

食品饮料

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

食品饮料分红优势凸显，新规之下重视投资价值

各子行业已居稳定期或者正处成长期

国内食品饮料多个子行业已进入成熟阶段，市场规模相对稳定，格局集中。格局来看，按照 2023 年上市公司营收，除零食赛道 CR4 小于 70%，其他子行业均在 70% 以上。增长来看，2023 年白酒产量下降 5.1%，但利润增加 7.5%；啤酒产量趋稳，营收利润均增长；乳品饮料增速维持中低个位数。休闲食品和预制菜则由于新兴渠道和工业化起步时间晚，增速仍然较快，公司业绩更加突出。稳定期或成长期均为企业提供了稳健盈利的有益条件。

餐饮商业模式投入较低但持续回报较高

食品饮料企业的商业模式能够在较低的资本开支和营运资本下持续产生高额盈利和现金流回报，如喜诗糖果和可口可乐这类企业，符合巴菲特价值投资观念下第一类标准。食品饮料公司资本开支目前压力较小，部分企业资本开支较少如康师傅，或者资本开支远低于现金类资产储备如贵州茅台，还有部分企业通过募资方式进行资本开支如汤臣倍健。这些企业无需占用过多利润满足再投资需求，能将大部分利润用于分红或回购，回馈投资者。

国内外借鉴下食品饮料行业分红优势明显

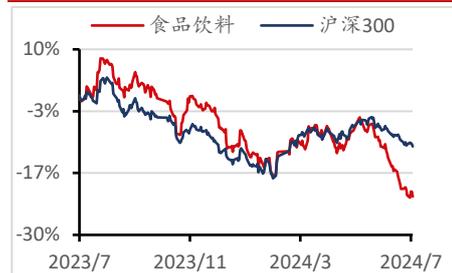
海外，参考食品饮料内成熟的龙头企业可口可乐，十年来营收持平、利润 cagr 约 5%，资本开支极低，长期持续高额分红和回购。国内，对比同处消费板块的家电行业，近十年、五年餐饮行业的业绩增速均高于家电；格局均稳定，龙头份额稳中有进；较低的资本开支在全行业均排位靠前，餐饮相较家电更低；分红规模、比例来看，餐饮均高于家电，但因估值相对高而股息率低于家电。餐饮行业具备明显分红优势，且仍有进一步提升空间。

投资建议

新国九条鼓励上市公司分红回报投资者，引导市场向长期投资和价值投资风格发展。食品饮料行业所处阶段与商业模式的优势助力企业实现稳健的业绩和现金流，高分红优势突出，且在当下时点更加弥足珍贵。公司层面，我们筛选出了三类公司，第一类是分红比例已经较高的企业，第二类是分红率不高但有望大幅提升的公司，第三类是股息率较高的公司。其中，我们推荐贵州茅台、洋河股份、重庆啤酒、伊利股份、三全食品、汤臣倍健。

风险提示：宏观经济不及预期；原材料成本上涨；食品安全问题

相对大盘走势



作者

分析师：刘景瑜

执业证书编号：S0590524030005

邮箱：jyl@glsc.com.cn

联系人：陆冀为

邮箱：lujiwei@glsc.com.cn

相关报告

1、《食品饮料：如何看待大众品成本红利超预期》2024.06.30

2、《食品饮料：大众品需求专题：逆水行舟，寻找大众品的需求亮点》2024.06.18

投资聚焦

研究背景

本篇报告缘起于 2024 年 4 月国务院发布“新国九条”，此次新规旨在引导市场向“理性投资、价值投资、长期投资”转变，其中重点内容涉及到强化上市公司分红监管，引发市场对于高分红板块和标的的重视度提升。食品饮料行业发展阶段与商业模式特征均为高分红提供优良土壤，分红水平横向对比下实际情况也具备明显优势，且仍有提升空间，投资价值凸显。

创新之处

报告旁征博引，深入浅出论证了食品饮料高分红的属性以及高分红的前提和基础。尤其在第三章中，采取了较为丰富的对比研究和比较全面的数据佐证，不仅参照了海外食品饮料龙头企业之一的可口可乐，同时对国内 A 股消费板块的家电行业也进行了对比，更好地去阐明食品饮料的高分红属性与对应视角下的投资价值。

投资看点

1、食品饮料多数子行业已经处于成熟期，少数仍在高速发展期，这两种行业发展阶段均提供了较好的经营环境，为企业业绩稳健提供有益条件。如白酒、啤酒、乳品饮料等行业已步入相对成熟期，格局集中，量增微弱，主要靠价格拉动行业较低的增速；而休闲食品和预制菜则仍处于高速成长期，公司业绩表现更加突出。

2、食品饮料行业商业模式下，步入成熟期后资本开支水平较低，同时盈利和现金流水平较高，符合巴菲特提出的三类公司的第一类，即投资要求低，资本投资回报率高，可参考喜诗糖果和可口可乐。在价值投资体系 DCF 方法之一 DDM 模型中，具备稳定长期盈利以及无需大量资本开支而可以稳定分红是必要前提，可以见得食品饮料满足上述条件，具备较充足的高分红基础。

3、通过参照海外的可口可乐和国内的家电行业，食品饮料行业在业绩稳健性、资本开支水平低、高分红等属性上优势明显。公司层面，第一类是分红比例已经较高的企业，第二类是分红率不高但有望大幅提升的公司，第三类是股息率较高的公司。其中，我们推荐贵州茅台、洋河股份、重庆啤酒、伊利股份、三全食品、汤臣倍健。

正文目录

1. 各子行业已居稳定期或者正处成长期	5
1.1 食品饮料行业子板块稳健增长，市场规模稳定	5
1.2 食品饮料行业子板块集中度高，竞争格局稳定	6
1.3 消费升级与高性价比共存，市场韧性十足	8
2. 食品饮料商业模式投入较低但持续回报较高	10
2.1 食品饮料行业较为匹配价值投资理念	10
2.2 价值投资适合现金流量折现方法估值	11
2.3 食品饮料企业当前资本开支压力较小	12
3. 国内外借鉴下食品饮料行业分红优势明显	14
3.1 海外参考：可口可乐业绩平稳支持高额分红	14
3.2 国内对比：食品饮料比家电分红金额和比例更高	15
3.3 食品饮料整体分红水平高但仍有空间	19
4. 投资建议	22
4.1 贵州茅台：价值投资典范，分红规模领先	22
4.2 洋河股份：经营情况平稳，低估值高股息	22
4.3 重庆啤酒：成长啤酒公司，分红持续慷慨	23
4.4 伊利股份：乳品龙头分红+回购提升回报	23
4.5 三全食品：承压下业绩稳，股息率较领先	23
4.6 汤臣倍健：VDS 行业龙头，或持续高分红	23
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1：2018 年至 2022 年中国白酒产量	5
图表 2：2018 年至 2022 年中国白酒行业收入及利润	5
图表 3：2018-2023 年软饮料销售额	6
图表 4：啤酒行业产量从高位下落后目前趋稳	6
图表 5：食品饮料各子行业 2023 年 CR4	7
图表 6：2019-2021 白酒行业市场集中度 (CR5)	7
图表 7：2018-2023 年中国啤酒行业主要参与者市占率 (%)	7
图表 8：2018-2023 年中国能量饮料行业龙头市占率 (%)	7
图表 9：近年来乳制品行业市场集中度较高且仍在增长	8
图表 10：2018-2023 年乳品行业龙头市占率 (%)	8
图表 11：消费决策最看重性价比	9
图表 12：2020-2022 年全国茶饮品牌人均消费价位占比分布	9
图表 13：2020-2023 年奈雪的茶客单价	9
图表 14：2008-2022 年乳制品零售额及整体增速 (单位：亿元、%)	10
图表 15：乳制品细分行业零售额 (单位：亿元、%)	10
图表 16：我国液态奶市场情况 (单位：%)	10
图表 17：低温奶销量和销售额增速高于常温奶 (单位：%)	10
图表 18：喜诗糖果财务数据	11
图表 19：茅台产能历年情况梳理	13
图表 20：茅台资本开支与利润、现金流、流动资产的对比	13
图表 21：1987-2023 年可口可乐财务数据 (万元)	15
图表 22：1987-2023 年可口可乐资本支出及股利支付率	15
图表 23：可口可乐公司历年回购与现金分红数据	15
图表 24：食品饮料头部企业近三年利润 CAGR	16

图表 25:	家用电器头部企业近三年利润 CAGR.....	16
图表 26:	2023 年食品饮料和家电行业的资本开支占比数据保持低位	17
图表 27:	食饮和家电分红金额、比例均居前	18
图表 28:	食饮和家电股息率排名情况	19
图表 29:	2022 年分红比例大于 80%的食品饮料公司	20
图表 30:	2022 年分红比例小于 30%的食品饮料公司	21
图表 31:	2023 年股息率大于 4%的食品饮料公司	22
图表 32:	2022 年食品饮料行业公司股利支付率明细	24

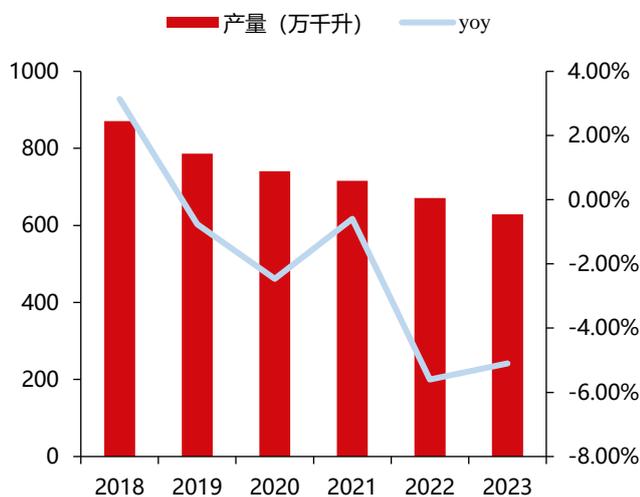
引言：2024年4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。新国九条的出台引发市场高度关注，其核心为引导A股投资向“理性投资、价值投资、长期投资”转变和发展。政策鼓励投资者采取长期视角，重视公司基本面和价值，而相对应减少短期的投机行为，以此来促进资本市场的稳定和健康发展。食品饮料作为传统价值投资板块，一般具备业绩相对稳健、估值相对合理和稳定分红的特征。有望在政策驱动的投资环境改变中，获得价值重估和拔升的投资机会。

