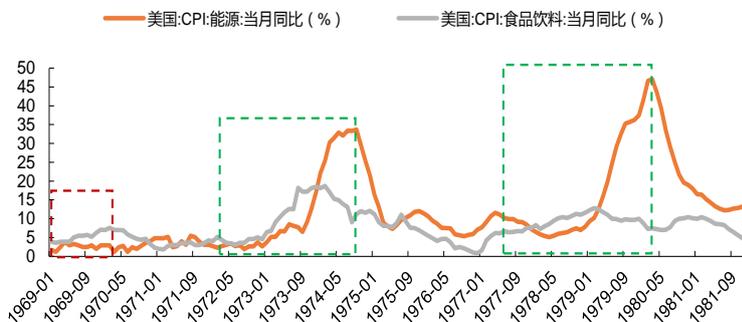
图表20 美国 1970 年代食品饮料及子行业年度超额收益率

	年份	CPI 同比	食品饮料	农业	食品	糖果&软饮料	酒类	烟草
<b>CPI 同比上行:</b> 消费品推动, 食品饮料 <b>跑赢</b>	1969	6%	5%	4%	1%	17%	10%	6%
	1970	6%	1%	-27%	2%	4%	-7%	26%
<b>CPI 同比下行:</b> 见顶回落初期食品饮料 <b>明显跑赢</b>	1971	3%	6%	-15%	-4%	31%	9%	0%
	1972	3%	-1%	0%	-4%	4%	7%	-4%
<b>CPI 同比上行:</b> 工业品推动, 食品饮料 <b>跑输市场</b>	1973	9%	-5%	11%	-7%	-2%	-1%	0%
	1974	12%	-3%	9%	14%	-24%	-22%	26%
<b>CPI 同比下行:</b> 见顶回落初期食品饮料 <b>明显跑赢</b>	1975	7%	16%	-16%	16%	32%	1%	-14%
	1976	5%	-9%	-5%	-6%	-16%	-16%	-2%
<b>CPI 同比上行:</b> 工业品推动, 食品饮料 <b>跑输市场</b>	1977	7%	5%	11%	5%	11%	-10%	7%
	1978	9%	1%	9%	-3%	9%	4%	8%
	1979	13%	-9%	27%	-7%	-25%	12%	2%
	1980	13%	-18%	6%	-20%	-24%	-10%	1%
<b>CPI 同比下行:</b> 回落初期食品饮料 <b>跑赢</b>	1981	9%	21%	20%	18%	27%	23%	16%

资料来源: 美国劳工部, Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所 (注: 以标普 500 为基准, CPI 同比标红指上行期, 子行业单元格标红指跑赢市场)

**CPI 同比上行期:** 若为工业品主导, 将压制食品饮料股超额收益。在 1969-1981 年中的 3 轮 CPI 同比上行期中, 1969 年消费品为 CPI 同比上行的主推力, 期间食品饮料板块盈利能力向好且市场风格均衡, 食品饮料跑赢标普 500 指数 5pcts; 而在此后两轮 CPI 上行期 (1972.2-1974.8、1977.5-1980.4), 工业品为 CPI 同比上行的核心推力, 周期类行业领涨, 食品饮料行业受市场风格切换、经济疲软业绩承压等因素影响, 期间跑输标普 500。

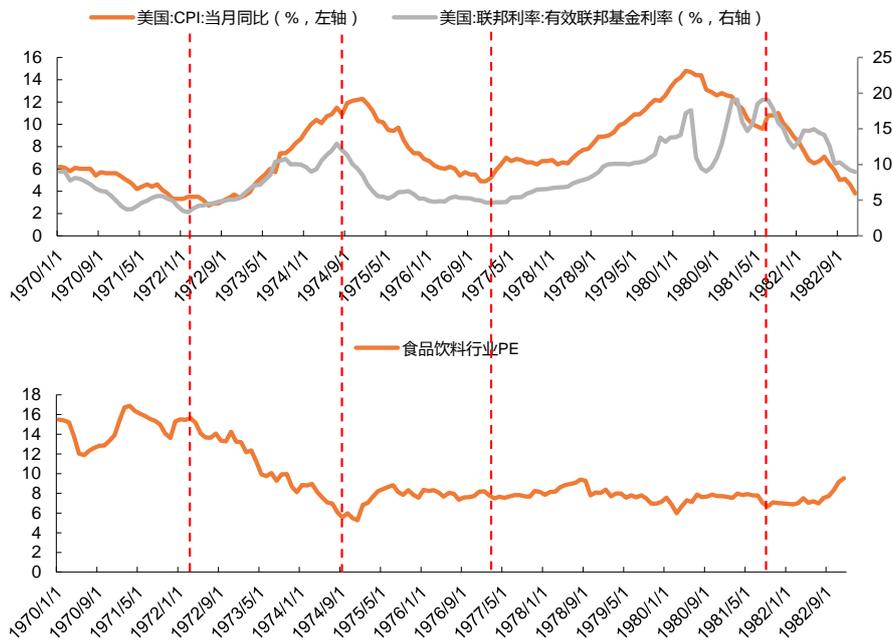
图表21 1969-1981 年 3 轮 CPI 同比上行期主推力不同



资料来源: 美国劳工部, 平安证券研究所

**CPI 同比下行期：通胀见顶回落初期食品饮料板块明显跑赢市场。**CPI 为货币当局所关注的重要通胀指标，滞胀期 CPI 同比见顶的时点往往也是货币政策趋于宽松的起点，利率步入下行通道，复盘 3 轮 CPI 同比下行期，食品饮料在通胀见顶回落初期均取得超额收益（1971、1975、1981 年），主要由于 **1) CPI 同比见顶后，宽松政策预期升温，市场风格向下游切换，消费股估值提升；2) 经济复苏带来消费股盈利改善。**值得注意的是，1980 年 5 月 CPI 同比见顶后食品饮料板块并未迅速估值扩张，主要由于 1) 1979 年开始美联储主席沃尔克不惜以经济下滑的代价通过严厉的紧缩货币政策来遏制通胀，因此该阶段市场对于政策的预期发生改变；2) 经济仍未走出“滞”，消费股业绩疲软；因此直到 1981 年美国逐步走出滞胀后，市场预期消费支出重新会增长，并且食品饮料公司出现全球化趋势，食品饮料板重新迎来戴维斯双击，1981 年食品饮料跑赢标普 500 指数 21pcts。

