

食品板块分析框架

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

2016 年之前，食品行业规模处于增量赛道，受益于量价齐升逻辑。2016 年之后，部分产业链进入存量赛道，其驱动逻辑转为提价。

摘要：

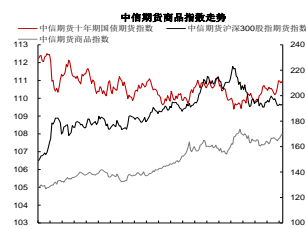
食品行业的财务特征：白酒在食品行业中的市值占比接近 70%，头部白酒一定程度可以表征食品行业的特点：1) 应付预收占负债比例较高，对上游下游议价能力强，ROE 较高，是 A 股的长期赛道；2) 营收增速波动水平较低，适合经济下行环境中进行配置，具备防御特征；3) 现金流健康，在信用恶化环境下具有比较优势；4) 2017 年之前，营收增速与白酒相对中证 800 超额收益正相关，业绩主导超额，但 2017 年之后关联性减弱，驱动逻辑转向估值以及偏好；5) 预收款项增速、经营现金流/营业收入是营收增速的领先指标。

细分产业链比较：白酒、乳制品、调味品、啤酒逻辑上有着微妙的区别：1) 顾客粘性。粘性越高，商品提价空间越大，潜在净利率水平越高。其中具有社交属性的白酒粘性最大；2) 销售半径。销售半径越小，商品更易区域化，难形成集中度。其中啤酒、低温奶需考虑新鲜度、冷链技术，集中度较低，赛道暂未出现寡头企业；3) 成长性。食品量价齐升的逻辑出现逆转，啤酒销量、白酒销量先后见顶，部分产业链进入存量环境。逻辑上，成长赛道规模扩张、集中度较低，市场更关注渠道扩张（量）。成熟赛道，企业并购增多，炒作逻辑更关注消费升级（价）；4) ROE 由高到低排序为白酒>调味品>乳制品>啤酒，其中白酒胜在销售净利率较高，能否持续提价是关键，乳制品、调味品周转较高，渠道、销量是核心。

估值体系变迁：1) 结合现金流稳健、高成长性的特征，食品适合 DCF、PEG 估值模式；2) 陆股通启动之后，外资定价权增加。尤其在美债利率下行环境中，美债与食品超额收益的负关联性增加；3) 美债利率上行环境中，外资定价权削弱，此时内资需兼顾成长性、性价比，估值体系转向 PEG。数据显示 2020 年白酒个股 PEG 与 2021 年年度涨跌幅负相关。

行业驱动因素复盘：1) 10 年美债，与食品超额负相关；2) CPI，食品具有抗通胀属性；3) 2015 年之前食品具有防御特征，中证 800 急涨环境下具有负超额；4) 消费环境，消费者信心指数、滚动 12 月居民短期融资对于食品超额匹配度较好；5) 提价是食品的一大博弈点，历史上提价集中在 PPI 高企时段。

食品行业择时：由于缺少渠道数据，本文选择资金面信号择时。历史上，美债利率上行叠加陆股通净流出阶段，中证食品往往弱势下行，若回避该阶段，可获取不俗的超额。



权益策略团队

研究员：
姜沁
021-60812986
jiangqin@citicsf.com
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

康遵禹
010-58135952
kangzunyu@citicsf.com
从业资格号 F03090802
投资咨询号 Z0016853

目 录

摘要：	1
一、食品行业资产负债表	4
二、食品细分链条比较	7
三、行业驱动逻辑回溯	10
四、食品板块估值变迁	15
五、食品板块景气度指标构建	17
免责声明	20

图目录

图表 1： 头部白酒资产结构	4
图表 2： 头部白酒资产结构	4
图表 3： 龙头白酒负债结构	5
图表 4： 龙头白酒负债结构	5
图表 5： 头部白酒收入成本率	5
图表 6： 头部白酒销售净利率	5
图表 7： 头部白酒现金流/营业收入	6
图表 8： 头部白酒费用率	6
图表 9： 头部白酒预收款项增速领先营收增速	6
图表 10： 头部白酒经营现金流占比领先营收增速	6
图表 11： 头部白酒营收增速与销售费用率负相关	7
图表 12： 头部白酒营收增速与白酒/中证 800	7
图表 13： 白酒、啤酒、酱油、液态奶产业链逻辑	8
图表 14： ROE	8
图表 15： 权益乘数	8
图表 16： 总资产周转率	9
图表 17： 销售净利率	9
图表 18： 2016 年-2020 年企业营收复合增速与毛利率均值	9
图表 19： 龙头啤酒（等市值）/龙头白酒（等市值）与龙头啤酒 ROE-龙头白酒 ROE	10
图表 20： 中证食品/中证 800 与 10 年美债收益率	11
图表 21： 中证食品/中证 800 与中证 800 指数	11
图表 22： 中证食品/中证 800 与 CPI	12
图表 23： 中证食品/中证 800 与消费者信心指数	12
图表 24： 中证食品/中证 800 与滚动 12 月居民短期规模	13
图表 25： 高端啤酒消费占比	13
图表 26： 茅台、五粮液营收占比	13
图表 27： 中证食品/中证 800 与悦己消费占比	14
图表 28： 中证食品/中证 800 与乡村消费占比	14

图表 29: 中证食品/中证 800 与 PPI.....	15
图表 30: 食品 PE 同比与 EPS 同比.....	15
图表 31: 白酒 PB 与白酒 ROE.....	15
图表 32: 美债与食品超额相关系数与美债年化波动率.....	16
图表 33: 美债与食品超额相关系数与 10 年美债均值.....	16
图表 34: 2020 年白酒个股 PEG 与 2021 年白酒个股年度涨跌幅.....	17
图表 35: 食品负超额时段原因分析.....	17
图表 36: 择时做多中证食品 (10 年美债&陆股通).....	18
图表 37: 择时做多食品超额 (10 年美债&陆股通).....	18
图表 38: 择时做多中证食品 (10 年美债实际利率&陆股通).....	19
图表 39: 择时做多食品超额 (10 年美债实际利率&陆股通).....	19

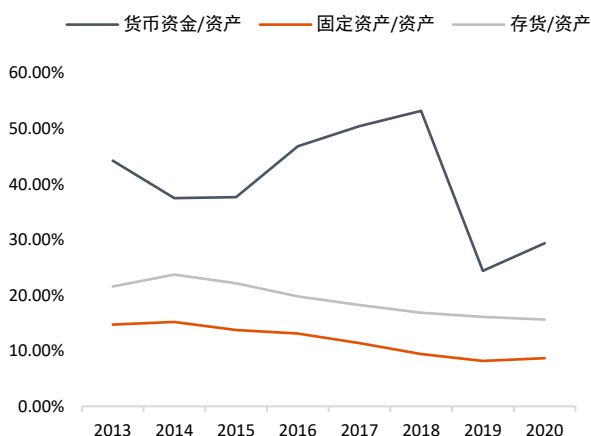
一、食品行业资产负债表

截止 2021 年一季度，食品行业总市值达到 5.74 万亿，其中白酒行业市值占比达到 69.5%，因此白酒产业链的财务报表一定程度上可以反映食品行业的特征，下文重点梳理五家头部白酒企业的财务特征（茅台、五粮液、汾酒、老窖、洋河）。