1. 各子行业已居稳定期或者正处成长期

1.1 食品饮料子板块稳健增长，市场规模稳定

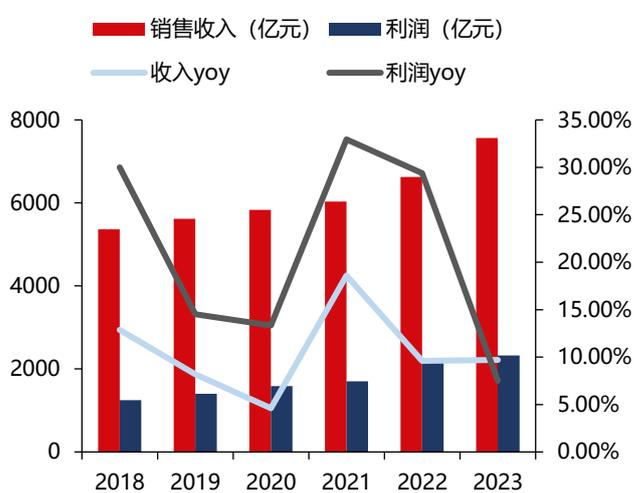
食品饮料行业多个子板块已进入成熟阶段，均呈现出市场规模相对稳定的特点。以白酒为例，根据中酒协数据，2023年全国白酒行业实现总产量629万千升，同比下降5.1%；实现销售收入7563亿元，同比增加9.7%；利润总额2328亿元，同比增长7.5%。白酒行业扩容趋于平稳，虽然产量已从高点回落，但销售收入仍在稳增。根据艾媒咨询预测，预计中国白酒行业2023年到2027年cagr为8.18%，市场规模可达10709亿元。

图表1：2018年至2022年中国白酒产量



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，国联证券研究所整理

图表2：2018年至2022年中国白酒行业收入及利润



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，国联证券研究所整理

以啤酒为例，自2013年产量从高位下行后，近年来产量已经趋于稳定，据中酒协数据，2023年啤酒行业产量3789万千升，同比增长0.8%；销售收入1863亿元，同比增长8.6%；利润总额260亿元，同比增长15.1%，利润增幅继续跑赢产量和销售收入增幅。再看软饮料板块，根据欧睿国际数据，软饮料市场逐步趋于饱和，市场增速放缓，2018-2023年cagr为2.12%，2023年市场规模为6083.54亿元，预计后续增速维持低个位数或持平。接着看乳制品，根据灼识资讯数据，预计未来三年中国乳制品cagr为5.74%，于2026年达到5966.6亿元。食品饮料各板块短期可能受到季节

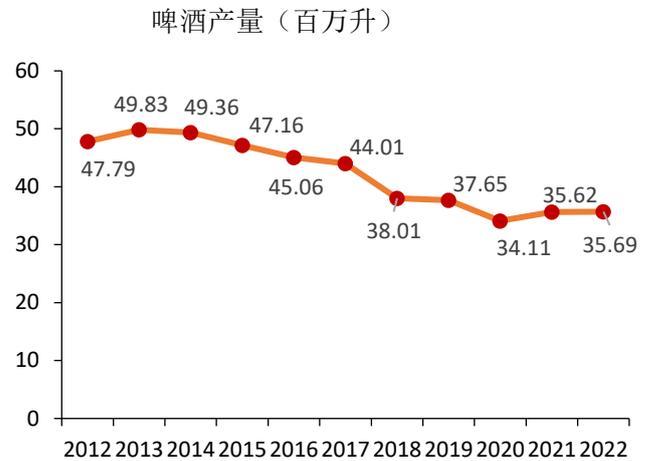
性、经济状况、消费者偏好等因素的影响，但长期来看市场规模较具稳定性。

图表3：2018-2023 年软饮料销售额



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表4：啤酒行业产量从高位下落后目前趋稳



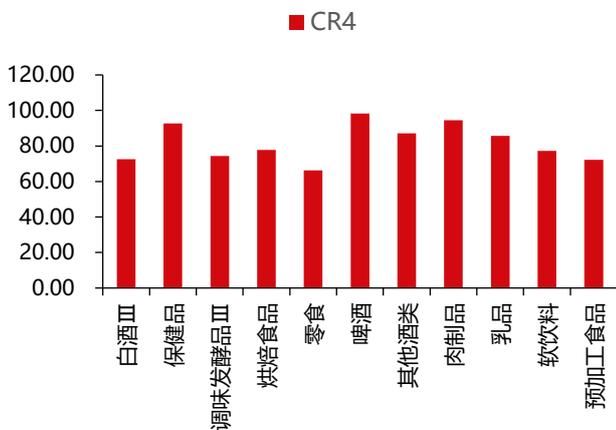
资料来源：灼识资讯，国联证券研究所整理

也有部分子行业仍处于高速发展阶段。例如休闲食品行业由于近年来量贩渠道和线上新渠道的激活，出现了新一轮增长机会；据良品铺子 2023 半年报数据，2023 年中国广义休闲零食市场空间超过 1.6 万亿元，近五年 cagr 超 10%。预制菜行业同样增速较快，根据智研咨询数据，中国预制菜供需端均旺盛，市场规模高速增长，由 2015 年的 650 亿元增加至 2021 年的 3136 亿元，年复合增长率达 30%，根据艾媒咨询数据，2022、2023 年预制菜行业增速达到 21.3%和 23.1%，如此可观的增速也为行业内公司提供了更多的增长着力点。

1.2 食品饮料子板块集中度高，竞争格局稳定

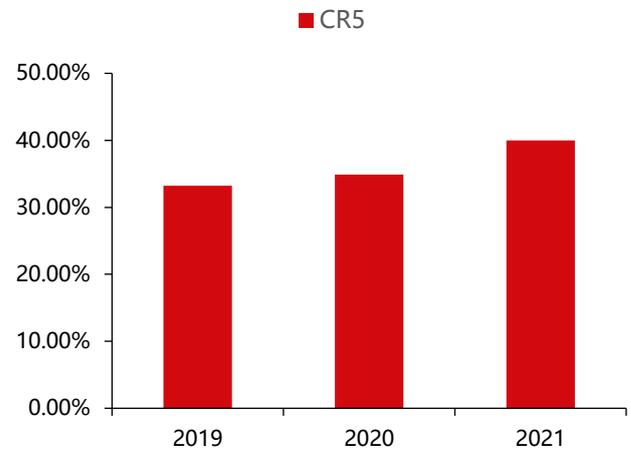
食品饮料各子行业市场集中度已进入头部相对集中的阶段。2023 年按上市公司层面营收来看，乳品、其他酒类、保健品、肉制品、啤酒 CR4 均超过 85%，除零食赛道 CR4 小于 70%，剩余其他子行业均在 70-80%区间。以白酒为例，根据《2021 年中国酒业经济运行报告》数据，白酒市场销售在继续向头部企业集中，2019-2022 年白酒行业收入 CR5 从 33.2%到 40%，上市公司层面则大约为 78%。

图表5：食品饮料各子行业 2023 年 CR4



资料来源：ifind，国联证券研究所

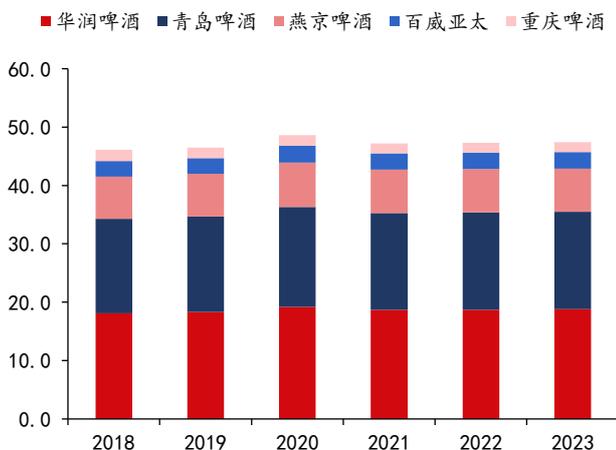
图表6：2019-2021 白酒行业市场集中度 (CR5)



资料来源：中国酒业经济运行报告，国联证券研究所整理

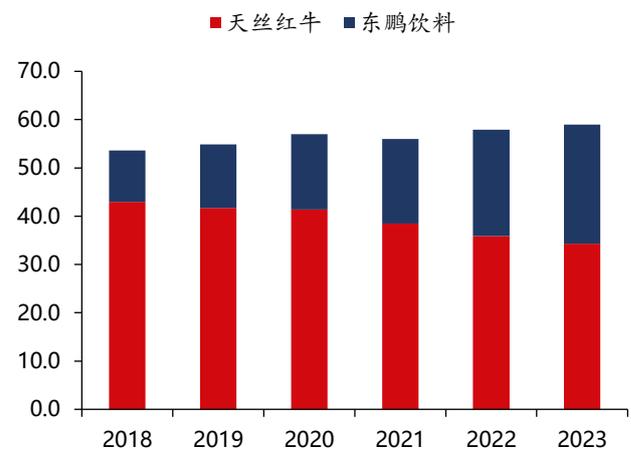
头部企业市占率稳中有升，集中化趋势仍在演绎。以啤酒为例，在中国品牌中，市场份额排名靠前的是华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、百威亚太、重庆啤酒。根据欧睿国际数据，按销售金额统计，2018年至2023年前五大啤酒品牌市占率从46.1%提升至47.4%，其中龙一华润啤酒市占率从18.1%提升至18.8%，龙二青岛啤酒市占率从16.2%提升至16.7%。以能量饮料为例，根据欧睿国际数据，按销售量统计，2018年至2023年天丝红牛和东鹏饮料合计市占率从53.6%提升至59%。乳品行业也是如此，“双子星”现象明显，根据statista数据，蒙牛和伊利市场份额占比领先，且CR2还有进一步提升的趋势，年CR2近50%。

