

重视低估值现金奶牛在当前阶段的价值

——食品饮料行业周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

每周一谈：重视低估值现金奶牛在当前阶段的价值

我们判断当前形势下，权益投资的分析思路应更重视宏观层面的影响，多采用自上而下的方法。核心逻辑是：利率水平决定流动性，而市场对短期利率更为敏感，受长期利率的影响较弱。较低的短期利率利好高成长资产；短期利率升高常带来经济阵痛，当下阶段高股息低估值资产的机会将会强于高估值的成长股。

参考历史规律，我们发现：长期来看，当短期利率较低时，成长股走牛，短期利率提升，利空成长股（成长股涨跌与长期利率缺乏直接相关性）。

利率间的期限利差对成长股作用更为直接：高利差利好成长股，低利差可能导致成长股回调。

我们认为原因如下：较大的期限利差下，投资者在负债端成本低，在资产端有较高的收益率预期，因此对估值的忍耐度较高，利好高成长资产。而当长短期利率出现倒挂，负债端成本攀升，而资产端受益预期不佳，投资者对估值容忍度会迅速下降，偏好降低负债，持有现金类资产。

在这样的背景下，我们认为当下有两种选择：其一是加杠杆，进行更大程度的逆周期调节；其二则是降低对估值的容忍度，持有高自由现金流、低估值、高股息高分红的现金奶牛类公司。

当前阶段加杠杆的空间非常有限，主要由于：**1.非金融企业部门：缺乏进一步加杠杆的空间。**企业部门当前杠杆率水平在 167%左右，已处于相对较高的位置。**2.政府部门：地方政府没有能力，中央政府意愿不强。**我国政府部门的杠杆率约为 51.5%，已经不低。若考虑到隐性债务，杠杆率会更高一些。因此，作为投资者，我们应当做好自身的预期管理，不过度寄希望于外部救助。

3.居民部门：已经无力加杠杆。我国居民部门杠杆率水平约在 62%左右，与欧元区和日本较为接近，中国居民的加杠杆空间或许已经非常有限。

鉴于上述分析，权益投资者选择似乎只剩下：降低对估值的容忍度，持有高自由现金流、低估值、高股息高分红的现金奶牛类公司。这是我们基于当前背景，采用自上而下的分析思路，推导出的一种投资策略。

市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-3.14%，在申万 31 个行业中排名第 29，跑输沪深 300 指数 2.58pct。食品饮料各子行业中肉制品（+0.51%）、软饮料（+0.13%）、保健品（-0.13%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 1.07pct、0.69pct、0.43pct。个股方面，本周佳禾食品（+7.41%）、桂发祥（+6.88%）、皇氏集团（+6.56%）、顺鑫农业（+5.35%）、燕塘乳业（+5.26%）等涨幅居前。

投资策略

建议关注：建议选择估值较低，能够稳定创造较高的自由现金流，股息分红情况较好的公司，如养元饮品、双汇发展、伊利股份等。

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。

评级

增持（维持）

2023 年 07 月 02 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

行业基本资料

股票家数	121
行业平均市盈率	30.08
市场平均市盈率	11.7

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：关注乳品板块左侧布局机会》2023-06-19
- 2、《食品饮料行业研究周报：白酒积极拉动动销 速冻和零食景气延续》2023-06-12
- 3、《食品饮料行业研究周报：酒企挺价与去库存并行 速冻龙头加强高端替代》2023-05-29

内容目录

1. 市场回顾.....	3
2. 重点指标跟踪	6
3. 板块估值.....	13
4. 行业动态.....	14
5. 每周一谈：重视低估值现金奶牛在当前阶段的价值.....	16
6. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：申万一级行业本周涨跌幅	3
图 2：申万一级行业本月涨跌幅	3
图 3：申万一级行业年初至今涨跌幅	4
图 4：食品饮料子行业本周涨跌幅.....	4
图 5：食品饮料子行业本月涨跌幅.....	5
图 6：食品饮料子行业年初至今涨跌幅.....	5
图 7：食品饮料行业本周涨幅前 10 名	5
图 8：食品饮料行业本周跌幅后 10 名	5
图 9：5 月白酒价格基本稳定.....	7
图 10：高低档白酒价格趋势持续分化	7
图 11：5 月啤酒价格平稳发展.....	7
图 12：淡季挺价策略延续	7
图 13：红酒均价情况	7
图 14：红酒均价同比增速情况	7
图 15：啤酒产量逐月对比	8
图 16：啤酒产量累计值逐月对比	8
图 17：啤酒进口量逐月对比（千升）	9
图 18：啤酒进口价格逐月对比（千升）	9
图 19：白酒批价情况	10
图 20：白酒批价同比增速	10
图 21：玻璃价格情况	10
图 22：大麦进口价格情况	11
图 23：瓦楞纸价格情况.....	11
图 24：水瓶 PET 价格情况.....	12
图 25：生猪及猪肉价格.....	12
图 26：玉米及豆粕价格.....	12
图 27：生猪与玉米价格增长率对比	12
图 28：生猪与豆粕价格增长率对比	12
图 29：生鲜乳价格情况.....	13
图 30：婴配粉价格情况.....	13
图 31：白酒估值情况	13
图 32：非白酒估值情况.....	13
图 33：饮料乳品估值情况	14
图 34：休闲食品估值情况	14
图 35：食品加工估值情况.....	14
图 36：调味发酵品估值情况.....	14
图 37：成长股受流动性影响很大	17
图 38：08 年以前美国家庭部门加杠杆 房地产市场吸纳大量流动性	18
图 39：流动性收紧常伴随重大经济事件.....	19
图 40：加杠杆 企业部门杠杆率高企 没有缺乏加杠杆空间.....	20
图 41：加杠杆 地方政府空间不足 中央政府意愿不足.....	20
图 42：加杠杆 居民部门力有不逮	21
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	13

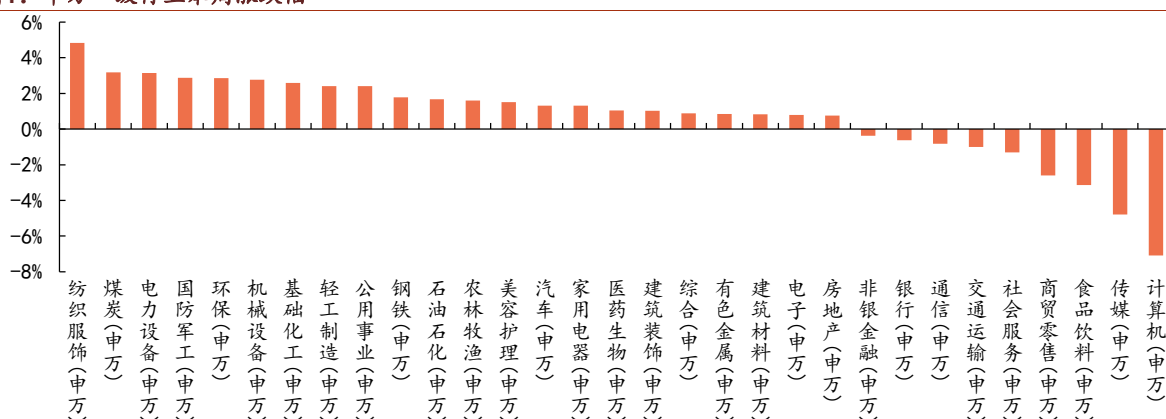
1. 市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-3.14%，在申万 31 个行业中排名第 29，跑输沪深 300 指数 2.58pct。

本月以来，食品饮料涨跌幅 0.55%，在申万行业中排名第 16，跑输沪深 300 指数 0.61pct。

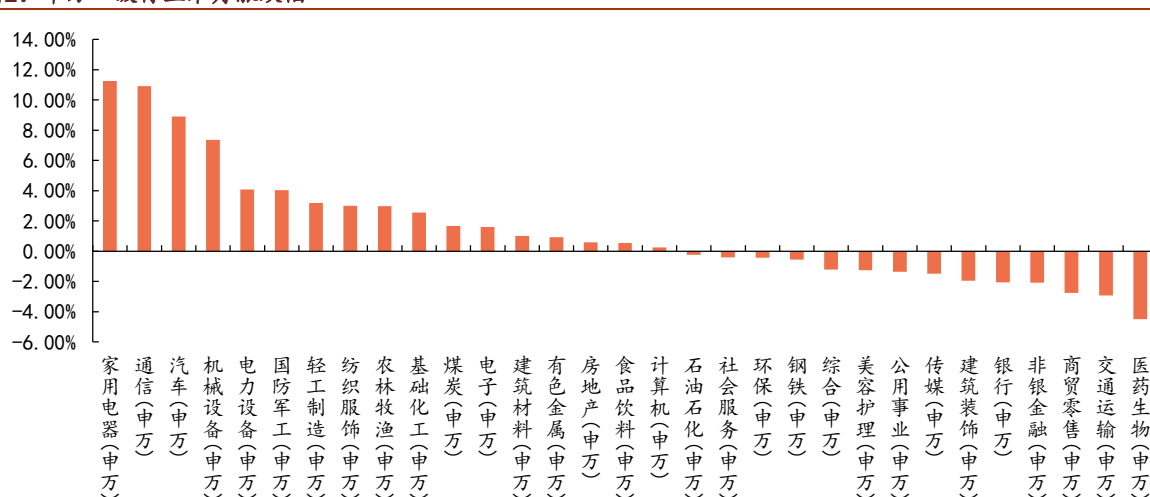
年初至今，食品饮料指数涨跌幅-9.07%，在申万行业中排名第 25，跑输沪深 300 指数 8.32pct。

