



食品饮料

2010.10.14

白酒新品辈出，葡萄酒展区大幅扩张

——2010 年济南秋季糖酒会侧记



胡春霞

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880208060347

本报告导读：

本文记录了我们参加今年秋季糖酒会调研的情况，总体看白酒销售情况乐观，复合预期，葡萄酒在国内消费市场营销加大。继续看好食品饮料未来销售增长

摘要：

- 本次秋季糖酒会，总体上感觉销售情况很好，符合预期，并且公司、经销商对春节和明年的销售预期乐观。
- 五粮液的“永福酱酒”正式面市。产品定位超高端，价格 1100 多元，略超过茅台。公司目前酱酒年产能二万吨，由银基公司总代理。我们并未对此产品短期的销量释放抱有太大的期望，目前的业绩预期完全没有考虑此部分，如果能销售好则是锦上添花。
- 山西汾酒高调推出了 3 款竹叶青产品：国酿、精酿、特酿，市场定价分别为 660 元、280 元、160 元，预计 2011 年对竹叶青的广告投入 1 亿元左右，希望 5 年将竹叶青产品销售收入做到 15 亿元。基于公司产品以及基本理顺，销售渠道进一步深化也可以看得见，继续看好公司未来两年增长，预计利润增速能继续达到 50% 左右。
- 二线白酒销售热情高涨。中低档酒销售情况非常好，销量快速增长有望持续。洋河在苏酒集团的框架下整合双沟，对经销商的理顺已经基本完成，销售体系将于洋河一致。省内市场今年仍是增长的重点，省外市场中河南已经超过 5 个亿，北京、上海、山东、安徽等都超过 1 个亿。洋河股份近千亿元的市值打开了二线白酒的市值增长空间。
- 古井贡计划 2013 年白酒销售收入达到 50 亿元，并且表示可能在时间上提前，提出了将省内各县级市场规模做到千万元。
- 老白干酒销售非常好，前三季度含税收入已经达到 18 亿元，计划全年收入 20 亿以上，但是这与利润表中数据有些出入，公司目前市值不高，未来上涨空间大，改制进程决定股价爆发时点。
- 葡萄酒展区面积大幅度扩张，普及加速，预计未来几年国内葡萄酒销量仍有 20% 左右增长。本次参展的主要是进口葡萄酒，品种繁多，但耳熟能详的品牌屈指可数，国内消费者对其鉴别、品牌认知度的提升需要很长一段时间，有利于张裕等有较高国内知名度的产品销售。
- 酒类销售情况仍然乐观，资本市场偏好变化应该是短期食品饮料股票下跌的主要原因，当然行业估值水平短期已经较高。预计行业配置调整基本结束后，食品饮料行业的很多公司将再次迎来买入的机会。
- 继续看好一线白酒的板块性机会，二线白酒业绩增长明年仍会很好，葡萄酒销量增长前景乐观，期待啤酒的集中度上升后的盈利能力提升。在行业大幅下调后，推荐依次为：五粮液、山西汾酒、青岛啤酒、伊利股份、古井贡、老白干酒、张裕 A。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持



相关报告

食品饮料：《白酒维持高增速，啤酒增速继续回升》

2010.09.16

食品饮料：《白酒葡萄酒增速回落 大众消费品增速回升》

2010.08.16

食品饮料：《白酒、葡萄酒高速增长，啤酒增速略回升》

2010.07.19

食品饮料：《成本提升，白酒和肉制品业收入高速增长》

2010.07.01

食品饮料：《白酒保持高增长，啤酒增速有所下降》

2010.06.25

目录

1. 白酒销售情况乐观，总体符合预期.....	3
2. 新品推广是秋季糖酒会的主角之一.....	3
2.1. “永福酱酒”千呼万唤始出来.....	4
2.2. 山西汾酒：植物养生，绿动中国.....	4
2.2.1. 加强竹叶青的运作，收入目标5年达到15亿元.....	4
2.2.2. 渠道控制改善，产品思路清晰，山西汾酒仍值得期待.....	5
3. 二线白酒销售热情高.....	6
3.1.1. 中低档白酒销量增长迅速，企业信心十足.....	6
3.1.2. 洋河，苏酒集团下整合双沟.....	7
3.1.3. 古井贡，年份原浆的代表，50亿收入规划有望实现.....	7
3.1.4. 老白干酒，改制进程决定股价爆发时点.....	8
4. 葡萄酒展区面积大幅扩大，普及速度提升.....	9
5. 公司业绩预测与投资建议.....	9
图 1: 山西汾酒产品结构示意图.....	5
图 2: 国内白酒产量及增长变化.....	7
图 3: 国内葡萄酒产量及增长变化.....	9
图 4: 葡萄酒进口量及增长变化.....	9
表 1: 公司主要产品系列表.....	8
表 2: 重点公司业绩预测与评级.....	10

