

# 食品饮料行业投资策略专题报告

## 中低增速时代资产定价范式转变，重视高股息资产投资价值

行业研究 · 行业专题

食品饮料

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

- **中低增速时代资产定价范式转变，高股息策略或相对占优。**当前我国经济发展处于产业结构调整期，“去地产化”背景下，GDP中长期增长中枢放缓、市场预期收益率下滑，权益资产的定价范式或发生转变，定价权重从增长因子转向质量因子。从DDM模型来看，分红率提升、ROE稳定性和经营久期长是提升估值的三大因素。参考日本市场经验，在“低增长、低利率”的双低时代，高股息资产具有相对明显超额收益。
- **食品饮料板块具备提升分红的基础。** 1) 竞争格局比较稳固，经营具有较强的持续性；2) 高现金流行业，不需要太多的资本开支；3) ROE具有较强的稳定性，可以通过提高分红的方式维持ROE的稳定性；4) 内部治理改善，食品饮料板块的企业治理从2017年国企改革开始，进行了大规模内部挖潜等，资产运营效率出现明显提升。
- **重视三类食品饮料板块中的潜在高股息资产。**我们基于对商业模式、静态分红率、预期资本开支、现金流稳健程度等基本面因子的判断，将食品饮料板块中潜在高股息资产总结为三类：1) 白酒-成长能力较高，商业模式和股权性质较优，分红能力强；2) 历经激烈竞争后格局逐渐稳定的赛道龙头-资本开支逐步降低，对现金流诉求较高，分红意愿提升；3) 成熟赛道龙头-分红率已提升至较高水平。
- **投资建议：重视高股息资产的投资价值，关注潜在高股息个股。**中低速增长时代资产定价范式逐步转变，高股息资产提供确定性收益，依然是具备相对优势的选股策略。目前食品饮料板块估值整体处于历史较低分位数水平，在政策鼓励提升股东回报背景下，较多食品饮料企业有提升分红率动作或有提升分红率的意愿，建议重视食品饮料板块高股息个股的投资价值，并重点关注企业分红率边际变化带来的估值提升机会。高股息策略下推荐优质白酒龙头贵州茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等，推荐啤酒龙头重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒，大众品关注乳制品、调味品、休闲食品等赛道龙头。
- **风险提示：**宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；市场系统性风险拖累企业估值。

01

中低增速时代资产定价范式转变，高股息策略或相对占优

02

食品饮料板块中的潜在高股息资产梳理

03

投资建议：重视高股息资产的投资价值

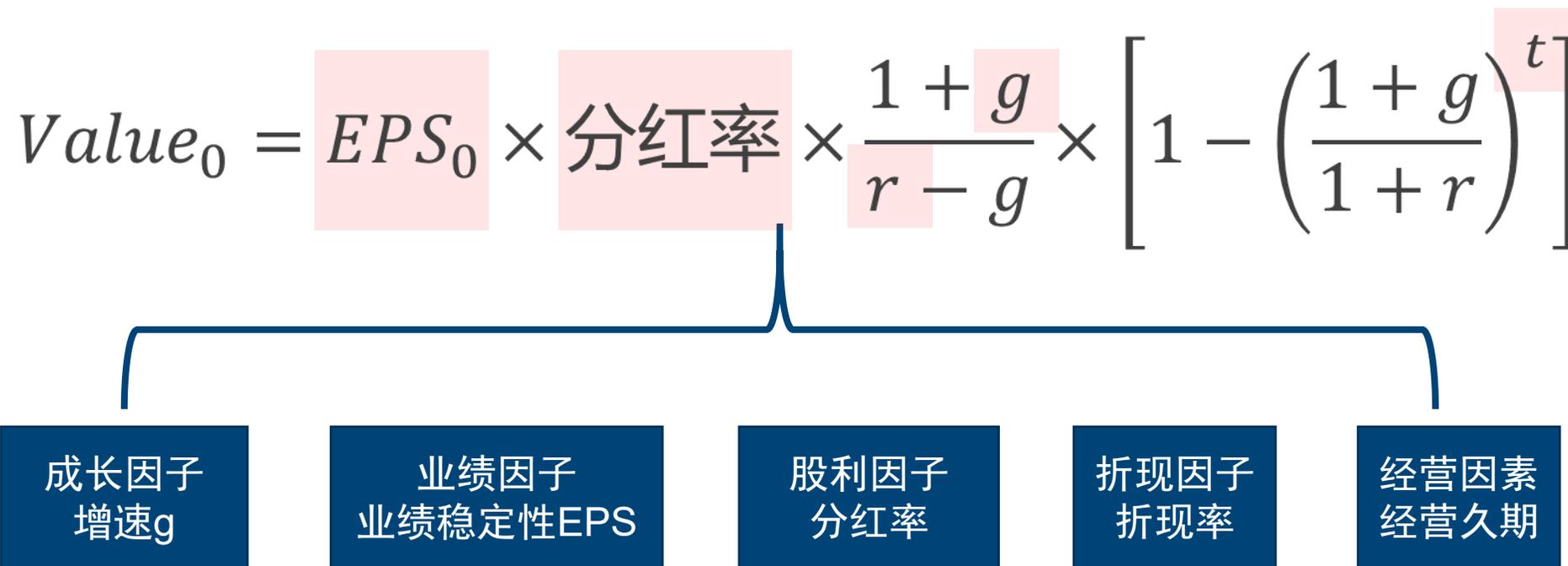
04

风险提示

# 1.1 基于DDM模型，中低增速时代资产定价范式或转向质量因子

- 在DDM模型下，分红率提升、ROE稳定性和经营久期长是提升估值的三大因素。基于简化版的DDM模型，我们将估值定价因素分为5个因子：1) 成长因子g；2) 业绩因子EPS，更加重视经营持续性（ROE稳定性）；3) 股利因子，分红率；4) 折现因子，折现率；5) 经营久期。从逻辑推演上，此前在业绩高速增长阶段，市场定价更加侧重成长因子g，并将模型体现为PEG。在中低速增长阶段，在分红逻辑下，公司可以通过提高分红率、降低折现率（经营稳定+无风险利率降低）、拉长经营久期等多维度提升估值水平。

图：DDM资产定价模型图示



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 1.2 食品饮料板块分红率提升有望推动估值中枢上移

- 食品饮料板块资产定价范式或发生转变，分红率提升有望推动估值中枢上移。2022年至今，受地产板块持续调整、城镇化率边际放缓、品牌下沉充分等因素影响，食品饮料板块进入到中低速增长区间。在存量竞争背景下，此前基于景气度框架的PEG定价范式或重新转向更加重视经营质量的DDM模型。食品饮料作为需求端长期稳定、供给端强约束的行业，在行业格局稳定的前提下，或从缩减资本开始，进而提升分红率及股息率，从而推动估值中枢上移。
- 食品饮料行业具备提升分红的基础。1) 竞争格局比较稳固，经营具有较强的持续性；2) 高现金流行业，不需要太多的资本开支；3) ROE具有较强的稳定性，可以通过提高分红的方式维持ROE的稳定性；4) 内部治理改善，食饮板块的企业治理从2017年国企改革开始，进行了大规模内部挖潜等，资产运营效率出现明显提升。

图：食品饮料板块营收进入到中低速增长区间



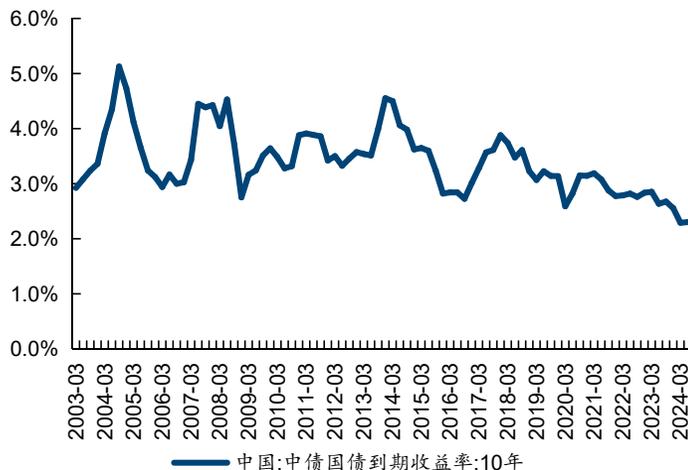
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：中国GDP增速同比 (%)



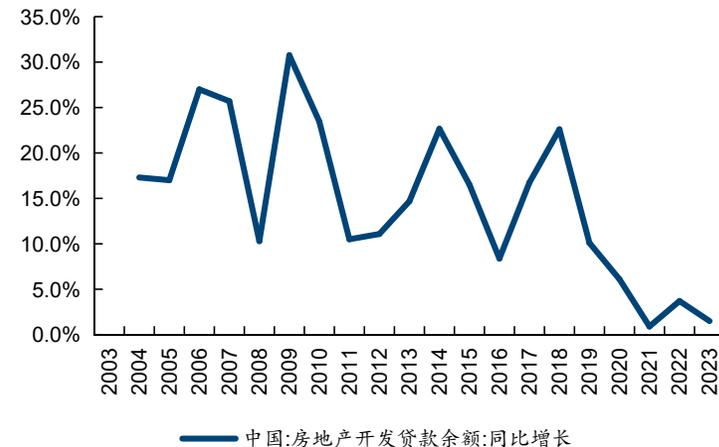
资料来源：Wind，国信证券经济研究所；2024-2029年采取IMF预测值

图：中国十年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：2023年，中国房地产贷款余额同比增长1.5%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 1.3 日本经验：增速与无风险利率中枢下移，高股息策略占优

■ 对标日本，我们复盘1990年以来日本所处的宏观环境和产业背景，进而推演高股息策略的有效性。

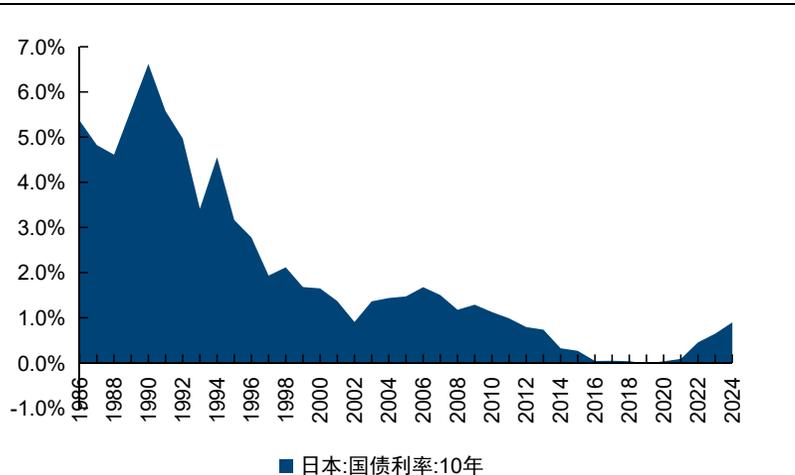
- **宏观环境：**在地产泡沫破裂后，企业部门和居民部门处于去杠杆阶段，带动M2长期处于低位状态。从GDP增速看，1990年后，日本实际GDP增速开始进入到低个位数区间。从股息率角度看，高股息资产具有相对明显超额收益。
- **利率环境：**从1990年以来，日本无风险利率持续下行，预期收益率下台阶。同期看，高股息资产超额收益（股息率-无风险利率）仍具有明显性价比。
- **收益视角：**我们使用MSCI日本高股息ERP来衡量高股息策略的性价比，计算方法：MSCI日本高股息的静态市盈率的倒数减去10年期日本国债收益率计算，该数值越高代表日本高股息的性价比越高，反之亦然。从实证检验结果看，MSCI日本高股息具有相对明显的性价比。