图1：申万一级行业本周涨跌幅

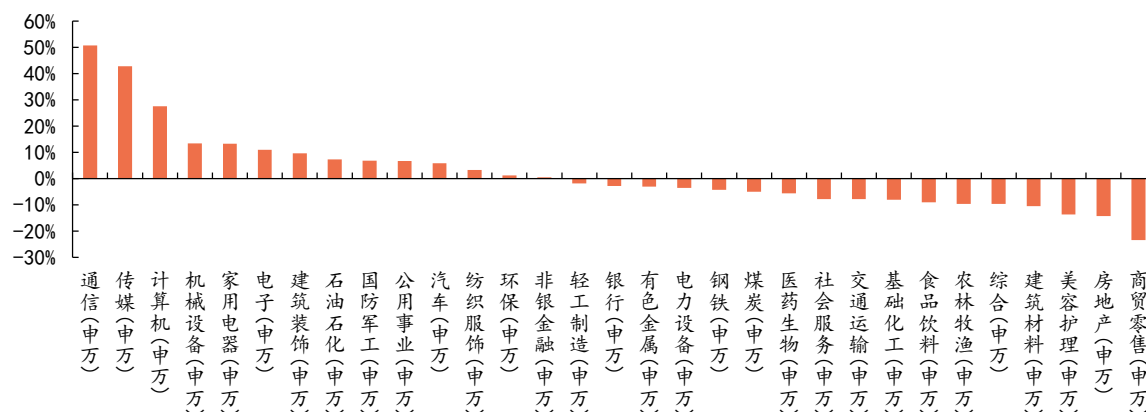


资料来源：ifind，申港证券研究所

图2：申万一级行业本月涨跌幅



资料来源：ifind，申港证券研究所

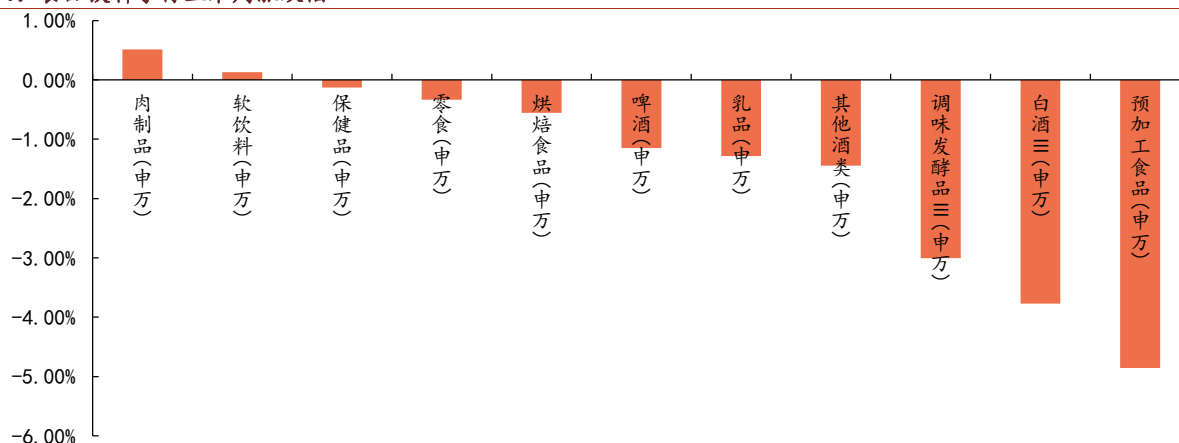
图3：申万一级行业年初至今涨跌幅


资料来源：Iifind，申港证券研究所

本周，食品饮料各子行业中肉制品(+0.51%)、软饮料(+0.13%)、保健品(-0.13%)表现相对较好。分别跑赢沪深300指数1.07pct、0.69pct、0.43pct。

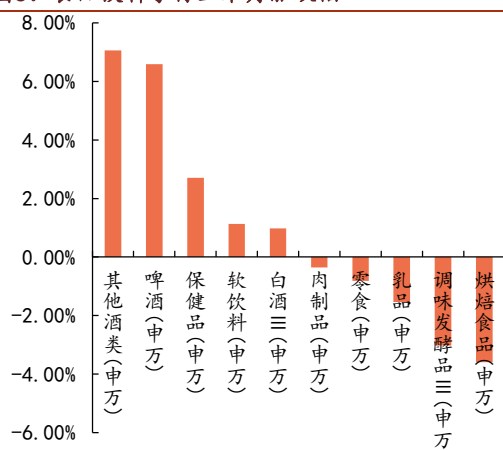
本月以来，食品饮料各子行业中其他酒类(+7.06%)、啤酒(+6.58%)、保健品(+2.70%)表现相对较好。分别跑赢沪深300指数5.90pct、5.43pct、1.55pct。

年初至今，食品饮料各子行业中软饮料(+3.31%)、其他酒类(-2.85%)、保健品(-4.68%)表现相对较好。分别跑赢沪深300指数4.06pct、-2.10pct、-3.93pct。

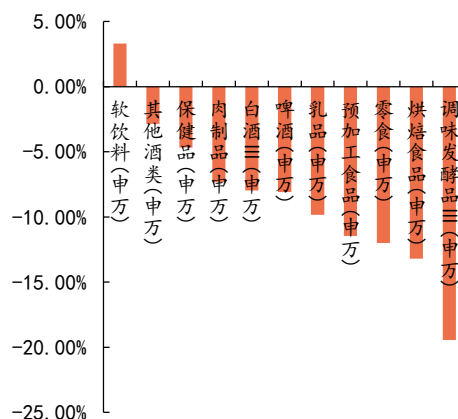
图4：食品饮料子行业本周涨跌幅


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。

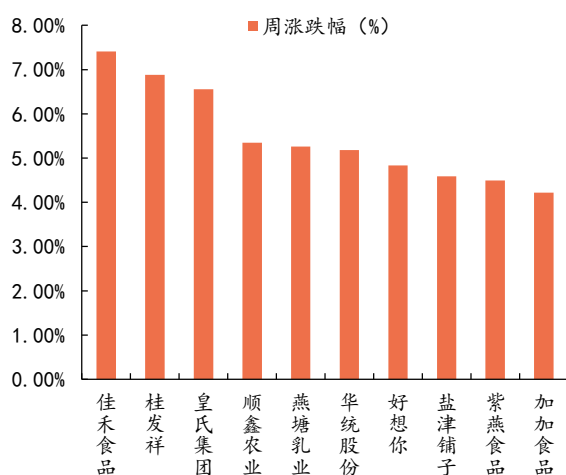
图5：食品饮料子行业本月涨跌幅


资料来源：Ifind，申港证券研究所

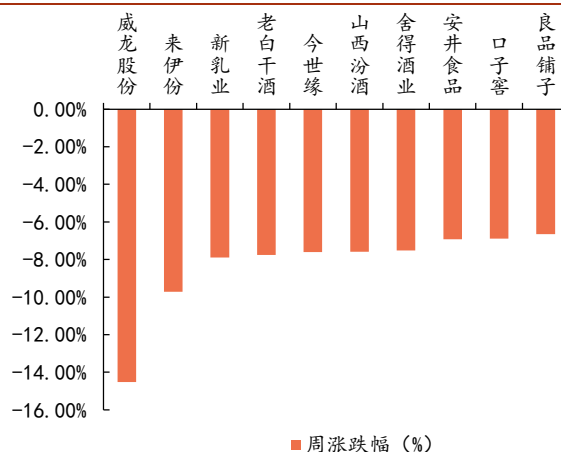
图6：食品饮料子行业年初至今涨跌幅


资料来源：Ifind，申港证券研究所

个股方面，本周佳禾食品(+7.41%)、桂发祥(+6.88%)、皇氏集团(+6.56%)、顺鑫农业(+5.35%)、燕塘乳业(+5.26%)等涨幅居前。

图7：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8：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良品铺子(+0.58pct)、口子窖(+0.31pct)、味知香(+0.25pct)、舍得酒业(+0.24pct)、酒鬼酒(+0.21pct)。本周北上资金减持个股主要为佳禾食品(-0.62pct)、顺鑫农业(-0.42pct)、中炬高新(-0.40pct)、安琪酵母(-0.33pct)、皇氏集团(-0.31pct)。

(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	7.00%	7.10%	-0.10%
000858.SZ	五粮液	6.28%	6.59%	-0.31%
000568.SZ	泸州老窖	3.80%	4.01%	-0.21%
603288.SH	海天味业	6.00%	6.17%	-0.17%
600809.SH	山西汾酒	3.33%	3.17%	0.16%
002304.SZ	洋河股份	2.64%	2.73%	-0.09%
600887.SH	伊利股份	16.11%	16.16%	-0.05%
600600.SH	青岛啤酒	3.36%	3.40%	-0.04%
000596.SZ	古井贡酒	2.42%	2.37%	0.05%

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动
000895. SZ	双汇发展	3.29%	3.30%	-0.01%
605499. SH	东鹏饮料	4.82%	4.84%	-0.02%
603369. SH	今世缘	3.79%	3.77%	0.02%
603198. SH	迎驾贡酒	1.17%	1.19%	-0.02%
600132. SH	重庆啤酒	6.53%	6.54%	-0.01%
603345. SH	安井食品	8.09%	8.09%	0.00%
600702. SH	舍得酒业	2.45%	2.21%	0.24%
300146. SZ	汤臣倍健	5.05%	5.22%	-0.17%
002568. SZ	百润股份	2.38%	2.51%	-0.13%
000729. SZ	燕京啤酒	3.46%	3.69%	-0.23%
600298. SH	安琪酵母	3.28%	3.61%	-0.33%
603156. SH	养元饮品	1.01%	1.01%	0.00%
603589. SH	口子窖	4.63%	4.32%	0.31%
000799. SZ	酒鬼酒	3.81%	3.60%	0.21%
600872. SH	中炬高新	5.12%	5.52%	-0.40%
600779. SH	水井坊	3.85%	3.89%	-0.04%
000860. SZ	顺鑫农业	1.29%	1.71%	-0.42%
603517. SH	绝味食品	1.72%	1.86%	-0.14%
600559. SH	老白干酒	1.73%	1.81%	-0.08%
002507. SZ	涪陵榨菜	6.60%	6.60%	0.00%
002557. SZ	洽洽食品	20.41%	20.37%	0.04%
603027. SH	千禾味业	7.64%	7.88%	-0.24%
002461. SZ	珠江啤酒	0.59%	0.61%	-0.02%
002847. SZ	盐津铺子	1.39%	1.56%	-0.17%
000869. SZ	张裕 A	1.27%	1.34%	-0.07%
603866. SH	桃李面包	7.91%	7.93%	-0.02%
603043. SH	广州酒家	3.44%	3.45%	-0.01%
600199. SH	金种子酒	0.40%	0.34%	0.06%
603317. SH	天味食品	1.31%	1.34%	-0.03%
600597. SH	光明乳业	1.36%	1.25%	0.11%
002216. SZ	三全食品	1.31%	1.29%	0.02%
600197. SH	伊力特	0.47%	0.41%	0.06%
002946. SZ	新乳业	0.49%	0.39%	0.10%
600305. SH	恒顺醋业	0.47%	0.48%	-0.01%
603919. SH	金徽酒	0.87%	0.90%	-0.03%
300973. SZ	立高食品	1.43%	1.34%	0.09%
002626. SZ	金达威	0.66%	0.67%	-0.01%
600882. SH	妙可蓝多	0.57%	0.59%	-0.02%
603057. SH	紫燕食品	0.00%	0.00%	0.00%
603719. SH	良品铺子	1.28%	0.70%	0.58%
002840. SZ	华统股份	0.27%	0.15%	0.12%

