

## 关注分红能力及意愿对估值的影响

——食品饮料行业周报



评级 增持（维持）

2024年01月21日

## 投资摘要：

## 每周一谈：关注分红能力及意愿对估值的影响

市场博弈下，或可采用“底线思维”模式估值。本周市场整体偏弱，多数行业未能跑赢沪深300指数。在博弈过程中，我们认为不宜轻易言空，但也不宜盲目乐观。不妨采用一种“底线思维”的模式重新思考估值体系，即：收益若不再来自市场的交易，而是凭借企业自身创造的现金流及其分红，折现后的企业价值几何？在估值较高时，该种模式很难寻到合意标的，但当前市场信心弱，大量公司估值都处于底部区间时，该方式既能帮我们冷静思考，不被市场短期波动冲昏头脑；又有利于在剧烈变动的行情下做好估值锚定，选出具有潜在价值的标的。

## 底线思维下，应采用什么样的估值方法？

我们认为股票预期收益主要来自4个部分：（1）企业自身的成长，即成长性；（2）公司的股息分红；（3）公司股本的回购注销；（4）公司估值的变化（如PE）。用公式表示为：预期收益率=（1）业绩增速+（2）股息率+（3）股本变化+（4）估值变化。

当中国经济处于中高速增长时期，我们习惯于采用PE、PEG、DCF等对消费品行业的公司估值，其中，公司估值（主要是PE）的变化一度成为股价涨跌的主要影响因素。鉴于当前悲观的市场预期，我们不妨假设上述4部分中，（1）、（4）为0或接近0，即：企业几乎不增长，公司估值跌至谷底，没有估值增加的预期。如此，底线思维下，公司的预期收益决定因素为：公司的分红，及对股本的回购注销。因此，不妨尝试采用DDM模型（股利DCF模型）思考公司估值。

采用股利DCF模型，什么样的公司值得关注？公司的分红应兼具分红能力和分红意愿两大特征。

分红能力方面：首先，企业应当赚得到足够分红的现金，如：企业自由现金流较好，公司净现比不应低于1，公司可以成长能力弱，但中长期看不应下滑等。其次，公司不能是高度依赖资本开支的商业模式。否则，公司创造的现金流必须频繁投入设备升级、资产购置、技术研发等，将吞噬创造的现金流，削弱分红能力。再次，公司应当具有良好的资本结构，如：资产负债率合理甚至偏低（有资本结构优化空间，可以提高债权性资本以降低WACC），债务性开支小（有息债务占比低，债务利率低）。若公司账面现金及现金等价物较多，且货币资金的真实性可以通过财务、商业模式、调研等方面的验证，加之有息债务占比低，也同样可以视为分红能力加分项。

分红意愿方面，公司应具备较高的分红比率（Payout Ratio），或有明确的进一步提高分红比率的意向及计划。

采用上述模式思考，我们认为食品饮料行业作为典型的现金奶牛行业，整体仍然值得期待。细分来看：乳品（伊利、蒙牛、飞鹤）、饮料（养元饮品、承德露露）、肉制品（双汇）的分红能力及意愿较强，调味品、速冻食品、休闲食品的资产负债率长期较低。上述行业及公司值得我们的关注。

## 市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-1.08%，在申万31个行业中排名第8，跑赢沪深300指数-0.64pct。食品饮料各子行业中乳品（-0.65%）、白酒（-0.81%）、软饮料（-0.86%）表现相对较好。分别跑赢沪深300指数-0.21pct、-0.37pct、-

张弛 分析师

SAC执业证书编号：S1660523120001

Zhangchi03@shgsec.com.cn

17621838100

## 行业基本资料

股票家数	121
行业平均市盈率	25.1
市场平均市盈率	10.6

注：行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率，市场平均市盈率采用沪深300指数市盈率

## 行业表现走势图



资料来源：ifind，申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报：啤酒估值底部投资机会将至》2024-01-16
- 2、《食品饮料行业研究周报：对“五粮液是否会跟随茅台提价”的判断》2023-12-12
- 3、《食品饮料行业研究周报：白酒年度规划陆续展开 大众品有望持续报表修复》2023-11-27

0.42pct。个股方面，本周甘源食品（+4.20%）、劲仔食品（+4.08%）、妙可蓝多（+3.57%）、盐津铺子（+3.24%）、朱老六（+1.73%）等涨幅居前。

### 投资策略

建议关注：我们认为食品饮料行业作为典型的现金奶牛行业，整体仍然值得期待。细分来看：乳品（伊利、蒙牛、飞鹤）、饮料（养元饮品、承德露露）、肉制品（双汇）的分红能力及意愿较强，调味品、速冻食品、休闲食品的资产负债率长期较低。上述行业及公司仍值得我们的关注。

### 风险提示

食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

## 内容目录

1. 市场回顾.....	4
2. 行业动态.....	7
3. 重点指标跟踪.....	10
4. 板块估值.....	17
5. 每周一谈：关注分红能力及意愿对估值的影响.....	19
6. 风险提示.....	20

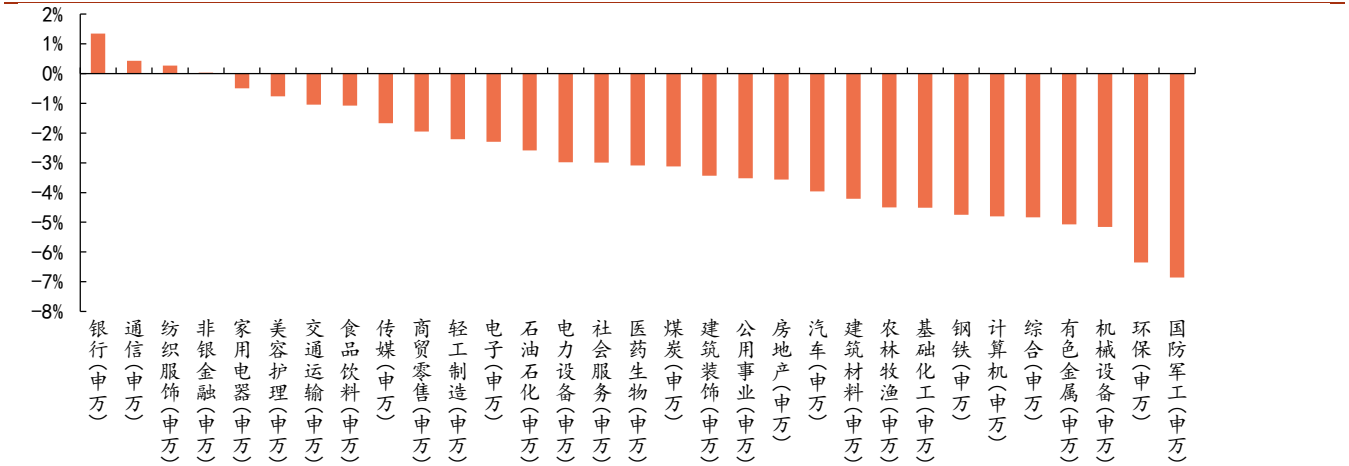
## 图表目录

图 1：申万一级行业本周涨跌幅.....	4
图 2：食品饮料子行业本周涨跌幅.....	4
图 3：食品饮料行业本周涨幅前 10 名.....	5
图 4：食品饮料行业本周跌幅后 10 名.....	5
图 5：11 月白酒价格基本稳定.....	10
图 6：高低档白酒价格趋势逐渐收敛.....	10
图 7：11 月啤酒价格略有增长.....	10
图 8：淡季挺价策略延续.....	10
图 9：红酒均价情况.....	11
图 10：红酒均价同比增速情况.....	11
图 11：啤酒产量逐月对比.....	11
图 12：啤酒产量累计值逐月对比.....	12
图 13：啤酒进口量逐月对比（千升）.....	12
图 14：啤酒进口价格逐月对比（千升）.....	13
图 15：白酒批价情况.....	13
图 16：白酒批价同比增速.....	14
图 17：玻璃价格情况.....	14
图 18：大麦进口价格情况.....	14
图 19：瓦楞纸价格情况（元/吨）.....	15
图 20：国内市场价：PET(现货价格).....	15
图 21：国内铝价格变化情况（元/吨）.....	15
图 22：生猪及猪肉价格.....	16
图 23：玉米及豆粕价格.....	16
图 24：生猪与玉米价格增长率对比.....	16
图 25：生猪与豆粕价格增长率对比.....	16
图 26：生鲜乳价格情况.....	16
图 27：婴配粉价格情况.....	16
图 28：白酒估值情况.....	17
图 29：非白酒估值情况.....	17
图 30：饮料乳品估值情况.....	17
图 31：休闲食品估值情况.....	17
图 32：食品加工业估值情况.....	18
图 33：调味发酵品估值情况.....	18
表 1：食品饮料行业部分公司沪（深）股通持股占自由流通股比例变化.....	5
表 2：食品饮料各版块估值情况.....	17

