



食品饮料

2011.07.18

白酒、葡萄酒业——继续可见的增长

——行业经济效益数据点评

	胡春霞	林园远
	021-38676186	021-38676654
	huchunxia@gtjas.com	linyuan@gtjas.com
编号	S0880511010015	S0880511010018

本报告导读：

白酒、葡萄酒行业吨价同比分别上涨 12.5%、19.3%，行业利润率提升；啤酒业吨价同比涨 8.6%，利润率升 1.1%，盈利能力仍有成本压力；乳制品收入增 21%，利润率回升；猪肉价格驱动 1-5 月屠宰及肉制品收入增长 31%。

摘要：

- **1-5 月白酒业收入 1425 亿，利润 217 亿，同比增 36.4%、38.8%：**白酒业高景气是行业量增、价涨、利润率提升的关键。截止 5 月白酒业吨酒价 36 元/升，同比增 12.5%，环比受消费淡季影响，降 3.8%；吨酒成本 23.5 元/升，同比增 8%，环比降 3.1%；行业毛利率 34.8%，同比增 2.7 个百分点；利润率为 15.2%，同比增 0.8 个百分点。
- **1-5 月葡萄酒业收入 141.6 亿，利润 19.5 亿，同比增 29%、34.7%：**葡萄酒业在我国仍处成长期，是国内及进口葡萄酒共生共增的主因。截止 5 月，葡萄酒吨酒价 35.4 元/升，同比增 19.3%，环比降 1.4%；吨酒成本 24.4 元/升，同比增 19.2%，环比降 0.4%；行业毛利率 31.1%，与去年持平；利润率 13.8%，同比增 1.2 个百分点。与此同时，进口葡萄酒吨酒价 4.85 美元，同比增 19%，环比涨 1.1%。
- **1-5 月啤酒行业收入 573.2 亿，利润 34.7 亿，同比增 22.7%、47.6%，但毛利率仍有成本压力：**截止 5 月，啤酒业吨酒价 3.2 元/升，同比增 8.6%，环比降 0.7%；吨酒成本 2.24 元/升，同比增 10.1%，环比降 1.3%；毛利率 30%，同比降 0.9 个百分点；利润率 6.1%，同比增 1.1 个百分点。大麦价涨是毛利率降的主因。预计今年啤酒直接提价和结构调整可能难以完全覆盖成本上升。
- **1-5 月液体乳及乳制品收入 857.7 亿，利润 48.6 亿，同比增 21.3%、46%：**由于 1-5 月液体乳及乳制品的产量增速为 11.6%，因此 21.3% 的收入增速中，还大约包含 9% 的单价增速。行业毛利率 22.8%，同比提升 0.3 个百分点；销售费用率同比降 1.1 个百分点；利润率 5.7%，同比增 1 个百分点。乳制品行业已进入平稳发展阶段，未来将是行业费用率下行，净利率逐步提升的过程。
- **1-5 月屠宰及肉制品加工业收入 3262 亿，利润 145.3 亿，同比分别增 31%、28.5%：**1-5 月猪肉均价同比增长 36% 是行业收入上涨主因。截止 5 月行业毛利率 11.1%，同比增 0.5 个百分点；销售费用率 2.1%，同比增 0.2 个百分点；利润率 4.5%，同比增 1 个百分点。这预计本轮猪价上涨的高点或将出现在 4Q11 到 1Q12。之后，瘦肉精事件的平复，将带来猪肉消费量的增长。
- **继续“增持”行业：**1) 行业高景气保证了白酒葡萄酒吨酒价涨。预计明年仍有提价的能力和动力。2) 上市公司收入稳而可见，预计一线品种 12 年仍有 30% 左右或者以上增速，二线白酒业绩增长更快。3) 估值具备安全边际，一线白酒公司在业绩有望超预期的情况下，估值仍处于历史相对底部区域，我们继续重点推荐；二线白酒业绩增速快，弹性也大，把握阶段性补涨行情。推荐顺序为五粮液、贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、山西汾酒、古井贡酒、青岛啤酒，双汇发展、伊利股份。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

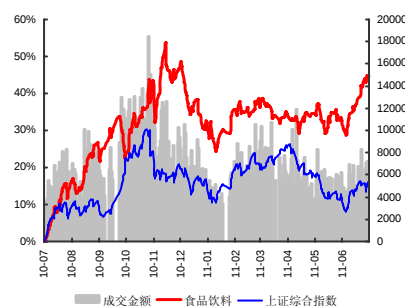
增持

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：《建议继续参与白酒中报行情》
2011.07.10

食品饮料：《建议阶段性把握二线白酒补涨行情》
2011.07.05

食品饮料：《部分商超茅台终端价再次上涨》
2011.06.27

食品饮料：《茅台、五粮液、汾酒交流纪要》
2011.06.20

食品饮料：《稳定的增长，稳健的收益》
2011.06.19

目 录

1. 白酒业：量价齐升，毛利率、利润率提升	3
2. 葡萄酒业：行业处成长期，国内外吨酒价齐升	4
3. 啤酒业：利润率升 1.1%，盈利能力仍有成本压力	5
4. 液体乳及乳制品：收入增、费用降，利润率回升	7
5. 屠宰及肉制品加工：猪肉价格驱动行业收入增长	7
6. 投资策略：继续“增持”评级	8

