



食品饮料行业：从利率角度观察食品饮料资产定价

2024年9月12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
分析师	王洁婷 电话：021-25102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003

投资摘要：

2021年以来，主导食品饮料板块资产定价的要素更多的来自于需求侧的变化和预期，即在资产定价模型中，来自分子端的变化对资产定价影响更为明显。这一变化的根本，我们认为主要是资金外流趋势下，估值难以扩张，股价的波动更多的来自于EPS的波动所致。

而资金流向的变化，重要的影响因素就是利率，本轮A股市场资金外流的一个重要的影响因素就是中美利差拉大，资金流回美元市场。本报告希望通过利率与资产定价的研究，进一步从资产定价角度去挖掘食品饮料行业的长期价值。

通过对中美利差的影响分析，我们看到国内食品饮料板块与中美利差呈现明显负相关性，当中美利差扩大时，资金处于流出期，板块估值很难扩张，所以股价的波动更多的来自于EPS的波动，在这一阶段，红利策略更为有效。反之，当利差收窄资金流入期，估值有更多的弹性，成长的策略更为有效。

从2023年底开始，市场倾向于“红利配置策略”，与戈登资产定价模型是一致的，即当必要收益率大于股息增长率的时候，我们简单理解为市场预期收益率大于公司实际增长率的时候，模型简化为公司价值 $=D1/(r-g)$ ，分红高的企业被认为是公司价值更大。

所以我们认为市场“红利配置策略”未来变化的可观察时间窗口就是，公司实际增长率（或市场预期公司实际增长率）重新超过市场预期必要收益率（或美长期国债利率），简化为企业利润增长重新超过利率水平。

投资策略：我们认为，美联储降息方向既定，降息节奏及空间取决于未来美国经济基本面情况。**如果降息时间点能在Q4体现，虽然美联储降息可能会带来中央行的同步降息，但是从长期的利差空间来看，仍有进一步收窄的空间，整体利好食品饮料的资产定价。**我们看好业绩长期稳定、且估值受利率变化影响大的企业，重点推荐贵州茅台、五粮液等。

风险提示：美降息时间晚于市场预期，或降息后资金未出现回流，行业政策出现重大变化、食品饮料市场发展不及预期、技术进步不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
贵州茅台	59.49	69.2	78.84	89.82	23.20	19.94	17.50	15.36	7.23	强烈推荐
五粮液	7.783	8.69	9.7	10.84	14.91	13.35	11.96	10.70	3.14	强烈推荐
伊利股份	1.64	1.835	1.81	1.97	13.55	12.11	12.28	11.28	2.39	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

注：未评级企业来自市场一致预期

目 录

1. 我们的观点.....	3
2. 中美十年期国债利差与资产定价	3
3. 美释放降息信号，或利好食品饮料定价.....	5
4. 风险提示	6
相关报告汇总.....	7

1. 我们的观点

2021 年以来，主导食品饮料板块资产定价的要素更多的来自于需求侧的变化和预期，即在资产定价模型中，来自分子端的变化对资产定价影响更为明显。这一变化的根本，我们认为主要是资金外流趋势下，估值难以扩张，股价的波动更多的来自于 EPS 的波动所致。

而资金流向的变化，重要的影响因素就是利率，本轮 A 股市场资金外流的一个重要的影响因素就是中美利差拉大，资金流回美元市场。本报告希望通过对利率与资产定价的研究，进一步从资产定价角度去挖掘食品饮料行业的长期价值。

通过对中美利差的影响分析，我们看到国内食品饮料板块与中美利差呈现明显负相关性，当中美利差扩大时，资金处于流出期，板块估值很难扩张，所以股价的波动更多的来自于 EPS 的波动，在这一阶段，红利策略更为有效。反之，当利差收窄资金流入期，估值有更多的弹性，成长的策略更为有效。

从 2023 年底开始，市场倾向于“红利配置策略”，与戈登资产定价模型是一致的，即当必要收益率大于股息增长率的时候，我们简单理解为市场预期收益率大于公司实际增长率的时候，模型简化为公司价值 = $D1/(r-g)$ ，分红高的企业被认为是公司价值更大。

