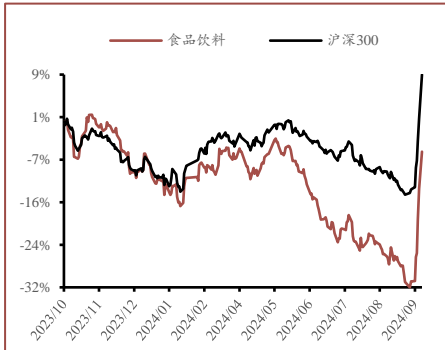


投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德
SAC 证书编号: S0160523090004
wuwd01@ctsec.com

分析师 赵婕
SAC 证书编号: S0160523100002
zhaojie@ctsec.com

分析师 任金星
SAC 证书编号: S0160524010001
renjx@ctsec.com

相关报告

- 《食品饮料 24H1 财报总结》 2024-09-11
- 《24Q2 食品饮料基金持仓分析》 2024-07-23
- 《食品饮料 2024 年半年报前瞻》 2024-07-03

三阶段看食品饮料行业投资机会

核心观点

- ❖ **否极泰来，星辰大海。**我们认为“这次不一样”，核心在于有了新的增量资金来源，政策也不断落地，强化信心。即使是短期有所波动，但方向已经指明，全面的信心修复或已到来。通过对历史的复盘，以及后续策略的观点，我们认为板块的行情演绎有望呈现三个阶段：PE 扩张-EPS 修复-全面复苏。
- ❖ **阶段一：PE 扩张，政策拐点上估值空间仍存。**1) 估值寻底阶段或已完成：行业短期承压已被市场 Price-in，市场悲观预期也已逐步上修，前期的估值锚 15x 有望站稳。2) 中性看，估值修复至稳态水平，且不切换：参照海外成熟消费品估值水平，稳健业绩回升有望推动估值逐步修复至 20~25 倍 PE，这亦可作为第一阶段进攻的目标。3) 乐观看，估值切换仍可期：参考 2014 年、2019 年两轮政策性牛市经验，我们认为板块在初期情绪驱动下有望向 30 倍以上 PE 中枢扩张。这一阶段选股以弹性为主，顺周期是核心方向，推荐白酒和餐饮链。
- ❖ **阶段二：EPS 修复，餐饮消费有望率先回暖。**在消费政策刺激、消费预期向好、内需改善回暖下，基本面可以环比修复或预期向好的标的，可以对估值形成进一步良好支撑，EPS 修复成为该阶段投资关注重点。当前 2024Q3 前瞻来看，食饮基本面仍有承压。但政策的方向上，餐饮消费券有望成为重要的政策工具。复盘历史，消费券杠杆效应明显，或有力拉动消费，餐饮相关板块有望率先直接受益。我们认为该阶段，食品业绩有望率先回暖，主因库存低+消费政策刺激。
- ❖ **阶段三：全面复苏，中长逻辑下看戴维斯双击。**随着经济的企稳，板块将迎来全面修复，我们需要在中长期维度上寻找方向。1) 白酒板块：酒企报表端控速出清，基本面向底部演进，业绩拐点有望在政策拐点后 2~4 个季度出现，缩量市场未来更多看结构性机会；2) 大众品板块：需求端反弹需要时间验证，可以从“供给+”的逻辑优选赛道，啤酒、餐饮供应链、软饮料、乳制品等细分赛道在需求恢复的背景下均有机会。这一阶段的研究更多的是为第一和第二阶段服务，精选个股，淡化波动，长牛可期。
- ❖ **投资建议：顺周期方向，白酒为先，餐饮链弹性可观。**1) 顺周期方向：白酒+餐饮链，贵州茅台\五粮液\泸州老窖\山西汾酒\迎驾贡酒+安井食品\千味央厨\立高食品\宝立食品+港股青岛啤酒股份\华润啤酒；其中复调颐海国际\天味食品，有股息，攻守兼备。2) 成长+业绩改善方向：东鹏饮料、盐津铺子、劲仔食品+安琪酵母\洽洽食品\海天味业\涪陵榨菜。3) 其他可关注的超跌标的：百润股份\中炬高新\香飘飘、乳制品伊利股份\蒙牛股份\妙可蓝多（政策催化+原奶周期拐点）。
- ❖ **风险提示：**消费力恢复不及预期；食品安全风险；行业竞争激烈。

内容目录

写在前面：否极泰来，星辰大海.....	5
1 PE 扩张：政策转向，食品饮料估值扩张几何.....	6
1.1 复盘历史，看本轮行情的同与不同，估值扩张空间仍大.....	6
1.2 对标海外消费牛市，估值领先业绩，修复空间可观.....	10
1.2.1 复盘美股 1980 年代初，“改革牛”背景下，消费股实现估值快速提升.....	10
1.2.2 参考可口可乐和其他龙头公司，业绩跟进有望带来股价长牛.....	12
1.2.3 海外消费稳态估值水平，也是估值空间的重要参考之一.....	14
1.3 估值寻底或已完成，向上弹性充足.....	15
2 EPS 修复：餐饮或是政策的重要抓手，大众品修复将领先白酒.....	16
2.1 促消费政策指向明确、力度加强，餐饮消费券或为重要工具.....	17
2.1.1 政策频出有望推动消费需求回暖.....	17
2.1.2 复盘消费券：杠杆效应，餐饮居多，兼顾效率与公平.....	18
2.1.3 餐饮消费券投入效率高，或为政策的主要工具.....	20
2.2 三季度前瞻：白酒仍有承压，大众品有所改善.....	22
2.3 股息也是基本面的重要考量之一，也会成为未来定价的重要因素.....	23
3 全面复苏：戴维斯双击，长牛下更重产业逻辑.....	24
3.1 白酒：业绩寻底，预期改善，分化延续.....	24
3.2 大众品：需求回暖预期下，从供给端看行业机会.....	27
4 投资建议：政策风起，重视消费，白酒餐饮两手抓.....	29
5 风险提示.....	30

图表目录

图 1. 食品饮料配置思路：三个阶段看板块的投资机会.....	5
图 2. 三轮政策周期异同.....	7
图 3. 2014 年政策牛市指数收益率复盘（2013/1 为基）.....	7
图 4. 2019 年政策牛市指数收益率复盘（2018/1 为基）.....	7
图 5. 食品饮料各板块营收同比增速：三轮政策周期内食品饮料行业所处周期不同.....	8
图 6. 2014、2019 年牛市行情外资净流入提供增量资金.....	8
图 7. 2014、2019 两轮牛市行情中食品饮料、白酒估值实现大幅扩张.....	9

图 8. 餐饮及白酒板块营收单季同比增速.....	9
图 9. 餐饮及白酒板块归母净利润单季同比增速.....	9
图 10. 在估值的带动下，1980 年代美国食品股相较收益突出.....	11
图 11. 1980~1990 年代美股食品行业 PEG 增长并不显著.....	12
图 12. 1980~1990 年代美股 ROE 下滑，餐饮相对稳定.....	12
图 13. 1980 年代美股食品饮料行业股息率逐步回落.....	12
图 14. 1980 年代美股食品饮料行业净利率相对平稳.....	12
图 15. 1980 年代可口可乐估值实现快速提升.....	13
图 16. 1980 年代可口可乐营收保持稳健增长.....	13
图 17. 1980 年代可口可乐利润 CAGR 达 12.6%.....	13
图 18. 1980 年代可口可乐净利率持续提升.....	13
图 19. 1980 年代前期公司 ROE 相对平稳.....	13
图 20. 1980 年代美股餐饮龙头股价持续抬升.....	14
图 21. 1980 年代美股餐饮龙头估值修复至 20~25X.....	14
图 22. 美股餐饮行业 PE 区间约 15~30X.....	15
图 23. 欧、日必选消费行业 PE 区间约 15~30X.....	15
图 24. 2021 年以来餐饮行业估值中枢持续下行.....	16
图 25. 餐饮子行业 PE 估值仍处于历史分位数低值（截至 240930）.....	16
图 26. 2020 年地级市消费券计划发放总额及时间.....	18
图 27. 2020 年地级市消费券计划发放数量分布图.....	18
图 28. 餐饮为全国 17 个主要一二线城市发放消费券最多的品类（座）.....	19
图 29. 餐饮消费券专项债对餐饮市场增量的估算.....	22
图 30. 食品饮料主要标的 24Q3 盈利预测前瞻.....	23
图 31. 2022 年以来白酒产量同比持续下滑.....	25
图 32. 茅五泸批价于 2022 年下半年开始涨势受阻（元/瓶）.....	25
图 33. 白酒板块营收及净利润增速于 2024 年开始收敛.....	26
图 34. 政策拐点、需求拐点、业绩拐点示意.....	26
图 35. 上市酒企单季营收增速.....	26
图 36. 朱格拉周期循环示意.....	28
图 37. 餐饮行业细分板块资本开支及净利润增速分布图（取 2020~2023 复合增速）.....	28
图 38. 餐饮细分板块量价象限示意.....	29
表 1. 历次逆周期政策复盘.....	6

表 2. 食品饮料龙头公司普遍处于历史估值分位明细：白酒低估较为明显.....	10
表 3. 1980 年代美国食品饮料龙头估值规模快于盈利增速.....	14
表 4. 2024 年中国各地区消费券发放情况（不完全统计）	17
表 5. 2020 年消费券发放情况（不完全统计）	19
表 6. 2022 年中国消费券发放情况（不完全统计）	20
表 7. 2020 年中国各地消费券核销率统计.....	20
表 8. 各行业消费券最低杠杆.....	21
表 9. 食品饮料各板块分红率及股息率表现.....	24
表 10. 重点白酒公司股息率在 2% 以上.....	27

写在前面：否极泰来，星辰大海

如何看待当前的行情，以及对板块配置思路的思考？

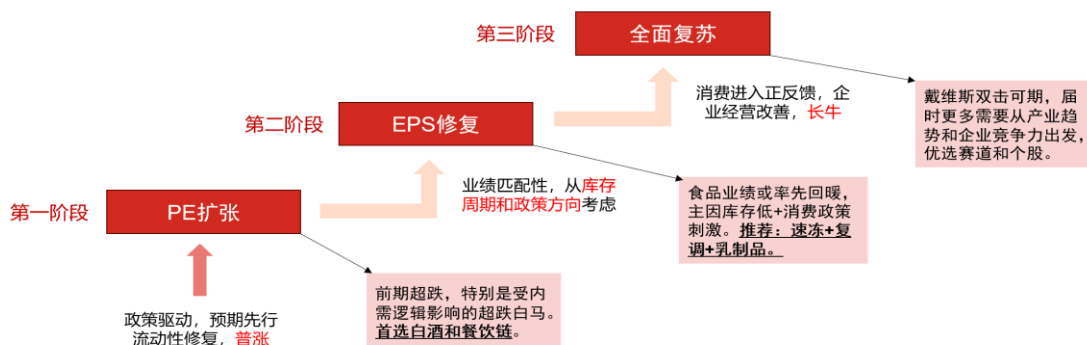
从9月24日国新会以来，市场表现出了积极的反馈，三大指数呈现快速上涨态势。我们认为“这次不一样”，在于伴随政策落地，有了新增量资金来源，这也是为什么我们积极翻多的原因，未来如财政政策的出台，继续推动预期修复，行情有望延续。即使是短期有所波动，但方向已经指明，全面的信心修复或已到来。

而从食品饮料板块来看，又是这一轮行情的主要先锋。板块的估值回调已久，且估值性价比高，前期压制板块的因素——经济预期消费疲软，在政策的转向之后有望打开，随之而来的是高低切换和消费潜力的释放预期，利好食品饮料板块，把握政策做多窗口期。

通过对历史的复盘，以及后续策略的观点，我们认为板块的行情演绎有望呈现三个阶段：PE扩张-EPS修复-全面复苏。

- **第一阶段：PE扩张。**当前行情属于政策驱动带来的流动性复苏，板块估值重回扩张区间，属于普涨行情。选股思路上：前期超跌，特别是受内需逻辑影响的超跌白马。首选白酒和餐饮链：白酒权重大，流动性充足，为当前交易首选，餐饮链中速冻弹性大，复调攻守兼备。
- **第二阶段：EPS修复。**随着估值的修复，接下来需要考虑的是业绩的匹配性，这一阶段EPS在消费政策的刺激下，有望逐步修复。这一阶段，食品业绩或率先回暖，主因库存低+消费政策刺激。推荐：速冻+复调+乳制品。
- **第三阶段：全面复苏。**随着经济的企稳，板块将迎来全面修复，戴维斯双击可期，届时更多需要从产业趋势和企业竞争力出发，优选赛道和个股。当前行业基本面处于“冰点”，静待拐点到来。

