中航证券研究所
所长：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
分析师：方堃（S0640520080001）
分析师：郑梓淳（S0640520120001）
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

从策略的角度理解本轮食饮和医药的上涨边界

策略深度报告　　2021 年 01 月 10 日

摘要

- 提价和医保谈判落地能够部分解释食饮和医药两个行业近期上涨，但并非主要矛盾。而 CPI 大幅上涨带动必选消费涨价的观点对 CPI 的判断有所偏差。
- 从供需角度分析，2021 年 CPI 整体呈稳步上升态势，目前看不到大幅超预期上涨的因素。
- 食饮和医药大幅上涨的核心驱动力量之一：利率上升对大市值风格的映射。大市值公司自由现金流在近端，小市值公司自由现金流在远端。食饮和医药是近五年 A 股市值增加最大的两个板块。近期市值绝对值大且市值增速大的公司出现超额收益。这就使得食饮和医药两个行业成为同时实践市值因子与动量因子良好的行业载体。利率的上行抬升了确定性溢价。
- 食饮和医药大幅上涨的核心驱动力量之二：重仓食饮和医药的公募基金份额相较于其他基金大幅提升，这一类基金的增量管理资金的配置需求进一步推动这两个行业的上涨。
- 在理解食饮和医药上涨的过程中有几个容易陷入的逻辑陷阱：陷阱一：夸大阿尔法的作用，忽视贝塔的作用。陷阱二：用长期逻辑解释短期市场现象。陷阱三：认为确定性溢价扩张的时点由内部因素决定。
- 目前市场对于 2021 年一季度名义 GDP 同比增速的一致性预期在 19%以上，意味着一季度实际产出将大幅超越潜在产出，产出缺口在回补的基础上正向扩大，大概率拉动名义利率进一步走高。同时，我们推算 PPI 高点在明年六月份左右，工业价格的复苏也将带动名义利率上行。
- 一季度名义利率的走高可能继续支撑食饮和医药处于历史高估值的位置。然而需要注意的是，随着名义产出缺口在第二季度走低，PPI 高点在年中出现，名义利率可能也随之下行。一旦无风险利率上行趋势出现反转，目前极端的市值风格分化现象可能也会结束。同时，由于市场对于年中经济高点的预期较为一致，市值风格分化现象的结束可能会提前于利率拐点到来。

股市有风险入市须谨慎

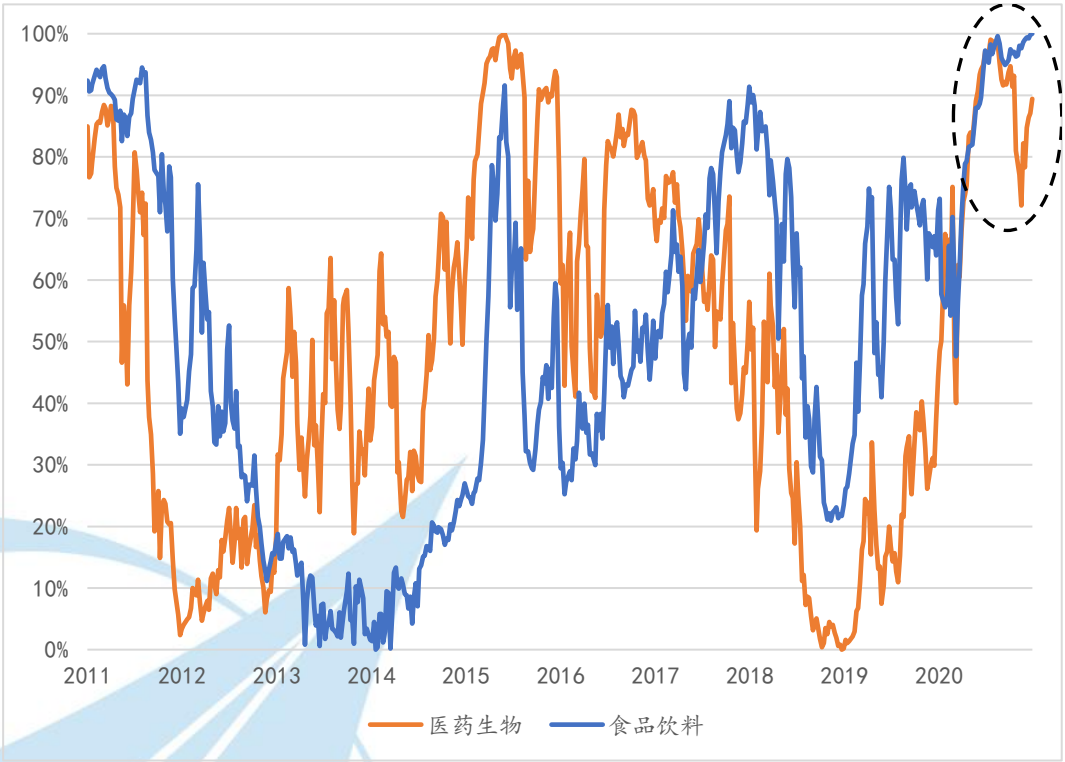
中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

食饮和医药两个行业的估值处在历史较高分位上，但估值极端化没有阻挡这两个行业的指数在近期继续上涨。

图 1:食品饮料、医药生物（申万指数）的 TTM 整体法 PE 近十年历史分位



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

行业研究普遍认为提价是推动食饮特别是酒类板块上涨的驱动因素。同样，行业研究许多观点认为医保谈判落地，短期利空出尽，带动了医药板块的上涨。还有一种声音，认为 2021 年中国 CPI 上升的确定性强，食饮、医药和农林牧渔能够将原料上涨传导至终端价格，整体提价的逻辑清晰。