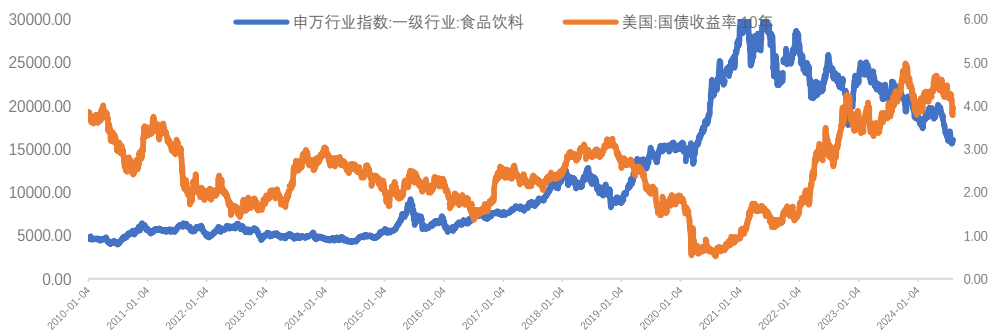
所以我们认为市场“红利配置策略”未来变化的可观察时间窗口就是，公司实际增长率（或市场预期公司实际增长率）重新超过市场预期必要收益率（或美长期国债利率），简化为企业利润增长重新超过利率水平。

根据美国最近的通胀数据及劳动就业情况，结合美联储的表态与市场持续升温的预期，**2024 年下半年进入降息周期的可能性不断上升。**我们认为从资产定价角度来看，美降息对国内食品饮料板块资产定价将形成利好的环境，有望推升整体估值水平。

2. 中美十年期国债利差与资产定价

根据戈登资产定价模型，利率波动往往会影响模型中分母端市场预期收益率的变化。在此前 2022 年 10 月 13 日发布的《食品饮料行业：见底了吗》报告中，我们曾详细的讨论过，国内和美国利率变化对国内食品饮料板块估值的影响。从 2015 年我国汇改以来，我们看到食品饮料指数与美债 10 年期国债收益率变化呈较明显的负相关关系。

图1：美 10 年期国债收益率（%）与国内食品饮料指数

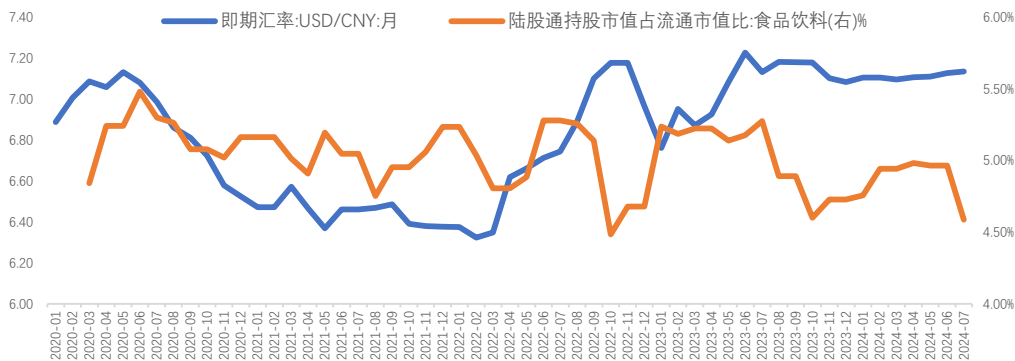


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们认为，排除掉美国经济变化对国内的影响（进出口对国内经济影响），从资产定价角度变化来看，主要是 2015 年国内汇改之后，当中国和美国两国利率变化，会带来资金的流向的变化，进而影响国内资本市场的定价。利率和汇率之间是相互影响的，当两个国家的货币利率存在差距，投资者往往会选择将资金转移到利率更高的国家，这会导致资本流动，同时导致汇率变动。

