



食品饮料行业：两宏观因素推动企业现金流好转

——2020年复盘和2024年展望

2024年2月23日

看好/维持

食品饮料

行业报告

分析师

孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520070004

投资摘要：

根据现金流折现定价模型，资产定价的两个关键因素是当期利率水平即预期收益率和企业现金流变化。我们对比历史行情中，利率水平与当前相似的市场，复盘当年市场企业现金流的变化如何影响了股价走势，去寻找接下来影响食品饮料行业走势的可观察的因素。

2020年4月复盘：我们选取了2020年4月作为估值比较的一个观察点，因为从2009年以来，2020年4月份是市场利率的一个低点，当前市场利率水平与2020年4月份利率水平接近。

复盘2020年4月，食品饮料整体进入上涨通道，行业平均收盘价从4月30日的38.43元涨至5月31日的68.48元，涨幅达到78.19%。分析上涨原因，我们认为主要是在2020Q1之后，受出口和基建复苏带动，宏观经济快速复苏，食品饮料企业现金流大幅改善。

2024年展望：对比2020年4月，当前食品饮料板块也是处于利率环境比较低的情况下，市场预期收益率在下调，但是由于市场对宏观经济预期也有所调整，使得板块整体走弱。对未来企业现金流的预期成为资产定价的核心关注点。我们看到影响食品饮料现金流有两个重要的宏观因素：1是当前宏观经济在缓慢恢复中，名义GDP的不断修复；2是物价有望回到温和上涨的通道中来。

投资策略：

在这两个判断下，我们看好2024年食品饮料板块市值恢复的空间，虽然与2020年4月份比较，当时宏观经济处于疫情影响下，宏观环境与现在比有很大的变化，经济复苏的快慢也不一致，但是我们从目前经济环境下，仍可以看到企业现金流端向好的趋势。建议关注与宏观经济景气度相关性高的白酒板块，重点推荐：贵州茅台、五粮液等公司。

风险提示：

宏观经济复苏不及预期，行业复苏不及预期，企业管理出现重大瑕疵等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
贵州茅台	49.93	58.91	70.00	81.54	33.45	28.35	23.86	20.48	11.13	强烈推荐
五粮液	6.88	7.79	8.83	10.01	19.54	17.24	15.22	13.42	4.48	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 我们的观点.....	3
2. 2020 年复盘.....	3
3. 2024 年的重要观察点	5
4. 风险提示	5
相关报告汇总.....	6

插图目录

图 1： 10 年期国债收益率	3
图 2： 食品饮料板块平均收盘价（单位：元）	4
图 3： 食品饮料板块季度现金流同比（%）	4
图 4： 贵州茅台、五粮液、泸州老窖经营性现金流同比（%）	4

1. 我们的观点

根据现金流折现定价模型，资产定价的两个关键因素是当期利率水平即预期收益率和企业现金流变化。我们对比历史行情中，利率水平与当前相似的市场，复盘当年市场企业现金流的变化如何影响了股价走势，去寻找接下来影响食品饮料行业走势的可观察的因素。

我们选取了 2020 年 4 月作为估值比较的一个观察点，因为从 2009 年以来，2020 年 4 月份是市场利率的一个低点，当前市场利率水平与 2020 年 4 月份利率水平接近。

复盘 2020 年 4 月以后行情，食品饮料整体进入上涨通道，行业平均收盘价从 4 月 30 日的 38.43 元涨至 5 月 31 日的 68.48 元，涨幅达到 78.19%。分析上涨原因，我们认为主要是在 2020Q1 之后，受出口和基建复苏带动，宏观经济快速复苏，食品饮料企业现金流大幅改善。

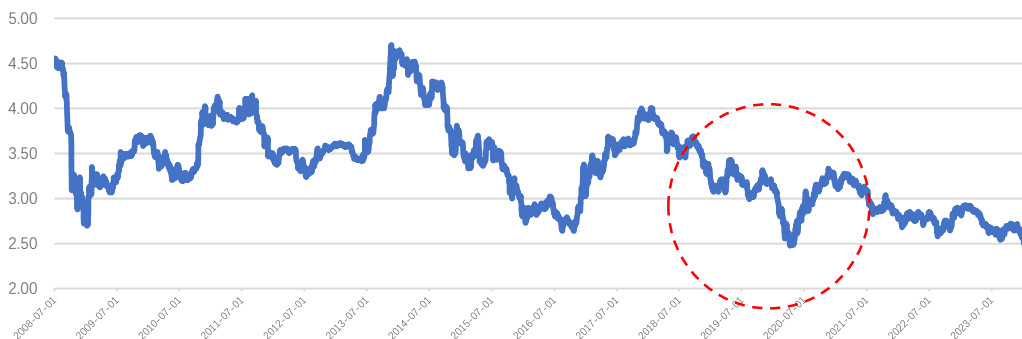
对比 2020 年 4 月，当前食品饮料板块也是处于利率环境比较低的情况下，市场预期收益率在下调，但是由于市场对宏观经济预期也有所调整，使得板块整体走弱。对未来企业现金流的预期成为资产定价的核心关注点。我们看到影响食品饮料现金流有两个重要的宏观因素：1 是当前宏观经济在缓慢恢复中，名义 GDP 的不断修复；2 是物价有望回到温和上涨的通道中来。