我们认为提价和医保谈判落地能够部分解释两个行业上涨的原因，但并非主要矛盾。而 CPI 大幅上涨带动必选消费涨价的观点对 CPI 的判断有所偏差。

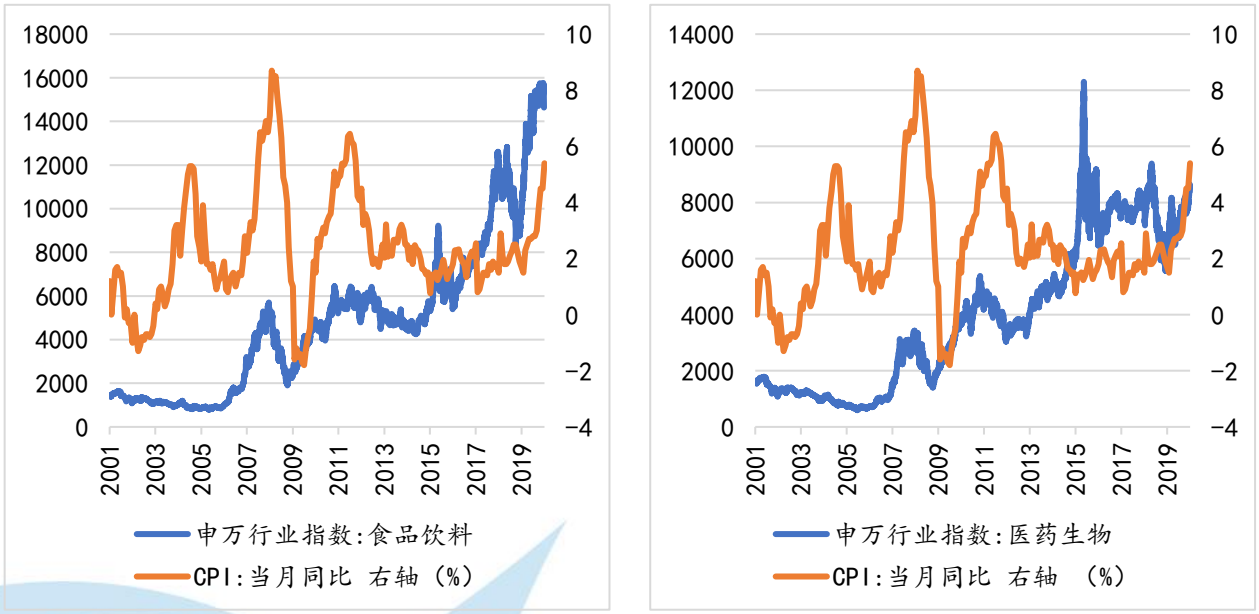
从自上而下的策略研究角度，我们认为食饮和医药大幅上涨的核心驱动力量有两个。**第一是利率上升对大市值风格的映射。食饮和医药是近五年 A 股市值增加最大的两个板块，是实践量化市值和动量因子时良好的行业载体。利率的上行抬升了确定性溢价。第二是重仓食饮和医药的公募基金份额相较于其他基金大幅提升，这一类基金的增量管理资金的配置需求进一步推动这两个行业的上涨。**

一、2021 年 CPI 不存在大幅上涨的基础

历史数据显示，CPI 与食饮、医药行业具有较强的同步性，CPI 大幅上涨时这两个必选行业确实能够将原料上涨压力转移到终端产品价格上。但是以 CPI 的大幅上涨作为看好 2021 年食饮和医药行业的逻辑是较难成立的。从供需角度分析，我们认为 2021 年 CPI 整体呈稳步上升态势，目前看不到大幅超预期上涨

的因素。

图 2：CPI 与食品饮料和医药生物行业具有较强的同步性



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

供给端角度，猪肉价格自 11 月份开始稳定上升，生猪养殖利润已实现反弹。目前猪肉价格已在高位，在高盈利的驱动下，生猪养殖规模继续扩大的趋势明朗，随着生猪存栏环比增速上升，供给提升推动猪肉价格进入下行趋势，对 CPI 构成最重要的压制。