根据食品饮料陆股通市值占自由流通市值比重与人民币/美元汇率来看，陆股通持股比例变动与汇率变动呈强负相关性，即陆股通对食品饮料的持股对汇率敏感。

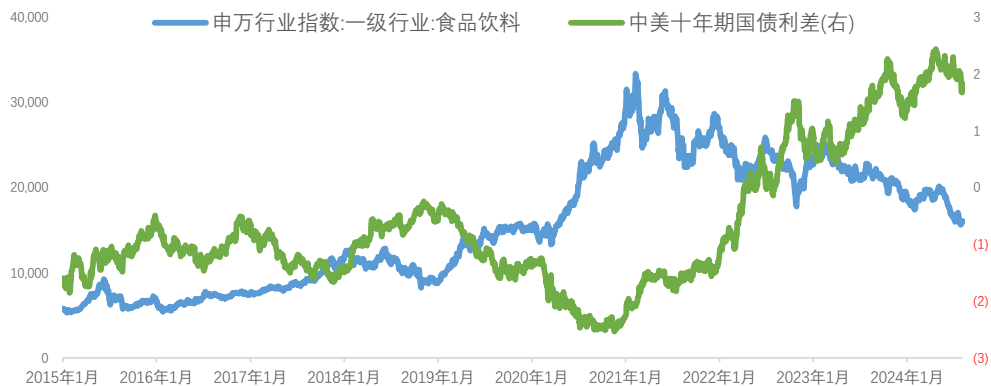
图2：汇率变化与食品饮料陆股通持股比例



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

所以我们进一步的去研究，食品饮料资产定价与中美利差之间的关系。我们用中美 10 年期国债收益率的差值作为观察，这个差异通常用来衡量中美两国的利率水平差异。同时去将食品饮料的估值水平和中美利差去进行比较。

图3：中美 10 年期国债收益率利差（%）与食品饮料行业指数

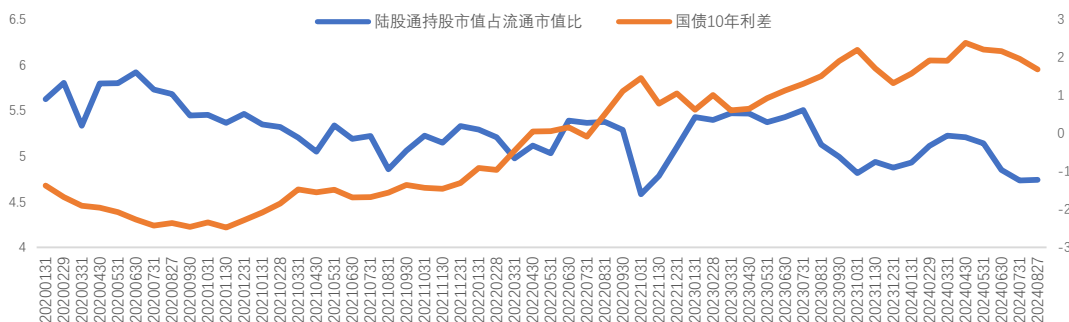


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

同时，食品饮料陆股通占自由流通市值比，也与中美 10 年期国债收益率成明显负相关关系。所以我们看到 2015 年以后，当中美利差收窄期，资金对食品饮料的增持明显，这个时期容易给企业更高的资产定价，成长策略更占优，而当利差扩大期间，资金流向反之，绝对收益策略更占优。

从 2023 年底开始，市场倾向于“红利配置策略”，与戈登资产定价模型是一致的，即当必要收益率大于股息增长率的时候，我们简单理解为市场预期收益率大于公司实际增长率的时候，模型简化为公司价值 $=D1/(r-g)$ ，分红高的企业被认为是公司价值更大。

图4：食品饮料板块陆股通占流通市值比与中美 10 年期国债收益率利差（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

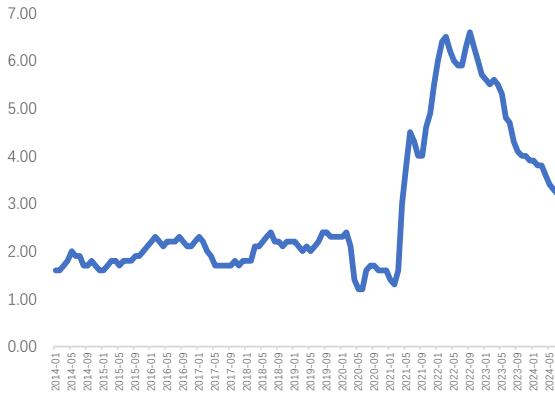
3. 美释放降息信号，或利好食品饮料定价

本轮中美利差从 21 年 1 月开始从底部反转，到 24 年 7 月利差逐渐扩大，这个过程中伴随着美国一直在加息通道中。截至 8 月底，中美利差保持倒挂依旧，利差区间仍处于历史较高的水平。但是伴随着美联储开始向市场释放降息信号，美联储是否会在 9 月降息，中美利差是否能够有所收窄，9 月份的美联储议息会议是重要的观察窗口。