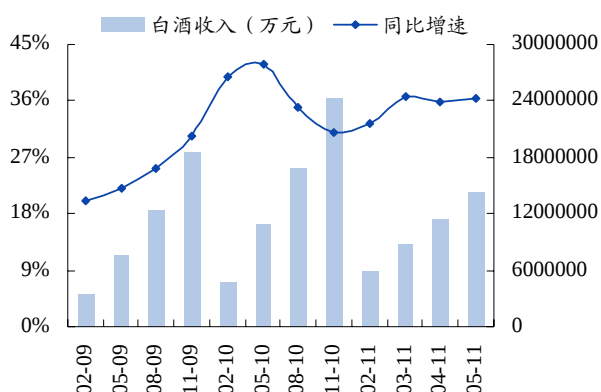
图 2：白酒收入及增速	3
图 3：白酒利润及增速	3
图 4：白酒吨酒收入及增速	3
图 5：白酒吨酒成本及增速	3
图 6：白酒行业销售费用率	4
图 7：白酒行业毛利率、利润率	4
图 8：葡萄酒收入及增速	4
图 9：葡萄酒利润及增速	4
图 10：葡萄酒吨酒价格及增速	5
图 11：葡萄酒吨酒成本及增速	5
图 12：葡萄酒行业销售费用率	5
图 13：葡萄酒行业毛利率、利润率	5
图 14：进口葡萄酒吨酒价	5
图 15：葡萄酒进口占比	5
图 16：啤酒收入及增速	6
图 17：啤酒利润及增速	6
图 18：啤酒吨酒价格及增速	6
图 19：啤酒吨酒成本及增速	6
图 20：啤酒行业销售费用率	6
图 21：啤酒行业毛利率、利润率	6
图 22：液体乳及乳制品收入及增速	7
图 23：液体乳及乳制品利润及增速	7
图 24：液体乳及乳制品销售费用率	7
图 25：液体乳及乳制品毛利率、利润率	7
图 26：屠宰及肉制品加工收入及增速	8
图 27：屠宰及肉制品加工利润及增速	8
图 28：屠宰及肉制品加工销售费用率	8
图 29：屠宰及肉制品加工毛利率、利润率	8
表 1：盈利预测表	9

1. 白酒业：量价齐升，毛利率、利润率提升

1-5月白酒行业共获收入1425亿，利润217亿，同比分别增36.4%、38.8%。白酒吨酒价为36元/升，同比增长12.5%，环比下降3.8%；吨酒成本为23.5元/升，同比增长8%，环比下降3.1%；行业毛利率为34.8%，比去年同期增长2.7个百分点；销售费用率为7.8%，与去年基本持平；利润率为15.2%，比去年同期增加0.8个百分点。

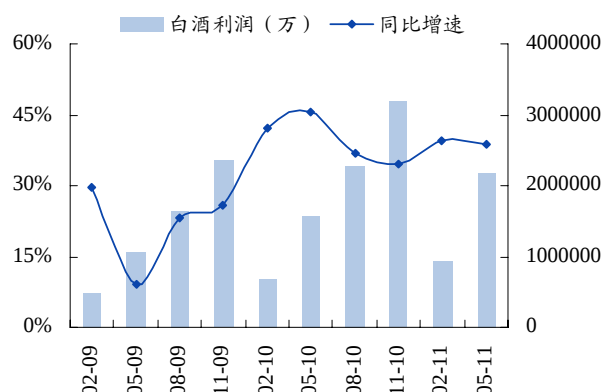
白酒行业高景气，使吨酒价在2月创下40.2元/升的历史高点，5月虽受白酒消费淡季的影响吨酒价下降，但产销量增速依旧高位，因而行业毛利率、利润率维持稳定。