图 3：猪肉平均批发价（元/公斤）

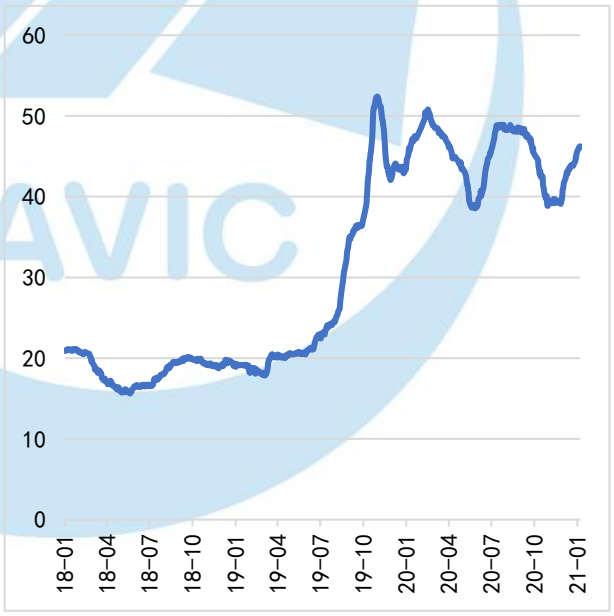
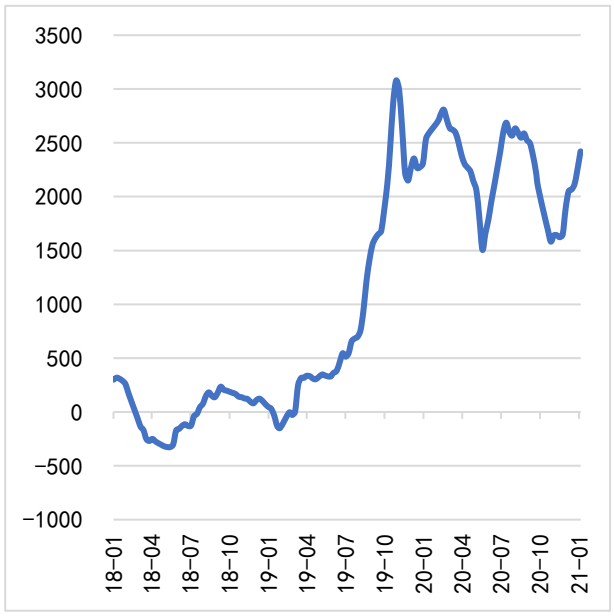
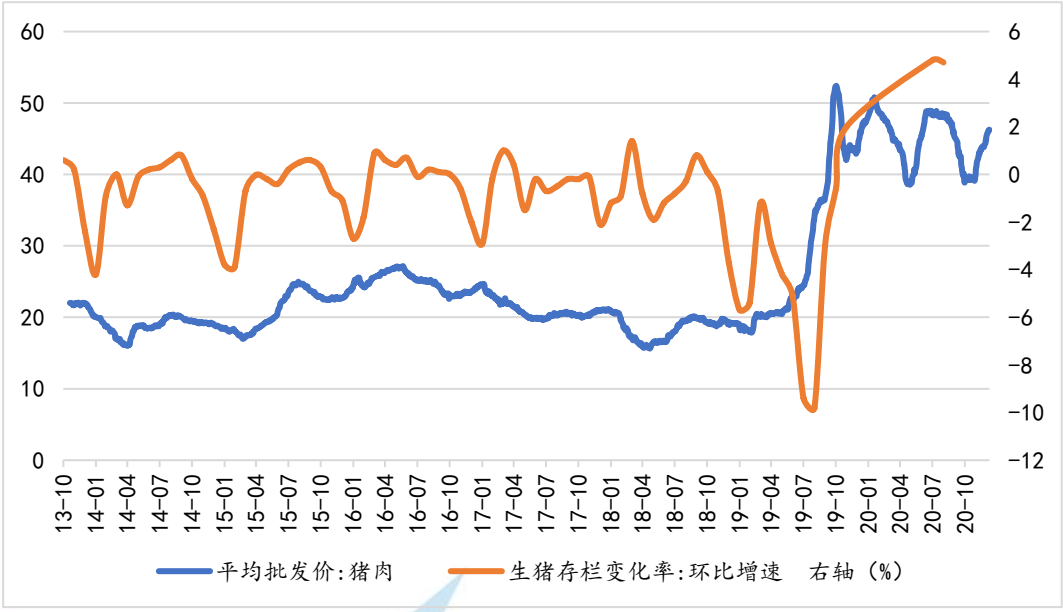


图 4：生猪养殖利润（元/头）



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

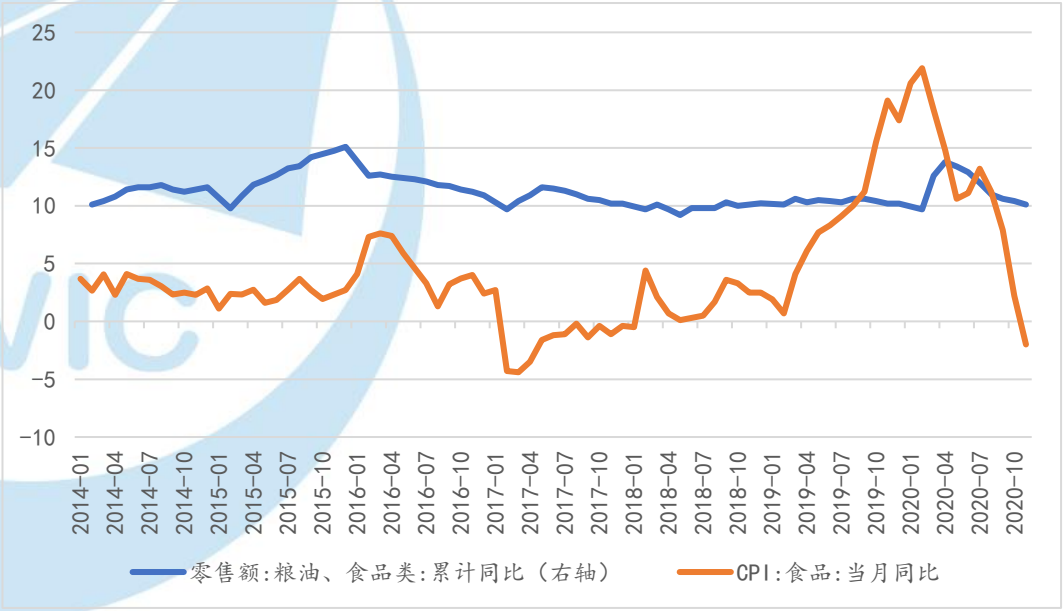
图 5：猪肉价格上涨带动生猪存栏率上升



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

需求端角度，可拆解为食品项和非食品项。历史上食品项消费需求相对稳定，预计 2021 年也不会有大的变动。需求难以对 CPI 食品项构成明显拉动。

图 6：食品需求对 CPI 食品项的拉动力不足



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

CPI 非食品项与地产周期高度相关。CPI 权重中居民非食品消费占比 70%，居住类消费占比 20%，居住类是非食品项中占比最大的部分。居住类 CPI 调查项目里有房租，其他消费项目也跟住房居住成本相关。地产周期向 CPI 的传导路径主要体现在房租与地产相关消费两方面。过去几轮房地产景气周期，房价一路走高的同时，买卖市场与租房市场也出现过一定的联动，房租上涨也会推升居住类 CPI 同比上涨。此外，CPI 居住类指标中还覆盖了水电燃料、自有住房的物业费、各种房屋维修费等消费支出。而房价上涨带动建房及装修材料价格上涨，进一步提升地产下游相关消费，推动 CPI 同比上涨。2021 年地产政策仍然易紧难松，房住不炒的定位非常清晰，房价难以整体上涨也就意味着 CPI 非食品项的上涨空间有限。