**图表22 CPI 同比见顶回落为货币宽松的起点，食品饮料估值相应扩张**



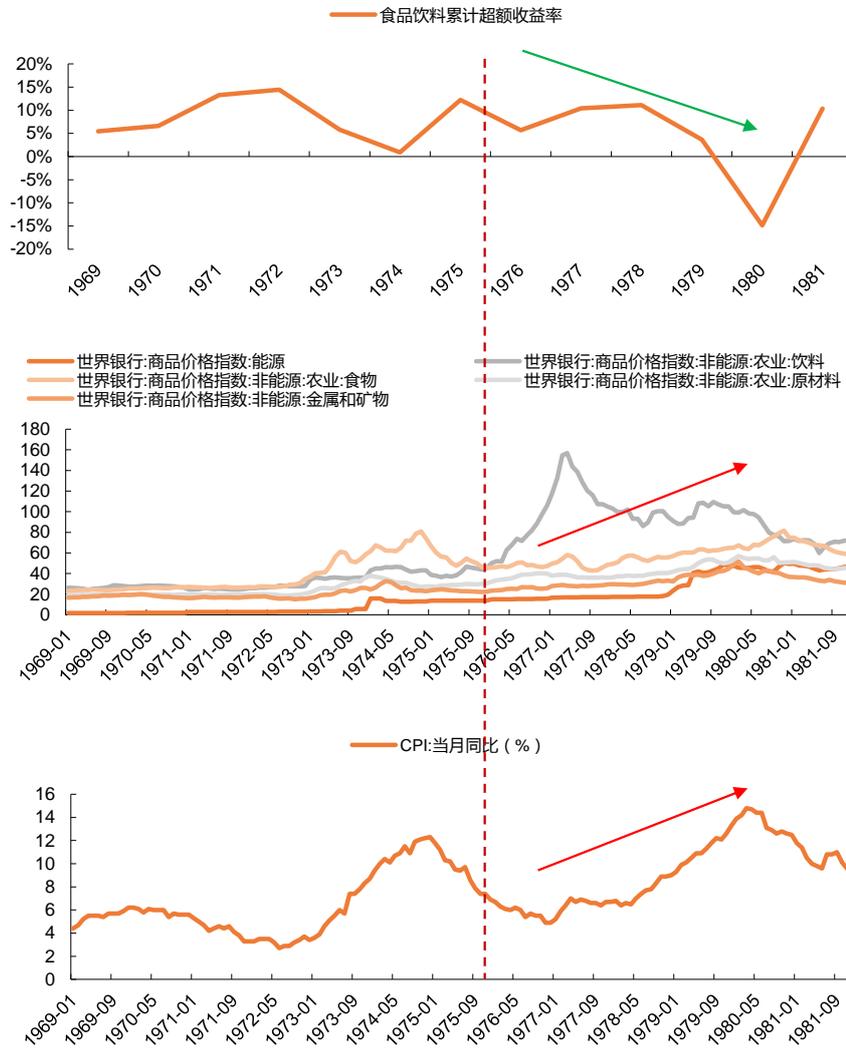
资料来源：Wind, Compustat, 平安证券研究所

## 2.4 极端情形下食品饮料股抗通胀能力有限

**滞胀期后半程食品饮料行业显著跑输市场。**我们发现滞胀期前半程食品饮料行业相对标普 500 超额收益明显，1969-1975 年食品饮料跑赢市场 12.2pcts，但自 1976 年起食品饮料行业明显跑输市场，即使 1976 年货币环境宽松、经济持续复苏，而食品饮料当年跑输市场 8.9pcts，在滞胀期后半程（1976-1980 年），食品饮料累计跑输市场 27.1pcts。

我们认为主要由于：**1) 消费品公司未必能完全转嫁成本上行造成的盈利压力：**消费品企业提价稳住毛利率的同时，受行业供需、竞争格局等因素影响其费用率可能同步上行，最终利润率并未改善，1973 年起上游原材料价格持续上涨，到了 1976 年，消费品已经难以完全缓解成本上行带来的盈利压力；**2) 累计税率下，通胀挤压消费者实际购买力：**由于个人所得税是累计税率，通胀造成名义收入上升后，居民负担的平均税率也随之提升，挤压消费者实际购买力，1976-1980 年正是美国通胀高位提升时期。

图表 23 上游成本及通胀压力造成 1976 年起食品饮料显著跑输大盘



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 世界银行, 美国劳工部, 平安证券研究所

### 三、分子行业看，定价权是消费品穿越滞胀期的核心要素

#### 3.1 烟草：绝对定价权带来滞胀期极高超额收益

滞胀期烟草领涨，期间经历长达 7 年估值消化期。1969-1981 年烟草在食品饮料板块中领涨，跑赢标普 500 指数 140pcts，烟草板块凭借业绩增长穿越滞胀期，1970-1981 年龙头公司奥驰亚净利润增长 773%，CAGR 达 22%，PE 由 1970 年 15X 跌至 1981 年 10X，估值降幅 30%；其中 1969-1973 年奥驰亚业绩与估值双升，1973 年 PE 中枢提升至 26X，随着 1973 年“漂亮 50”行情的结束，烟草行业进入长达 7 年估值消化期，1973-1980 年奥驰亚估值降幅 64%，期间仍然依靠业绩高增驱动股价提升，1973-1980 年奥驰亚净利润增幅 288%，CAGR 达 21%，超额收益率 36%。

图表24 1969-1981年美国烟草行业超额收益率高达140%



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所

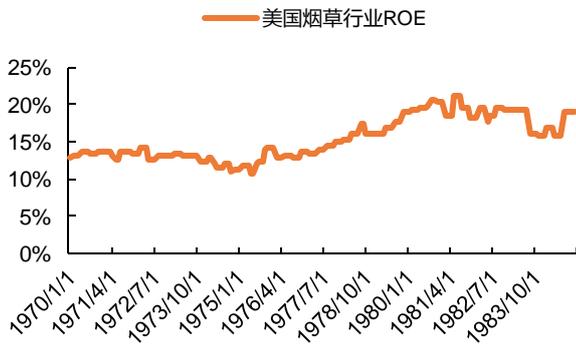
图表25 1970-1981年烟草龙头奥驰亚经历长达7年估值消化期

	净利润变动	PE变动	净利润 CAGR	较标普 500 超额收益率
1970-1981	773%	-30%	22%	290%
1970-1973	92%	76%	24%	126%
1973-1980	288%	-64%	21%	36%

资料来源: Compustat, 平安证券研究所

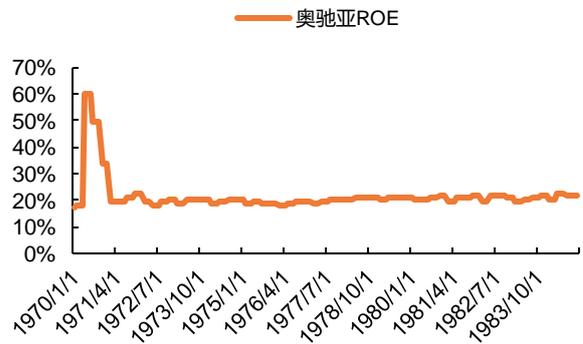
滞胀期烟草高超额收益源自高进入壁垒所构筑的绝对定价权。1) 烟草为成瘾性产品, 吸烟者品牌粘性非常强, 并且广告和促销的规模经济也提高了新品牌的进入成本; 2) 1970年联邦贸易委员会禁止通过电视和广播做烟草广告, 进一步限制新进入者推广其品牌的能力; 3) 烟草产品提价对需求的影响较小, 可长期通过提价对冲成本压力和持续下滑的消费量, 保持业绩增长。1970年代美国烟草行业长期保持较高 ROE 水平, 且持续提升, 龙头公司奥驰亚在 1970 年代收入和利润增长中枢不降反升。