1. 资产结构

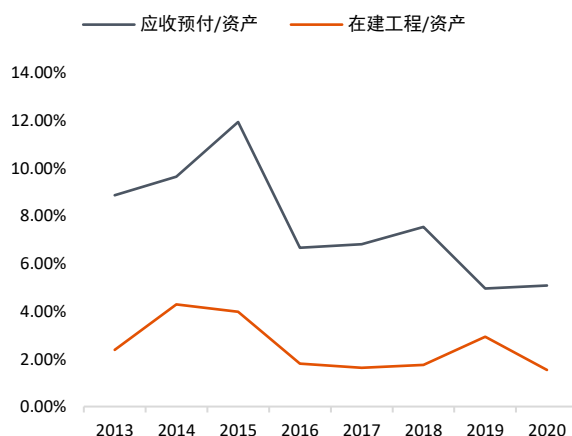
截止 2020 年，头部白酒企业资产结构如下：1) 货币资金占比 29.31%；2) 存货占比 15.6%；3) 固定资产占比 8.63%；4) 应收预付占比 5.07%。

图表 1： 头部白酒资产结构



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2： 头部白酒资产结构

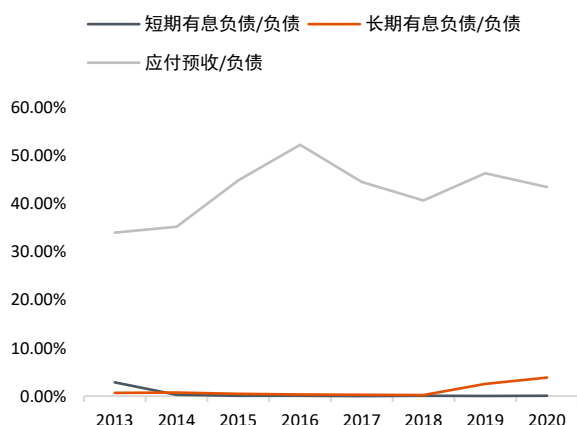


资料来源：Wind 中信期货研究所

2. 负债结构

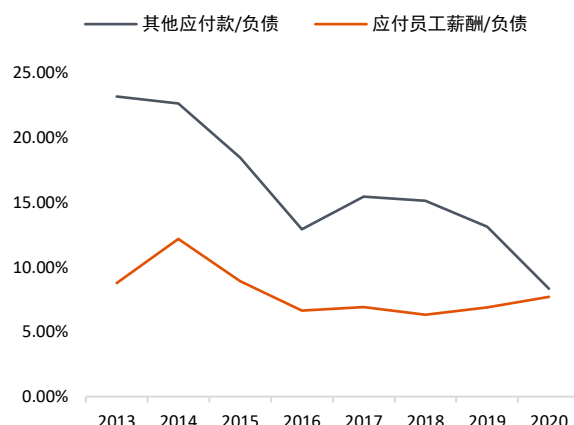
头部白酒企业负债结构如下：1) 应付预收占比 43.43%；2) 其他应付款占比 8.33%；3) 应付员工薪酬 7.71%；4) 短期有息负债占比 0.07%；5) 长期有息负债占比 3.85%。其中应付预收占比较高，显示白酒企业对于上下游的议价能力较强，短期长期有息负债占比偏低显示白酒企业现金流极为健康。

图表 3： 龙头白酒负债结构



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4： 龙头白酒负债结构

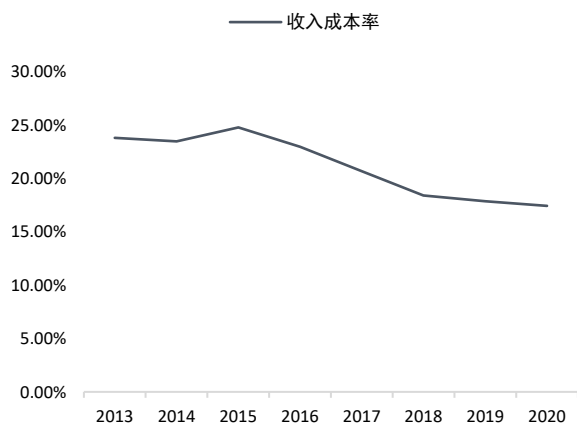


资料来源：Wind 中信期货研究所

3. 收入、成本以及现金流结构

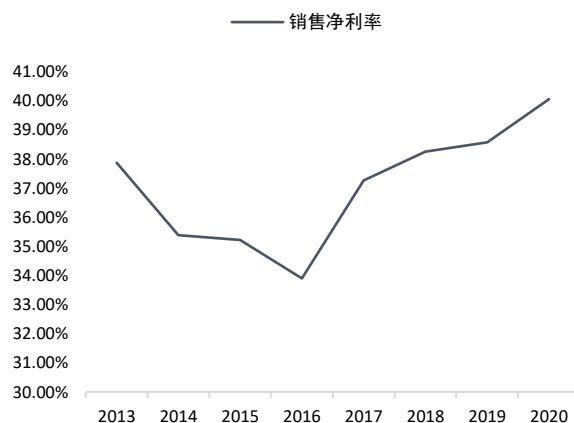
收入方面，头部白酒企业 2016 年-2020 年维持年化 20% 的增长，同时呈现高利润率特征，一方面，头部白酒的收入成本率仅有 17%，成本占比偏低，大部分情况可忽视原料涨跌影响，另一方面，头部白酒的销售净利率在 40% 附近，这远高于其他产业链，结合其议价能力，白酒行业具有高 ROE 特征，是传统意义上的长期赛道。现金流方面，白酒企业经营现金流/营业收入位于 40% 以上，且三大现金流长期为正，显示白酒企业现金流健康，无需担忧信用风险。

图表 5： 头部白酒收入成本率



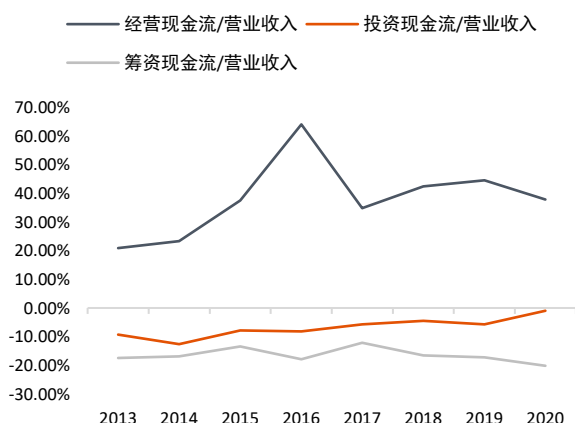
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6： 头部白酒销售净利率



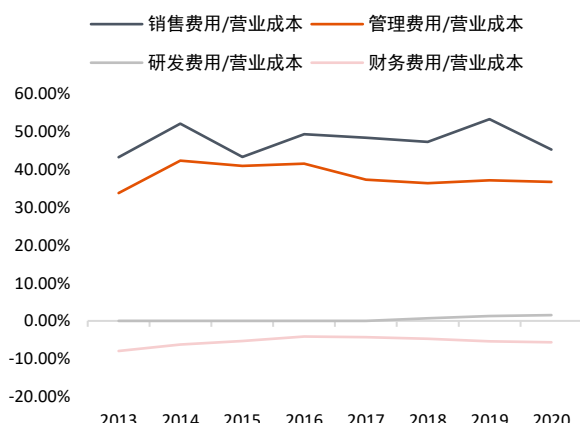
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 7： 头部白酒现金流/营业收入