图 7：非食品 CPI 中居住类消费贡献最大

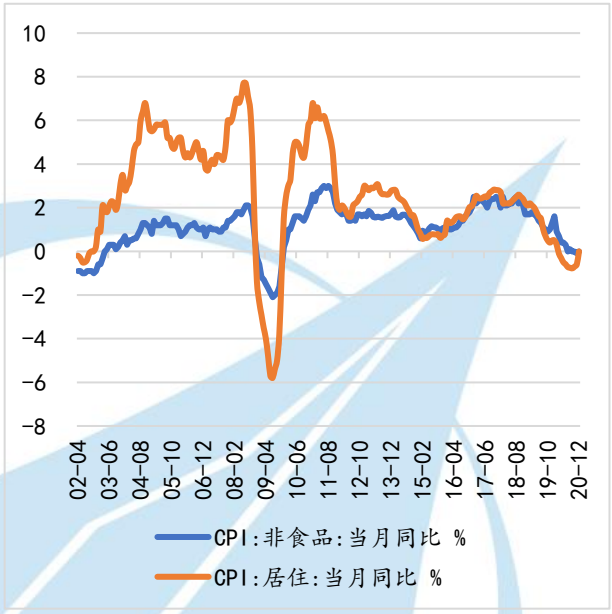
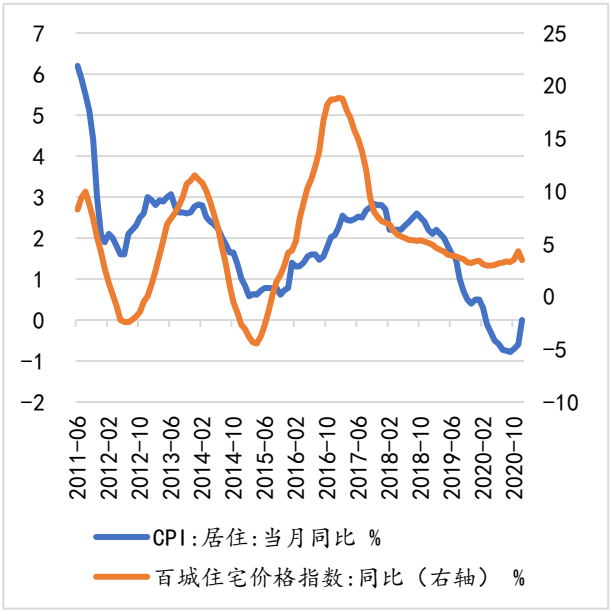


图 8：房价与居住类 CPI 有较高的相关性



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

因此，从猪肉供给以及食品项、非食品项需求来看，2021 年通胀水平较温和，CPI 逐季提升但高点在 2-2.3%附近，很难看到有大幅的提升。

二、市值因子驱动了近期食饮和医药的上涨

在理解食饮和医药上涨的过程中有几个容易陷入的逻辑陷阱：

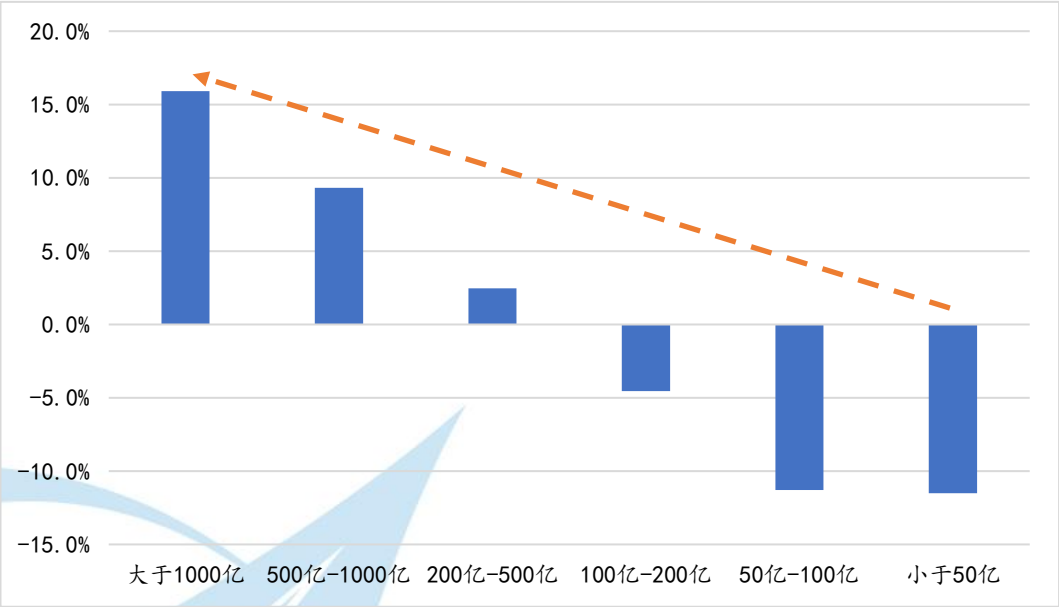
陷阱一：夸大阿尔法的作用，忽视贝塔的作用。

一些观点只关注微观层面行业上基本面的改善，如提价和医保谈判落地，而忽略了市值因子才是推动食饮医药上涨的核心驱动力。

近期市场上以上证 50 和沪深 300 为代表的大盘指数收益率明显优于小盘，呈现了较为极端的大小盘风格分化现象。通过对 2020 年 10 月 15 日至 2021 年 1 月 7 日期间 60 个交易日进行简单数量统计，便可

发现，市值大小确实较为清晰地解释了个股的涨跌幅度（下图），涨跌幅随市值分层逐级递减。总市值大于 1000 亿的公司的平均涨幅高达 11.65%，涨幅在各市值分层中最高，而 50 亿到 100 亿市值的公司平均跌幅达 7.47%，为所有分层中最低。