图表7：2018-2023 年中国啤酒行业主要参与者市占率 (%)



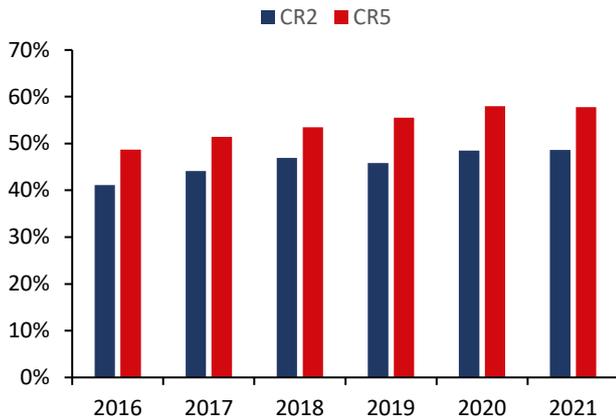
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表8：2018-2023 年中国能量饮料行业龙头市占率 (%)



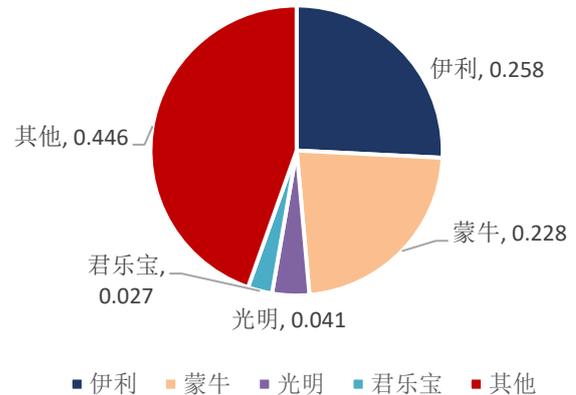
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表9：近年来乳制品行业市场集中度较高且仍在增长



资料来源：statista，国联证券研究所

图表10：2018-2023 年乳品行业龙头市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

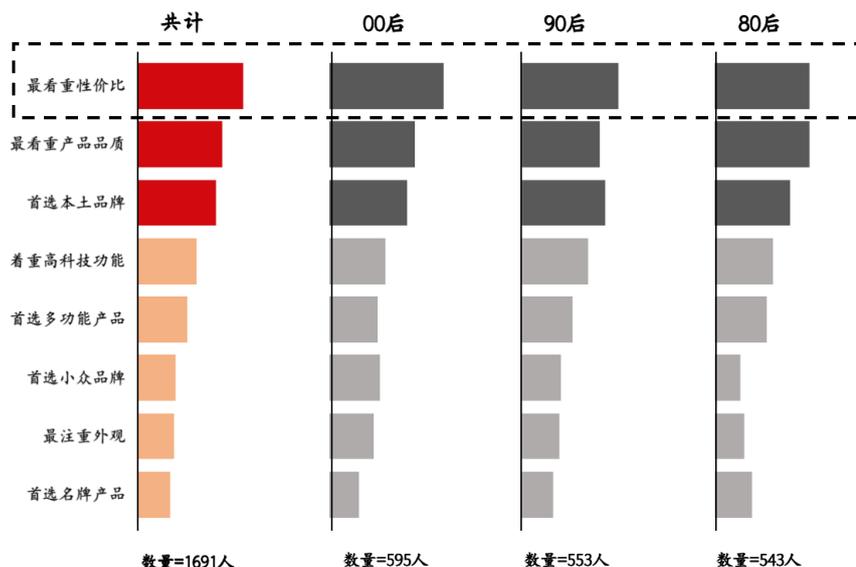
1.3 消费升级与高性价比共存，市场韧性十足

行业增长和竞争格局的稳健性是结果数据，近两年消费降级的讨论不断，回归本质来看，消费市场的稳定从根本上源于消费习惯的惯性，即消费者倾向于重复过去的消费选择。Ainslie, G. (1975)通过心理学和行为分析的视角指出，人们在做出决策时往往认为选择具有惯性，这种惯性并非自然存在，而是通过自我承诺机制 (self-committing devices) 控制，从而维持个体特定消费行为。Carroll, Overland 和 Weil (1997) 认为比较效用在决定消费行为中发挥重要作用，习惯形成 (habit formation) 受到过去消费水平的影响。

尼尔森 IQ 发布的《2024 中国零售业发展报告》指出，目前中国零售市场正在从消费升级模式逐步过渡到性价比导向的新时代，消费升级与降级并存，消费者的多样化需求带来结构性增长机会，性价比和高价值成为当前零售市场的核心竞争力。

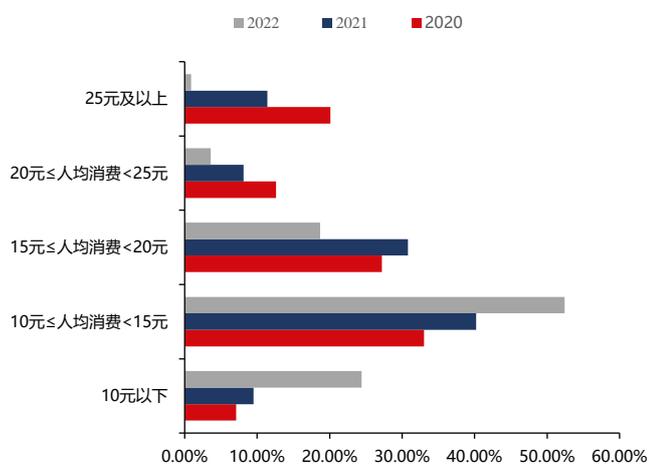
浅析量价，以量来看，目前消费市场存在追求性价比的趋势，但食品饮料产品的需求量是相对稳定的。参考红杉中国《2023 中国消费者品牌偏好洞察》调研，55%的消费者最看重性价比，在各年龄层，性价比均是消费者首要考虑因素。性价比诉求使消费者转向价格更具竞争力的同质商品，以现制茶饮行业为例，红餐大数据显示，2022 年人均消费在 10 元以下/10-15 元/15-20 元/25 元以上的茶饮品牌数占比相较于 2021 年变动了+14.9%/+12.2%/-12.1%/-10.5%。茶饮头部公司奈雪的茶每笔订单客单均价自 2020 年起持续下跌，2023 年同比下降了 13.70%至 29.6 元，每家门店日均订单量同比基本持平。

图表11：消费决策最看重性价比



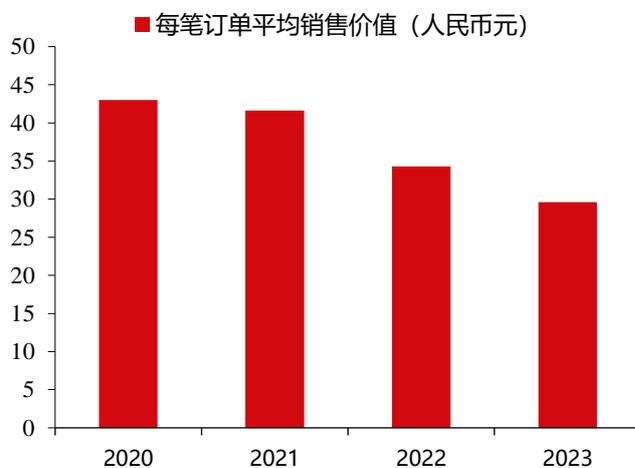
资料来源：红杉研究，国联证券研究所整理

图表12：2020-2022 年全国茶饮品牌人均消费价位占比分布



资料来源：红餐大数据，国联证券研究所整理

图表13：2020-2023 年奈雪的茶客单价



资料来源：公司年报，国联证券研究所整理

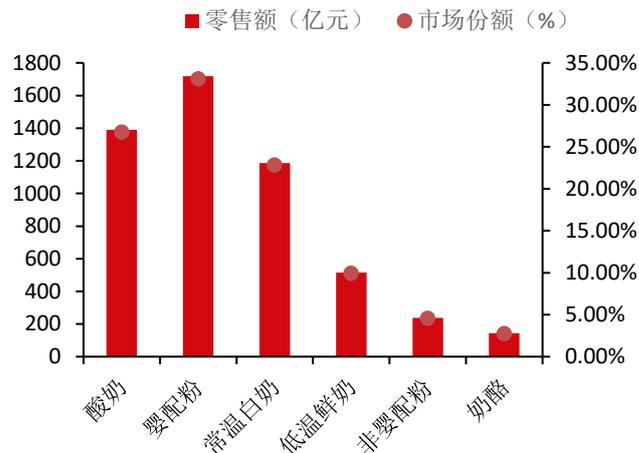
以价来看，消费升级为长期趋势，局部消费升级仍在持续。追求性价比并不意味着放弃部分品类消费或是接受产品品质的降低，而是消费分化下的升级与降级，局部消费升级与性价比并存。以乳制品为例，行业整体增速较缓，细分市场增速出现差异化。2022 年我国大陆乳制品零售额为 6,599.2 亿元，具体来看，婴配粉、酸奶、常温白奶市场规模位居前三，占比乳制品总市场规模 74.6%，已进入成熟期，近五年增速较缓；而低温巴氏奶更高营养价值和更好口感的特性顺应消费者追求，2017-2022 年销售量 CAGR 为 8.03%，高于常温奶的 1.62%，在乳品行业内部进行消费升级；预计 2024 年将达 472 亿元，2019-2024 年 CAGR 预计为 6.59%。