■ **结论：**在实际增速放缓、无风险利率持续下行期，市场定价或对股息率的要求提升，对于增速的权重降低。

图：日本MSCI高股息具有超额收益

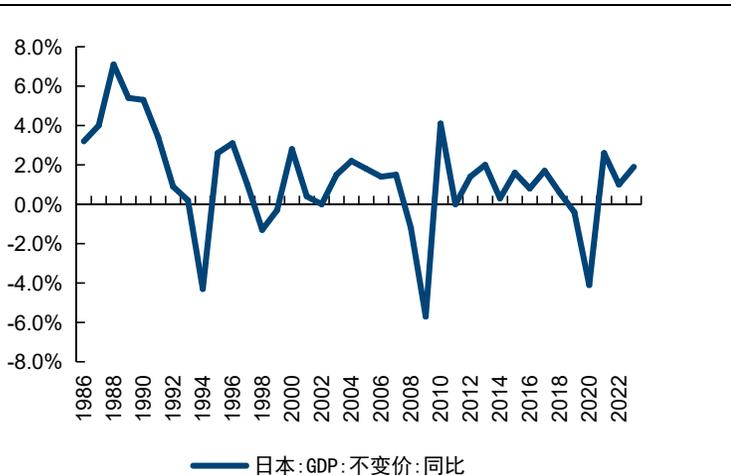


图：日本十年期国债利率（%）



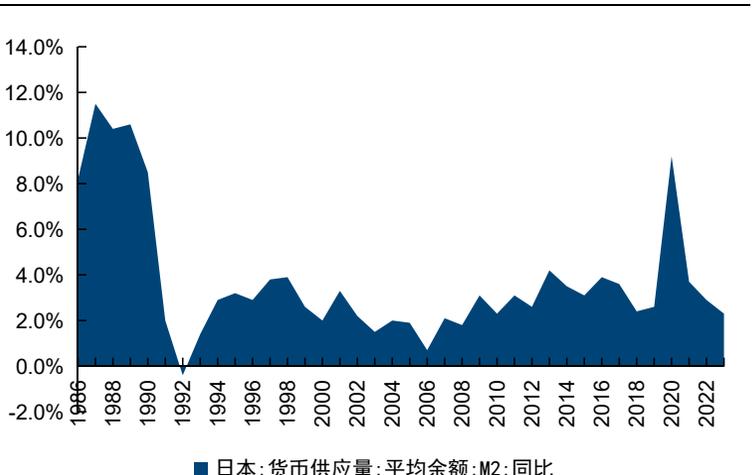
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：日本GDP增速（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：日本在地产泡沫后，M2增速长期处于低位

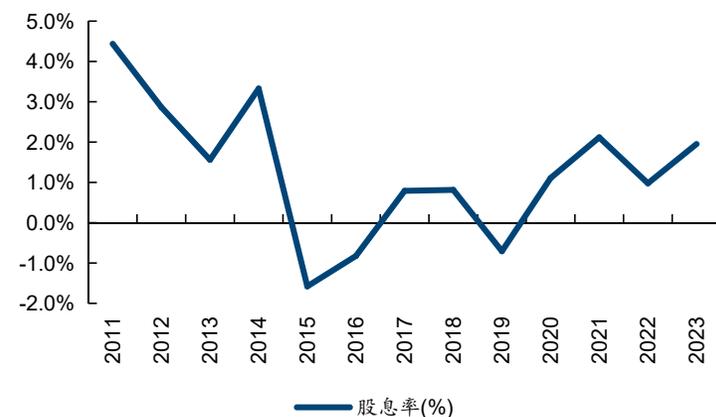


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

# 1.4 日本消费品龙头麒麟：竞争格局稳定后，分红率中枢抬升，ROE中枢随净利率中枢上移

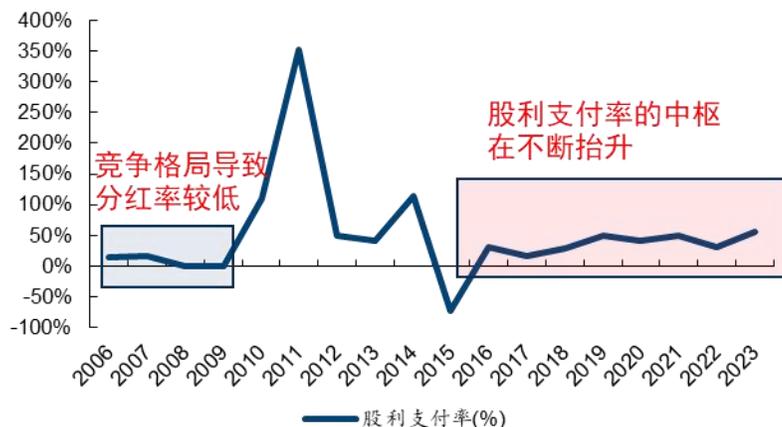
- 日本消费品龙头麒麟(2503.T)历史股利支付率均值为38%左右，2015年至今处于提升趋势。在行业格局稳定和进入到净利率提升区间后，公司具备提升分红率的能力和空间。从分红率看，麒麟分红率由2016年的30%提升至2023年的56%，后续仍处于提升区间。从股息率看，麒麟的股息率提升至2023年2.0%左右。
- 复盘麒麟的ROE变化，ROE与净利率周期波动较为一致，易受到需求周期和格局演变的冲击。从收入端看，2010年至2023年，麒麟的收入增速年均复合增速约-4.0%，处于存量竞争状态，利润年均复合增速约13.2%，净利率由1.03%提升至7.05%。因此，竞争格局稳定性是我们筛选具备高分红能力企业的重要标准。
- 结论：消费品企业ROE触底或进入回升通道，提高分红率或能提升估值的稳定性。从ROE稳定性拆解看，净利率的稳定性是经营持续性的重要前提。因此，我们在从高股息角度挖掘板块机会中，更加需要关注下游需求的稳定性周期性及竞争格局因素。

图：麒麟(2503.T)近年来股息率呈现上升趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图：麒麟的股利支付率变化(%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：麒麟的ROE变化



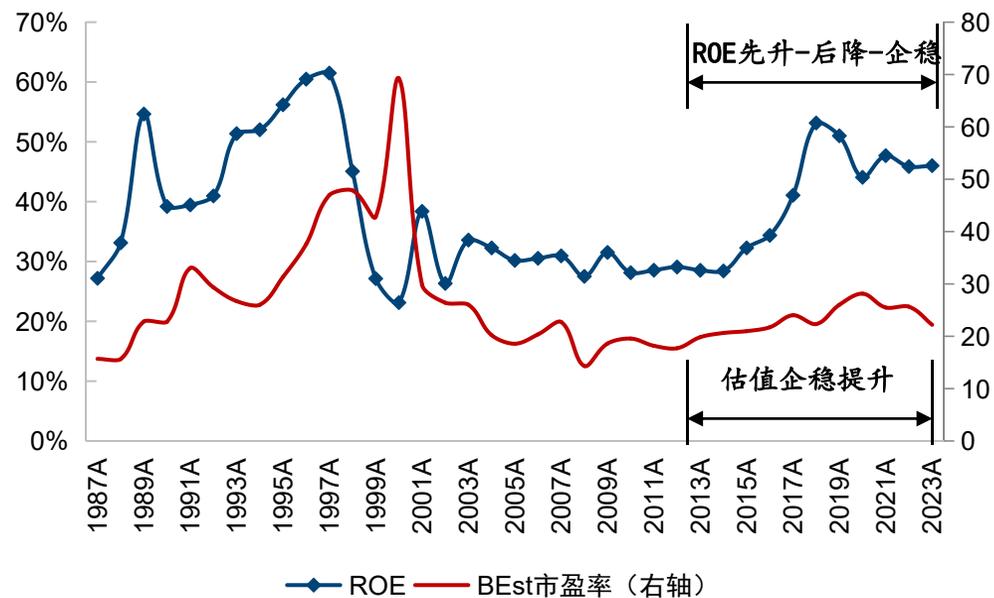
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

日本消费品企业的ROE波动率和净利率强挂钩，容易受到外生需求和格局变化的影响

# 1.5 美国消费品龙头可口可乐：收入步入中低增速区间后，分红率稳步提升，ROE与估值中枢稳步提升

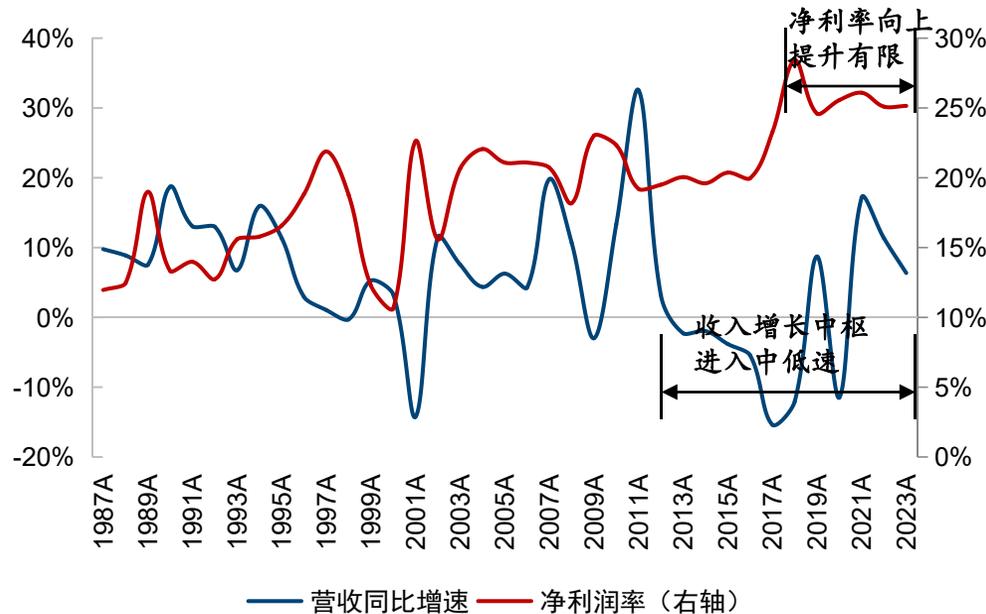
- 可口可乐估值变化趋势与ROE走势基本保持一致，经历了1980-1990s的快速上涨、2000-2010年的回落企稳和2010年以来的稳步提升。
  - 1980-1990s：快速成长期，盈利能力提升。前期公司ROE的迅速提升主要来源于盈利能力的驱动，10年间公司净利润率从5%的中枢水平增加至25%左右。
  - 2000-2010年：盈利能力提升受限。该阶段收入仍维持在较高增速，但盈利能力提升趋缓，ROE和估值增长进入瓶颈期。