图 1：白酒收入及增速



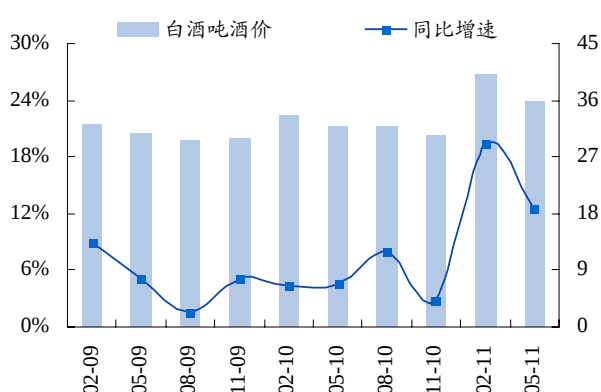
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：白酒利润及增速



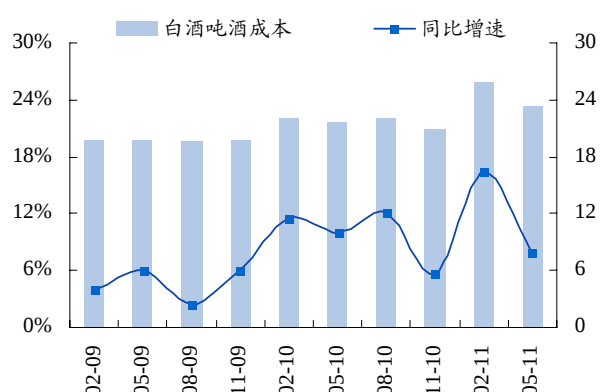
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 3：白酒吨酒收入及增速



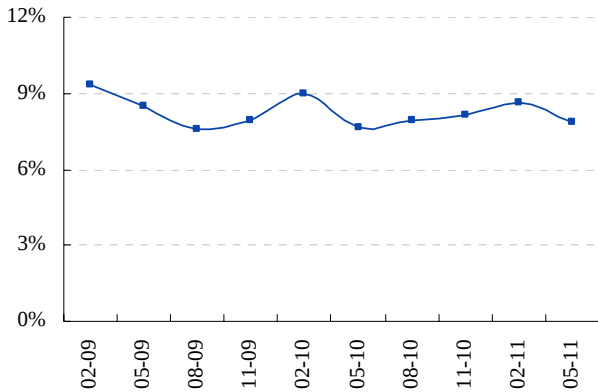
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 4：白酒吨酒成本及增速



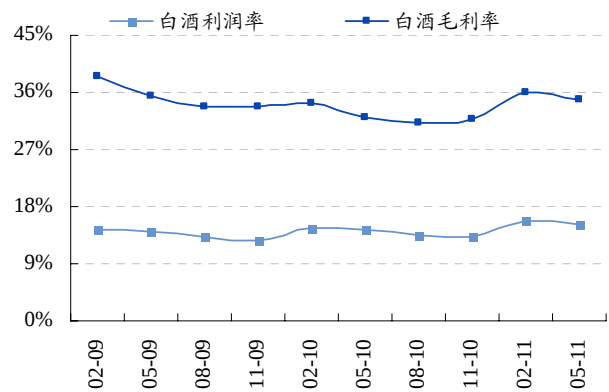
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 5: 白酒行业销售费用率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 6: 白酒行业毛利率、利润率



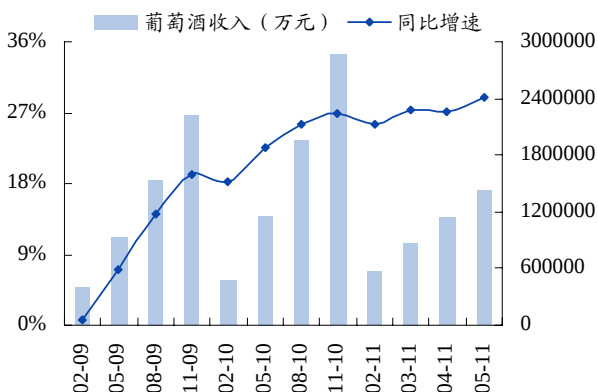
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2. 葡萄酒业: 行业处成长期, 国内外吨酒价齐升

1-5 月葡萄酒行业共获收入 141.6 亿, 利润 19.5 亿, 同比分别增 29%、34.7%。葡萄酒吨酒价为 35.4 元/升, 同比增长 19.3%, 环比下降 1.4%; 吨酒成本为 24.4 元/升, 同比增长 19.2%, 环比下降 0.4%; 行业毛利率为 31.1%, 与去年持平; 销售费用率为 10%, 比去年略降 0.9 个百分点; 利润率为 13.8%, 比去年同期增加 1.2 个百分点。与此同时, 进口葡萄酒也维持了较高景气度, 5 月吨酒价为 4.85 美元, 同比增长 19%, 环比上涨 1.1%。