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8： 头部白酒费用率

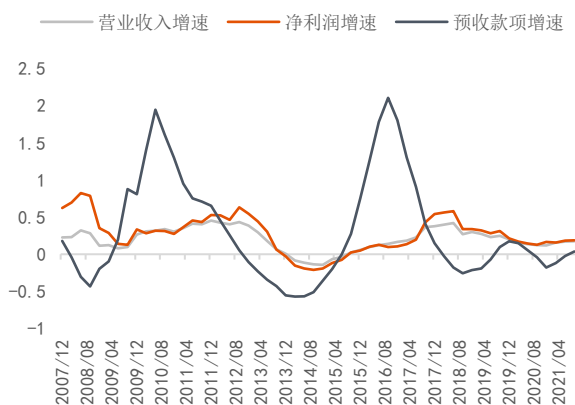


资料来源：Wind 中信期货研究所

4. 营收增速的领先指标

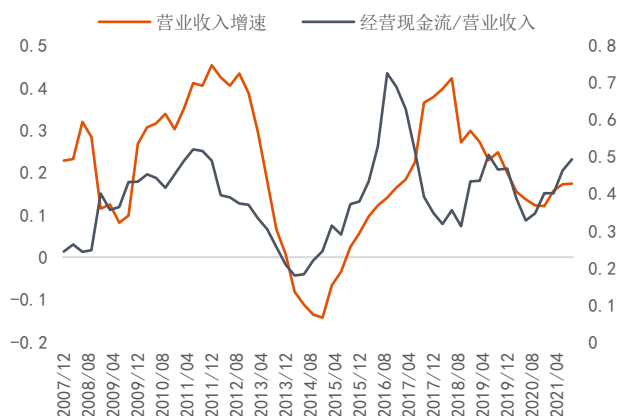
同时结合历史经验，头部白酒企业营收增速与净利润增速趋势相当，同时营收增速有几个领先、同步指标：1) 预收款项增速领先营收增速；2) 经营现金流占比领先营收增速；3) 营收增速与销售费用率负相关，且大体同步。此外，比较近年中信白酒相对中证 800 的超额收益与白酒营收增速的折线图，我们发现 2017 年之后关联性显著减弱，背后体现的逻辑是白酒行业周期属性减弱，驱动逻辑转向其他变量。

图表 9： 头部白酒预收款项增速领先营收增速



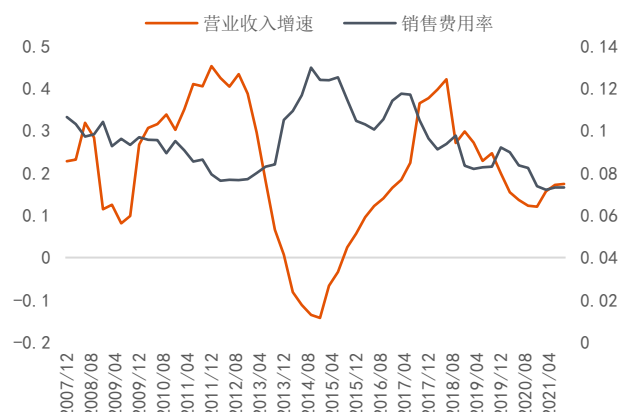
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10： 头部白酒经营现金流占比领先营收增速



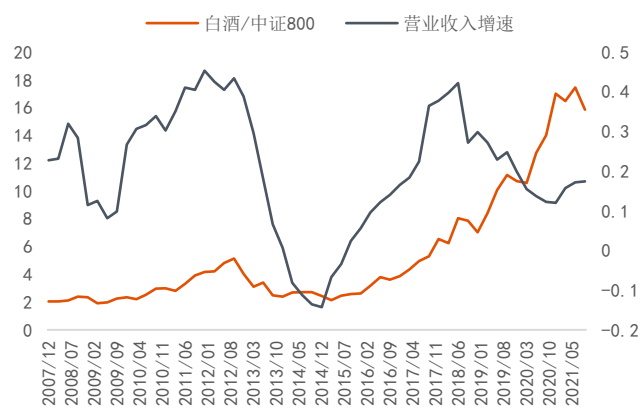
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 11：头部白酒营收增速与销售费用率负相关



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：头部白酒营收增速与白酒/中证 800



资料来源：Wind 中信期货研究所

综上所述分析，不难发现食品行业具有以下特征：1) 应付预收占负债比例较高，对上游下游议价能力强、且收入成本率偏低，具有高 ROE 的潜质，属于长期赛道；2) 2016 年之后营收增速年化 20%，且波动水平较低，适合经济下行环境中进行配置，具备防御特征；3) 现金流健康、货币资金占比高，在信用恶化环境下具有比较优势；4) 2017 年之前，营收增速与白酒相对中证 800 超额收益正相关，业绩主导超额，但 2017 年之后转向负相关，驱动逻辑变化；5) 预收款项增速、经营现金流/营业收入是营业收入增速的领先指标。

二、食品细分链条比较

按市值由高到低进行排序，食品行业的产业链主要包括白酒、调味品（主要是酱油）、乳制品（主要是液态奶）以及啤酒，四者驱动逻辑有着微妙的差异。

（一）食品产业链对比——行业属性

差异 1：顾客粘性。逻辑上，粘性越高，商品提价空间越大，潜在净利率水平越高。四大赛道中，白酒粘性>酱油粘性>液态奶粘性>啤酒粘性，其中高端白酒因具有奢侈品、社交属性，净利率水平最高，以茅台为例，近五年茅台酒的净利率中枢达到 93.57%、系列酒的净利率中枢为 65.94%。

差异 2：销售半径。逻辑上，销售半径越小（难运输、难保存的产业链，如水泥），商品更易区域化，难形成集中度。四大赛道中，高端白酒、酱油、常温奶销售半径较大，目前已形成寡头形态，啤酒、低温奶需考虑新鲜度、冷链技术发展程度，产品呈现区域化的特征，两者集中度水平偏低。

差异 3：成长性。食品量价齐升的逻辑出现逆转，2013 年啤酒销量见顶、2016 年白酒销量见顶，产业链进入存量环境，这意味着部分细分赛道由成长期进入到成熟期。而成长期，多处于群雄并起阶段，期间行业规模稳步扩容、集中度位于低位，行业逻辑更关注渠道扩张，即量的逻辑。而成熟期，由于进入存量时代，企业并购数量增多，

炒作逻辑更关注提价（消费升级）以及新增需求（消费下沉）的逻辑。

图表 13：白酒、啤酒、酱油、液态奶产业链逻辑

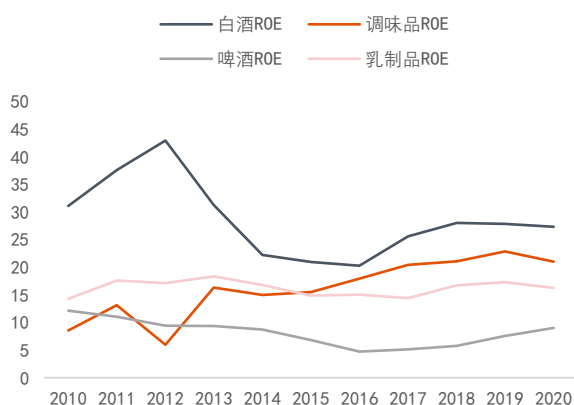
赛道	白酒	啤酒	酱油	液态奶
粘性	高（社交消费）	低（可选消费）	中（必选消费）	中低（可选消费）
成长性	成熟（双寡头）	成熟（多寡头）	成长（群雄并起）	成熟（双寡头）
销售半径	高端大；低端小	小（短运输）	大	常温大；低温小
集中度	2018高端白酒CR3 98%	2020年CR3 55.8%	2019CR3 28%	2020年常温奶CR2 85.7%
产销	2016年见顶	2013年见顶	未见顶	未见顶&增速放缓
净利率	贵州茅台系列酒65.94%	青岛啤酒39.9%	海天味业49.07%	伊利股份35.12%
渠道	经销商、厂家主导	现饮48.6%非现饮51.2%	餐饮50%家庭30%	线上占比不及10%
驱动逻辑	消费升级、提价	消费升级、高端占比提升	集中度、品类扩张、餐饮	消费升级、消费下沉