图表14：2008-2022 年乳制品零售额及整体增速（单位：亿元、%）



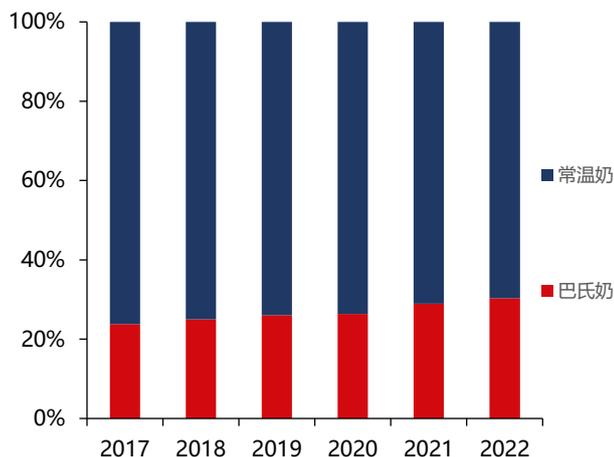
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表15：乳制品细分行业零售额（单位：亿元、%）



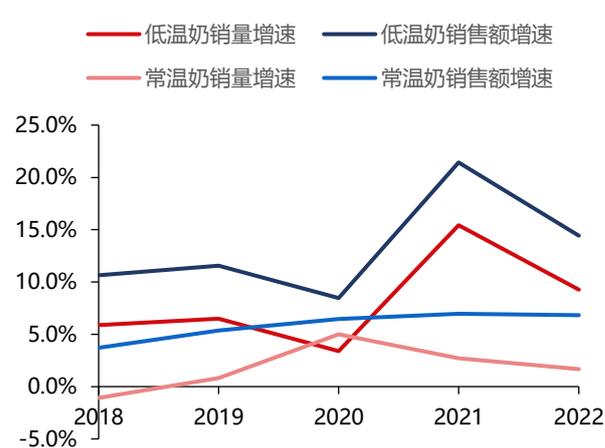
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表16：我国液态奶市场情况（单位：%）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表17：低温奶销量和销售额增速高于常温奶（单位：%）



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

2. 食品饮料商业模式投入较低但持续回报较高

2.1 食品饮料行业较为匹配价值投资理念

证券分析之父格雷厄姆首次提出了“价值投资”的理念，即投资者应该关注公司的内在价值，而不是仅仅关注市场价格。而后巴菲特在其价值投资理论中，根据 ROIC 原则将企业分为三种，**第一类，投资要求低，资本投资回报率高的业务**；第二类，需要增加资本投入才能产生收益的业务；第三类，资本投入要求高但是回报率低的业务。其中第一类公司即使没有经济及消费快速增长的背景，也能保持竞争优势，同时从公司有形资产中获得极大收益，无需将大部分利润进行内部再投资后再以期获得高额收益。

该体系下，真正优秀的公司在其持续期内无需过于高额的再投资以维持高回报

率。以喜诗糖果为例，巴菲特控股的 Blue Chip Stamps 在 1972 年花费 2500 万美元收购喜诗糖果，当时喜诗销售额仅为 3000 万美元，利润不到 500 万美元，营运资本 800 万美元。2007 年喜诗销售额为 3.83 亿美元，利润 8200 万美元，公司的营运资本是 4000 万美元。这意味着自 1972 年起，公司仅多投资 3200 万美元（即营运资本从 800 增至 4000 万美元），即可获得累计税前收益 13.5 亿美元。大部分成长中的企业要将公司收入提升到喜诗的增长水平，需要更多资本开支以及更高的营运资金。

图表18：喜诗糖果财务数据

年份	销量 (百万磅)	cagr	销售额 (百万美元)	cagr	利润 (百万美元)	cagr	营运资本 (百万美元)	再投资额 (百万美元)	累计税前利润 (百万美元)
1972	160	-	30	-	5	-	8	-	-
2007	310	2%	383	8%	82	8%	40	32	1350

资料来源：2007 年巴菲特致股东的信，国联证券研究所

一些已处成熟期的食品饮料企业同样能够像喜诗一样，在不需要持续大量资本投入的情况下，持续产生高额的利润和现金流回报。这种类型的企业自身利润即可满足公司较低的再投资要求，以支持未来的增长和扩张，更大部分的利润和现金流则能够充分回报投资者，比较符合巴菲特的传统价值投资理念中第一类企业的定义。

2.2 价值投资适合现金流量折现方法估值

在 1938 年《投资价值理论》书中，投资价值理论奠基人约翰·威廉姆斯第一次完整提出了公司价值等于公司证券持有者未来年份得到的分红和利息的现值的投资价值理论。威廉姆斯的投资价值理论提出了企业价值的范式，即企业的整体价值等于发行在外的股票的投资价值加上发行在外的债券的投资价值，股票的投资价值等于持续经营期股利的折现值，债券的投资价值等于利息与到期本金的折现价值。

DCF 模型要求企业持续稳定经营和稳定盈利，因此经营业绩稳定在某水平之上或稳定增长，且资本支出相对小的公司更适合用此方法估值，而这恰好符合消费品企业的特点。由于消费品尤其成熟品类产品的需求端波动性相对较小，消费类公司在市场份额相对稳固的情况下往往具有稳定的长期盈利前景，在股利贴现模型（DDM）框架下具备稳定分红的前提；同时，消费品公司不需要大量的营运资本来维持运营，这使得自由现金流（FCF）的减项较小、结果较大，且预测也相对更精准。

可口可乐是作为消费类企业采用 DCF 估值的经典案例。巴菲特于 1988 年首次开始购买可口可乐股票，我们用两阶段法计算 1988 年公司未来现金流的现值。1988 年

可口可乐股东盈余是 8.28 亿美元，假设 1989–1999 年十年期间，保持 15% 的年复合增长（低于公司过去七年的年复合增长率），1999 年股东盈余将达到 33.49 亿美元；假设 2000 年起，年复合增长率降低到 5%，采用 9% 的贴现率（当时的美国长期国债收益率），我们可以测算出，在 1988 年可口可乐的内在价值是 483.77 亿美元。

我们可以再用不同的增长率假设进行计算，假设可口可乐一阶段股东盈余增长率是 12%，之后永续 5% 增长率，以 9% 贴现率，公司当时内在价值为 381.63 亿美元；如果一阶段增长率为 10%，永续增长率和贴现率假设不变，那么价值是 324.97 亿美元；即便假设可口可乐一二阶段增长率均为 5%，公司价值也至少在 207 亿美元。而 1988 年和 1989 年在巴菲特买入期间，可口可乐市值平均仅 151 亿美元左右，明显低估。

2.3 食品饮料企业当前资本开支压力较小

当前国内食品饮料行业中较多子板块的头部企业的资本开支情况可分为三类。

第一类，目前已经度过固定资产大量投建的阶段，市场体量及格局变化不大，公司产能足以应对可预见未来的市场情况。第二类，目前仍在进行固定资产的投建，但前期积累的现金足以完成投建所需资金的筹募，并不会占用到近期及后续的利润和对应现金流入。第三类，优先可采取定增、转债或其他外部筹资方式来获取固定资产投建所需的资金。此处先举例说明，后文在行业对比中进行更具整体性的阐述。

第一类，以康师傅为例，作为方便面和饮品行业龙头企业，近年来随着行业体量及格局的稳定，公司生产线数量呈下降趋势。1992 年公司在泰达开发区洞庭路安装了第一条生产线，在 2016 年生产线达到 719 条的高峰，但随后公司生产线和生产基地在逐年下降，截止 2023 年底，生产线数量为 571 条，相较 2022 年底减少了 4 条。此外，从报表端可以看到，公司 2020–2023 四年时间内固定资产金额保持在 210–220 亿元区间内，固定资产投资开支可忽略不计。

第二类，以贵州茅台为例，1978 年，茅台酒产量突破千吨，此后以“扩产能、拓市场”为主线，2001 年在上海证券交易所上市，此后 20 年间，茅台共推出十余次技改及扩产项目，到 2021 年，茅台酒实际产能为 5.65 万吨，截至 2023 年，贵州茅台整体产能利用率为 114.77%。目前茅台正在朝着“双十万吨”的产能规划目标逐步推进建设，但通过逐年对比茅台构建长期资产所支付的现金与经营活动现金净流量、归母净利润、货币资金+金融类流动资产，可以看到后三项数据均远超前。因此，虽然目前公司仍在进行固定资产的投建，但无论是前期积累的资金或是当年的利润与现金流均能够较无压力地承担投建所需开支。这是公司能够多年分红比例高于 50%，并在 2022、2023 年大幅提至 80% 以上的重要条件。

图表19：茅台产能历年情况梳理

年份	茅台酒设计产能 (吨)	增加产能 (吨)	同比增速 (%)	系列酒设计产能 (吨)	同比增速 (%)	茅台酒产量基酒 (吨)	系列酒产量基酒 (吨)	茅台酒产能与产量差额 (万吨)	系列酒产能与产量差额 (万吨)
2001	6000	0	—	—	—	7317	—	-0.13	—
2002	7700	1700	28.3%	—	—	8640	—	-0.09	—
2003	8500	800	10.4%	—	—	9257	—	-0.08	—
2004	8500	0	0.0%	—	—	11522	—	-0.30	—
2005	8500	0	0.0%	—	—	12540	—	-0.40	—
2006	8500	0	0.0%	—	—	13839	—	-0.53	—
2007	9500	1000	11.8%	—	—	16865	—	-0.74	—
2008	9500	0	0.0%	—	—	20431	—	-1.09	—
2009	11500	2000	21.1%	—	—	23004	—	-1.15	—
2010	13500	2000	17.4%	—	—	26284	—	-1.28	—
2011	17500	4000	29.6%	—	—	30026	9507	-2.20	—
2012	26600	9100	52.0%	—	—	33600	9224	-1.62	—
2013	26600	0	0.0%	—	—	38599	13888	-2.59	—
2014	26600	0	0.0%	—	—	38745	19990	-3.21	—
2015	26600	0	0.0%	—	—	32179	18573	-2.42	—
2016	32592	5992	22.5%	—	—	39313	20575	-2.73	—
2017	35952	3360	10.3%	—	—	42829	20959	-2.78	—
2018	37408	1456	4.0%	17725	—	49673	20545	-1.23	-0.28
2019	38528	1120	3.0%	21245	19.9%	49900	25122	-1.14	-0.39
2020	42560	4032	10.5%	21245	0.0%	50235	24925	-0.77	-0.37
2021	42743	183	0.4%	25260	18.9%	56472	28249	-1.37	-0.30
2022	42743	0	0.0%	38060	50.7%	56810	35075	-1.41	0.30