## 1. 市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-1.08%，在申万 31 个行业中排名第 8，跑赢沪深 300 指数-0.64pct。

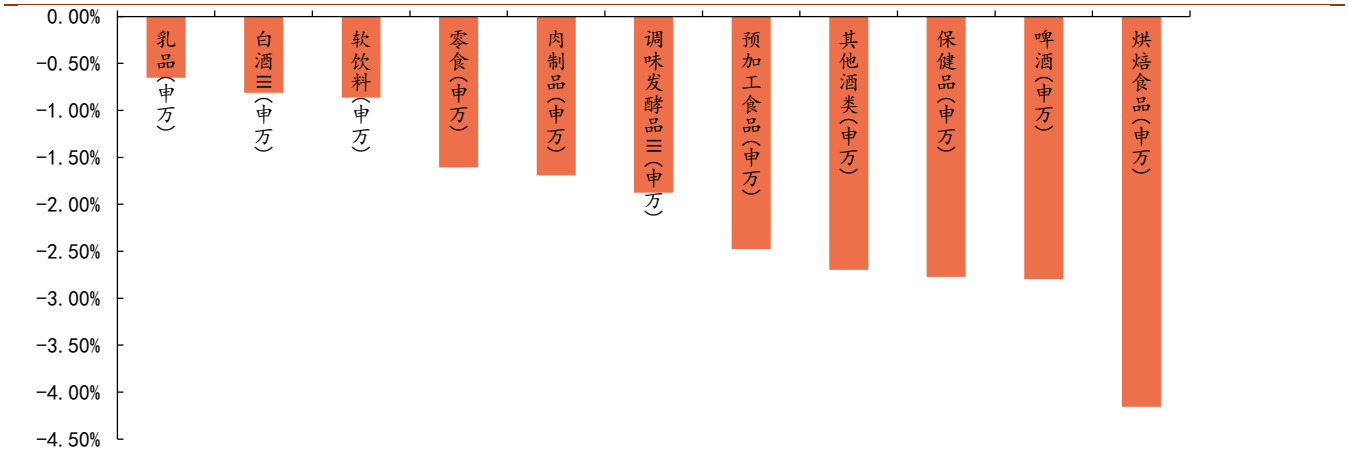
图1：申万一级行业本周涨跌幅



资料来源: Iifind, 申港证券研究所

本周，食品饮料各子行业中乳品 (-0.65%)、白酒 (-0.81%)、软饮料 (-0.86%) 表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数-0.21pct、-0.37pct、-0.42pct。

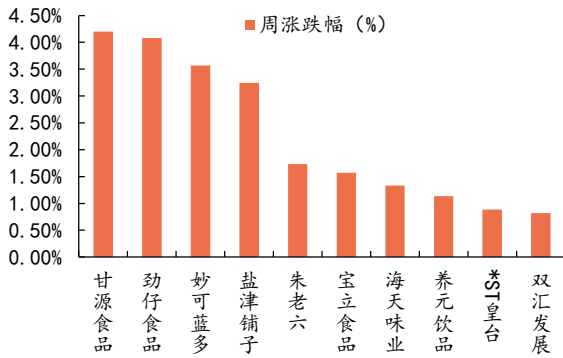
图2：食品饮料子行业本周涨跌幅



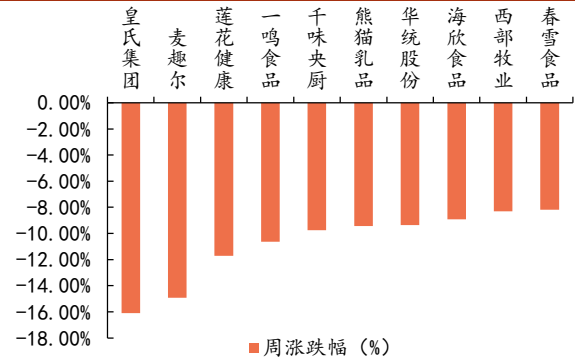
资料来源: Iifind, 申港证券研究所

注：“其他食品 (申万)”类暂无上市公司，因此不计入统计，下同。

个股方面，本周甘源食品 (+4.20%)、劲仔食品 (+4.08%)、妙可蓝多 (+3.57%)、盐津铺子 (+3.24%)、朱老六 (+1.73%) 等涨幅居前。

**图3：食品饮料行业本周涨幅前10名**


资料来源: Ifind, 申港证券研究所

**图4：食品饮料行业本周跌幅后10名**


资料来源: Ifind, 申港证券研究所

本周北上资金增持个股主要为莲花健康 (+0.65pct)、紫燕食品 (+0.49pct)、盐津铺子 (+0.28pct)、绝味食品 (+0.26pct)、千味央厨 (+0.24pct)。本周北上资金减持个股主要为舍得酒业 (-0.61pct)、维维股份 (-0.41pct)、贝因美 (-0.40pct)、皇氏集团 (-0.36pct)、东鹏饮料 (-0.29pct)。

(括号内为沪(深)股通持股占自由流通股比例较前一周增减的百分点幅度)

**表1：食品饮料行业部分公司沪(深)股通持股占自由流通股比例变化**

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动
600519.SH	贵州茅台	6.80%	6.77%	0.03%
000858.SZ	五粮液	4.24%	4.38%	-0.14%
600809.SH	山西汾酒	2.10%	1.92%	0.18%
000568.SZ	泸州老窖	3.16%	3.19%	-0.03%
603288.SH	海天味业	3.75%	3.74%	0.01%
600887.SH	伊利股份	12.27%	12.33%	-0.06%
002304.SZ	洋河股份	2.49%	2.46%	0.03%
000596.SZ	古井贡酒	1.77%	1.78%	-0.01%
000895.SZ	双汇发展	3.13%	3.26%	-0.13%
600600.SH	青岛啤酒	2.78%	2.92%	-0.14%
605499.SH	东鹏饮料	7.63%	7.92%	-0.29%
603369.SH	今世缘	2.47%	2.60%	-0.13%
603198.SH	迎驾贡酒	1.60%	1.49%	0.11%
600702.SH	舍得酒业	1.31%	1.92%	-0.61%
600132.SH	重庆啤酒	6.00%	6.02%	-0.02%
600298.SH	安琪酵母	4.57%	4.44%	0.13%
603345.SH	安井食品	10.56%	10.36%	0.20%
603156.SH	养元饮品	1.20%	1.23%	-0.03%
300146.SZ	汤臣倍健	3.04%	3.23%	-0.19%
600779.SH	水井坊	2.99%	3.04%	-0.05%
603589.SH	口子窖	3.18%	3.23%	-0.05%
002568.SZ	百润股份	1.17%	1.22%	-0.05%
000729.SZ	燕京啤酒	3.98%	4.00%	-0.02%
000799.SZ	酒鬼酒	1.21%	1.38%	-0.17%
600872.SH	中炬高新	5.29%	5.08%	0.21%
600559.SH	老白干酒	1.15%	1.15%	0.00%
002461.SZ	珠江啤酒	0.69%	0.69%	0.00%
002557.SZ	洽洽食品	15.84%	16.13%	-0.29%
603027.SH	千禾味业	1.17%	1.27%	-0.10%
002507.SZ	涪陵榨菜	5.58%	5.78%	-0.20%
603517.SH	绝味食品	2.47%	2.21%	0.26%
000860.SZ	顺鑫农业	0.58%	0.73%	-0.15%
002847.SZ	盐津铺子	1.84%	1.56%	0.28%