1. 白酒销售情况乐观，总体符合预期

我们上周参加了今年在济南举行的秋季糖酒会，总体上感觉销售情况很好，但是受重视程度不够，可能原因有两个：一、秋季糖酒会本身就不如春季糖酒会受重视，因此一些大型的白酒、葡萄酒企业的重视程度和参与积极性不高；二、今年销售情况基本符合预期，相对 2008 年的具有一定转折意义的秋季糖酒会而言，今年要平淡得多。

在展会的观察以及与公司、经销商的交流中，我们也看到了几个变化：

- 新产品推出成为主角之一。比较引人注目的是五粮液和银基公司合作的“永福酱酒”上市发布会，以及山西汾酒三款竹叶青新高档产品的推出。
- 销售增长快的几家二线白酒企业受到的关注程度继续上升，这一点在今年春季糖酒会上已经出现了苗头，如：洋河股份、古井贡、酒鬼酒、老白干、今世缘等。
- 葡萄酒展区规模大幅度扩张。进口葡萄酒的运作受到很多资金的追捧，但是目前具有很强影响力的品牌不多。我们认为国内葡萄酒需求量还会有较长一段时间比较可观的增长，进口葡萄酒的增长短期应该更快，但是这并不影响国内主导的葡萄酒企业的销量和利润的大幅增长。
- 不可忽视的“盛初”效应，按照目前盛初管理咨询公司加强渠道控制能力的策略，很多地方品牌的销量、渠道控制有了一些相似的改善，销量短期都较快的增长。

今年秋季糖酒会厂家、经销售都比较乐观，尤其是部分二线白酒企业信心满满，对未来的销量、销售收入增长规划都比较快，我们对白酒销售今年春节和明年的增长都比较有信心。进口葡萄酒虽然分了国内市场一杯羹，但是对国内葡萄酒消费的普及应该是有积极的作用，葡萄酒销量增长在未来较长的一段时间内应该都能维持在较快的水平。

我们维持对行业的增持评级，短期看一线白酒因为估值相对较低，仍然是首推的品种，首推五粮液；二线白酒业绩增速最快，但是 PE 已经不低，需要未来的业绩增速增长来化解，因此需要对目标公司的业绩增长予以甄别，推荐山西汾酒、古井贡、老白干；继续看好葡萄酒的增长前景，推荐张裕 A，张裕是我们今年 2 季度以后大力推荐的品种，维持对未来三年利润增速在 30%左右的判断，在前期大幅上涨后目前的估值水平已经不低，短期可能会有估值压力，但是长期继续看好公司利润稳步上升带来的股价上升；啤酒其业基本没有参与本次糖酒会，继续看好青岛啤酒。

2. 新品推广是秋季糖酒会的主角之一

本次秋季糖酒会上，五粮液、山西汾酒不约而同的推出了酝酿已久的新品，这应该也是两家公司领导到会的主要目标之一，相对而言贵州茅台、

泸州老窖、剑南春等大型企业因为没有此类诉求，公司到会领导不多。

2.1. “永福酱酒”千呼万唤始出来

今年春季糖酒会上五粮液公司就为“永福酱酒”的推出开始营造声势，之前是计划在7月份之前就能推出，后来推至中秋节前，而最终的上市却是在10月份的秋季糖酒会上。

五粮液公司称目前拥有酱酒年产能二万吨，公司此类产品由与公司长期合作的银基公司总经销。银基公司现阶段还是五粮液52度海外市场的总经销商、68度总经销商，资金实力比较雄厚，今年初银基公司在国内的大量扩张销售人员，大力扩展国内销售渠道，增强销售能力。