图：可口可乐2010年后估值仍缓慢抬升，ROE先升→后降→企稳



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图：可口可乐2010年来收入增速放缓，2018年后净利率趋于稳定

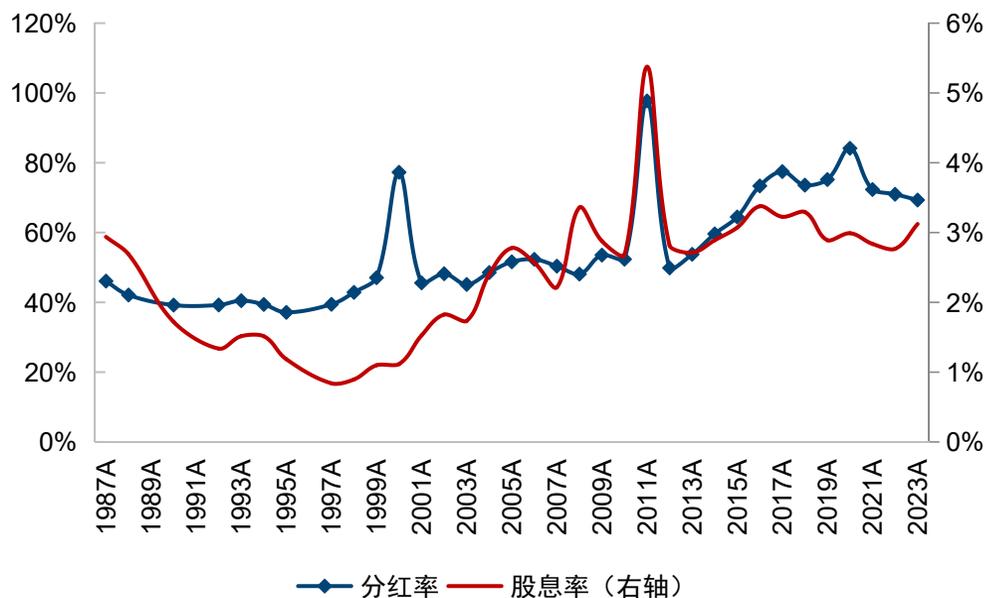


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

# 1.5 美国消费品龙头可口可乐：收入步入中低增速区间后，分红率稳步提升，ROE与估值中枢稳步提升

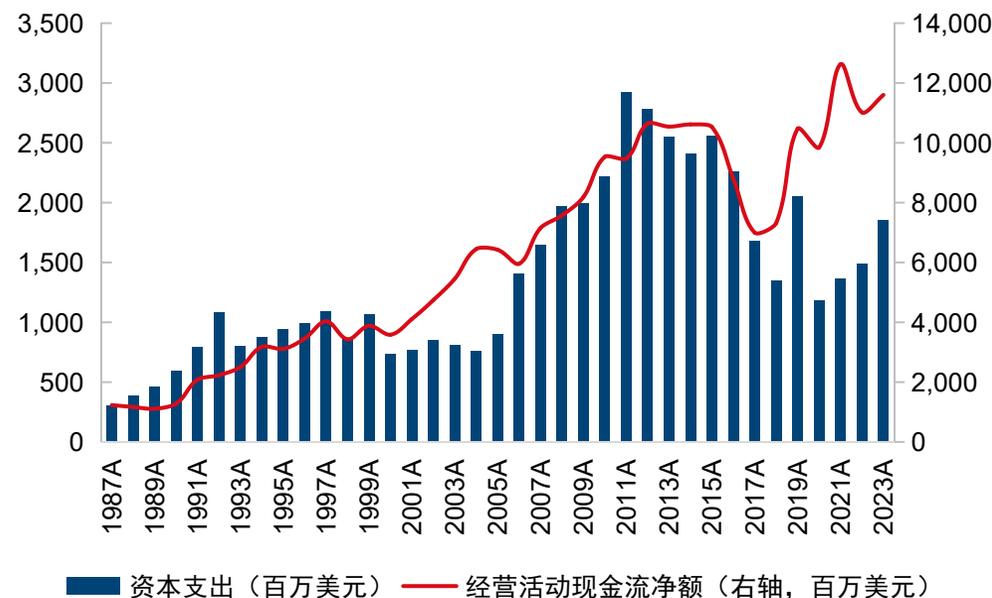
➤ 2010年以来：收入增长步入中低速阶段，通过增加分红率来提升公司杠杆率。2010年以来，随着公司全球化和多元品类布局逐步见顶，公司收入增速中枢降低至个位数水平。2017-2018年，公司剥离了低利润率水平的装瓶业务，短期对公司营收和净利润造成影响，但整体净利润率得到突破，支撑公司ROE水平的快速提升。2018年后，公司盈利能力企稳，再次向上突破的空间不大，公司通过提升现金分红率来提高杠杆率（总资产/净资产），2019年后公司股利分配率基本维持在75%以上。同时，公司经营活动现金流量净额逐步提升，另一方面大规模资本开支阶段已经度过，充裕的账上现金为公司保持高水平现金分红提供保障。

图：可口可乐2010年以来稳步提升分红率，股息率在3%左右



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所；股息率计算方式为分红率/Best市盈率

图：可口可乐已经过资本开支高峰阶段，经营现金流仍在逐年提升



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

01

中低增速时代资产定价范式转变，高股息策略或相对占优

02

食品饮料板块中的潜在高股息资产梳理

03

投资建议：重视高股息资产的投资价值

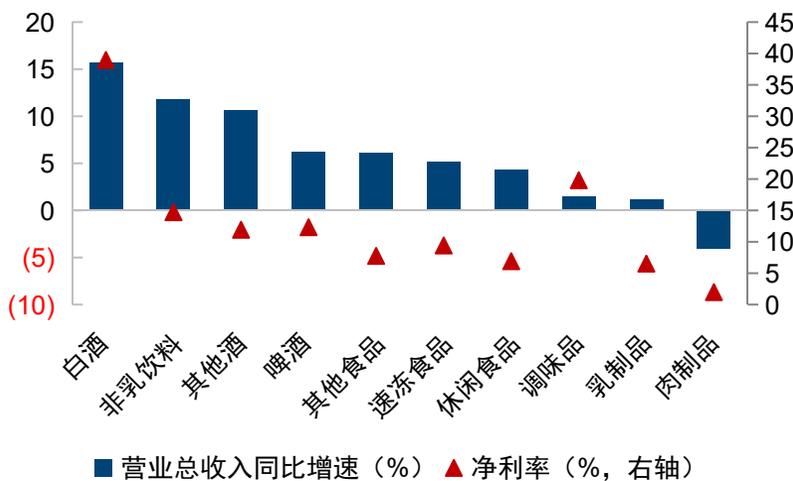
04

风险提示

## 2.1 食品饮料板块各个细分赛道成长能力、分红率有所差异，整体估值已至较低水位

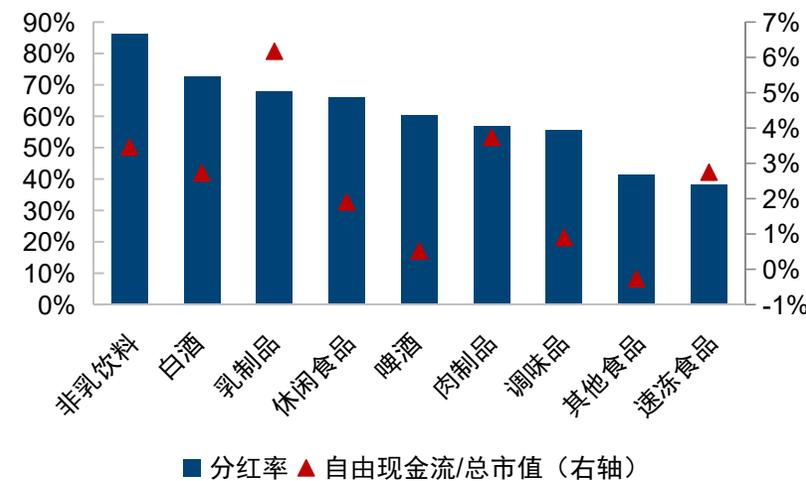
- **从成长能力看：**1) 白酒过去2年仍保持较快收入增速（15-20%）；2) 软饮料、啤酒及其他酒、调味品中的复调赛道收入增速在高个位数-10%左右；3) 乳制品、肉制品、传统速冻米面类食品收入增速降低至5%以下，行业比较成熟。
- **从现金流及分红看：**1) 成熟赛道乳制品、肉制品、速冻食品自由现金流占总市值比较高，龙头企业分红率具有吸引力；2) 软饮料、啤酒、调味品等近年来对现金流的重视有所提升，加大分红力度；3) 白酒受益于商业模式，本身具有较强的现金回笼能力，分红慷慨。
- **从估值看：**食品饮料板块估值整体处于历史较低分位数水平，白酒在较高成长能力和高水平分红下，估值性价比凸显。

图：食品饮料细分行业2023年收入同比增速及净利率



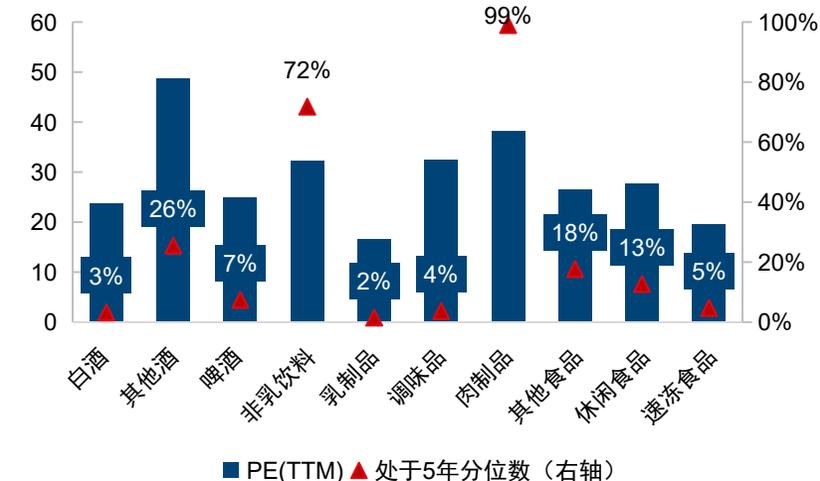
资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：板块划分采用CS食品饮料细分板块

图：食品饮料细分行业2022年分红率及FCFF/总市值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：板块划分采用CS食品饮料细分板块，白酒板块中已加入茅台特别分红，自由现金流/总市值=2023年企业FCFF/2024.4.30日总市值