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动
603317.SH	天味食品	0.93%	0.90%	0.03%
000869.SZ	张裕 A	0.99%	1.18%	-0.19%
603866.SH	桃李面包	3.84%	3.77%	0.07%
002840.SZ	华统股份	0.60%	0.38%	0.22%
600597.SH	光明乳业	0.78%	0.86%	-0.08%
002216.SZ	三全食品	0.96%	0.93%	0.03%
603919.SH	金徽酒	0.58%	0.71%	-0.13%
603043.SH	广州酒家	2.51%	2.45%	0.06%
600199.SH	金种子酒	1.04%	1.02%	0.02%
600305.SH	恒顺醋业	0.42%	0.45%	-0.03%
600197.SH	伊力特	0.23%	0.22%	0.01%
600186.SH	莲花健康	1.11%	0.46%	0.65%
603057.SH	紫燕食品	0.78%	0.29%	0.49%
002946.SZ	新乳业	0.94%	0.97%	-0.03%
002626.SZ	金达威	1.20%	1.07%	0.13%
002726.SZ	龙大美食	0.69%	0.77%	-0.08%
000848.SZ	承德露露	2.29%	2.57%	-0.28%

资料来源: ifind, 申港证券研究所

上表非食品饮料行业全部上市公司, 仅统计市值较高的公司

## 2. 行业动态

### 贵州茅台：龙茅 i 茅台单日申购人次超千万，预计供不应求局面持续至春节后

据第一财经消息，自龙茅 1 月 6 日 19 时在 i 茅台上线以来，500ml 装规格产品日均申购人次均超过 600 万，与 375ml\*2 装规格产品合计日均申购人次超千万。市场人士认为，龙茅产量稀缺，当前只有极少经销商拿到货，i 茅台申购成功的用户也有很多没有提到货。由于节前需求量持续高涨，预计供不应求的局面将持续至春节后。

### 贵州茅台：与瑞幸再度联名，新款巧克力饮品定价或与酱香拿铁相近

据财联社消息，茅台与瑞幸咖啡再度联名，将在 2024 年 1 月 22 日推出龙年酱香巧克力饮品，即含有巧克力预调液和白酒风味厚奶的热巧克力饮品，厚奶内含有茅台酒。有瑞幸咖啡工作人员表示，该产品定价或与酱香拿铁相近。

### 燕京啤酒：预计 2023 年净利润 5.75 亿元-6.85 亿元，同比增长 63.22%-94.44%

据公司投资者关系活动记录表，公司预计 2023 年净利润 5.75 亿元-6.85 亿元，同比增长 63.22%-94.44%。公司不断优化产品结构，持续扩大中高档产品占比，采用多品牌组合，建立针对不同区域的多梯度品牌战略，扩展品牌传播渠道，传递品牌核心价值；公司持续加强精细化运营管理，在提质增效上持续发力，采取多举措实现运营效率提升。

### 古越龙山：预计 2023 年归母净利润 3.92 亿元-4.15 亿元，同比增长 94.27%-105.57%

据公司公告，公司预计 2023 年归母净利润 3.92 亿元-4.15 亿元，同比增长 94.27%-105.57%；扣非归母净利润 1.91 亿元-1.96 亿元，同比增长 5.00%-7.65%。公司业绩预增主要原因是本期收到了沈永和酒厂房屋拆迁的补偿款和持有的浙江古越龙山电子科技发展有限公司 49%股权转让款，初步确认为非经常性损益（收益）2.01 亿元到 2.19 亿元。

### 良品铺子：团购渠道礼盒提前售罄，销售额同比增长 115%

据证券时报，良品铺子最新发布的 2024 年货节战报显示，社交电商、团购渠道增幅最大。其中，良品铺子团购渠道年货标品礼盒于 1 月 15 日全部售罄，比计划提前 15 天，销售额同比增长 115%；抖音超级品牌日活动期间，曾连续三日位居行业品牌榜销售额 TOP1。

### 三只松鼠：预计 2023 年盈利 2 亿元-2.2 亿元，同比增长 54.97%-70.47%

据公司公告，公司 2023 年预盈 2 亿元-2.2 亿元，同比增长 54.97%-70.47%；扣非净利润预计 1 亿元-1.1 亿元，同比增长 146.90%-171.59%。业绩持续向好主要因为公司坚定且彻底地执行“高端性价比”总战略，基本构建“全品类、全渠道”的全新基本盘。主要举措是围绕外部市场环境的变化，积极推进供应链全链路优化，实施品类结构与渠道结构双向调整，自 6 月份起实现营收持续稳定增长。

**佳禾食品：预计 2023 年净利润 2.53 亿元-2.79 亿元，同比增长 118.97%-142.02%**

据公司公告，公司预计 2023 年净利润 2.53 亿元-2.79 亿元，同比增长 118.97%-142.02%；扣非净利润 2.18 亿元-2.45 亿元，同比增长 133.65%-162.12%。公司业绩预增主要原因是营业收入同比大幅增长，主要原材料价格回落利好产品毛利率增长。

**甘源食品：预计 2023 年净利润 2.95 亿元-3.35 亿元，同比增长 86.35%-111.62%**

据公司公告，公司预计 2023 年净利润 2.95 亿元-3.35 亿元，同比增长 86.35%-111.62%；扣非净利润 2.58 亿元-2.98 亿元，同比增长 73.91%-100.90%。公司业绩预增主要原因是坚持全渠道发展战略，持续优化产品结构，加之原材料采购成本有所回落，以及政府补助及闲置资金管理收益同比增加约 2700 万元。

**燕塘乳业：预计 2023 年净利润 1.69 亿元-1.99 亿元，同比增长 70%-100%**

据公司公告，公司预计 2023 年净利润 1.69 亿元-1.99 亿元，同比增长 70%-100%；扣非净利润 1.42 亿元-1.67 亿元，同比增长 70%-100%。公司业绩预增主要是因为公司立足自身优势，一方面深耕传统渠道并加大力度开拓新渠道、新市场，促进销售增长；另一方面持续推动精细化管理，降本增效、优化产品结构，进一步增强公司综合盈利能力。

**黑芝麻：预计 2023 年净利润 0.41 亿元-0.55 亿元**

据公司公告，公司 2023 年净利润 4100 万元-5500 万元，扣非净利润预计 2900 万元-4300 万元。公司经营业绩稳步增长实现扭亏为盈主要因为公司采取有效措施深化经营管理，聚焦和专注于核心业务发展，持续强化成本与费用管控。

**海天味业：成立工程技术子公司，含多项 AI 业务**

据同花顺引述的企查查消息，近日天致(广东)工程技术有限公司成立，经营范围包含：人工智能基础软件开发；人工智能应用软件开发；人工智能理论与算法软件开发；人工智能行业应用系统集成服务等。企查查股权穿透显示，该公司由海天味业 100%控股。

**好想你：2024 年使新产品创新+新渠道开发形成共振**

据公司投资者关系管理信息，公司 2024 年会着重提升专卖和传统电商渠道运营质量，推进各渠道业务发展，取得规模效应；继续深挖送礼场景和文化价值属性，丰富产品矩阵，以新产品创新+新渠道开发形成共振，提高渠道盈利能力。

**香飘飘：增加冰冻化即饮产品投入，拓展冰冻化销售新渠道**

据公司投资者关系活动记录表，公司 2024 年会在即饮产品的销售旺季持续增加冰冻化方面的投入。目前主要通过购买冰冻化资源，来实现即饮产品的冰冻化陈列。未来计划开发新的场景，将尝试线下的自动贩卖机等方式，拓展冰冻化销售的渠道。



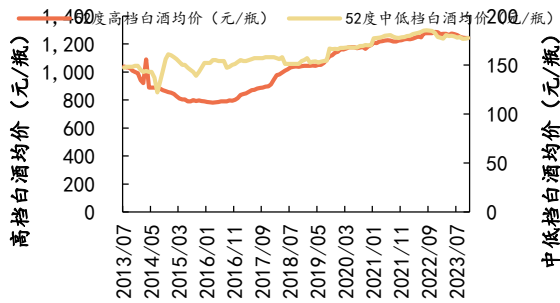
### 汤臣倍健：品类布局两手抓，品牌矩阵高互补

据公司投资者关系活动记录表，公司近年在品类布局上两条腿走路，一是持续投入基础营养品类，如维生素、钙、蛋白粉等，二是通过大单品模式布局未来增长潜力较大的细分赛道，在细分赛道上不断破局；在品牌布局上，不断拓展细分专业品牌形成丰富的品牌矩阵，各品牌在品牌定位、面向的消费人群及其需求上形成良好的互补性，高效提升品牌价值。