图 9：近 60 个交易日，市场呈现市值越大涨幅越大的特征



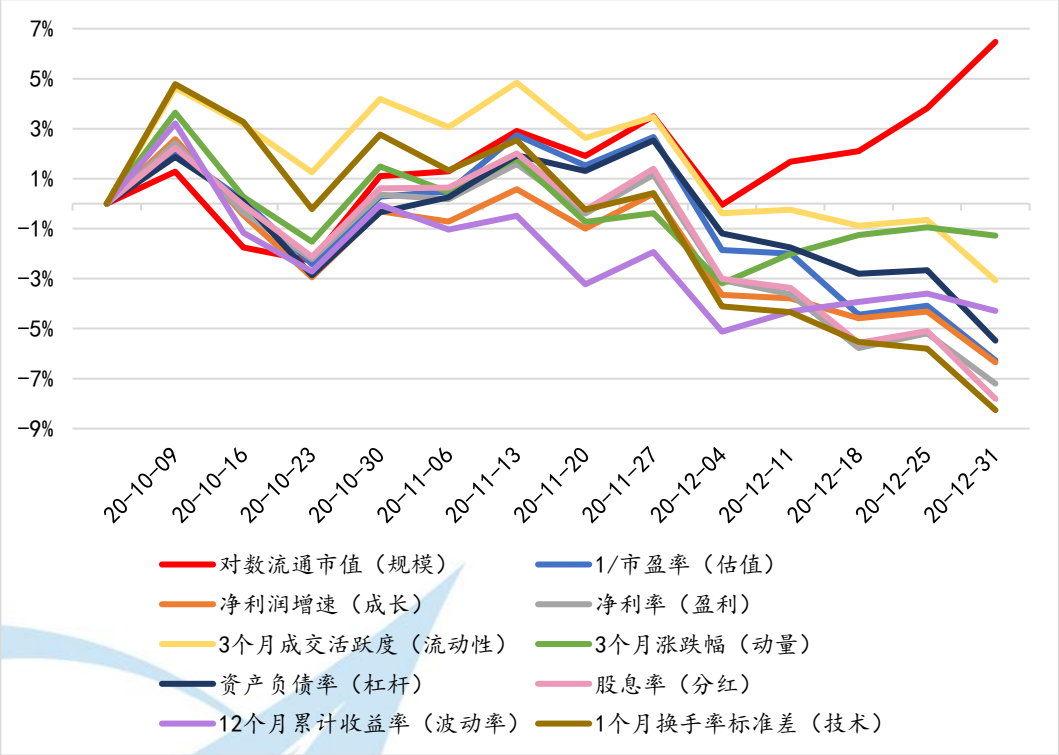
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

通过对我们构建的因子分析库中所有因子近三个月的收益以及贡献率进行观察，能够从量化层面对近期市值与收益率的关系进行验证。

我们的量化因子库包含了**估值、成长、盈利、规模、流动性、动量、杠杆、分红、波动率、技术** 10 大风格的因子，每个风格下都对应着几个细分因子。我们首先分析了每个单因子的收益情况，即因子的分层回测结果。因子的分层回测指的是依照因子值对股票进行打分，然后依据得分的高低构建投资组合进行回测。这里的分层回测统一将万得全 A 所有成分股分为五组，即 Q1 到 Q5，Q1 为因子值最大的一组，即该因子认为表现最优的组，Q5 是因子值最小的一组。通过 Q1-Q5 的形式构造多空组合，从该组合的回报数据可以看出因子的有效性强度。另外调仓频率设置为每周调仓，并等权重持有所有标的。

我们对每个因子近三个月内 Q1 的累计收益率进行了对比，结果显示只有市值因子（对数流通市值）的 Q1 分组在三个月内回报为正，并且其 Q1-Q5 的总回报最大，达到了 19.7%。

图 10：各因子 Q1 分组近三个月累计收益率：市值因子一枝独秀



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

表 1：各因子 Q1 分组近三个月总收益分析

所属风格因子	因子名称	近三个月总回报	总回报 Q1-Q5
规模	**对数流通市值**	**6.47%**	**19.70%**
估值	1/市净率	-5.20%	-2.64%
	1/市盈率	-6.27%	-1.31%
	1/市销率	-3.72%	-1.13%
	1/市现率	-4.37%	-0.94%
成长	净利润增速	-6.35%	2.59%
	营业收入增速	-7.13%	1.21%
	营业利润增速	-6.04%	3.49%
	净资产收益率增速	-6.15%	1.58%
	净资产收益率	-6.25%	1.41%
盈利	毛利率	-6.55%	-1.90%
	净利率	-7.20%	0.53%
	经营现金流净额/营业收入	-7.01%	-0.27%
流动性	日均换手率（1 个月）	-7.47%	0.41%
	成交活跃度（3 个月）	-3.07%	7.55%
	成交活跃度（12 个月）	-3.04%	5.09%
动量	涨跌幅（1 个月）	-3.21%	2.96%

	涨跌幅（3 个月）	-1.28%	7.68%
	涨跌幅（6 个月）	-2.67%	7.46%
杠杆	长期负债率	-4.79%	-0.53%
	资产负债率	-5.48%	2.46%
	现金回收率	-5.77%	1.35%
	股东权益比率	-7.81%	-2.31%
分红	股息率	-7.81%	-2.31%
波动率	收益率标准差（1 个月）	-3.19%	5.86%
	超额收益率标准差（12 个月）	-8.18%	-2.68%
	累计收益率（12 个月）	-4.29%	4.78%
	残差收益率标准差（12 个月）	-8.18%	-2.68%
技术	换手率标准差（1 个月）	-8.26%	0.43%
	累计振动升降	-1.68%	1.35%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

单从市值因子的角度来看，各分组的净值表现明显随因子得分的下降而下降，即流通市值越大的分组总回报越大，可以看出市值因子在近期具有很好的单调性。

表 2：对数流通市值因子各分组的总回报

分组	近三月总回报	近一月总回报
Q1	6.47%	2.88%
Q2	-5.52%	-5.08%
Q3	-7.80%	-8.35%
Q4	-9.76%	-11.35%
Q5	-13.23%	-15.68%
ALL	-6.10%	-7.64%
Q1-Q5	19.97%	18.56%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