支持美联储降息的有两个信号：一是美国非农就业数据，今年 3 月-7 月，美国非农就业人口数量连续 4 个月在较高水平。8 月非农数据虽然有所修复，但是就业压力仍存在。8 月份新增非农 14.2 万人，略低于市场预期 16.5 万人，高于 7 月 8.9 万人。二是 8 月 23 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上释放出降息信号，他表示，政策调整的时机已经到来，未来的方向是明确的，降息的时机和步伐将取决于数据、前景以及风险的平衡。

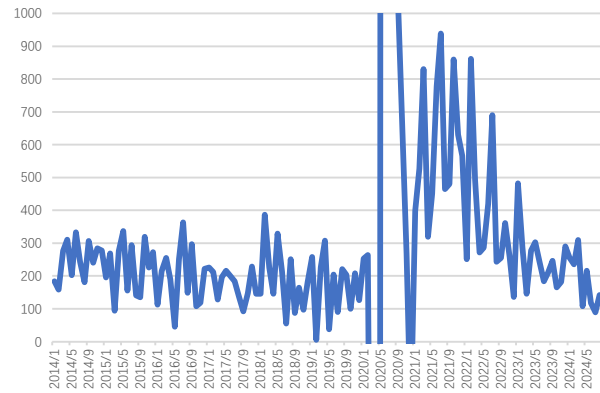
但是从目前美国宏观经济数据来看，并不支撑立即降息的急迫性。美国第二季度实际 GDP 年化修正值环比升 3.0%，显著高于一季度的 1.3%；美国 7 月零售销售环比升 1.0%，显著高于市场预期；美国 7 月 CPI 同比升 2.9%，核心 CPI 同比升 3.2%，高于美联储 2% 的通胀目标。美宏观数据显示经济仍处于扩张阶段。

图5: 美核心 CPI (%)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图6: 美非农就业数据 (千人)



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

我们认为, 美联储降息方向既定, 降息节奏及空间取决于未来美国经济基本面情况。如果降息时间点能在 Q4 体现, 虽然美联储降息可能会带来中央行的同步降息, 但是从长期的利差空间来看, 仍有进一步收窄的空间, 整体会利好食品饮料的资产定价。我们看好业绩长期稳定、且估值受利率变化影响大的企业, 重点推荐贵州茅台、五粮液等。

4. 风险提示

美降息时间晚于市场预期, 或降息后资金未出现回流, 行业政策出现重大变化、食品饮料市场发展不及预期、技术进步不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料行业：长风破浪会有时—2024 年中期策略报告	2024-08-01
行业普通报告	食品饮料行业：国际奶价持续震荡，国内奶价仍处下行周期	2024-07-11
行业普通报告	食品饮料行业：白酒消费税改革的思考	2024-07-11
行业普通报告	食品饮料行业：头部酒企传递发展信心，酒企齐心稳定市场秩序	2024-07-03
行业普通报告	食品饮料行业：618 数据体现消费弱复苏，部分食品饮料公司线上表现不俗	2024-06-27
行业普通报告	食品饮料行业：茅台稳定批价组合拳出击，将稳定市场预期	2024-06-25
行业普通报告	食品饮料行业：关注价格回升对酒类价格影响	2024-06-13
行业普通报告	食品饮料行业：美降息预期加强，利好白酒资产定价	2024-05-08
行业深度报告	食品饮料行业：茅台批价还会跌吗？	2024-04-12
行业普通报告	食品饮料行业：糖酒会酒企反馈积极，悲观预期修复	2024-03-25
公司普通报告	三只松鼠 (300783.SZ)：业绩符合预期，改革成效逐步显现	2024-09-02
公司普通报告	安井食品 (603345.SH)：小龙虾及水产短期承压，主业依旧稳健	2024-08-22
公司普通报告	贵州茅台 (600519.SH)：业绩势能不减，高分红稳定市场信心	2024-08-13
公司普通报告	三只松鼠 (300783.SZ)：业绩连续四个季度回升，战略转型效果持续释放	2024-07-18
公司普通报告	贵州茅台 (600519.SH)：业绩表现优异，24 年势能不减	2024-04-10

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。

王洁婷

普渡大学硕士，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

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23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