### 3. 重点指标跟踪

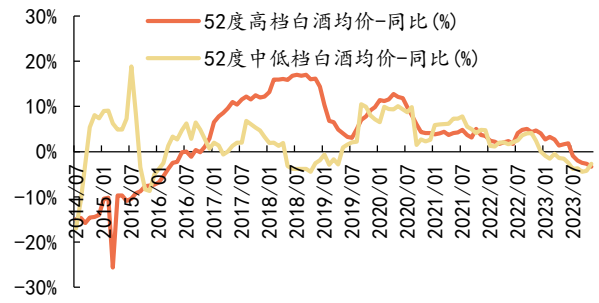
23年11月高低档白酒走势趋于收敛。36城高档白酒均价同比-3.3%至1242.09元，环比较10月（均价1243.31元）-0.1%，维持同环比双降低。中低档白酒价格同比-2.7%至177.65元，环比较10月提高0.5%。自2017年以来，中低档白酒价格同比增速多数时候无法跑赢高档白酒。（截至报告日，披露数据较上周末更新）

图5：11月白酒价格基本稳定



资料来源：Iifind，申港证券研究所

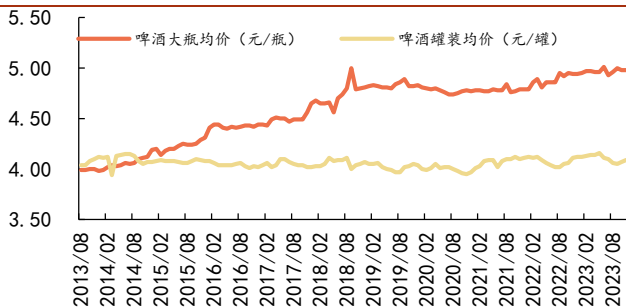
图6：高低档白酒价格趋势逐渐收敛



资料来源：Iifind，申港证券研究所

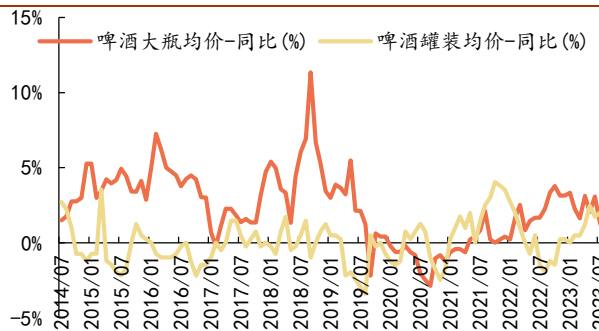
23年11月啤酒价格略有增长，行业利润率有望维持。11月份36城瓶装啤酒均价同比增0.8%至4.98元，罐装啤酒均价同比减0.5%至4.09元，瓶装啤酒均价均略高于22年冬季淡季时的价格，11月属于啤酒销售淡季，瓶装啤酒延续的价格同比增长有利于维持全行业利润率。（截至报告日，披露数据较上周末更新）

图7：11月啤酒价格略有增长



资料来源：Iifind，申港证券研究所

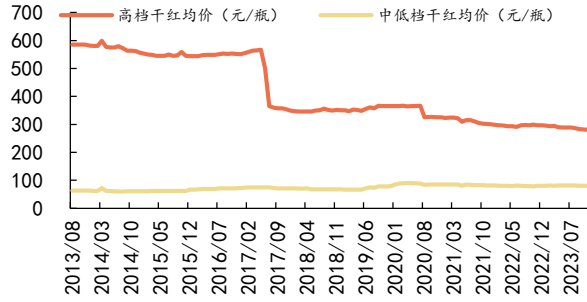
图8：淡季挺价策略延续



资料来源：Iifind，申港证券研究所

高档红酒维持跌价，中低档红酒价格微增。23年11月份36城高档红酒均价下滑5.3%至280.97元，延续了20年8月以来的跌幅；中低档红酒均价同比+0.6%至80.73元，价格增速维持23年2月以来的正增长。（截至报告日，披露数据较上周末更新）

图9：红酒均价情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

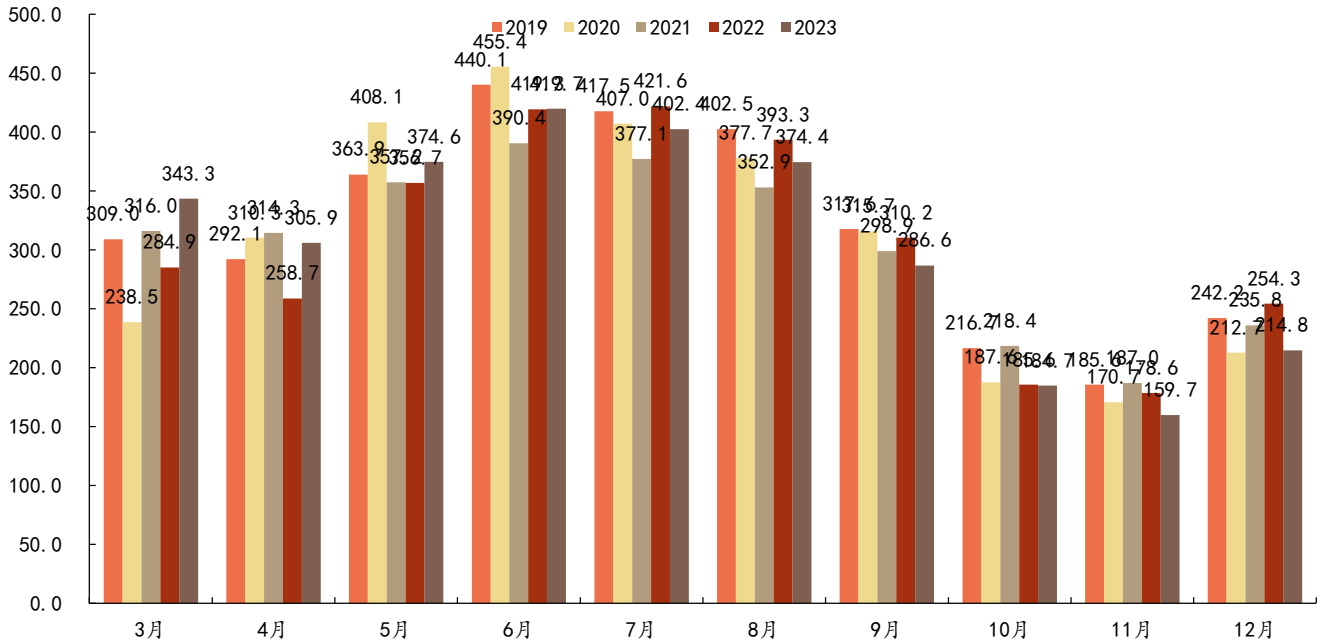
图10：红酒均价同比增速情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

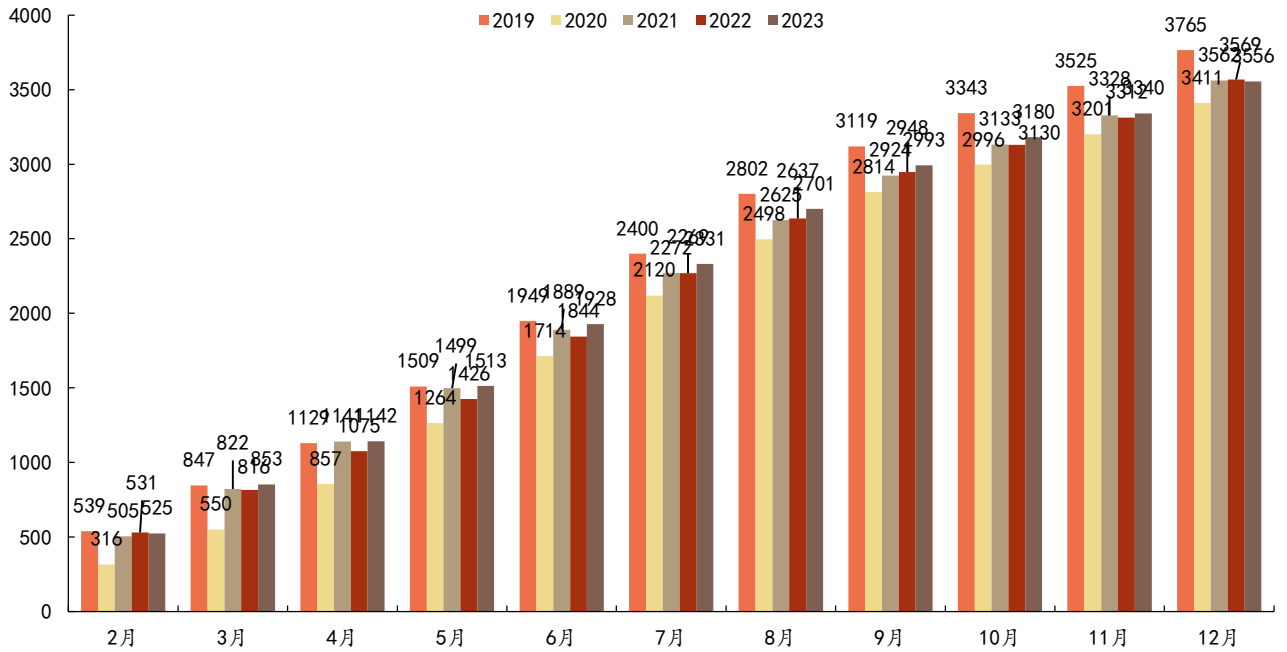
**啤酒产量逐月同比增速和累计同比增速背离。**23年12月我国规上企业啤酒单月产量214.8万千升，同比-15.3%，延续7月以来的同比负增长趋势。1-12月我国啤酒企业累计产量3555.5万千升，同比+0.3%，自10月份以来持续增长。