另一方面，通过万得全 A 所有成分股在周度的分析频率下观察各风格因子的贡献率，我们发现规模因子（只包含对数流通市值）和动量因子的贡献率在近期始终排前二位。

表 3：各风格因子贡献率

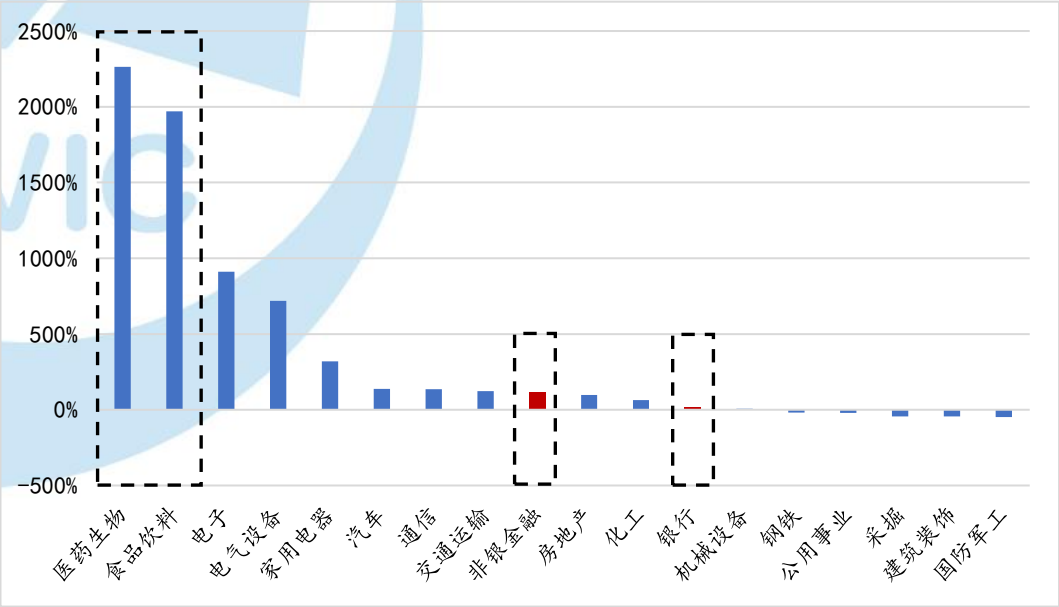
风格因子	近三月风格因子贡献率	近一月风格因子贡献率
规模	0.57%	1.42%
动量	0.25%	0.98%
杠杆	0.22%	0.14%
流动性	0.17%	0.53%
成长	0.10%	0.39%
估值	0.05%	-0.35%
技术	0.03%	0.17%
盈利	0.02%	0.14%
波动率	0.02%	0.49%
分红	-0.04%	-0.31%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

既然市值因子是近三个月收益率的首要解释因素，但为何市值普遍偏大的银行和非银没有出现较为明显的上涨趋势？

2015 年 9 月至最近一轮食饮和医药启动之前（2020 年 9 月），食饮和医药两个行业当中市值在 1000 亿以上企业的市值增速是申万一级行业中最高的。也就是说**食饮和医药两个行业贡献了 A 股的大部分增量市值。**而银行与非银两个行业的市值没有明显上升。**我们看到了市值因子与动量因子的共同作用，即市值绝对值大且市值增速大的公司出现超额收益，这就使得近期食饮和医药两个行业成为同时实践市值因子与动量因子良好的行业载体。**

图 11：2015 年至 2020 年，医药生物和食品饮料两个行业大市值企业（总市值 1000 亿以上）的市值增速最高



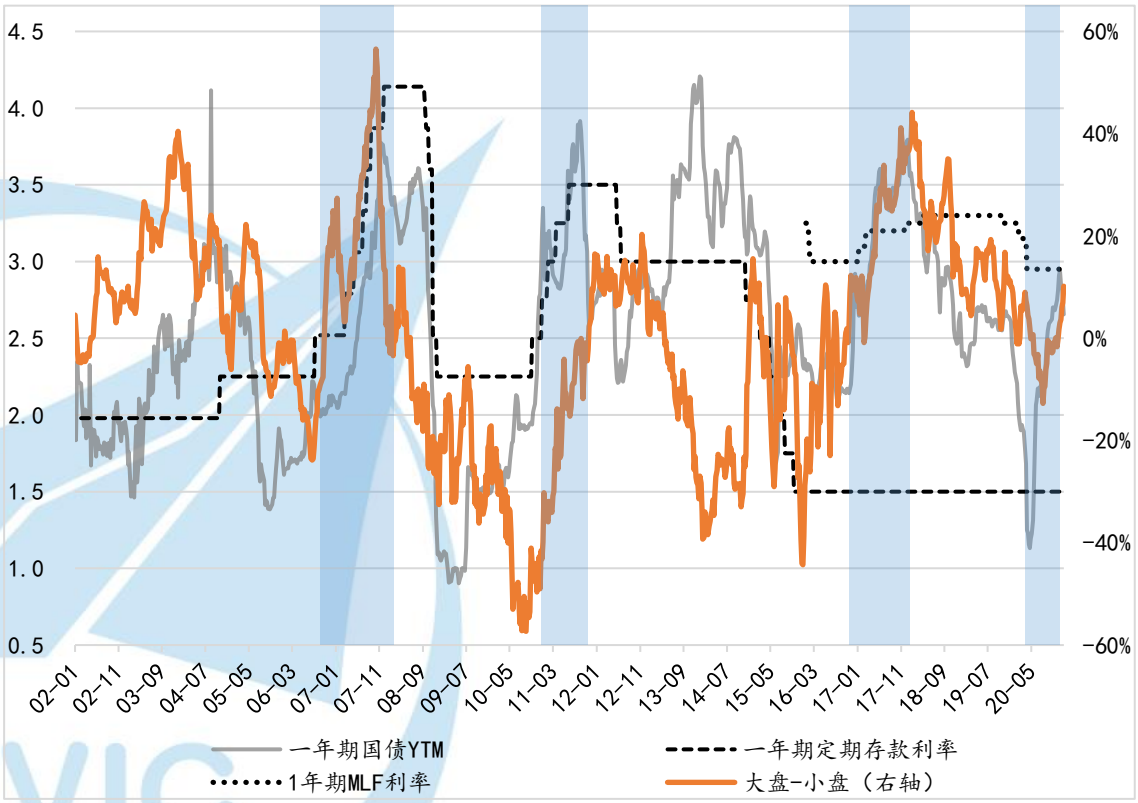
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