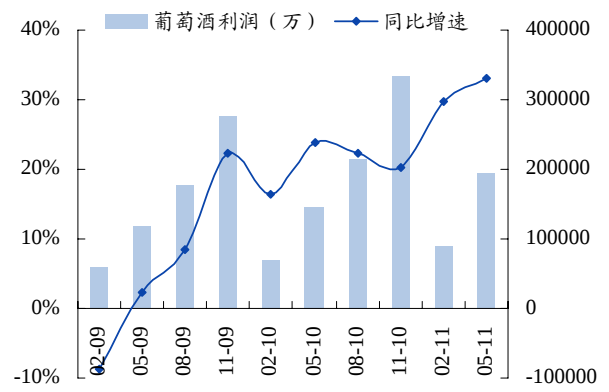
对葡萄酒认知的提升, 使国内葡萄酒消费需求的增大, 使行业继续量价齐升, 目前行业的毛利率、净利率保持稳定。由于葡萄酒行业还处于快速发展阶段, 因此我们预计未来几年中, 进口葡萄酒和国内葡萄酒市场将处于共生共增阶段。

图 7: 葡萄酒收入及增速



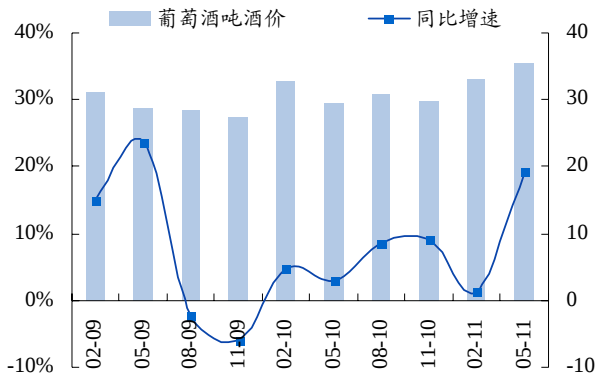
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 8: 葡萄酒利润及增速



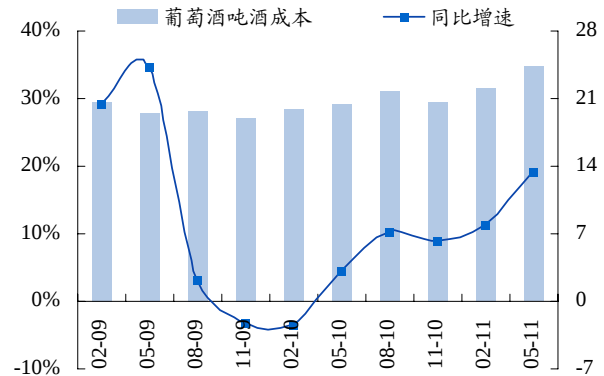
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 9：葡萄酒吨酒价格及增速



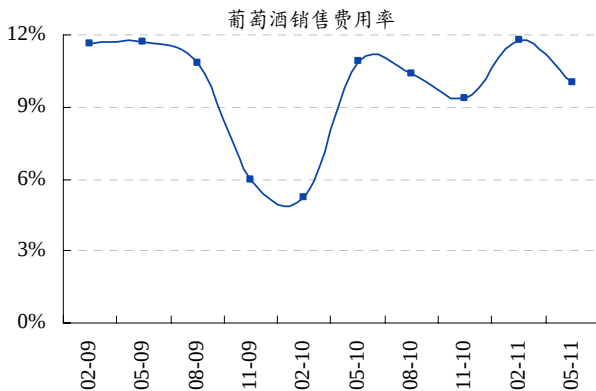
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 10：葡萄酒吨酒成本及增速



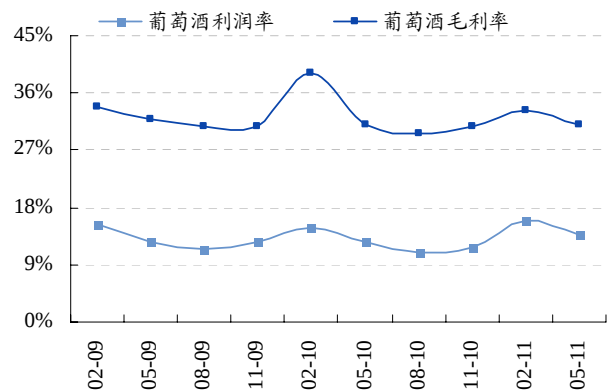
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 11：葡萄酒行业销售费用率



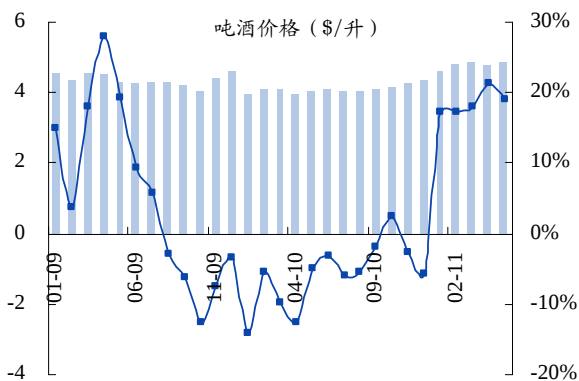
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 12：葡萄酒行业毛利率、利润率