本次五粮液推出的这款酱酒，定位在超高端市场，零售价格1100多元，略超过茅台。市场运营交给总经销商银基公司。银基表示，本次酱酒市场启动以团购为主，计划最终形成核心团购+专业渠道经销商+行业外特渠客户三个部分，各个分级的渠道上，以公关团购为主。新产品的费用支持，体验消费的支出在初期的投入都会比较大，不过这部分费用都是由银基公司支付。本次的新品上市推荐会上，银基公司表示已经有部分经销商有意愿代理“永福酱酒”，不过目前具体的合同经销商数量我们并不清楚。

基于五粮液酱香型白酒产品生产历史不长，以及酱香产品品牌还处于初建期的现状，我们并未对此产品短期的销量释放抱有太大的期望，如果永福酱酒在未来两、三年内销量达到1500-2000吨都应该算是超预期的。推广费用支出都是银基公司承担，所以即使短期销售情况一般，对五粮液的影响也不大。因此，我们将永福酱酒看作是意料之外的可作为锦上添花的筹码，我们对五粮液2010、2011年EPS1.20、1.52元的业绩预测中并未考虑酱酒的因素。目前五粮液的估值水平仍然不贵，继续推荐。

2.2. 山西汾酒：植物养生，绿动中国

2.2.1. 加强竹叶青的运作，收入目标5年达到15亿元

8月底公司在太原推出汾酒的几款中高档新品后，本次又借助秋季糖酒会，高调推出了3款竹叶青产品：国酿、精酿、特酿，市场定价分别为660元、280元、160元，打破了之前公司竹叶青产品都是中低档的局限，大幅提升了公司保健酒的档次。公司提出了“植物养生，绿动中国”的口号，把绿色保健作为主要卖点。

公司对于加快发展竹叶青和推出中高档产品的考虑：

- 国内保健养生酒市场仍处于快速增长期，公司在保健酒市场还大有可为。目前规模比较大的保健酒主要是劲酒和椰岛鹿龟酒，两个加起来销售规模30多亿，相比白酒市场仍有很大的增长空间。
- 竹叶青品牌历史悠久，品牌知名度高，具有先天的品牌优势。从这一点上看，只要公司销售推广得力，潜力巨大。
- 竹叶青属于保健酒，消费群体与公司现有主要产品“汾酒”有些差

异，因此即使大力推广竹叶青对现有产品的冲击也不大。

公司今年竹叶青销量预计接近 3000 吨，销售收入 2 个亿左右。公司希望通过竹叶青的营销运作未来 5 年使销售收入达到 15 亿元，实现这一目标的话，预计需要竹叶青销售收入增长 50%左右。预计 2011 年公司对竹叶青的广告投入在 1 亿元左右。

公司对竹叶青产品的运作是很有信心，加上与之合作的咨询公司盛初管理咨询公司在中低档产品推广上具有的丰富的经验，我们对此也抱有乐观的预期。公司表示目前在竹叶青的营销上尚没有明确的计划，但是销售团队单独运作的可能性大，渠道与汾酒在很大程度上可能会共享。