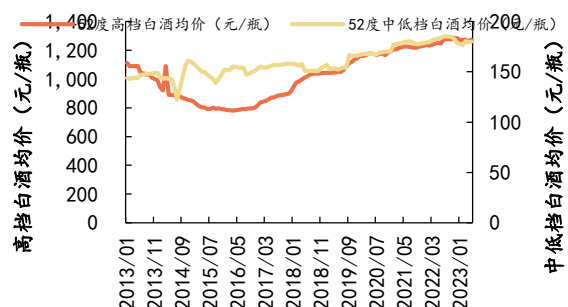
资料来源: ifind, 申港证券研究所

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. 重点指标跟踪

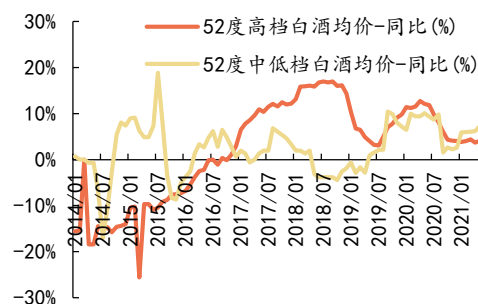
5月高低档白酒走势继续分化。36城高档白酒均价同比增1.6%至1274.22元, 环比较4月(均价1262.09元)增1%, 维持了同环比双增长。中低档白酒价格同比-1.6%至179.89元, 环比较4月微升0.3%。自2017年以来, 中低档白酒价格同比增速多数时候无法跑赢高档白酒。

图9：5月白酒价格基本稳定



资料来源：Iifind，申港证券研究所

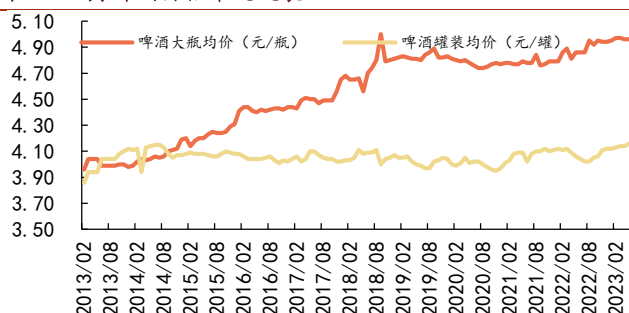
图10：高低档白酒价格趋势持续分化



资料来源：Iifind，申港证券研究所

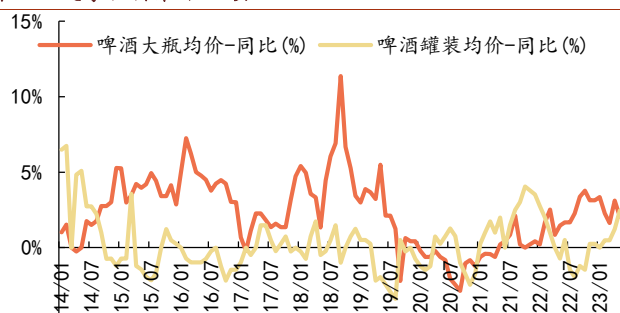
5月啤酒价格维持增长，行业利润率有望复苏。5月份36城瓶装啤酒均价同比增2.1%至4.96元，罐装啤酒均价同比增加2.5%至4.16元，均显著高于22年夏季旺季时的价格，5月逐渐进入啤酒销售旺季，仍延续的价格同比增长有利于全行业利润率的提升。自22年3月以来，罐装啤酒的销售均价增速首次超过瓶装啤酒。

图11：5月啤酒价格平稳发展



资料来源：Iifind，申港证券研究所

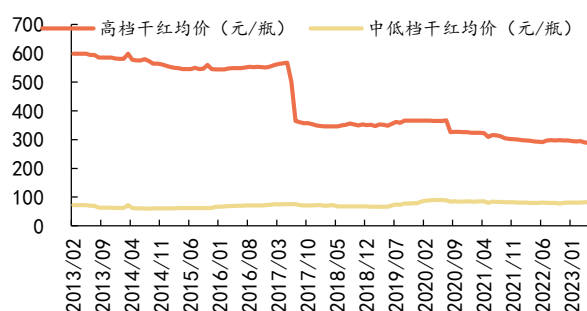
图12：淡季挺价策略延续



资料来源：Iifind，申港证券研究所

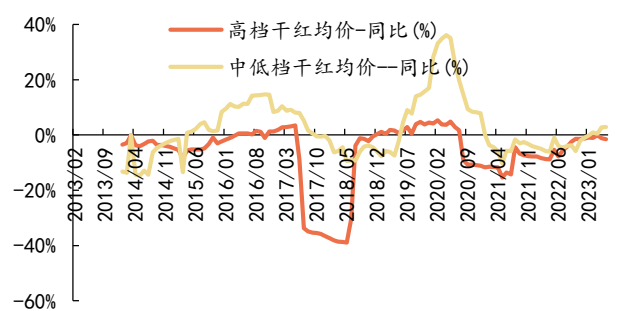
高档红酒维持跌价，中低档红酒价格企稳。5月份36城高档红酒均价下滑1.5%至288.34元，延续了20年8月以来的跌幅；中低档红酒均价同比+2.9%至81.86元，价格增速维持23年2月以来的正增长。

图13：红酒均价情况



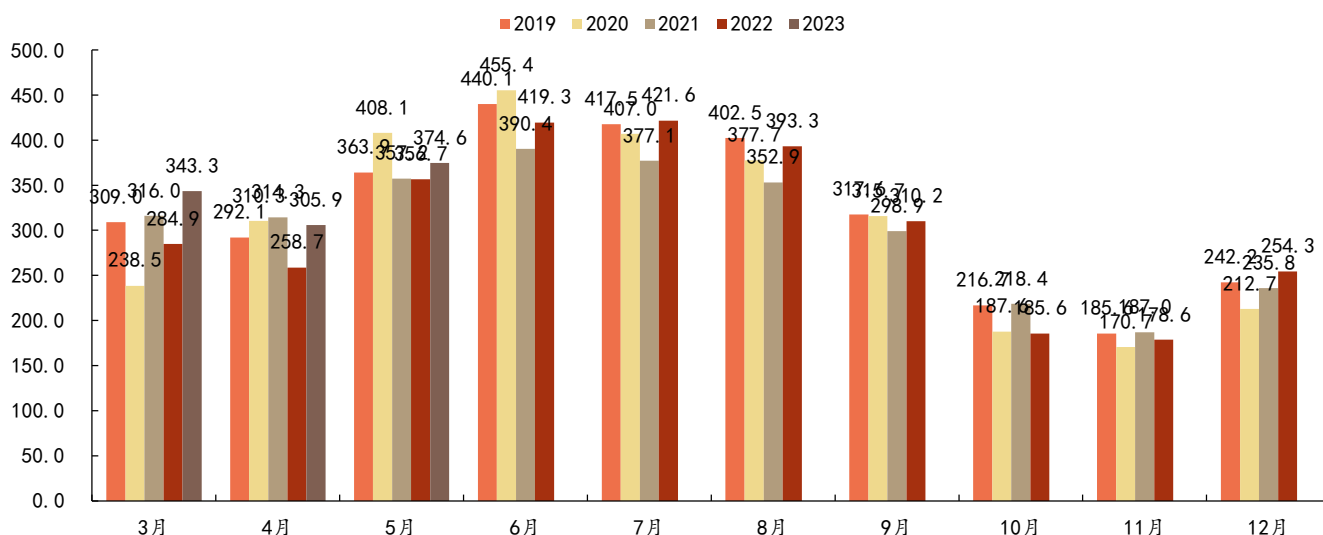
资料来源：Iifind，申港证券研究所

图14：红酒均价同比增速情况

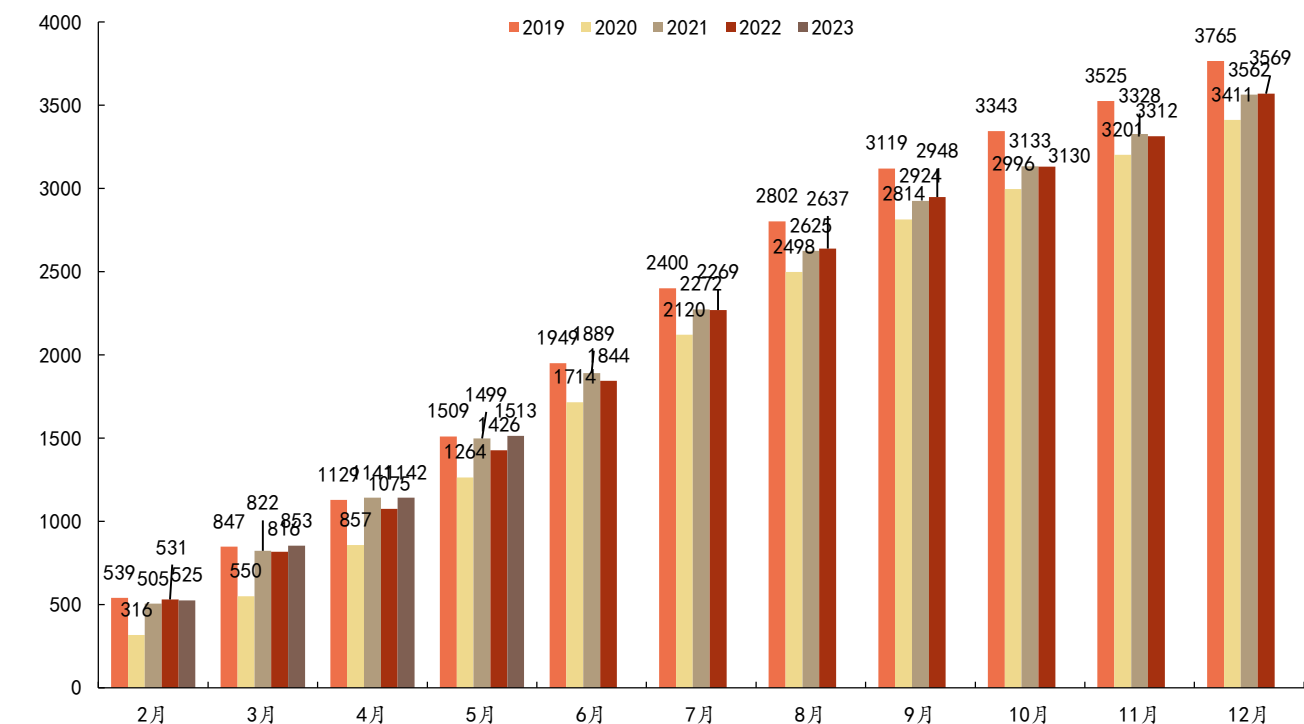


资料来源：Iifind，申港证券研究所

啤酒产量同比高增。23年5月我国规上企业啤酒单月产量374.6万千升，同比+7%，预计主要因为年初的公共健康事件对啤酒产销造成短期压制，4月前后需求持续复苏，渠道及终端销售网点主动补库存，叠加啤酒企业生产恢复。受此拉动，1-5月我国啤酒企业累计产量1512.8万千升，同比+8.4%，在4月份的基础上持续增长。