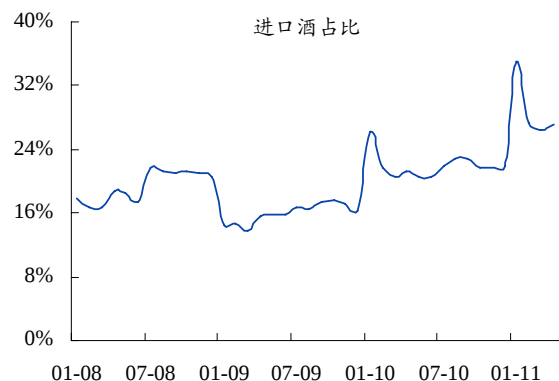
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 13：进口葡萄酒吨酒价



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 14：葡萄酒进口占比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

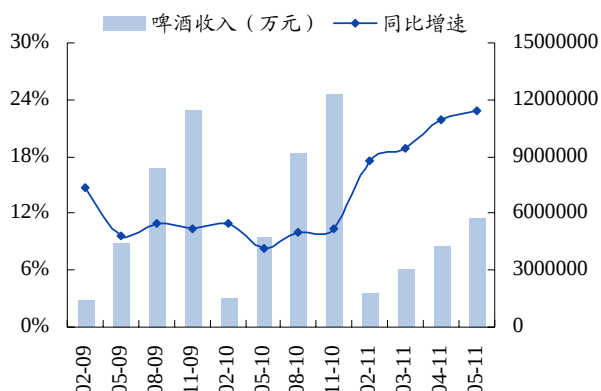
3. 啤酒业：利润率升 1.1%，盈利能力仍有成本压力

1-5 月啤酒行业共获收入 573.2 亿，利润 34.7 亿，同比分别增 22.7%、47.6%。啤酒吨酒价为 3.2 元/升，同比增长 8.6%，环比下降 0.7%；吨酒成本为 2.24 元/升，同比增长 10.1%，环比下降 1.3%；行业毛利率为 30%，比去年下降 0.9 个百分点；销售费用率为 10%，比去年降 0.3 个百分点；

利润率为 6.1%，比去年同期增加 1.1 个百分点。

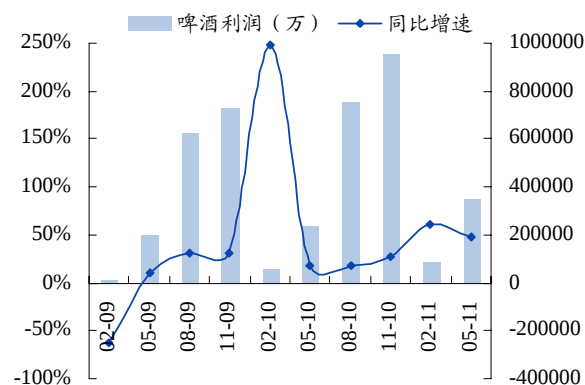
今年国内几大啤酒企业都有不同程度的提价，但大麦价格的上涨，使毛利率在 3、4 月降到 29.6%，5 月开始啤酒行业渐入旺季，由此毛利率略增至 30%。从国内大麦进口的数据来看，5 月的价格为 346.6 美元/吨，同比上涨 53%，加麦 5 月现货价 210 美元/吨，同比上涨 44%，预计看今年啤酒直接提价和结构调整可能难以完全覆盖成本上升。

图 15: 啤酒收入及增速



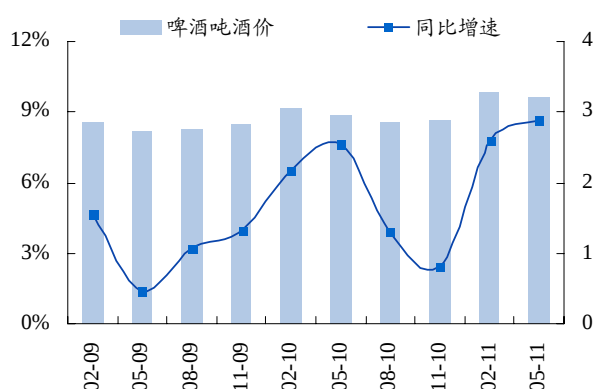
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 16: 啤酒利润及增速