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表20：茅台资本开支与利润、现金流、流动资产的对比

(单位：亿元)	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
固定资产+在建工程	220.5	219.5	197.9	186.7	176.6	172.0	172.6	172.0	163.1	138.0
同比变动 (%)	1.0	21.6	11.2	10.1	4.6	(0.6)	0.6	8.9	25.1	—
资本开支	26.2	53.1	34.1	20.9	31.5	16.1	11.3	10.2	20.6	44.3
经营性现金净流量	665.9	367.0	640.3	516.7	452.1	413.9	221.5	374.5	174.4	126.3
/资本开支	25	7	19	25	14	26	20	37	8	3
归母净利润	747.3	627.2	524.6	467.0	412.1	352.0	270.8	167.2	155.0	153.5
/资本开支	29	12	15	22	13	22	24	16	8	3
货币资金+交易性金融资产+其他金融类流动资产	1750.2	1744.5	1868.8	1542.9	1306.3	1120.7	878.7	668.5	368.0	277.1
/资本开支	67	33	55	74	41	70	78	66	18	6

资料来源：Wind，国联证券研究所整理及计算

第三类：以汤臣倍健为例，公司在2021H1进行定增，共募集31.25亿元，公司表示该次所募资金将用于珠海生产基地五期建设项目、珠海生产基地四期扩产升级项目、澳洲生产基地建设项目以及数字化信息系统项目和补充流动资金。而公司2020

与 2023 年期末未分配利润高达 15.4 亿和 35.7 亿，且除了 2022 年外，2020、2021、2023 年分红比例均在 65%以上。公司同时定增筹资扩产和保持现金分红，使得资本开支不占用分红所需现金流。

3. 国内外借鉴下食品饮料行业分红优势明显

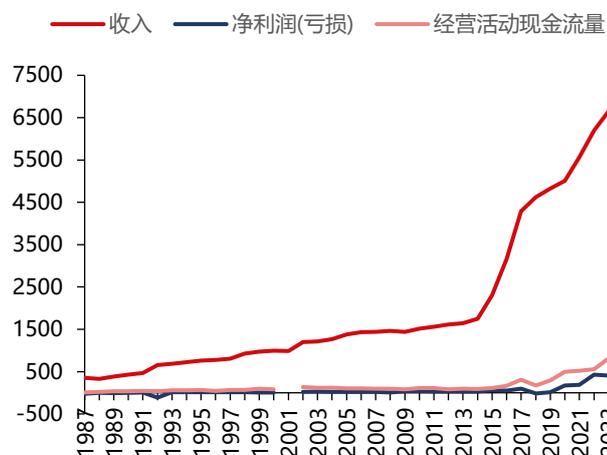
3.1 海外参考：可口可乐业绩平稳支持高额分红

首先我们选择海外食品饮料龙头标的可口可乐来做研究参照，其长期表现出稳健的经营业绩。以近十年维度来观察，2014、2023 年对应营收分别为 460/458 亿美元，基本持平；而净利润（GAAP）分别为 71/107 亿美元，CAGR 约 5%；经营现金净流量分别为 106/116 亿美元，CAGR 约 1%。近五年毛利率稳定在 60%左右，净利率在 24% 上下小幅波动，ROE 基本都超过 40%。

另一方面，公司资本性支出已长期稳定在低位。近二十年来全部维持在 30 亿美元以下，均值在 18.66 亿美元；近五年来除了 2019 年为 20.54 亿美元，其余年份均维持在 20 亿美元以下。公司资本开支/营业收入近十年来基本维持在 0.05 及更低水平，除了 2015、2019 年为 0.06。资本开支/净利润近十年来除了 2017 年，其余均维持不高于 0.35；近五年来除了 2019 年是 0.23，其余均不高于 0.2。资本开支/经营净现金流近十年来除了 2016 年为 0.26，其余年份均低于 0.25，近五年来均低于 0.2。

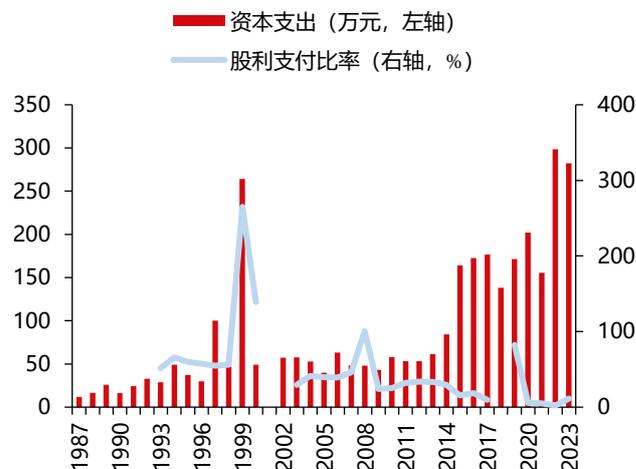
在满足业绩稳健和资本开支较低的前提下，可口可乐长期通过高分红的方式努力回馈投资者。近十年来，公司每年现金分红均超 60 亿美元，除了 2014、2015 年；每年现金分红率基本都不低于 75%；股息率基本在 3%左右，平均值为 3.08%。如果考虑回购，近十年来仅 2020、2021 两年未回购，十年回购金额均值为 48.7 亿美元；分红与回购合计来看，十年实际分红率为 169%，除 2017 年以外的其余九年均超 100%。3%左右的股息率水平看似不高，实则是由于公司估值水平较高，十年 PE-TTM 均值为 35.16x，对应 PEG 约为 33.59。我们认为，如此高的估值主要源于稳定高额的分红及回购对投资者的吸引力。

图表21: 1987-2023年可口可乐财务数据(万元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 1987-2023年可口可乐资本支出及股利支付率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 可口可乐公司历年回购与现金分红数据

年份	回购	现金分红	分红+回购	净利润	实际分红率
2023	179.23	107.14	286.37	80.34	356%
2022	31.42	95.42	126.84	76.68	165%
2021	-	97.71	97.71	73.24	133%
2020	-	77.47	77.47	71.08	109%
2019	11	89.2	100.2	69.36	144%
2018	19	64.34	83.34	67.63	123%
2017	37	12.48	49.48	64.62	77%
2016	37	65.27	102.27	61.17	167%
2015	35	73.51	108.51	57.73	188%
2014	40	70.98	110.98	53.63	207%
2013	48	85.84	133.84	49.33	271%
2012	45	90.19	135.19	56	241%
2011	-	85.72	85.72	82.71	104%
2010	-	118.09	118.09	77.11	153%
2009	-	68.24	68.24	71.94	95%
2008	-	58.07	58.07	66.77	87%
2007	-	59.81	59.81	45.66	131%
2006	-	50.8	50.8	41.36	123%

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

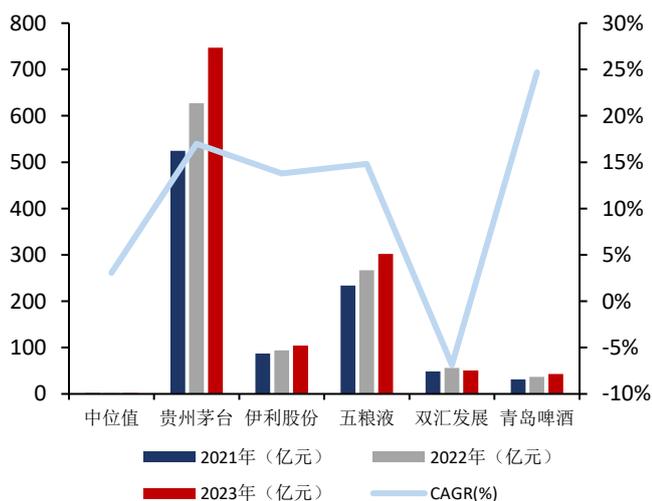
3.2 国内对比: 食品饮料比家电分红金额和比例更高

把目光转到 A 股, 我们选择同为消费行业的家电板块来做对比, 首先是业绩增速及稳定性, 食品饮料要优于家电。我们观察行业 2014-2023 年十年期和 2019-2023 年五年期数据, 食品饮料营收和利润表现出一定程度的增速下行, 近十年为 13% 和 18%, 近五年则为 10% 和 15%, 但两个时间段内的增速数据均高于家电行业。另外, 从增速的稳定性来说, 通过计算, 食品饮料近十年和近五年的收入、利润增速的标准差数值

也均明显低于家电，表现出业绩增长更稳健的优势。

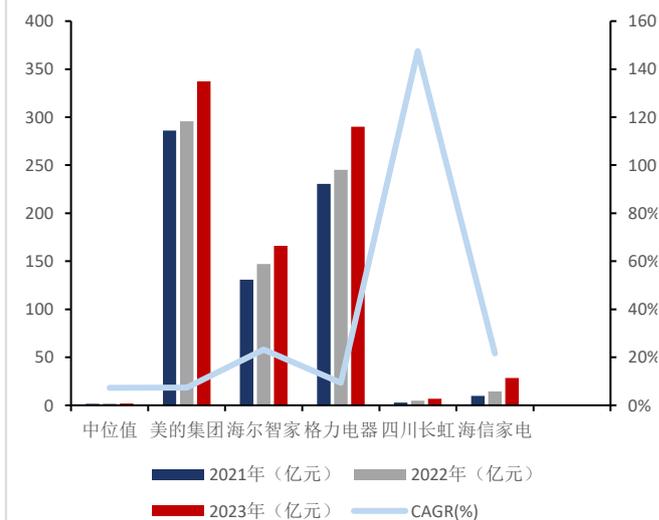
从行业格局来看，两个行业整体而言都已处于格局相对稳定的阶段。我们测算了近五年两个行业上市公司 CR5 和 CR10 的数据，食品饮料基本在 43%和 57%上下小幅波动，家电则在 68%和 78%左右，偏差也较小，均展现出行业格局的稳定性。同时，从行业龙头业绩稳健性来看，我们选取 2023 年营收排名前五的家电上市公司——美的集团、海尔智家、格力电器、四川长虹、海信家电，其对应的净利润三年 CAGR 分别为 7.40%/23.17%/9.38%/147.49%/21.58%，均高于行业中位数 7.28%，可见格局稳定下龙头份额稳中有进的趋势，这是对应业绩稳健的重要基础。而食品饮料行业中 2023 年营收前五的公司分别为茅台、伊利、五粮液、双汇、青啤，净利润三年 CAGR 分别为 16.97%/13.79%/14.83%/-6.87%/24.69%，除了双汇因屠宰业务受猪价周期波动影响过大而业绩不稳定，其他龙头均远高于行业中位数 3.08%。