资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）食品产业链对比——ROE 拆解

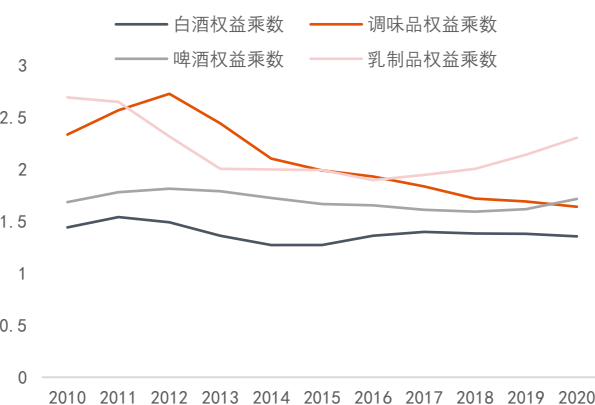
其次，我们通过杜邦分析进一步拆解四大赛道龙头企业 ROE：1）ROE 维度，2020 年白酒（27%）>调味品（21%）>乳制品（16%）>啤酒（9%）；2）白酒 ROE 最高的实质与其销售净利率有关，其中白酒（41%）>调味品（14%）>啤酒（7.5%）>乳制品（5.5%），排序上呈现社交消费>必选消费>可选消费的特征；3）总资产周转率整体与销售净利率呈现弱负相关，其中乳制品（1.3）>调味品（0.9）>啤酒（0.7）>白酒（0.5），社交消费周转率偏低；4）权益乘数与资产负债比正相关，其中乳制品（2.29）>啤酒（1.71）>调味品（1.63）>白酒（1.35），现金流健康的赛道权益乘数偏低，因其无太多的融资需求。整体上，总资产周转率决定量，销售净利率决定价。

图表 14：ROE



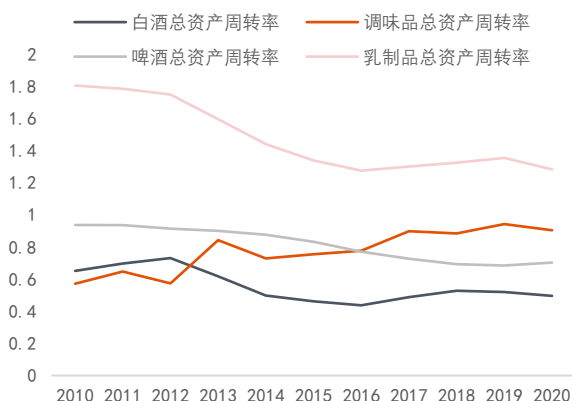
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 15：权益乘数



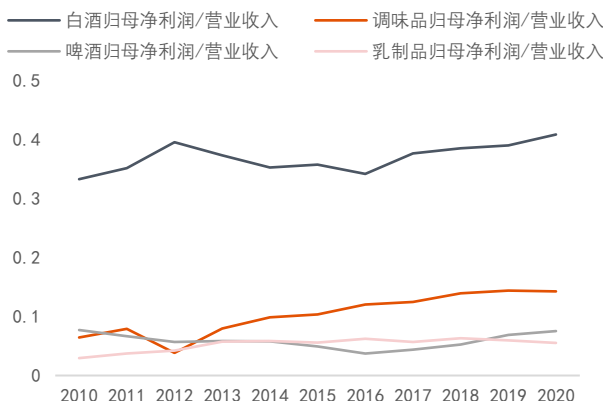
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 16：总资产周转率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 17：销售净利率

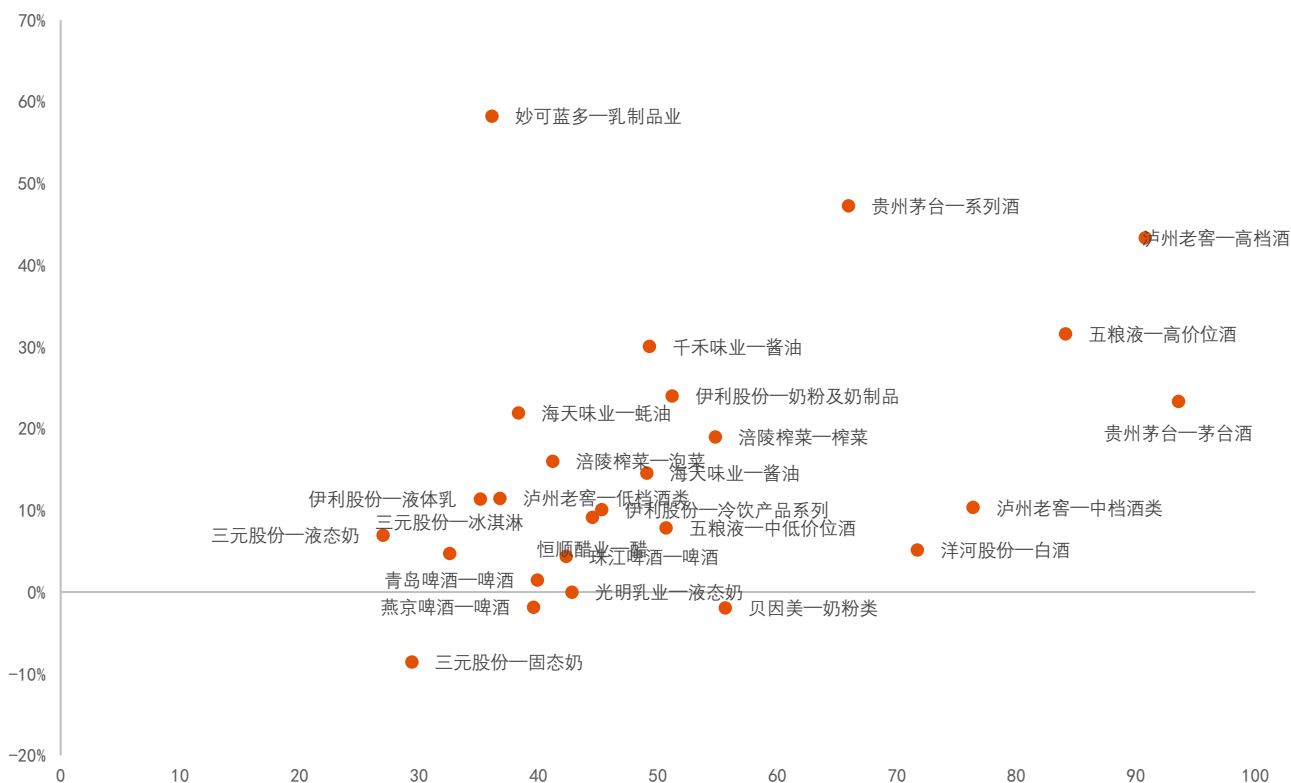


资料来源：Wind 中信期货研究所

下图按产品类型，我们统计了主要上市企业 2016 年-2020 年营收复合增速与毛利率年度均值的散点图情况，其中右上区域的细分赛道具有比较优势。从散点图的分布情况来看：1) 高端白酒赛道最优，兼具量与价逻辑；2) 奶酪、奶粉、酱油、榨菜赛道次优，量价齐升，但弹性不如高端白酒；3) 啤酒、液态奶量缩价升，赛道关注提价逻辑。

图表 18：2016 年-2020 年企业营收复合增速与毛利率均值

毛利率均值 (2016-2020&横轴) 与收入复合增速 (2016-2020&纵轴)