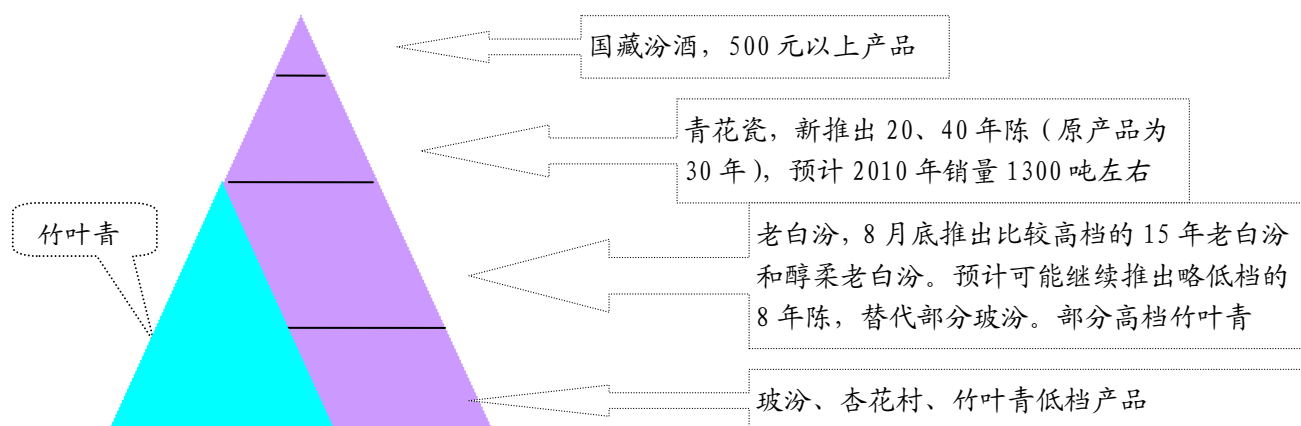
2.2.2. 渠道控制改善，产品思路清晰，山西汾酒仍值得期待

山西汾酒从 2008 年开始对产品进行梳理，大幅砍掉了销量比较低的经销商开发品牌，产品数量急剧减少，突出了公司运作的主要品种。今年则大力推广新的产品，在以公司自身为主运作的前提下，弥补部分档次的产品空缺，开发了至尊国藏、经典国藏、40 年青花瓷、20 年的青花瓷、15 年老白汾、醇柔老白汾不同档次的 6 款汾酒产品，加上原有的青花瓷、10 年老白汾，形成了几十元至几千元的梯队产品系列，而且品种之前档次区分明确。

公司的低档酒这几年销售情况不错，今年又已经收回了“杏花村”品牌，考虑到该品牌的知名度远高于玻汾产品，公司计划对“杏花村”产品改换包装重新大力推出，作为主要的中低价位产品替代玻汾。加上此次竹叶青的三款产品，公司的产品层次结构已经非常清晰。

公司中低档产品的价格总体来看并不高，公司表示未来继续提价趋势不变，不过提价的时间和步伐要考虑到经销商的利益。

图 1：山西汾酒产品结构示意图



资料来源：国泰君安证券

从渠道管理看，公司在前期区域经销制度的基础上开始了在山西省内的深度分销尝试。今年公司在山西省内销售人员增加了 100 多人，比之前

增加了3倍多，全公司销售人员已达到500多人。这在一方面是进一步缩小了销售渠道的长短；另一方面，对经销商的服务，以及对终端市场价格管控、串货的监管也明显更好一些，防止假货进入渠道，同时把其他品牌挤出市场。今年这一举措对当地五粮春、金六福等的销售有着相当的影响。公司深度分销制度在全省和省外的推广有利于公司销量和收入的进一步扩张。

公司去年新领导上任以后，管理层的作风更加积极，目标明确，对于提出的到2015年集团销售收入突破百亿元的目标比较有信心，预计其中股份公司销售收入要到70亿元左右。公司也正在努力想要改善目前一些比较僵化的机制，但是这并不能操之过急，如，目前山东省内尚没有一家公司实施股权激励的情况下，要想在公司实施股权激励短期可能性不大。对于市场期望的山西汾酒股份公司收购销售公司40%股权的问题，公司是已经有所考虑，但是按照目前集团公司的盈利状况，短期要收购进来应该是非常有难度的，我们在业绩预测中也并未考虑此项，但是一旦启动，将直接给公司带利润增厚。

盛初公司的介入给公司的营销理念上带来了一些变化，公司也表示在方法上有些可以借鉴东西。我们看好山西汾酒管理改善、销售体制改革、产品层次和品种推陈出新带来的未来2-3年销售的快速增长，预计2010、2011年Eps分别为1.25、1.90元，尽管目前估值已经有点贵，但是相对不高的市值和快速的增长使得公司股票仍有吸引力，维持增持的评级，继续推荐。

3. 二线白酒销售热情高涨

3.1.1. 中低档白酒销量增长迅速，企业信心十足

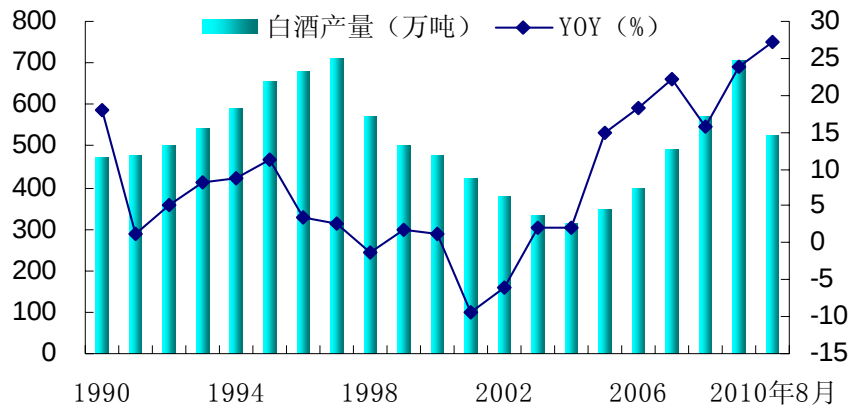
一些最近几年销售情况比较好的地区性白酒企业在此次秋季糖酒会表现非常活跃，可以说是本次糖酒会的主要，我们重点去参观了洋河、古井贡、老白干酒、酒鬼酒等企业的展厅，与在场的销售人员、经销商进行了简单的交流。总体认为：