图：食品饮料细分行业PE (TTM) 及处于历史5年分位数

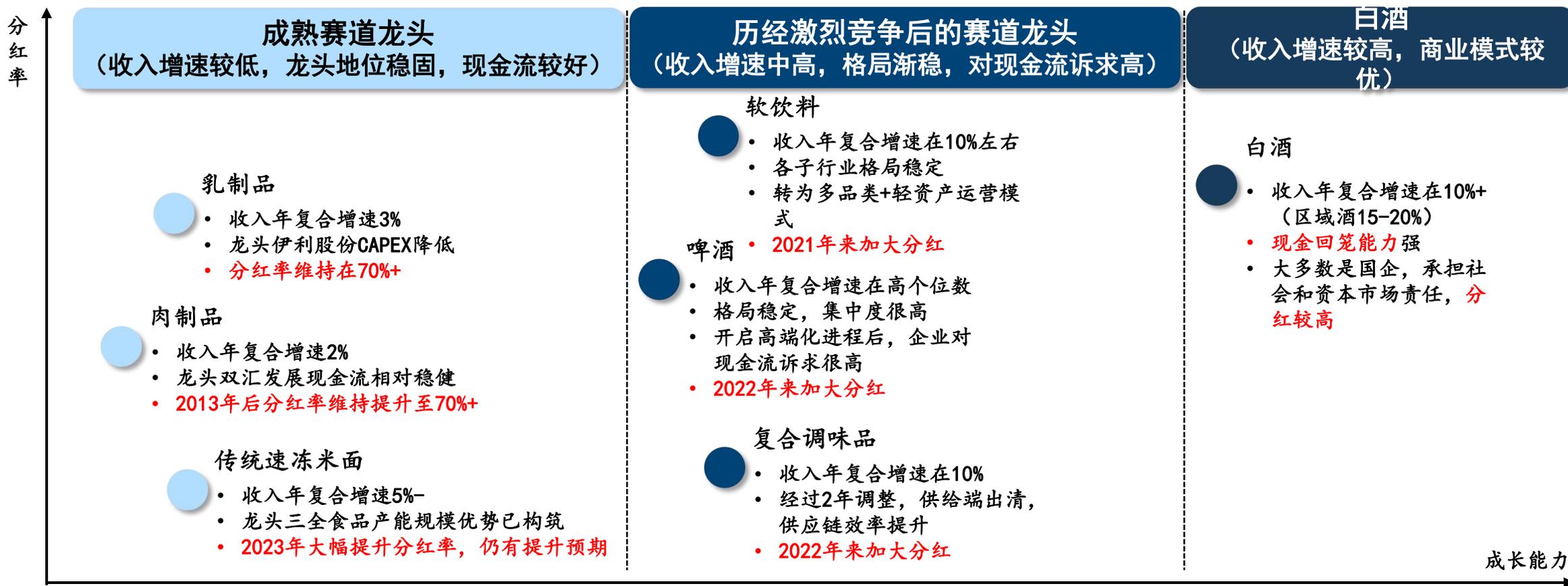


资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：注：板块划分采用CS食品饮料细分板块，数据截至2024.4.30

## 2.2 根据成长能力将具有高分红潜力的食品饮料公司总结为3类

- 我们将食品饮料板块具有高分红特质的公司总结为3类：1) 白酒-成长能力较高，商业模式和股权性质较优，分红能力强；2) 历经激烈竞争后格局逐渐稳定的赛道龙头-资本开支逐步降低，对现金流诉求较高，分红意愿提升；3) 成熟赛道龙头-分红率已提升至较高水平。

图：食品饮料细分行业2023年收入同比增速及净利率



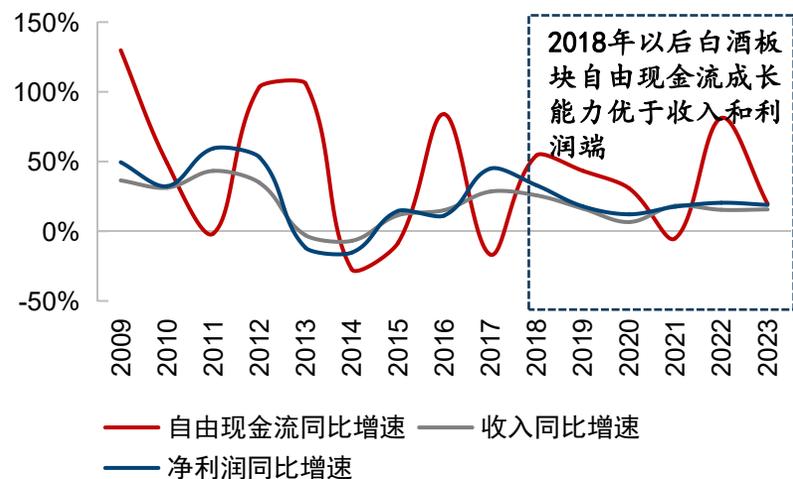
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

## 2.2.1 白酒：优质商业模式下，现金充足、资本开支下降，天然具有高分红能力

■ 白酒板块现金回笼能力较强，现阶段对于资本开支诉求不高，天生具有高分红的能力：

- 从现金流角度看，稳定现金流为强大分红能力提供保障。白酒企业对下游经销商和终端通常采用先款后货的方式，整体现金回笼能力较强（部分年份中受到外部环境的影响酒企为经销商回款纾压）。2018年以后白酒板块自由现金流成长能力优于收入和利润端增速。
- 从资本开支看，白酒板块已经度过大规模投入CAPEX阶段。2016年以来，随着饮酒需求量逐步减少，白酒行业年产量见顶回落，主流酒企主动缩减资本开支。近年来部分酒企在优质酒力提升等相关项目有所投入，但整体已度过大规模资本支出阶段。

图：2018年以后白酒板块自由现金流增速优于收入利润



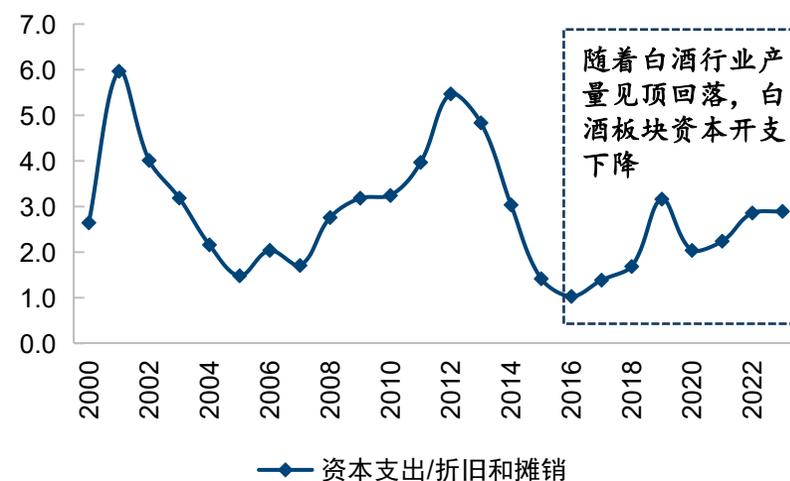
资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：白酒板块采用SW白酒III数据

图：2023年白酒板块自由现金流/总市值处于历史高水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：白酒板块采用SW白酒III数据，每年总市值为年末值

图：现阶段白酒板块大规模资本开支诉求不高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：白酒板块采用SW白酒III数据

## 2.2.1 白酒：当前茅五泸洋分红率较高，板块整体或有分红率提升预期

- 白酒板块作为资本市场的“好学生”，历史数据显示现金分红较为慷慨。当前，“新国九条”明确强化现金分红指引、资本市场股东诉求收益率等多方推动下，头部白酒企业分红率有望继续提升。
  - 贵州茅台：作为白酒行业的绝对龙头，本身具有更强的社会责任担当，2022-2023年连续两年发布特别分红方案，分红率提升或将延续。
  - 五粮液、泸州老窖、洋河股份等：分红率超过60%，企业成长进入中低速期，当前估值处于历史较低水位，分红率或有继续提升预期。
  - 山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒等：相对于板块仍具有较高成长性，短期看回购或提升分红意愿不强，长期有分红率提升空间。

图：主要白酒上市公司募资、分红及股息率情况

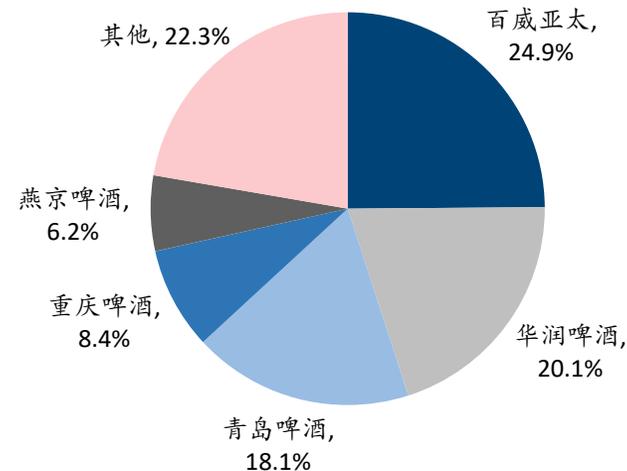
证券代码	证券简称	上市以来募资总额 (亿元)	上市以来分红总额 (亿元)	2015年以来分红总额 (亿元)	2015年以来分红总额占 全部A股分红总额比例	2022年分红率	2023年分红率	市盈率 (2022年)	市盈率 (2023年)	股息率 (2022年)	股息率 (2023年)
600519.SH	贵州茅台	22.44	2,326.5	2,102.8	2.14%	95.78%	51.9%	34.15	28.66	2.8%	1.8%
000858.SZ	五粮液	38.15	760.1	653.4	0.67%	55.00%	60.0%	21.88	19.33	2.5%	3.1%
000568.SZ	泸州老窖	41.45	353.5	240.2	0.24%	60.00%	60.0%	26.43	20.68	2.3%	2.9%
600809.SH	山西汾酒	3.42	116.0	91.3	0.09%	50.03%	51.1%	39.53	30.66	1.3%	1.7%
600779.SH	水井坊	5.72	44.6	31.5	0.03%	30.07%	35.0%	18.11	17.36	1.7%	2.0%
600702.SH	舍得酒业	6.14	14.4	10.0	0.01%	29.65%	40.2%	14.46	13.76	2.1%	2.9%
000799.SZ	酒鬼酒	12.12	16.3	12.7	0.01%	40.28%	59.3%	15.83	30.30	2.5%	2.0%
002304.SZ	洋河股份	27.00	423.2	358.4	0.36%	60.08%	70.1%	15.27	14.30	3.9%	4.9%
000596.SZ	古井贡酒	64.30	54.0	45.8	0.05%	50.45%	51.8%	45.62	31.24	1.1%	1.7%
603369.SH	今世缘	8.77	40.9	40.9	0.04%	36.37%	39.8%	28.78	22.97	1.3%	1.7%
603198.SH	迎驾贡酒	9.44	50.4	50.4	0.05%	51.61%	45.5%	33.31	24.83	1.5%	1.8%
603589.SH	口子窖	9.60	52.4	52.4	0.05%	58.06%	52.2%	16.19	14.58	3.6%	3.6%
600559.SH	老白干酒	20.63	12.4	10.5	0.01%	38.78%	61.8%	27.99	29.74	1.4%	2.1%
600197.SH	伊力特	4.70	24.5	14.2	0.01%	116.97%	54.2%	58.80	28.62	2.0%	1.9%
603919.SH	金徽酒	11.33	7.2	7.2	0.01%	54.30%	60.0%	39.75	33.87	1.4%	1.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：募资总额为首发、增发、配股、可转债发行总规模