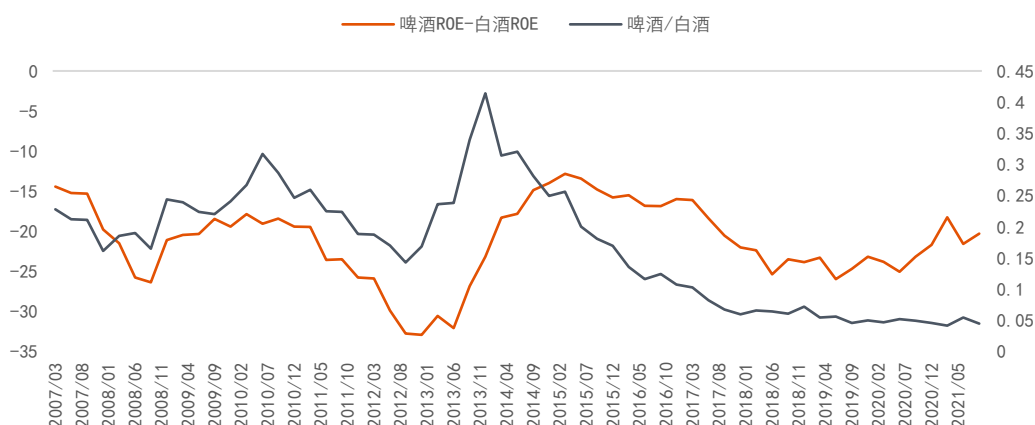


资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）景气度变化是食品赛道轮动的关键

而食品赛道内部的相对强弱与各自赛道的景气度密切相关。以白酒、啤酒为例，下图统计了各自龙头组合 ROE 的差值以及股价的相对强弱，数据显示两者波动关联度较高，且股价先于 ROE 拐点出现，其中体现的是预期先行的逻辑。

图表 19：龙头啤酒（等市值）/龙头白酒（等市值）与龙头啤酒 ROE-龙头白酒 ROE



资料来源：Wind 中信期货研究所

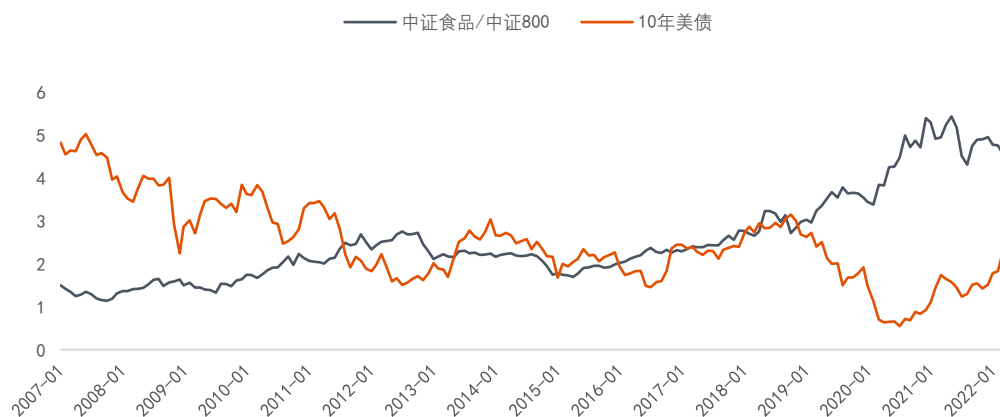
三、行业驱动逻辑回溯

下文以中证食品饮料作为研究标的，梳理其超额收益的驱动逻辑

（一）10 年美债收益率

信号一，10 年期美国国债收益率，2007 年之后，其与中证食品的超额收益的相关系数达到-0.7。两者负相关的逻辑有两种解释，其一，10 年美债收益率对应于外资的机会成本，若美债利率上行，股市配置价值较债市相应下降，此时外资降低风险资产配置，结合食品中的细分板块如白酒、调味品相对稀缺，外资撤离会导致其走势恶化；其二，由于食品行业现金流稳健，故适合 DCF 模型进行估值，在此模型中，无风险利率下行会导致个股估值下移。

图表 20：中证食品/中证 800 与 10 年美债收益率

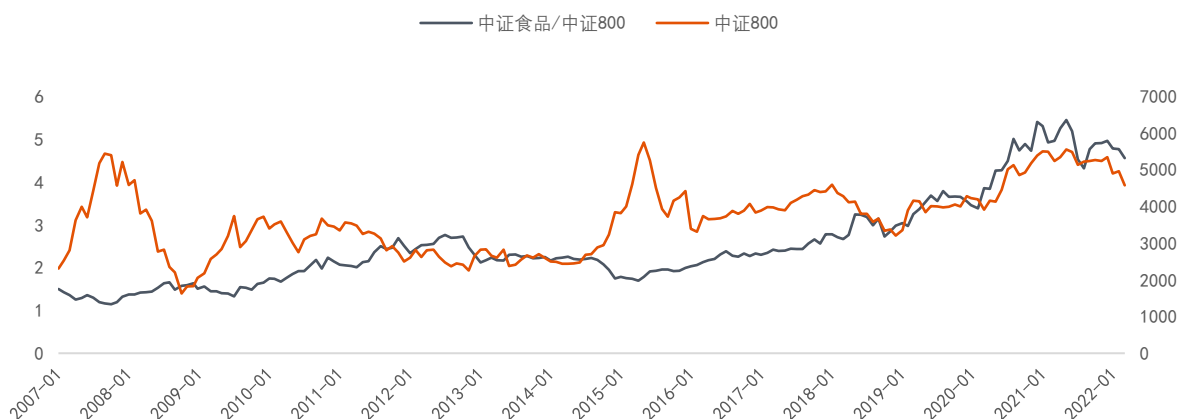


资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）A 股赚钱效应

信号二，A 股的赚钱效应。下图统计了中证食品相对于中证 800 的超额收益以及中证 800 的走势。观察图表，2016 年之前，一旦中证 800 指数出现急涨，中证食品很难出现超额收益。背后逻辑在于，食品在 2016 年之前具备避险特征，一旦 A 股赚钱效应回暖，资金将从避险资产转移至风险资产中，故急涨环境中不利。

图表 21：中证食品/中证 800 与中证 800 指数

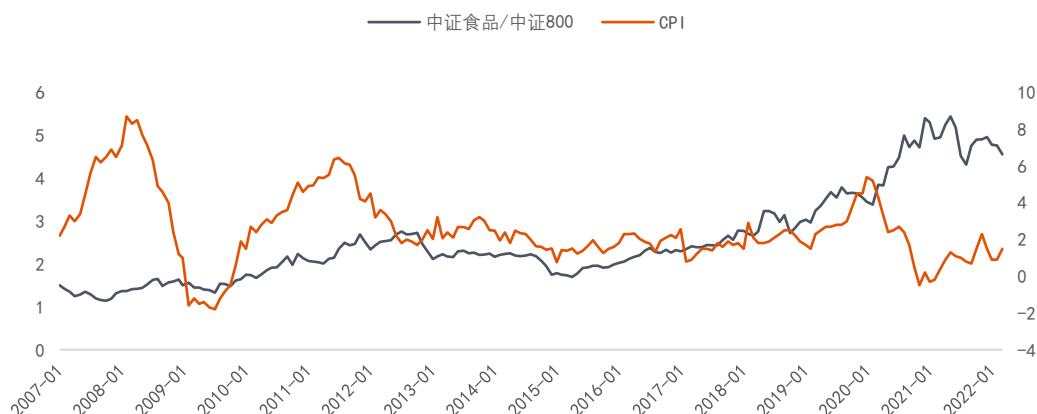


资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）抗通胀属性（CPI）

信号三，抗通胀属性。历史经验显示在 CPI 快速上行环境中，中证食品具有超额收益的概率较高。鉴于 CPI 权重构成中食品占比较高，在指标上行环境中，食品利润占比大概率提升，故具有比较优势。

