

食品饮料行业深度报告

平情应物，驭势稳进

——中低速转型阶段买食品饮料是在买什么？

增持（维持）

2024年07月15日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

投资要点

■ **A股高现金流高ROE行业具备稳定估值支撑，15x是参考中枢。**在稳态低增长情形下，动态 $PE = DCF/E_1 = FCFR/(r-g)$ ，能够由此推导出，12~15倍动态PE是多数稳态低增长消费行业的合理估值。①对于稳态低增长的成熟行业公司，由于行业没有扩容增量，公司无大额资本开支，每年固定资产投入仅需覆盖折旧摊销部分，且公司收现稳定，则理想条件下应有自由现金流比率 $FCFR = 1$ 。②在CAPM框架下，简化假设公司 $\beta = 1$ ，且没有财务杠杆，则要求投资回报率 $r = r_M$ ，参考海外年平均投资回报率约为8~10%（美国标普等）；公司长期增速 g 参考通胀预期约为0~2%。因此，分子端 $FCFR$ 取1，分母端 $r-g$ 取7~8%，则有合理动态 $PE = 12 \sim 15$ 。

■ **当前食品饮料估值偏低，压制主要源于对未来现金流及盈利下修的担忧。**从PEG及股息率角度横向对比A股各成熟行业估值水平，当前白酒（剔除茅台）、食品子行业24PE分别仅12、16x，对应PEG不足1倍，股息率达4%以上，估值处于相对折价位置；饮料乳品24PE为17x，处于相对合理位置；啤酒、调味品24PE分别为20、26x，享受了一定的相对估值溢价。估值压制主要源于市场对板块未来业绩增长兑现存在下滑担忧，收入预期不振、人口老龄化加剧、产品库存上升等因素，导致投资者普遍担心未来行业在量价两方面均将承压。

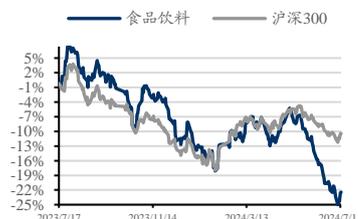
■ **参考日本90年代食品饮料表现：稳而不怠，行远弥坚。**在经济增长增速叠加人口老龄化加速背景下，食品饮料龙头公司营收及分红规模仍然保持稳定（分红率从36%提升至50%左右），主因：①食品饮料作为必选消费，居民支出稳定，其中价的稳定性要好于量。②具有品牌、产品、渠道优势的食品饮料一线龙头，通过产品多元化布局、渠道整合、出海扩张等方式巩固营收规模，具备风险抵御能力。而二线龙头通过抓住场景创新及增量渠道机遇，存在份额突围机会。从股市表现看，90年代日本食品饮料行业股价波动相对温和，特别在大盘下跌的年份，大多能跑出相对收益。期间食品饮料估值随大盘回落，行业相对PE大多维持在1倍上下，最低跌至约0.6倍。

■ **板块何时见底？平情应物，驭势稳进。**A股当前食品饮料行业24PE（16x）已接近历史低点（2013年初当年PE为14x），我们认为：短期市场悲观情绪对板块造成冲击，板块反弹有待上市公司业绩风险出清，或需求预期扭转，后者有待宏观层面的财货政策积极发力或中观层面的旺季动销验证。但站在中长期维度，在需求不发生大的系统性风险前提下，认为食品饮料需求波动有限，板块业绩底较当前表现业绩下修幅度不大，当前年度PE在15x附近已逐渐步入价值区间。

■ **投资建议：**2024年食品饮料投资策略主线是低估值优质确定性成长+高股息率，辅线是经营改善，关注稳定政策的持续加码和风险偏好变化，中性假设下，2024年类2022年波动性仍存，低位布局更理性。白酒中长期看好基本面坚挺和份额提升标的，短期布局旺季前预期差，推荐山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、老白干酒；贵州茅台、五粮液、泸州老窖等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品重视成本红利和渠道红利集中的啤酒和部分零食调味品，燕京啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒、三只松鼠、盐津铺子、劲仔食品等。

■ **风险提示：**原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

行业走势



相关研究

《如何看待白酒消费税改演绎路径及影响？》

2024-07-09

《乳制品专题：以日为师，我国乳制品消费结构仍有大空间》

2024-06-18

内容目录

1. 核心观点	5
2. 横向视角：A 股高现金流高 ROE 行业具备稳定估值支撑.....	6
2.1. 从 DCF 看稳定增长行业投资范式.....	6
2.1.1. 从 DCF 看 PE 估值：为什么 15x 是参考中枢？	6
2.1.2. 从 DCF 到 DDM：增速下行阶段通过分红保障股东回报	8
2.1.3. 高 ROE 高现金流高分红标的：行之有效的稳健收益策略.....	9
2.2. 食品饮料：当前估值反映现金流及盈利悲观预期.....	10
3. 海外视角：日本 90 年代食品饮料：稳而不怠，行远弥坚	13
3.1. 股价复盘：经济下行阶段，食饮行业仍具备稳定防御价值.....	13
3.2. 业绩复盘：产品、渠道多措并举，食饮龙头营收、分红保持稳健.....	18
3.3. 估值复盘：景气度主导估值弹性，提分红支撑价值底盘.....	22
3.4. 复盘总结：90 年代日本食饮支出保持稳定，自下而上仍存机遇.....	24
4. 投资建议	25
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	A 股消费、公用等成熟行业, 高 ROE、高现金流、稳定较快增速特征通常相互伴生.....	7
图 2:	A 股消费、公用等成熟行业目前 PE 估值大多位于合理区间.....	8
图 3:	消费、公用子行业分红及再投资比率对比.....	9
图 4:	绩效、绩优、红利组合盈利增速对比.....	9
图 5:	绩效、绩优、红利组合 FCFR 及股息率(右)对比.....	9
图 6:	高 ROE 高现金流高分红标的 (以国证绩效指数为例) 能够实现更为稳健的组合收益...	10
图 7:	食品饮料及白酒历年折旧摊销及资本开支占比.....	10
图 8:	食品饮料自由现金流比率 vsROE.....	10
图 9:	A 股消费、公用行业净现比对比.....	11
图 10:	A 股消费、公用行业 ROE 对比.....	11
图 11:	A 股一级行业分红率及股息率对比.....	11
图 12:	食品饮料行业分红比率及归母净利润增速变化.....	11
图 13:	A 股成熟子行业 PE 及盈利增速对比.....	11
图 14:	A 股成熟子行业分红率及股息率对比.....	11
图 15:	白酒自由现金流比率 vsROE.....	12
图 16:	白酒各季度自由现金流比率变化拆分.....	12
图 17:	食品自由现金流比率 vsROE.....	12
图 18:	食品各季度自由现金流比率变化拆分.....	12
图 19:	90 年代日本股市年度涨跌幅对比.....	13
图 20:	90 年代日本主要行业年度涨跌幅跑赢大盘的比例.....	13
图 21:	日本 90 年代食品饮料行业股价走势.....	14
图 22:	1989 年起日本央行 5 次上调公定贴现率.....	14
图 23:	90 年代日本逐渐步入低通胀阶段.....	14
图 24:	90 年代日本食品饮料上市公司收入增长保持平稳.....	15
图 25:	90 年代初, 日本失业率尚在低位.....	15
图 26:	1991~1995 年日本地价连续下跌.....	15
图 27:	90 年代日本商业零售额同比增速走弱.....	15
图 28:	1990~2008 年日本债务依存度及赤字率.....	16
图 29:	1990~2006 年日元汇率变化.....	16
图 30:	90 年代日本老龄化程度加深.....	17
图 31:	90 年代日本家庭消费支出及收入增速同比.....	17
图 32:	90 年代日本分部门 GDP 名义增长贡献.....	19
图 33:	90 年代日本分部门 GDP 实际增长贡献.....	19
图 34:	90 年代日本消费分项 CPI 走势.....	19
图 35:	90 年代日本消费支出分项量、价增幅.....	19
图 36:	90 年代日本食品饮料上市公司收入保持平稳.....	20
图 37:	90 年代日本食品饮料上市公司盈利表现稳定.....	20
图 38:	90 年代日本啤酒及调味品龙头份额可观.....	21
图 39:	90 年代日本食饮上市公司收入增速好于行业整体.....	21
图 40:	伊藤园 90 年代收入及增速.....	21
图 41:	宝控股 90 年代酒类收入及增速.....	21
图 42:	90 年代日本食饮公司净利率回落、投资扩张谨慎.....	22

图 43:	90 年代日本食品饮料上市分红率稳步抬升.....	22
图 44:	日本食饮行业相对 PE 走势与相对盈利增速一致.....	22
图 45:	90 年代日本食品饮料上市公司股息率略高于市场.....	22
图 46:	90 年代日本食品饮料行业相对 PE 最低跌至 0.6 倍.....	23
图 47:	日本食饮估值下杀主要发生在剪刀差走弱阶段.....	23
图 48:	食饮 PE 隐含风险溢价 ERP 最高达 2.5 倍+ERP _M	23
图 49:	90 年代日本食品饮料行业股息率高位在 1% 左右.....	23
图 50:	90 年代日本消费支出价格表现好于数量.....	24
图 51:	90 年代以来日本人均食品饮料支出（现价）变化.....	24
图 52:	日本食饮龙头分红保持稳定——麒麟为例.....	24
图 53:	日本 90 年代饮料二线龙头伊藤园份额持续提升.....	24
图 54:	中国食饮各分项产品 CPI.....	26
图 55:	日本食饮各分项产品 CPI.....	26
图 56:	日本食品饮料与其他大类消费支出增速对比.....	26
图 57:	日本人均烈酒消费量及增速.....	26
图 58:	2013~14 年期间白酒市值先于盈利见底.....	27
图 59:	白酒板块(剔除茅台)最新 PE 估值变化对比.....	27
图 60:	食品饮料估值已接近历史底部.....	27
图 61:	食品饮料股息率再度高于全市场整体.....	27
表 1:	1990~2006 年期间日本主要货币、财政、经济政策.....	17
表 2:	食品饮料细分品类消费渗透率、消费粘性 & 行业格局对比.....	25

1. 核心观点

2023 年以来，国内经济新常态背景下，居民消费信心有待修复，消费股估值同样承压。本篇专题旨在从板块横向对比以及海外历史复盘 2 个维度，说明食品饮料行业估值所在位置，以及食品饮料公司在经济新常态背景下的投资价值。

1) 当前食品饮料估值偏低，压制主要源于对未来现金流及盈利下修的担忧。

从 PEG 及股息率角度横向对比 A 股各成熟行业估值水平，当前白酒（剔除茅台）、食品子行业 24PE 分别仅 12、16x，对应 PEG 不足 1 倍，股息率达 4% 以上，估值在 A 股各高 ROE、高现金流、高分红的成熟行业中处于相对折价位置；饮料乳品 24PE 为 17x，处于相对合理位置；啤酒、调味品 24PE 分别为 20、26x，享受了一定的相对估值溢价。

估值压制主要源于市场对板块未来业绩增长兑现存在下滑担忧：①宏观层面，考虑收入预期不振、人口老龄化加剧，并且多数食品饮料细分产品的市场渗透率已较高，投资者普遍担心未来在量价两方面均存在压制。②行业层面，对于白酒等子行业，投资者担心近年渠道下沉扩张也带来了一定的社会库存沉淀，未来需求弱势背景下，渠道主动去库或导致报表降速更甚于动销。

2) 参考日本 90 年代经验，食品饮料作为必选消费韧性仍强，股价具备防御价值。

90 年代日本消费经历从泡沫化繁荣到通缩衰退的艰难 10 年，在经济增长降速叠加人口老龄化加速背景下，食品饮料龙头公司营收及分红规模仍然保持稳定（分红率从 36% 提升至 50% 左右），主因：①食品饮料作为必选消费，居民支出仍相对稳定，其中价的稳定性要好于量。②具有品牌、产品、渠道优势的食品饮料一线龙头，能够通过产品多元化布局、上下游整合、出海扩张等方式巩固营收规模，具备较好的抵御风险能力。而二线龙头通过抓住场景创新及增量渠道机遇，存在份额突围机会。

从股市表现看，90 年代日本食品饮料行业股价波动相对温和，特别在大盘下跌的年份，大多能跑出相对收益（概率达到 5/7，未能跑赢的 2 年，跌幅跟大盘也非常接近）。期间食品饮料估值随大盘回落，行业相对 PE 大多维持在 1 倍上下，最低跌至约 0.6 倍。

当前 A 股面对 CPI 疲软、消费信心不振、人口老龄化所带来的量价压力，市场普遍质疑当前食品饮料的抗波动能力，参考日本经验，我们认为短期居民收入信心影响及产品库存压力出清后，食品饮料龙头未来收入兑现仍具备较好稳定性。

板块何时见底？A 股当前食品饮料行业 24PE（16x）已接近历史低点（2013 年初当年 PE 为 14x），我们认为：短期市场悲观情绪对板块造成冲击，板块反弹有待上市公司业绩风险出清，或需求预期扭转，后者有待宏观层面的财货政策积极发力或中观层面的旺季动销验证。但站在中长期维度，在需求不发生大的系统性风险前提下，认为食品饮料需求波动有限，板块业绩底较当前表现业绩下修幅度不大，当前年度 PE 在 15x 附近已逐渐步入价值区间。

2. 横向视角：A 股高现金流高 ROE 行业具备稳定估值支撑

2.1. 从 DCF 看稳定增长行业投资范式

2.1.1. 从 DCF 看 PE 估值：为什么 15x 是参考中枢？

绝对估值角度，企业价值可以看作未来公司所产生的各期自由现金流 FCF 贴现之和。自由现金流代表公司实际持有的能够回报公司所有人的现金，是在不影响公司生存与发展的前提下可供分配给公司所有人的最大现金额。

$$\begin{aligned}
 DCF &= \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+r)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+r)^i} = \sum_{i=1}^n \frac{EBIT_i(1-t) + NCC_i - \Delta NWC_i - FCInv_i}{(1+r)^i} \approx \sum_{i=1}^n \frac{CFO_i - FCInv_i}{(1+r)^i} \\
 &= \sum_{i=1}^n \frac{(CFOR_i - RR_i) \times Earnings_i}{(1+r)^i} = (CFOR - RR) \times \frac{E_1}{r-g} = \left(CFOR - \frac{g}{ROE} \right) \times \frac{E_1}{r-g}
 \end{aligned}$$

$$\text{则有 leading PE} = \frac{DCF}{E_1} = \frac{FCFR}{r-g} = \left(CFOR - \frac{g}{ROE} \right) \times \frac{1}{r-g}$$