图11：啤酒产量逐月对比



资料来源：iFind，国家统计局，申港证券研究所

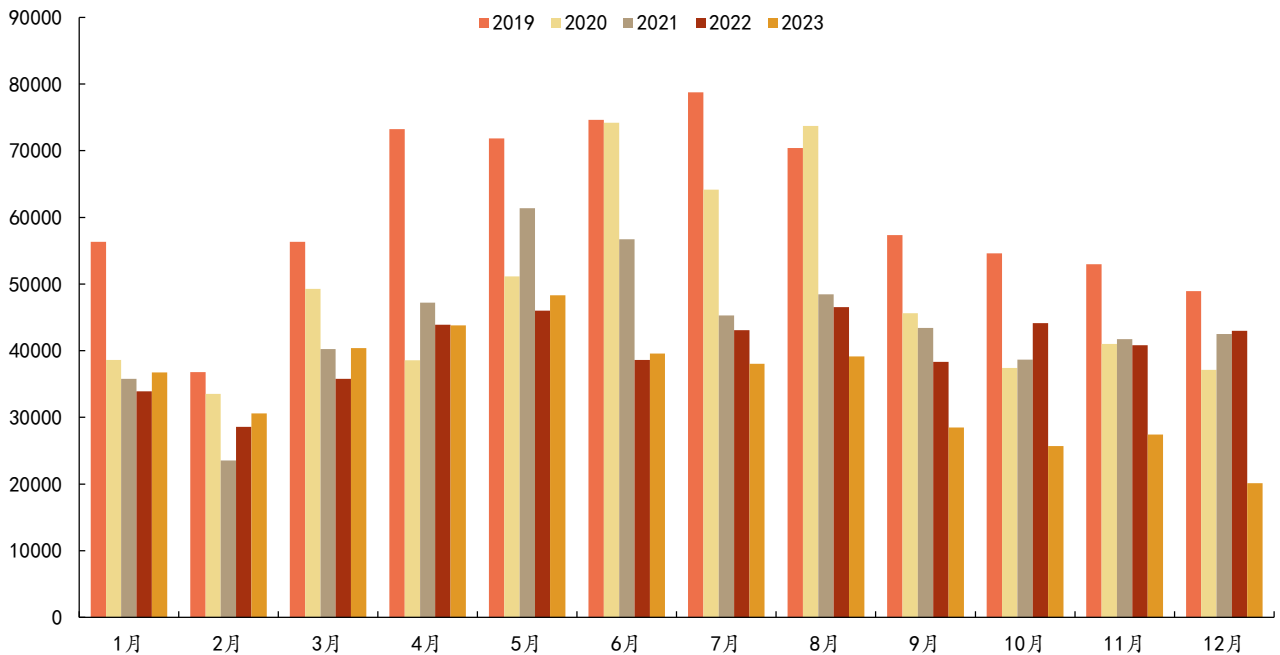
图12：啤酒产量累计值逐月对比



资料来源：iFind，国家统计局，申港证券研究所

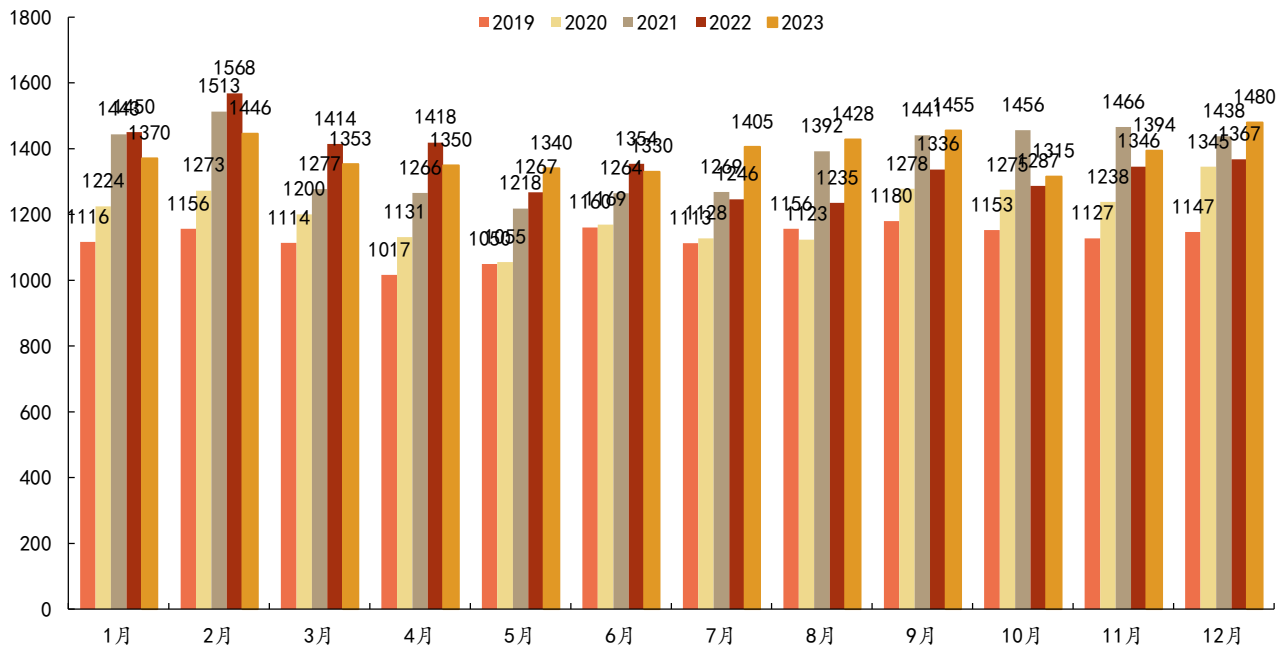
2023 年啤酒进口量低于去年。1-12 月进口量分别同比+8.9%/+7.1%/+13.1%/-0.1%/+5%/+2.6%/-11.7%/-15.9%/-25.7%/-41.5%/-32.7%/-53.2%；进口价格呈现先降后升趋势，1-12 月进口价格分别-5.5%/-7.8%/-4.27%/-4.85%/+5.73%/-1.7%/+12.8%/+15.6%/+8.9%/2.2%/3.6%/8.2%。