图15：啤酒产量逐月对比


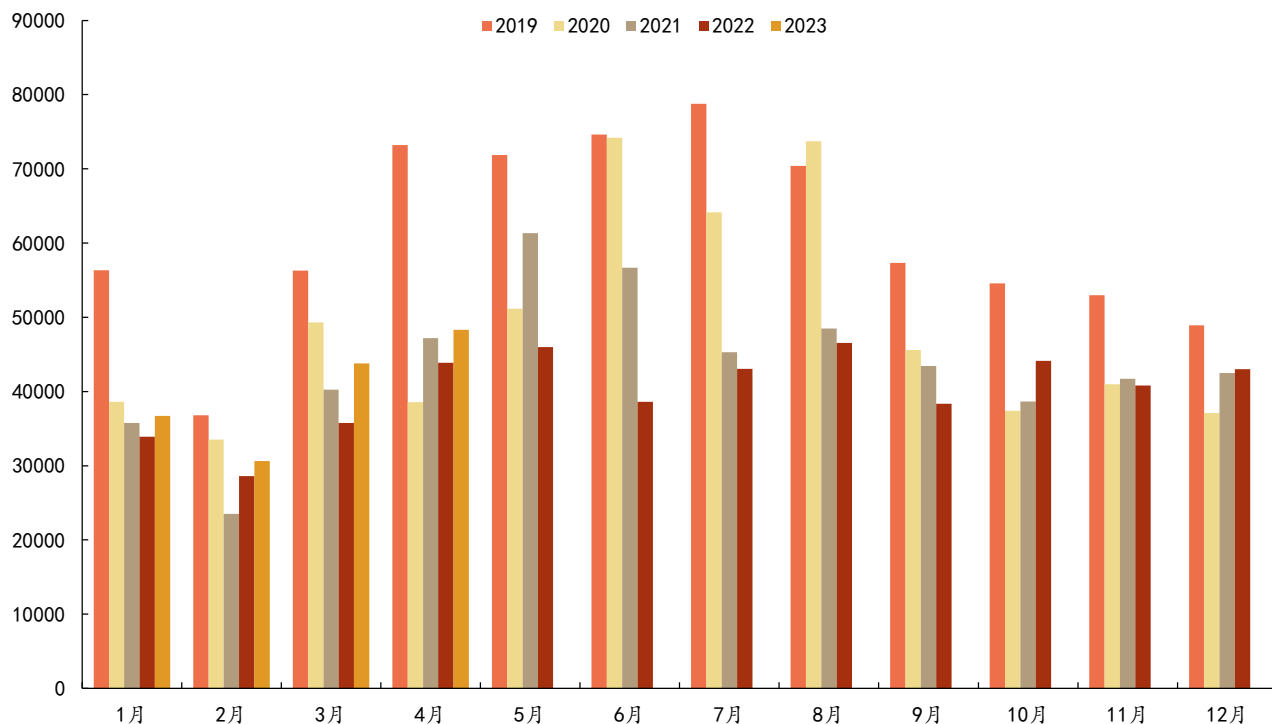
资料来源：iFind，国家统计局，申港证券研究所

图16：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

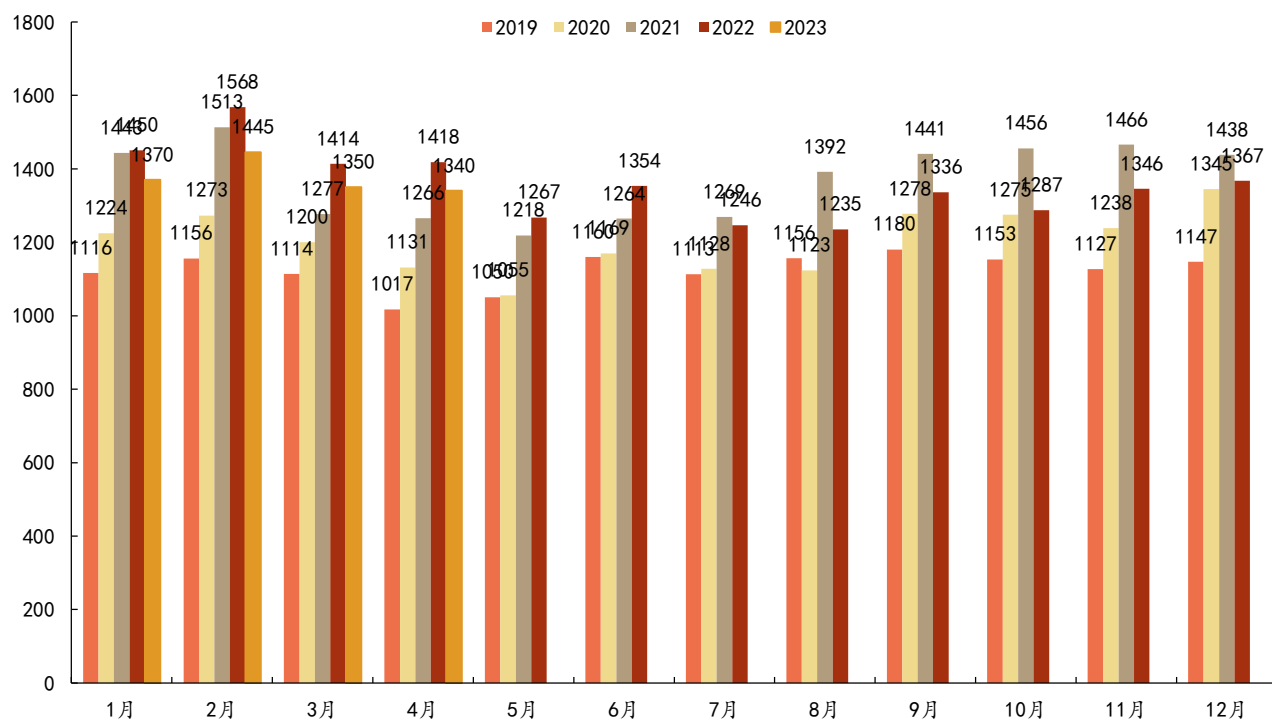
2023 年啤酒进口量高于去年，前 5 月进口量分别同比+8.9%/+7.1%/+13.1%/-0.1%/+5%；进口价格呈现下降趋势，前 5 月进口价格分别-5.5%/-7.8%/-4.27%/-4.85%/+5.73%。（数据截止日均为 6 月 30 日）

图17: 啤酒进口量逐月对比 (千升)



资料来源: iFind, 申港证券研究所

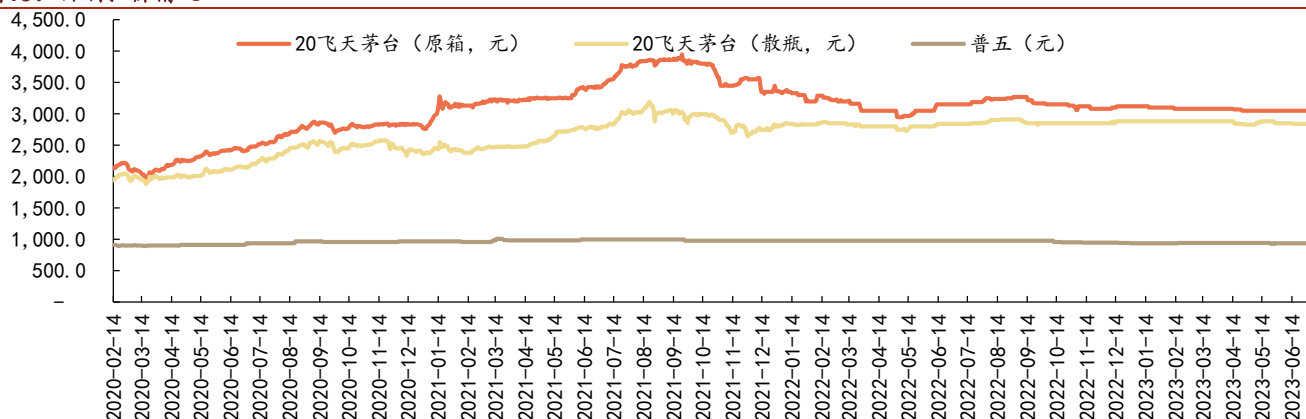
图18: 啤酒进口价格逐月对比 (千升)



资料来源: iFind, 申港证券研究所

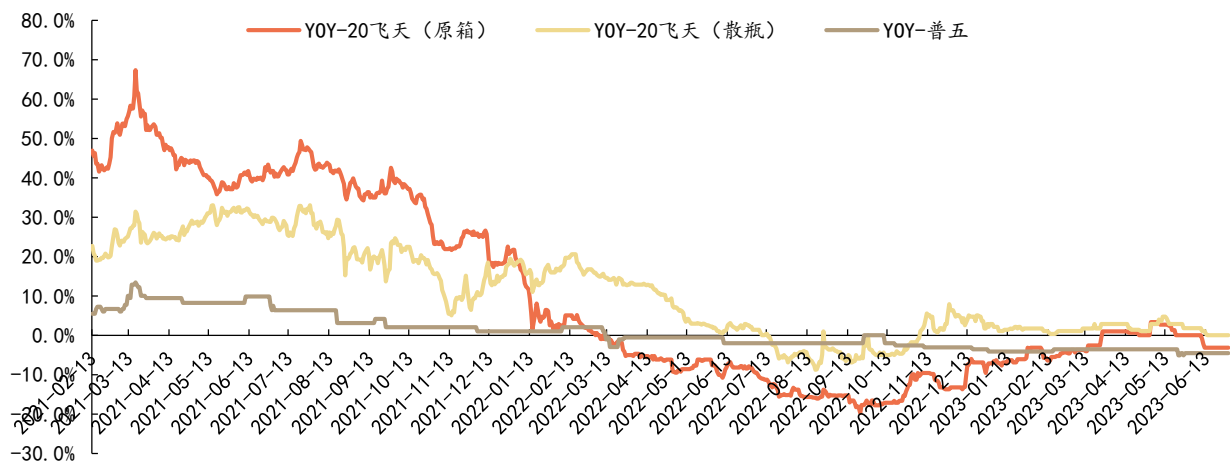
原箱茅台价格稳定, 高端酒整体价格略降。20 飞天原箱价 3050 元, 同比去年-3.2%, 较上周不变; 散瓶飞天价 2840 元, 同比去年无变化, 较上周无变化。普五批价 936 元, 同比去年-4.5%, 较上周无变化。(数据截止日均为 6 月 30 日)