图1.食品饮料配置思路：三个阶段看板块的投资机会



数据来源：Wind、财通证券研究所

1 PE 扩张：政策转向，食品饮料行业估值扩张几何

1.1 复盘历史，看本轮行情的同与不同，估值扩张空间仍大

2024 年 9 月逆周期政策持续出台，力度不断加大：货币政策方面发力降准、降息，释放流动性；地产政策方面下调存量房贷利率、降低首付比例、并加大保障房资金支持，多地相应调整购房政策，广州全面取消限购，北京、上海、深圳政策松绑；资本市场方面创设两项结构性货币政策工具，并大力引导中长期资金入市；政治局会议明确加大财政货币政策逆周期调节力度，首提促进房地产市场止跌回稳，强调增收促消费。地方促消费政策开始酝酿，上海率先推出消费券发放方案。

表1. 历次逆周期政策复盘

逆周期政策	2024 年 9 月	2019 年	2014 年
货币政策	<p>降准：下调存款准备金率 0.5 个百分点，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿；</p> <p>降息：降低中央银行的政策利率，即 7 天期逆回购操作利率下调 0.2 个百分点，从 1.7% 调降至 1.5%。</p>	<p>降准：1 月下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，释放流动性约 1.5 万亿元，净释放长期资金约 8000 亿元。</p>	<p>降准：4 月对县域农村商业银行/县域农村合作银行降准 2/0.5 个百分点；6 月对“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行降准 0.5 个百分点；</p> <p>降息：11 月下调贷款/存款基准利率 0.4/0.25 个百分点。</p>
地产政策	<p>降存量房贷利率：降低存量房贷利率平均 0.5 个百分点；</p> <p>降首付比例：统一首套房和二套房的首付比例，二套房贷款最低首付比例由 25% 降至 15%；</p> <p>资金支持：保障性住房再贷款中，中央银行出资比例由原来的 60% 提高到 100%；</p> <p>限购调整：广州全面取消限购，不再审核购房资格；北京、上海、深圳放宽限购政策。</p>	<p>坚持房住不炒：维持房地产金融政策总方针不变。</p>	<p>9·30 房贷新政：首付比例降低至 30%；首套房贷款利率下降至 0.7 倍基准利率；二套房认贷不认房；公积金贷款利率下调；换购住房个人所得税退税。</p>
资本市场	<p>创设两项结构性货币政策工具：1) 创设证券、基金、保险公司互换便利，首期操作规模 5000 亿元；2) 创设股票回购、增持专项再贷款，首期额度 3000 亿元。</p>	<p>上交所设立科创板并试点注册制。</p>	<p>5 月“第二次国九条”出台：明确资本市场健康发展总体要求和具体任务；发展多层次股票市场；规范发展债券市场；培育私募市场；推进期货市场建设；提高证券期货服务业竞争力；扩大资本市场开放。</p> <p>9 月两融宽松：沪深交易所宣布扩大融资融券标的证券范围，新增 205 只标的股，总数达到 900 只。</p> <p>11 月沪港通正式上线：推动资本市场改革、A 股市场国际化。</p>
政治局会议要点	<p>加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出：1) 发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债；2) 降低存款准备金率，实施有力度的降息；3) 促进房地产市场<u>止跌回稳</u>；4) 调整住房限购政策，降低存量房贷利率；5) 提振资本市场，大力引导中长期资金入市；6) 支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革。</p> <p>帮助企业渡过难关：1) 出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境；2) 把促消费和惠民生的结合起来，<u>促进中低收入群体增收，提升消费结构</u>；3) 培育新型消费业态；4) 支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系；5) 加大引资稳资力度。</p>	<p>稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期：统筹实施好宏观政策、结构性政策、社会政策，落实好积极的财政政策、稳健的货币政策和就业优先政策。要着力优化营商环境，培育壮大新动能，促进形成强大国内市场，推进脱贫攻坚和乡村振兴，促进区域协调发展，加强污染防治和生态文明建设，深化重点领域改革，推动全方位对外开放，更好保障和改善民生。</p>	<p>要发挥好财政金融资源效力，加大对实体经济支持力度，优化财政金融资源配置，提高财经资金使用效益，积极拓宽实体经济融资渠道。</p> <p>要积极扩大有效投资，发挥好投资的关键作用，进一步释放民间投资潜力，着力提高投资质量和效益。</p> <p>要努力扩大消费需求，发挥好消费的基础作用，顺应居民消费结构升级趋势，完善消费政策，改善消费环境，不断释放消费潜力。</p> <p>要努力稳定对外贸易，提高对外开放水平，落实完善促进外贸发展政策，坚持积极有效利用外资，有力推动出口升级和贸易平衡发展。</p> <p>要加快推进经济结构调整，培育新经济增长点和区域增长极，完善创新驱动政策环境，推进生态文明建设，落实国家新型城镇化规划。</p>

数据来源：中国政府网、人民日报、财通证券研究所

我们复盘了前两轮牛市的起点，认为当前逆周期调节与 2019 年、2014 年两轮政策周期类似，经济增长放缓趋势下货币政策转向宽松，组合政策刺激叠加流动性加持造就了牛市行情。

三轮政策周期在宽松力度、着力点以及餐饮行业所处周期等方面有所区别，但在政策性牛市的行情演绎方面存在共性。通过对比和分析，我们认为本轮政策力度及行情演绎更贴近于 2014 年。

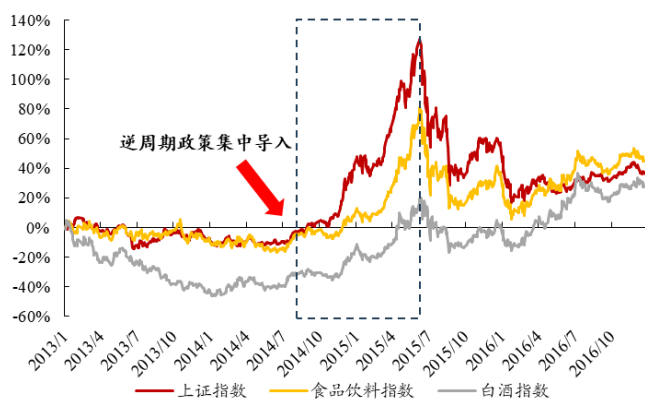
图2.三轮政策周期异同

	区别			共性	
	政策宽松力度	政策着力点	餐饮行业周期	增量资金	行情演绎
2014年	宽松力度大，杠杆加持	扩投资+扩消费	增长放缓	外资大幅流入，价值股率先受益	情绪驱动初期行情，估值扩张先行，业绩延后修复
2019年	力度较小，以稳为主	稳投资	高速增长		
2024年	力度较大，集中释放	促消费	增长放缓		

数据来源：Wind、财通证券研究所

◇ **区别 1：政策力度及着力点仍有区别，造就不同牛市特征。**2014 年流动性释放循序渐进，由 2014 年的定向宽松逐步转向 2015 年的全面宽松，力度大、持续性强，金融杠杆加持下行情演绎的时间和空间均得到拓展；2019 年政策力度较小，地产金融政策仍在收紧，各方面以稳为主，流动性释放更利好价值股走牛；本轮政策覆盖全面，利好集中释放，力度较大，更加强调促进消费作为刺激经济的着力点，对预期提振作用较大，有望形成全面牛市。

图3.2014 年政策牛市指数收益率复盘（2013/1 为基）



数据来源：Wind、财通证券研究所

图4.2019 年政策牛市指数收益率复盘（2018/1 为基）



数据来源：Wind、财通证券研究所

◇ **区别 2：三轮政策周期内，餐饮行业所处周期不同。**2014 年行业增速放缓，主因白酒板块受前期三公消费政策影响下滑衰退，其余多数板块仍保持增势；

2019 年行业仍处于增量阶段，细分板块普遍高增；2024 年行业下行特征明显，白酒增速有所收敛。相较前两轮，当前阶段餐饮行业底部特征更为明显，无论是基本面，还是估值，均处于底部区域。

图5. 餐饮各板块营收同比增速：三轮政策周期内餐饮行业所处周期不同

细分板块	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
啤酒	9%	7%	0%	-4%	-3%	0%	2%	4%	0%	11%	7%	6%	-1%
肉制品	10%	13%	1%	0%	16%	0%	3%	34%	21%	-10%	-4%	-8%	-8%
调味发酵品	4%	2%	15%	12%	3%	13%	13%	14%	13%	5%	8%	2%	6%
乳品	14%	15%	13%	6%	1%	10%	11%	12%	8%	15%	7%	1%	-9%
预加工食品	2%	27%	14%	2%	13%	9%	13%	16%	22%	16%	17%	9%	-2%
保健品	42%	-3%	16%	4%	-4%	20%	31%	16%	14%	15%	0%	19%	-6%
白酒	35%	-3%	-10%	6%	14%	27%	25%	16%	7%	18%	15%	16%	13%
软饮料	4%	-2%	-5%	-7%	-7%	0%	15%	1%	-20%	17%	0%	13%	14%
零食	3%	7%	5%	8%	26%	28%	17%	15%	-8%	4%	-1%	0%	16%
烘焙食品	1%	42%	15%	21%	26%	21%	22%	15%	0%	10%	4%	11%	3%
食品饮料	18%	6%	1%	4%	7%	15%	14%	15%	7%	10%	8%	7%	4%

2014年：
餐饮板块增长放缓
白酒显著缩量，多数板块
仍有增长

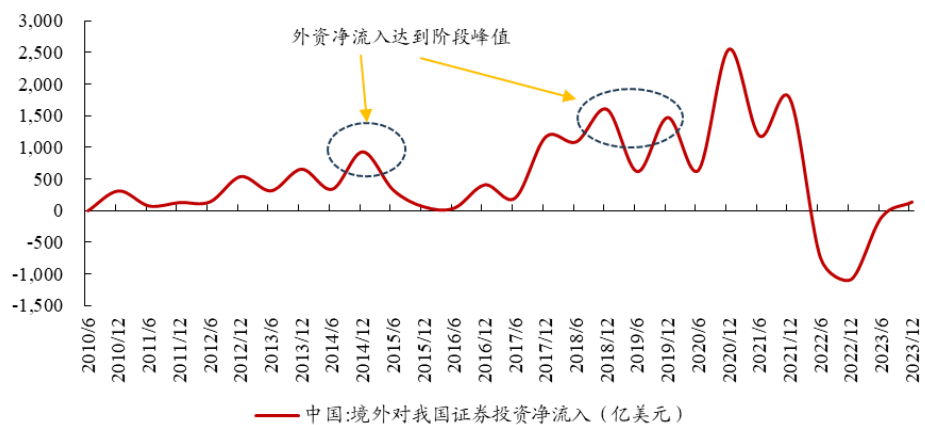
2019年：
餐饮板块高速增长
细分板块普遍高增

2024年：
餐饮板块增长放缓
半数板块下滑

数据来源：Wind、财通证券研究所
注：图中红色越深表示增速越高

◇ **共性 1：外资入场提供增量资金，价值龙头率先受益。**2014 年及 2019 年两轮牛市伴随政策导入，外资流入均形成阶段性高峰，是重要增量资金来源。2022 年以来，外资整体处于净流出状态，海外投资者对 A 股资产低配，本轮宽松政策有望刺激外资加速流入。考虑到外资重视稳定业绩、高流动性、高分红的投资偏好，此前低估值的消费龙头标的有望率先受益。

图6. 2014、2019 年牛市行情外资净流入提供增量资金

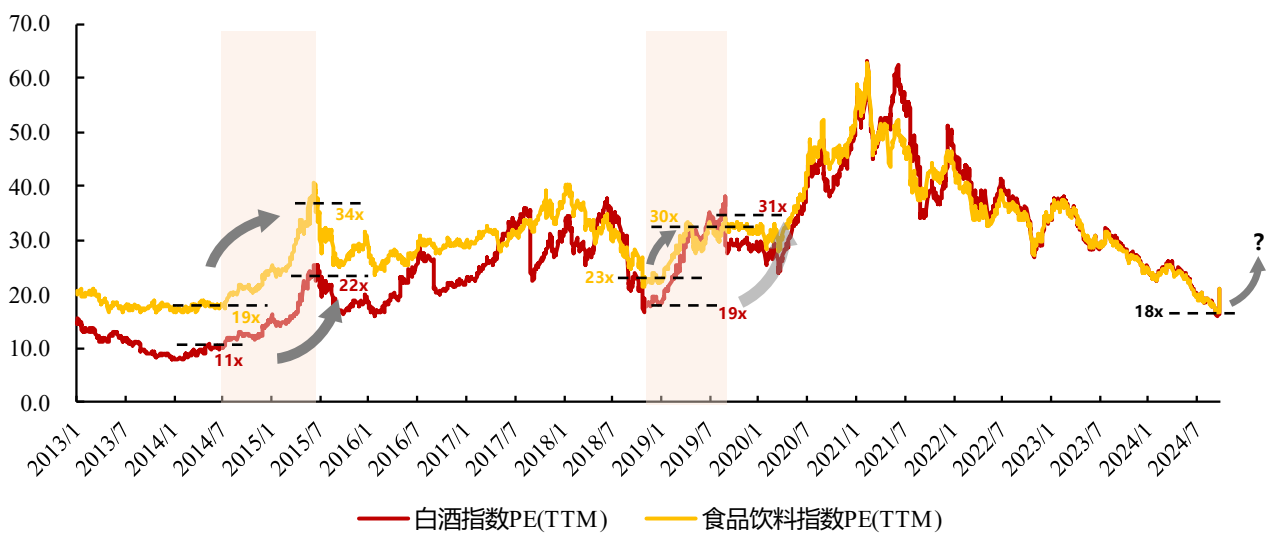


数据来源：Wind、财通证券研究所

◇ **共性 2：初期行情由情绪驱动，估值扩张先行。**2014、2019 年行情初期，均是政策率先提振市场预期，情绪驱动形成估值扩张阶段。餐饮及白酒板块来看，业绩修复往往在 2~4 个季度后开始兑现(2020 年受疫情影响有所延后)，