图表26 滞胀期烟草行业保持较高 ROE，且持续上行



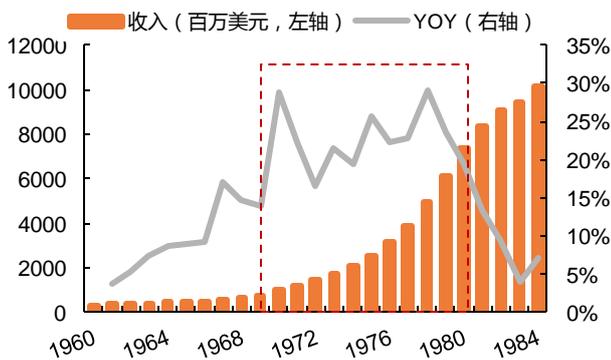
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表27 美国烟草龙头 ROE 长期维持 20%以上



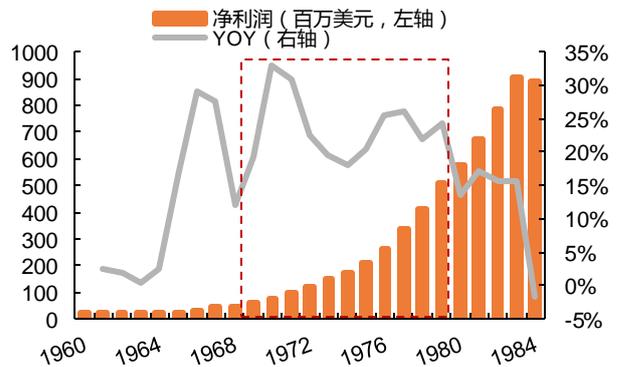
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表28 1970s 奥驰亚收入增速中枢提升



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

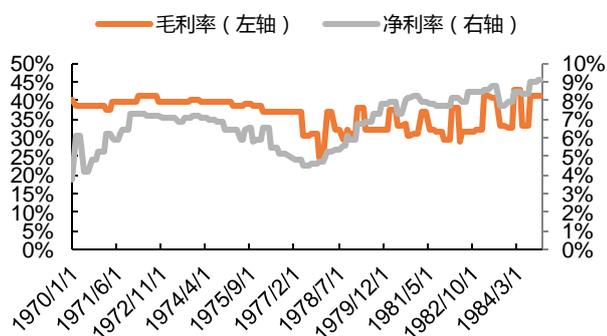
图表29 1970s 奥驰亚利润增速中枢提升



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

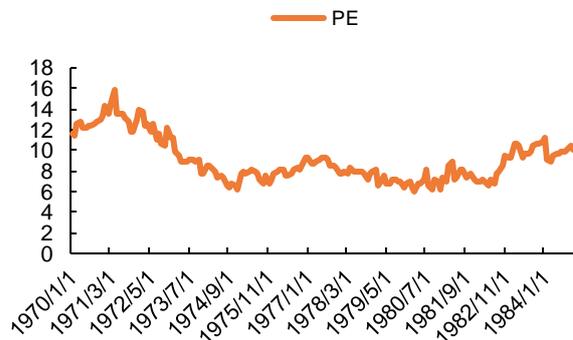
分年度看，滞胀期多数年份烟草行业明显跑赢，个别年份由于成本超预期上行、估值下杀跑输大盘。烟草板块在 1972-1973、1975-1976 年跑输市场，主要由于期间成本上行盈利承压、利率抬升压缩估值，1) 烟草成本主要包括烟叶、加工、包装、滤嘴及纸张，1972 年起整个上游大宗商品原材料呈普涨态势，烟草行业毛利率/净利率由 1972Q3 41.2%/7.1%起一路下滑至 1977Q4 24.6%/4.7%的低位；2) 1972-1974 年利率持续上行，烟草板块估值从 15.9X 的高点一路下杀，1975-1977 年随着利率见顶回落，烟草板块估值企稳回升，但原材料成本超预期上行导致烟草利润率承压，1975-1976 年跑输标普 500。

图表30 1972-1977年烟草行业盈利能力持续下滑



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表31 1972年起烟草行业估值中枢下台阶

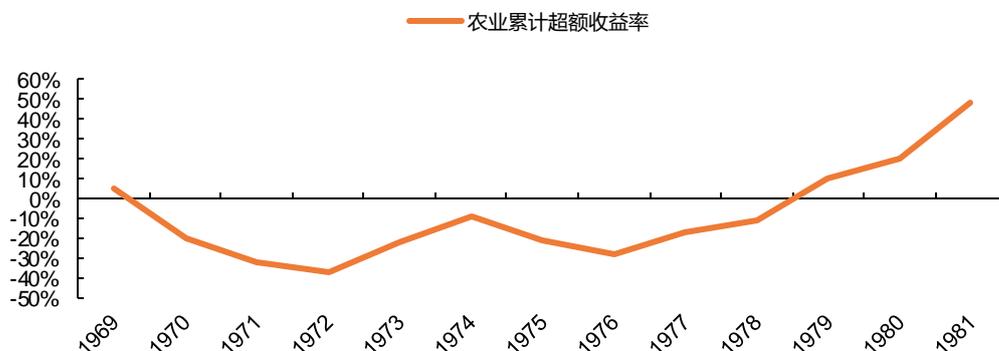


资料来源: Compustat, 平安证券研究所

### 3.2 农业：滞胀期农产品价格高景气，农业板块大幅跑赢市场

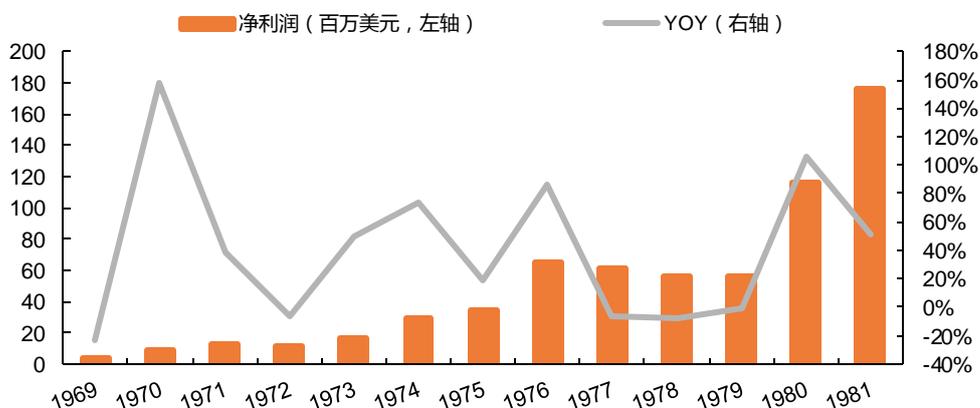
1969-1981年受益于农产品价格高景气，农业跑赢标普500指数48pcts，在食品饮料子行业中仅次于烟草。农产品从扩产到供给释放需要经历一定周期，在盈利驱动的蛛网模型下农产品价格呈周期性波动，以阿彻丹尼尔米德兰为例，其主营业务为油籽生产、玉米及小麦加工，1969-1981年间其净利润波动呈现出较强周期性。