图表24：食品饮料头部企业近三年利润 CAGR



资料来源：Wind，国联证券研究所

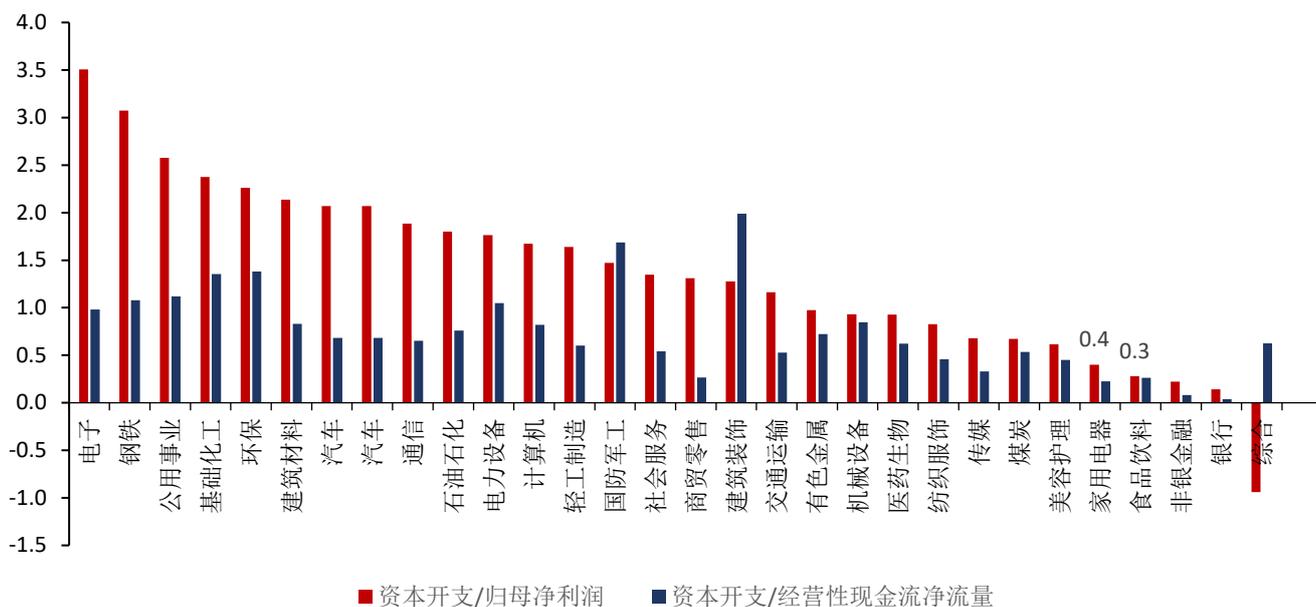
图表25：家用电器头部企业近三年利润 CAGR



资料来源：Wind，国联证券研究所

另外从资本开支来看，两个行业均保持低位。援引国联证券研究所家电组 2023 年 12 月发布的《浅论家电股股息率提升潜力》，2022 年全 A 资本开支占当期利润的比重约为 0.9，剔除银行后，上升至 1.5，家电为 0.5，仅高于银行、非银和食品饮料，资本开支占经营净现金流的比例更低。我们计算，2022 年食品饮料资本开支占归母净利润的比例为 0.33，占经营性净现金流的比例为 0.35；而 2023 年两项数据分别为 0.30 和 0.28，两年均低于家电板块，且食品饮料和家电的资本开支从占比数据来说都很低，因此不会成为高分红的阻碍。

图表26：2023年食品饮料和家电行业的资本开支占比数据保持低位



资料来源：Wind，国联证券研究所整理（2023年数据，大金融由于经营杠杆较高，并不适合采用上述指标进行直接比较）

最后我们直接对比分红的情况，因部分公司尚未公告2023年分红，我们选取2022年分红进行对比，2022年食品饮料和家电板块分红1275亿和497亿，在31个一级行业中排名第5（仅次于银行、石油石化、煤炭、非银金融）和第12；全行业分红率约为73%和51%，排名第5（仅次于传媒、纺服、交运、农业）和第14；考虑到部分行业上市公司盈利性参差不齐影响数据有效性，盈利公司分红率来看，食品饮料以71%排名第1，家电以50%排名第8。

图表27： 食品饮料和家电分红金额、比例均居前

行业名称	全行业净利润合计 (万元)	分红总额(万元)	盈利公司股利支付 率(%)	全行业股利支付 率(%)
银行	206,453,571.61	58,771,422.17	28.47	28.47
石油石化	38,199,209.43	24,006,158.02	61.66	62.84
煤炭	24,501,131.60	13,930,864.11	56.72	56.86
非银金融	32,665,118.32	13,259,981.36	39.28	40.59
食品饮料	17,475,395.01	12,750,993.87	71.03	72.97
通信	18,253,477.94	11,152,884.37	58.74	61.10
交通运输	10,198,037.69	10,536,412.16	42.29	103.32
医药生物	18,831,724.64	7,092,303.91	32.58	37.66
公用事业	9,951,250.73	6,204,166.90	50.83	62.35
基础化工	19,615,893.35	5,952,172.54	28.90	30.34
电力设备	20,654,645.46	5,664,857.38	25.93	27.43
家用电器	9,669,700.00	4,967,204.80	50.34	51.37
有色金属	18,824,837.31	4,490,456.24	23.52	23.85
建筑装饰	18,061,483.34	4,356,092.28	20.62	24.12
机械设备	9,176,878.00	4,202,697.24	38.91	45.80
汽车	8,528,504.03	3,997,454.99	34.18	46.87
电子	10,476,970.23	3,985,383.59	30.92	38.04
房地产	-7,717,251.81	2,868,819.60	31.79	-37.17
建筑材料	5,226,836.59	2,228,858.95	39.23	42.64
传媒	1,278,048.32	2,198,452.16	53.34	172.02
钢铁	3,290,786.54	2,043,525.89	41.52	62.10
计算机	2,770,424.71	1,999,631.58	37.07	72.18
纺织服饰	1,432,386.32	1,670,417.08	57.28	116.62
轻工制造	2,507,678.85	1,482,670.22	43.99	59.13
农林牧渔	1,637,681.82	1,384,218.99	35.47	84.52
商贸零售	-575,383.34	1,150,842.76	38.87	-200.01
环保	2,326,920.02	1,001,415.00	31.81	43.04
国防军工	2,555,557.72	848,405.44	25.71	33.20
美容护理	463,909.19	315,112.34	39.64	67.93
社会服务	-848,129.51	202,553.92	41.44	-23.88
综合	-154,796.77	18,046.53	5.77	-11.66

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

但由于食品饮料在过去可见的高速增长导致估值相对较高，因此股息率排名相较分红金额和分红率的排名稍显降低。先看股息率，2022年食品饮料行业股息率为1.6%，排名14；家电股息率为2.7%，排名第4，仅次于煤炭、银行、石油石化。再看估值，近十年食品饮料和家电的PE-TTM分别为31x和16x；但近年来食品饮料呈现估