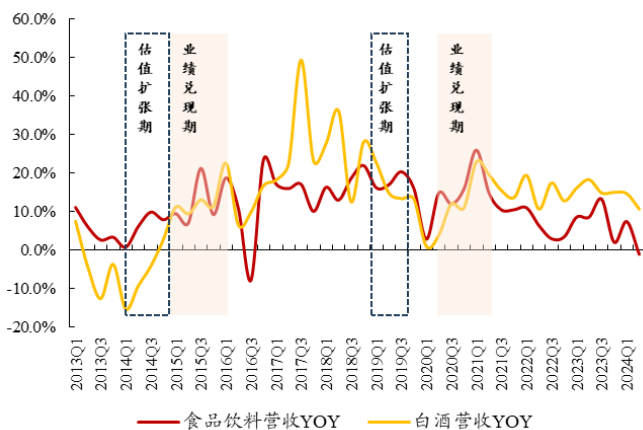
逐步对高估值进行消化。通过复盘可以看到**行业在牛市前期估值扩张空间大，其中白酒反弹势能强**。历史行情来看，2014~2015年牛市行情中，**食品饮料板块PE由19倍（此处采用PE(TTM)月平均值，下同）扩张至34倍，增幅83%，其中白酒板块PE由11倍扩张至22倍，增幅达101%**；2019年行情中，**食品饮料板块PE由23倍扩张至30倍，增幅30%，白酒板块PE由19倍扩张至31倍，增幅达64%**。**与前两轮类似，当前食品饮料板块PE中枢处于阶段性低位，其中白酒龙头个股估值处于历史低分位，有望获得较强反弹势能。**

图7.2014、2019 两轮牛市行情中食品饮料、白酒估值实现大幅扩张



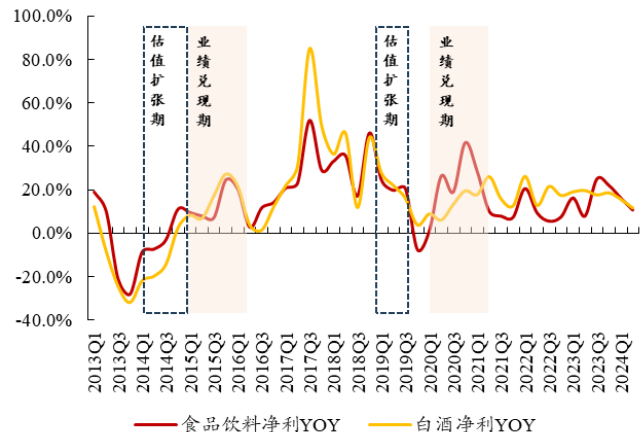
数据来源：Wind、财通证券研究所

图8.食品饮料及白酒板块营收单季同比增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

图9.食品饮料及白酒板块归母净利润单季同比增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

表2. 食品饮料龙头公司普遍处于历史估值分位明细：白酒低估较为明显

公司	细分板块	当前 PE(FY1)	过去三年分位	过去五年分位	过去十年分位
贵州茅台	白酒	23.5	13.7%	8.2%	33.7%
五粮液	白酒	17.0	19.9%	11.9%	25.5%
山西汾酒	白酒	18.9	8.6%	5.1%	3.8%
泸州老窖	白酒	13.1	8.8%	5.2%	5.3%
海天味业	调味发酵品	39.0	41.9%	25.1%	47.4%
伊利股份	乳品	14.5	18.9%	11.3%	5.7%
青岛啤酒	啤酒	20.7	14.7%	8.8%	5.8%
东鹏饮料	软饮料	33.9	22.4%	20.5%	20.5%

数据来源：Wind、财通证券研究所（PE 对应股价为 2024/9/30 收盘价）

1.2 对标海外消费牛市，估值领先业绩，修复空间可观

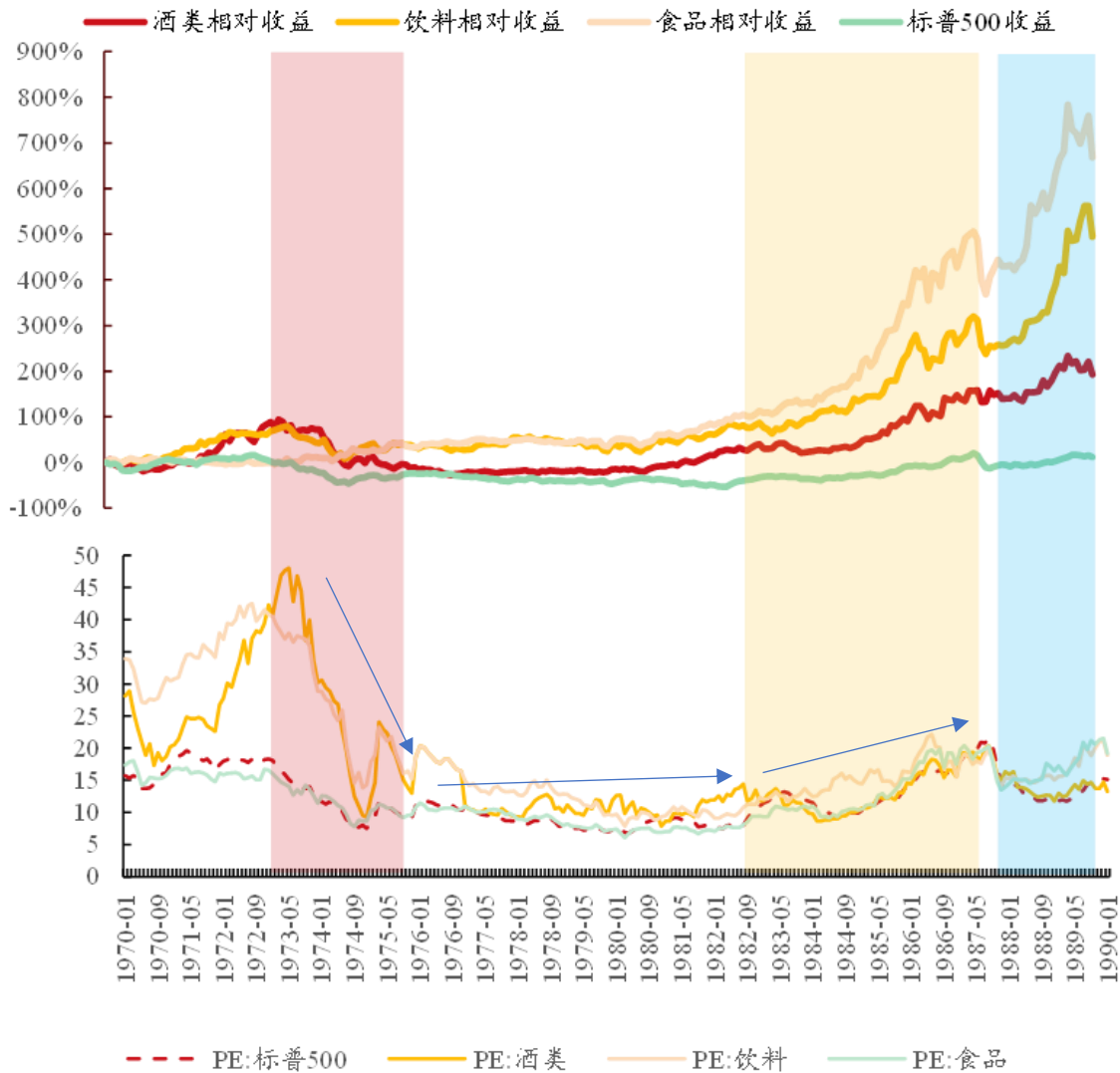
通过对历史两轮政策牛市复盘分析，我们认为情绪驱动下的消费价值股率先受益，估值扩张空间较大，白酒作为估值锚在行情中往往由 20 倍的 PE 中枢拔高至 30 倍以上，空间可达 50%+。由于行业所处的基本面周期较前两轮有所差别，我们引入海外对比研究，去探寻海外市场消费品溢价和稳态的估值水平。以史为镜，我们研究了美国消费市场在 1980 年代~1990 年代完成了估值体系转化及修复过程，认为估值通常是领先基本面先修复，而随着基本面的改善，股价有望实现长牛，稳态的估值体系也有望达到 20-25x。

1.2.1 复盘美股 1980 年代初，“改革牛”背景下，消费股实现估值快速提升

1972 年漂亮 50 行情触顶后，美国经济陷入深度滞胀，美股震荡回调，标普 500 收益率在 1973~1975 年间快速下行后，进入震荡阶段，直至 1980 年后里根政府改革推动市场重新走强。1982-1987 年的“改革牛”行情主要由风险偏好与低利率推动的估值提升完成，业绩增长相对有限，直到 1987 年至 1990 年代初业绩才兑现逐步提升。

美国股市 1982 年下半年开始呈现估值系统性回升，主要系（1）市场担忧的经济低迷与高通胀问题所缓解，这提升了风险偏好，房产等其他大类资产的收益预期有所降温，资产的再分布提升权益资产风险溢价。（2）无风险利率开始呈现系统性的下降。其中消费股表现最为显著，主要系：（1）滞胀逐步解决下居民消费能力有所提升，利率下行提振可选消费品市场。（2）消费品公司开始海外扩张，业绩增速困境得以解决。（3）消费品公司的行业集中度提升，“龙头”公司的净利润开始逐步提升，并在 80 年代末期开始显现。数据上来看，1980-1987 年 8 月，酒类、饮料、食品、标普 500 的年均涨幅分别为 601.4%、357.5%、486.7%、102.0%，同期 PE 由 12.7、9.7、7.4、7.4 倍提升至 20.3、19.7、20.3、21.4 倍。

图10.在估值的带动下，1980年代美国食品股相较收益突出

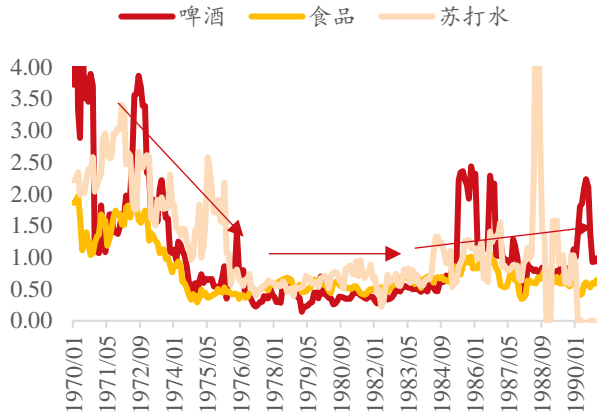


数据来源：wrds、财通证券研究所

注：上图为各指数相对1980年初涨幅，下图为各指数同期PE

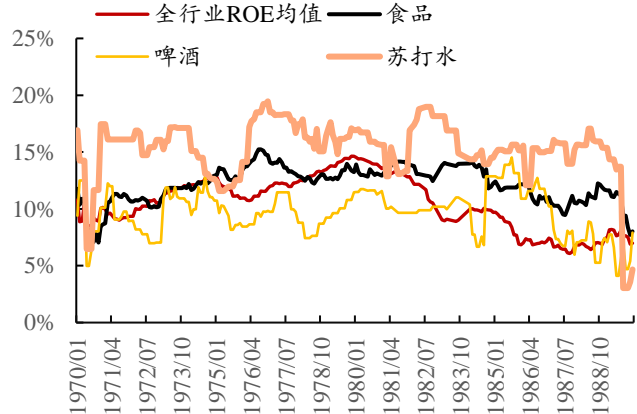
从细分行业估值增长拆分来看，1980~1987年业绩增长并不显著。期间啤酒、食品和苏打水的PEG由0.32/0.53/0.70提升至1.18/0.64/0.87，PE由7.55/7.04/7.67提升至16.68/17.20/19.02，PE的扩张空间分别为120.9%/144.5%/148.2%。同期ROE则由13.8%/9.7%/17.4%下滑至11.1%/8.1%/14.0%，我们预计主要系基本面仍处修复阶段，以及股息率回落所致。