图表 22：中证食品/中证 800 与 CPI



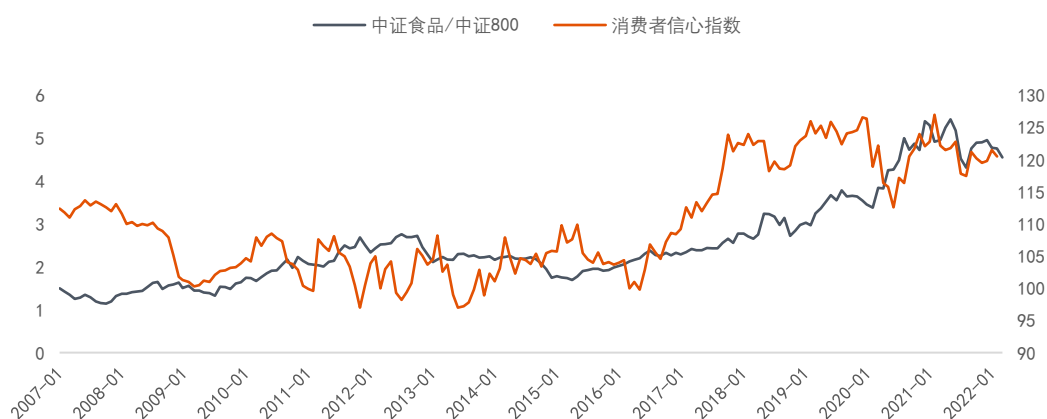
资料来源：Wind 中信期货研究所

(四) 大消费环境

信号四, 大消费环境。反映大消费环境的指标有三类, 一是居民消费意愿及能力, 二是体现消费升级的指标, 三是消费下沉至三四线城市的信号, 后两者对于后续食品板块分析更为关键。

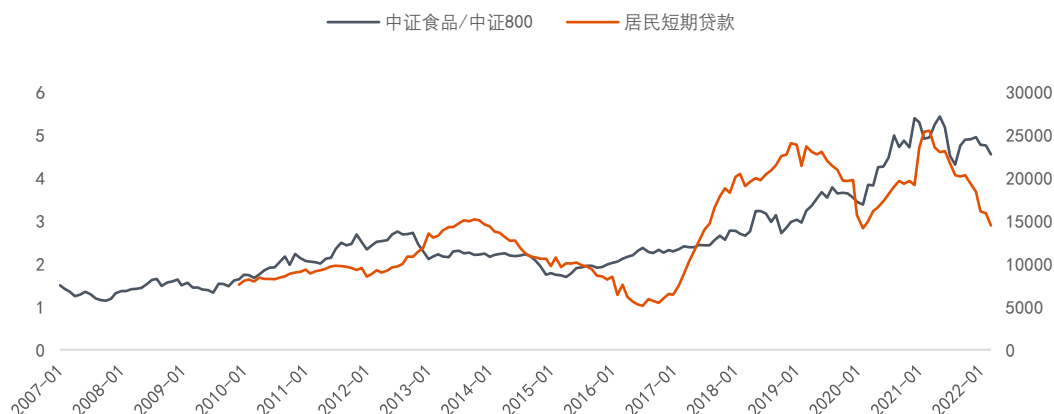
体现居民消费意愿及能力的指标, 我们选取了两个。一是消费者信心指数, 该指标与食品超额收益的匹配程度较好, 样本内关联度达到 0.64。二是滚动 12 个月居民短期贷款规模, 样本内关联度达到 0.73, 其中消费贷款的规模一定程度可以反映居民提前消费的意愿 (信用卡数据也可以反映, 但因为更新季频, 数据滞后)。

图表 23：中证食品/中证 800 与消费者信心指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

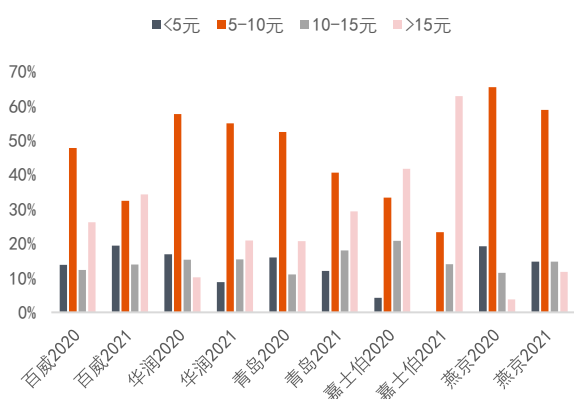
图表 24：中证食品/中证 800 与滚动 12 月居民短期规模



资料来源：Wind 中信期货研究所

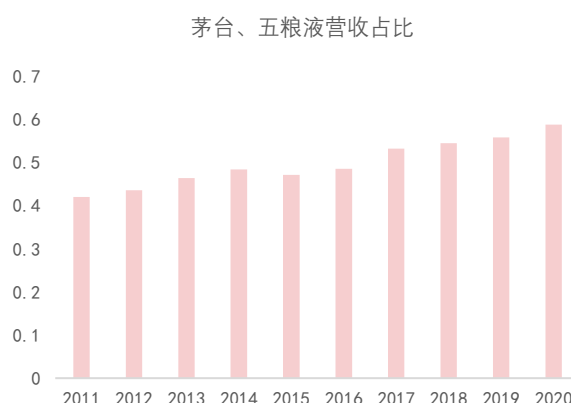
体现消费升级的指标有两类，一是高端商品占比的变化，如 15 元以上啤酒销量占比，但考虑到上述数据披露频率多为年频，对于趋势的影响更偏中长期。二是悦己消费占比，此处统计了限额以上企业商品零售的数据，并将烟酒、化妆品、金银珠宝、通讯设备视为悦己消费，长期来看，悦己消费占比不断提升。

图表 25：高端啤酒消费占比



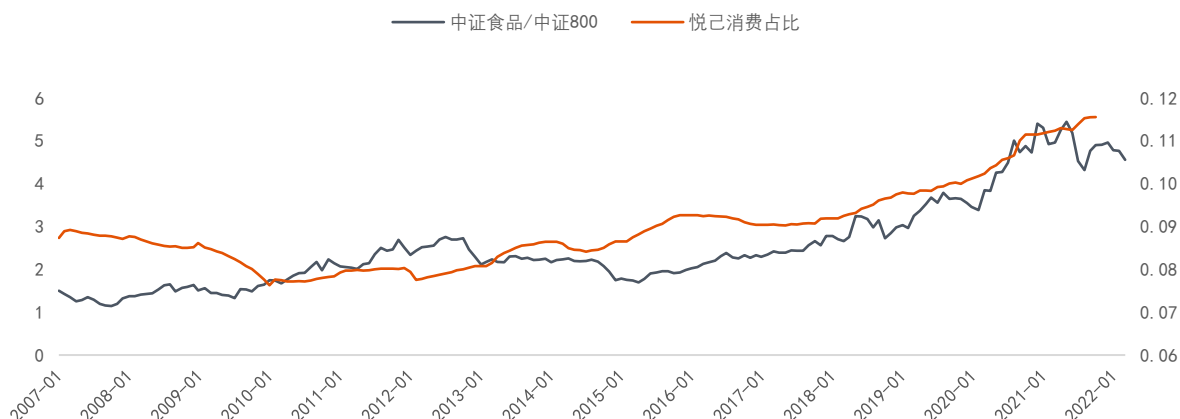
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 26：茅台、五粮液营收占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