陷阱二：用长期逻辑解释短期市场现象。

有市场观点认为发达市场的交易量主要集中于大市值公司，A 股会加速向发达国家趋近，大市值公司占有更多的交易量和关注度。这导致了近期 A 给大市值公司跑赢。我们认为这是一个循序渐进的过程，近两个月市值因子的占优不能用长期逻辑解释，应该用利率进行解释。

一般来说，无风险利率的变化引导估值风格的切换比较好理解，但我们需要强调无风险利率的变化同样会带动大小市值间的风格轮转。我们利用申万大盘指数和申万小盘指数作为大小盘股票整体收益率的表征。可以发现历史上每当无风险利率上升时，大盘指数往往会跑赢小盘指数。新冠疫情后也不例外。在 2020 年下半年货币政策的风向转变后，大市值股票的收益率也开始优于小市值股票。

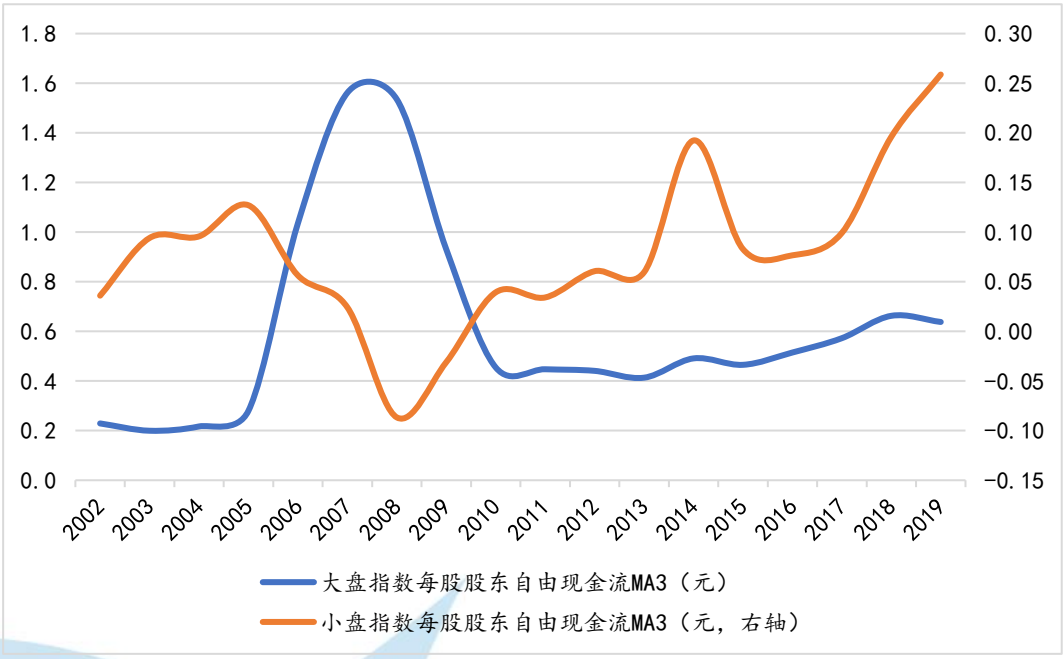
图 12：市值与收益率的正向关系是货币政策转向下的必然现象



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

微观上，我们认为是现金流在近、远端的差别造成了该宏观层面的现象。利率对于风格的传导主要通过贴现这一估值方法论上。对比大小市值企业的自由现金流，我们发现小市值企业的股东自由现金流增长率更高。2000 年到 2019 年，小市值企业的每股股东自由现金流的复合年化增长率为 11.42%，远高于大市值企业的 4.04%。较高的增长率说明了**小市值企业的自由现金流更加集中在时间轴上的远端，与长久期债券类似。**当无风险收益率上行时，小市值企业的贴现值对利率的变化将更加敏感，导致了在无风险利率上升时大市值企业收益率超过小市值企业的现象。

图 13：小市值公司每股股东自由现金流（FCFE）的增长率更高



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

陷阱三：认为确定性溢价扩张的时点由内部因素决定。

目前许多行业研究报告显示，有的白酒龙头用 22、23 甚至是 24 年的业绩进行估值，有的医疗器械以及创新药龙头也用几年之后的业绩进行估值。市场之所以能接受用几年之后的业绩贴现到现在的股价，并不是因为这些标的的确定性比以前更强，而是因为利率上升的情况下市值因子占优，确定性溢价得到了提升。确定性溢价扩张的时点不是来自于标的的资质变得更优，而是在于宏观环境的变化。