图11.1980~1990年代美股食品行业 PEG 增长并不显著



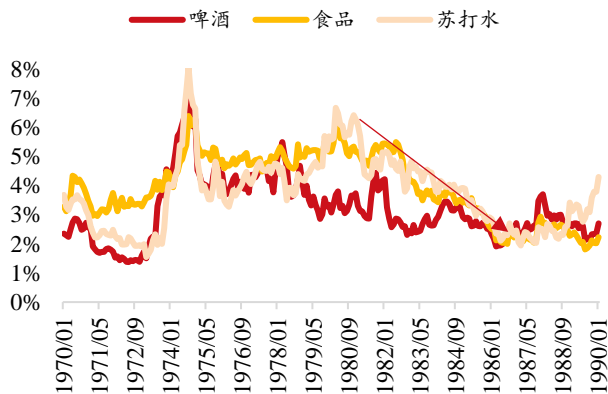
数据来源: wrds、财通证券研究所

图12.1980~1990年代美股 ROE 下滑, 食品饮料相对稳定



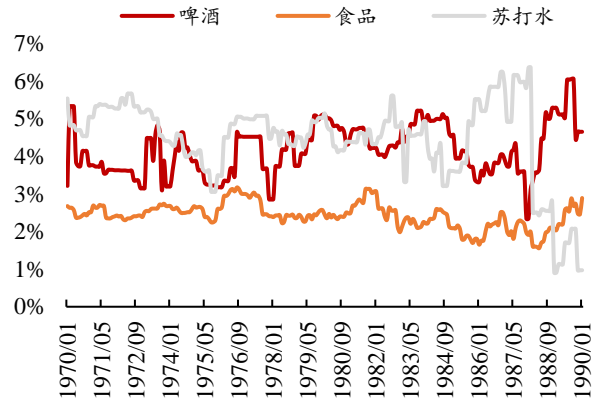
数据来源: wrds、财通证券研究所

图13.1980年代美股食品饮料行业股息率逐步回落



数据来源: wrds、财通证券研究所

图14.1980年代美股食品饮料行业净利率相对平稳

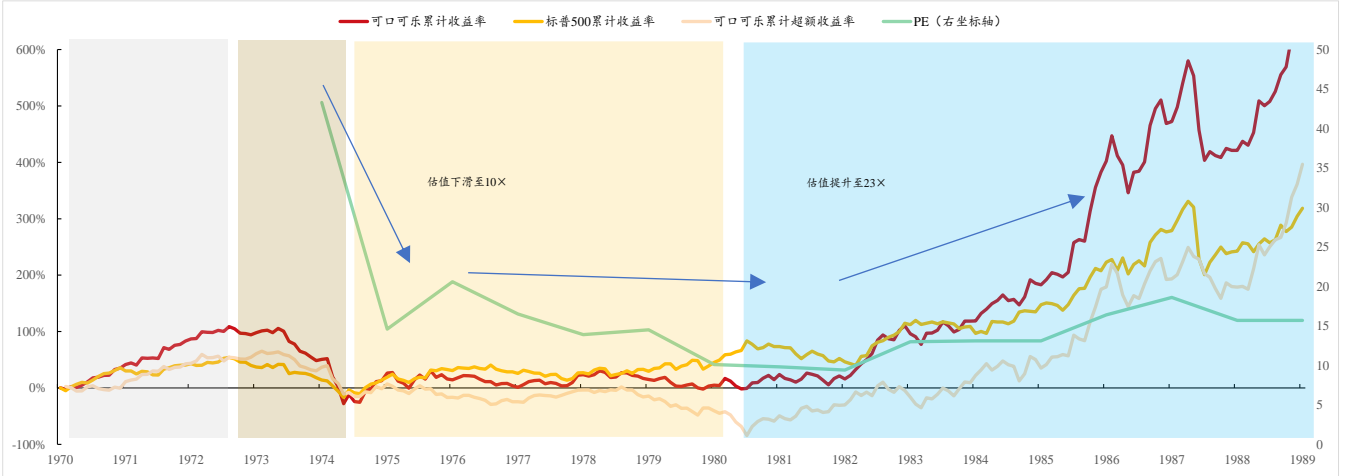


数据来源: wrds、财通证券研究所

1.2.2 参考可口可乐和其他龙头公司, 业绩跟进有望带来股价长牛

整体来看, 1980-1990 年带美股消费行业龙头估值顺利修复主要系盈利修复改善顺利落地所致。收入端, 国内市占率提升+出海, 利润端, 成本改善。预期先行背景下, 股价表现快于实际增速。1980~1990 年, 可口可乐股价累计涨幅达 917.6%, 跑赢标普 500 (增长 160.3%), 估值提升显著。我们认为一方面主要系郭思达提升盈利改革持续推进, 公司业绩实现于 1980 年代末重新进入高增长阶段, 另一方面收益风险偏好提升, 公司估值由 1980 年的 9.8X 提升至 1989 年的 22.3X。

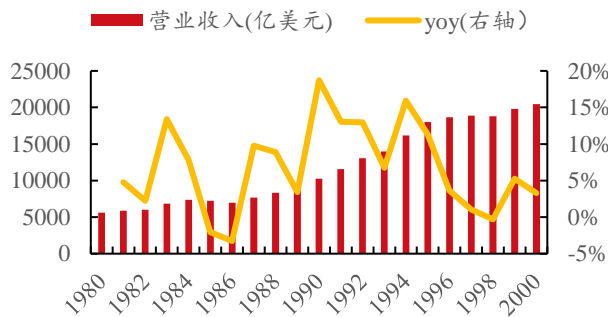
图15.1980年代可口可乐估值实现快速提升



数据来源: Bloomberg、Datastream、财通证券研究所

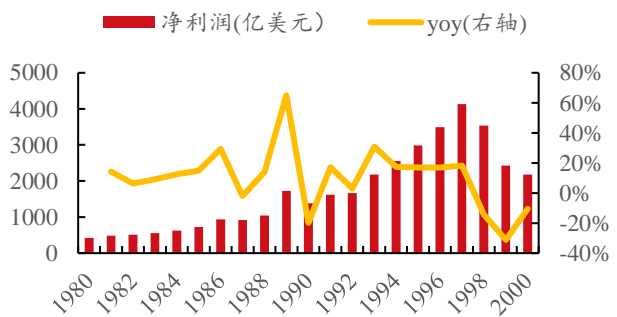
1980~1990年代可口可乐年业绩保持稳健增长,其中收入CAGR为6.2%,净利润CAGR为12.6%。70s末,可口可乐仅7成事业与可乐相关,1978年进入中国市场后一定程度弥补了国内市场占有率的下滑。进入1980年代后,罗伯特·戈伊苏埃塔上任提出《20世纪80年代战略规划》提出“利润率必须大大超过通货膨胀率”,并通过开拓海外业务、优化自身资产等多项举措实现利润稳健增长。

图16.1980年代可口可乐营收保持稳健增长



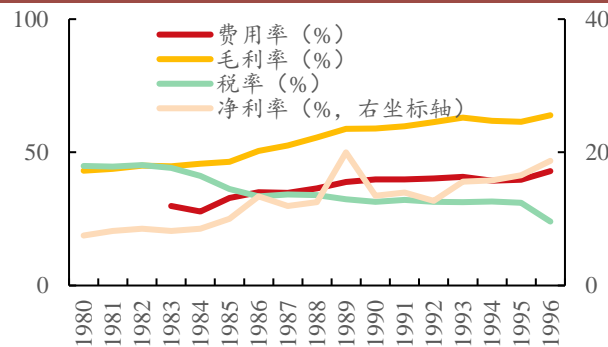
数据来源: Bloomberg、财通证券研究所

图17.1980年代可口可乐利润CAGR达12.6%



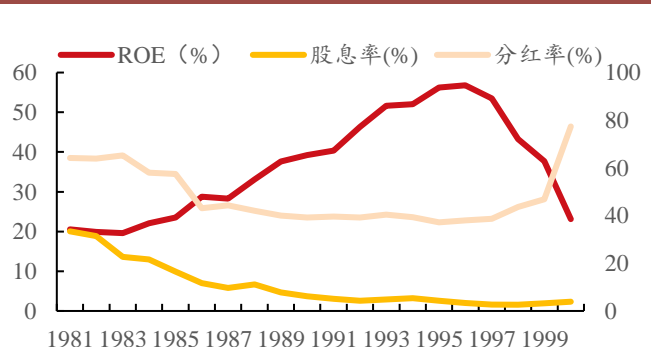
数据来源: Bloomberg、财通证券研究所

图18.1980年代可口可乐净利率持续提升



数据来源: Bloomberg、财通证券研究所

图19.1980年代前期公司ROE相对平稳



数据来源: Bloomberg、财通证券研究所

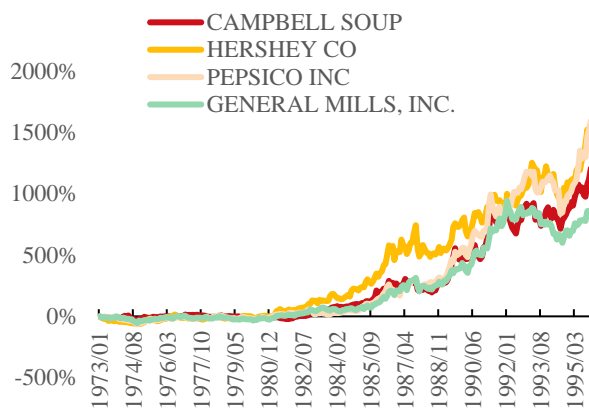
同时期其他公司表现来看，业绩的修复和稳定增长预期，进一步带动股价的表现。金宝汤(调味品)、好时(巧克力，零食)、百事(软饮料)、通用磨坊(食品制造)，在1981~1991实现644.0%/787.6%/855.2%/776.1%的涨幅，PE由7.4/6.4/8.6/8.1提升至24.4/15/20.1/18.5。同期利润CAGR约在11%-15%。利润的稳定增长，在估值修复之后带动股价进一步表现。

表3.1980年代美国食品饮料龙头估值规模快于盈利增速

	PE	PE	股价涨幅	净利润 CAGR
	1980 年底	1990 年底		
金宝汤(调味品)	7.4	24.4	657.2%	12.7%
好时(巧克力，零食)	6.4	15.0	818.6%	13.3%
百事(软饮料)	8.6	20.1	846.0%	14.7%
通用磨坊(食品制造)	8.1	18.5	773.8%	10.8%