- 中低档酒销售情况非常好，销量快速增长有望持续。中低档酒的销售增长应该主要是依靠国内总体销售规模大幅增长，其次才是各个酒厂的营销推广和市场份额的抢占。本次秋季糖酒会上不仅仅是洋河、古井贡、老白干酒、酒鬼酒、牛栏山二锅头等知名的上市企业销售增长快，其他规模较小的区域性白酒，如四特酒、一品景芝，稻花香等也都很乐观。
- 深度分销模式在销售过程中起了很大左右，这其中“盛初”的影响不可谓不大。
- 各个公司都在大力树立和销售中高档产品，目前销售的量并不太大，但是部分企业的高档酒收入占比已经达到一定水平。
- 各个公司销售目标计划持续上调，在很大程度上反映了最近两年的销售火爆程度，以及对未来仍然能保持快速发展的预期。

不过，二线白酒企业目前的估值都不便宜，需要以未来高速增长的业绩

来化解高估值的压力，那么自下而上的挑选增长潜力大的个股就非常关键了。我们继续推荐山西汾酒、古井贡酒。老白干酒改制后将有很大的股价上升空间，但是需博弈改制的时间点。

图 2：国内白酒产量及增长变化



数据来源：国泰君安证券

3.1.2. 洋河，苏酒集团下整合双沟

洋河与双沟本次在“苏酒集团”的名号下安排在一起，一个展厅两块展地，显示两者已经在同一控制下已经开始进入实质的整合过程中。在本次糖酒会中，我们草根的观潮来看，洋河股份的区域销售人员的工作面貌应该是最好的。

洋河的品牌在老八大名酒的基础上有了进一步的巩固。省内市场今年仍是增长的重点，省外市场中河南已经超过 5 个亿，北京、上海、山东、安徽等都超过 1 个亿。知名的品牌，价位适中的蓝色经典，强有力的销售渠道建设都将推动公司在省外市场快速增长，预计公司销售收入明年仍能有超过 40% 的增速。不过省外市场初期投入比较高，利润的增长应该还是省内贡献为主。

对双沟的整合目前主要集中在销售渠道理顺上，计划使其与洋河销售体系一致，目前经销商部分已经基本理顺。这在短期可能会牺牲双沟的收入和利润增长，不过从长期看是有利于公司管理和利润增长的。

洋河股份的市值已经接近千亿元，打开了二线白酒的市值增长空间。公司如此高的市值需要由未来几年的业绩高速增长来化解。

3.1.3. 古井贡，年份原浆的代表，50 亿收入规划有望实现

古井贡的年份原浆仍然是主角。在公司年份原浆推出成功后，又有其他公司也陆续推出“年份原浆”的产品，但是由于古井贡较早的提出了此概念，并且销售规模最大，因此“年份原浆”已经成为古井贡的代表作。随着其他一些企业也在开始打造年份原浆的概念，应该说“原浆”酒这个市场在飞快地扩大，这对古井贡的销售推广也是十分有利的。

公司计划 2013 年白酒销售收入达到 50 亿元，并且表示可能在时间上提前。具体的策略，除了在全国范围（主要是河南、山东、江苏等地）加大销售外，提出了在省内县级市场做到千万元规模的设想，最大限度地做大省内市场。

公司目前与资本市场的沟通并不顺畅，这可能与公司管理层、大股东的立场有关，我们期望公司大股东能在公司业绩大幅增长的同时完成对管理层业绩激励。预计公司 2010、2011 年 Eps 分别为 1.25、1.93 元，维持增持评级。