在这两个判断下，我们看好 2024 年食品饮料板块市值恢复的空间，虽然与 2020 年 4 月份宏观环境有很大的变化，经济复苏的力度也不同，但是我们从目前经济环境下，仍可以看到企业现金流端向好的趋势。建议关注与宏观经济景气度相关性高的白酒板块，重点推荐：贵州茅台、五粮液等公司。

2. 2020 年复盘

我们选取 2020 年作为估值比较的一个观察点，因为从 2009 年以来，2020 年 4 月份是市场利率的一个低点，当前市场利率水平与 2020 年 4 月份利率水平接近，即我们认为市场预期收益率比较接近。

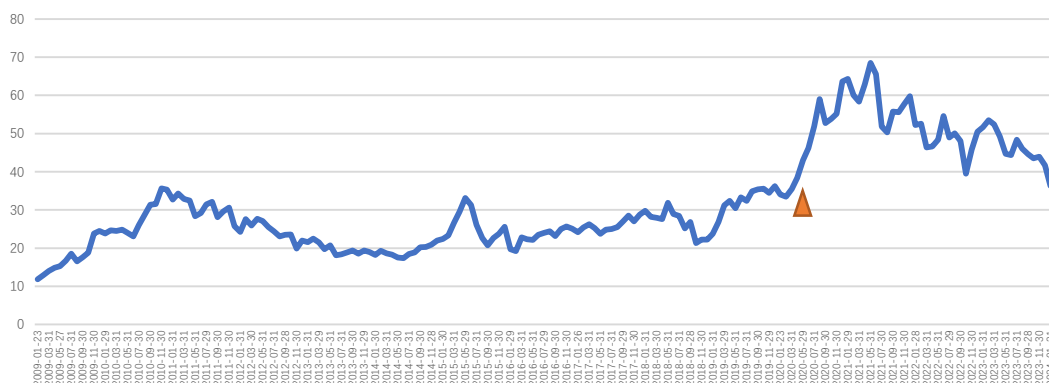
图1：10 年期国债收益率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

对比行情走势，2019年受国内金融去杠杆和中美贸易摩擦影响，经济增长放慢。2020年初受疫情影响，大部分企业生产和运输受到影响，企业经营受到影响导致现金流出现恶化。2020年一季度后，随着以5G、新能源等新基建建设的加码，经济从底部回升，需求也逐渐恢复，食品饮料整体进入上涨通道，行业平均收盘价从4月30日的38.43元涨至5月31日的68.48元，涨幅达到78.19%。

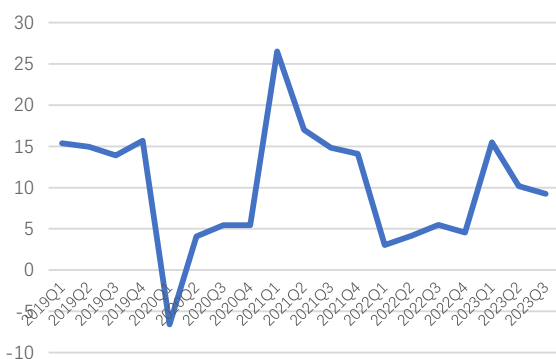
图2：食品饮料板块平均收盘价（单位：元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

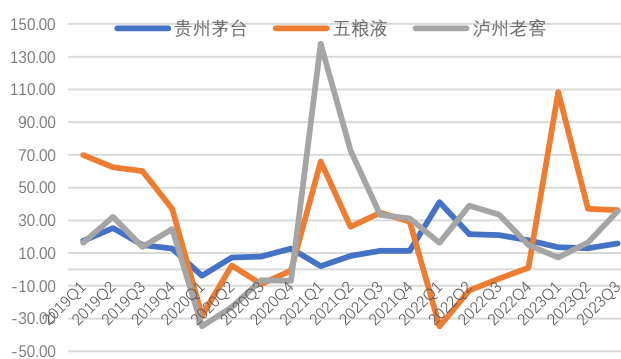
分析上涨原因，我们认为：1是疫情之后，国家加大了5G、工业物联网、特高压等新基建建设，为经济增长注入动能。2是我国疫情防控较好，国内工业产业链受疫情冲击小，使得出口板块快速复苏，经济得到直接拉动。3是在2020Q1之后，国内消费需求也得到恢复，食品饮料企业现金流大幅改善。