$EBIT(1-t)$: 即息前税后利润; E_1 : 未来 1 年净利润; NCC : 折旧摊销等非现金调整项; NWC : 净营运资本

$$\text{自由现金流比率 FCFR} = \frac{\text{企业自由现金流 FCFF}}{\text{净利润}}; \quad \text{净现比 CFOR} = \frac{\text{经营性现金流 CFO}}{\text{净利润}};$$

$$\text{再投资比率 RR} = \frac{FCInv}{\text{净利润}} = 1 - \text{分红率 } d; \quad FCInv: \text{每年为维持稳定增长所需要的固定资产投资}$$

$$\text{盈利增速 } g = ROE \times \text{再投资比率 RR}$$

从 DCF 公式推导，可以得到：

1) 对于适用于 DCF 估值的稳定增长的行业，企业价值主要由其经营现金流创造能力 CFOR、盈利能力 ROE 以及增速水平 g 决定。并且，三者互相也存在紧密关联：

① 净现比 CFOR 描述的是公司日常经营的收现能力。不考虑非主业经营相关的科目（如投资收益、其他收益等）影响，则经营性现金流 CFO 与净利润的差异主要体现在非现金调整项 NCC 及净营运资本 NWC（即流动资产（存货、预付、应收项等）和流动负债（预收、应付等）的差值）上。净现比 CFOR 提升，通常说明公司资金周转及上下游占款能力增强，能够更好支持公司以自有现金通过再投资、偿还债务、支付股利等方式提升股东回报，实现更高的 ROE。

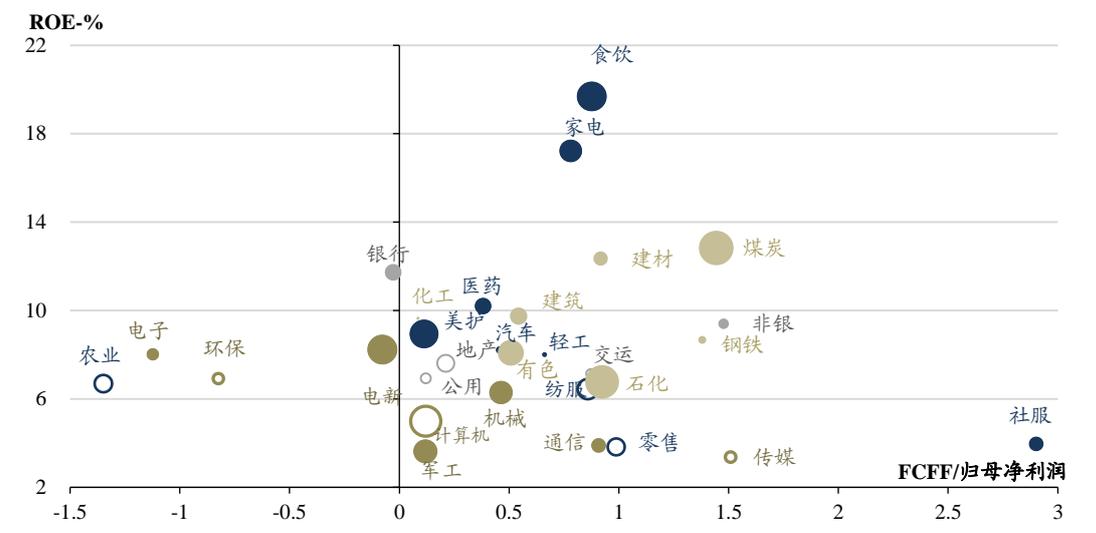
② 净资产收益率 ROE 描述的是公司的资本回报能力，体现在净利率、资产周转率和杠杆使用效率三方面。假设公司再投资项目与当前资产享有相同的 ROE，则有盈利增速 $g = ROE \times \text{再投资比率 RR}$ ，因此 ROE 越高，也意味着公司维持稳定的盈利能

力 ROE 及稳态增速 g 所需的固定资产投入 Capex 越低。

③ 永续增速 g 描述的是公司的中长期成长性。在行业成熟阶段，公司的可持续增长能力 g ，与自身经营壁垒（有限竞争还是充分竞争）、自身品牌/管理溢价能力（能否跑赢通胀）以及业务受众的基数变化（如人口老龄化等）等因素有关，而高 ROE 也是前两者因素的体现，因此 ROE 与稳定增速 g 也存在一定的正相关性。

统计 2016 年以来 A 股各一级行业相关比率表现，可见对于消费、公用等成熟行业，高 ROE、高现金流、稳定较快增长特征通常三者伴生。

图1：A 股消费、公用等成熟行业，高 ROE、高现金流、稳定较快增速特征通常相互伴生



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：1) 图中气泡大小代表 2016~23 年归母净利润复合增速的数值大小，空心表示负数。

2) 图中 ROE 取 2016~23 年度均值。

3) 图中 FCFE/归母净利润取 2016~23 年度合计加权均值。

2) 在稳态低增长情形下，根据动态 $PE = \frac{DCF}{E_1} = \frac{FCFR}{r-g}$ ，能够推导出，12~15 倍动态 PE 是多数稳态低增长消费行业的合理估值。

① **FCFR**：对于稳态低增长的成熟行业公司，由于行业没有扩容增量，公司无大额资本开支，每年固定资产投入仅需覆盖折旧摊销部分，且公司首先稳定，则理想条件下应有自由现金流比率 $FCFR = 1$ 。

② **r**：在 CAPM 框架下，简化假设公司 $\beta=1$ ，且没有财务杠杆，则要求投资回报率 $r = r_M$ ，参考海外年平均投资回报率约为 8~10%（美国标普等）。

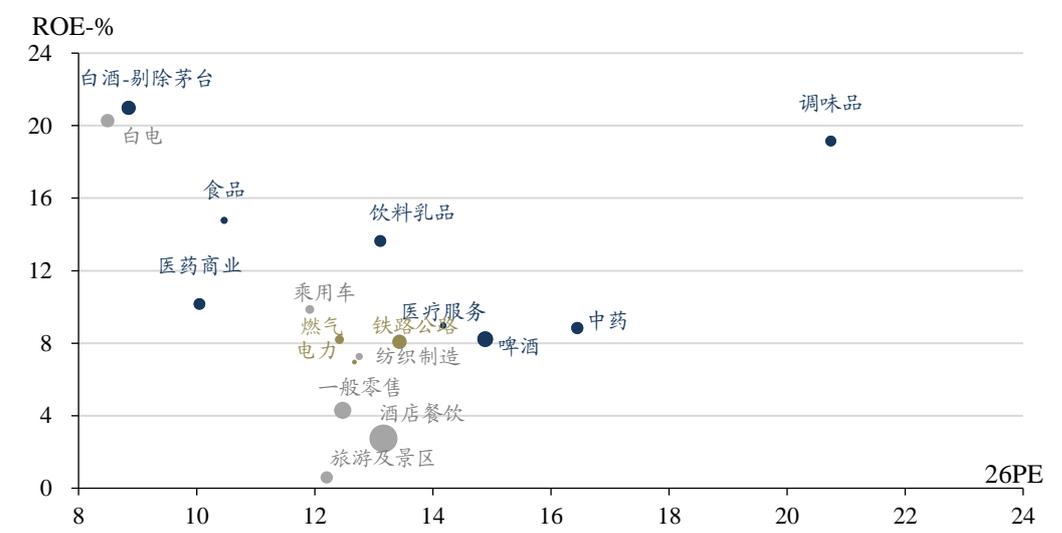
③ **g**：在人口红利消退背景下，参考 CPI 通胀水平，假设消费行业稳态增速通常为 0~3%。

因此，上述公式分子端 FCFR 取 1，分母端 $r - g$ 取 7~8%，则有合理动态 $PE=12\sim15$ 。

统计 A 股消费、公用等成熟行业，多数子行业 PE 已经反映未来低增长甚至不增长的预期。当前 A 股消费、公用等子行业的 26PE 大多位于 10~13 倍区间（疫后线下连锁业态目前仍处于利润修复阶段，短期利润偏低对 PE 扰动较大，因此用远期 PE 进行估值对比），若按照 24~26 年正常复合增速 10% 还原，即相当于 24PE 位于 12~15 倍的成熟阶段估值区间，说明多数成熟行业已按低增长或者不增长的谨慎预期进行定价。

当前估值高于谨慎区间（即 26PE 高于 13 倍）的消费子行业主要有调味品、啤酒、中药、医疗服务等，主因行业高 ROE 或高成长性预期拔高估值；估值低于谨慎区间（即 26PE 低于 10 倍）的消费子行业主要有白电、白酒，前者系行业长期成长空间有限，后者反映市场对行业短中期盈利存在下滑担忧。

图2：A 股消费、公用等成熟行业目前 PE 估值大多位于合理区间



数据来源：wind，东吴证券研究所

- 注：1) 图中气泡大小代表 FCFR 的数值大小。
- 2) 图中 ROE 取 2016~23 年度均值。
- 3) 图中 26PE 参考行业一致盈利预期计算。

2.1.2. 从 DCF 到 DDM：增速下行阶段通过分红保障股东回报

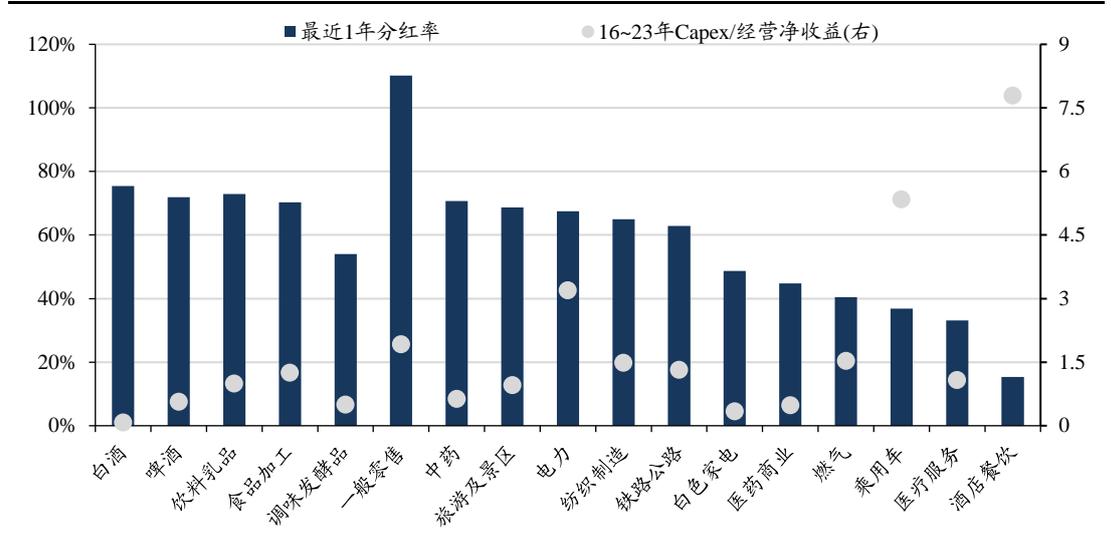
经济波浪式发展背景下，企业盈利增速预期下修，相比通过再投资创造价值，市场更倾向于提升现金分红。相当于对于股权持有人而言，与其让企业把自由现金流做现有业务的再投资，不如通过现金分红，让股权人配置到回报更好的资产上去，从而发挥更高的资源配置效率。

根据 $DCF = (CFOR - RR) \times \frac{E_1}{r-g}$, $RR=1-d=\frac{g}{ROE}$, 若 ROE 不变，则在预期增速 g 边际下行的情况下，降低再投资比率、提升分红比率，是保障企业价值及股东回报的有效方式。

横向对比消费、公用子行业的分红及再投资比率，可见食品饮料各子行业、中药、

医药连锁、景区、白电等已处于资本开支相对较少的成熟阶段；与之相对的，以上行业的分红率均位于50%以上水平。

图3：消费、公用子行业分红及再投资比率对比



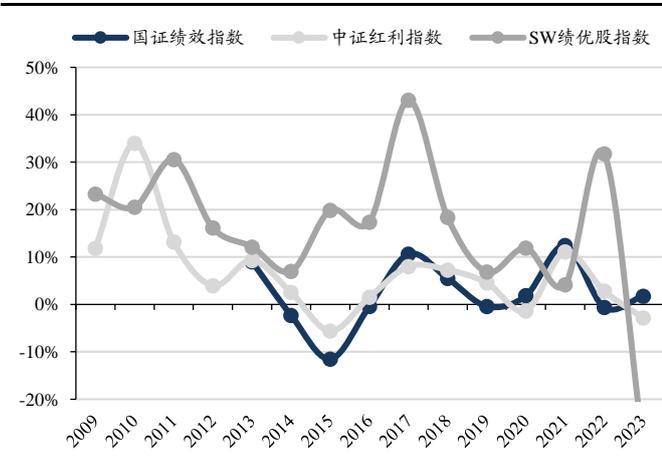
数据来源：wind，东吴证券研究所

注：经营净收益=营业总收入-营业总成本

2.1.3. 高ROE 高现金流高分红标的：行之有效的稳健收益策略

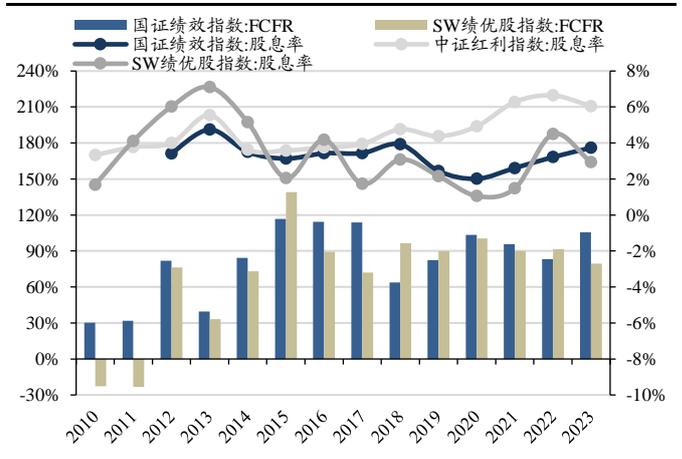
构建高ROE、高现金流、高分红标的的组合，在股市上行期可以凭借稳健成长性实现超额收益，在股市下行期则能够借助高分红提供一定的防御价值。参考国证绩效指数（根据净资产收益率、总资产获现率以及净资产派现率3种财务指标，选取指数样本股）表现，2009年以来该指数超额收益的回撤幅度显著好于中证红利（高分红样本）及SW绩优股（高ROE样本）指数。兼具高现金流、高ROE及高分红特征的标的，通常具备更高的经营壁垒及收现稳定性，具有较好的跨周期经营能力，股价相应能跑出稳健的相对收益。