表 1：古井贡主要产品系列表

系列	主要产品	零售价（元/瓶）
古井原浆系列	5 年古井原浆	170
	8 年古井原浆	260
	16 年古井原浆	440
古井贡酒系列	古井贡酒十年陈酿	230
	古井贡酒五年陈酿	130
	精品幽雅古井贡酒	70
	红运古井贡酒	88
	金奖古井贡酒	108
古井系列	淡雅型古井酒	58

数据来源：国泰君安证券

3.1.4. 老白干酒，改制进程决定股价爆发时点

老白干酒到 9 月底销售含税收入已达到 18 亿，超出预期，其中高档产品十八酒坊销售收入在 6 个亿左右，占 1/3。公司计划全年销售收入 20 亿元，按照去年经销商数据与公司实际确认收入差距看，预计今年确认收入在 15 个亿左右，对于此项差距，我们目前也不能完全解释清楚，但是预计在公司改制完成后应该能出现变化。

公司销售主要还是集中在河北省内，其中衡水、石家庄两个区销售就超过到 8 个亿，省外的山东、河南、陕西都上亿元，贵州、云南等地销售规模虽然不是很大，但是增速非常快。

公司产品特征非常明显，67 度高度酒在北方市场比价受欢迎，拥有比较稳定的消费群体，一些西南地区省市的经销商也表示，他们的主要消费群体也很大部分是来自北方的商人，在口感选择上有比较高的忠诚度。

我们见到几个老白干酒的销售人员积极性都很高，希望进一步做大公司产品的经销商也很多。预计公司今、明两年的销售增长仍然应该会很不错。如果按照 2010 年 20 亿销售收入看，目前 PS 只有 3，这在白酒中是非常低的，最关键的问题在于，什么时候这些销售收入可以完全在股份公司的报表上体现？这完全依赖于公司改制的进程。以 2010、2011 年销售收入 20、25 亿元左右的预期，以及公司恢复到 10-15% 的正常盈利水平，那么公司市值上升到 120 亿左右是完全有可能的，有 1 倍左右的空

间。当然，还是回到前面的问题，什么时候公司能完成改制？当然，我们认为目前股价上仍是值得参与博弈的。

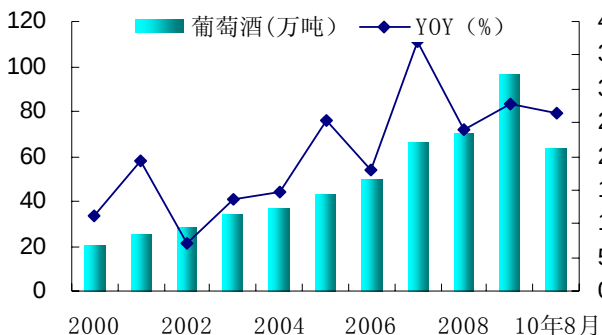
4. 葡萄酒展区面积大幅扩大，普及速度提升

本次展会葡萄酒展区面积比往届大幅度扩张，其中主要是各种进口葡萄酒，本次展会张裕、王朝、长城都没有看到多大的展区。展区的扩张，参与人员的增加，在很大程度上可以显示目前葡萄酒销售热火，受关注程度提高，预计在进口葡萄酒经销商的大力推动下，葡萄酒的消费普及将继续加速，我们维持未来几年国内葡萄酒销量增速 20%左右的预期。

不过，在诺大的展厅中，我们耳熟能详的进口葡萄酒品牌屈指可数，卡斯特、拉斐、黑塔等，占到总品牌的量还不到十分之一。对此，我们仍然维持之前的观点，由于进口葡萄酒单个品种规模不大，难以支持大量销售费用的支出。在纷繁的进口葡萄酒面前，国内消费者对其鉴别、品牌认知度的提升需要很长的一段时间。而张裕等具有很高国内知名度的品种在销售的上的优势就非常明显了。

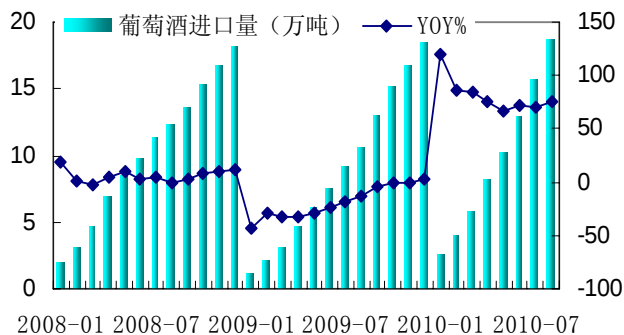
继续看好葡萄酒行业的增长，以及龙头企业张裕 A 未来的发展，预计 2010、2011 年 Eps 分别为 2.80、3.55 元，未来几年利润增速都有望维持在 30%左右。目前公司估值已经不宜，但是长期的稳定增长必将在未来的时间中化解其高估值，继续维持增持评级。