图19：白酒批价情况



资料来源：iFind，申港证券研究所

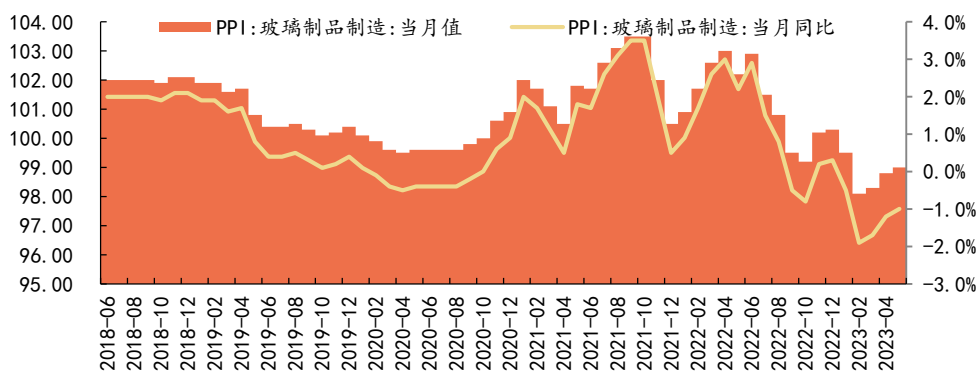
图20：白酒批价同比增速



资料来源：iFind，申港证券研究所

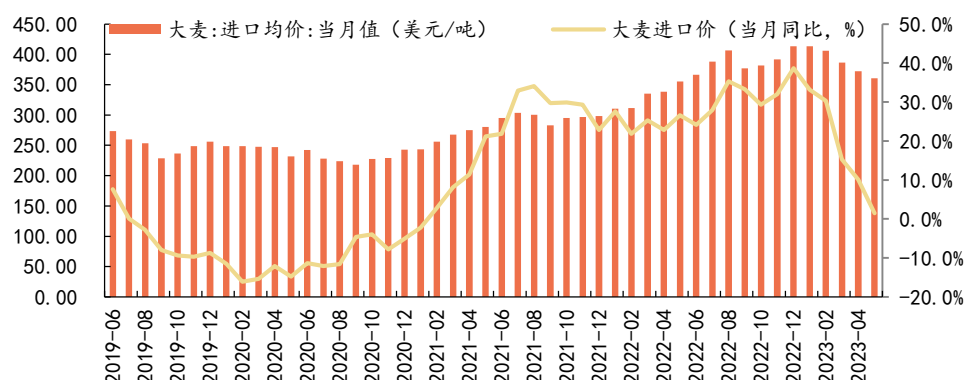
2023年5月，PPI玻璃制造指数同比减少1%。2023年5月，大麦进口均价为360.41美元/吨，同比增长1.5%。（截至2023年6月30日）

图21：玻璃价格情况



资料来源：iFind，申港证券研究所

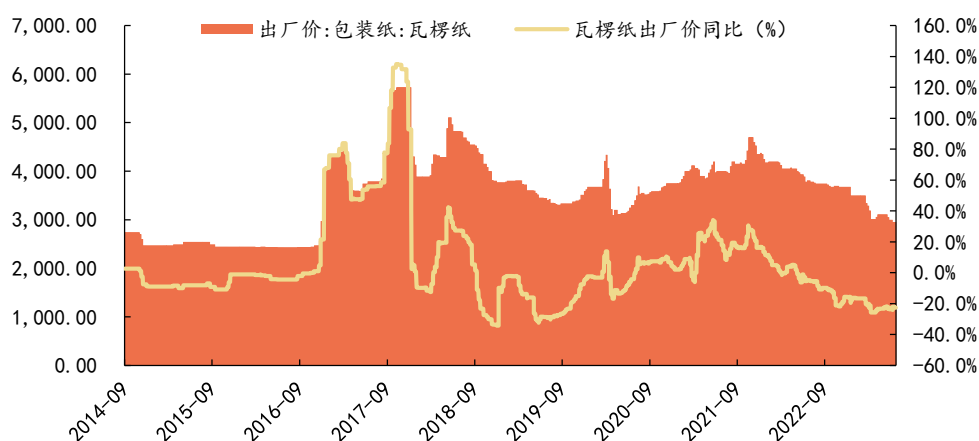
图22：大麦进口价格情况



资料来源：iFind，申港证券研究所

本周瓦楞纸出厂价为 2950 元/吨，同比降低 22.6%。上周瓦楞纸出厂价为 2950 元/吨，较上周无变化。（数据截至 2023 年 6 月 30 日）

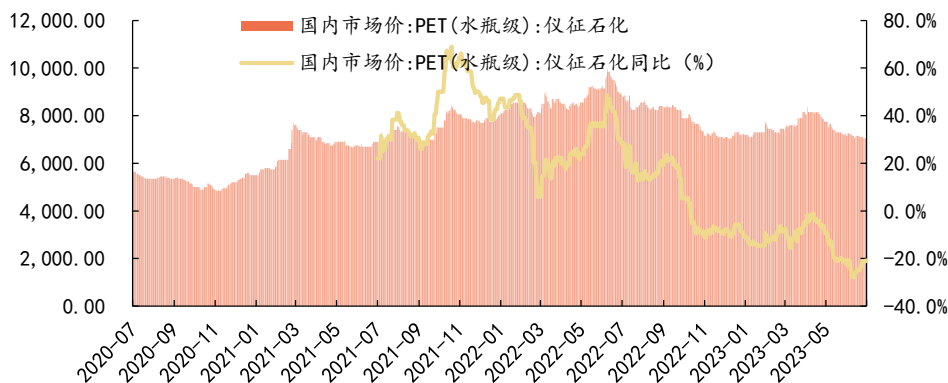
图23：瓦楞纸价格情况（元/吨）



资料来源：iFind，申港证券研究所

本周 PET（水瓶级）：仪征石化国内市场价为 7050 元/吨，6 月 30 日当日同比下降 20.8%。自 2022 年中以来国内 PET 价格回落，至年底触底，23 年初小幅反弹后再次回落。（数据截至 2023 年 6 月 30 日）

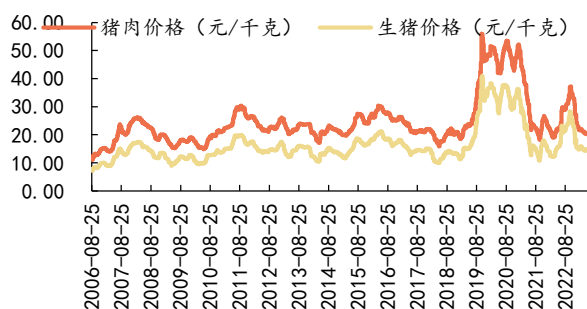
图24：水瓶 PET 价格情况（元/吨）



资料来源：iFind，申港证券研究所

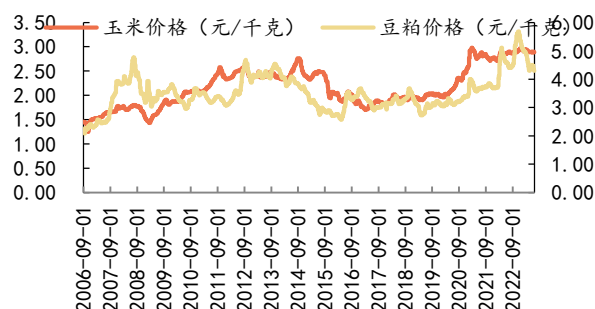
猪肉价格维持低位。截至2023年6月23日，猪肉价格为20.11元/千克，同比下降-9.8%；生猪价格14.27元/千克，同比下降12.6%；玉米价格为2.89元/千克，同比增长0.7%；豆粕价格为4.3元/千克，同比下降5.7%。

图25：生猪及猪肉价格



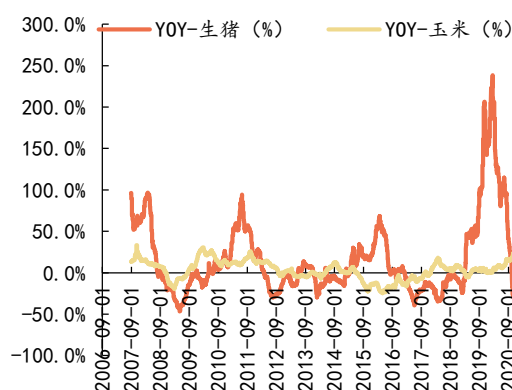
资料来源：iFind，申港证券研究所

图26：玉米及豆粕价格



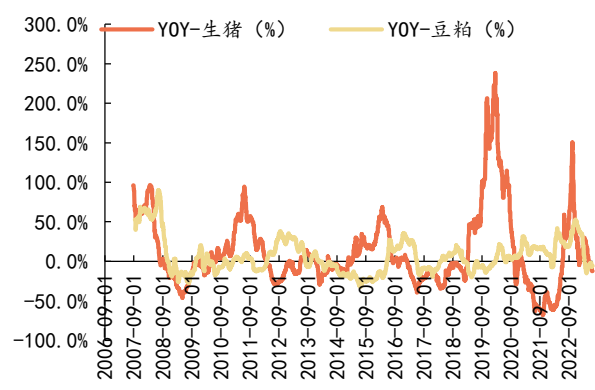
资料来源：iFind，申港证券研究所

图27：生猪与玉米价格增长率对比



资料来源：iFind，申港证券研究所

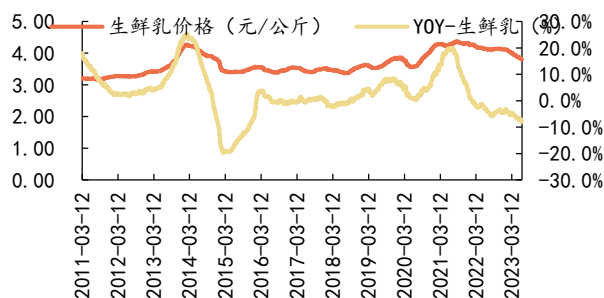
图28：生猪与豆粕价格增长率对比



资料来源：iFind，申港证券研究所

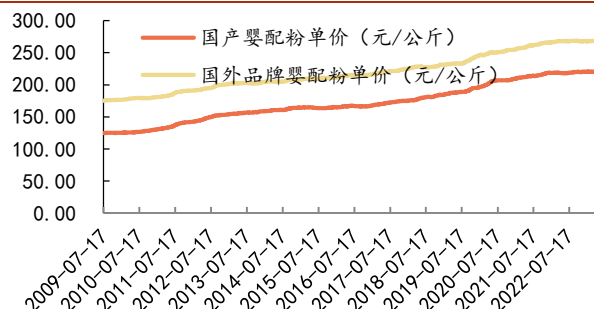
生鲜乳价格持续走低，截至2023年6月23日，生鲜乳价格为3.81元/公斤，同比下降8%；国产婴配粉单价为221.62元/公斤，国外品牌婴配粉单价为266.32元/公斤。

图29：生鲜乳价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

图30：婴配粉价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

3. 板块估值

截至最近1个交易日，食品饮料行业PE-TTM约29倍，以近5年为统计区间，估值处18.85%分位数。当前行业内其他酒类、零食、软饮料等子行业估值的分位数较高，预加工食品、乳品、肉制品的分位数较低。