值下降的趋势，而家电则相对稳定，随着食品饮料行业业绩增速的相对领先，估值有望加速消化。

图表28： 食品饮料和家电股息率排名情况

申万一级行业	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
煤炭	0.5%	0.9%	1.1%	1.5%	1.9%	2.7%	3.4%	1.1%	1.6%	1.6%	2.2%	2.3%	2.7%	2.7%	2.4%	0.8%	8.4%	3.2%	3.4%	4.8%	7.8%	9.5%	8.4%
银行	0.4%	0.9%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%	1.7%	1.8%	2.3%	3.1%	3.3%	4.3%	5.5%	6.0%	6.1%	4.4%	4.8%	4.2%	4.4%	5.0%	5.1%	5.5%	6.5%
石油石化	1.2%	3.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%	1.7%	1.0%	1.1%	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%	1.5%	0.5%	1.4%	2.6%	2.1%	1.8%	2.3%	3.7%	4.1%
家用电器	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	1.1%	1.2%	1.3%	0.7%	1.0%	1.2%	1.0%	1.6%	3.1%	3.3%	3.9%	2.5%	3.0%	1.6%	2.3%	2.3%	2.7%	2.1%	2.7%
纺织服装	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%	1.6%	1.6%	0.7%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.8%	2.3%	2.1%	1.0%	1.4%	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%	2.6%	2.5%
通信	0.8%	0.6%	1.3%	0.9%	0.8%	1.2%	1.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	1.9%	2.5%
建筑装饰	0.8%	0.4%	0.5%	0.6%	0.9%	2.1%	1.8%	0.6%	0.6%	1.1%	1.0%	1.1%	2.0%	2.3%	2.3%	1.1%	1.4%	1.3%	1.8%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
交通运输	1.2%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	1.9%	3.1%	1.1%	1.4%	1.2%	1.6%	2.1%	2.5%	2.3%	2.3%	1.2%	1.7%	1.6%	1.7%	1.9%	1.6%	2.4%	2.4%
非银金融	0.5%	0.3%	0.1%	0.6%	0.4%	1.0%	1.1%	1.0%	0.7%	1.9%	1.4%	1.2%	1.1%	1.3%	1.8%	1.7%	1.5%	1.6%	1.4%	1.7%	1.9%	2.2%	2.2%
公用事业	1.3%	2.1%	1.9%	2.2%	1.9%	2.4%	3.6%	1.3%	1.0%	1.7%	1.7%	1.6%	2.7%	3.6%	3.7%	2.4%	2.3%	2.1%	2.3%	2.7%	3.2%	2.0%	2.1%
建筑材料	0.9%	0.7%	0.8%	1.1%	1.2%	1.4%	2.1%	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.6%	1.9%	0.9%	1.2%	1.6%	2.7%	3.2%	2.6%	2.8%	2.1%
钢铁	2.0%	2.1%	2.7%	3.6%	5.1%	5.5%	6.3%	2.1%	1.2%	1.2%	1.8%	1.2%	1.1%	1.0%	1.4%	0.2%	1.1%	2.6%	3.4%	2.7%	3.9%	3.6%	1.7%
房地产	0.6%	0.3%	0.5%	0.6%	1.0%	1.6%	1.4%	0.4%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	1.5%	2.0%	1.9%	1.3%	1.8%	2.3%	2.9%	3.4%	3.3%	2.4%	1.7%
食品饮料	0.9%	1.1%	0.8%	1.3%	1.4%	1.6%	1.5%	0.7%	1.0%	1.2%	1.1%	1.3%	2.1%	2.2%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	2.2%	1.9%	1.4%	1.2%	1.6%
有色金属	1.0%	0.5%	0.8%	1.0%	1.5%	2.4%	2.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	0.7%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.6%
轻工制造	1.7%	0.6%	0.7%	1.2%	1.3%	1.8%	1.9%	0.8%	0.7%	2.1%	1.6%	1.3%	1.5%	1.7%	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%	1.5%
环保	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.0%	2.1%	2.0%	0.7%	1.0%	1.0%	1.3%	1.2%	1.7%	1.2%	1.1%	0.7%	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%
传媒	0.9%	0.9%	0.9%	1.5%	2.0%	1.0%	0.3%	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%	1.0%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%	0.9%	1.3%	1.5%
基础化工	0.7%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.4%	1.4%	0.6%	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	1.0%	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%	1.3%	1.4%	1.4%	1.2%	1.4%
机械设备	0.8%	0.8%	0.6%	1.2%	1.7%	2.4%	1.9%	0.8%	0.7%	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.0%	0.5%	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	1.3%
汽车	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	1.5%	2.2%	2.0%	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	1.4%	2.1%	2.6%	2.5%	2.1%	2.5%	2.3%	2.1%	1.8%	1.9%	1.1%	1.2%
医药生物	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	0.8%	0.5%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	1.1%	0.9%	0.9%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	0.8%	0.8%	1.1%
电力设备	0.6%	0.3%	0.4%	0.5%	1.1%	1.8%	1.1%	0.3%	0.8%	0.4%	0.8%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	0.6%	0.7%	0.9%	1.4%	1.4%	1.2%	1.4%	0.9%
商贸零售	0.7%	0.5%	0.8%	0.8%	1.4%	2.0%	1.3%	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	1.0%	1.4%	1.5%	1.2%	0.6%	1.0%	0.9%	1.0%	1.4%	1.2%	1.4%	0.9%
农林牧渔	0.6%	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%	2.0%	1.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.1%	0.4%	0.9%
电子	0.7%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
美容护理	0.0%	0.4%	0.8%	1.0%	1.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.3%	0.9%	0.5%	0.8%	1.4%	0.9%	1.2%	1.5%	0.3%	0.6%	0.6%	0.9%	0.7%	0.5%	0.7%
计算机	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%	0.6%	0.7%	1.0%	0.7%	0.8%	1.1%	0.8%	0.7%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%
国防军工	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
社会服务	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%	0.8%	1.7%	1.5%	0.7%	1.0%	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%	0.5%	0.7%	0.8%	1.2%	1.0%	0.3%	0.2%	0.4%
综合	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.4%	0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	0.5%	0.4%	0.6%	0.1%
全A(不含银行)股息率	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.6%	2.0%	2.1%	1.0%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.6%	1.6%	1.5%	1.0%	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.7%
全A股息率	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%	1.9%	2.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.9%	2.4%	2.6%	2.4%	1.5%	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%	2.0%	1.9%	2.2%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理（股息率=年度累计实现现金分红/当年平均市值）

总结来看，相较于家电板块，食品饮料股息率优势不明显，但贵在分红的绝对金额较高，且持续增长性更强，主要系业绩端的稳健高增和分红率的持续提升。在分红比例上，食品饮料也有较明显的优势，但同时具有提升的空间。2022年茅台大幅提升分红比例，约从2021年的52%提升至96%，做出突出表率；若剔除茅台，则食品饮料行业2022年分红率约为60%。若参考可口可乐对标75%分红率，分红率提升空间或有大约15pct；若参考当前行业资本开支情况，资本开支占比归母净利润在0.3-0.35区间，假设无积累盈余的需求，资本开支占比加上分红比例等于100%，行业整体或有大约5-10pct的提升空间。¹

3.3 食品饮料整体分红水平高但仍有空间

目前食品饮料行业分红水平整体而言已经较高，但仍有空间。2022年食品饮料行业上市公司有100家盈利，91家进行了现金分红（其中有3家企业亏损）。我们以剔除茅台影响的60%分红比例作为分水岭，不小于60%分红率的企业共计30家（包括亏损却仍分红的企业），这些企业分红水平较高，但部分企业或许仍有一些提升分

¹ 鉴于国内外商业环境和资本市场存在差异以及假设为理想情况下，因此测算空间仅供参考。

红的空间；再以新国九条中设置的 30%作为标准，30-60%区间的公司共计 52 家；而低于 30%分红率以及未分红的公司有 37 家，按照新国九条规定，其中能够稳定盈利的企业或更加有提升分红比例的压力。

分红比例大于等于 60%已经是优秀的分红水平，但其中部分企业尚有提升余力。经计算，2022 年全 A 分红比例在 60%及以上的公司占比约 10%，而食品饮料行业中达到 60%分红比例的公司占比则达到 25%。其中，再进一步精筛数据，盈利为正且分红比例在 80%以上的公司，共计 13 家，分别是金枫酒业、养元饮品、紫燕食品、伊力特、重庆啤酒、会稽山、双汇发展、贵州茅台、有友食品、元祖股份、安记食品、桃李面包、五芳斋。

其中，金枫、养元、紫燕（2022 年上市）、重啤、双汇、有友、元祖、安记、桃李、五芳斋这十家的高分红比例不止一年。会稽山的资本开支/经营性净现金流逐年下降，2023 年已降至 0.22，资本开支较低。茅台作为 A 股价值投资典型及食品饮料龙头，22 年分红率从之前的 52%提升至 96%，23 年也暂保持在 84%的高标准，我们认为，基于其稳定且突出的盈利能力、充裕的盈余积累和回报投资者的领头角色，后续高分红或为常态。而伊力特 2023 年分红率已回落到 54%，和前期 2020、2021 年份水平接近。

图表 29：2022 年分红比例大于 80%的食品饮料公司

证券代码	证券名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023
600616.SH	金枫酒业	--	576.71	163.98	-156.24	388.06	32.00
603697.SH	有友食品	--	44.22	43.66	91.38	171.04	92.05
603317.SH	天味食品	30.99	101.56	77.88	20.43	159.66	92.62
603156.SH	养元饮品	90.28	86.08	96.24	119.91	154.51	137.85
603057.SH	紫燕食品	--	--	--	--	139.29	99.41
603866.SH	桃李面包	102.60	96.24	107.86	124.76	124.97	50.16
600197.SH	伊力特	35.75	42.59	55.90	61.87	116.97	--
603237.SH	五芳斋	--	--	--	--	111.08	83.89
600132.SH	重庆啤酒	95.84	103.14	--	83.00	99.58	101.39
601579.SH	会稽山	30.71	--	8.30	30.42	99.37	59.29
000895.SZ	双汇发展	97.35	61.04	128.49	92.42	98.62	99.43
600519.SH	贵州茅台	51.88	51.90	51.90	51.90	95.78	32.12
603886.SH	元祖股份	65.55	116.24	79.99	70.62	90.10	86.85
002847.SZ	盐津铺子	35.17	50.14	52.58	85.82	85.31	73.63
603696.SH	安记食品	674.43	164.87	111.33	64.77	84.98	56.73
605089.SH	味知香	--	--	--	75.39	82.42	70.62
605337.SH	李子园	--	--	64.93	70.18	82.36	81.76

资料来源：ifind，国联证券研究所整理

另一方面，低于 30%分红率以及未分红的公司也对应有更大的提升分红比例的压力

力和空间。我们进一步统计了其中近三年均盈利且增速绝对值在 50% 以内的公司，共计 6 家，分别是仙乐健康、舍得酒业、百合股份、汤臣倍健、新乳业、千味央厨。其中，**汤臣倍健** 23 年已提升分红比例至 87%，后续有望延续高分红；公司也在 2023 年 10 月 25 日投资者交流中表示，上市以来公司平均分红比例基本维持在 60%-70%，并表示这会是未来的常态；从资本开支来看，2023 年虽然资本开支/经营净现金流高达 0.61，但 2021、2022 年该数据较低，且公司近年来也更多通过募资方式来进行项目开支。

另外，仙乐健康虽然 2023 年已经提高分红比例至 70.66%，但是其资本开支水平仍较高，因此持续保持该分红标准可能存在难度，公司也在 4 月 21 日投资者交流表示今年提高分红比例主要是考虑股东回报以及现金流可以支撑，后续年度的分红比例还是需要考虑当年需要投入资金，视当年的资金情况确定。舍得、百合、新乳业、央厨以资本开支现状来看后续分红情况尚不明朗。

图表 30：2022 年分红比例小于 30% 的食品饮料公司

证券代码	证券名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023
300791.SZ	仙乐健康	--	44.90	51.29	31.09	29.76	--
600702.SH	舍得酒业	10.06	--	25.77	21.32	29.65	40.18
603102.SH	百合股份	--	--	--	21.62	27.86	27.94
002695.SZ	煌上煌	24.37	23.29	23.12	21.11	24.76	142.03
300146.SZ	汤臣倍健	73.28	-160.08	72.61	67.86	22.09	86.85
002946.SZ	新乳业	21.10	21.02	22.40	20.83	20.38	--
002910.SZ	庄园牧场	20.05	20.43	44.70	20.40	19.98	--
002840.SZ	华统股份	--	137.00	10.60	--	18.86	--
001215.SZ	千味央厨	--	--	--	14.69	14.45	--
000529.SZ	广弘控股	24.45	23.72	21.28	26.46	9.55	--
002582.SZ	好想你	30.60	22.41	21.79	71.91	-23.36	-510.72
002820.SZ	桂发祥	47.75	47.49	120.34	141.55	-42.67	64.01
002650.SZ	ST 加加	--	24.81	6.54	--	-123.38	--