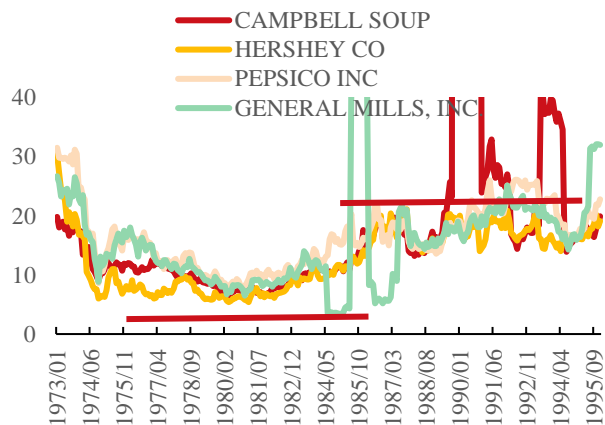
数据来源：Datastream、财通证券研究所

图20.1980年代美股食饮龙头股价持续抬升



数据来源：Datastream、财通证券研究所

图21.1980年代美股食饮龙头估值修复至20~25X

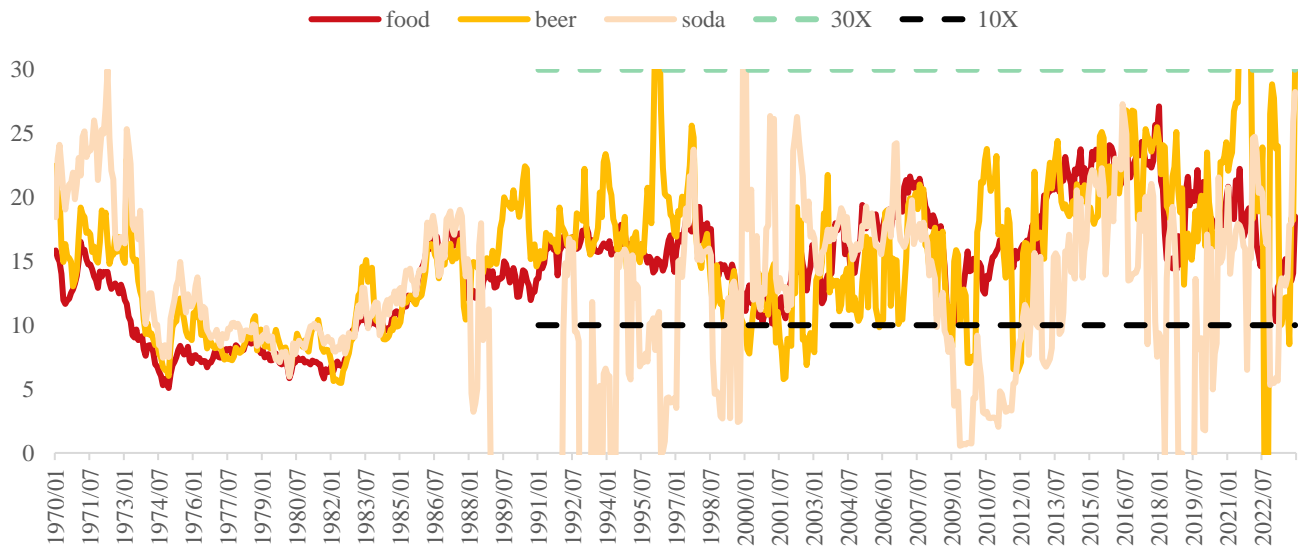


数据来源：Datastream、财通证券研究所

1.2.3 海外消费稳态估值水平，也是估值空间的重要参考之一

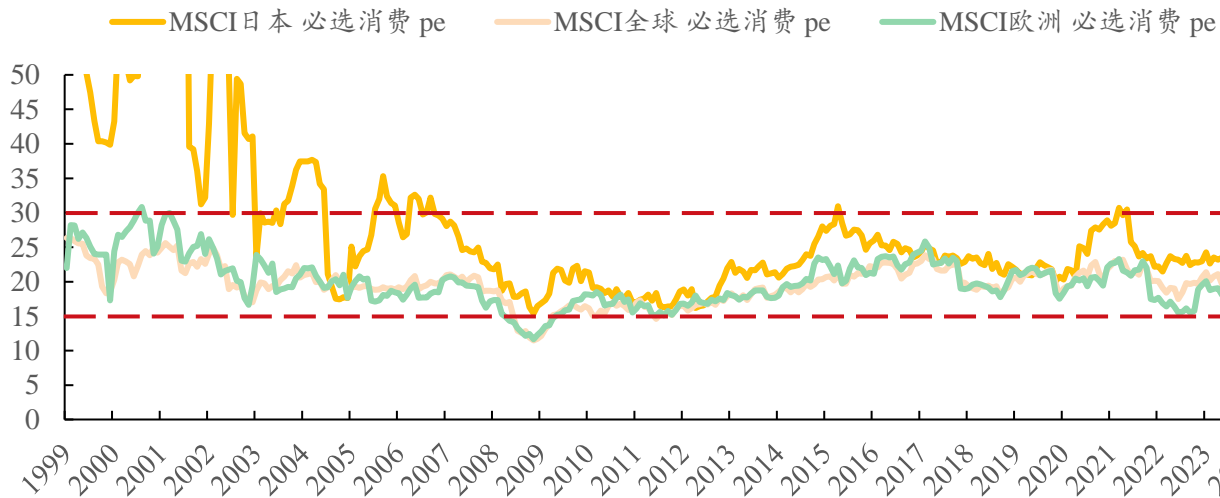
伴随市场逐步进入稳态增长，成熟消费品行业稳态 PE 估值约 20~30 倍。参考美股食品饮料及日本欧洲等海外发达国家指数变化情况，市场对成熟消费品行业类优质资产的长期投资价值定价充分。21 世纪以来相关公司的估值长时间稳定在 15-30 倍 PE (TTM) 区间。我们预计伴随我国资本市场逐步适应稳态增长，行业优质龙头公司估值将逐步稳定。

图22.美股食品饮料行业 PE 区间约 15~30X



数据来源: wrds、财通证券研究所

图23.欧、日必选消费行业 PE 区间约 15~30X



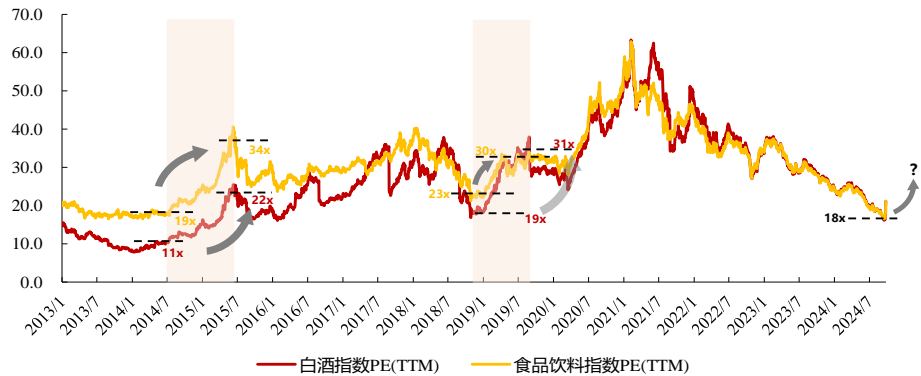
数据来源: wrds、财通证券研究所

1.3 估值寻底或已完成，向上弹性充足

政策底业绩底仍存错配窗口，估值扩张阶段，乐观看预计仍有 50% 以上空间。2022 年以来，随着消费的持续承压，食品饮料行业进入存量竞争和通缩式发展，估值中枢逐步下探至 15 倍左右。站在当下时点，伴随各项强有力经济调控政策逐步落地，流动性改善叠加信心提振有望快速修复行业估值。而在估值修复阶段，白酒行业作为顺周期先锋，可作为估值锚去判断上涨的空间。

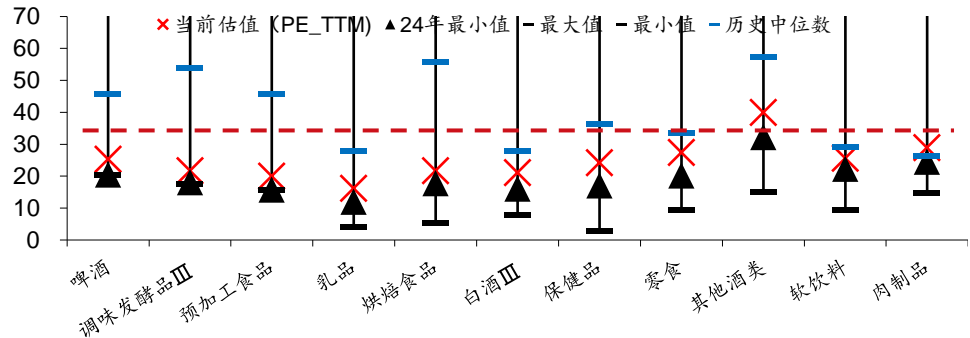
- ◇ **估值寻底阶段或已完成：**随着政策的落地，我们认为行业的预期有望迎来修正。首先，白酒行业短期承压已经被市场 Price-in，市场悲观预期也已逐步上修，前期的估值锚 15x 有望站稳。
- ◇ **中性看，估值修复至稳态水平，且不切换：**参照海外成熟消费品估值水平，稳健业绩回升有望推动估值逐步修复至 20~25 倍 PE，这亦可作为第一阶段进攻的目标，空间为以白酒行业 2024 年 PE 来看，向上空间 15%-20%。
- ◇ **乐观看，估值切换仍可期：**短期来看春节需求压力仍存，但全年悲观预期或迎来边际修正。参考 2014 年、2019 年两轮政策性牛市经验，我们认为当前白酒估值在初期情绪驱动下有望向 30 倍以上 PE 中枢扩张，向上空间约 50%+。

图24.2021 年以来食品饮料行业估值中枢持续下行



数据来源：Wind，财通证券研究所

图25.食品饮料子行业 PE 估值仍处于历史分位数低值（截至 240930）



数据来源：Wind，财通证券研究所

2 EPS 修复：餐饮或是政策的重要抓手，大众品修复将领先白酒

随着估值逐步修复拔升，业绩是否匹配成为下一阶段个股表现分化的重要因素。在消费政策刺激、消费预期向好、内需改善回暖下，基本面可以环比修复或预期向好的标的，可以对估值形成进一步良好支撑，EPS 修复成为该阶段投资关注重点。我们认为该阶段，**食品业绩有望率先回暖，主因库存低+消费政策刺激。**

2.1 促消费政策指向明确、力度加强，餐饮消费券或为重要工具

2.1.1 政策频出有望推动消费需求回暖

消费相关政策频出，刺激内需、促进居民收入增长，消费有望持续回暖。当前各类政策频出，政策力度及大超市场预期，在降息降准货币政策外，财政政策方面也明确提出多条提振消费信心、提高居民消费能力相关政策措施。9月政治局会议明确提出要结合促消费和惠民生，提升中低收入群体的收入，提升消费结构。多地加码促消费举措接连出台，消费券、消费品以旧换新、消费补贴等形式多样。目前，上海已通过《我市服务消费券发放方案》，决定投入市级财政资金5亿元，面向餐饮、住宿、电影、体育等四个领域发放“乐·上海”服务消费券；四川省将投入超4亿元财政资金用于2024“蜀里安逸”消费券发放，其中3亿元用于发放“蜀里安逸·焕新生活”家居家装消费券；武汉光谷地区启动“乐购武汉·光谷钜惠”住餐消费券活动促进消费市场活力；农业农村部等七部委联合印发通知，稳定肉牛奶牛生产，促进牛肉牛奶消费，推广学生饮用奶，鼓励有条件的地方通过发放消费券等方式，拉动牛奶消费。

表4.2024年中国各地区消费券发放情况（不完全统计）

地区	资金投入	发放时间	使用期限	发放对象	券面规则
上海	市级财政资金5亿元，其中餐饮3.6亿元、住宿9000万元、电影3000万元、体育2000万元。	第一轮：1.8亿元，9.28起，分四周发放 第二轮：1.8亿元，11月初至12月底	电影消费券自领用之时起24小时有效，其他消费券自发放之日起7天内有效，	位置信息定位在上海的用户可领取餐饮、电影、体育消费券，领取住宿消费券的用户无须通过位置信息校验	1) 餐饮消费券券面规则为满300减50、满500减100、满800减200、满1000减300四类。 2) 住宿消费券券面规则为满300减50、满600减130、满900减220、满1200减300。 3) 电影消费券每张电影票可抵用20元或30元的消费券。 4) 体育消费券通用消费券面额从满10减5到满200减80分为6档，另发放游泳、羽毛球、冰雪运动等专项券。
四川	省级财政资金超4亿元，其中家居家装3亿元。涵盖12类旧房装修、厨卫等局部改造产品，9类智能家居产品，6类适老化改造产品。	第一轮：9.26-10.06 第二轮：10.10-10.19 第三轮：10.22-10.31	所有消费券均需领取的当天使用	无具体限制条件	每大类均有五种面额：满2000减600，满3000减900，满5000减1500，满10000减2000，满20000减4000。
武汉	-	第一轮：6.7-6.16 第二轮：9.13-9.22 第三轮：9.29-10.8	-	-	餐饮：满60减20、满150减50、满300减100三种额度发放，消费需满足消费券面值3倍及以上。 住宿：满200减50、满400减100、满800减200三种额度发放，消费需满足消费券面值4倍及以上。

数据来源：上观新闻、澎湃新闻、四川观察、武汉本地宝、新闻整理，财通证券研究所

注：表中信息为不完全统计，各地区消费券发放次数较多，整理可能存在遗漏情况。

从食品饮料领域看，餐饮相关板块有望率先直接受益。餐饮供应链作为顺周期行业，短期受到餐饮需求影响，有所承压，但中长期看餐饮连锁化率提升以及效率的需求方向不变，且头部集中有望延续，产业逻辑不变。此轮促消费政策中，餐饮消费券投放力度大，政策指向明确。比如，“乐·上海”服务消费券活动中一

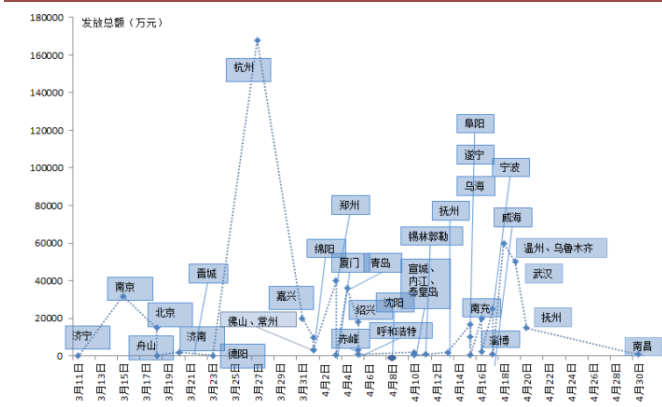
共投入市级财政资金 5 亿元，其中用于餐饮消费券的资金占比高达 72%，为 3.6 亿元。

2.1.2 复盘消费券：杠杆效应，餐饮居多，兼顾效率与公平

复盘近几年消费券发放情况：城市为主体，时效性强，面额较小，兼顾效率与公平。2020 年至 2023 年，中国主要经历了 2020 年、2022 年两轮较大的消费券发放。从整体看，消费券发放有以下几个特征：1) 主要以地级市为单位发放，发放主体大多为地级市政府，通过财政资金给消费者发放消费券，可操作性强，能更好兼顾城市当地情况。2) 即时性强，有效期短，使用期限设置多为发放后 24 小时内、7 天内。3) 小面额为主，最低额度低，以满减形式为主。4) 兼顾效率与公平，消费券覆盖的行业和人群等方面侧重“保企业、保家庭”，主要扶持本地民生和就业稳定有重要影响的行业，发放批次和方式尽可能做到公平。