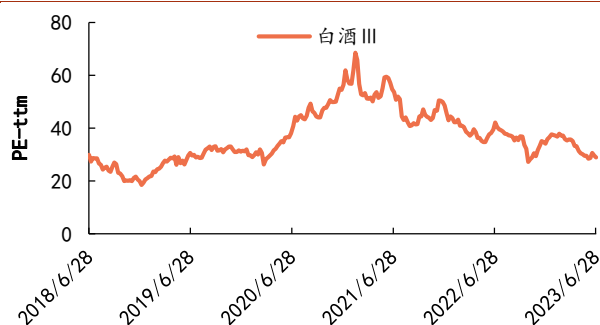
表2：食品饮料各版块估值情况

代码	行业名称	PE-TTM	PE 分位数 (%)
851233.SL	其他酒类(申万)	52.19	82.63
851281.SL	零食(申万)	31.40	59.59
851271.SL	软饮料(申万)	29.50	58.93
851247.SL	保健品(申万)	25.66	43.21
851282.SL	烘焙食品(申万)	32.04	34.65
851251.SL	白酒III(申万)	28.42	21.56
801120.SL	食品饮料(申万)	28.93	18.85
851242.SL	调味发酵品III(申万)	39.12	15.39
851232.SL	啤酒(申万)	37.82	8.72
851241.SL	肉制品(申万)	16.78	2.63
851243.SL	乳品(申万)	23.08	0.74
851246.SL	预加工食品(申万)	29.96	0.08

资料来源：Iifind，申港证券研究所

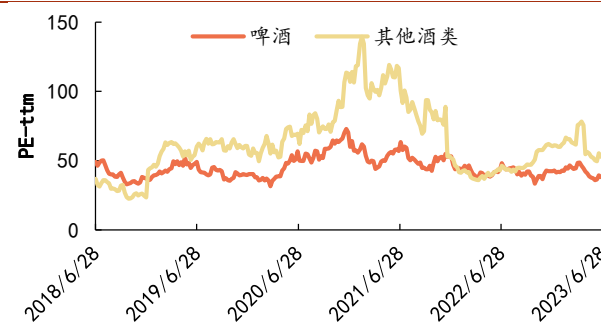
注：统计PE-TTM时已剔除利润为负的成分股。“其他食品”板块暂无成分股。

图31：白酒估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

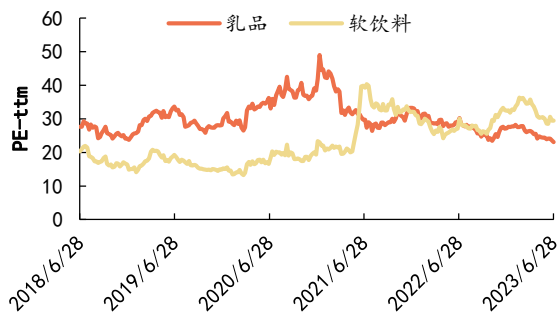
图32：非白酒估值情况



资料来源：Iifind，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%。

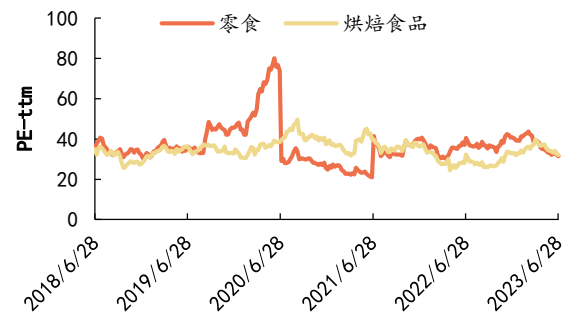
图33：饮料乳品估值情况



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%。

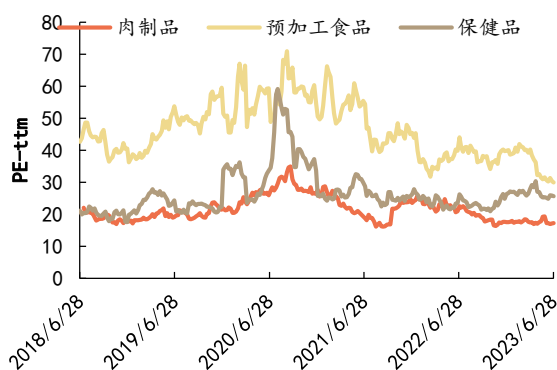
图34：休闲食品估值情况



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35：食品加工工业估值情况



资料来源：Ifind，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36：调味发酵品估值情况



资料来源：Ifind，申港证券研究所

4. 行业动态

燕京啤酒:2022 年度分红派息实施

据公司6月27日发布的公告，公司2022年度利润分配方案具体内容为：公司2022年度利润分配采取派发现金股利的方式，以固定比例的方式分配。拟按2022年12月31日总股本2,818,539,341股为基数，每10股派现金0.80元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。公司拟共分配现金股利225,483,147.28元，剩余未分配利润结转下一年度分配。

珠江啤酒：公司副总经理辞职

公司6月28日公告称：公司副总经理高艺林因已届退休年龄，申请辞去公司副总经理职务。

张裕 A：调整公司 2023 年限制性股票激励计划激励对象名单及授予价格

据公司 6 月 27 日公告，公司 2023 年限制性股票激励计划授予的激励对象由 211 名调整为 204 名，授予的限制性股票数量不变，授予价格由 15.69 元/股调整为 15.24 元/股。

威龙股份：公司控股股东和实际控制人发生变更

据公司 6 月 20 日发布公告，公司由无实际控制人变更为有实际控制人，控股股东为山东九合云投科技发展有限公司，直接持有上市公司 18.8% 的股份，实际控制人为闫鹏飞，其通过控制中博智汇间接控制山东九合 57.65% 表决权，为山东九合实际控制人。

桃李面包：控股股东及视为一致行动人增持超过 1%

据公司 6 月 28 日公告，权益变动后，信息披露义务人吴志刚、吴学群、盛雅莉及一致行动人吴学亮、吴学东及其视为一致行动人盛利、盛雅萍、盛龙、肖蜀岩、盛杰、盛玲、费智慧持有上市公司股份比例为 63.36%，权益变动比例为 1.32%。

养元饮品：发布 2022 年年度报告

报告期内，公司共生产植物蛋白饮料 58.30 万吨，采购功能性饮料 2.21 万吨，销售植物蛋白饮料 58.36 万吨，销售功能性饮料 2.03 万吨；实现营业收入 59.23 亿元；实现归属于公司股东的净利润 14.74 亿元。实现主营业务收入 59.19 亿元，与上年同期相比减少 14.24%，发生主营业务成本 32.51 亿元，与上年同期相比减少 8.31%。

煌上煌：发布 2023 年度股权激励计划草案

据公司 7 月 1 日公告，此次激励计划采取的激励工具为股票期权，股票来源为公司向激励对象定向发行的本公司 A 股普通股股票；激励计划拟向激励对象授予的股票期权数量总计为 1,500.00 万份，约占此次激励计划草案公告时公司股本总额 51,230.42 万股的 2.93%；激励计划首次授予的激励对象总人数为 222 人；此次激励计划的股票期权(含预留部分)的行权价格为 8.14 元/份。

海南椰岛：公司控股股东及实际控制人变更

据公司 6 月 29 日公告，公司原控股股东北京东方君盛投资管理有限公司所持海南椰岛股票被司法拍卖导致其股份减少，国资公司持有公司股份总数的 13.46%，截至公告披露日，由国资公司提名并当选的董事有 5 名，占公司董事会成员半数以上，公司第一大股东变更为国资公司，实际控制人为海口市国有资产监督管理委员会。

广弘控股：发布 2022 年度权益分派实施公告

据公司 6 月 21 日公告，2022 年度权益分派具体内容为：以公司现有总股本 583,790,330 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元(含税)，共计分配现金红利 87,568,549.50 元；不送股，也不实施公积金转增股本。

盐津铺子：2021 年限制性股票激励计划第二个解除限售期解除限售条件成就

据公司 6 月 21 日公告，公司 2021 年限制性股票激励计划第二个解除限售期解除限售条件已经成就，本次符合解除限售条件的激励对象共计 29 人，全部符合解除限售条件，可解除限售条件的限制性股票数量为 952,515 股，占目前公司最新股本总额 196,192,485.00 股的 0.49%。

南侨食品：发布 2022 年年度权益分派实施公告

据公司 6 月 30 日公告，此次权益分派对象为：截至股权登记日下午上海证券交易所收市后，在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的全体股东；分配方案为：以方案实施前的公司总股本 427,976,616 股为基数，每股派发现金红利 0.30 元（含税），共计派发现金红利 128,392,984.80 元。

第 33 届青岛国际啤酒节将于 7 月中旬至 8 月中旬举办

第 33 届青岛国际啤酒节继续围绕“青岛与世界干杯”永恒主题，按照“双核引领、多域联动”办节思路举办，设西海岸新区、崂山区两个会场，市南区、市北区等六个区市举办特色啤酒节活动。

达利食品拟启动私有化退市

据公司 6 月 27 日的联合公告，公司及要约人融世国际联合公布，要约人要求董事会向计划股东提出建议，透过计划安排方式将公司拟私有化，建议涉及注销计划股份。待计划生效后，达利食品将按照相关规定向联交所申请撤销股份于联交所的上市地位。交易所 28 日通告称，达利食品复牌。

第四届黄河两岸清香酒高峰论坛暨白水杜康合作商大会举办

6 月 29 日，以“大国清香 黄河力量”为主题的第四届黄河两岸清香酒高峰论坛暨白水杜康 2023 年度合作商大会在西安举办。此次活动由中国酒类流通协会指导、第四届黄河两岸清香酒高峰论坛组委会主办、陕西杜康酒业集团承办，旨在进一步塑造黄河两岸清香型白酒产区 IP，提升黄河两岸清香型白酒的竞争力，为陕西白酒千亿产业链助力，以实际行动促进清香型白酒高质量发展。