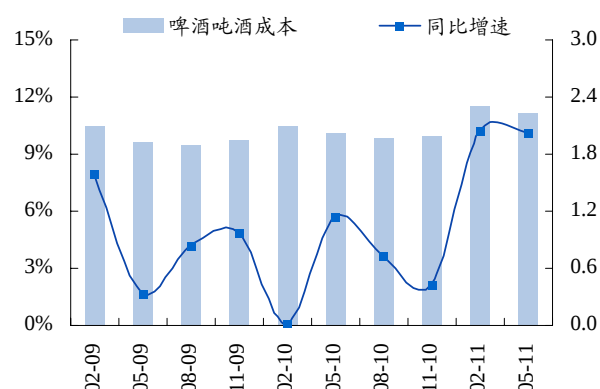
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 17: 啤酒吨酒价格及增速



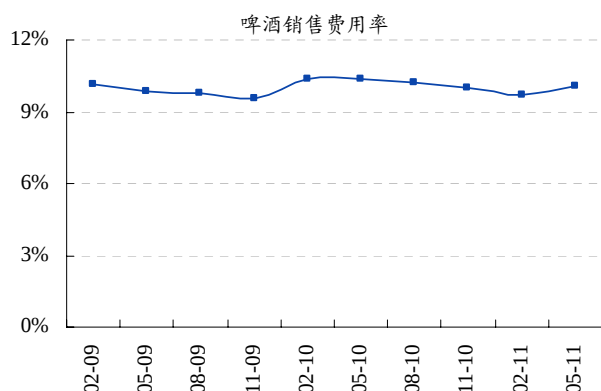
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 18: 啤酒吨酒成本及增速



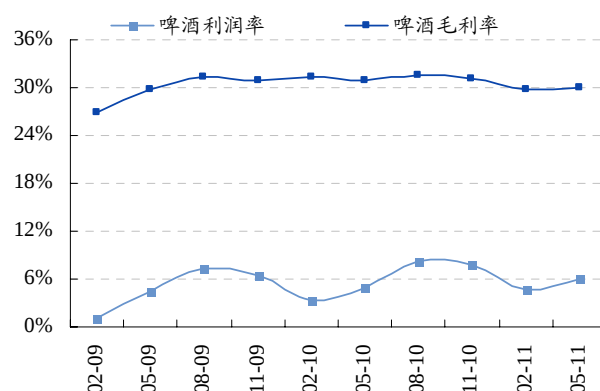
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 19: 啤酒行业销售费用率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 20: 啤酒行业毛利率、利润率



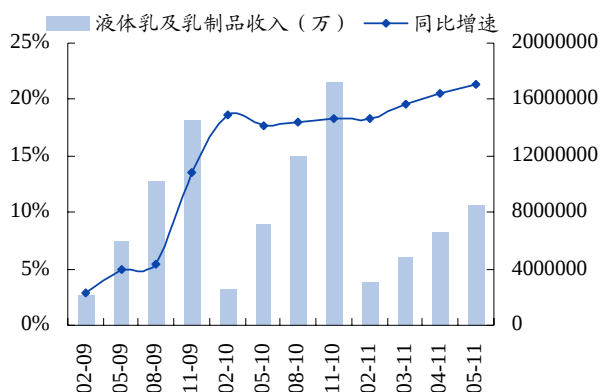
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

4. 液体乳及乳制品：收入增、费用降，利润率回升

1-5月液体乳及乳制品收入857.7亿，利润48.6亿，同比分别增21.3%、46%。行业毛利率为22.8%，比去年同期提升0.3个百分点；销售费用率为12.7%，比去年下降1.1个百分点；利润率为5.7%，比去年同期增1个百分点。

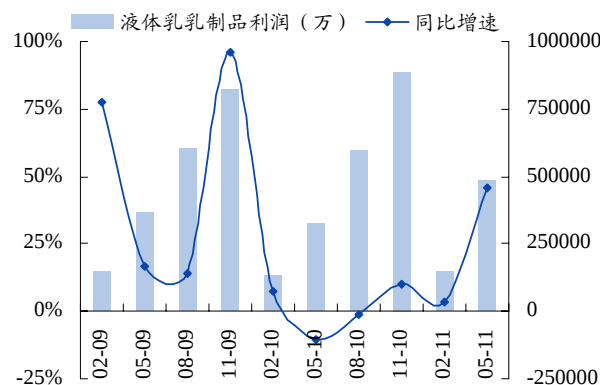
由于1-5月液体乳及乳制品的产量增速为11.6%，因此21.3%的收入增速中，还包含约9%的单价增速。我们曾以10年内，中国人均乳品消费达到38kg/人为假设（为我国最高收入层对乳制品的需求），测算得行业复合增速为12%，这意味着乳制品行业已进入平稳发展阶段，未来将是行业费用率下行，净利率逐步提升的过程。