图4：绩效、绩优、红利组合盈利增速对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：绩效、绩优、红利组合FCFR及股息率(右)对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

图6: 高 ROE 高现金流高分红标的 (以国证绩效指数为例) 能够实现更为稳健的组合收益

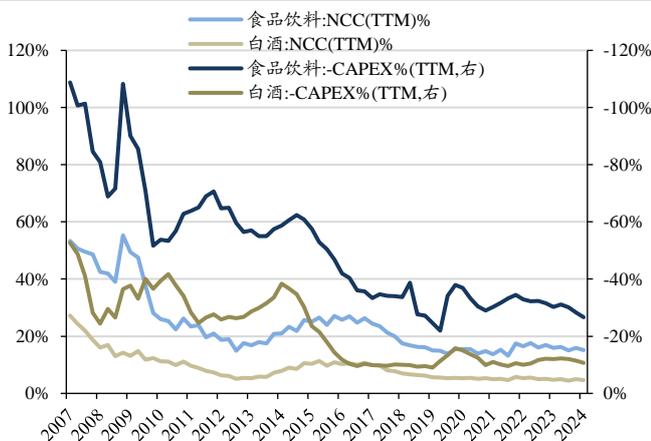


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.2. 食品饮料: 当前估值反映现金流及盈利悲观预期

伴随行业步入成熟发展阶段, 近年食品饮料行业呈现资本开支趋缓、分红率抬升趋势, 高现金流、高 ROE、高分红特征显著。现金流方面, 食品饮料净现比 CFOR (扣除折旧摊销后的经营净现金流/经营净收益, 取 2016~23 年均值) 为 0.8, 除白酒 (基酒存货持续增长导致营运资本增加) 外, 其他子行业 CFOR 均大于 1, 符合各消费行业收现较好的特征。ROE 方面, 食品饮料由于白酒强品牌、高净利率、轻资产特征, 近年 ROE 保持在 20% 以上水平, 远高于其他行业。分红方面, 食品饮料行业最近 1 年分红率达 70%+, 分红率及对应股息率在 A 股各一级行业中均排名 6/30。

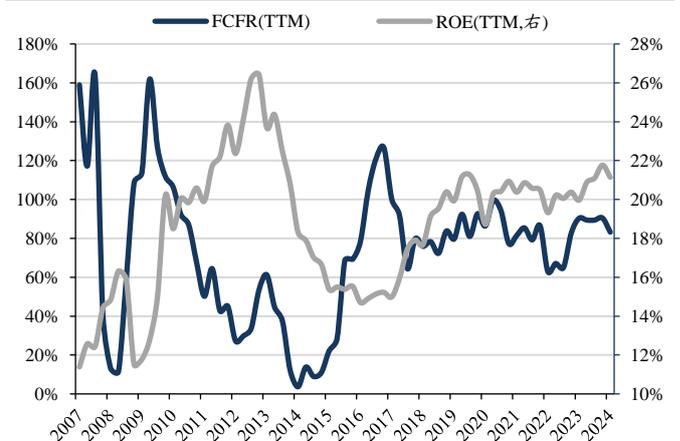
图7: 食品饮料及白酒历年折旧摊销及资本开支占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

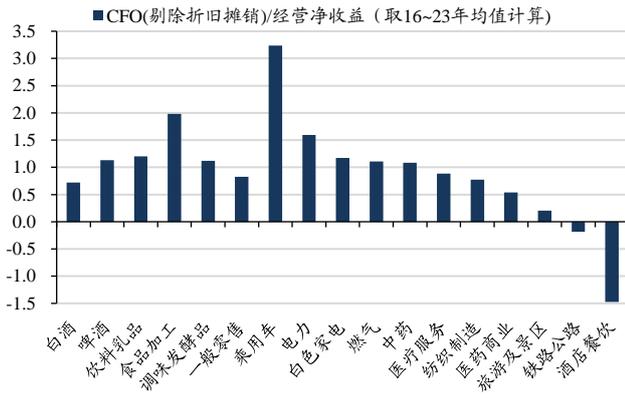
注: 折旧摊销 NCC 及资本开支 CAPEX 占比均为占归母净利润比率

图8: 食品饮料自由现金流比率 vsROE



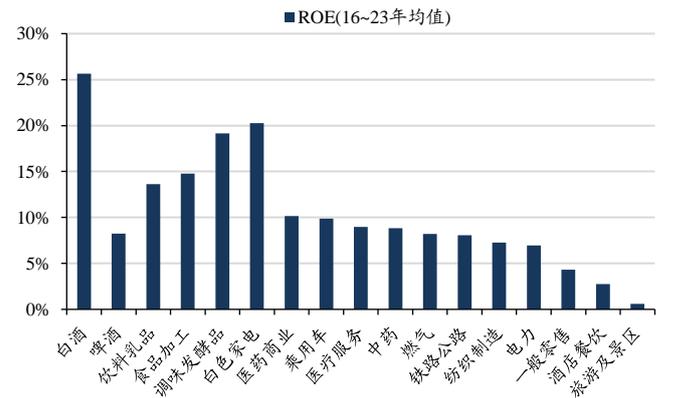
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图9: A股消费、公用行业净现比对比



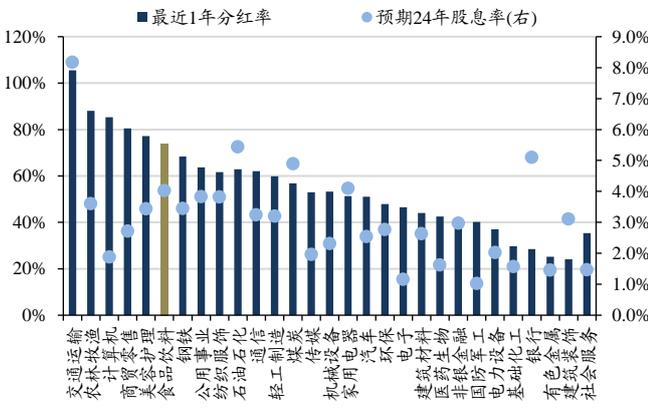
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图10: A股消费、公用行业ROE对比



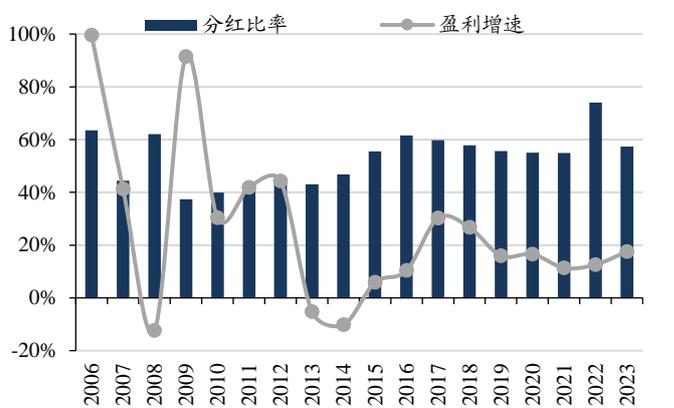
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图11: A股一级行业分红率及股息率对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图12: 食品饮料行业分红比率及归母净利润增速变化

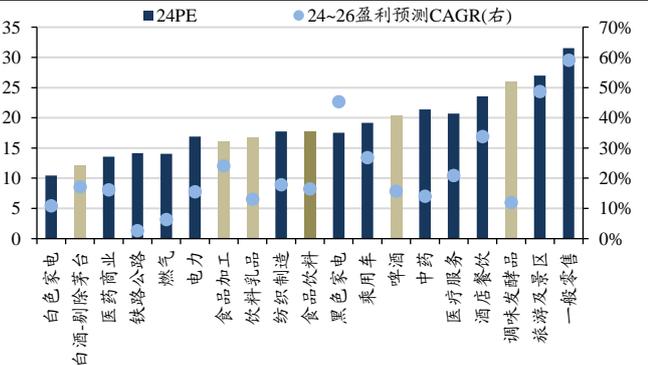


数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 预期24年股息率=最近1年分红率/24PE, 部分行业23年现金分红未全部派息的, 选取22年数据计算

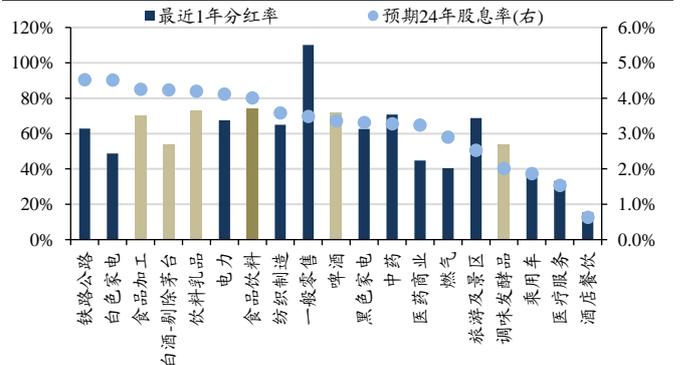
然而, 对比A股各成熟稳定增长行业, 食品饮料行业整体估值处于中等偏低位置, 其中白酒、食品PE估值相对折价较多。从PEG及股息率角度横向对比行业估值水平, 当前白酒(剔除茅台)、食品子行业24PE分别为12、16倍, 对应PEG不足1倍, 股息率达4%以上, 估值在A股各高ROE、高现金流、高分红的成熟行业中处于相对折价位置; 饮料乳品处于相对合理位置; 啤酒、调味品则相对享受了一定的估值溢价。

图13: A股成熟子行业PE及盈利增速对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图14: A股成熟子行业分红率及股息率对比

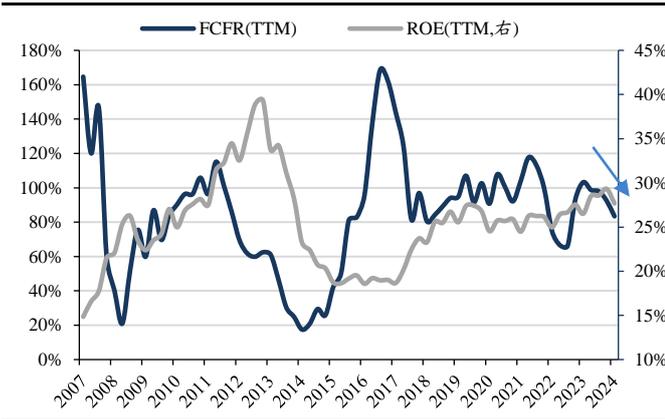


数据来源: wind, 东吴证券研究所

当前食品饮料估值压制主要源于对未来现金流及盈利下修的担忧。食品饮料行业自2023年再度步入自由现金流比率及ROE回落区间，市场担心未来业绩或将承压，观望情绪加重，更倾向于等待需求见底或行业PE估值提供足够安全边际的时刻。

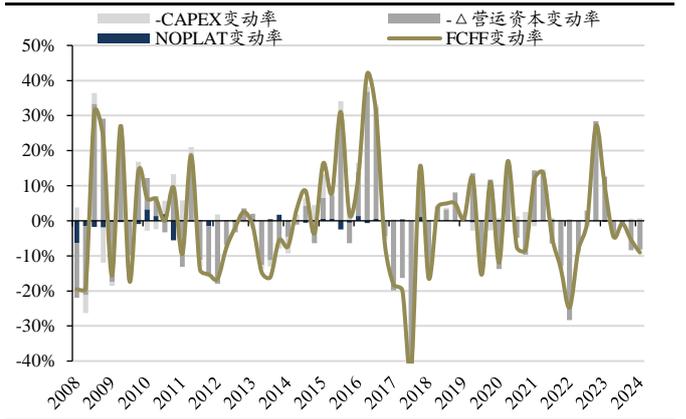
1) 白酒行业：FCFR领先于ROE反映行业景气周期变化，而 Δ 营运资本是主导自由现金流变化的核心指标。周期下行阶段，渠道由被动加库转向主动去库，酒企收款表现不及实际动销，营运资本占款增加，例如2017年下半年、2022年、2023年末以来。