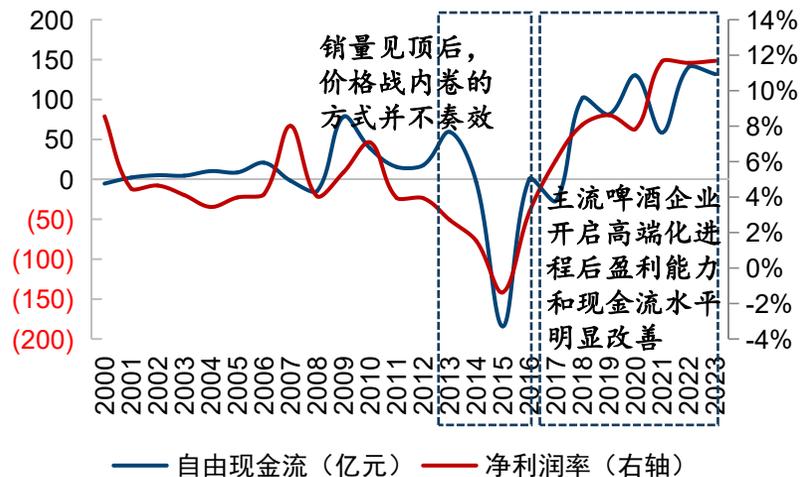
## 2.2.2 竞争格局较为稳定、资本开支较少、现金流优异的赛道龙头（1）：啤酒

- **啤酒行业进入利润率提升的阶段：**在2013-2016年价格战抢市场份额的方式行之无效后，2017年华润啤酒引领下啤酒行业开始产品结构高端化进程，啤酒板块净利率从2016年的3.2%提升至2021年的11.7%。
- **近年来啤酒企业主动收缩资本开支及营运资本支出：**一方面伴随盈利能力的提升啤酒板块现金流水平明显改善；一方面酒企在生产端转向提质增效战略（关停低端产线工厂、削减生产人员等）。报表上看，板块公司CAPEX保持平稳、净营运资本变动减少幅度较大。
- **供给端经过一轮洗牌，行业格局逐渐稳定，啤企分红率水平较高：**当前国内啤酒行业竞争格局趋于稳态，2022年CR5达到78%；同时各家酒企高端化战略明确，进行价格战概率不大。2022-2023年头部啤酒上市公司普遍加大分红力度，重啤分红率达100%，青啤在2022年常规基础上2023年宣布特别分红。

图：啤酒行业竞争格局及主流上市公司分红情况

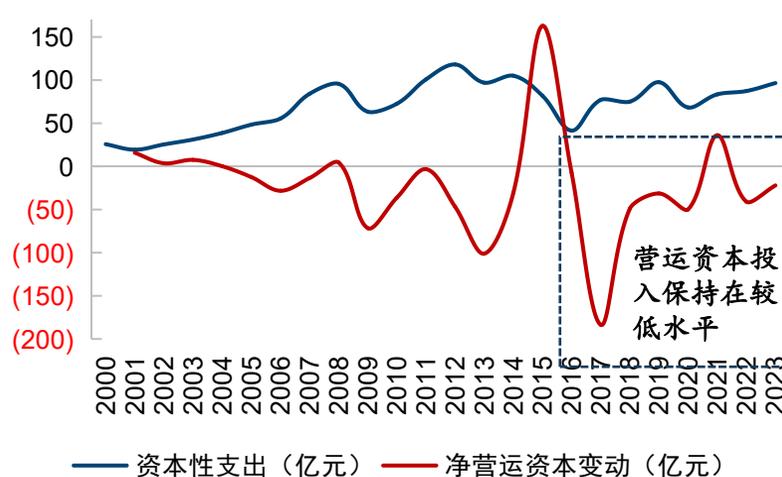


图：啤酒板块自由现金流及净利率率

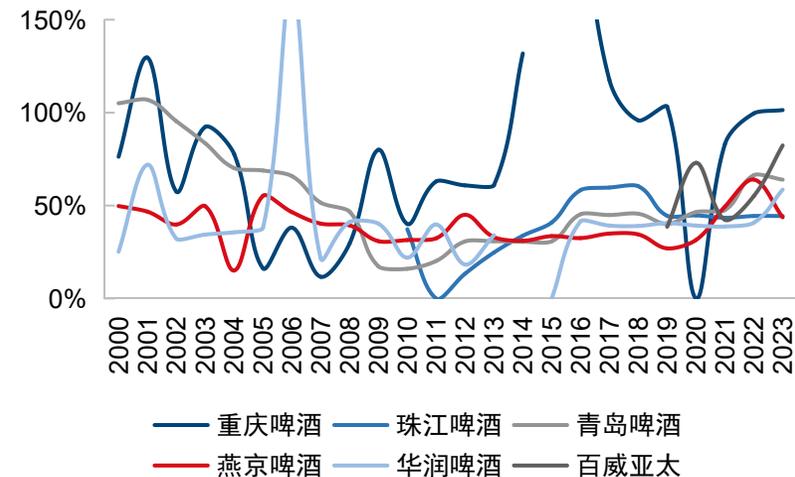


资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：啤酒板块包括A、H股啤酒上市公司

图：啤酒板块现金支出情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：啤酒板块包括A、H股啤酒上市公司



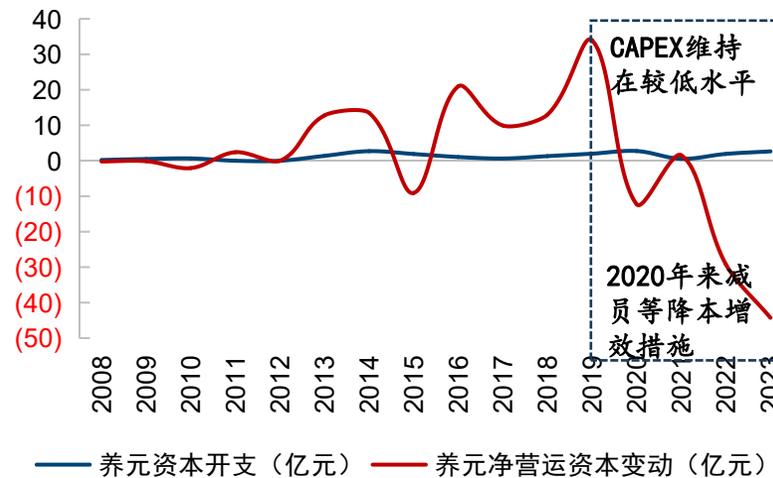
资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：竞争格局为2022年收入端市场份额

## 2.2.2 竞争格局较为稳定、资本开支较少、现金流优异的赛道龙头（2）：软饮料

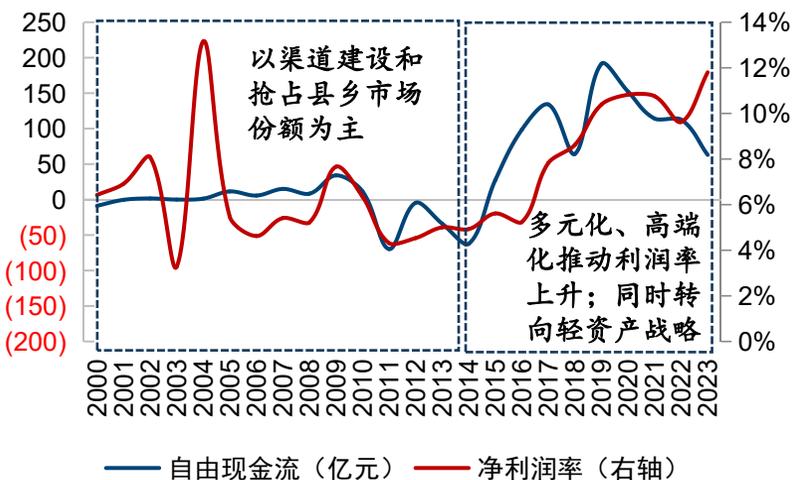


- **软饮料细分赛道格局较为稳定：**2010年之前，软饮料企业竞争主要以精细化渠道建设、提升低线市场渗透率为主，细分赛道龙头企业（冰红茶·康师傅/统一、核桃露·养元、豆奶·维维等）在当时已经实现较高市占率。而低线市场终端店产品置换成本较高，软饮料细分赛道竞争格局较为稳定。
- **2010年后软饮料企业主动推进降本增效：**随着人均消费量和渗透率见顶，软饮料企业对利润率和现金流的诉求进一步提升。2014年后康师傅、统一、养元等大幅缩减资本开支，通过整合产能、关停冗余工厂、增加高毛利产品等提升生产效率，2020年养元、露露通过减少人员等举措进一步改善营运资本，现金流水平改善较多。
- **主要软饮料企业分红意愿较高：**H股康师傅控股、统一企业中国，A股养元饮品2021年来年度现金分红率均已超过100%。

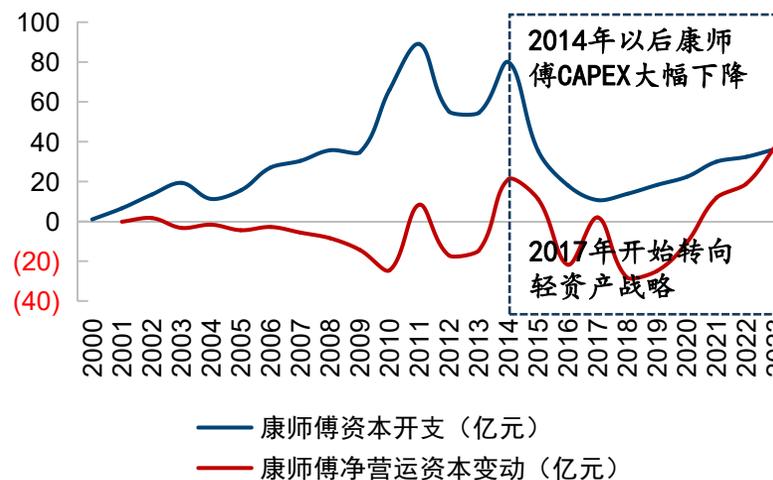
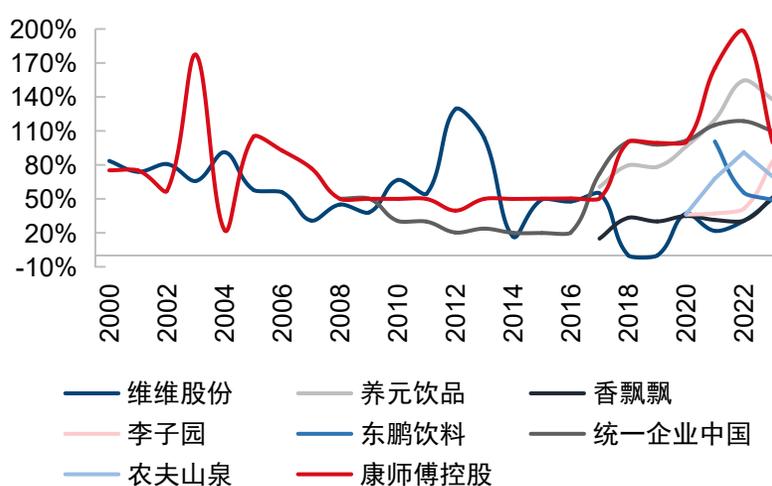
图：养元饮品及康师傅控股现金流情况