图 21：液体乳及乳制品收入及增速



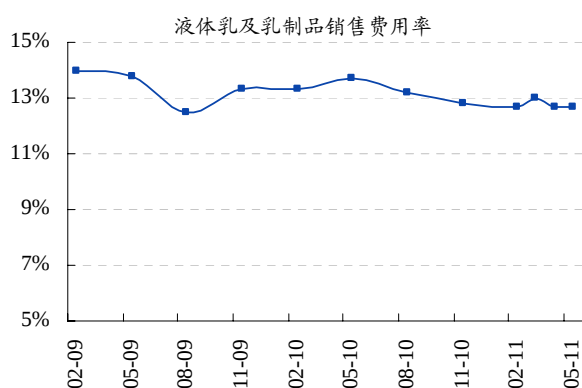
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 22：液体乳及乳制品利润及增速



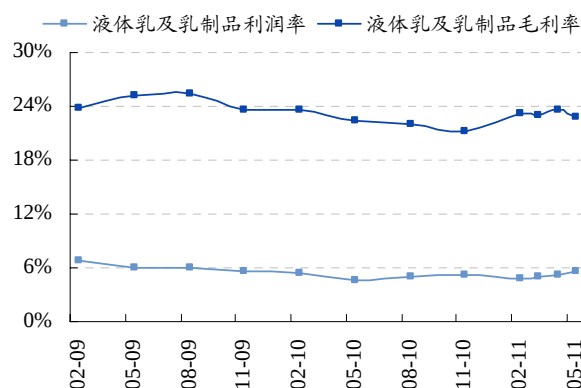
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 23：液体乳及乳制品销售费用率



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 24：液体乳及乳制品毛利率、利润率



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

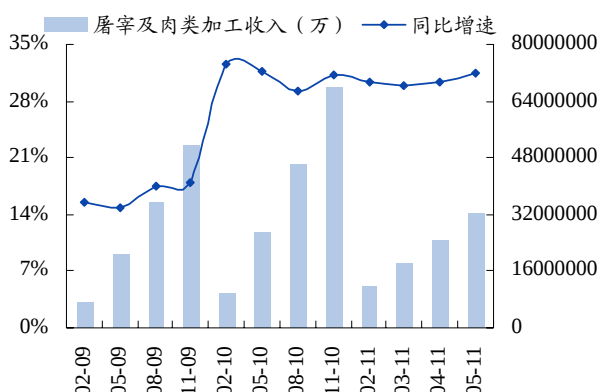
5. 屠宰及肉制品加工：猪肉价格驱动行业收入增长

1-5月屠宰及肉制品加工业收入3262亿，利润145.3亿，同比分别增31%、28.5%。行业毛利率为11.1%，比去年同期提升0.5个百分点；销售费用率

为 2.1%，比去年增 0.2 个百分点；利润率为 4.5%，比去年同期增 1 个百分点。

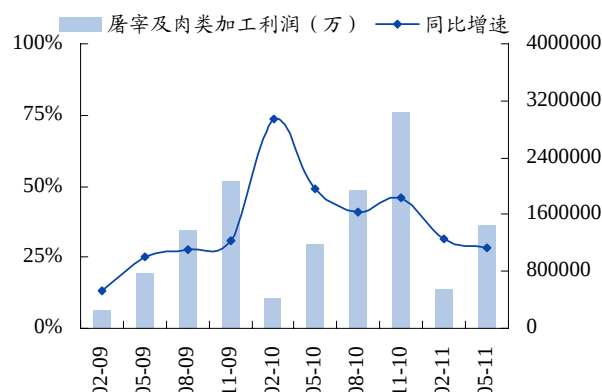
行业消费量短期受瘦肉精事件的影响。1-5 月猪肉价均值同比增长 36%，成为屠宰及肉制品加工收入上涨的主因。这轮价格上涨的推动因素主要是生猪价格本身的周期性变动和上游饲料价格的上涨。随着国家对猪肉价格的重视，以及下半年 CPI 调控的影响下，预计本轮猪价上涨的高点或将出现在 4Q11 到 1Q12。而瘦肉精事件的平复，将带来猪肉消费量的增长。

图 25：屠宰及肉制品加工收入及增速



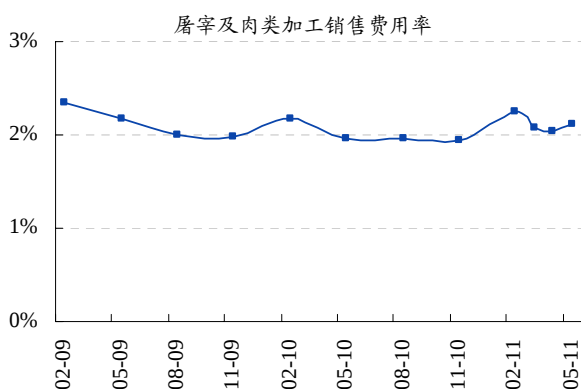
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 26：屠宰及肉制品加工利润及增速