图15：白酒自由现金流比率 vsROE



数据来源：wind，东吴证券研究所

图16：白酒各季度自由现金流比率变化拆分

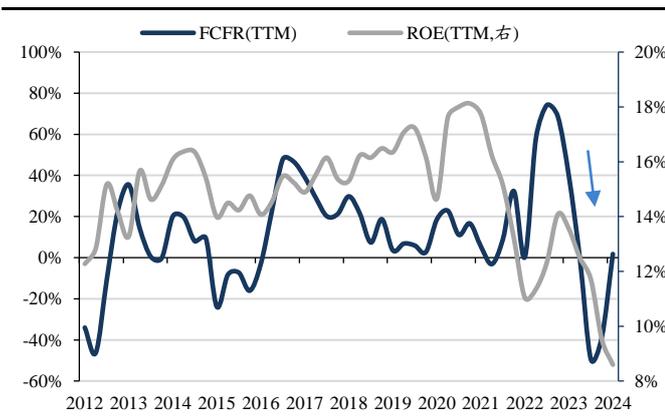


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：指标均为 TTM 口径，取占归母净利润的比率计算

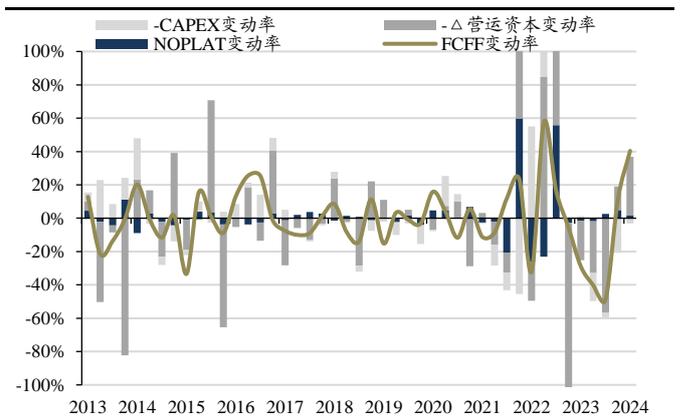
2) 食品行业： Δ 营运资本同样是主导自由现金流变化的核心指标，FCFR与ROE对行业景气周期变化的反映相对同步。周期下行阶段，企业收款与渠道动销同步放缓，营运资本占款增加；同时，由于食品行业竞争相对激烈，利润率对收入回落的反馈也会较为明显，同步拖累ROE表现。2023年以来，伴随下游竞争加剧，食品加工上市公司营运资本占款增加，猪肉等价格波动也对盈利能力造成一定影响。

图17：食品自由现金流比率 vsROE



数据来源：wind，东吴证券研究所

图18：食品各季度自由现金流比率变化拆分



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：指标均为 TTM 口径，取占归母净利润的比率计算

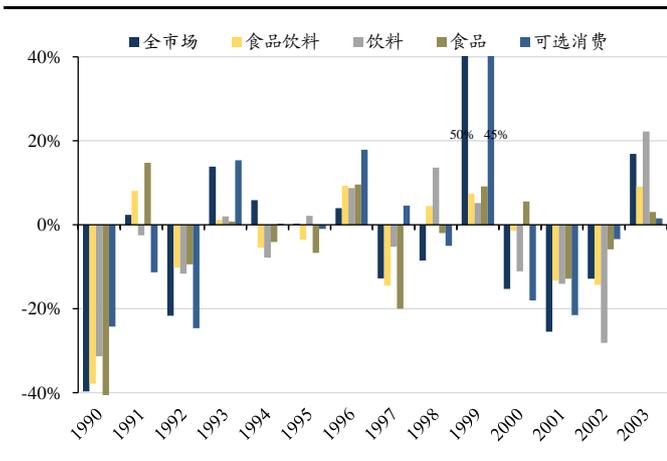
3. 海外视角：日本 90 年代食品饮料：稳而不怠，行远弥坚

中低增速阶段，食品饮料行业是否具备较好盈利稳定性，是否具备稳健投资价值？回看日本 90 年代，在重工业经济转型、人口老龄化背景下，日本又遭受政局频繁更迭、财政货币政策迷茫/失误、美国战略遏制、亚洲金融危机等多重因素影响，国家经济发展逐步陷入长期停滞。同时期，日本消费经历从泡沫化繁荣到通缩衰退的艰难 10 年，食品饮料龙头公司营收及分红规模仍然保持平稳，股价表现具备稳定防御价值。

3.1. 股价复盘：经济下行阶段，食品饮料行业仍具备稳定防御价值

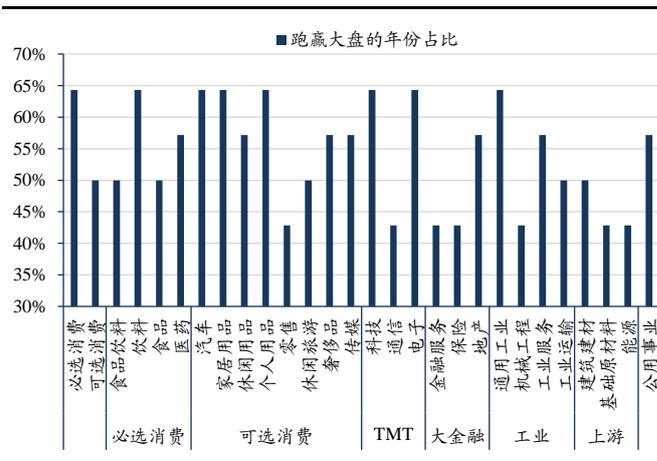
统计日本 90 年代股市年度涨跌幅表现，食品饮料行业股价波动相对温和，特别在大盘下跌的年份，大多能跑出相对收益。1990~2003 年日本股市弱势震荡时期，必选消费能够在多数年份跑赢大盘，好于可选消费、金融、工业及上游板块。其中，食品饮料行业年度涨跌幅跑赢大盘的年份数达到 7/14（饮料、食品分别为 9/14、7/14），股价波动相对平缓；特别在大盘下跌的年份，食品饮料兑现超额收益的年份达到 5/7（未能跑赢的 2 年，跌幅跟大盘也非常接近）。

图19：90年代日本股市年度涨跌幅对比



数据来源：datastream，东吴证券研究所

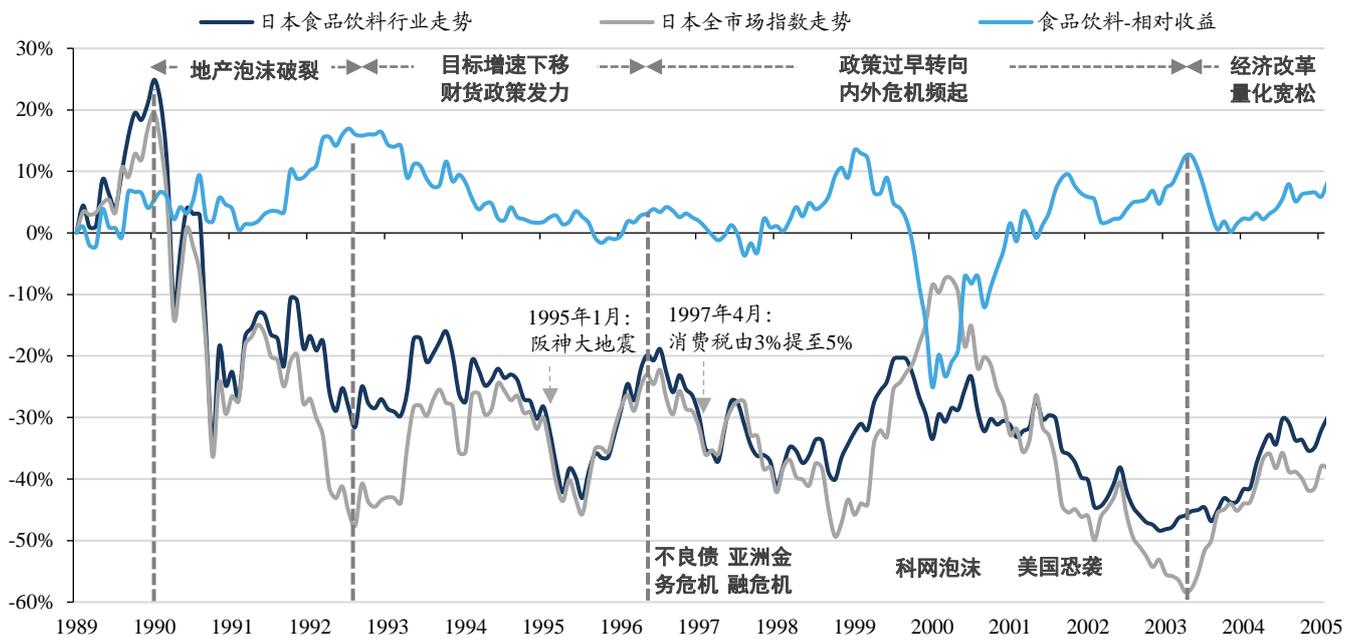
图20：90年代日本主要行业年度涨跌幅跑赢大盘的比例



数据来源：datastream，东吴证券研究所

日本从 90 年代地产泡沫破裂到 00 年代经济重新摆脱衰退阴霾，股价走势大致可分为 3 个阶段：1 是 1990~1992 年，泡沫刺破后的快速下跌阶段，直至政府 1992 年为稳定金融体系，公布紧急政策并推出综合经济对策，市场情绪有所稳定。2 是 1992~1996 年，经济目标增速下移的震荡摸索阶段，期间经济实现弱企稳，股市弱势震荡，但后期不幸遭遇阪神大地震，创伤居民消费。3 是 1996~2003 年，政策过早转向叠加外部危机频起的负反馈阶段，期间股市连续下跌，直至小泉纯一郎 2003 年放弃新增国债限额目标，转向积极的财政政策，股市才逐渐走出衰退阴霾。

图21: 日本 90 年代食品饮料行业股价走势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

具体复盘日本 90 年代食品饮料股价走势:

1) 1990~1992 年: 货币紧缩政策刺破经济泡沫, 食品饮料行业跌幅相对好于大盘

1989 年, 为稳步控制地产及股市泡沫, 日本央行从 1989 年 5 月到 1990 年 8 月, 先后 5 次提高公定贴现率, 公定贴现率从 2.5% 快速上调至 6%。并自 1990 年 3 月起, 实施对土地融资的总量管制, 同时还提议在征收房地产税的基础上, 对在高价格地区拥有大量土地的所有者征收额外的土地税。日本经济泡沫突然刺破, 股市自 1990 年初开始急剧下挫。

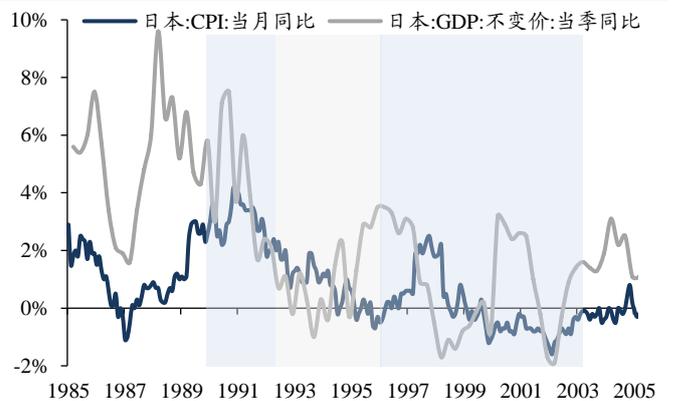
经济泡沫破裂初期, 食品饮料在温和通胀及经济增长环境下, 业绩保持较好增长, 行业跌幅相对好于大盘。

图22: 1989 年起日本央行 5 次上调公定贴现率



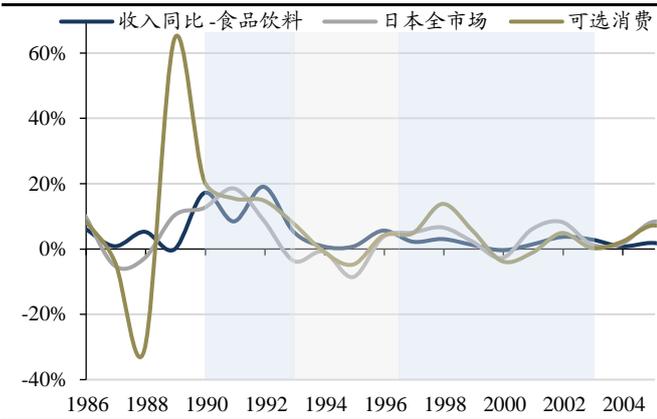
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图23: 90 年代日本逐渐步入低通胀阶段



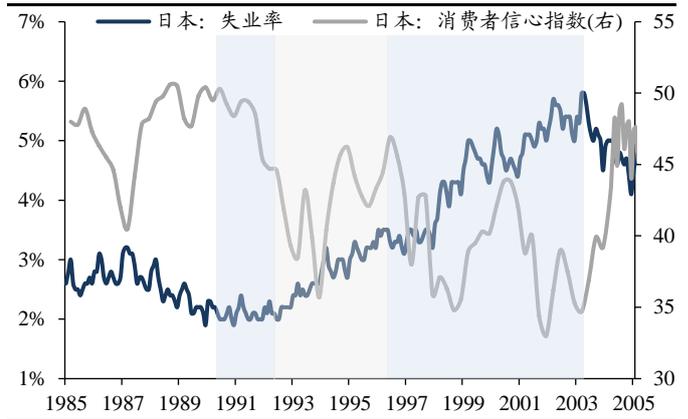
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图24: 90年代日本食品饮料上市公司收入增长保持平稳



数据来源: datastream, 东吴证券研究所

图25: 90年代初, 日本失业率尚在低位



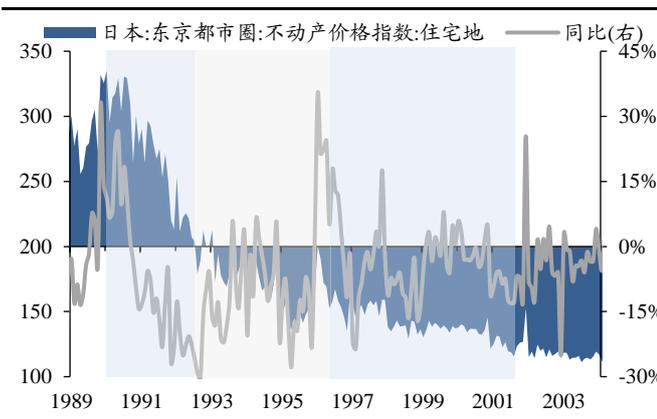
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2) 1992~1996年: 经济增速目标下调, 市场情绪短暂企稳, 食品饮料行业走势基本稳定