图：软饮料板块自由现金流及净利润率



图：软饮料板块分红率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：A股公司包括维维股份、养元饮品、香飘飘、李子园、东鹏饮料；H股公司包括统一企业中国、康师傅控股、农夫山泉

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

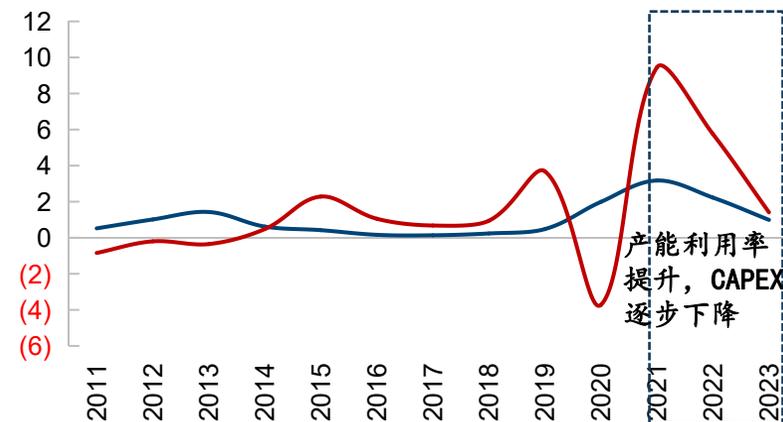
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

## 2.2.2 竞争格局较为稳定、资本开支较少、现金流优异的赛道龙头 (3)：调味品

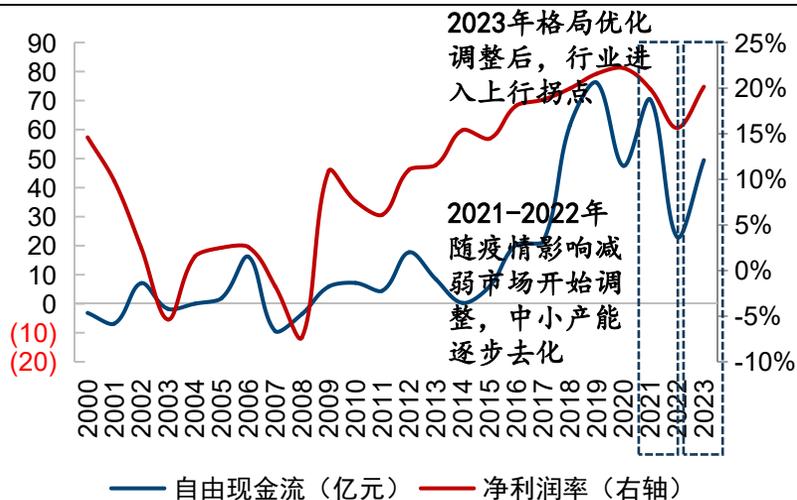


- **经历2年调整，复合调味品行业格局逐渐优化：**2021-2022年伴随疫情影响逐步减弱，复调赛道产能过剩+渠道粗放式扩张的问题逐步暴露，行业开始调整，部分中小调味品企业退出市场（2022/2023年调味品新注册企业数量同比下降58.4%/4.6%），行业格局逐步优化。
- **供应链效率提升，现金流持续改善：**2年调整期中头部企业积极渠道变革，重新规划产能及目标，聚焦供应链效率的提升。天味食品、颐海国际在2021年前均加大产能建设力度，目前产能规模优势已经显现；2022年来两者进行渠道B+C建设（天味从C到B，颐海从B到C），营运资本支出效率得到提升，现金流情况改善较好。
- **2023年调味品上市公司普遍加大分红力度：**天味食品、恒顺醋业2022年分红率已提升至70%+，颐海国际、千禾味业2023年进一步加大分红力度；传统调味品龙头海天或有分红率提升预期。

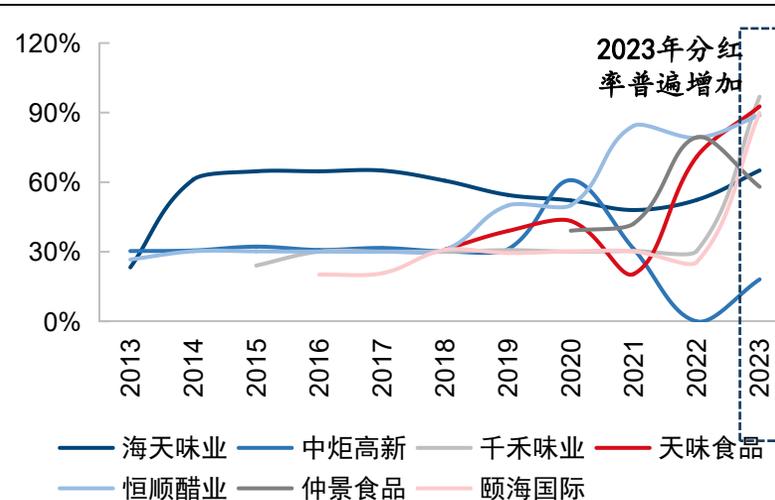
图：天味食品及颐海国际现金流情况



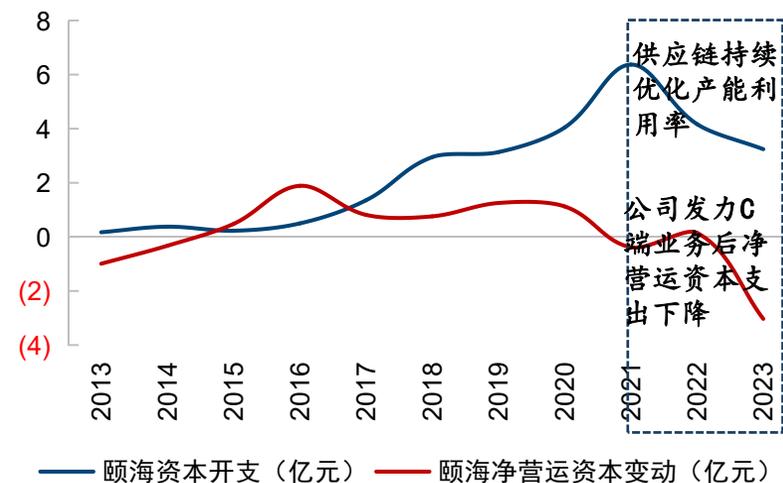
图：调味品板块自由现金流及净利润率



图：调味品板块分红率情况



图：天味食品及颐海国际现金流情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：调味品板块包括A、H股调味品上市公司

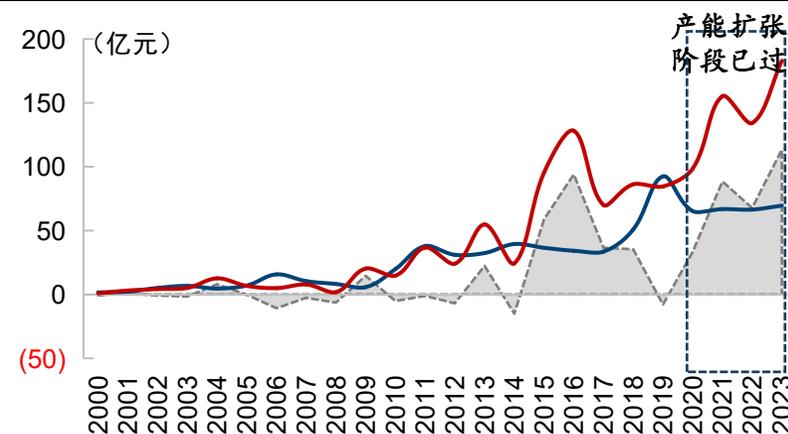
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所；注：啤酒板块包括A、H股啤酒上市公司

资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：竞争格局为2022年收入端市场份额

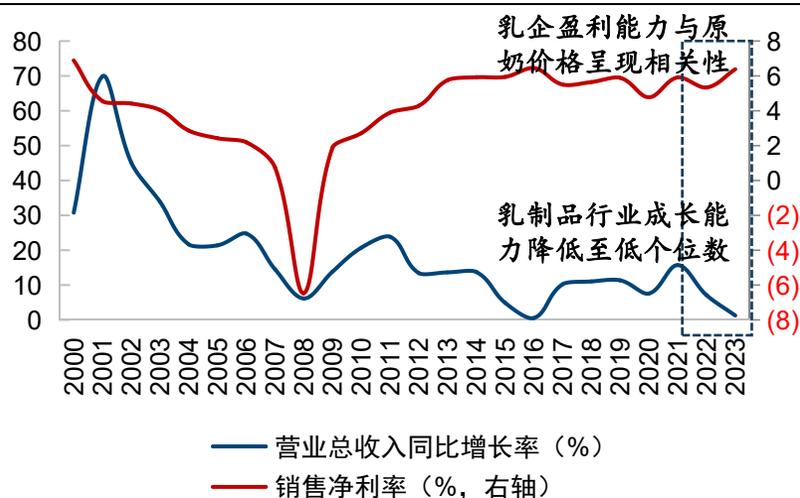
## 2.2.3 成熟赛道龙头：乳制品整体收入增速放缓，龙头伊利分红率具有吸引力

- 过去几年乳制品行业整体收入增速放缓，尤其常温白奶、酸奶赛道进入存量竞争阶段。从格局看，伊利股份凭借渠道精细化优势（小商制）在前期已完成规模优势的积累，近年来积极寻求奶酪、奶粉等新业务的开拓，2023年市占率30%左右，同时盈利能力相对较好。
- 现金流角度看，伊利2019年以后资本开支逐步下降，账上现金较为充足，为股利支付策略提供保障。自2019年起公司分红率维持在70%以上水平，2023年分红率进一步提升至73.3%，股息率在4%左右（在食品饮料板块中较高），估值性价比凸显。