图表32 1969-1981年美国农业超额收益率48%



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所

图表33 农业公司阿彻丹尼斯米德兰利润呈现周期性波动



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

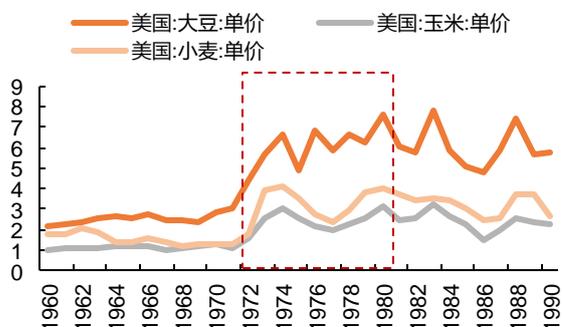
**滞胀期农产品价格高景气推动农业超额收益提升。**由于滞胀期的高通胀、1972 和 1978 年两次世界粮食危机的助推，1972 年起美国农产品价格开始飙升，美国农业可比价格指数由 1972 年 82.8 提升至 1979 年 142.0，涨幅达 71.5%，期间农业板块盈利水平处于高位，且变动趋势和农产品价格趋势一致。分年度看，1973-1974，1977-1981 年农业明显跑赢大盘，主要由于 1970s 农产品价格的两个高峰分别出现在 1973、1979 年，对应 1973-1974 年、1977-1981 年为农业板块景气高峰。

图表34 1972-1981 年美国农产品价格处于高位



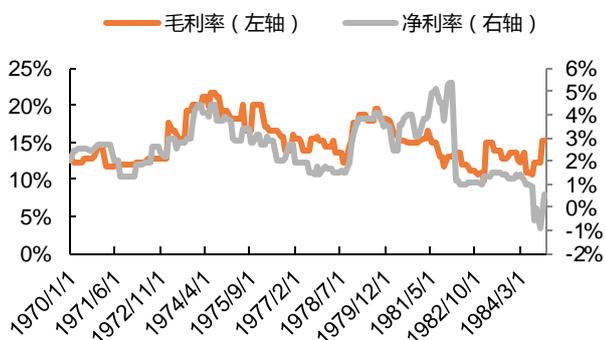
资料来源: 美国经济分析局, 平安证券研究所

图表35 1972-1981 年美国大豆、玉米、小麦价格处高位



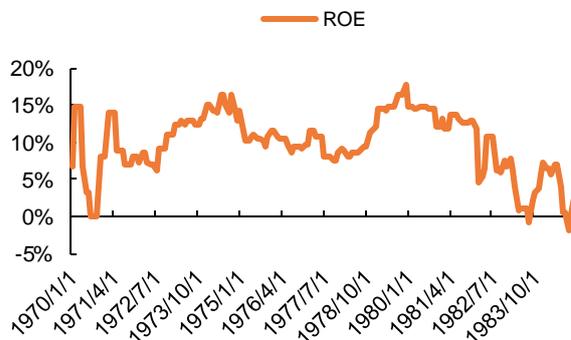
资料来源: 美国农业部, 平安证券研究所

图表36 1970s 美国农业盈利处高位, 1974/1979 年为阶段高峰



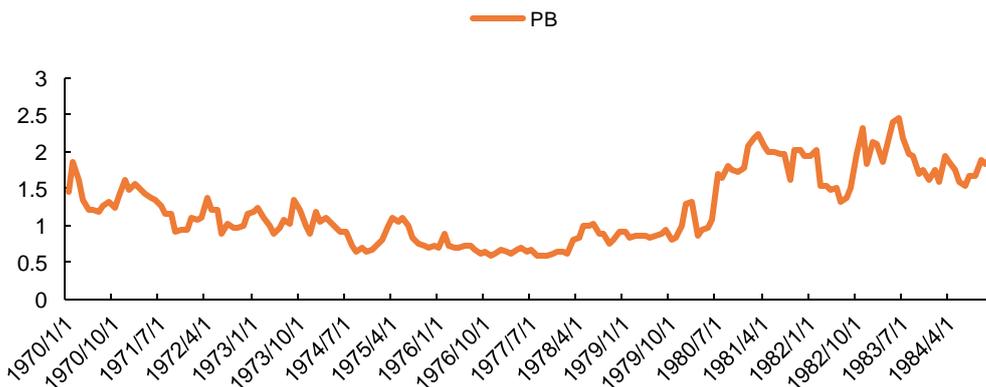
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表37 1970s 美国农业 ROE 提升, 1974/1979 年为阶段高点



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表38 1970s 美国农业板块估值水平

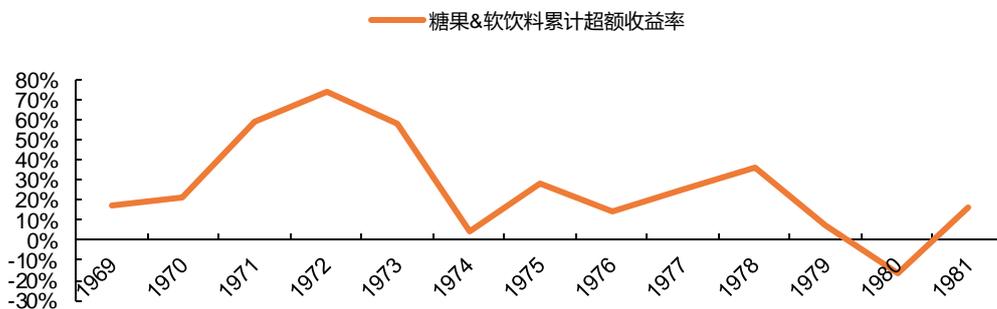


资料来源: Compustat, 平安证券研究所

### 3.3 糖果&软饮料：滞胀期龙头凭借相对定价权较好地转嫁成本压力

1969-1981 年糖果&软饮料行业跑赢标普 500 指数 16pcts，位居食品饮料子行业前列，但在 1970s 行业估值经历了较大幅度下杀。1970-1981 年巧克力糖果龙头好时/饮料龙头可口可乐 PE 降幅分别为 68%/70%，净利润期间分别增长 326%/228%，CAGR 达 14%/11%，在滞胀期间分别经历了长达 10 年/7 年的估值消化期。