1992年, 日本制定《生活大国五年计划(1992~1996)》, 重新确定经济增速目标, 并推出综合经济对策(扩大公共投资、采取金融证券对策), 帮助股市止跌。自此, 日本政府接连追加公共事业费预算, 并持续下调贴现率、放松对银行不良率的考核, 以拉动企业投资。1994~1995年, 经过2年半时间衰退, 企业厂房及设备投资恢复正增, 但在地价大跌及日元升值影响下, 经济复苏势能较弱, 股市弱势震荡。

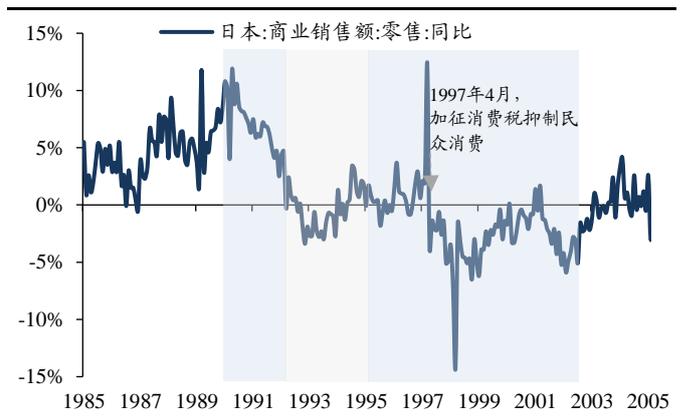
期间由于日本政府并未跟进消费刺激政策, 居民有效需求不足, 但食品饮料行业上市公司收入稳定性好于全市场整体, 推动行业股价走势基本保持平稳。直至1995年, 日本第二大会圈阪神地区突发日本战后50年来最严重的一次地震灾害, 对日本消费行业造成显著冲击, 震后阪神地区商品零售额更是长时间陷入低迷状态。

图26: 1991~1995年日本地价连续下跌



数据来源: datastream, 东吴证券研究所

图27: 90年代日本商业零售额同比增速走弱



数据来源: wind, 东吴证券研究所

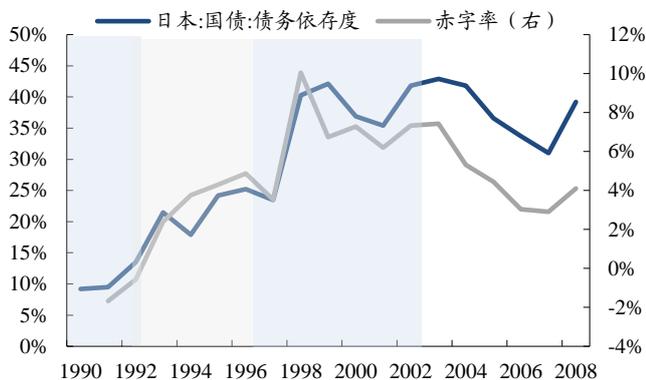
3) 1996~2003年, 内外危机频起, 熊市中食品饮料行业股价走势多数时间仍跑赢大盘

1996~1997年，日本新首相桥本龙太郎上台后，新内阁基于对经济复苏态势有望持续的判断，面对财政压力，提出重整财政的《财政结构改革法案》，并推行日本版的“金融大爆炸”，财政及金融政策由松转紧。1998年，首相小渊惠三上台，首先将“财政改革法”无限期冻结，之后大力推行扩张型财政政策，阶段性稳住经济信心，但未能及时解决国内不良债务危机问题，对之后留下了隐患。2001年，小泉内阁上台，开始推行量化宽松的货币政策，但面对财政赤字压力，财政政策相对偏紧，提出要将新发行国债规模控制在30万亿日元以内，以化解债务负担。

由于政局频繁更迭，加上日本接连遭遇内外部经济危机冲击——1996年起日本金融机构不良债务开始大规模暴露，1997年亚洲金融危机席卷而来，2000~2001年美国科网泡沫破裂及“911”恐怖袭击对全球经济造成负面传导——资产价格暴跌导致不少企业资不抵债，经济陷入资产负债表衰退，企业经营目标从利润最大化转向负债最小化，投资需求不足，低利率甚至零利率刺激难以奏效，日本国内陷入“流动性陷阱”。

直至2003年小泉政策放弃新增国债限额目标，转向积极的财政政策，并通过一系列经济自由化改革、私有化改革（包括邮政国营转私营，打破过去固有的终身雇佣制、年功序列等），一定程度减轻了企业负担，带动经济逐步有所起色。

图28：1990~2008年日本债务依存度及赤字率



数据来源：wind，东吴证券研究所

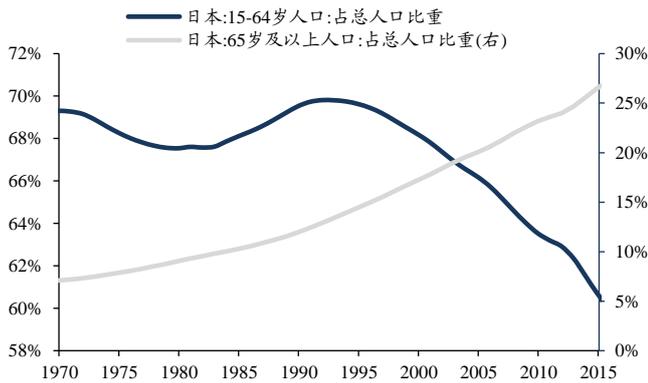
图29：1990~2006年日元汇率变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

1997~2003年期间，日本股市仅在1999年实现正收益，当时日本政府先后推出紧急经济政策及18万亿财政支出计划，短暂稳住市场情绪。受消费税加征、失业率攀升、价格通缩等因素冲击，日本居民消费在此期间陷入长期低迷。但同期日本食品饮料上市公司凭借好于行业的业绩表现，在熊市中的大多年份仍能跑赢大盘，仅在科网泡沫繁荣末期相对跑输。

图30: 90年代日本老龄化程度加深



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图31: 90年代日本家庭消费支出及收入增速同比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表1: 1990~2006年期间日本主要货币、财政、经济政策

首相	任期	主要政策方向	政策内容
海部 俊树	1989.8-	货币政策: 紧缩	1989年5月到1990年8月, 日本央行连续5次上调官方贴现率, 官方贴现率由2.5%迅速上升至6%。
	1991.11	经济政策: 抑制地价的上涨	1990年3月, 大藏省颁布《关于控制土地相关融资的规定》, 实施对土地融资的总量管制, 同时还提议在征收房地产税的基础上, 对在高价格地区拥有大量土地的所有者征收额外的土地税。
宫泽 喜一	1991.11-	财政政策: 宽松	1992年3月, 推出紧急经济对策, 主要是将1992年度公共事业的75%以上提前付诸实施等措施。
	1993.8		1992年8月, 推出综合经济对策, 事业规模为10.7万亿日元, 规模创新高, 主要用于扩大公共投资、促进住宅投资等, 以此来扩大内需。 1993年4月, 推出新综合经济对策, 规模达到13.2万亿日元, 再创新高。
细川 护熙	1993.8-	财政政策: 宽松	1993年9月, 推出6.2万亿日元的紧急经济对策。
	1994.5		1994年2月, 推出15.3万亿日元的综合经济对策, 以刺激景气恢复。
村山 富市	1994.5-	货币政策: 宽松	1995年4月和6月, 推出两项“应对日元升值的紧急经济政策”, 进一步下调政策利率, 并加强对外汇市场的干预, 日元先是大幅升值, 后于98年转跌。
	1996.1	财政政策: 宽松	1995年9月, 推出14.2万亿日元的紧急经济对策, 主要目的是扩大公共事业, 盘活土地资产等。
桥本 龙太郎	1996.1-	财政政策: 紧缩	1996年, 提出《财政结构改革法案》, 确立财政改革目标, 到2003年将国家财政赤字控制在占国内生产总值的3%以内, 停止发行赤字国债, 到2005年实现财政收支平衡。
	1998.7		1997年, 提高税收, 消费税从3%提高到5%, 停止部分所得税的优惠和减免, 即取消特别减税项目, 提高医疗费个人负担部分。
小渊 惠三	1998.7-	财政政策: 宽松	1998年, 在88万亿日元的年度政府预算上, 通过三次预算修正案, 增加20万亿日元预算。
	2000.4		1998年11月, 推出23.9万亿日元紧急经济对策, 并推出6万亿减税计划。 1999年11月, 推出18万亿日元“经济新生对策”, 主要为公共支出项目, 用以基础设施建设、支持中小企业等。

森喜朗	2000.4- 2001.4	财政政策: 宽松	2000年10月, 制定“日本新生特别计划”, 落实政策为“日本新生的新发展政策”, 总支出11万亿日元。
			2001年春, 小泉内阁上台后大力推进财政重整, 提出将新发行国债规模控制在30万亿日元以内。
		财政政策: 由紧 转松	2002年10月, 小泉内阁任命竹中平藏主持金融改革, 宣布“金融复兴计划”, 宣称“任何企业都有被淘汰的可能”, 贯彻“优胜劣汰”原则, 但因为过于严厉, 受到各大银行和党内激烈反对, 最后于10月30日出台妥协后的《反通货紧缩综合对策》, 承诺必要时注入公共资金, 用以处理不良债权。
			2003年初, 小泉提出“克服通缩是最大的政治”, 财政政策转向宽松。
			2001年10月, 央行准备金规模升至15-20万亿日元。
			2002年9月, 央行宣布开始购买商业银行想要抛售的股票投资, 认为购买股票能够显著降低商业银行资产负债表的风险, 以此作为金融稳定政策。
		货币政策: 量化 宽松	2003年3月, 新央行行长福井上任, 准备金目标迅速从15-20万亿日元上升至30-35万亿日元, 并将市场对于零利率的政策预期拉长。
小泉 纯一郎	2001.4- 2006.9		2003年10月, 对于退出宽松的条件做出更具体的界定: 1是近期核心CPI为0%或高于0%, 且已持续数月; 2是未来预期的核心CPI不会再次跌至0%以下; 3是上述两点只是基本条件, 央行可能根据实际情况延长宽松时间。
			2001年6月, 颁布了《特殊法人等改革基本法》, 12月制定了《特殊法人整顿合理化计划》, 但是受到了相当大的阻力, 最后仅决定废除一小部分现存的特殊法人企业, 对其余的采取合并或者缩小经营范围的措施。
		经济政策: 自由 化/私有化	2002年12月, “结构改革特区法案”通过, 在全国开展“规制改革”和“结构改革”, 打破了终身雇佣制、年功序列等, 失业及非正式雇佣者大增。
			2004年, 竹中平藏主持邮政民营化改革。直至2005年10月, 邮政民营化法案在日本众议院艰难通过, 决定在2007年10月前将邮政公社分解为4家公司, 即邮政窗口公司、邮政事业公司、邮政储蓄银行和邮政保险公司, 并成立一个国家控股公司, 对这4家公司100%控股。

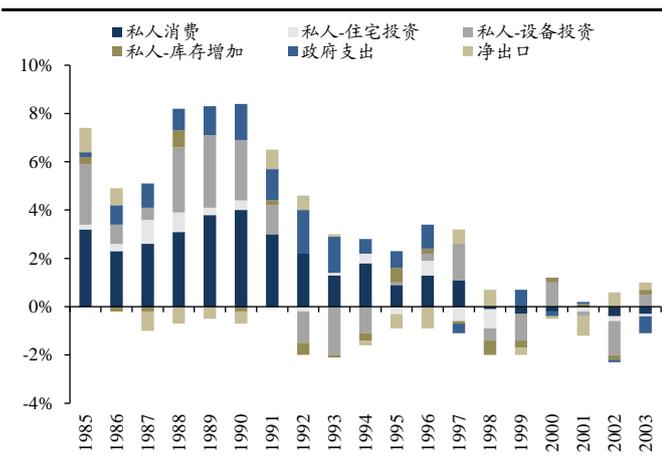
数据来源: 日本内阁府, 东吴证券研究所

3.2. 业绩复盘: 产品、渠道多措并举, 餐饮龙头营收、分红保持稳健

90年代日本经济增速回落阶段, 食品饮料作为必选消费, 支出增长弹性稳健, 整体规模保持相对稳定, 特别是价格端的稳定性较销量端更强。餐饮上市公司作为行业龙头, 面对增速不振、份额分散压力, 凭借强大的上下游整合、产品升级及业务出海能力, 兑现好于行业的营收韧性。

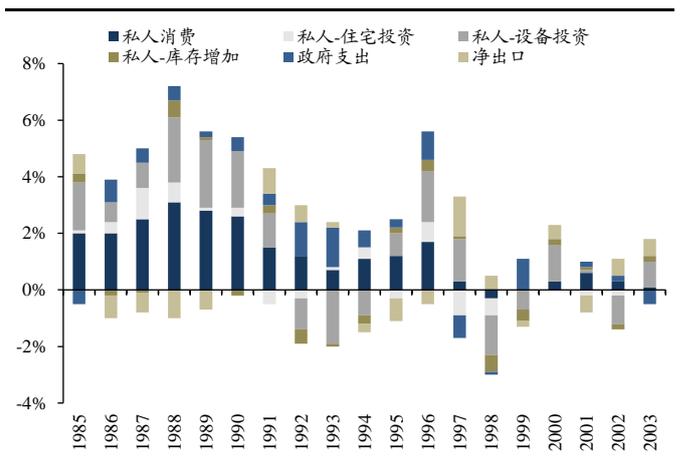
宏观层面, 90年代日本私人消费仍然是GDP增长的核心驱动, 其中食品饮料支出保持韧性, 价格端具备较好粘性。90年代伴随资产价格回落及汇率大幅波动, 企业债务负担加重、扩张信心不足造成投资收缩, 是拖累经济增长的主要因素。相比之下, 日本居民消费支出贡献相对稳健, 其中食品饮料等必选消费支出保持韧性, 特别在1997~2003年日本经济陷入通缩阶段, 食品饮料消费价格端仍然具备较好粘性。