图13：啤酒进口量逐月对比（千升）



资料来源：iFind，申港证券研究所

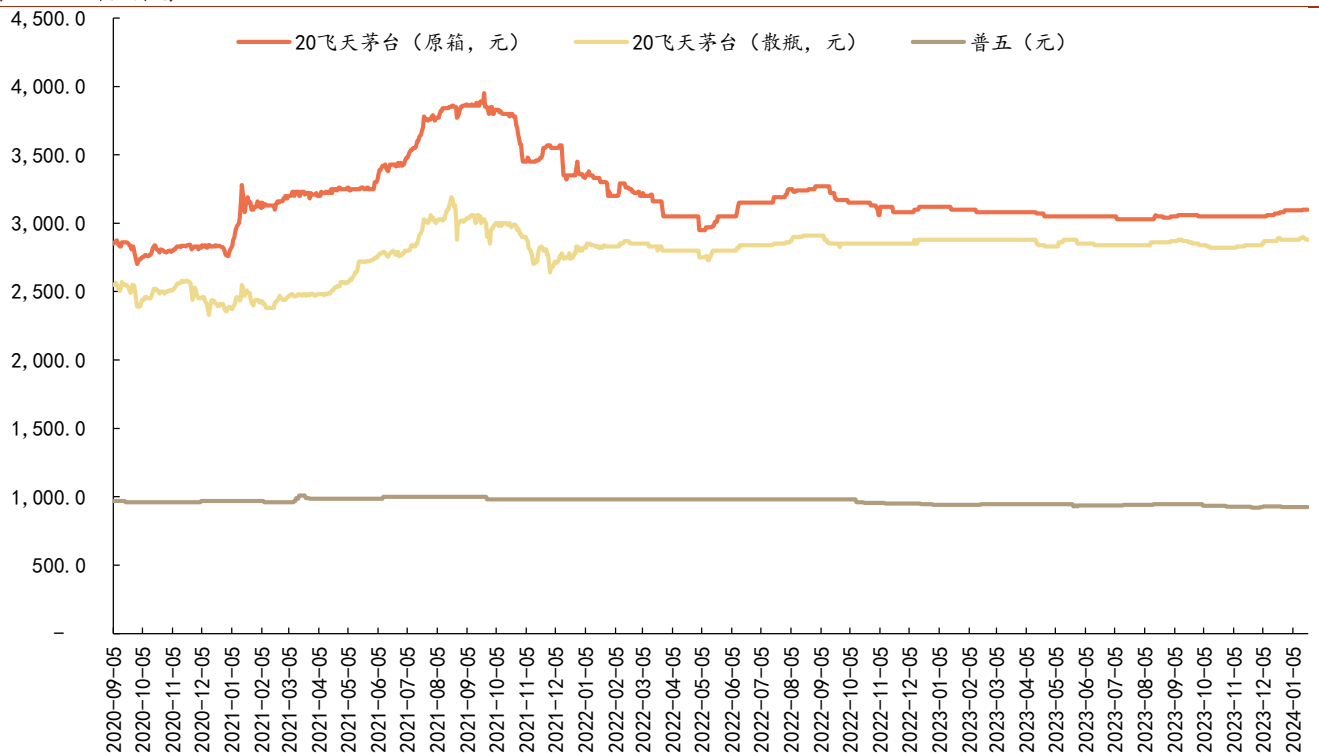
图14：啤酒进口价格逐月对比（千升）



资料来源：iFind，申港证券研究所

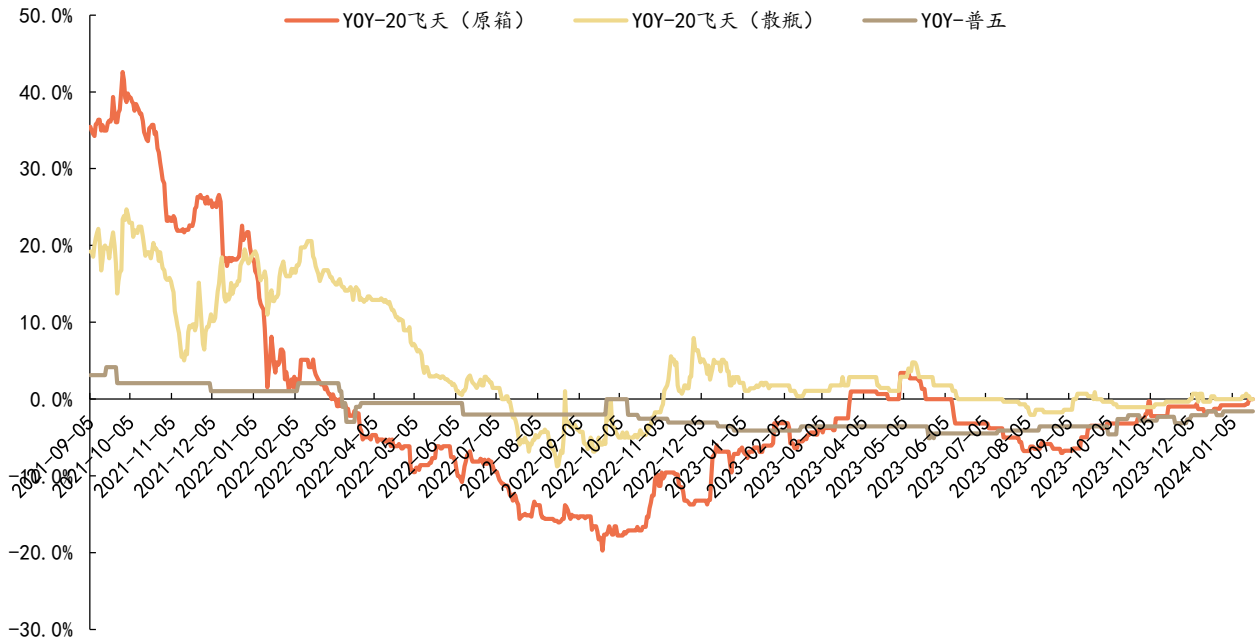
原箱茅台价格稳定，高端酒整体价格同比微降。截至1月20日，20飞天原箱价3100元，同比去年无变化，较上周涨5元；散瓶飞天价2880元，同比去年无变化，较上周跌10元。普五批价925元，同比去年-1.6%，较上周无变化。

图15：白酒批价情况



资料来源：iFind，申港证券研究所

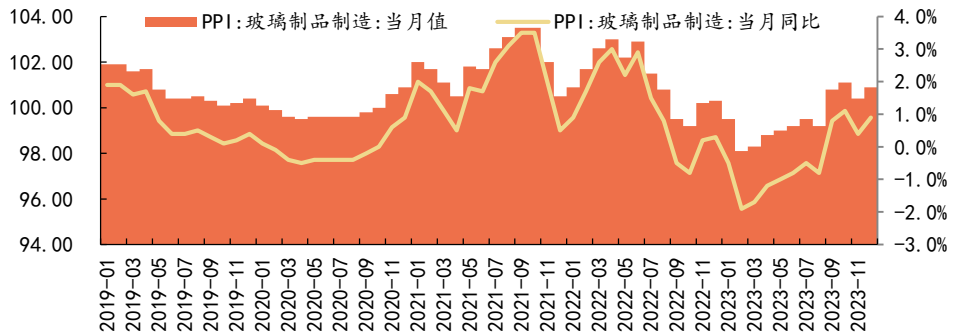
图16: 白酒批价同比增速



资料来源: iFind, 申港证券研究所

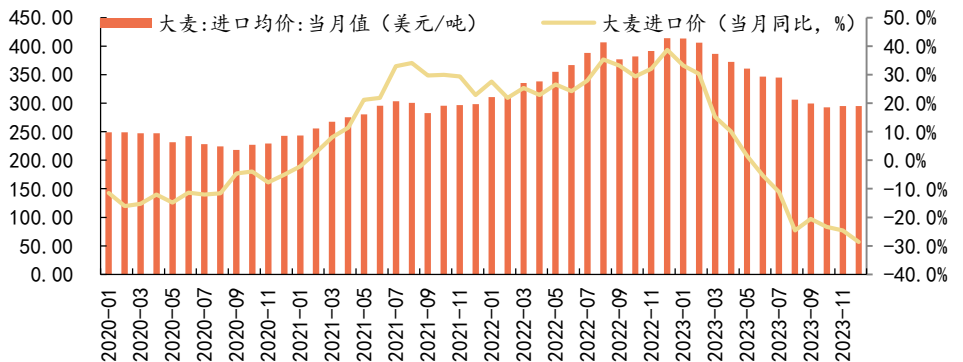
2023年12月, PPI 玻璃制造指数同比增加0.9%。2023年12月, 大麦进口均价为295.03美元/吨, 同比下降28.7%, 延续了22年12月以来的下降趋势。(截至报告日, 披露数据较上周末更新)