5. 每周一谈：重视低估值现金奶牛在当前阶段的价值

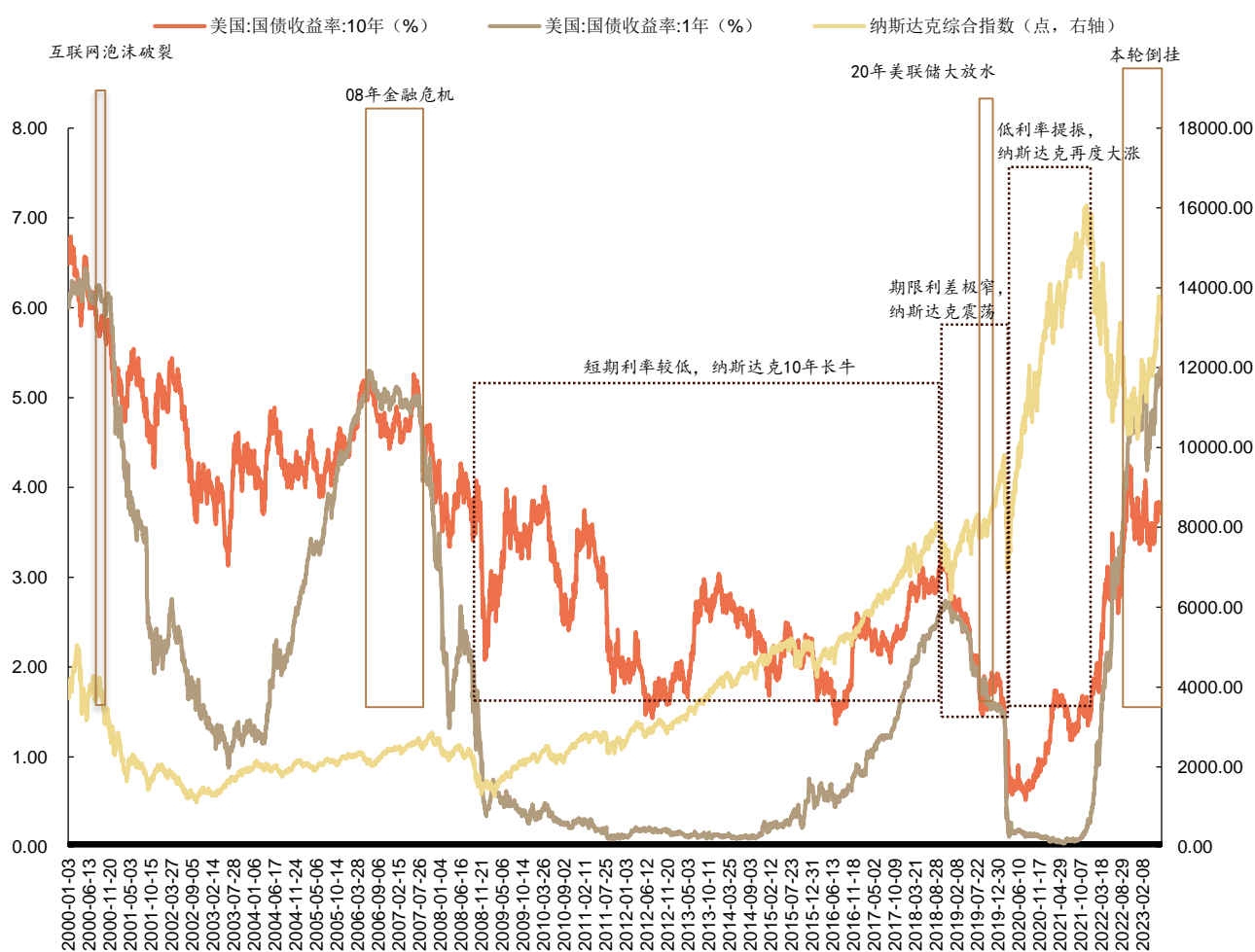
我们判断当前形势下，权益投资的分析思路应更重视宏观层面的影响，更侧重考虑 β 而非 α ，且多采用自上而下的方式寻找投资标的。

我们的核心逻辑是：美联储利率水平会很大程度上决定市场流动性的强弱，而市场对短期利率更为敏感（以 1 年期美债收益率为例），受长期利率的影响较弱（以 10 年期美债收益率为例）。较低的短期利率有利于资产价格泡沫的形成，利好高成长资产；短期利率升高常带来经济阵痛甚至经济危机，估值泡沫可能破碎，因此我们认为当下阶段高股息低估值资产的机会将会强于高估值的成长股。

首先论证较低的短期利率利好成长股：我们以美国 10 年期国债收益率和 1 年期国债收益率分别代表长期和短期利率，以纳斯达克指数作为高成长性资产的价格代表（如下图所示）。参考下图，我们将 08 年后的情况做如下划分：

- ◆ 09年初-18年初，短期利率很低，长短期利率之间的期限利差较大，投资者有机会以较低成本融到短期资金，并投向高成长高收益的长期资产（如科技股），纳斯达克指数几乎没有大的回撤，经历10年长牛。
- ◆ 18年初-20年初，随着美国急速提升短期利率，长期利率未能随之提升，期限利差极窄甚至出现长短期倒挂，纳斯达克指数也在此阶段出现明显的震荡，并伴随了2次较大的回撤。
- ◆ 20年初-21年底，美国维持着非常低的短期利率水平，期限利差迅速走阔并维持在较大的区间，纳斯达克指数重回高增长。
- ◆ 21年底至今，美国短期利率急剧提升，期限利差迅速收窄并出现长短期倒挂，纳斯达克出现明显回调。

图37：成长股受流动性影响很大



资料来源：iFind，申港证券研究所

从上图我们发现一个简单的规律：当短期利率较低时，科技股走牛，短期利率提升，利空科技股（科技股的涨跌与长期利率似乎缺乏直接的相关性）。但是，短期利率的提升或降低并不迅速影响纳斯达克指数，甚至也不必然影响该指数（例如：16年中-18年中短期利率明显抬升，而纳指仍在增长）。那么谁对科技股有更强的直接性影响呢？谁的边际变化会直接作用于科技股指数？

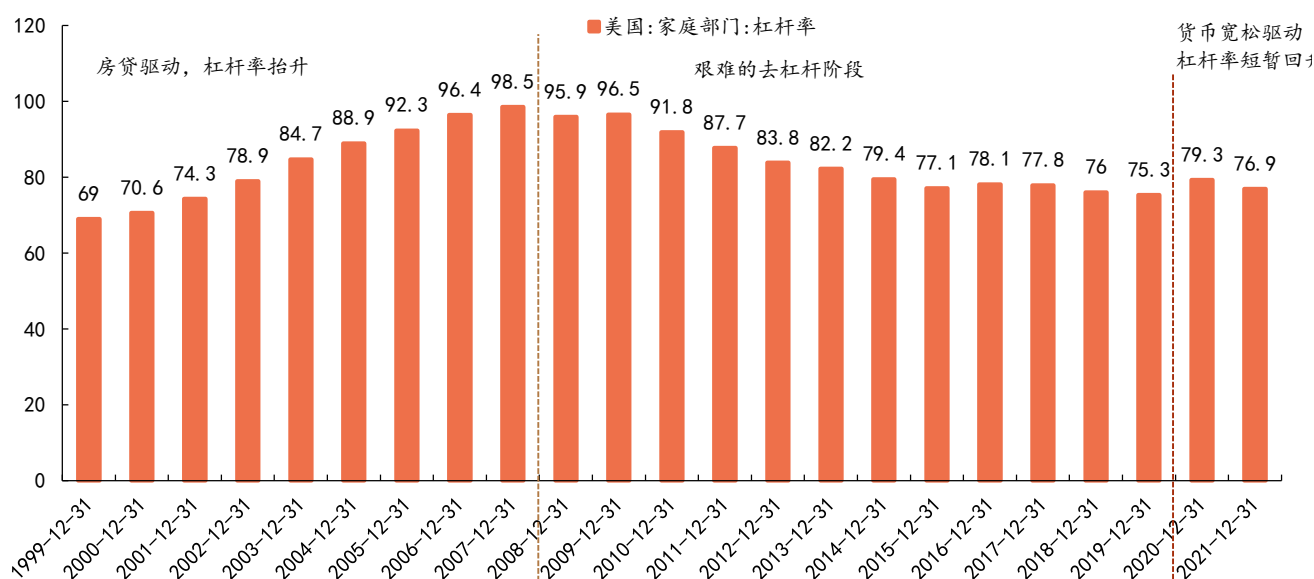
我们认为是长短期利率间的期限利差。尽管16年中-18年中的短期利率提升没有带来科技股指数回落，但当18-20年间期限利差达到0左右，纳指迅速出现回调。

即：期限利差也对成长股有较大影响，高利差利好成长股，低利差可能导致成长股回调。

分析至此，新的问题出现了：00-08 年之间，受短期利率变化的影响，期限利差也曾出现大幅波动，但纳斯达克并没有随之出现明显的涨跌。这是为什么？

我们认为这主要是房地产蓄水池的变化。权益资产和房地产均是资产，好比蓄水池；而央行向市场投放的流动性好比水，各资产的价格好比蓄水池的水位高低。在 00-08 年间，尽管较低的短期利率背景下长期出现了期限利差，但该部分流动性主要被房地产市场所吸纳，因此没有推动科技股大涨。下图美国居民部门杠杆率在 00 年末的 70.6% 迅速抬升至 07 年末的 98.5%，或许可以证明我们的观点。

图38：08 年以前美国家庭部门加杠杆 房地产市场吸纳大量流动性



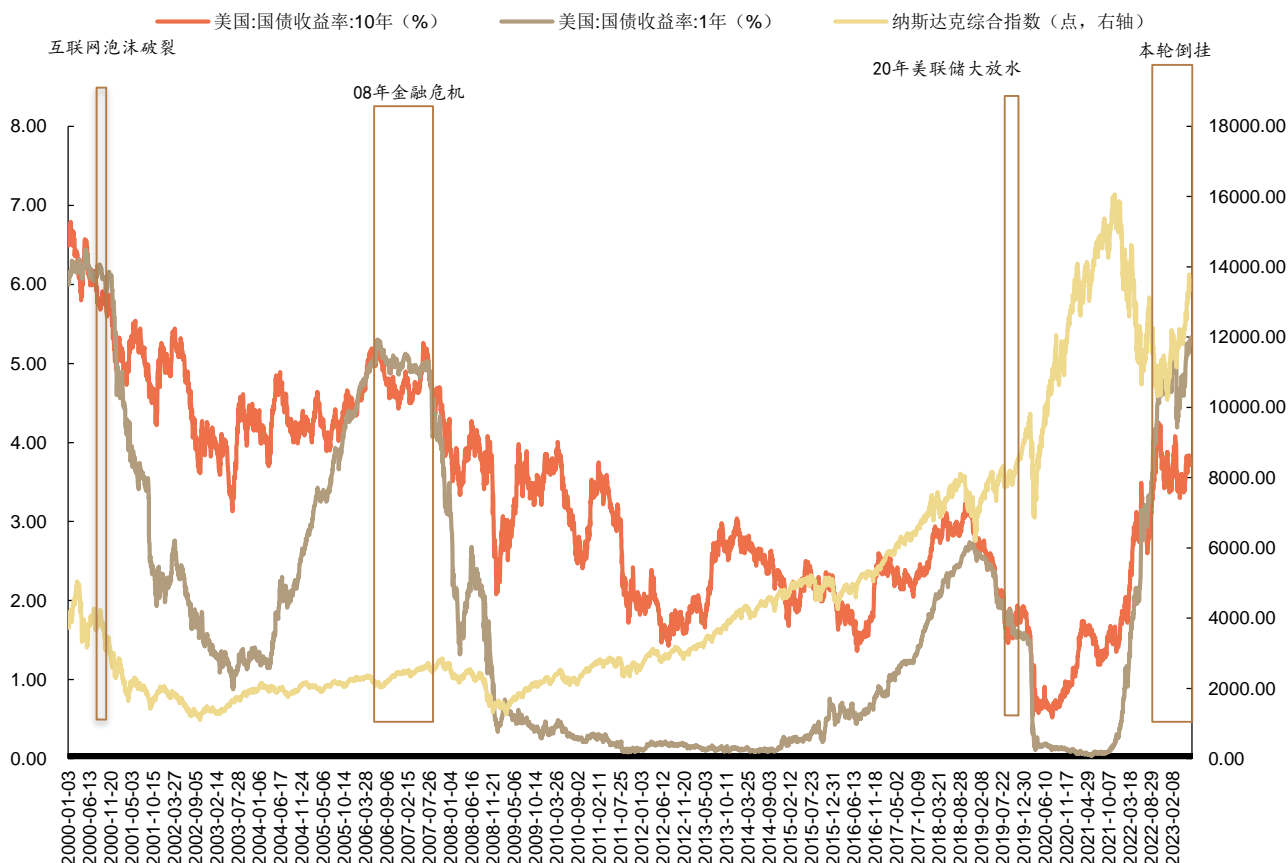
资料来源：iFind，申港证券研究所

前文论述了短期利率较低，期限利差较大时，科技股往往走牛。那么当短期利率上行，甚至出现倒挂时，市场会如何？我们观察 00 年以来，历史出现了 4 次的 1 年/10 年期美债收益率期限利差的倒挂：