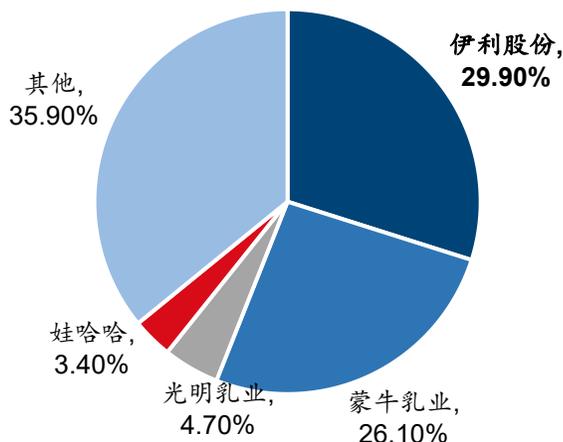
图：伊利股份现金流及分红率情况



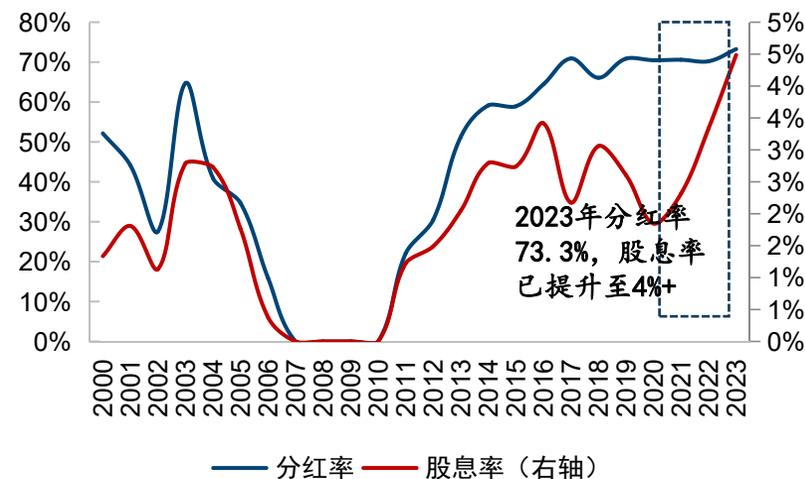
图：乳制品板块收入增长率及净利率



图：2023年乳制品行业整体竞争格局



图：伊利股份现金流及分红率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：乳品板块采用SW乳品数据

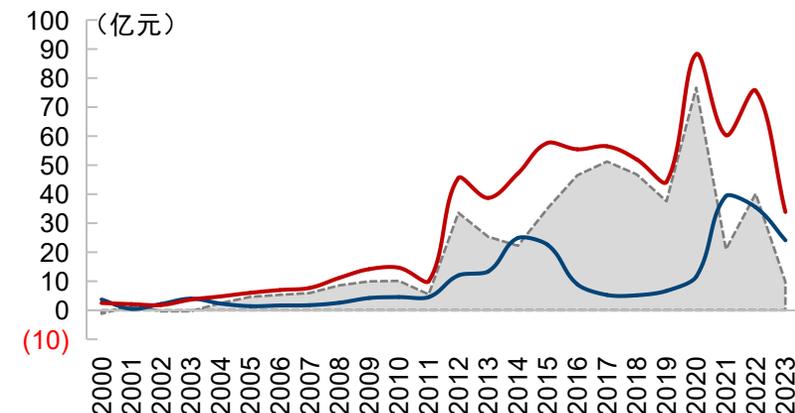
资料来源：公司公告，中国奶业协会，国信证券经济研究所

资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：股息率计算方式为当年分红率/当年年末市盈率

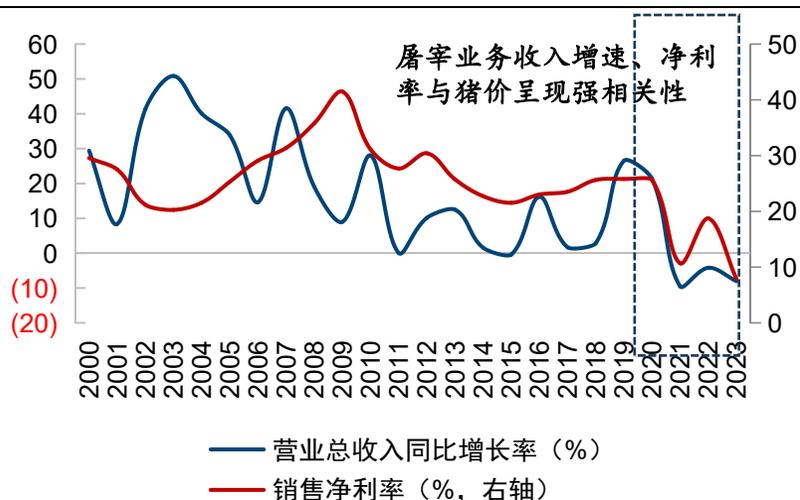
## 2.2.3 成熟赛道龙头：肉制品龙头双汇现金流稳健，2013年来分红提至70%+

- **肉制品行业成长性较弱，龙头双汇稳定性较强：**1) 需求端看，我国人均猪肉消费量及人口数量见顶，同时消费者对品牌肉制品的诉求提升；2) 供给端看，屠宰业务具有强周期性，双汇发展产业链布局较为完善（扩产扩建诉求不高），现金流较为稳健。
- **历史分红率提高主因股东诉求：**2013-2014年，双汇发展母公司万洲国际因举债美国猪肉供应商密斯菲尔德，公司声明每年以不少于当年经审计合并报表归属母公司净利润并计提盈余公积后的70%用于股东分红以偿还母公司债务。

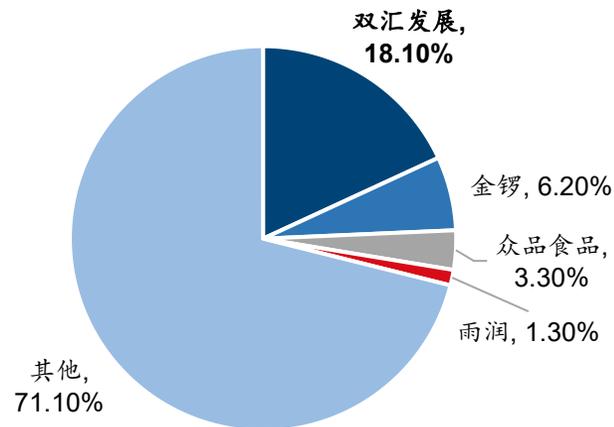
图：双汇发展现金流及分红率情况



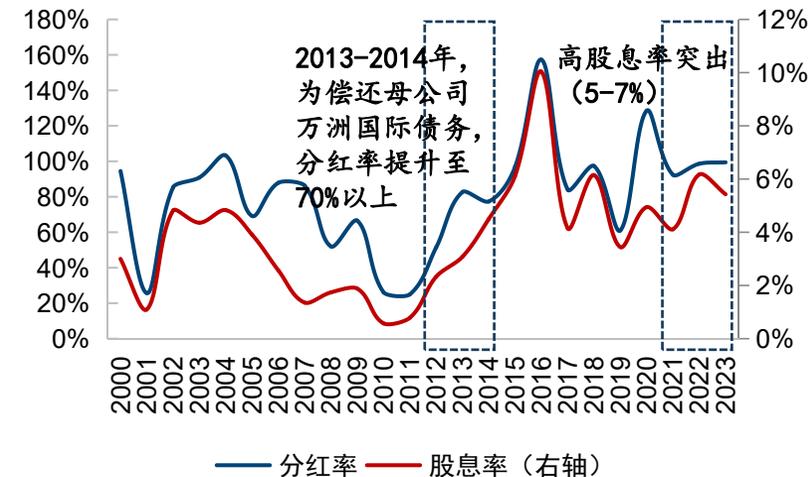
图：肉制品板块收入增长率及净利率



图：2022年肉制品行业整体竞争格局



图：双汇发展现金流及分红率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：肉制品板块采用SW肉制品数据

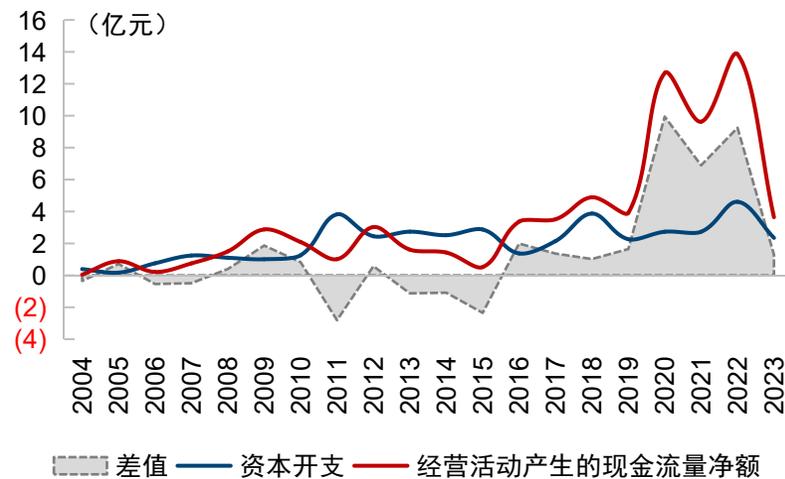
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：股息率计算方式为当年分红率/当年年末市盈率

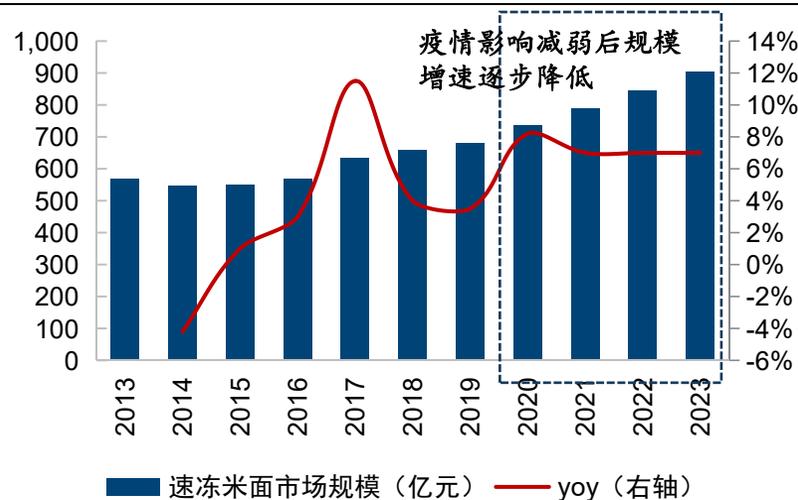
## 2.2.3 成熟赛道龙头：传统速冻米面进入存量竞争，龙头三全积极提升分红率

- 2023年我国速冻米面市场规模904亿元，2018-2023年CAGR为6.5%；竞争格局看已接近稳态，2022年三全市占率28%，尤其传统米面产品赛道（水饺、汤圆等）销售量接近饱和，后发者安井以包子、手抓饼等差异化产品切入，三全在传统米面行业龙头地位较为稳固。
- 现金流角度看，传统米面下游刚性需求支撑其稳定现金流，同时公司对大规模扩建产能需求不高（2022年公司年产能82万吨，思念年产能35万吨，三全吨位优势全国领先）；2020年起公司提高分红水平，2023年分红率58.7%，长期仍有稳步提升预期。