图 3：国内葡萄酒产量及增长变化



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 4：葡萄酒进口量及增长变化



数据来源：Wind，国泰君安证券

5. 公司业绩预测与投资建议

尽管我们在秋季糖酒会上了解到的销售情况很不错，但是在强大的市场资金面前，食品饮料公司最近出现了大幅度的股价下跌，我们分析认为：第一，主要食品饮料公司的基本面没有发展重大变化，对一些业绩增长有把握的公司完全不必惊慌；第二，在部分公司估值短期已经不宜的情况下，市场部分投资机构由于对部分周期性品种的仓位调整是本次食品饮料行业整体下跌的主要原因。因此，在机构投资者仓位调整的行为基本结束后，食品饮料行业的很多公司将再次迎来买入的机会。

我们继续看好一线白酒的板块性机会，首推五粮液。预期二线白酒的业绩增长明年仍然会很好，其中，看好山西汾酒、古井贡、老白干酒。葡萄酒销量增长继续看好。仍然期待啤酒的集中度上升后的盈利能力提升，推荐青岛啤酒。

在短期行业大幅下跌后，我们的推荐依次为：五粮液、山西汾酒、青岛啤酒、伊利股份、古井贡、老白干酒、张裕 A。

表 2: 重点公司业绩预测与评级

	收盘价	市值	EPS				CAGR		PE			PS	PEG	投资评级
	20101012	(亿)	2008	2009	2010E	2011E	09-11	2009	2010E	2011E				
贵州茅台	166.60	1572	4.03	4.57	5.55	6.90	23%	36.5	30.0	24.1	16.3	1.3	增持	
泸州老窖	35.11	490	0.91	1.20	1.42	1.72	20%	29.3	24.7	20.4	11.2	1.3	增持	
五粮液	34.25	1300	0.48	0.86	1.20	1.52	33%	39.8	28.5	22.5	11.7	0.9	增持	
山西汾酒	68.87	298	0.67	0.82	1.25	1.90	52%	84.0	55.1	36.2	13.9	1.1	增持	
水井坊	23.47	115	0.64	0.65	0.66	0.68	2%	36.1	35.6	34.5	6.9	15.6	谨慎增持	
洋河股份	199.48	898	1.65	2.70	4.70	6.90	60%	73.9	42.4	28.9	22.4	0.7	谨慎增持	
张裕 A	110.80	584	1.70	2.14	2.80	3.55	29%	51.8	39.6	31.2	13.9	1.4	增持	
青岛啤酒	38.50	520	0.53	0.95	1.15	1.50	26%	40.5	33.5	25.7	2.9	1.3	增持	
燕京啤酒	21.45	260	0.39	0.51	0.75	0.93	35%	42.1	28.6	23.1	2.7	0.8	增持	
金枫酒业	14.82	65	0.56	0.40	0.56	0.69	32%	37.1	26.6	21.4	6.9	0.8	谨慎增持	
双汇发展	49.48	300	1.15	1.45	1.87	2.32	26%	34.1	26.5	21.3	1.1	1.0	增持	
伊利股份	39.18	313	-1.72	0.84	1.03	1.30	24%	46.6	38.0	30.1	1.3	1.6	增持	
三全食品	35.95	67	0.85	0.47	0.63	0.77	28%	76.5	57.1	46.7	4.7	2.0	谨慎增持	
承德露露	32.09	98	0.65	0.80	1.20	1.59	41%	40.1	26.7	20.2	7.3	0.7	谨慎增持	
古井贡酒	64.98	153	0.15	0.60	1.25	1.93	79%	108.3	52.0	33.7	11.4	0.7	增持	
伊力特	17.31	76	0.28	0.25	0.34	0.56	50%	69.2	50.9	30.9	8.8	1.0	增持	
恒顺醋业	15.92	22	-0.39	0.24	0.36	0.53	48%	65.4	44.2	30.0	1.9	0.9	谨慎增持	

数据来源：国泰君安证券

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		