资料来源：ifind，国联证券研究所整理

最后，考虑到部分公司分红率不突出但是对应估值下股息率较高的情况，我们从股息率数据对高分红标的进行补充。经过筛选，已公告 2023 年度分红的公司中股息率超过 4% 的共计 12 家，除了前文已经提及的公司外，还有好想你、双汇、洋河、露露、伊利、李子园、三全这 7 家公司被筛出。这些公司估值不高，且常态化分红，其中好想你 2023 年分红大幅提升至 2.65 亿元，根据公司 2024 年 5 月 13 日投资者交流情况，公司主要考虑到可供分配利润和货币资金均充裕，因此提高分红水平，并且未来也仍会坚持积极回馈股东。

图表31：2023年股息率大于4%的食品饮料公司

证券代码	证券名称	2021	2022	2023	PE(截止 24Q1)
002582.SZ	好想你	1.68	1.68	10.07	-52.06
603886.SH	元祖股份	6.43	6.43	6.43	13.51
603156.SH	养元饮品	7.82	7.04	6.26	22.04
300146.SZ	汤臣倍健	4.63	1.19	5.95	14.73
000895.SZ	双汇发展	5.12	6.31	5.72	17.38
002304.SZ	洋河股份	3.21	4.01	4.99	14.04
000848.SZ	承德露露	--	3.44	4.58	14.40
603057.SH	紫燕食品	--	4.22	4.50	22.08
600887.SH	伊利股份	3.39	3.67	4.24	17.28
605337.SH	李子园	3.71	2.47	4.12	20.21
600132.SH	重庆啤酒	2.90	3.77	4.06	24.96
002216.SZ	三全食品	1.60	2.81	4.01	14.63

资料来源：ifind，国联证券研究所整理；股息率参考2024年5月31日股价。

4. 投资建议

新国九条鼓励上市公司以分红、回购等方式回报投资者，引导市场在投资决策时更加关注上市公司分红水平，整体向中长期投资和价值投资风格发展。食品饮料行业整体商业模式较优，业绩和现金流具备较好的稳健性；目前子行业均处于体量和格局均稳定的成熟期或仍在高速增长的成长期，这也为企业创造了较好的经营环境。因此，食品饮料企业相应更加具备分红基础，随着新国九条的出台，整体分红在原本已经排名前列的背景下进一步有所提升，此维度下投资价值凸显。

公司层面，因2023年部分数据未出，故统一选取2022年数据，筛选出了三类。**第一类是分红比例大于80%且盈利的企业；第二类是分红率不高但有望大幅提升的公司；第三类是股息率高于4%的公司。**其中我们推荐公司如下。

4.1 贵州茅台：价值投资典范，分红规模领先

公司作为白酒行业绝对龙头，品牌护城河深厚，主力产品均位于2000元以上超高端价格带，缺乏有力竞争对手。受益于中国高净值人群扩容和品牌消费升级，公司量价增长皆有空间，业绩增长较具确定性。2022年分红率从之前的52%提升至96%，2023年也暂保持在84%的高标准，分红规模更是达到约628亿元。我们认为，基于其稳定且突出的盈利能力、充裕的盈余积累和回报投资者的领头角色，后续高分红或为常态。

4.2 洋河股份：经营情况平稳，低估值高股息

公司作为稀缺的全国性品牌，市场份额稳固，受行业景气影响短期增速略有承压，

但基本盘较为稳固，经营情况平稳。公司 2023 年分红率约 70%，目前 24pe 约为 13x，低估值下股息率具备较明显优势。随着促经济政策的传导，公司内部管理的理顺，公司有望实现良好增长。

4.3 重庆啤酒：成长啤酒公司，分红持续慷慨

公司高端化持续推进、全国化战略不断深化，具备成长性。乌苏帮助公司实现了全国的渠道布局，借助重庆、乐堡等多品牌矩阵，实现新一轮的量价驱动。短期看下半年行业成本红利进一步凸显，公司有望延续量价齐升；长期看我国啤酒行业高端化空间仍大，公司创新产品与品类如夏日纷等产品有望推进公司未来产品结构升级。公司分红率多年来一贯较高，2023 年分红比例也超过 100%，股息率超过 4%。

4.4 伊利股份：乳品龙头分红+回购提升回报

收入端，液奶方面，在淡季终端动销较弱、大日期产品占比略高的情形，公司主动进行渠道调整为后续出货留出空间；但需求不振导致促销力度较大，量增为主逻辑，期待全年液奶收入同比略增；结构来看，金典优于基础白奶，白奶优于酸奶。奶粉方面，预计 24Q2 恢复正常增长。冷饮双位数高增延续。利润端，受益于成本红利和品类结构提升，费用投放加大情况下仍实现净利率持续提升。2023 年公司现金分红比例超过 70%，预计未来公司分红比例将维持 70%+。同时公司计划使用 10-20 亿元进行回购，后续全部予以注销并减少公司注册资本，目前已开始回购动作。

4.5 三全食品：承压下业绩稳，股息率较领先

收入端，速冻米面消费仍弱复苏，增长动能缺乏，但公司积极变革、精细调整，生产端改善管理、优化工艺，产品端追求差异化，渠道结构扁平化，市场决策权下沉。管理、产品、渠道、技术进行创新，速冻调制食品顺势发展。利润端，虽然采购成本有一定优势，需求端量价同时承压，公司也主动调整，因此毛利率受到影响；但直营比例下降减小了费用压力，同时营销费用投入更加精准，比如从传统媒体转投直播电商。2023 年公司分红比例从 38.42% 提升至 58.66%，24pe 约 14x，股息率也超过 4%。

4.6 汤臣倍健：VDS 行业龙头，或持续高分红

公司为国内 VDS 行业龙头，夯实线下基础，发力线上渠道建设。短期战略转型期难免阵痛，但在中长期老龄化背景下公司有望持续受益。公司 2023 年已提升分红比例至 87%，后续或延续较高分红水平；公司在投资者交流中表示，上市以来公司平均分红比例基本维持在 60%-70%，并表态“这会是未来常态”，给予投资者信心；从资本开支来看，2023 年虽然资本开支/经营净现金流高达 0.61，但 2021、2022 年该数据较低，且公司近年来实际也倾向于通过募资方式来进行项目开支，无损分红基础。

图表32：2022年食品饮料行业公司股利支付率明细

行业	股利支付率	公司简称
白酒 III	≥60%	伊力特、贵州茅台、洋河股份、泸州老窖、金徽酒、酒鬼酒
	30%-60%	老白干酒、天佑德酒、今世缘、水井坊、金徽酒、口子窖、迎驾贡酒、山西汾酒、五粮液、古井贡酒
	<30%	舍得酒业
	未分红	皇台酒业、金种子酒、顺鑫农业
保健品	≥60%	康比特
	30%-60%	金达威
	<30%	百合股份、仙乐健康、汤臣倍健
	未分红	ST 春天、ST 交昂
调味发酵品 III	≥60%	安记食品、仲景食品、恒顺醋业、天味食品、朱老六
	30%-60%	日辰股份、涪陵榨菜、安琪酵母、千禾味业、海天味业、宝立食品
	<30%	ST 加加
	未分红	佳隆股份、莲花健康、中炬高新
烘焙食品	≥60%	南侨食品、桃李面包、元祖股份
	30%-60%	西麦食品、广州酒家、青岛食品、立高食品
	<30%	桂发祥
	未分红	/
零食	≥60%	甘源食品、盐津铺子、劲仔食品、有友食品
	30%-60%	洽洽食品、三只松鼠、良品铺子、来伊份
	<30%	好想你
	未分红	黑芝麻
啤酒	≥60%	燕京啤酒、重庆啤酒
	30%-60%	珠江啤酒、惠泉啤酒、青岛啤酒
	<30%	/
	未分红	*ST 西发、兰州黄河
其他酒类	≥60%	张裕 A、会稽山、金枫酒业
	30%-60%	古越龙山
	<30%	/
	未分红	百润股份、中信尼雅、海南椰岛、*ST 莫高、威龙股份
肉制品	≥60%	双汇发展
	30%-60%	上海梅林、金字火腿
	<30%	广弘控股、华统股份
	未分红	得利斯、龙大美食
乳品	≥60%	骑士乳业、均瑶健康、伊利股份

	30%~60%	天润乳业、光明乳业、佳禾食品、燕塘乳业、三元股份、阳光乳业、海融科技、均瑶健康、熊猫乳品
	<30%	新乳业、庄园牧场
	未分红	皇氏集团、贝因美、麦趣尔、西部牧业、品渥食品、妙可蓝多、一鸣食品
	≥60%	养元饮品
软饮料	30%~60%	承德露露、欢乐家、李子园、维维股份、香飘飘、东鹏饮料
	<30%	/
	未分红	泉阳泉
	≥60%	紫燕食品
熟食	30%~60%	绝味食品
	<30%	煌上煌
	未分红	/
	≥60%	盖世食品、海欣食品、五芳斋
预加工食品	30%~60%	味知香、千味央厨、安井食品、巴比食品、春雪食品、克明食品、三全食品
	<30%	/
	未分红	惠发食品

资料来源：ifind，国联证券研究所整理

5. 风险提示

- (1) **宏观经济不及预期。**宏观经济增长不达预期可能导致居民消费水平下降，影响食品消费。
- (2) **原材料成本上涨。**大多数食品企业原材料成本占比较高，若原材料价格大幅上涨，公司净利润将受到较大影响。
- (3) **食品安全问题。**行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况，存在一定的食品安全风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