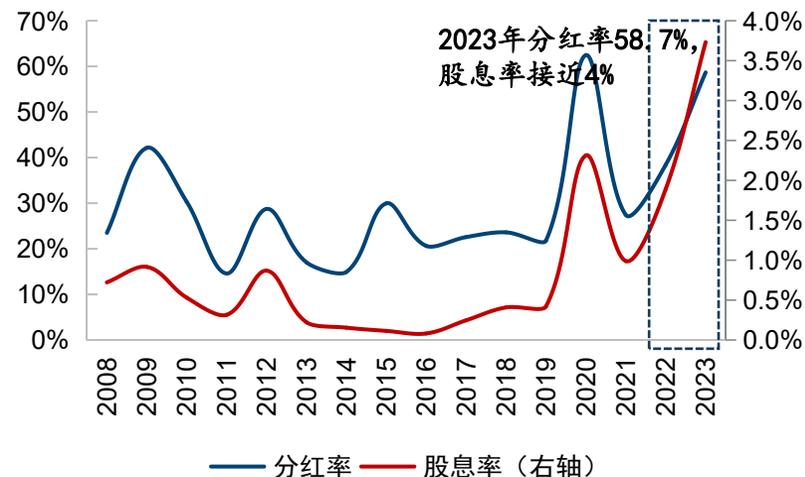
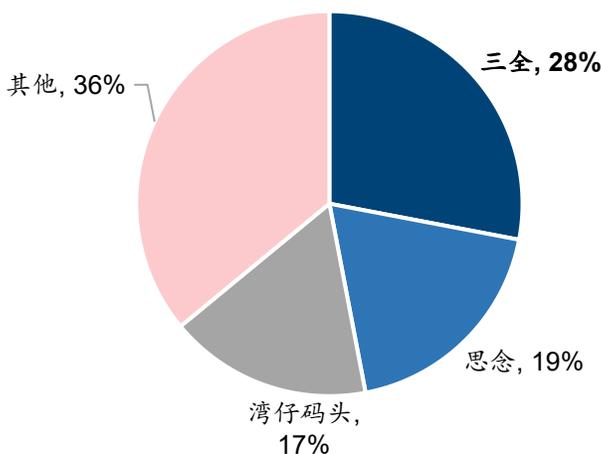
图：三全食品现金流及分红率情况



图：速冻米面市场规模及同比增速



图：2022年速冻米面行业竞争格局



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所

资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所

资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：股息率计算方式为当年分红率/当年年末市盈率

- [ 01 ] 中低增速时代资产定价范式转变，高股息策略或相对占优
- [ 02 ] 食品饮料板块中的潜在高股息资产梳理
- [ 03 ] 投资建议：重视高股息资产的投资价值
- [ 04 ] 风险提示

### 3 投资建议：重视高股息资产的投资价值，关注潜在高股息个股



■ **投资建议：**参考海外市场发展经验，中低速增长时代资产定价范式逐步转变，高股息资产提供确定性收益，依然是具备相对优势的选股策略。目前食品饮料板块估值整体处于历史较低分位数水平，在政策鼓励提升股东回报背景下，较多食品饮料企业有提升分红率动作或有提升分红率的意愿，建议重视食品饮料板块高股息个股的投资价值，并重点关注企业分红率边际变化带来的估值提升机会。高股息策略下推荐优质白酒龙头贵州茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等，推荐啤酒龙头重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒，大众品关注乳制品、调味品、休闲食品等赛道龙头。

表：A股食品饮料板块中分红率及股息率排名靠前的公司

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2021-2023年 收入CAGR	2023年收入 同比增速	分红率			市盈率			股息率		
					2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
603156.SH	养元饮品	294	-5.5%	4.0%	119.9%	154.5%	137.8%	13.91	19.91	20.01	8.6%	7.8%	6.9%
603886.SH	元祖股份	36	1.4%	2.8%	70.6%	90.1%	86.9%	10.59	13.51	13.02	6.7%	6.7%	6.7%
300146.SZ	汤臣倍健	248	12.5%	19.7%	67.9%	22.1%	86.8%	14.14	17.89	14.20	4.8%	1.2%	6.1%
200869.SZ	张裕B	61	5.3%	11.9%	61.7%	72.0%	65.0%	12.18	14.21	11.44	5.1%	5.1%	5.7%
000895.SZ	双汇发展	890	-5.1%	-4.2%	92.4%	98.6%	99.4%	18.30	15.84	17.62	5.1%	6.2%	5.6%
002304.SZ	洋河股份	1,372	14.3%	10.0%	60.2%	60.1%	70.1%	18.27	14.63	13.70	3.3%	4.1%	5.1%
603057.SH	紫燕食品	69	7.2%	-1.5%	0.0%	139.3%	99.4%	20.96	30.96	20.71	0.0%	4.5%	4.8%
000848.SZ	承德露露	88	8.2%	9.8%	0.0%	51.2%	66.0%	15.47	14.64	13.81	0.0%	3.5%	4.8%
605337.SH	李子园	42	-2.0%	0.6%	37.2%	41.2%	81.8%	16.06	19.08	17.79	2.3%	2.2%	4.6%
600887.SH	伊利股份	1,730	6.8%	2.4%	70.6%	70.2%	73.3%	19.87	18.34	16.59	3.6%	3.8%	4.4%
002216.SZ	三全食品	105	0.8%	-5.1%	27.4%	38.4%	58.7%	16.37	13.10	14.00	1.7%	2.9%	4.2%
200596.SZ	古井贡B	575	23.5%	21.2%	50.6%	50.5%	51.8%	25.02	18.29	12.53	2.0%	2.8%	4.1%
600132.SH	重庆啤酒	332	6.3%	5.5%	83.0%	99.6%	101.4%	28.49	26.30	24.86	2.9%	3.8%	4.1%
603237.SH	五芳斋	37	-4.5%	7.0%	0.0%	81.2%	84.6%	19.00	26.76	22.20	0.0%	3.0%	3.8%
603589.SH	口子窖	244	8.9%	16.1%	51.8%	58.1%	52.2%	14.11	15.72	14.16	3.7%	3.7%	3.7%
000568.SZ	泸州老窖	2,296	21.0%	20.3%	60.0%	60.0%	60.0%	28.86	22.15	17.34	2.1%	2.7%	3.5%
000858.SZ	五粮液	5,267	12.1%	12.6%	50.2%	55.0%	60.0%	22.53	19.73	17.43	2.2%	2.8%	3.4%
603027.SH	千禾味业	151	29.1%	31.6%	30.3%	30.3%	96.9%	68.19	43.89	28.46	0.4%	0.7%	3.4%
002557.SZ	洽洽食品	152	6.6%	-1.1%	46.2%	51.8%	62.5%	16.41	15.62	18.99	2.8%	3.3%	3.3%
603317.SH	天味食品	133	24.7%	17.0%	20.4%	71.0%	92.6%	71.83	38.81	29.04	0.3%	1.8%	3.2%
603866.SH	桃李面包	91	3.3%	1.1%	74.9%	83.3%	50.2%	11.86	14.15	15.77	6.3%	5.9%	3.2%
002991.SZ	甘源食品	64	19.5%	27.4%	66.0%	63.2%	61.1%	41.51	40.29	19.38	1.6%	1.6%	3.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：市值数据截至2024/06/15

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 3 投资建议：重视高股息资产的投资价值，关注潜在高股息个股

■ **投资建议：**参考海外市场发展经验，中低速增长时代资产定价范式逐步转变，高股息资产提供确定性收益，依然是具备相对优势的选股策略。目前食品饮料板块估值整体处于历史较低分位数水平，在政策鼓励提升股东回报背景下，较多食品饮料企业有提升分红率动作或有提升分红率的意愿，建议重视食品饮料板块高股息个股的投资价值，并重点关注企业分红率边际变化带来的估值提升机会。高股息策略下推荐优质白酒龙头贵州茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、古井贡酒等，推荐啤酒龙头重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒，大众品关注乳制品、调味品、休闲食品等赛道龙头。

表：H股食品饮料板块中分红率及股息率排名靠前的公司

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2021-2023年 收入CAGR	2023年收入 同比增速	分红率			市盈率			股息率		
					2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
6186.HK	中国飞鹤	313.86	-7.3%	-8.3%	52.8%	47.5%	69.3%	4.57	6.35	9.26	11.6%	7.5%	7.5%
0220.HK	统一企业中国	280.93	6.1%	1.2%	119.6%	120.4%	109.8%	18.72	22.99	16.85	6.4%	5.2%	6.5%
0322.HK	康师傅控股	479.88	4.1%	2.2%	171.2%	202.9%	98.0%	12.62	18.23	15.39	13.6%	11.1%	6.4%
1112.HK	H&H国际控股	57.81	9.9%	9.0%	57.6%	58.8%	62.8%	11.37	9.45	9.93	5.1%	6.2%	6.3%
0142.HK	第一太平	141.47	13.5%	2.0%	31.3%	30.5%	24.9%	6.66	5.19	3.99	4.7%	5.9%	6.2%
9985.HK	卫龙美味	127.43	0.7%	5.2%	0.0%	372.5%	88.2%	15.41	84.23	14.47	0.0%	4.4%	6.1%
0151.HK	中国旺旺	457.28	2.2%	-4.4%	39.8%	112.7%	81.2%	11.00	10.88	13.56	3.6%	10.4%	6.0%
0288.HK	万洲国际	604.23	3.4%	-6.8%	30.3%	35.8%	78.3%	8.87	6.33	13.56	3.4%	5.7%	5.8%
1579.HK	颐海国际	133.72	1.6%	0.0%	31.3%	25.6%	90.2%	17.45	18.02	15.68	1.8%	1.4%	5.8%
0506.HK	中国食品	77.20	3.7%	2.3%	52.5%	51.5%	48.7%	13.49	11.70	9.27	3.9%	4.4%	5.2%
1876.HK	百威亚太	1,113.46	5.7%	5.8%	42.1%	54.8%	82.2%	18.38	17.51	18.45	2.3%	3.1%	4.5%
2319.HK	蒙牛乳业	457.41	5.8%	6.5%	30.1%	30.0%	40.0%	9.10	8.63	9.51	3.3%	3.5%	4.2%
0168.HK	青岛啤酒股份	670.42	6.1%	5.5%	47.6%	66.7%	63.9%	21.31	18.12	15.74	2.2%	3.7%	4.1%
0291.HK	华润啤酒	901.32	7.9%	10.4%	40.0%	40.6%	58.9%	19.65	20.75	17.49	2.0%	2.0%	3.4%
1475.HK	日清食品	46.97	4.8%	-5.8%	60.0%	50.0%	50.0%	18.91	16.61	15.70	3.2%	3.0%	3.2%
1717.HK	澳优	36.32	-8.8%	-5.3%	41.6%	45.2%	46.4%	3.49	16.77	20.83	11.9%	2.7%	2.2%
6979.HK	珍酒李渡	269.47	17.4%	20.1%	0.0%	0.0%	23.9%	26.11	26.17	11.58	0.0%	0.0%	2.1%
9633.HK	农夫山泉	4,087.56	19.9%	28.4%	71.1%	91.1%	69.5%	57.07	48.12	33.84	1.2%	1.9%	2.1%
2517.HK	锅圈	107.61	24.1%	-15.0%	0.0%	0.0%	59.7%	-23.29	46.81	44.91	0.0%	0.0%	1.3%
1432.HK	中国圣牧	13.74	8.6%	6.5%	0.0%	20.7%	20.4%	2.91	3.30	15.97	0.0%	6.3%	1.3%
1117.HK	现代牧业	51.19	37.9%	9.5%	20.3%	20.0%	20.3%	5.02	9.10	29.23	4.0%	2.2%	0.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所；注：市值数据截至2024/06/15

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

01

中低增速时代资产定价范式转变，高股息策略或相对占优

02

食品饮料板块中的潜在高股息资产梳理

03

投资建议：重视高股息资产的投资价值

04

风险提示

## 4 风险提示

---

- 1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 2、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；
- 3、地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；
- 4、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；
- 5、市场系统性风险拖累企业估值。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032