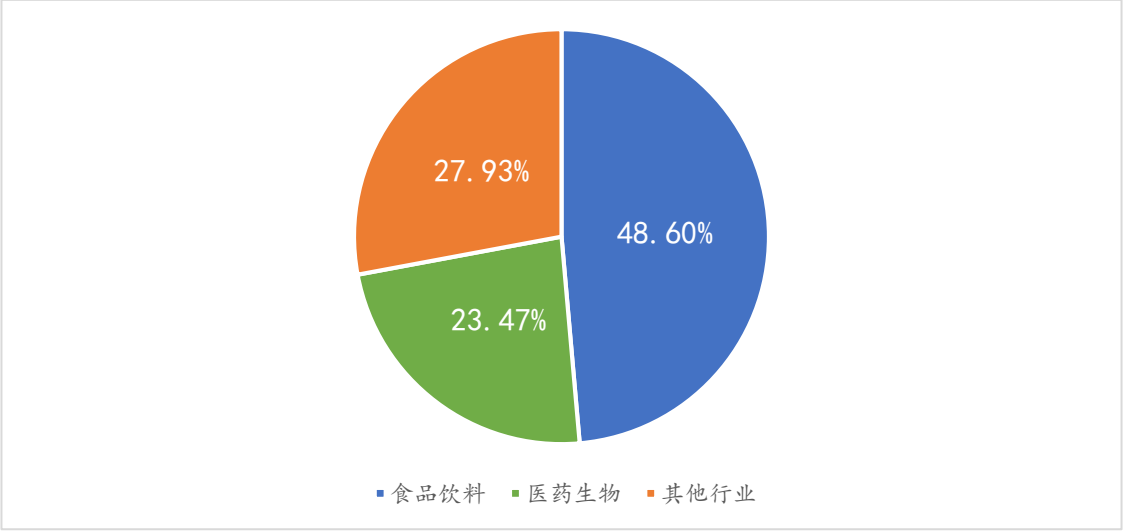
综上，我们认为，大市值企业占比逐渐增多的医药生物和食品饮料行业在无风险利率上升的宏观背景下，获取了市值因子所提供的动能，推动了板块在估值极端化的情况下仍然继续上涨。

三、重仓食饮和医药的基金分额提升

我们统计了 2020 年 9 月 30 日至 2021 年 1 月 7 日期间新发行的股票型和混合型基金。其中具有明显行业指向的基金共 55 只，以份额占比计算，食饮类的基金达到 48.6%，医药类的达到 23.47%，食饮和医药合计达到 72.34%。

重仓食饮和医药的公募基金份额相较于其他基金大幅提升，这一类基金的增量管理资金的配置需求进一步推动这两个行业的上涨。

图 14：新发行基金的行业份额占比（20/09/30—21/01/07）

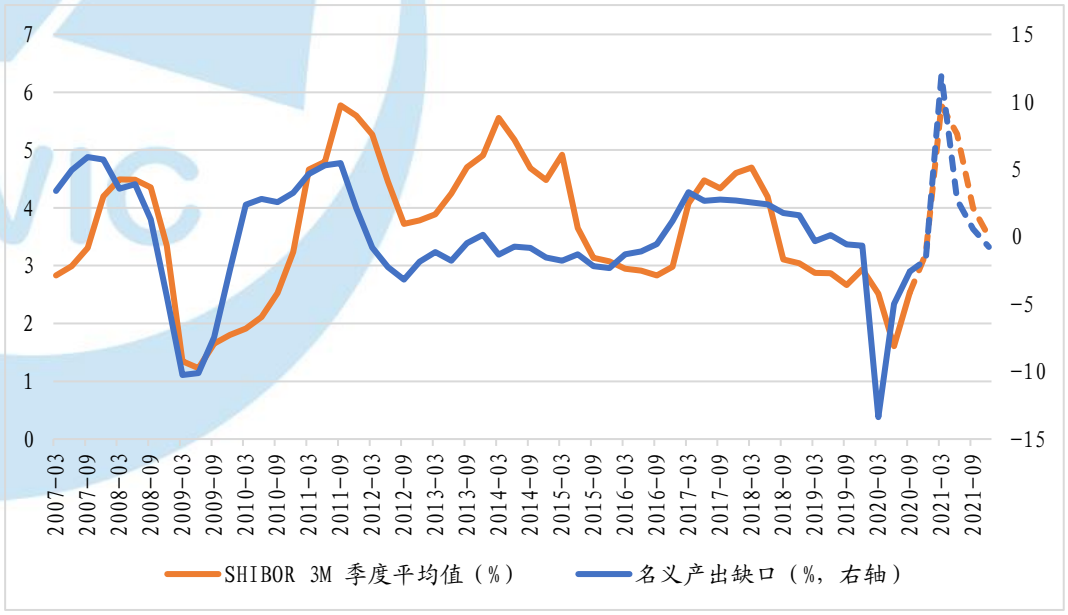


数据来源：Wind，中航证券研究所整理

四、大市值风格的边界在于利率的转向

我们在 2020 年 11 月 29 日发布的《一季度股债或继续分化，维持股优于债的判断》中通过 HP 滤波法测算的名义产出缺口与代表市场名义利率的 SHIBOR3M 存在较强的相关性。目前市场对于 2021 年一季度名义 GDP 同比增速的一致性预期在 19%以上，意味着一季度实际产出将大幅超越潜在产出，产出缺口在回补的基础上正向扩大，大概率拉动名义利率进一步走高。同时，我们推算 PPI 高点在明年六月份左右，工业价格的复苏也将带动名义利率上行。

图 15：产出缺口与名义利率的测算



数据来源：Wind，中航证券研究所

一季度名义利率的走高可能继续支撑食饮和医药处于历史高估值的位置。然而需要注意的是，随着名义产出缺口在第二季度走低，PPI 高点在年中出现，名义利率可能也随之下行。一旦无风险利率上行趋势出现反转，目前极端的市值风格分化现象可能也会结束。同时，由于市场对于年中经济高点的预期较为一致，市值风格分化现象的结束可能会提前于利率拐点到来。此外，我们认为当下配置应该继续关注广义顺周期包含的三个方向：周期品龙头、银行保险以及可选消费。

风险提示：通胀超预期上升， 疫情反复。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。
方堃，SAC 执业证书号：S0640520080001，清华大学理学学士，香港大学金融硕士，宏观策略分析师。
郑梓淳，SAC 执业证书号：S0640520120001，南加州大学应用数学学士，迈阿密大学金融硕士，策略分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。