图17: 玻璃价格情况



资料来源: iFind, 申港证券研究所

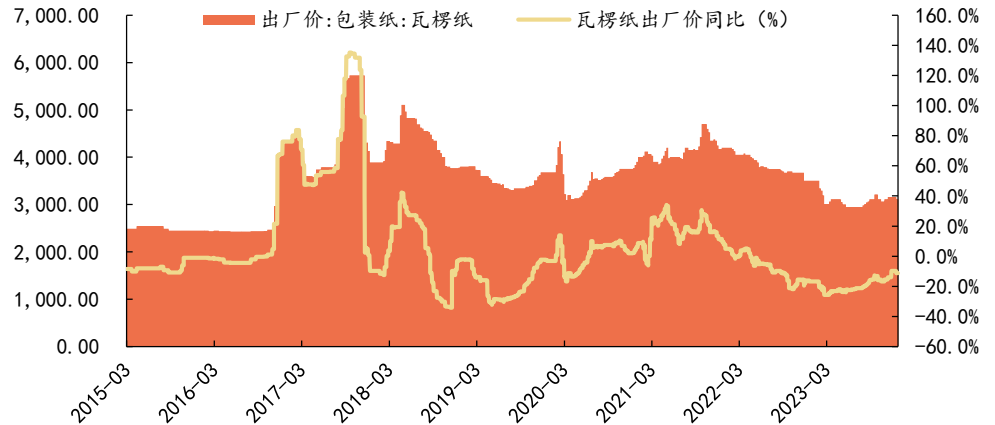
图18: 大麦进口价格情况



资料来源: iFind, 申港证券研究所

截至1月19日，瓦楞纸出厂价为3110元/吨，同比降低11.1%，较上周无变化。

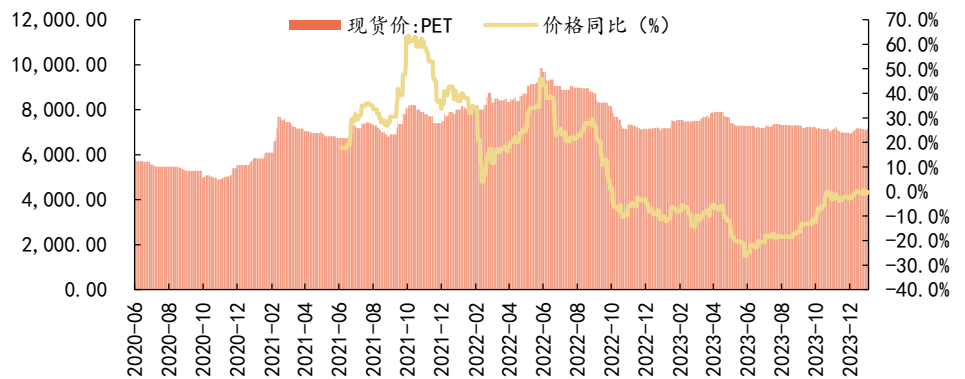
图19：瓦楞纸价格情况（元/吨）



资料来源：iFind，申港证券研究所

截至24年1月19日，PET（水瓶级）：仪征石化国内市场价为7160元/吨，同比下降0.3%。PET价格降幅较23年10月份有所收窄。

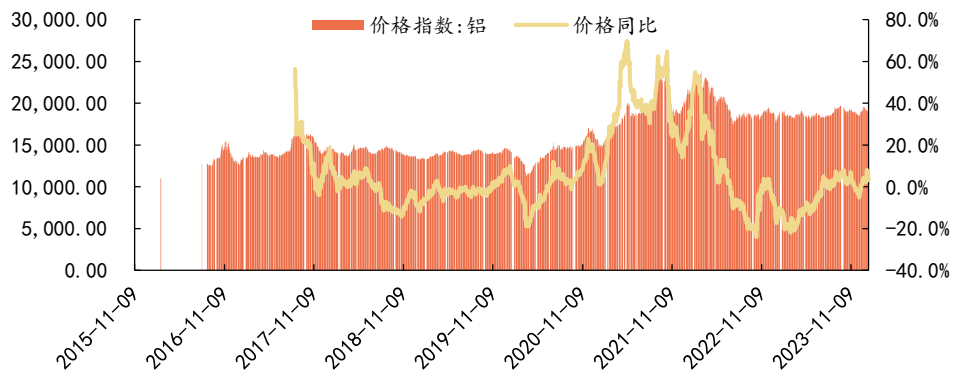
图20：国内市场价：PET(现货价格)



资料来源：iFind，申港证券研究所

截至24年1月19日，铝价格指数18868.50，同比+3.3%，持续逆转23年11月下旬以来的铝价同比增速下滑趋势。

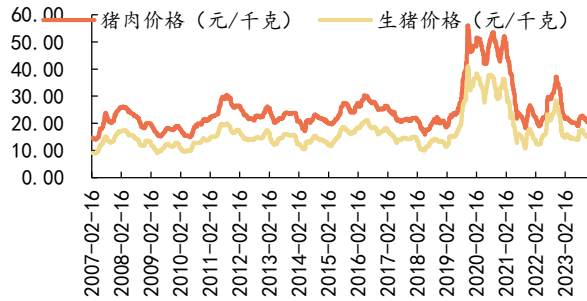
图21：国内铝价格变化情况（元/吨）



资料来源：iFind，申港证券研究所

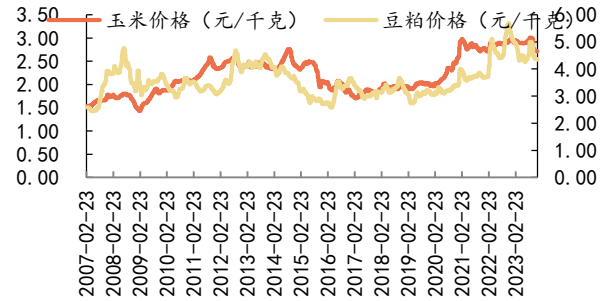
**猪肉价格维持低位。**截至12月15日，猪肉价格为19.85元/千克，同比-39.5%；生猪价格14.51元/千克，同比-35.9%；玉米价格为2.71元/千克，同比-8.8%；豆粕价格为4.34元/千克，同比-19.2%。（截至报告日，披露数据较上周末更新）

图22：生猪及猪肉价格



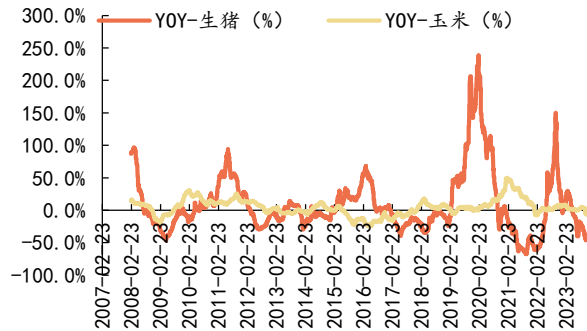
资料来源：Iifind，申港证券研究所

图23：玉米及豆粕价格



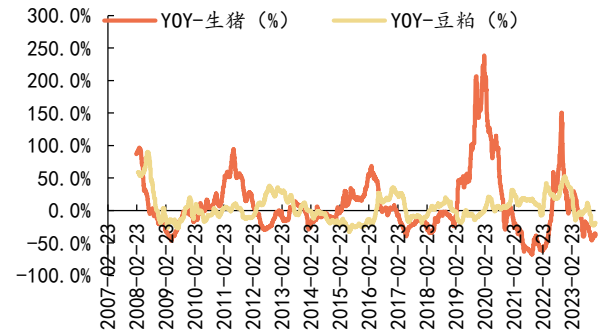
资料来源：Iifind，申港证券研究所

图24：生猪与玉米价格增长率对比



资料来源：Iifind，申港证券研究所

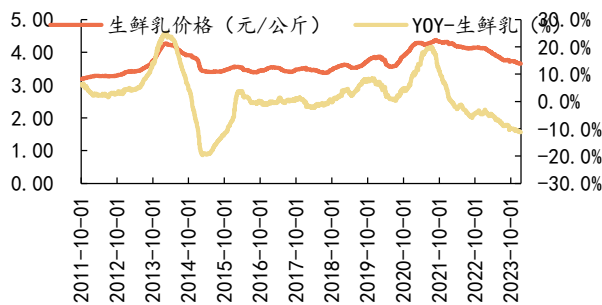
图25：生猪与豆粕价格增长率对比



资料来源：Iifind，申港证券研究所

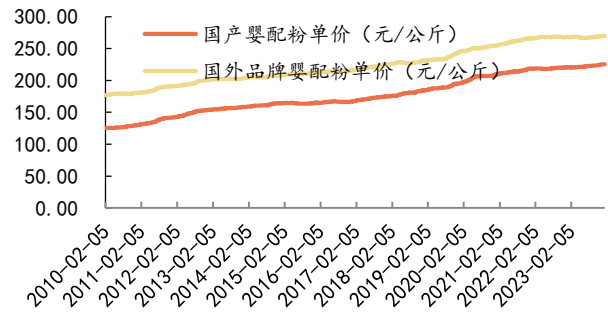
**生鲜乳价格持续走低。**生鲜乳价格持续走低。截至2024年1月12日，生鲜乳价格为3.66元/公斤，同比下降11.2%；国产婴配粉单价为225.24元/公斤，国外品牌婴配粉单价为269.81元/公斤。