图32: 90年代日本分部门 GDP 名义增长贡献



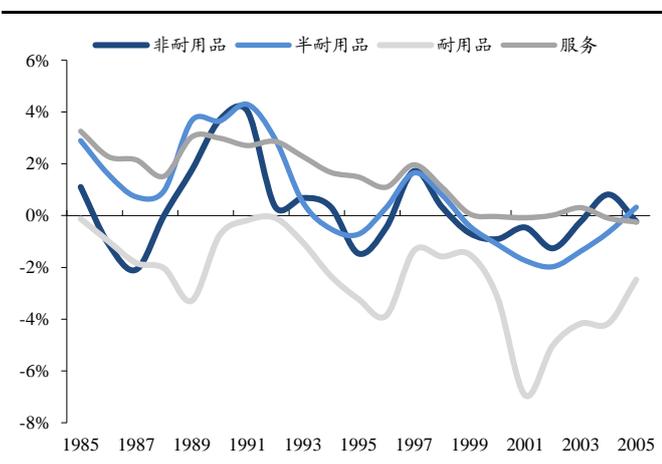
数据来源：日本内阁府，东吴证券研究所

图33: 90年代日本分部门 GDP 实际增长贡献



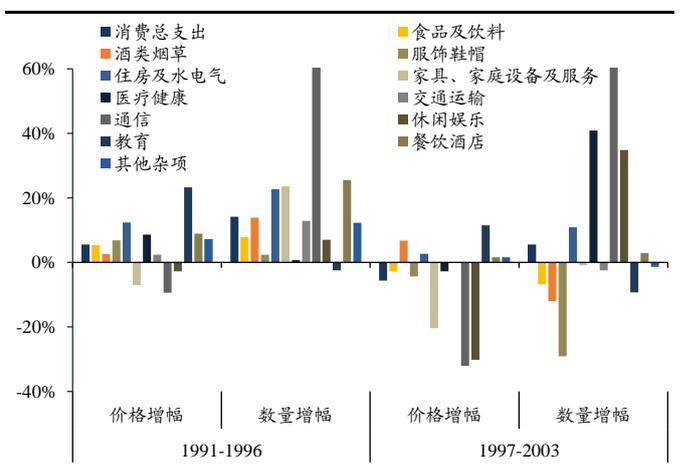
数据来源：日本内阁府，东吴证券研究所

图34: 90年代日本消费分项 CPI 走势



数据来源：日本内阁府，东吴证券研究所

图35: 90年代日本消费支出分项量、价增幅



数据来源：日本内阁府，东吴证券研究所

需求层面，经历90年代消费预期的急剧紧缩，日本70~90年代出生的新一代消费群体，消费观念普遍向去品牌化、去标签化发展，愈发看重极致性价比，追求安定、低风险理性消费。90年代的食品饮料消费增量主要体现在：

1) “优质更优价”的产品升级与创新。面对消费紧缩压力，消费者由奢入俭难，更期待选择性性价比更优的产品。

例如：为迎合年轻人喜好快爽口感的需求转变，麒麟啤酒于1990年及时跟进推出“一番榨”系列高端啤酒，价格设置并未比原有系列高出很多。为降低酒税负担，1994年三得利推出口感不变但麦芽含量更低的首款发泡酒产品 Hops（麦芽含量65%，定价180日元/350ml），次年札幌又推出定价和麦芽含量都更低的 Drafty（麦芽含量25%，定价160日元/350ml），发泡酒品类销量快速攀升。

为迎合健康化需求，龟甲万持续更新产品序列：于1990年推出新品特选丸大豆酱油，用营养价值更高的全大豆代替脱脂大豆作为原料；于1993年，推出低盐丸大豆酱

油，含盐量比普通酱油减少一半；于 1998 年，推出新品特选有机酱油上市，使用有机大豆和小麦作为原料。

2) 重构消费场景的功能创新与渠道扩张。通过开辟新的细分消费场景，从而创造新增需求。

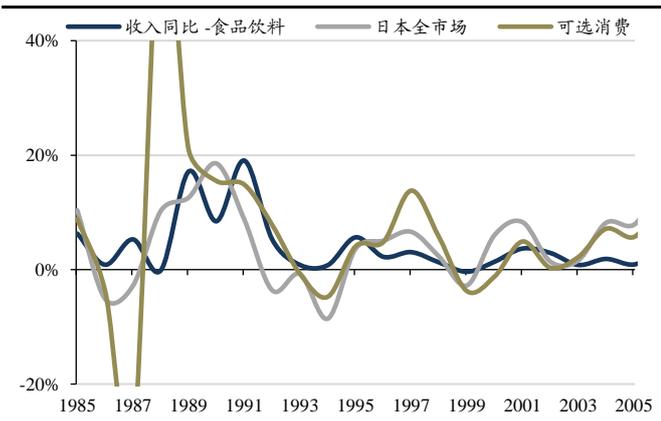
例如：伊藤园在 1980 年创新推出“无糖茶”饮料，提出“茶不仅仅只有在家/正餐场合才能喝”的概念，赋予其随时随地来一瓶的饮料快消品属性，并打出无糖概念，迎合消费者的健康化需求。随后，公司于 1990 年代不断推出不同规格、包装，以更好适应便利性的需求发展。

宝矿力水特自 1980 年推出，主打电解质解渴概念，除运动场景之外，也对泡温泉、饮酒后等需要补水的场景进行宣传营销，从而与当时的运动饮料进行区分。此外，公司抓住当时便利店与自动贩售机的渠道拓张红利，与渠道形成深度绑定，牢牢占据货架 C 位，从而实现产品与渠道的互惠共生。

企业层面，经过行业整合重组以及 1960~80 年代的大众消费普及，日本食品饮料上市公司大多为份额可观的行业龙头，以啤酒及调味品行业为例，90 年代二者龙头份额占比分别为 48%、37%。龙头公司经过数十年竞争积累，均已拥有较为强大的渠道整合及产品研发实力。

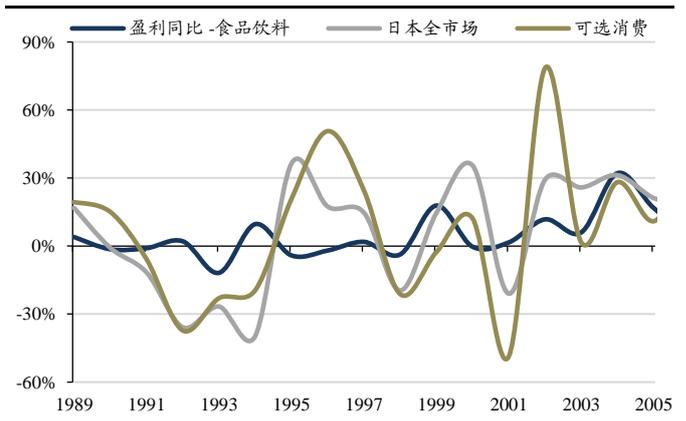
日本食品饮料上市公司，通过产品创新及产品线扩充、渠道扩张、业务出海等手段努力巩固市场份额，收入及盈利基本保持平稳，营收稳定性不仅好于餐饮全行业，也较美股上市可选消费公司及全市场公司整体更优。

图36：90年代日本食品饮料上市公司收入保持平稳



数据来源：datastream，东吴证券研究所

图37：90年代日本食品饮料上市公司盈利表现稳定

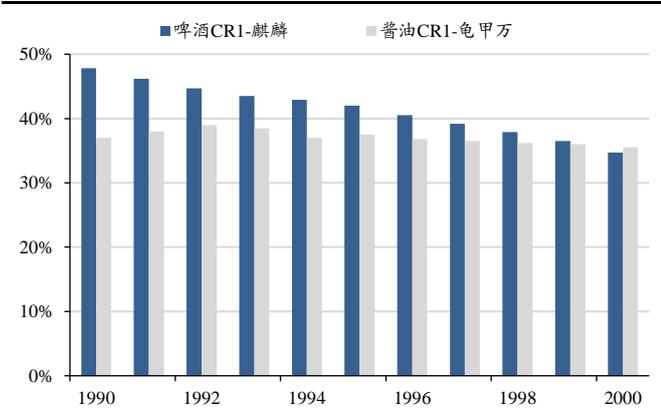


数据来源：wind，东吴证券研究所

- 90年代调味品龙头公司龟甲万，一方面在国内持续推行“高附加值”战略，推出低盐、有机、非转基因大豆酱油等高品质高价产品；另一方面也通过布局欧美等市场，创造收入增量，截至2001年，龟甲万海外业务收入贡献已达到近30%。
- 90年代啤酒龙头公司麒麟控股，一方面在啤酒主业领域及时跟进推出主打清爽口

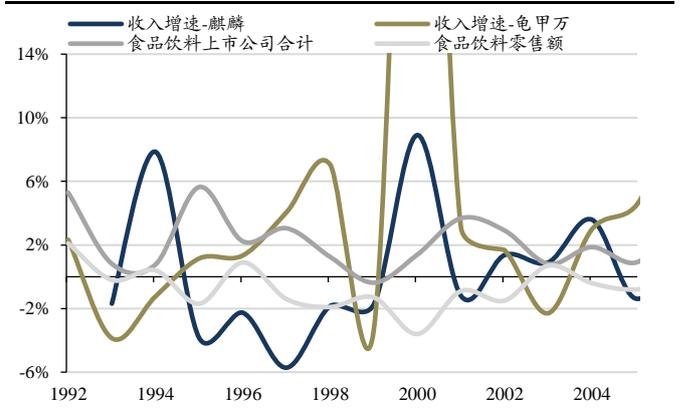
味的淡啤一番榨及发泡酒产品，并强化便利店等新型渠道布局；另一方面亦通过多元化协同布局软饮料及医药健康业务，强化营收稳定性。

图38：90年代日本啤酒及调味品龙头份额可观



数据来源：朝日年报、日本酱油协会，东吴证券研究所

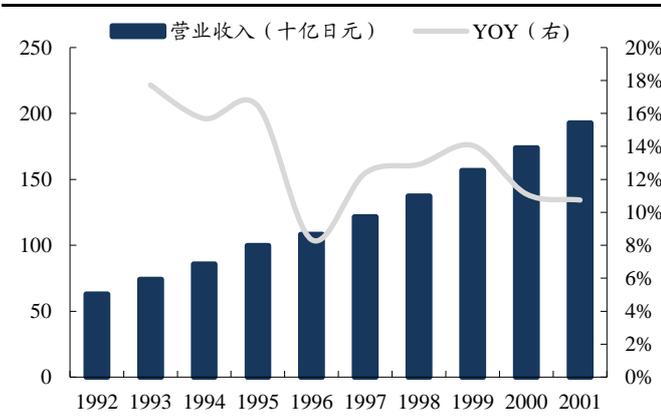
图39：90年代日本食品饮料上市公司收入增速好于行业整体



数据来源：bloomberg、datastream，东吴证券研究所

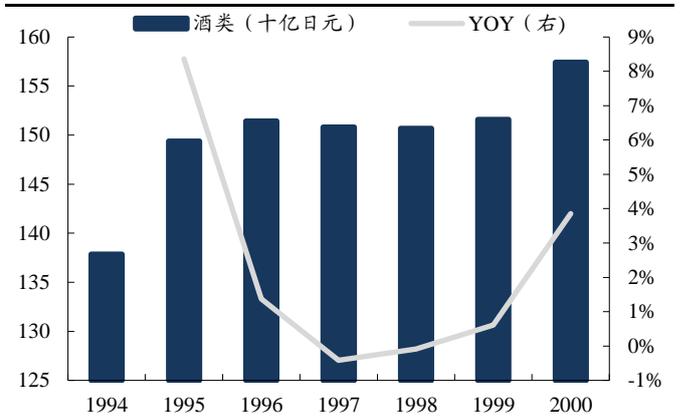
- 90年代即饮茶新兴公司伊藤园，一方面迎合茶饮市场健康化消费需求，推出无糖型、高性价比的绿茶饮料，并不断推出多规格包装产品以迎合多场景消费需求；另一方面主动拥抱快速成长的便利店、自动贩卖机等新型渠道，推出“绿茶饮料+便当”组合销售，推动营收、利润快速增长。
- 90年代清酒、烧酒生产商宝控股，不断丰富、更新烧酒产品，瓶装日式烧酒推出石原裕次郎等产品，烧酒 Highball 等预调酒产品也在不断丰富更新，以迎合消费者追求更清爽口感及更高醉价比的市场需求。

图40：伊藤园90年代收入及增速



数据来源：伊藤园年报，东吴证券研究所

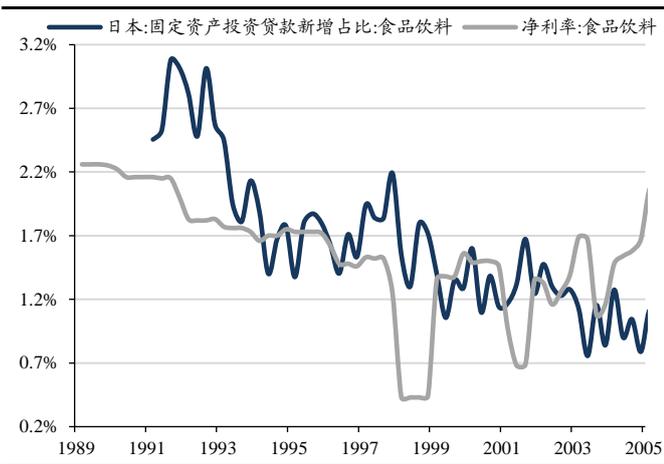
图41：宝控股90年代酒类收入及增速



数据来源：宝控股年报，东吴证券研究所

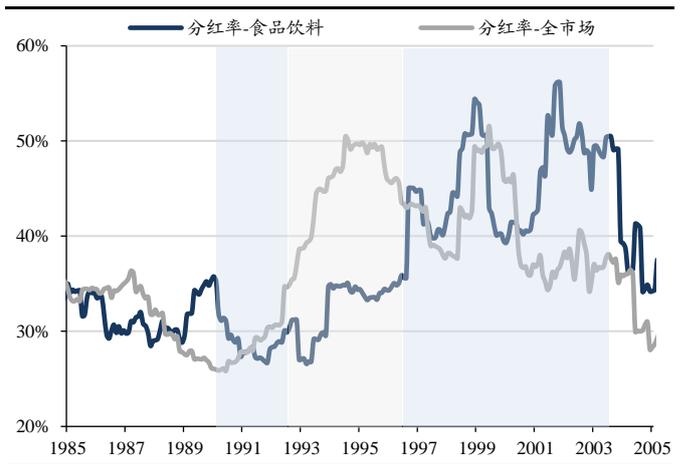
在稳定的营收支支持下，90年代日本食品饮料上市公司分红额保持稳健，分红率及股息率稳步抬升。通缩环境下，日本食品饮料上市公司虽然努力保持营收稳定，但利润率承压，企业投资扩张意愿相对谨慎，销售收现更多转化为稳定分红。日本食品饮料行业上市公司分红率由90年代初的36%，逐步提升至90年代末的50%左右水平。