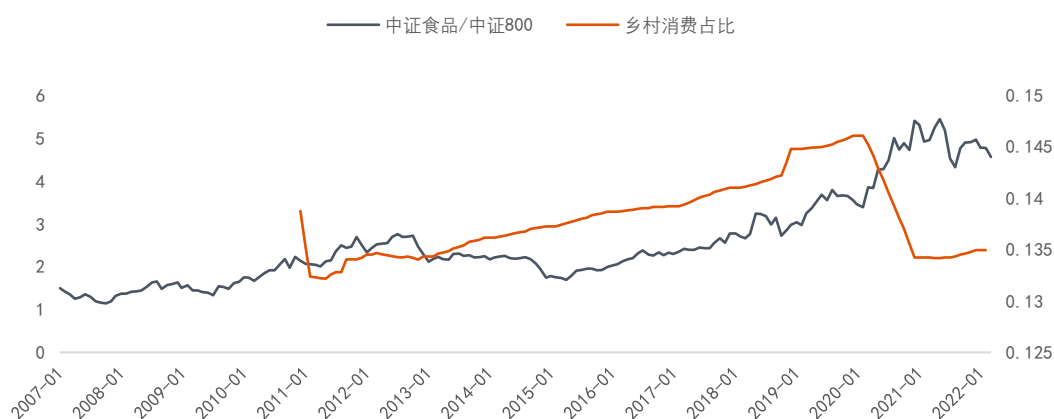
图表 27：中证食品/中证 800 与悦己消费占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

体现消费下沉的指标需关注三四线城市消费潜力。下图计算了乡村消费占比（乡村消费/（乡村消费+城镇消费）），2011 年之后，乡村消费占比不断上升，显示消费的确在下沉，但 2020 年之后，乡村消费占比中枢下移，可能暗示疫情之后，居民收入差距扩大的逻辑。

图表 28：中证食品/中证 800 与乡村消费占比

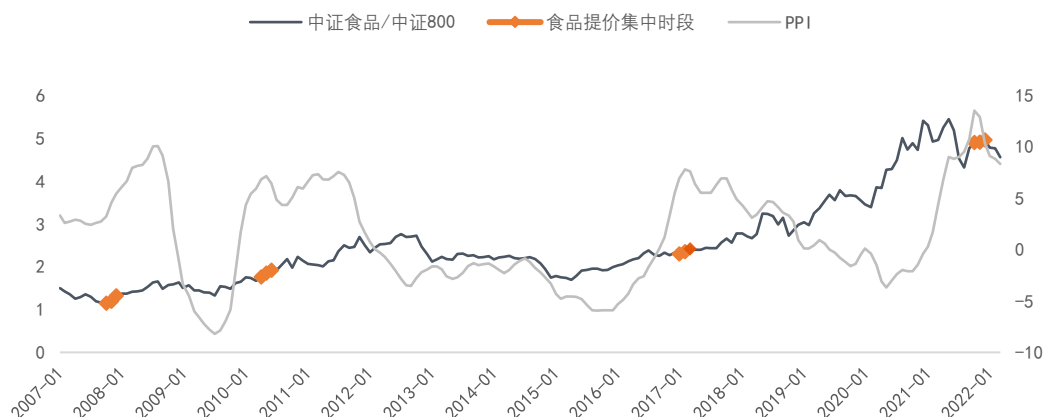


资料来源：Wind 中信期货研究所

（五）原料成本

信号六，原料成本。权重板块白酒的主要原料是粮食，理论上，除非粮食价格大幅上行，否则鉴于白酒等行业议价能力较强，行业更易将成本转嫁至下游。统计历史上食品板块主动提价时间段，数据显示提价潮多出现在 PPI 高企阶段，此后由于原料成本上行，企业多有主动提价公告，边际上提振风险偏好。

图表 29：中证食品/中证 800 与 PPI



资料来源：Wind 中信期货研究所

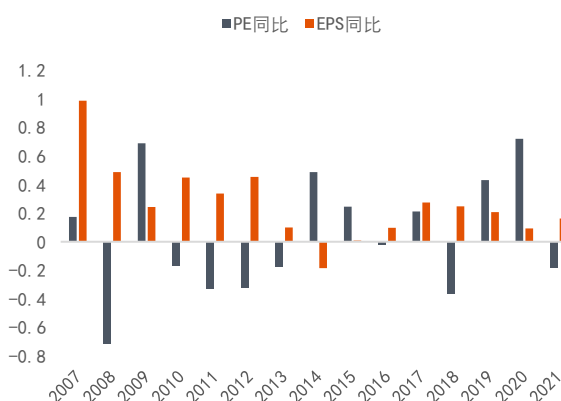
四、食品板块估值变迁

估值方面，我们探讨几个话题：

（一）PE 估值具有较大的局限性

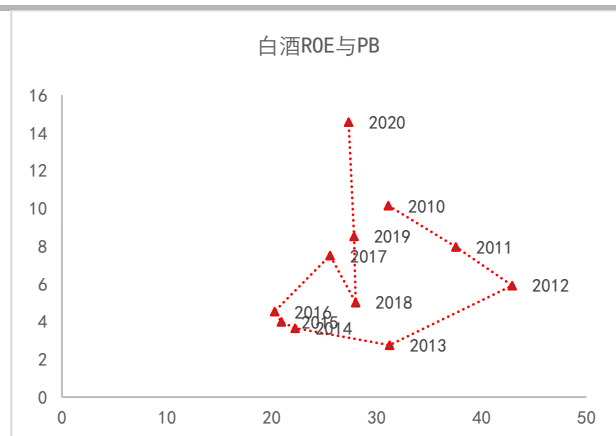
第一个话题，为什么食品板块不适宜使用 PE 进行估值。其中有两个逻辑。其一，中证食品的 PE 估值中枢非常不稳，07 年、09 年、15 年、21 年月频峰值分别为 107x、58x、35x、58x，峰值无规律性。背后原因在于，食品 PE 同比的标准差显著高于食品 EPS 同比的标准差，大部分时间食品驱动逻辑为利率以及风险偏好，这导致估值易大起大落。其二，统计白酒 PE 与白酒 ROE，数据显示白酒的 ROE-PB 拟合程度较差，尤其是在 2017 年至 2020 年，其 ROE 中枢基本不变，但其 PE 大幅波动，显示 PE 价值有限。

图表 30：食品 PE 同比与 EPS 同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 31：白酒 PB 与白酒 ROE



资料来源：Wind 中信期货研究所

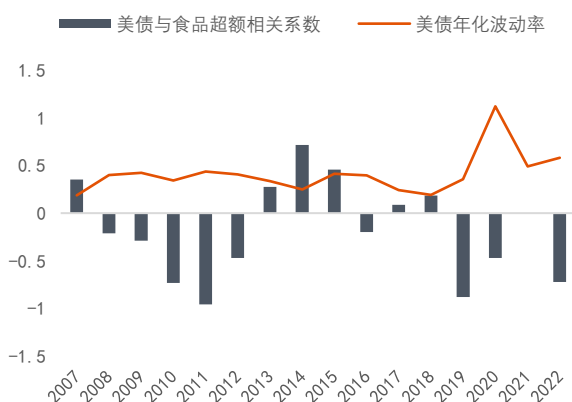
（二）美债利率下行环境中，适用 DCF 估值

食品行业较为合适的估值模型是 DCF，其中有两种解释逻辑，一是食品行业现金

流稳健，可以对于现金流进行有效“预判”，二是 2015 年之后陆股通启动之后外资集中入市，并带动估值体系的改变（欧债、美债资金成本偏低，现金流折价之后，只要未来一段时间食品的预期年化收益率高于债市，外资就会倾向配置 A 股食品），于是 10 年美债是衡量食品价值的茅。