图3：食品饮料板块季度现金流同比（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图4：贵州茅台、五粮液、泸州老窖经营性现金流同比（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 2024 年的重要观察点

对比 2020 年 4 月，在利率环境比较低的情况下，市场预期收益率在下调，但是由于市场对宏观经济预期下调，使得板块整体走弱。所以对未来企业现金流的预期成为资产定价的核心关注点。我们看到影响食品饮料现金流有两个重要的宏观因素：1 是当前宏观经济在缓慢恢复中，名义 GDP 的不断修复；2 是物价有望回到温和上涨的通道中来。

1、名义 GDP 仍在恢复中，随着近期包括增发国债资金落地、PSL 重启、降息降准等一系列政策出台，经济边际企稳。

2 月 1 日，央行发布的公告显示，1 月份，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增 PSL1500 亿元。这是继去年 12 月重启 PSL 投放 3500 亿元后，央行再次投放 PSL1500 亿元。PSL 的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资。去年底，央行行长曾多次公开表示，将为保障性住房、城中村改造等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。我们认为，去年 12 月，央行时隔 10 个月重启 PSL，将主要投向“三大工程”，尤其是城中村改造和保障房建设。

同时，在“新房改”政策下，配售型保障房将逐渐试点开展，如果 2024 年配售型保障房投资将增加，对房地产投资将有所拉动，房地产投资的降幅会收窄，对经济拖累减小。

此外，从出口端，预期美国将从“去库存”迈向“主动补库存”，或将带动美国进口中国占比继续回升。

2、物价有望进入温和通胀环境

1 月 24 日，央行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示，当前物价水平与价格预期目标相比仍有距离，前期国内银行已适度下调存款利率，人民银行又调降支农支小再贷款、再贴现利率以及存款准备金率，有助于推动做为信贷定价基准的 LPR 下行。

央行这一表态下，我们预期物价有望重回到温和通胀的环境。温和通胀环境往往更容易推动消费升级，对食品饮料企业盈利有较大帮助。

在这两个判断下，我们看好 2024 年食品饮料板块市值恢复的空间，虽然与 2020 年 4 月份比较，当时宏观经济处于疫情影响下，宏观环境与现在比有很大的变化，经济复苏的快慢也不一致，但是我们从目前经济环境下，仍可以看到企业现金流端向好的趋势。建议关注与宏观经济景气度相关性高的白酒板块，重点推荐：贵州茅台、五粮液等公司。

4. 风险提示

宏观经济复苏不及预期，行业复苏不及预期，企业管理出现重大瑕疵等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：物价温和回升预期增强，食品饮料企业盈利有望进一步增强	2024-01-31
行业普通报告	食品饮料行业：建议关注长期基本面扎实个股	2024-01-23
行业普通报告	食品饮料行业：食品饮料行业高分红个股梳理	2024-01-08
行业普通报告	食品饮料行业：11月社零数据进一步回暖，餐饮业加速复苏	2023-12-29
行业普通报告	食品饮料行业：“转型”、“分化”为白酒关键词，复苏仍待经济回暖	2023-12-28
行业普通报告	食品饮料行业：国际奶价震荡为主，国内奶价中短期依然存在下行压力	2023-12-27
行业普通报告	食品饮料行业：好想你及盐津控股投资零食很忙，有望获得协同效应	2023-12-22
行业普通报告	食品饮料行业：中央经济工作会议传递信号，扩大新型消费是消费主线	2023-12-19
行业普通报告	食品饮料行业：食品安全国家标准修订，或有利于乳制品的进一步升级	2023-12-19
行业普通报告	食品饮料行业报告：新榨季，白糖及糖蜜价格有望回落	2023-12-15
公司普通报告	千味央厨（001215）：定增方案获批，助力公司稳健增长	2023-11-30
公司普通报告	千味央厨（001215）：直营增速亮眼，产品结构持续优化	2023-09-01
公司普通报告	安井食品（603345）：增长稳健，盈利能力持续提升	2023-08-04
公司普通报告	涪陵榨菜（002507）：22年利润率改善明显，静待23年收入端提振	2023-03-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526