图表 39 1969-1981 年美国糖果&软饮料行业超额收益率达 16%



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所

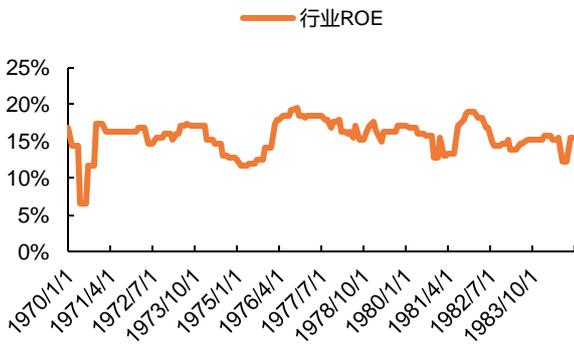
图表 40 1970-1981 年好时/可口可乐分别经历 10 年/7 年估值消化期

	净利润变动	PE 变动	净利润 CAGR	较标普 500 超额收益率
<b>好时</b>				
1970-1981	326%	-68%	14%	6%
1970-1973	-24%	-48%	-9%	-57%
1973-1980	334%	-46%	23%	61%
<b>可口可乐</b>				
1970-1981	228%	-70%	11%	-11%
1970-1973	46%	25%	14%	49%
1973-1980	96%	-76%	10%	-55%

资料来源: Compustat, 平安证券研究所

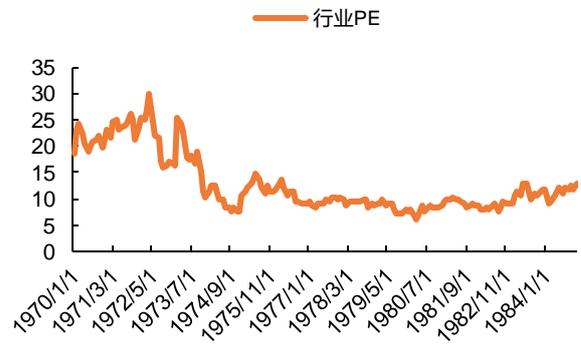
糖果&软饮料滞胀期超额收益源于行业格局向好, 龙头拥有相对定价权, 成本转嫁能力较强。美国巧克力行业由于价格带窄且品类单一, 行业较早进入成熟期, 1940 年起整合加速, 竞争格局持续优化, 1960 年代好时成为美国市场龙头; 软饮料行业来看, 可口可乐和百事可乐凭借强大的品牌力不断扩张, 1965 年行业 CR2 已突破 60%, 双寡头格局稳固。因此美国糖果&软饮料行业中龙头公司凭借品牌和规模优势拥有相对定价权, 能够较好转嫁成本压力。1970 年代美国糖果&软饮料行业 ROE 中枢较为稳定, 且细分龙头好时、可口可乐在此期间均保持了较快的收入和利润增速。

图表41 1970s糖果&软饮料行业 ROE 中枢稳定



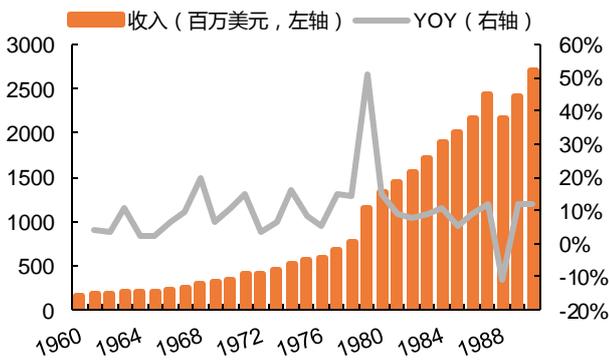
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表42 1970s糖果&软饮料行业估值水平



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表43 1970s好时保持较快收入增速



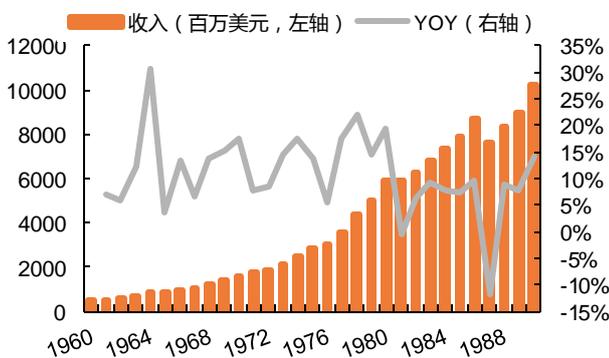
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表44 1970s好时保持较快利润增速



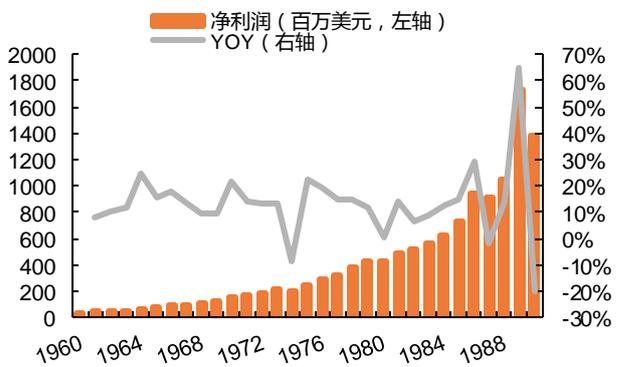
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表45 1970s可口可乐保持较快收入增速



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表46 1970s可口可乐保持较快利润增速



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

成本超预期上行和估值下杀导致部分年份糖果&软饮料行业跑输标普500指数。根据好时、可口可乐年报，糖果&软饮料行

业销售成本主要包括原料成本（糖、可可）和包材等，1) 1972年12月至1974年11月，可可和糖价快速上行，期间涨幅分别为144%、563%，行业毛利率及净利率持续下行，叠加期间利率上行板块估值下杀，PE由1972年12月16.4X下降至1974年12月7.5X，**1973、1974年行业分别跑输大盘2pcts、24pcts**；2) 1976年起可可价格再次超预期上行，1975年12月至1977年7月上涨249%，由于期间糖价持续下行、龙头企业通过提价和优化产品规格结构等措施较好对冲了成本上行压力，行业盈利中枢稳定，同时受益于较低的利率水平，估值中枢仅小幅下行，**1976年行业跑输大盘16pcts**；3) 1978年12月至1980年10月美国糖价涨幅197%，对行业盈利造成扰动，同时持续上行的利率环境也进一步压制估值水平，行业PE在8-10X的低位波动，**1979、1980年行业分别跑输大盘25pcts、24pcts**。