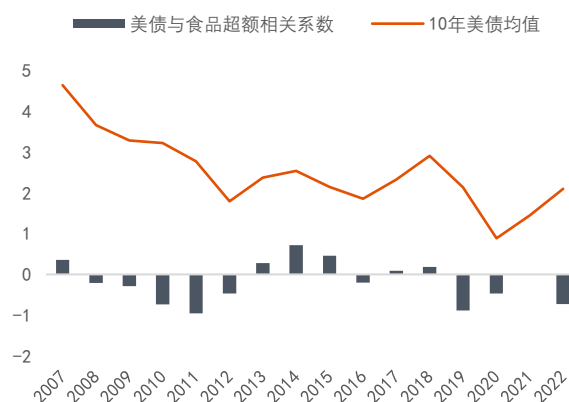
第二个话题，我们谈一下 DCF 模型的适用环境。下图我们统计了历史上 10 年美债的年频数据，我们发现以下特征：1) 10 年美债年化波动率上行的年份，如 2019 年、2020 年，10 年美债与食品超额收益的负关联度提升，美债异动环境下，市场更易关注利率逻辑；2) 10 年美债利率下行环境中，超额收益负关联的幅度提升。背后逻辑在于，2015 年之后，陆股通资金加速入市，而在利率下行环境中，外资入市速度会加快，此时容易出现超额收益机会，而在利率上行环境中，外资入市速度会放缓，此时内资是资金面的核心变量，10 年美债与超额关联度减弱。于是 DCF 模型在美债利率下行以及美债利率波动提升的环境中作用提升。

图表 32：美债与食品超额相关系数与美债年化波动率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 33：美债与食品超额相关系数与 10 年美债均值

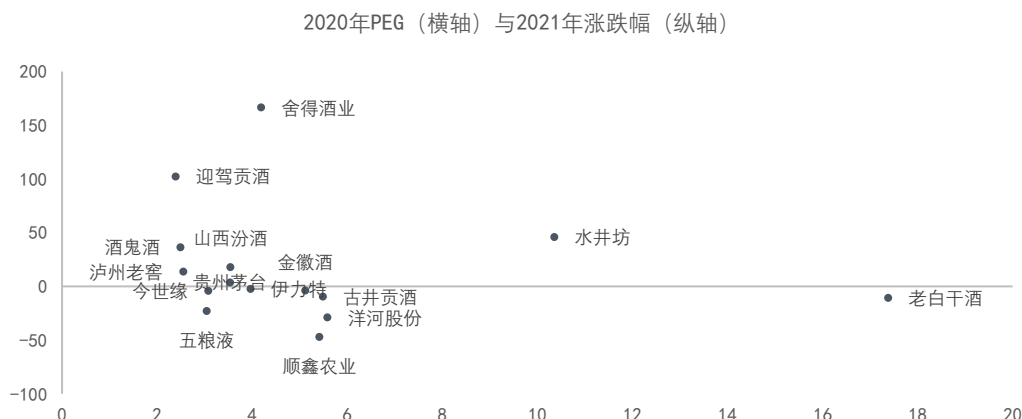


资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 利率上行环境中，可兼顾 PEG 估值模型

第三个话题，2021 年美债走势与食品超额关系减弱，背后与外资定价权减弱有关，这一阶段，我们发现 PEG 定价有效性增强。下图展示了 2020 年白酒个股 PEG（动态 PE/符合 2 年净利润增速一致预期）与 2021 年白酒个股年度涨跌幅，数据显示两者呈现负相关结构，PEG 越小的个股，其具有超额的可能性越大。逻辑在于，10 年美债上行环境中，市场关注重点将从成长性转向性价比，此时 PEG 估值可起到一定效果。故在利率上行环境中，可兼顾 PEG 模型。

图表 34：2020 年白酒个股 PEG 与 2021 年白酒个股年度涨跌幅



资料来源：Wind 中信期货研究所

五、食品板块景气度指标构建

这一部分我们希望对食品超额收益进行择时，其中考虑到行业逻辑的改变，回溯样本我们仅选择 2017 年之后的数据。

（一）食品负超额收益时段统计

由于中证食品长期跑赢中证 800，这一部分我们首先回溯历史上食品具有负超额的时间段。负超额时段定义如下：1）阶段超额收益低于-5%；2）至少持续 2 个月。

历史上合计出现 10 次负超额收益时段，其中大致可以分为以下四个类型：1）2015 年之前的五次负超额时段，有三次中证 800 出现 100%级别的上涨；2）反映需求下行的担忧，如 2012 的三公消费、2018 的消费升级证伪；3）美债尤其是实际利率急速上升阶段，如 2021Q1 以及 2022Q1；4）行业、政策出现负面消息，如白酒消费税改革、塑化剂事件。

图表 35：食品负超额时段原因分析

起始时间	结束时间	食品超额收益	中证800涨跌幅	10年美债	工业利润增速	GPI	原因分析
2007-01	2007-10	-55.49%	133.50%	↑↓	↑	↑	指数大涨
2008-12	2009-07	-38.29%	104.88%	↑	↓	↓	指数大涨
2011-11	2012-01	-12.46%	-5.25%	↓	↓	↓	
2012-10	2013-01	-26.11%	16.90%	↑	↑	↑	塑化剂、三公消费
2014-08	2015-04	-47.60%	99.79%	↓↑	↓	↓↑	指数大涨
2018-06	2018-10	-13.86%	-12.16%	↑	↓	↑	棚改货币化减弱、消费升级证伪
2019-08	2020-02	-11.23%	5.57%	↑↓	↑	↑	
2020-12	2021-03	-7.99%	-2.82%	↑	↑	↑	美债异动
2021-05	2021-08	-19.44%	-6.00%	↓	-	↓	白酒秩序监管座谈会、双减政策
2021-12	2022-03	-6.95%	-14.42%	↑	↓	↑	美债异动、消费税传闻

资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）食品行业择时

结合上述分析，食品行业择时会面临一些问题，一是线下渠道数据难以获取，虽

有部分线上数据，但线上销售并非大头，难描述量的逻辑，二是增量市场转向存量市场之后，白酒防御属性淡化，重仓属性、利率敏感属性增加，三是行业政策难以量化成数据，但的确会显著影响风险偏好。

基于以上问题，我们将 2017 年之后的数据作为回溯样本，同时选择 10 年美债（以及 10 年美债实际利率）以及食品行业陆股通净流入规模作为择时信号，下文展示四个策略的收益。

策略一：若陆股通近 3 日净流出&美债 3 日均值>美债 6 日均值，则空仓观望，否则做多中证食品，2017Q1-2022Q1，策略年化收益率 24.8%，相较基准年化超额 7.4%。

策略二：若陆股通近 3 日净流出&美债 3 日均值>美债 6 日均值，则空仓观望，否则做多中证食品/中证 800，2017Q1-2022Q1，策略年化收益率 15.3%，相较基准年化超额 1.6%。

策略三：若陆股通近 3 日净流出&美债实际利率 3 日均值>美债实际利率 6 日均值，则空仓观望，否则做多中证食品，2017Q1-2022Q1，策略年化收益率 28.2%，相较基准年化超额 10.7%。

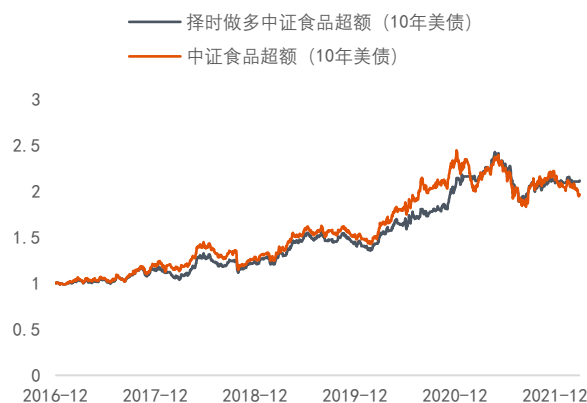
策略四：若陆股通近 3 日净流出&美债实际利率 3 日均值>美债实际利率 6 日均值，则空仓观望，否则做多中证食品/中证 800，2017Q1-2022Q1，策略年化收益率 14.7%，相较基准年化超额 1.5%。

图表 36：择时做多中证食品（10 年美债&陆股通）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 37：择时做多食品超额（10 年美债&陆股通）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 38：择时做多中证食品（10 年美债实际利率&陆股通）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 39：择时做多食品超额（10 年美债实际利率&陆股通）



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。