图42: 90年代日本食品饮料公司净利率回落、投资扩张谨慎



数据来源: datastream, 东吴证券研究所

图43: 90年代日本食品饮料上市分红率稳步抬升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.3. 估值复盘: 景气度主导估值弹性, 提分红支撑价值底盘

从估值表现看, 日本 90 年代受工业化转型降速及人口老龄化预期影响, 食品饮料估值随大盘回落, 行业相对 PE 大多维持在 1 倍上下, 最低跌至约 0.6 倍。

景气度决定估值弹性, 90 年代日本食品饮料行业相对 PE 与行业相对盈利增速变化基本一致。90 年代经济步入衰退背景下, 人口老龄化及失业率攀升亦对必选消费量增造成压制, 但食品饮料行业凭借稳定的业绩及分红表现, 行业相对 PE 基本稳定在 0.8~1 倍上下, 行业股息率略高于大盘整体水平。

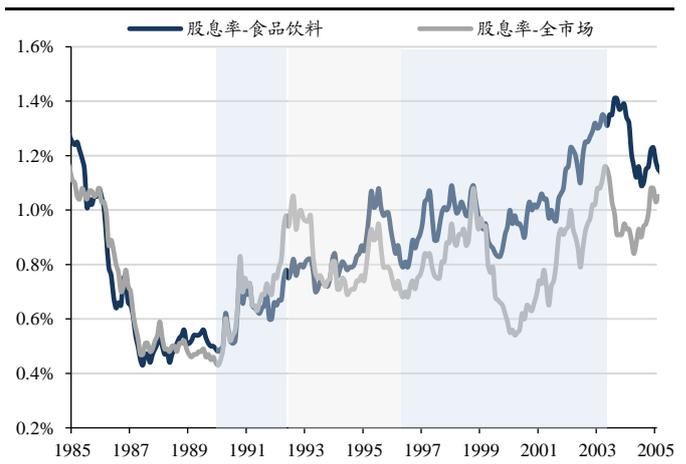
图44: 日本食品饮料行业相对 PE 走势与相对盈利增速一致



数据来源: datastream, 东吴证券研究所

注: 相对盈利增速=食品饮料行业增速-全市场增速

图45: 90年代日本食品饮料上市公司股息率略高于市场

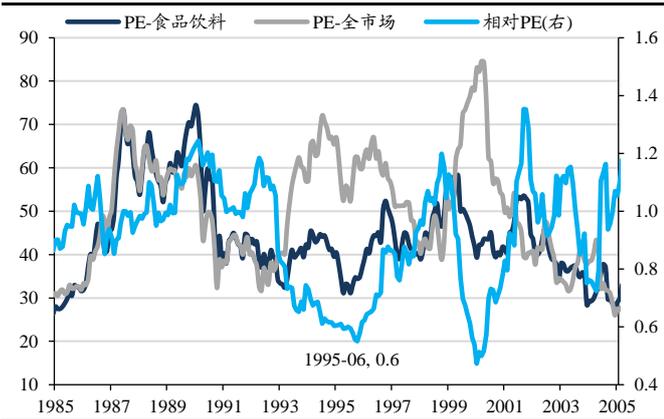


数据来源: datastream, 东吴证券研究所

90 年代日本食品饮料行业相对估值下跌主要出现在通胀走弱阶段, 估值最低下探至 0.6 倍左右。剔除市场流动性等系统性估值影响, 行业相对估值下跌, 意味着市场对

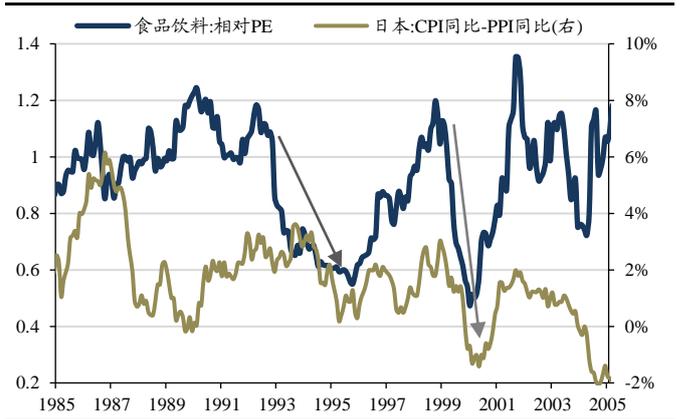
行业盈利下修的潜在风险提前进行风险释放。90年代食品饮料行业相对估值下跌主要与通胀走弱，市场担忧企业盈利有关，期间行业相对估值两度下探至0.6倍左右：1是1994~1995年期间，日本经济陷入衰退（通胀回落+GDP零增长），日本国内消费信心大幅走弱，叠加阪神地震冲击，消费行业估值下杀。2是2000年前后受财政支出扩张及科网泡沫拉动，日本股市持续反弹，但CPI-PPI剪刀差收窄压制消费股利润预期，食饮相对估值差距拉大。

图46：90年代日本食品饮料行业相对PE最低跌至0.6倍



数据来源：datastream，东吴证券研究所

图47：日本食饮估值下杀主要发生在剪刀差走弱阶段

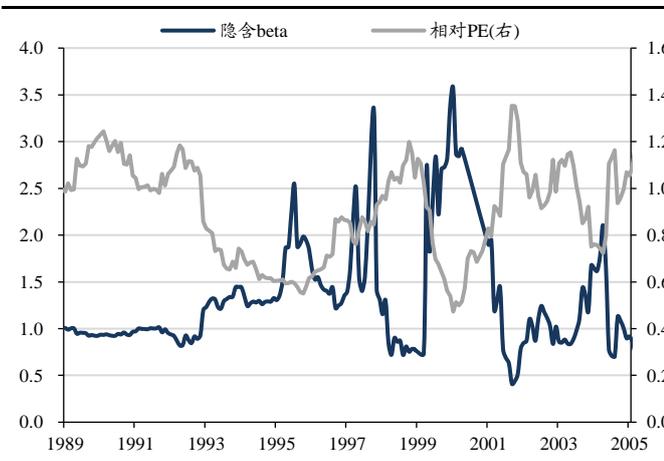


数据来源：datastream，wind，东吴证券研究所

行业底部通常是流动性、风险偏好、盈利预期、筹码结构等多重因素影响交易的结果。而事后从要求回报率/安全边际角度来看，90年代日本食品饮料行业估值底部所对应的相对估值及股息率高点数值总是相似，行业估值底部对应的相对估值在0.6倍左右（隐含风险溢价ERP最高达2.5x+ERP_M）、股息率在1%左右（与全市场股息率水平基本持平）。

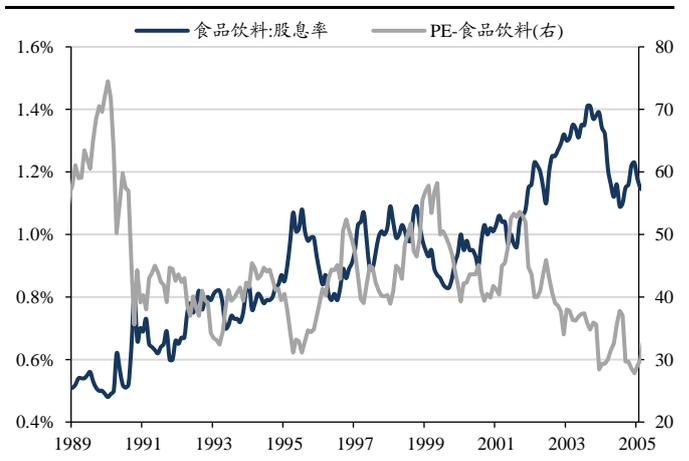
$$\text{注：估值隐含beta} = \frac{ERP_i}{ERP_M} = \frac{r_i - r_f}{r_M - r_f} = \frac{\frac{1}{PE_i} - r_f}{\frac{1}{PE_M} - r_f} \approx \frac{\frac{1}{PE_i}}{\frac{1}{PE_M}} = \frac{1}{\text{相对估值}_i}$$

图48：食饮PE隐含风险溢价ERP最高达2.5倍+ERP_M



数据来源：datastream，东吴证券研究所

图49：90年代日本食品饮料行业股息率高位在1%左右



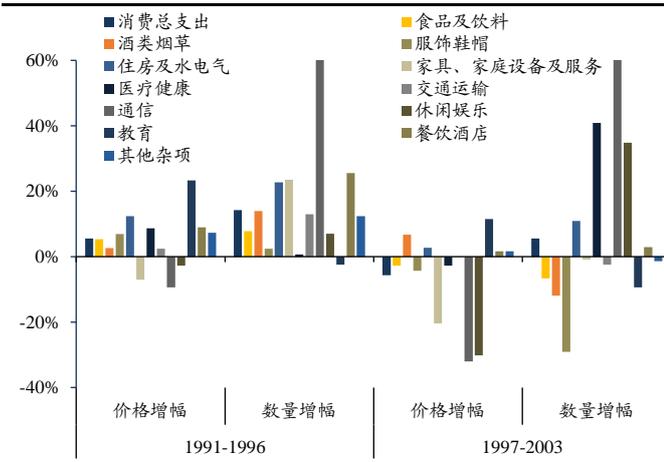
数据来源：datastream，wind，东吴证券研究所

3.4. 复盘总结：90年代日本食饮支出保持稳定，自下而上仍存机遇

回看日本90年代，可以发现，食品饮料上市公司凭借较好的营收及分红稳定性，股价表现具备一定的防御价值，并且行业仍然自下而上涌现出一些通过产品、场景创新实现长期增长的成长性公司。

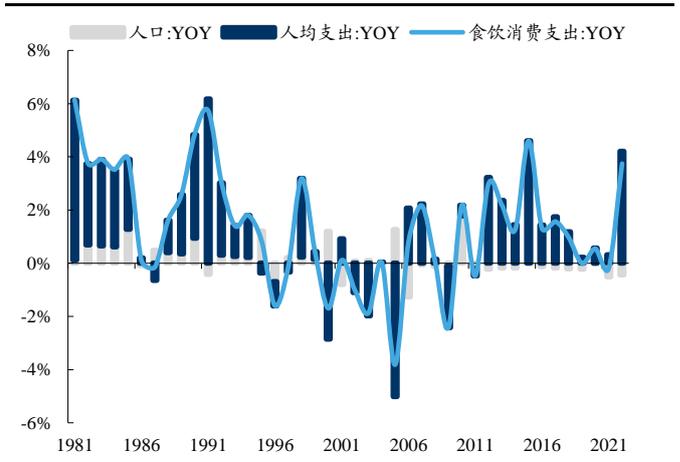
1) 经济增长降速叠加人口老龄化加速背景下，食品饮料作为必选消费，居民支出仍相对稳定，其中价的稳定性要好于量。

图50：90年代日本消费支出价格表现好于数量



数据来源：wind，东吴证券研究所

图51：90年代以来日本人均食品饮料支出（现价）变化

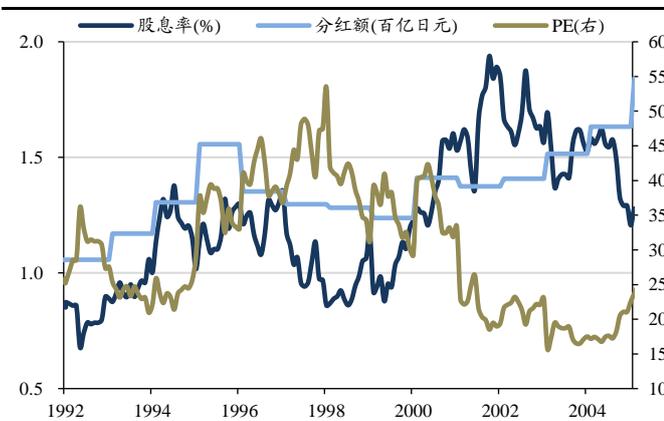


数据来源：wind，东吴证券研究所

2) 具有品牌、产品、渠道优势的食品饮料一线龙头，能够通过产品多元化布局、上下游整合、出海扩张等方式巩固营收规模，具备较好的抵御风险能力。在通缩环境下，即便营收/利润波动，大型企业的分红稳定性仍然较强。

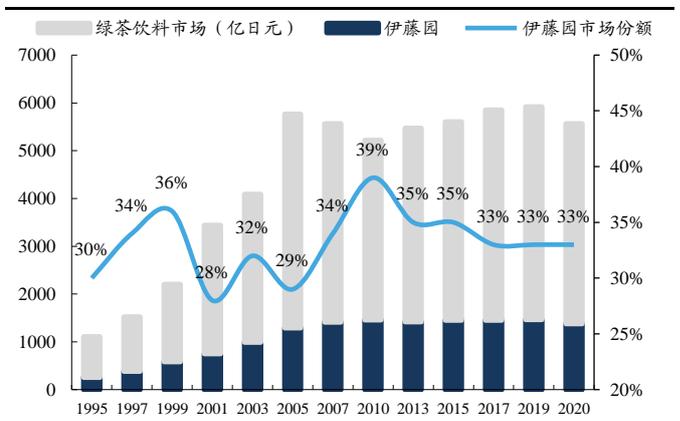
3) 在渠道分布更趋多元化、碎片化背景下，更加看重企业场景创新及渠道整合能力，二线龙头存在突围机会，如饮料赛道的伊藤园、烧酒赛道的宝酒造等。