图表47 1970s三次原料成本超预期上行压制糖果&软饮料盈利表现

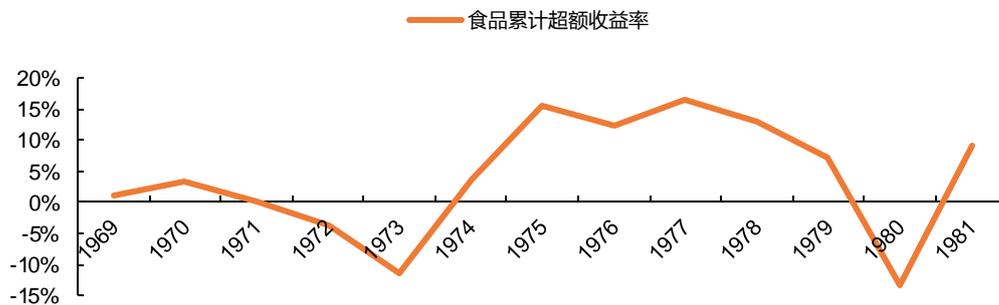


资料来源：世界银行，Compustat，平安证券研究所

### 3.4 食品：定价权较弱，但原材料价格见顶回落期间超额收益明显

受益于食品板块刚需属性，1969-1981年食品行业跑赢大盘9pcts，和食品饮料整体超额收益相近。和主要食品饮料子行业类似，食品板块在1973-1980年经历长达7年的估值消化期，荷美尔食品/通用磨坊/家乐氏期间估值降幅64%/63%/49%，净利润增长342%/162%/184%，CAGR分别为24%/15%/16%。

图表 48 1969-1981 年美国食品行业超额收益率达 9%



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所

图表 49 1970-1981 年主要食品公司均经历长达 7 年估值消化期

	净利润变动	PE 变动	净利润 CAGR	较标普 500 超额收益率
<b>荷美尔食品</b>				
1970-1981	175%	-19%	10%	52%
1970-1973	-25%	66%	-9%	-17%
1973-1980	342%	-64%	24%	50%
<b>通用磨坊</b>				
1970-1981	414%	-46%	16%	86%
1970-1973	71%	33%	20%	62%
1973-1980	162%	-63%	15%	-27%
<b>家乐氏</b>				
1970-1981	314%	-47%	14%	55%
1970-1973	31%	1%	9%	23%
1973-1980	184%	-49%	16%	5%

资料来源: Compustat, 平安证券研究所

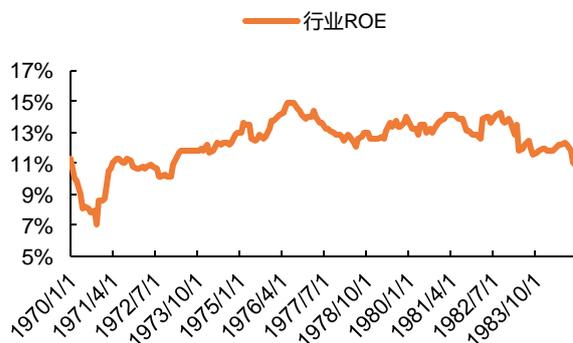
食品行业超额收益落后烟草、糖果 & 软饮料的原因在于 1970 年代美国食品行业定价权较弱, 无法有效转嫁成本压力。美国食品行业规模化整合较晚, 1970s 行业竞争激烈, 产品同质化, 食品企业定价权较弱, 例如美国屠宰肉制品行业规模化整合自 1980 年才开始。食品行业成本由上游农产品构成, 1970s 美国滞胀期农产品价格飙升, 对食品企业盈利造成较大压力, 在农产品价格涨幅较大的年份行业龙头公司如荷美尔食品、通用磨坊业绩也受到较大影响。分年度看, 1971-1973、1976、1978-1980 年食品行业跑输大盘, 期间农产品也正处于高位。

图表50 1970s美国食品行业利润率波动较大



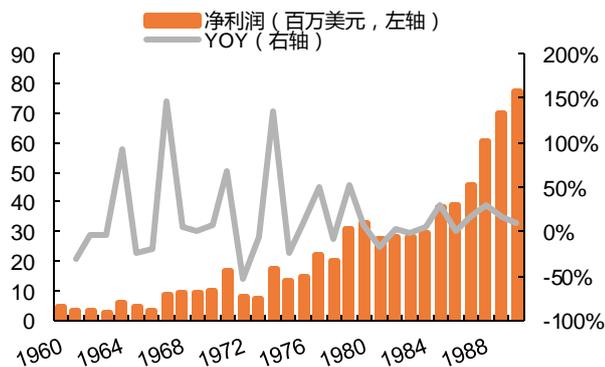
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表51 1970s美国食品行业ROE波动较大



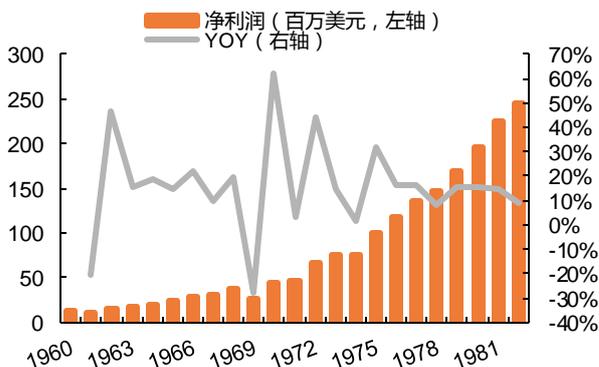
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表52 1970s荷美尔食品业绩波动较大



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

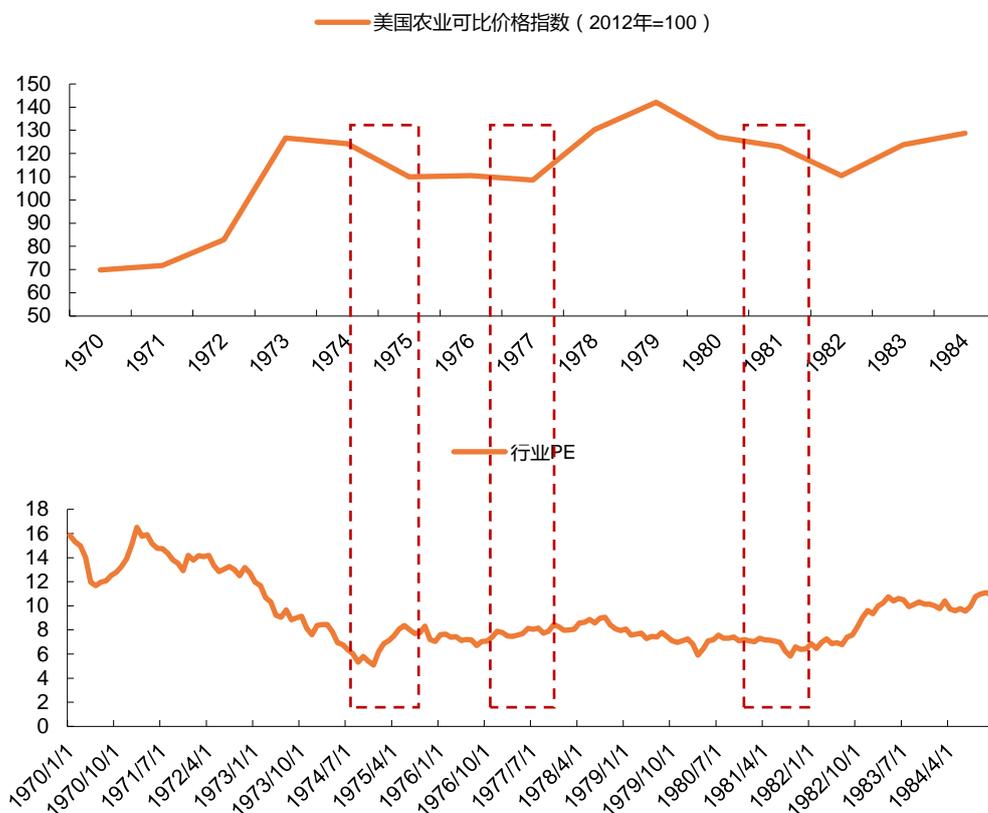
图表53 1970s通用磨坊业绩波动较大



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

农产品价格阶段性见顶回落年份, 受益于盈利弹性释放以及估值上修, 食品行业超额收益明显, 1974、1975、1977、1981年食品跑赢标普500指数14pcts、16pcts、5pcts、18pcts。