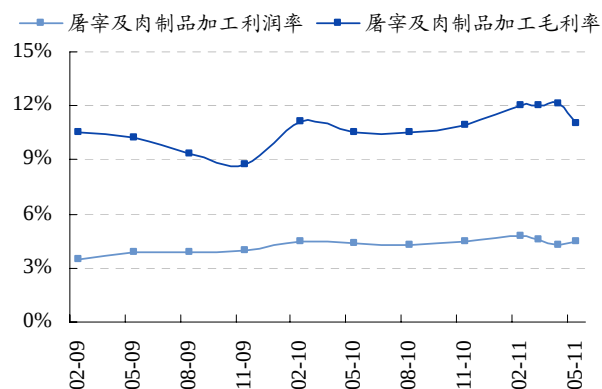
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 27：屠宰及肉制品加工销售费用率



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 28：屠宰及肉制品加工毛利率、利润率



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

6. 投资策略：继续“增持”评级

维持对食品饮料行业增持的建议。理由如下：

- 1) 行业继续高景气：白酒、葡萄酒销量维持高增速，行业景气度保证了吨酒价格增长，毛利率、利润率稳定。预计明年仍有继续提价的能力和动力。
- 2) 上市公司收入稳而可见：行业的景气度，是上市公司业绩稳而可预期的保证。随着业绩预增和中报期临近，预计一线品种业绩增速能达 30%

左右，二线白酒业绩增长更快。

3) 估值较低，具备安全边际：一线白酒公司在业绩有望超预期的情况下，估值仍处于历史相对底部区域，我们继续重点推荐；二线白酒业绩增速快，弹性也大，可把握阶段性补涨行情。

推荐顺序：我们继续首推一线白酒和葡萄酒，其次为二线白酒、大众品。具体推荐顺序为：**五粮液、贵州茅台、泸州老窖、张裕 A、山西汾酒、古井贡酒、青岛啤酒、双汇发展、伊利股份。**

表 1：盈利预测表

	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 10-12 年	PE			PS 2010 年	PEG	评级
		10A	11E	12E		10A	11E	12E			
贵州茅台	2,026	4.87	7.52	9.87	42%	40.1	26.0	19.8	17.4	0.6	增持
五粮液	1,422	1.16	1.55	2.06	33%	32.3	24.2	18.2	9.1	0.7	增持
泸州老窖	657	1.58	1.99	2.63	29%	29.8	23.7	17.9	12.2	0.8	增持
洋河股份	1,198	2.45	4.00	5.67	52%	54.4	33.3	23.5	15.7	0.6	增持
山西汾酒	335	1.14	2.05	3.09	64%	67.7	37.7	25.0	11.1	0.6	增持
古井贡酒	203	1.34	2.40	3.57	64%	64.7	36.0	24.2	10.8	0.6	增持
水井坊	117	0.48	0.61	0.73	23%	49.6	39.2	32.8	6.4	1.7	谨慎增持
伊力特	63	0.30	0.39	0.57	37%	46.8	36.5	24.9	5.8	1.0	增持
双汇发展	420	2.59	1.32	3.35	14%	26.8	52.5	20.7	1.1	3.8	增持
张裕 A	551	2.72	3.54	4.48	28%	38.4	29.5	23.3	11.1	1.0	增持
伊利股份	303	0.49	0.74	0.90	36%	39.0	23.7	21.1	1.0	0.7	增持
承德露露	64	0.49	0.69	0.89	35%	35.8	25.3	19.7	3.5	0.7	谨慎增持
青岛啤酒	496	1.13	1.40	1.93	31%	32.7	26.3	19.0	2.5	0.8	增持
燕京啤酒	218	0.64	0.83	1.07	30%	28.3	21.7	16.8	2.1	0.7	增持
恒顺醋业	19	0.25	0.32	0.45	34%	61.1	47.8	34.0	1.7	1.4	谨慎增持
三全食品	70	0.66	0.77	1.00	23%	57.1	48.9	37.7	3.7	2.1	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

注：伊利股份的 EPS，为增发后摊薄业绩（假设 70 亿），如不摊薄，则 2011-2012 年 EPS 为 0.92、1.15。

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业七年。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, 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

上海财经大学会计学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员。2007 年进入国泰君安, 2009 年新财富交运行业最佳分析师第四名, 2011 年加盟食品饮料行业。

张楷湔 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业助理研究员, 2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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		