图52：日本食饮龙头分红保持稳定——麒麟为例



数据来源：datastream，bloomberg，东吴证券研究所

图53：日本90年代饮料二线龙头伊藤园份额持续提升



数据来源：伊藤园公告，东吴证券研究所

4. 投资建议

基本面角度，面对 CPI 疲软、消费信心不振、人口老龄化所带来的量价压力，市场普遍质疑当前食品饮料的抗波动能力，参考日本经验，我们认为短期居民收入信心影响及产品库存压力出清后，食品饮料未来收入兑现仍具较好稳定性：

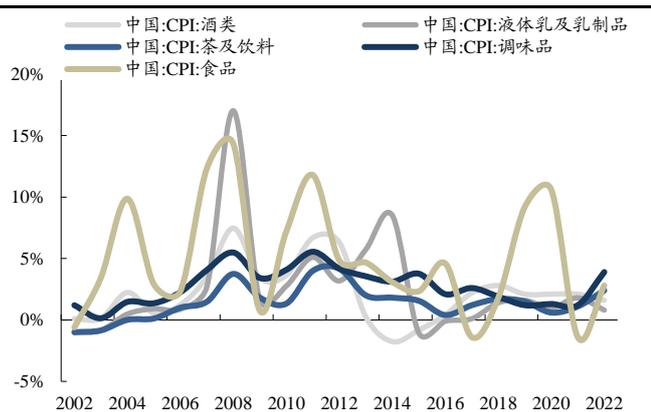
- 1) 量的方面：**在人口负增长及老龄化的背景下，对比日本，在综合考虑消费渗透率、消费粘性的前提下，认为白酒、软饮料、复合调味品、乳制品、预制食品、休闲零食子赛道等销量仍具备需求支撑。
- 2) 价的方面：**大众品定价多为成本驱动型，短期在大麦、包材、棕榈油等上游原材料价格下行且需求疲软背景下，食品价格回落；长期看，啤酒、调味品、液奶、速冻竞争格局稳定，厂家仍具备成本加价能力。高端品白酒定价主要由购买力平价决定，短期受通胀回落、消费信心不振的影响，白酒价格相对走平；长期看，在流动性宽松、利率走低背景下，白酒龙头具备跑赢通胀的强提价能力（体现为高端产品价格拉升、次高端/中高端产品结构升级等）。
- 3) 周期波动方面：**食品饮料作为必选消费，需求稳定性仍相对较好。参考日本，90~10 年代日本经济降速阶段，食品饮料支出收缩幅度相对有限。

表2：食品饮料细分品类消费渗透率、消费粘性 & 行业格局对比

品类	细分品类	消费受众	消费渗透率	消费粘性	供给格局/行业集中度	价格驱动
白酒	浓、清、酱香	青壮年劳动力	人均烈酒消费量约为日本 58%	高，成瘾性强，存在口味偏好	高，23 年 CR5 达 43%	受通胀水平和购买力影响，对成本不敏感
啤酒	——	青壮年劳动力	人均啤酒消费量约为日本 95%	较高，成瘾性低于白酒	高，23 年 CR3 达 34%	对大麦等关键原料价格和营销成本敏感
软饮料	能量饮料、植物蛋白饮料、含乳饮料等	全年龄段消费者，能量饮料受众主要为青壮年劳动力	饮料消费占可支配收入比例约为日本 31%	强功能性、强口感特征的饮料细分粘性较强	各细分领域集中度高，23 年能量饮料 CR2 达 70%	对主要原料成本和销售费用支出敏感
调味品	基础调味料、复合调味料等	全年龄段消费者	酱油、醋等渗透率接近 100%，复合调味品渗透率远低于美、日等发达国家	低，各品牌产品同质化程度高，易于替代	基调海天味业 CR1 达 34%；复调 CR3 仅 14%	主要受原料和运输成本影响
乳制品	液奶、奶粉、冷饮等	全年龄段消费者	人均消费量仅为日本的 46%	低，各品牌产品同质化程度高，易于替代	高，23 年液奶 CR2 为 59%，奶粉 CR3 为 46%	成本推动，受原料、运输成本、营销成本影响
预制食品	——	全年龄段消费者	人均消费量不到日本的 40%	低，各品牌产品同质化程度高，易于替代	较高，米面 CR3 约 60%+；火锅料 CR1 约 20~30%，CR3 约 50%-	成本推动，受原料、运输成本、营销成本影响
休闲食品	零食等	全年龄段消费者	坚果类人均消费量较低	低，产品同质化程度高，易于替代	较低，零食大类 CR3 为 10%+，CR5 约为 16%	成本推动，受原料、运输及营销费用影响

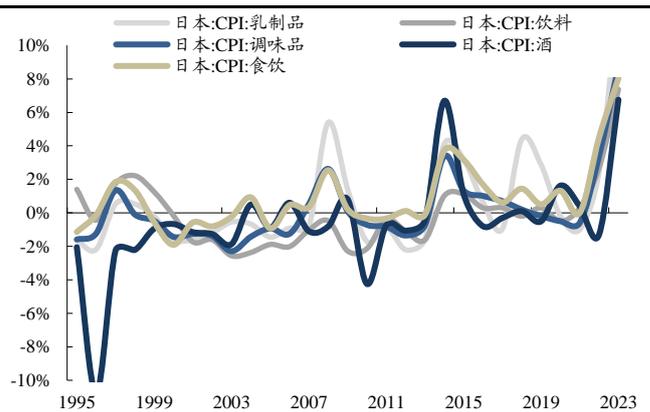
数据来源：wind，公司公告，国家统计局，日本国税厅，东吴证券研究所

图54: 中国食饮各分项产品 CPI



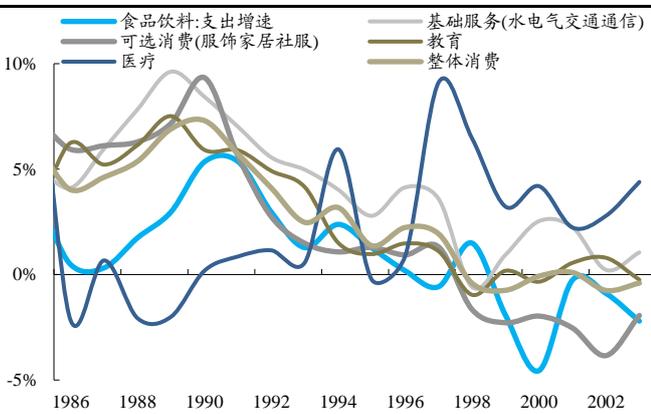
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图55: 日本食饮各分项产品 CPI



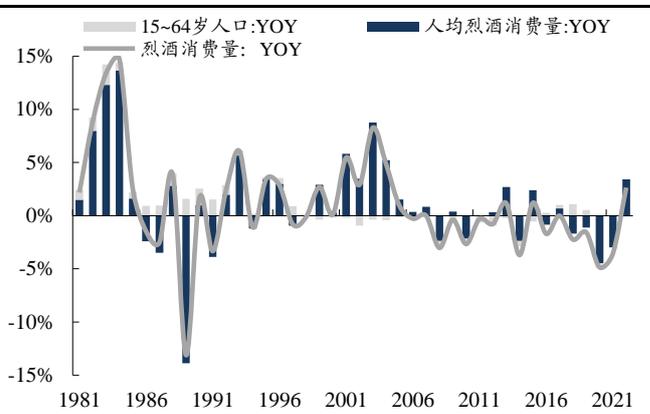
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图56: 日本食品饮料与其他大类消费支出增速对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图57: 日本人均烈酒消费量及增速



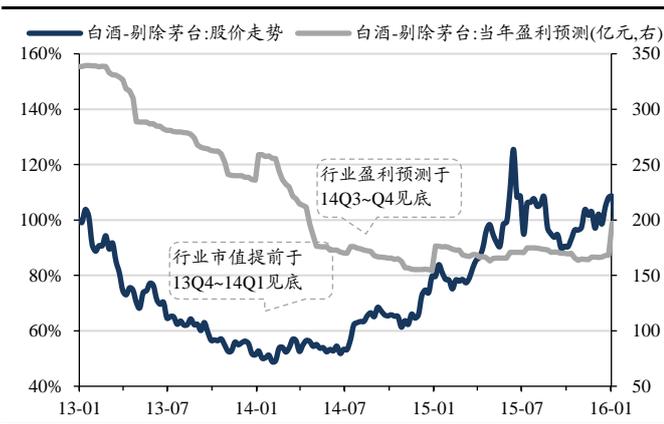
数据来源: wind, 东吴证券研究所

投资角度, 当前食品饮料行业 24PE (16x) 已接近历史低点 (2013 年初的当年 PE 为 14x), 我们认为: 短期市场悲观情绪对板块造成冲击, 板块反弹有待上市公司业绩风险出清, 或需求预期扭转, 后者有待宏观层面的财货政策积极发力或中观层面的旺季动销验证。但站在中长期维度, 在需求不发生大的系统性风险前提下, 认为食品饮料需求波动有限, 板块业绩底较当前表现业绩下修幅度不大, 当前年度 PE 在 15x 附近已逐步步入强价值区间。

- 1) **历史复盘角度:** 参考 2013~2015 年白酒板块下跌情形, ①在需求底未明确前, 市场往往先杀估值, 先集中出清潜在盈利下滑风险, 13Q4~14Q1 期间行业 14PE 最低杀到约 11x (当时隐含 2014 年盈利同比下滑 20~30%预期)。②14Q1~14Q2 需求筑底过程中, 板块市值小幅波动, 大多数投资者处于横盘观望状态。③ 14Q3~14Q4 伴随需求底部明确 (预计 2014 年盈利风险充分释放, 业绩稳住), 板块旋即迎来估值修复, 当年 PE 快速反弹至 15x 以上。

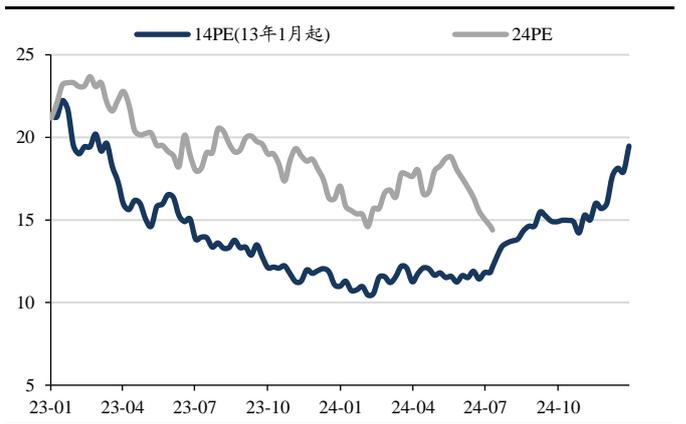
当前白酒板块 24PE 已跌至 14x, 预计经过 24Q3~25Q1 中秋国庆、春节 2 个旺季, 若需求韧性验证, 则当前市值已基本跌至底部。

图58: 2013~14 年期间白酒市值先于盈利见底



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图59: 白酒板块(剔除茅台)最新 PE 估值变化对比

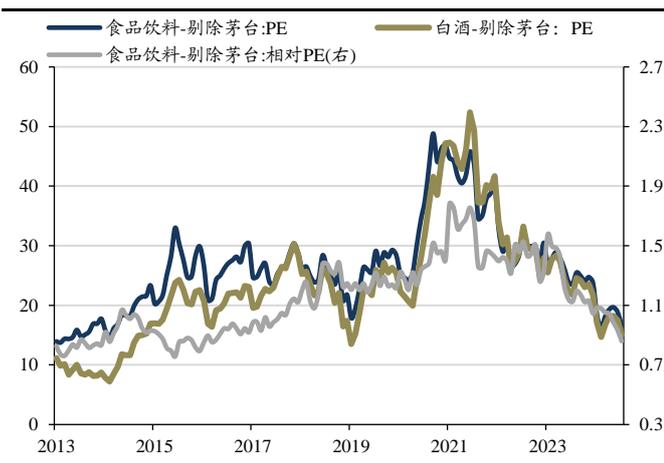


数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 2013 年期间的 14PE, 由于当期一致预期具有滞后性, 还原到 14Q1 后的 2014 年盈利预期计算

- 2) **历史 PE 角度:** 当前食品饮料 (剔除茅台) 的当年 PE 已跌至 16x, 相较此前估值低点 (2013 年年初当年估值最低跌至 14x) 已较为接近。当前食品饮料 (剔除茅台) 的当年相对 PE 已跌至 0.85x, 已经回落到历史底部 (2013 年初的相对 PE 最低跌至 0.77x)。因此, 在需求不发生大的系统性风险前提下, 认为板块估值已逐渐步入强价值区间。
- 3) **时间维度:** 短期市场悲观预期或对板块持续造成冲击, 板块反弹有待上市公司业绩风险出清, 或自上而下的需求预期扭转。后者有待通胀水平修复、更为积极的财政/货币政策发力等信号。

图60: 食品饮料估值已接近历史底部



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图61: 食品饮料股息率再度高于全市场整体



数据来源: wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

原材料成本波动预期。原材料价格波动直接导致成本压力，将对公司盈利能力提出挑战。

行业竞争加剧风险。各大厂商竞争加剧将使得行业整体竞争格局进一步激烈，进而压制企业盈利空间。

食品安全问题。食品安全内部控制是每个公司的声誉基石，若出现食品安全事件，行业中公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>