图表54 1974/1975 年农产品价格见顶回落后食品板块估值上修

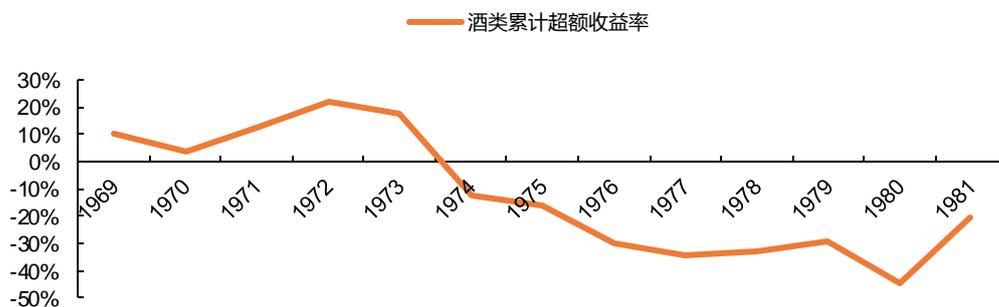


资料来源: Compustat, 平安证券研究所

### 3.5 酒类：整合期竞争激烈，成本上行进一步挤压利润空间

1970 年代美国主要烈酒、葡萄酒企业还未上市，酒类指数成分股以啤酒公司为主，1969-1981 年酒类跑输标普 500 指数 21pcts，莫尔森库尔斯酒业公司在 1976-1981 年期间业绩与估值双双下滑。

图表55 1969-1981年美国酒类行业跑输市场 21pcts



资料来源: Kenneth R. French, CRSP, 平安证券研究所

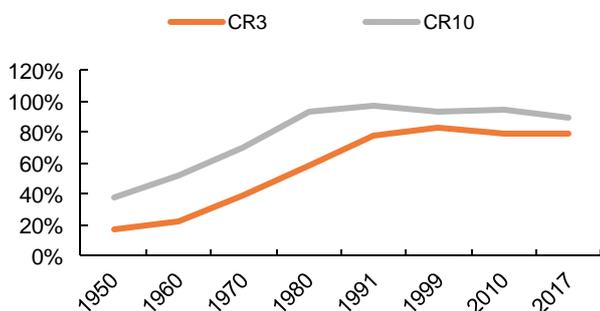
图表56 1976-1981年莫尔森库尔斯酒业公司业绩与估值均下滑

	净利润变动	PE 变动	净利润 CAGR	较标普 500 超额收益率
1976-1981	-32%	-37%	-7%	-63%
1976-1980	-15%	-43%	-4%	-48%

资料来源: Compustat, 平安证券研究所

1970s啤酒板块表现较差主要由于行业竞争激烈利润率微薄，且成本上行进一步挤压盈利空间。1970年代美国啤酒行业处于整合期，行业竞争激烈，费用投放较高，叠加期间主要原材料大麦价格、铝价大幅上涨，啤酒公司难以转嫁成本压力，利润率承压，期间头部啤酒企业莫尔森库尔斯酒业公司盈利及业绩增速持续下行。分年度来看，在大麦、铝材成本快速上行阶段酒类板块超额收益表现较差，1974、1976、1977、1980年分别跑输标普500指数22pcts、16pcts、10pcts、10pcts。

图表57 1950-1980年美国啤酒行业持续整合



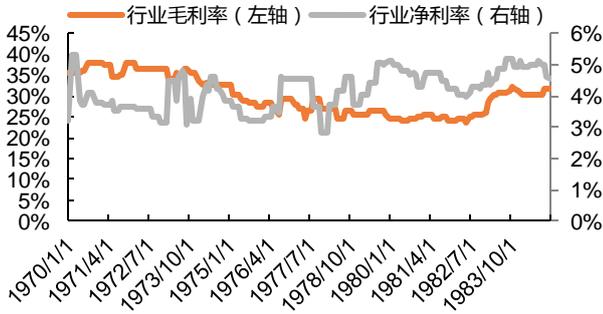
资料来源: Beerhistory, 平安证券研究所

图表58 1970s大麦、铝价大幅上涨



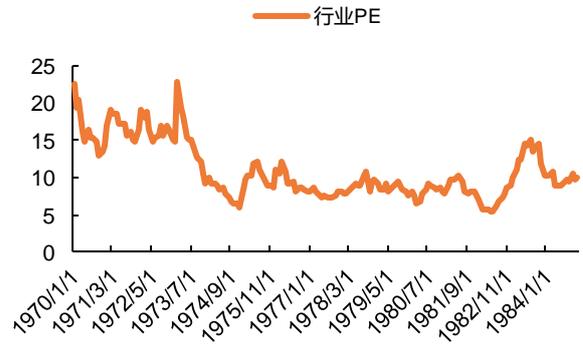
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表59 1970s 美国酒类板块利润率波动较大



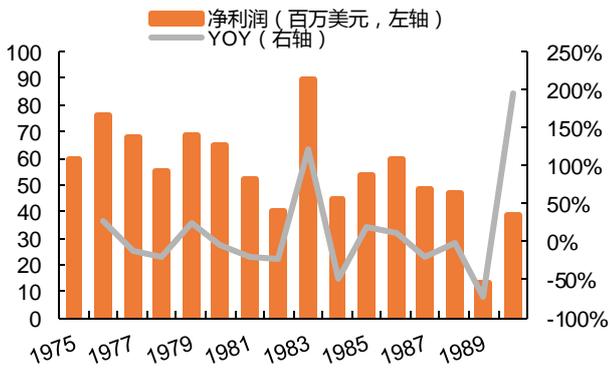
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表60 1970s 美国酒类板块估值中枢下行