图26：生鲜乳价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

图27：婴配粉价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所



## 4. 板块估值

截至上周最近 1 个交易日，食品饮料行业 PE-TTM 约 23.61 倍，以近 5 年为统计区间，估值处 1.07% 分位数。当前行业内软饮料、零食、肉制品等子行业估值的分位数较高，保健品、预加工食品、烘焙食品的分位数较低。

表2：食品饮料各版块估值情况

代码	行业名称	PE-TTM	PE 分位数 (%近 5 年期间)
851271.SL	软饮料(申万)	25.49	49.84
851281.SL	零食(申万)	27.95	16.53
851241.SL	肉制品(申万)	17.07	15.46
851251.SL	白酒III(申万)	23.61	1.89
851243.SL	乳品(申万)	18.70	1.48
<b>801120.SL</b>	<b>食品饮料(申万)</b>	<b>23.61</b>	<b>1.07</b>
851232.SL	啤酒(申万)	23.91	0.58
851242.SL	调味发酵品III(申万)	30.91	0.49
851233.SL	其他酒类(申万)	33.44	0.41
851282.SL	烘焙食品(申万)	25.03	0.25
851246.SL	预加工食品(申万)	21.37	0.25
851247.SL	保健品(申万)	18.94	0.08

资料来源：ifind，申港证券研究所

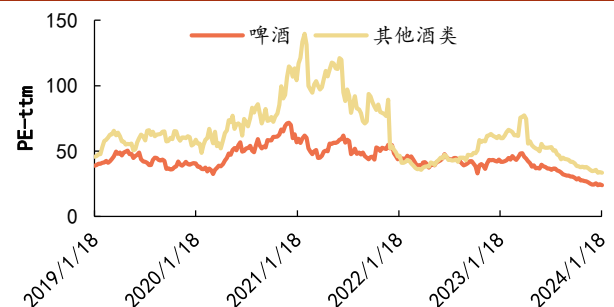
注：统计 PE-TTM 时已剔除利润为负的成分股。“其他食品”板块暂无成分股。

图28：白酒估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

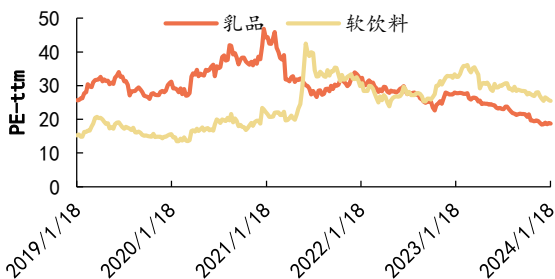
图29：非白酒估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：其他酒类在 21 年 12 月-22 年 1 月 PE 大幅下滑，主要因为成分股百润股份的权重由 67% 下调至 45%。

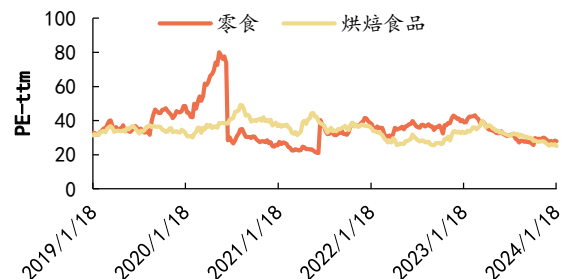
图30：饮料乳品估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：21 年 5-6 月软饮料 PE 大幅增长，主要因为成分股东鹏饮料 21Q1 归母净利润大增 123%，同时，东鹏在该指数权重由 6 月 4 日的 10% 提高至 6 月 18 日的 20%。

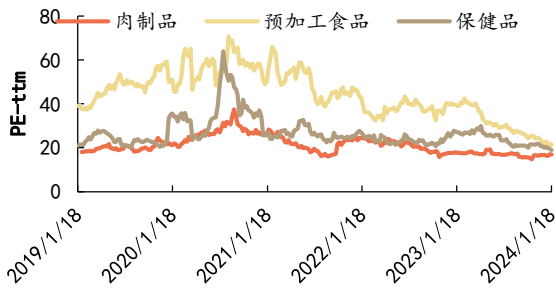
图31：休闲食品估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：零食 PE 在 20 年 6-7 月大幅下滑，主要因为成分股洽洽食品权重由 44.6% 下调至 39.4%；零食 PE 在 21 年 6-7 月大幅提升，主要因为成分股盐津铺子权重由 21.56% 下调至 15.26%

图32：食品加工工业估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

注：保健品PE在20年7月-8月大幅提升，主要因为成分股汤臣倍健权重由61.51%下调至47.80%；盐津铺子权重由22.71%上调至37.89%

图33：调味发酵品估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

## 5. 每周一谈：关注分红能力及意愿对估值的影响

市场博弈下，或可采用“底线思维”模式估值。本周市场整体偏弱，多数行业未能跑赢沪深 300 指数，而周四的板块行情尤其值得关注。本周四在上午行情大跌后，午后“深V”反转，这反映出多空双方观点的激烈碰撞，我们认为多方的重要力量来自“有形之手”的救市。在“有形的手”和“无形的手”博弈过程中，不宜轻易言空，但也不宜盲目乐观。不妨采用一种“底线思维”的模式重新思考估值体系，即：收益若不再来自市场的交易，而是凭借企业自身创造的现金流及其分红，折现后的企业合理价值几何？在过往估值较高时，该种模式很难寻到合意标的，但当前市场信心很弱，大量公司估值都处于底部区间时，该方式既能帮我们冷静思考，不被市场短期波动冲昏头脑；又有利于在剧烈变动的行情下做好估值锚定，选出具有潜在价值的标的。

### 底线思维下，应采用什么样的估值方法？

我们认为股票预期收益主要来自 4 个部分：（1）企业自身的增长，即成长性；（2）公司的股息分红；（3）公司股本的回购注销；（4）公司估值的变化（如 PE）。用公式表示为：预期收益率=（1）业绩增速+（2）股息率+（3）股本变化+（4）估值变化。

当中国经济处于中高速增长时期，我们习惯于采用 PE、PEG、DCF 等对消费品行业的公司估值，其中，公司估值（主要是 PE）的变化一度成为股价涨跌的主要影响因素。鉴于当前悲观的市场预期，我们不妨假设上述 4 部分中，（1）、（4）为 0 或接近 0，即：企业几乎不增长，公司估值跌至谷底，没有估值增加的预期。如此，底线思维下，公司的预期收益决定因素为：公司的分红，及对股本的回购注销。因此，不妨尝试采用 DDM 模型（股利 DCF 模型）思考公司估值。

**采用股利 DCF 模型，什么样的公司值得关注？**公司的分红应兼具分红能力和分红意愿两大特征。

分红能力方面：首先，企业应当赚得到足够分红的现金，如：企业自由现金流较好，公司净现比不应低于 1，公司可以成长能力弱，但中长期看不应下滑等。其次，公司不能是高度依赖资本开支的商业模式。否则，公司创造的现金流必须频繁投入设备升级、资产购置、技术研发等，将吞噬创造的现金流，削弱分红能力。再次，公司应当具有良好的资本结构，如：资产负债率合理甚至偏低（有资本结构优化空间，可以提高债权性资本以降低 WACC），债务性开支小（有息债务占比低，债务利率低）。若公司账面现金及现金等价物较多，且货币资金的真实性可以通过财务、商业模式、调研等方面的验证，加之有息债务占比低，也同样可以视为分红能力加分项。

分红意愿方面，公司应具备较高的分红比率（Payout Ratio），或有明确的进一步提高分红比率的意向及计划。

采用上述模式思考，我们认为食品饮料行业作为典型的现金奶牛行业，整体仍然值得期待。细分来看：乳品（伊利、蒙牛、飞鹤）、饮料（养元饮品、承德露露）、肉制品（双汇）的分红能力及意愿较强，调味品、速冻食品、休闲食品的

资产负债率长期较低。上述行业及公司值得我们的关注。

## 6. 风险提示

宏观经济形式变化，食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

## 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独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。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，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。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

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数）

### 申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数）