◇ **第一轮 2020 年：发放城市多，资金投入金额差异较大，可使用领域以餐饮居多。**2020 年是疫情发生首年，依赖于消费者外出消费的场景比如餐饮、百货、电影、旅游等行业受到较大影响，各地区政府投入大量资金用于消费券发放，包含的可使用领域广泛，据北京大学国家发展研究院发布的《消费券的中国实践》数据，截至 2020 年 4 月 18 日，全国共有 36 个城市已发放消费券，山东济宁市为最早发放消费券的城市；各城市消费券发放总额达 57.4 亿元，杭州为投入力度最大的城市，计划发放金额为 16.8 亿元；消费券可使用行业多为定向，有 69% 的城市消费券选择定向发放，从定向行业看，各地政府发放定向消费券的行业中，餐饮、文化旅游、百货和超市分别占比 93%/64%/61%/55%，这些行业对线下消费依赖大，疫情下居民收入受到负向冲击叠加外出受限，外出就餐和外出旅游成为非必需消费，发放消费券有利于行业实现反弹。

图26.2020年地级市消费券计划发放总额及时间



数据来源：北京大学国家发展研究院，财通证券研究所
注：时间截至 2020 年 4 月 18 日

图27.2020年地级市消费券计划发放数量分布图



数据来源：北京大学国家发展研究院，财通证券研究所
注：时间截至 2020 年 4 月 18 日

表5.2020年消费券发放情况（不完全统计）

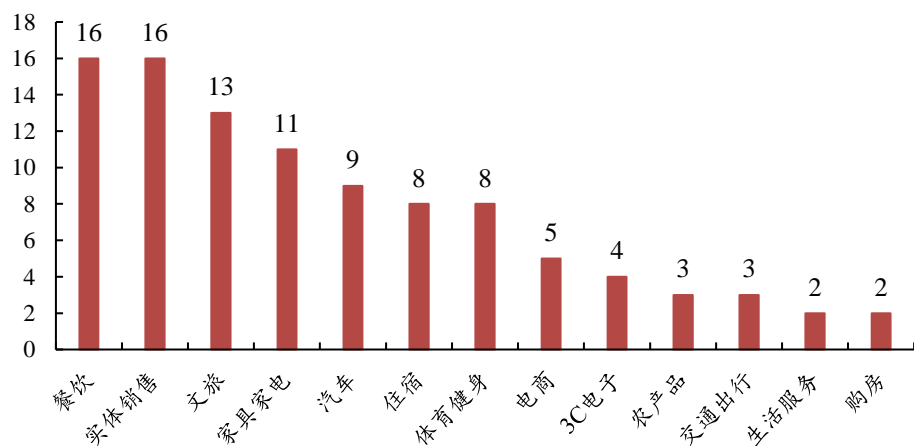
地区	发放时间	发放平台	资金投入	使用领域	券面规则
2020年					
上海	4.15-6.30	苏宁平台、线下门店	3亿元	消费电子、母婴、百货、快消等	300、500、800、1000元等面值的苏宁易购消费券
	5.11-5.17	云闪付	-	线下指定百多家餐饮百货商户	满减7元-50元不等
武汉	4.19-7.30	微信小程序	-	商超百货、餐饮、文体用品	满足面值3倍及以上
苏州	4.27-12.31	支付宝、微信	-	通用	5、10、20、50元四种面值
	7.27-10.28	大e办小程序	-	通用、汽车产品	通用消费券5、10、20元 购车消费券1000、2000元
北京	6.6、6.13、6.20	支付宝	超100亿元	朝阳区指定线上平台、线下全城商家	包含3张满40减10元的消费券
宁波	6.8、6.15、6.22、6.29	支付宝、云闪付、口碑APP	8000万元	餐饮、通用	通用满减消费券、餐饮满减消费券、特色街满减消费券、直播活动满减消费券
杭州	7.1-7.17	支付宝	100亿元	餐饮住宿、文化旅游、美容美发、百货商场	满减，全国通用
郑州	9.10-12.7	线上平台	3000万元	电影	满21减20
	9.30-11.27	银联APP	1000万元	餐饮、商超百货、汽油产品	满减
重庆	9.30前	支付宝	4亿元	商超百货、出行	商品消费券：满20减5、满35减6、满50减7 出行消费券：15元火车优惠券；20元网约车优惠券

数据来源：澎湃新闻、上观新闻、武汉本地宝，苏州本地宝，光明日报、浙江经视、新华社、重庆本地宝，财通证券研究所

注：表中信息为不完全统计，各地区消费券发放次数较多，整理可能存在遗漏情况。

◇ **第二轮2022年：餐饮仍为主力发放行业。**根据上观数据2022年8月的17座城市的的数据显示，17座城市中，有13座城市发放的消费券劣迹数额超过亿元，有16个城市发放了餐饮类消费券，占比超过90%，餐饮行业仍然为主力发放行业。

图28.餐饮为全国17个主要一二线城市发放消费券最多的品类（座）



数据来源：上观数据，财通证券研究所

表6.2022年中国消费券发放情况（不完全统计）

地区	发放时间	资金投入	使用领域
2022年			
宁夏	1-4月	370万元	体育
内蒙古	2月	9995万元	餐饮、商超、百货、家电、成品油等
江西	5.1-5.4	超1亿元	餐饮
贵州	22.5.30-23.2.10	1.4亿元	餐饮、零售、文化影视、休闲娱乐、体育
	7-8月	1.13亿元	文旅酒店
北京	7.17	1亿元	餐饮
上海	8-11月	10亿元	餐饮、零售、文旅

数据来源：本地宝、新闻整理，财通证券研究所

注：表中信息为不完全统计，各地区消费券发放次数较多，整理可能存在遗漏情况。

消费券发放带来杠杆效应，或有力拉动关联消费。政府通过发放消费券，以转移支付的方式补贴后带动居民消费，实现以较小金额拉动更大的消费带来杠杆效应。**从城市看**，消费券发放效果可以通过核销率和关联消费与核销金额的比值来衡量，核销率越高消费者参与越积极，核销率和关联消费与核销金额的比值越大杠杆效应越大。据北京大学国家发展研究院发布的《消费券的中国实践》数据，截至2020年4月18日，晋城的消费者参与最积极，核销率最高达到96.1%，乌鲁木齐的杠杆效应最大，关联消费与核销金额的比值达到16.7。以参与统计的城市为样本，通过加总的发放金额、核销金额和关联消费金额，计算出样本整体的核销率为68%，样本整体的关联消费/核销金额的值为9.3。

表7.2020年中国各地消费券核销率统计

城市	发放时间	统计时间段	发放总额 (万元)	核销金额 (万元)	核销率 (%)	关联消费 (万元)	关联消费/ 核销金额
晋城	3.22	3.22-4.19	1500	1442	96.1	17300	-
杭州	3.27	3.27-4.16	37500	32100	85.6	342200	10.7
嘉兴	3.31	3.31-4.16	10600	-	80.0	-	-
佛山	4.1	4.1-4.11	5000	3870	77.4	13600	3.5
内江	4.10	4.10-4.24	-	243	-	821	3.4
沈阳	4.10	4.10-4.24	2000	944	47.2	6459	6.8
衢州	4.3	4.3-4.13	3390	1846	54.5	10147	5.5
郑州	4.3	4.3-4.16	5000	3925	78.5	55200	14.1
赤峰	4.5	4.5-4.20	500	364	72.9	3692	10.1
呼和浩特	4.5	4.5-4.14	1000	86	8.5	719	8.4
绍兴	4.5	4.5-4.12	7500	2333	31.1	10900	4.7
宁波	4.17	4.17-4.23	1070	515	48.1	5321	10.3
乌鲁木齐	4.18	4.18-4.24	4786	330	6.9	5498	16.7
温州	4.18	4.18-4.25	19720	13000	66.2	98200	7.6
武汉	4.20	4.20-4.27	62	19	30.7	-	-

数据来源：北京大学国家发展研究院，财通证券研究所

注：时间截至2020年4月18日，武汉消费券核销数据按照张数（万张）而不是金额（万元）进行统计和计算，数据来源为微信支付团队。

2.1.3 餐饮消费券投入效率高，或为政策的主要工具

餐饮和住宿最低杠杆较高，财政投入效率高。据《财经研究》文章《财政压力下消费券的杠杆设计》的研究数据，在最低杠杆下，政府转移支付的资金既能促进消费，又能使得促进消费后扩大税基带来的税收弥补转移支付的成本。例如，假设消费券的金额为 10 元，最低杠杆为 4，则消费券中的政府补贴和居民支出的比值为 1:4，即消费者使用消费券时，领取政府补贴 2 元，居民自己支付 8 元。餐饮和住宿的最低杠杆为 56.81，在各个行业中排名第五，处于较高水平，意味着餐饮和住宿行业的转移支付更容易被弥补，财政投入效率高。

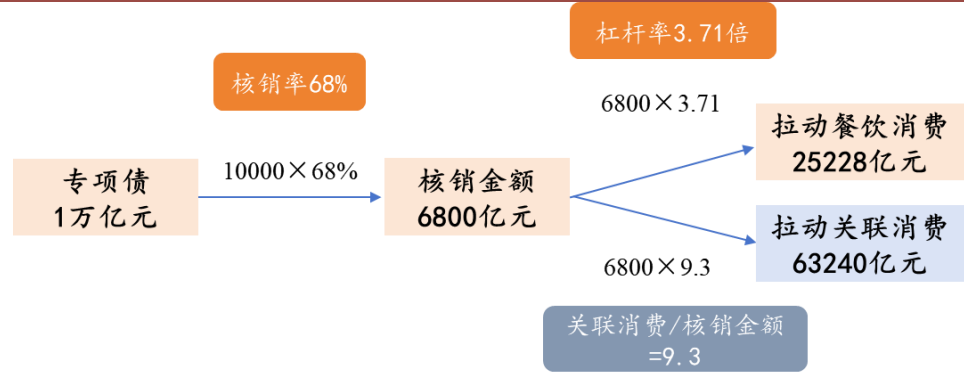
表8.各行业消费券最低杠杆

行业	最低杠杆	行业	最低杠杆
卫生和社会工作	3191.51	金属制品	11.72
教育	376.33	专用设备	10.5
公共管理、社会保障和社会组织	262.12	仪器仪表	8.59
水利、环境和公共设施管理	122.92	通用设备	7.76
餐饮和住宿	56.81	租赁和商务服务	6.91
文化、体育和娱乐	46.95	非金属矿和其他矿采选产品	6.14
通信设备、计算机和其他电子设备	45.56	其他制造产品	5.96
纺纱锭烧移支付	35.7	废品资料	4.19
燃气生产和供应	30.62	金属冶炼和压延加工品	3.69
科学研究和技术服务	28.41	交通运输设备	3.51
信息传输、软件和信息技术服务	27.58	电力、热力和生产和供应	3.5
居民服务、修理和其他服务	25.3	食品和烟草	3.35
金属制品、机械和设备修理服务	23.69	金融	2.97
建筑	23.1	批发和零售	1.67
交通运输、仓储和邮政	21.11	房地产	1.65
电气机械和器材	20.77	煤炭采选产品	1.64
木材加工品和家具	18.58	金属矿采选产品	1.39
造纸印刷和文教体育用品	17.01	化学产品	1.36
水的生产和供应	11.76	石油、炼焦产品和核燃料加工品	1.16
非金属矿物制品	11.74	石油和天然气开采产品	0.15

数据来源：《财经研究》-《财政压力下消费券的杠杆设计》王成 2020，财通证券研究所

餐饮消费券拉动增量显著，或为财政政策的重要工具。假设针对餐饮行业，发行金额为 1 万亿元的专项债用于餐饮消费券，以上文估计的整体核销率 68% 来计算，将有 6800 亿元的资金被核销。杠杆率参考 2022 年上海四轮消费券活动的实际情况，据上海证券报数据，上海四轮消费券活动的杠杆率约为 3.71 倍，以国家统计局公布的 2023 年全国餐饮收入 52890 亿元为基数，则餐饮消费券有望至少带来 25228 亿元的增量，贡献比例 47.7%。此外，以上文计算的整体的关联消费/核销金额的值 9.3 计算，专项债发行后还能带动关联消费 63240 亿元。

图29.餐饮消费券专项债对餐饮市场增量的估算



数据来源：上观数据，财通证券研究所

2.2 三季度前瞻：白酒仍有承压，大众品有所改善

三季度前瞻来看，基本面预计仍有承压，其中零食增速较优，调味品和乳制品环比有所改善。三季度来看，在消费力偏弱、消费需求不足背景下，整体基本面预期仍处于低位。中秋、国庆双节作为三季度重要时点，礼赠及宴席场景反馈仍较弱，且消费结构表现有下行趋势。但经历二季度报表低点后，部分板块呈现业绩触底、环比改善趋势。调味品二季度在餐饮弱需求下基本面压力较大，但低基数及渠道调整下三季度有望环比回暖，叠加成本端红利释放确定性强；乳制品在上半年牧业亏损、喷粉减值、中小品牌低价竞争等影响下，收入及利润承压，三季度反馈普遍虽同比仍有压力，但降幅逐步收窄，收入环比有望改善；而零食则仍处在较好的渠道和品类增量中，收入预计仍维持较好增长。