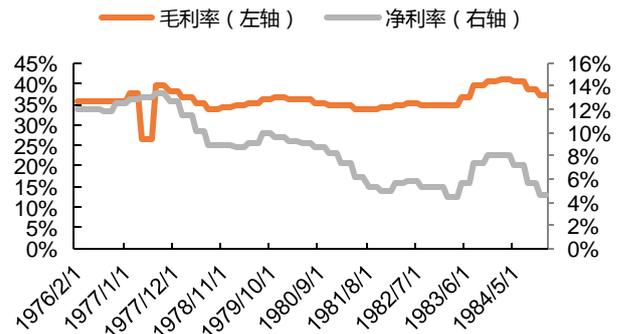
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表61 1970s 莫尔森库尔斯酒业公司业绩增速放缓



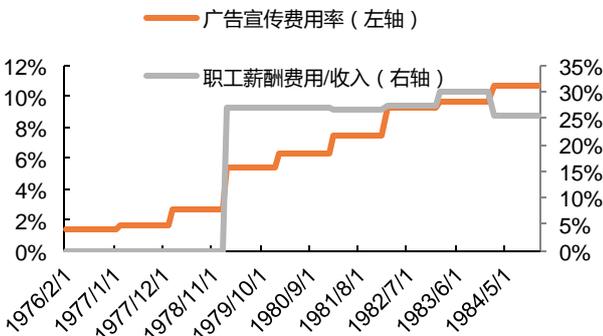
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表62 1970s 莫尔森库尔斯酒业公司利润率下行



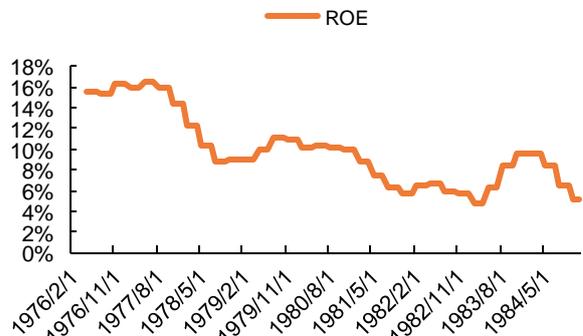
资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表63 1970s 莫尔森库尔斯酒业公司费用率抬升



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

图表64 1970s 莫尔森库尔斯酒业公司 ROE 下行



资料来源: Compustat, 平安证券研究所

## 四、 复盘启示与投资建议

### 4.1 美国 1970s 食品饮料复盘之鉴

1) 通胀见顶回落初期为食品饮料行业较好配置时点。CPI 同比见顶回落阶段，市场对于政策宽松预期持续升温，市场风格有望逐步向下游消费板块转移，食品饮料板块迎来估值扩张；同时经济复苏也将带来食品饮料板块业绩改善，复盘美国 1970s 滞胀期间 3 轮 CPI 同比下行期，食品饮料在通胀见顶回落初期均取得较高超额收益。

2) 有别于大众的认识，极端情况下食品饮料股抗通胀能力有限。虽然食品饮料行业具备刚需、提价转嫁成本压力等抗通胀逻辑，但复盘美国市场，我们发现食品饮料行业自 1976 年起显著跑输市场，主要由于消费品盈利还受行业供需、竞争格局等因素影响，长期高通胀环境下难以通过提价完全转嫁成本上升造成的盈利压力；同时累计税率下，高通胀将挤压消费者实际购买力。

3) 滞胀期食品饮料行业估值承压，定价权为消费品企业穿越滞胀期核心。1973-1980 年美国食品饮料各子行业估值中枢均经历长达 7 年下行期，一方面由于滞胀期利率中枢上行、市场对食品饮料行业盈利预期悲观，另一方面也与 1970-1972 年“漂亮 50”行情中消费股积累的估值泡沫有关。但竞争格局较好，拥有定价权的消费品企业能够通过提价保持业绩的高速增长，消化估值；例如 1970s 美国烟草行业凭借绝对定价权实现业绩高增，显著跑赢市场，拥有相对定价权的糖果&软饮料、食品行业也得以通过提价转嫁部分成本压力，取得一定超额收益，而竞争格局较差的啤酒行业则大幅跑输市场。

4) 滞胀期农业有望受益于盈利高景气。高通胀、两次世界粮食危机助推，1970s 美国农产品价格维持较高景气，农业显著跑赢市场，超额收益率仅次于烟草行业，1973、1979 年两轮农产品价格高峰也为农业超额收益率的高点。

### 4.2 投资建议

由于新冠疫情对需求端的长尾效应体现，以及“双碳”目标约束下主要能源产量下降推升 PPI 大幅上行，2021 年以来我国滞胀预期持续升温，展望未来，我们看好 1) 拥有绝对定价权的高端白酒：与烟草行业类似，白酒特别是高端白酒也具备成瘾性、壁垒高、提价能力强等特点，滞胀期业绩有望持续增长；2) 相对定价权凸显的啤酒、调味品：近期随着上游原材料成本压力向下游传导，食品企业已经开启提价周期，安琪酵母、海天味业、李锦记、恒顺醋业、涪陵榨菜等公司均已发布提价公告，同时随着 2022 年供给压力缓解通胀回落，食品板块盈利弹性预计持续释放，市场风格也有望向下游消费切换，重点推荐贵州茅台、海天味业、绝味食品，建议关注重庆啤酒、泸州老窖、涪陵榨菜、洽洽食品。

图表65 食品饮料板块重点公司估值表

股票简称	股票代码	股票价格 2021/11/16	EPS					PE				评级
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
贵州茅台	600519.SH	1808.00	37.17	41.18	48.45	55.79	48.64	43.90	37.32	32.41	推荐	
泸州老窖	000568.SZ	221.80	4.10	5.26	6.62	8.14	54.09	42.20	33.50	27.25	-	
海天味业	603288.SH	121.46	1.98	1.63	1.91	2.27	61.47	74.52	63.59	53.51	推荐	
绝味食品	603517.SH	68.28	1.15	1.59	2.05	2.58	59.25	42.94	33.31	26.47	推荐	
重庆啤酒	600132.SH	163.10	2.23	2.26	2.99	3.64	73.30	72.02	54.50	44.85	-	
涪陵榨菜	002507.SZ	33.93	0.98	0.76	1.06	1.25	34.46	44.46	32.06	27.17	-	
洽洽食品	002557.SZ	54.74	1.59	1.79	2.13	2.49	34.47	30.57	25.69	22.01	-	

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：贵州茅台、海天味业、绝味食品 2021-2023 年 EPS 为平安证券研究所预测，泸州老窖、重庆啤酒、涪陵榨菜、洽洽食品 2021-2023 年 EPS 为 Wind 一致预期）

## 五、 风险提示

- 1) 通胀持续时长及水平超预期。食品饮料行业抗通胀能力存在限度，若通胀持续上行，行业盈利压力较大。
- 2) 提价传导不畅。提价需要一定时间传导至终端，存在价格传导不畅风险。
- 3) 原料成本超预期上行。若原材料价格超预期上升，食品饮料企业提价不能有效消化成本压力，行业盈利能力将持续承压。
- 4) 行业竞争加剧。食品饮料行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。
- 5) 食品安全风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033