- ◆ 第一次是 2000Q3，为期 3 个月，随后发生了股市互联网泡沫的破灭。
- ◆ 第二次是 06 年 7 月-07 年 7 月，为期 1 年左右，随后发生 08 金融危机。
- ◆ 第三次是 20 年上半年，短暂出现，随后是美联储大放水，所有资产价格大涨，纳斯达克从低点 7000 多点涨到高点 16000 点。
- ◆ 第四次是现在，22 年 10 月左右开始，已经持续约 3 各季度，且我们预计到今年底还是会继续倒挂。

即：除了第三次很短暂的倒挂，并通过短期急剧降息放水对冲危机外，每次倒挂后不久（1 年以内），市场 β 层面都出现了危机。

图39：流动性收紧常伴随重大经济事件



资料来源：iFind，申港证券研究所

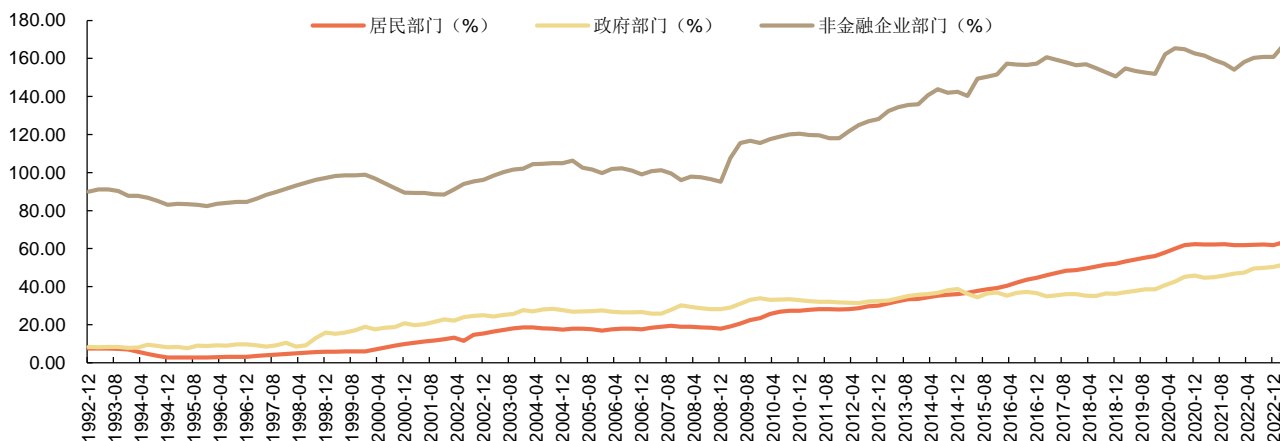
为什么期限利差对成长股有如此大的影响？我们认为逻辑如下：短期利率代表了市场投资者的融资成本，长期利率代表了投资者对经济增速的长期预期。较大的期限利差代表投资者在负债端有机会以较低成本融得资金，在资产端又整体乐观，有较高的收益率预期，因此对估值的忍耐度较高，利好高成长资产。而当长短期利率出现倒挂，负债端成本攀升，而资产端受益预期不佳，投资者对估值容忍度会迅速下降，偏好降低负债，持有现金类资产。且我们预计企业部门也会倾向于减少甚至停止资本开支，降低开工率，而这由会带来就业的下降、居民收入的减少。

在这样的背景下，我们认为当下有两种选择：其一是加杠杆，进行更大程度的逆周期调节；其二则是降低对估值的容忍度，持有高自由现金流、低估值、高股息高分红的现金奶牛类公司。

选择一：加杠杆——当前阶段加杠杆的空间非常有限，我们的判断逻辑如下：

1.非金融企业部门：缺乏进一步加杠杆的空间。下图列示出我国居民、政府、非金融企业3部门的杠杆率水平，可以看到企业部门当前杠杆率水平在167%左右，已处于相对较高的位置，结合我们对当前阶段的认知，我们认为企业部门不会是加杠杆的主力。

图40：加杠杆 企业部门杠杆率高企 没有缺乏加杠杆空间

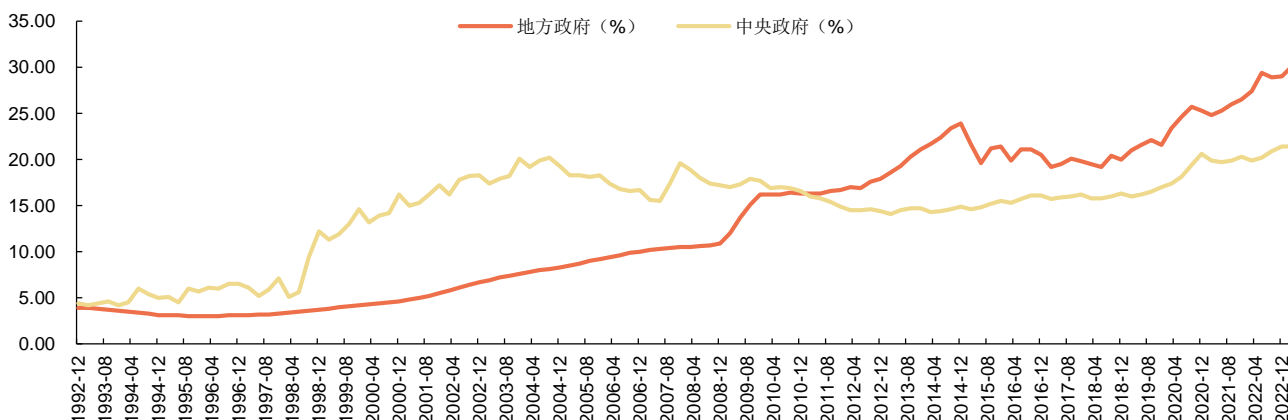


资料来源：iFind，申港证券研究所

2.政府部门：地方政府没有能力，中央政府意愿不强。首先，上图可见我国政府部门的杠杆率约为 51.5%，虽低于企业和居民部门，但已经不低。从政府部门杠杆率分布来看（见下图），地方政府的报表端杠杆率已经超过中央政府，若考虑到隐性债务，地方政府的杠杆率会更高一些，因此，我们认为地方政府缺乏显著的加杠杆刺激经济的空间。而中央政府层面，则已经就地方政府债务问题公开表态“进一步打破政府兜底预期”，坚持中央不救助原则，做到“谁家的孩子谁来抱”。因此，作为投资者，我们应当做好自身的预期管理，不过度寄希望于外部救助。

图41：加杠杆 地方政府空间不足 中央政府意愿不足

中央及地方政府杠杆率水平

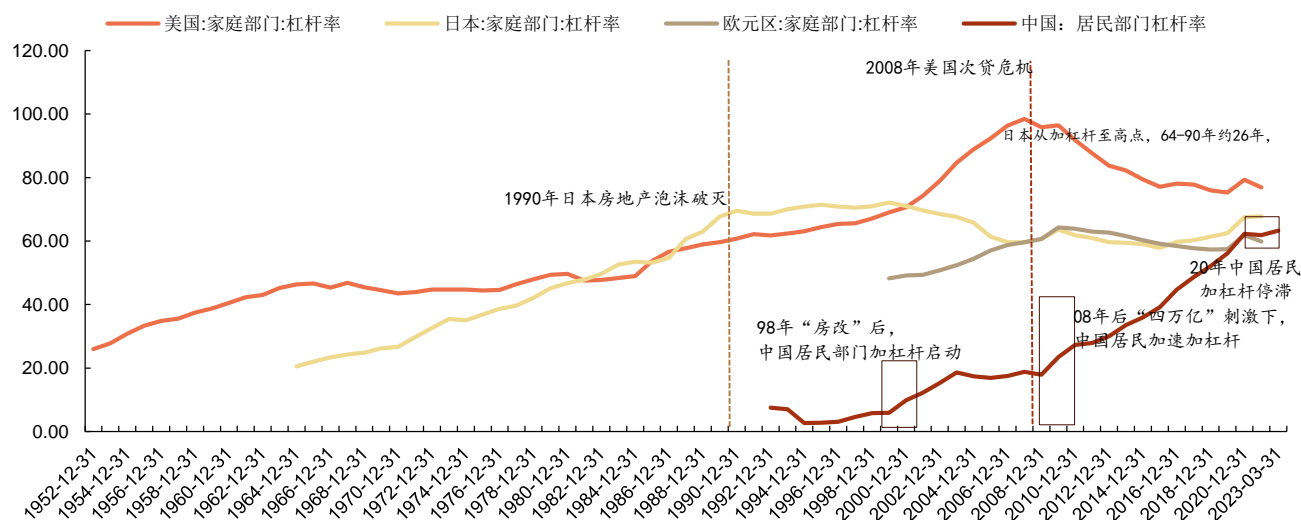


注：该杠杆率不包含地方政府隐性负债

资料来源：iFind，申港证券研究所

3.居民部门：已经无力加杠杆。如下图所示，中国居民加杠杆的进程主要始于 99 年及 09 年两次，分别对应了 98 年房改和 08 年“四万亿”两次大的刺激。经过二十余年的加杠杆，我国居民部门杠杆率水平在 20Q3 已达到约 62%左右，并持续至今，该数据与同期欧元区和日本较为接近，与美国有约 14 个百分点的空间。但是，考虑到美国相对更加健全的医疗、教育、养老保障体系，我们认为这 14 个百分点是中国居民的生活保障储蓄，实际上中国居民的加杠杆空间或许已经非常有限。

图42：加杠杆 居民部门力有不逮



资料来源：iFind，申港证券研究所

鉴于上述分析，权益投资者选择似乎只剩下：降低对估值的容忍度，持有高自由现金流、低估值、高股息高分红的现金奶牛类公司。

这是我们基于当前背景，采用自上而下的分析思路，推导出的一种投资策略。今后一段时期，我们或许也将基于该逻辑，挖掘适应当前新形势的投资标的。

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

申港证券行业评级体系：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

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：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