- ◇ **白酒板块：需求平淡，强分化凸显。**作为三季度消费重要节点，9月中秋期间白酒消费持续偏弱。传统的礼赠、宴席场景表现偏弱，大众聚饮仍是核心驱动，且更加强调“性价比”，动销表现大众>高端>次高端。存量竞争下，强分化特征凸显。头部酒企保持相对强势，仍可保持稳健回款节奏及良性库存，具备业绩稳定性；二线品牌量价择一，去库进展偏慢，承压态势延续。当前去库存周期内，酒企经营态度谨慎，重视渠道良性的维护，次高端报表端逐步出清，高端酒企主动控速，动销端与报表端敞口逐渐收缩，预计三季度收入增长普遍降速。谋求高质量的稳增或是未来白酒行业核心基调。
- ◇ **大众品板块：基本面仍有压力，调味品、零食相对占优。**三季度基本面仍有一定压力，消费氛围偏淡，中秋礼赠需求较弱，调味品及休闲零食板块相对占优，环比向上改善。1) 啤酒：销量承压，结构平稳，利润端具备韧性。2) 调味品：三季度环比改善，复调具备旺季效应。3) 速冻：收入较为平稳，费用投放力度有所加大。4) 软饮料：收入有所分化，成本端改善。5) 休闲零食：收入仍较可观，利润有所放缓。6) 乳制品：环比改善，同比承压，费效提升。

图30.食品饮料主要标的 24Q3 盈利预测前瞻

一级行业	二级行业	股票代码	公司简称	3Q2024净利润 预测区间 (百万元)	3Q2024净利润 预测区间同比	2024净利润 预测值 (百万元)	2024净利润 预测值同比
食品饮料	白酒	600519.SH	贵州茅台	19261~19599	14.0%~16.0%	86071~88313	15.2%~18.2%
		000858.SZ	五粮液	6318~6434	9.0%~11.0%	33140~34046	9.7%~12.7%
		000568.SZ	泸州老窖	3684~3823	6.0%~10.0%	14657~15187	10.7%~14.7%
		600809.SH	山西汾酒	3037~3090	14.0%~16.0%	12570~12988	20.4%~24.4%
		600702.SH	舍得酒业	150~225	-60.0%~-40.0%	1253~1377	-29.2%~-22.2%
		600779.SH	水井坊	738~771	-10.0%~-6.0%	1269~1320	0.0%~4.0%
		002304.SZ	洋河股份	2201~2247	-6.0%~-4.0%	10213~10414	2.0%~4.0%
		000596.SZ	古井贡酒	1229~1250	19.0%~21.0%	5932~6024	29.3%~31.3%
		603369.SH	今世缘	674~685	15.0%~17.0%	3755~3818	19.7%~21.7%
		603198.SH	迎驾贡酒	703~715	19.0%~21.0%	2891~2937	26.4%~28.4%
	603589.SH	口子窖	521~531	4.0%~6.0%	1885~1920	9.5%~11.5%	
	啤酒	600600.SH	青岛啤酒	1534~1564	3.5%~5.5%	4652~4737	9.0%~11.0%
		600132.SH	重庆啤酒	446~455	-7.0%~-5.0%	1390~1417	4.0%~6.0%
		000729.SZ	燕京啤酒	637~646	44.0%~46.0%	986~999	53.0%~55.0%
	软饮料	605499.SH	东鹏饮料	706~717	29.0%~31.0%	2978~3019	46.0%~48.0%
		002568.SZ	百润股份	213~217	-6.0%~-4.0%	874~890	8.0%~10.0%
		603711.SH	香飘飘	50~51	6.0%~8.0%	334~339	19.0%~21.0%
		605337.SH	李子园	52~53	-4.0%~-2.0%	216~220	-9.0%~-7.0%
		300997.SZ	欢乐家	44~45	-4.0%~-2.0%	245~251	-12.0%~-10.0%
	休闲食品	002557.SZ	洽洽食品	255~260	7.0%~9.0%	907~923	13.0%~15.0%
		002847.SZ	盐津铺子	179~182	19.0%~21.0%	647~658	28.0%~30.0%
		002991.SZ	甘源食品	105~107	11.0%~13.0%	369~375	12.0%~14.0%
		003000.SZ	劲仔食品	72~73	44.0%~46.0%	289~293	38.0%~40.0%
		603517.SH	绝味食品	176~179	19.0%~21.0%	568~575	65.0%~67.0%
	速冻	603345.SH	安井食品	383~390	-1.0%~1.0%	1641~1670	11.0%~13.0%
		300973.SZ	立高食品	60~61	19.0%~21.0%	257~259	252.3%~254.3%
		001215.SZ	千味央厨	41~42	7.0%~9.0%	142~145	6.0%~8.0%
调味品	600872.SH	中炬高新	305~308	79.0%~81.0%	730~764	-57.0%~-55.0%	
	603027.SH	千禾味业	136~138	4.0%~6.0%	568~578	7.0%~9.0%	
	603317.SH	天味食品	132~134	17.0%~19.0%	543~553	19.0%~21.0%	
	603170.SH	宝立食品	63~65	-16.0%~-14.0%	259~265	-14.0%~-12.0%	
		600298.SH	安琪酵母	260~265	7.0%~9.0%	1334~1359	5.0%~7.0%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.3 股息也是基本面的重要考量之一，也会成为未来定价的重要因素

食品饮料板块分红率近年来稳步提升，板块 2023 年度平均分红率达到 39.6%。2024 年中报食品饮料板块共有 17 家上市公司公布中期分红方案，较 2023 年同期的 4 家大幅增加，食品饮料公司更加重视股东回报。若假设 2024 年各板块分红率维持 2023 年水平不变，当前食品饮料板块股息率为 1.6%，其中饮料、白酒、速冻板块股息率达到 2% 以上，为板块估值底部提供支撑。

同时，监管层面也多次提出上市公司要加强股东回报，对于回购和分红均给予了支持。参考海外，稳定的分红和回购是消费品投资的重要考量点之一。我们认为消费品占优的商业模式就是能够创造永续的现金流，而与股东分享这一能力也将成为未来资产定价的重要考量之一。

表9. 食品饮料各板块分红率及股息率表现

细分板块	分红率			PE(FY1)	当前股息率
	2021	2022	2023		
非乳饮料	40.7%	48.7%	54.9%	19.3	2.8%
白酒	37.0%	41.1%	43.1%	20.9	2.1%
速冻食品	30.0%	28.3%	55.4%	25.8	2.1%
调味品	33.5%	30.5%	47.0%	28.0	1.7%
啤酒	36.3%	43.6%	40.6%	24.5	1.7%
休闲食品	46.0%	48.2%	42.1%	30.9	1.4%
乳制品	25.8%	26.2%	33.8%	29.0	1.2%
其他酒	20.5%	23.0%	24.5%	23.6	1.0%
肉制品	33.9%	35.7%	24.5%	27.1	0.9%
食品饮料	35.2%	36.2%	39.6%	24.5	1.6%

数据来源：Wind、财通证券研究所（股价为 2024/9/26 收盘价）

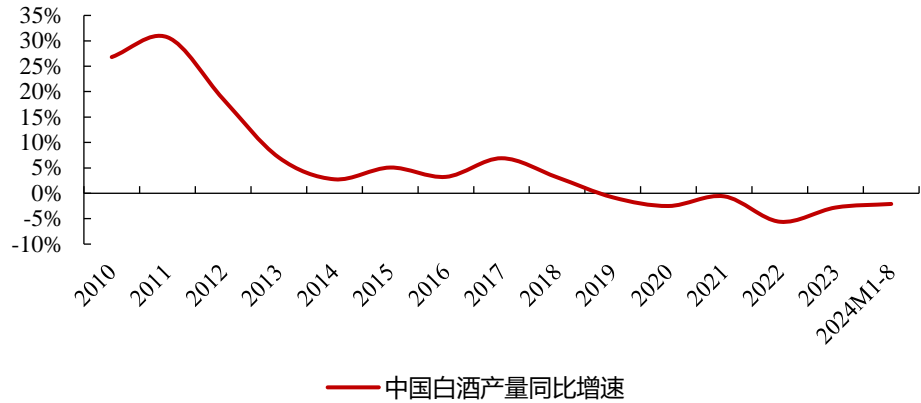
3 全面复苏：戴维斯双击，长牛下更重产业逻辑

随着经济的企稳，板块将迎来全面修复，戴维斯双击可期，届时更多需要从产业趋势和企业竞争力出发，优选赛道和个股。我们通过复盘美国消费股的表现，认为业绩仍将是未来决定股价是否长牛的核心。而在这一基础上，我们需要做的便是对行业基本面的研究，这里面更多的是对未来产业趋势的研究，自上而下去选股。当前行业基本面处于“冰点”，所谓“冰点”就是企业在需求疲软的背景下，无法做出对基本面有实质性改变的举措，只能不断夯实自身的竞争力，以待基本面的修复，静待拐点到来。

3.1 白酒：业绩寻底，预期改善，分化延续

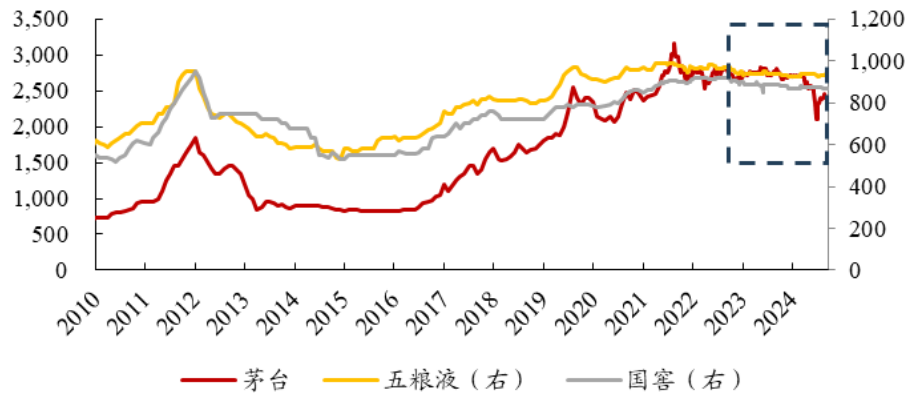
白酒行业自 2022 年下半年以来需求增长放缓，逐步进入去库存周期。产量来看，2022 年以来白酒产量同比持续下滑，2024 年前八月累计产量同比下滑 2.1%。从批价表现来看，茅五泸批价于 2022 年下半年开始涨势受阻，其中茅台批价在 2024 年内出现较大跌幅，反映出需求进入存量周期。从库存角度来看，进入 2024 年酒企经营趋向谨慎，强调维护渠道良性，普遍发起主动控速去库，渠道缓冲层变薄，去库周期向底部演进。

图31.2022年以来白酒产量同比持续下滑



数据来源: Wind、财通证券研究所

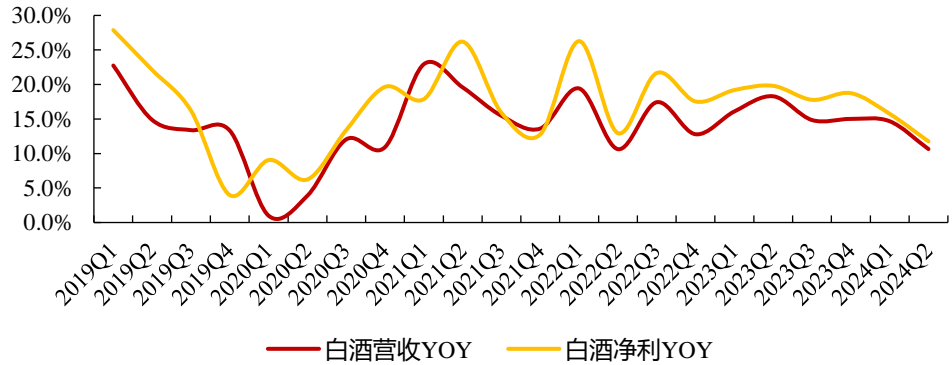
图32.茅五泸批价于2022年下半年开始涨势受阻 (元/瓶)



数据来源: 今日酒价、财通证券研究所

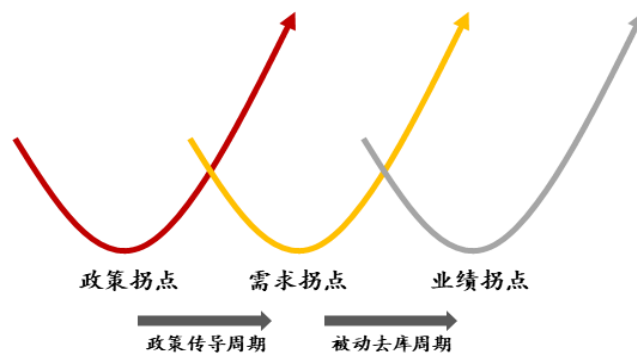
市场对白酒业绩的线性低预期判断是板块杀估值的核心因素，寻找基本面的底部至关重要。我们认为，当下阶段渠道缓冲作用弱化（库存及渠道利润共同作用），白酒动销端与酒企报表端的增速敞口已呈收缩态势，属去库周期底部特征。目前政策拐点已现，根据前文所述，历史经验来看白酒板块业绩拐点或晚于政策拐点2~4个季度兑现，需经历政策传导周期得见需求拐点，随后经历被动去库周期出现业绩拐点，而当前酒企普遍发起的主动去库有望加速这一进程。总体判断，我们认为白酒业绩短期稳增长基础更加夯实，中长期量增空间有望再度打开，全面复苏预期下戴维斯双击可期。

图33.白酒板块营收及净利润增速于2024年开始收敛



数据来源：Wind、财通证券研究所

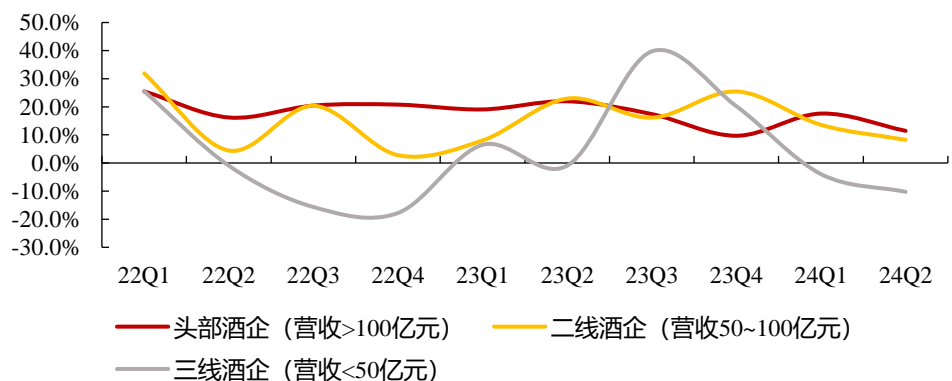
图34.政策拐点、需求拐点、业绩拐点示意



数据来源：Wind、财通证券研究所

分化态势延续，头部看估值切换，二三线看业绩弹性。当前白酒存量竞争下，集中度提升，强分化凸显：头部酒企保持相对强势，仍可保持稳健回款节奏及良性库存，具备业绩稳定性，为估值切换提供下限支撑；二三线品牌在当前弱需求环境下量价择一，去库进展偏慢，报表端或仍将出清，但β改善驱动的弹性更大，有望在全面复苏阶段逐步消化估值上限。

图35.上市酒企单季营收增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

此外，股息率也夯实白酒估值基础。在稳健业绩基础上，白酒公司分红率整体呈提升趋势。贵州茅台发布3年分红规划，将常态化分红率提升至75%，为行业提升分红回报定下基调。目前白酒股息率特征凸显，普遍达到2%以上，其中洋河股份、泸州老窖、口子窖、五粮液、贵州茅台股息率达3%以上。

表10.重点白酒公司股息率在2%以上

白酒上市公司	分红率%			股息率
	2021	2022	2023	
洋河股份	60.2	60.1	70.1	4.8%
泸州老窖	60.0	60.0	60.0	4.1%
口子窖	51.8	58.1	52.2	3.5%
五粮液	50.2	55.0	60.0	3.2%
贵州茅台	51.9	95.8	84.0	3.0%
古井贡酒	50.6	50.5	51.8	2.9%
舍得酒业	21.3	29.7	40.2	2.7%
山西汾酒	41.3	50.0	51.1	2.5%
今世缘	36.3	36.4	39.8	2.3%
迎驾贡酒	52.1	51.6	45.5	2.3%
水井坊	30.5	30.1	35.0	2.1%

数据来源：Wind、财通证券研究所

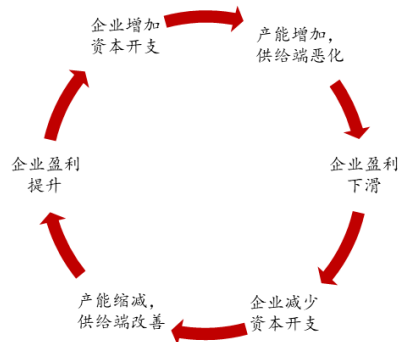
注：股息率假设2024年分红率同比持平（茅台按照分红规划采用75%分红率），对应股价为2024/9/30收盘价

3.2 大众品：需求回暖预期下，从供给端看行业机会

宏观环境影响消费经历疲软调整期，但短期节奏压制，中长期趋势不变。经历过去年需求端的回落调整，当前消费信心、收入预期都处在相对低位，后疫情时代的消费惯性对于消费行为的重塑影响，在这几年体现显著。我们认为，短期宏观环境变化、三年疫情影响等，均为短期压制因素，整体节奏虽有放缓，但中长期方向及逻辑不变。消费本质是来自消费者自身的需求和欲望，随着整体居民生活水平的提高，该内在动力将持续推动着消费的持续升级及多元化、细分化发展。

需求端反弹需要时间验证，中长期维度寻找方向。对于食品饮料行业而言，当下需求端仍面临众多不可预期因素，消费习惯的变化可能是缓慢且略有滞后的，政策刺激下需求端的反弹变化需要时间验证推动。在充满不确定性的环境下，为追求更高的确定性，我们跳脱出2~3年的库存周期（即基钦周期），从更长周期维度（一般8~10年）的资本投资周期（即朱格拉周期）来观测供给端的边际变化，为下行周期中的投资提供新的思考。

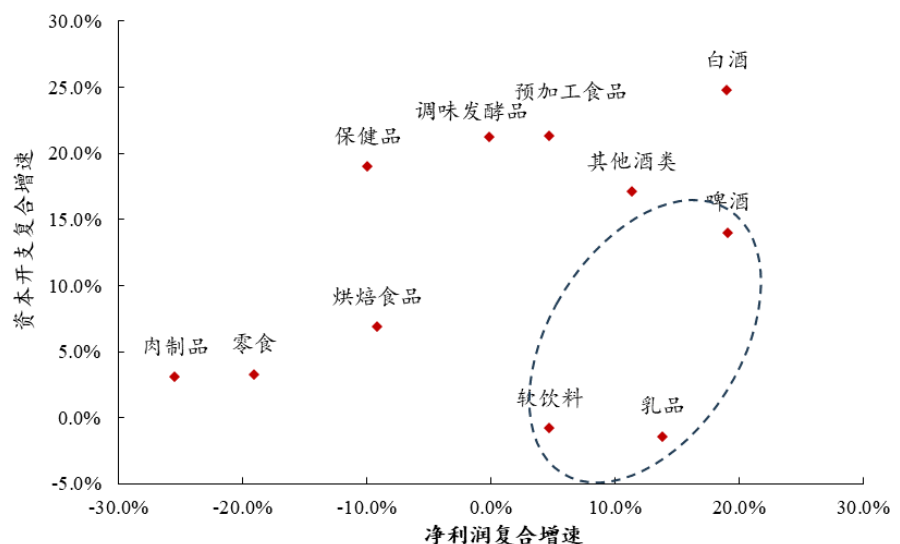
图36.朱格拉周期循环示意



数据来源：CNKI、财通证券研究所

以“供给+”的逻辑优选赛道。我们认为价格的影响因素在于： $\Delta \text{价格} = \text{Capex} + \text{竞争格局} + \text{成本}$ 。通常来看，较低的 Capex 意味着行业新进入者较少，当下或未来所面临的竞争有可能减缓，同时亦可提供较好的现金流，和较少的折旧摊销。良好的竞争格局意味着较好的价格表现，或者说有能力应对成本改善或者竞争加剧带来的价格战。同时，稳定的竞争格局也有望推动盈利共识的形成。成本端的改善，给予市场竞争更多的空间。供给视角下，优选“低 Capex+格局稳定”的赛道。从供给端改善的视角出发，我们更希望的得到的组合是较低的资本开支增速+较高的净利润增速，其隐含的逻辑是行业已经历过激烈竞争，处于供给格局改善阶段，且盈利能力并未受损，内生增长潜力犹在。我们发现，当下啤酒、软饮料、乳品是最符合该逻辑的细分行业之一。

图37.食品饮料行业细分板块资本开支及净利润增速分布图（取 2020~2023 复合增速）

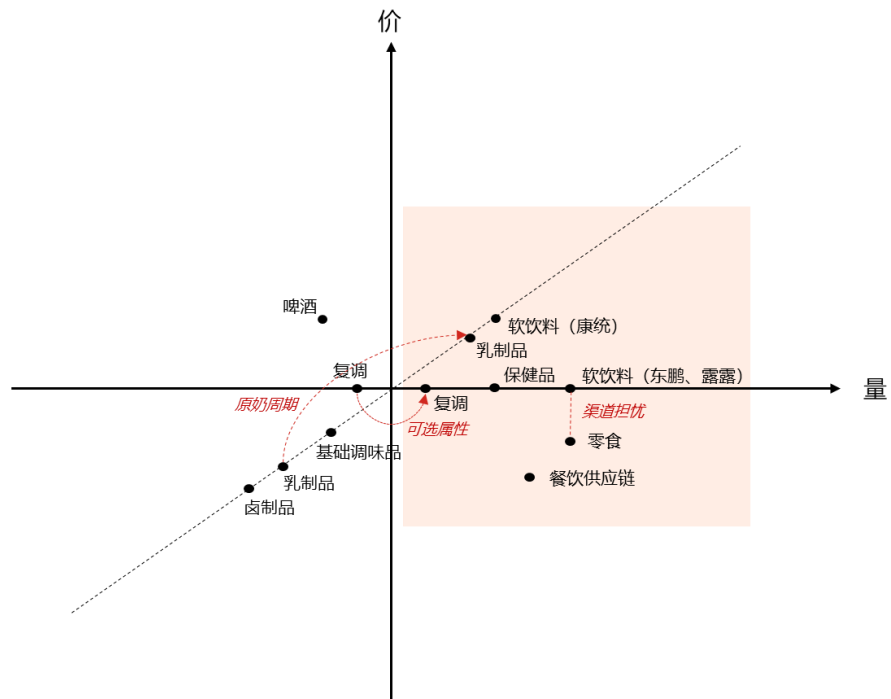


数据来源：Wind、财通证券研究所

从量价角度看食品饮料投资方向。从中长期维度看，我们对食品饮料各细分板块的量（行业发展趋势）与价（行业供给格局）两大关键要素综合判断如下：

- ◇ **量价齐升**：软饮料中康统等格局相对稳定的行业，有望实现提价，且受益出行，量表现较优；而乳制品在原奶周期拐点出现之后，也将重回量价齐升的趋势中。
- ◇ **量升价平**：能量饮料人均消费量的提升，加上东鹏饮料的竞争策略，行业价格稳定，销量提升；零食下游渠道带来增量，但竞争一定程度限制价格表现；银发经济、健康诉求带来保健品需求的提升；而复调是产业化的必然趋势，渗透率有望持续提升。
- ◇ **量升价降**：餐饮供应链供给端产能相对富裕，但随着餐饮需求的回升，行业通缩趋势有望缓解，而销量是该行业确定性较强的表现，主因餐饮连锁化以及对效率的追求是永恒的。
- ◇ **量降价升（平）**：啤酒行业在餐饮回暖后，销量有望阶段性企稳，但更重要的是餐饮渠道带动吨价的提升，结构升级逻辑有望延续。

图38. 食饮细分板块量价象限示意



数据来源：新浪财经、南方新闻网、CNTV、中国农村网、财通证券研究所

4 投资建议：政策风起，重视消费，白酒餐饮两手抓

顺周期方向，预期先行，弹性可观。政策迎转向，高低切换和消费潜力的释放预期，利好食品饮料板块，把握政策做多窗口期。我们认为板块的行情演绎有望呈现三个阶段：PE 扩张- EPS 修复-全面复苏。在不同阶段，对应不同的选股逻辑，我们认为在 PE 扩张阶段，首选顺周期方向，白酒为先，餐饮链弹性可观。同时应

该逐步考虑第一和第二阶段的切换，食品权重在后续有望逐步提升。同时考虑第三阶段的赛道布局，我们重点推荐【白酒+速冻+复调】，精选个股，淡化波动，长牛可期。

- ◇ **顺周期方向：**白酒+餐饮链，贵州茅台\五粮液\泸州老窖\山西汾酒\迎驾贡酒+安井食品\千味央厨\立高食品\宝立食品+港股青岛啤酒股份\华润啤酒；其中复调颐海国际\天味食品，有股息，攻守兼备。
- ◇ **成长+业绩改善方向：**东鹏饮料\盐津铺子\劲仔食品+安琪酵母\洽洽食品\海天味业\涪陵榨菜。
- ◇ **其他可关注的超跌标的：**百润股份\中炬高新\香飘飘、乳制品伊利股份\蒙牛股份\妙可蓝多（政策催化+原奶周期拐点）。

5 风险提示

消费力恢复不及预期：食品饮料行业与整体消费力关联度高，消费力恢复不及预期会对消费量及结构升级造成影响。

食品安全风险：食品饮料行业食品安全问题存在一定风险，若产生问题，或对公司经营情况及品牌形象产生较大影响。

行业竞争激烈：食品饮料行业公司众多，进入壁垒较低，易产生行业竞争。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。