



第四期：关注黄酒的投资价值

推荐维持

一周行业重点新闻动态及解读：

- 白酒销售新模式，抢团购市场占先机：在消费升级、商务和政务消费崛起的背景下，团购渠道已经成为白酒尤其是知名白酒的战略性渠道；
- 中国内地首次进行网上红酒拍卖：近年进口葡萄酒增长较快，其销售模式的创新将加快这一趋势。国内红酒企业应当对进口红酒带来冲击保持警惕。

一周公司重点新闻动态及解读：

- 五粮液巨幅广告登陆时代广场：五粮液花费巨资在海外做广告，确实有利于五粮液品牌扩大国际影响；同时，也在有着白酒消费习惯的海外华人和东南亚地区发挥了产品宣传的作用；
- 皇氏乳业：“摩拉菲尔”抢滩京沪奶品高端市场：皇氏乳业以发挥水牛奶的独特优势做产品的差异化，抢占乳制品的高端市场，建议进一步关注；

➤ **本周主要产品价格走势监测：**生猪出厂价同比小幅下降 2%，原奶价格同比上月小幅下降 1%，花生同比上月下降 9%，其他粮食价格同比上月延续上涨态势。

➤ **维持食品饮料板块“增持”建议：**上周食品饮料板块领跑大盘，复合我们一直以来对其还有上涨空间的判断。后续我们建议投资者关注一线白酒、黄酒、部分成长性确定而估值相对安全的食品公司，以及有事件驱动三线白酒公司。

投资组合：

- 一线白酒组合：泸州老窖、五粮液、贵州茅台；
- 黄酒公司：古越龙山；
- 成长性确定而估值相对合理的食品公司：伊利股份、汤臣倍健；
- 三线白酒公司组合：酒鬼酒、金种子酒
- 本周重点推荐组合-汤臣倍健“买入”（终端复制能力强、盈利模式佳）；古越龙山“买入”（黄酒龙头，原酒价值有望重估，提升企业价值）。

食品饮料行业

联系人：

苏青青

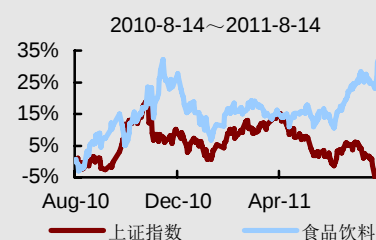
电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

邴彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1《食品饮料_0818_ 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报：第三期：板块仍有投资空间 食品饮料行业 苏青青》，2011.8
- 2《食品饮料(0818) 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报：第三期：板块仍有投资空间 食品饮料行业 苏青青》，2011.8
- 3《食品饮料_0818_ 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报：第二期：关注进口葡萄酒营销 食品饮料行业 苏青青》，2011.7
- 4《食品饮料(0818)* 宏源证券*行业周报*食品饮料行业周报：6 月产量数据点评及中报预览*食品饮料行业*苏青青》，2011.7

目录

一、一周行业新闻及点评	3
二、一周企业新闻及点评	5
三、一周原材料及产品价格监测	6
四、板块估值	8
五、宏源食品饮料本周报告主要观点回顾	9

插图

图 1: 食品饮料上市公司估值一览表 (2011-8-12)	3
图 2: 截止上周末, 猪肉价格同比略有下降, 生猪价格和猪粮比价同比上月下降	6
图 3: 截止上周末, 生鲜奶价格较上月同期下降 1%, 奶制品价格继续小幅上涨	6
图 4: 截止上周末, 花生价格同比上月下降 9%, 食用油价格同比上月继续小幅上升	7
图 5: 截止本周末, 玉米和小麦价格同比去年增长较多, 大麦价格较上月同期增长较快	7
图 6: 猪肉价格有继续小幅环比回落	7
图 7: 猪粮比价环比连续下降	7
图 8: 生鲜奶价格逐渐企稳, 并小幅下降	7
图 9: 大麦价格年初以来上升较快	7
图 10: 本周食品饮料行业上涨 5.08%, 涨幅最高 (百万股)	8
图 11: 截止本周末, 食品饮料行业整体动态估值为 40.06X (PE/TTM)	8
图 12: 最新板块指数与大盘指数走势对比图	10
图 13: 乳品相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	11
图 14: 乳品相对沪深 300 的动态市净率	11
图 15: 白酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	11
图 16: 白酒相对沪深 300 的动态市净率	11
图 17: 啤酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	11
图 18: 啤酒相对沪深 300 的动态市净率	11
图 19: 其他酒类相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	11
图 20: 其他酒类相对沪深 300 的动态市净率	11
图 21: 葡萄酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	12
图 22: 葡萄酒相对沪深 300 的动态市净率	12
图 23: 食品综合相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)	12
图 24: 食品综合相对沪深 300 的动态市净率	12
图 23: 国际可比上市公司估值一览表	13

图 1：食品饮料上市公司估值一览表（2011-8-12）

股票代码	公司名称	评级	盈利预测		11YOY	12YOY	PE		2011-8-12			
			11E	12E			11PE	12PE	收盘价	总市值	流通市值	换手率
000895.SZ	双汇发展	未评级	2.11	3.88	17%	84%	35	19	74.8	453.4	453.3	2%
002330.SZ	得利斯	未评级	0.31	0.50	75%	61%	44	28	13.7	34.5	8.6	18%
002515.SZ	金字火腿	未评级	0.61	0.84	-27%	39%	45	33	27.6	26.4	6.6	10%
000869.SZ	张裕A	买入	3.66	4.65	34%	27%	33	26	121.8	642.2	424.8	2%
002582.SZ	好想你★	买入	1.66	2.29	30%	38%	35	25	58.3	43.0	8.7	48%
002216.SZ	三全食品	未评级	0.91	1.26	38%	38%	43	31	39.2	73.3	48.2	2%
300146.SZ	汤臣倍健★	买入	1.56	2.47	85%	59%	42	27	66.1	72.3	18.1	14%
002481.SZ	双塔食品	未评级	0.69	1.06	-38%	55%	37	24	25.3	30.3	7.6	17%
002507.SZ	涪陵榨菜	未评级	0.48	0.66	2%	38%	37	27	17.8	27.5	7.1	11%
002557.SZ	洽洽食品	未评级	0.97	1.33	-4%	36%	35	26	34.2	68.5	16.9	8%
002495.SZ	佳隆股份	未评级	0.82	1.05	17%	28%	16	13	13.4	25.0	6.3	12%
600298.SH	安琪酵母	未评级	1.13	1.60	15%	42%	33	23	37.3	114.0	101.1	6%
600305.SH	恒顺醋业	未评级	0.31	0.39	23%	26%	50	40	15.5	19.7	19.7	10%
002329.SZ	皇氏乳业	未评级	0.46	0.81	-14%	77%	43	24	19.6	41.9	24.1	2%
002570.SZ	贝因美★	增持	1.12	1.44	14%	27%	29	23	32.8	139.6	14.1	14%
600597.SH	光明乳业	未评级	0.25	0.33	32%	32%	36	27	9.1	95.2	94.5	2%
600887.SH	伊利股份★	买入	0.90	1.08	86%	20%	23	20	21.1	338.0	335.6	7%
000568.SZ	泸州老窖	未评级	2.04	2.68	29%	32%	24	18	49.0	683.0	350.4	6%
000596.SZ	古井贡酒	未评级	2.51	4.02	87%	61%	42	26	105.3	265.1	184.2	3%
000799.SZ	酒鬼酒	买入	0.41	0.71	57%	73%	57	33	23.4	70.9	48.1	24%
000858.SZ	五粮液	买入	1.56	2.07	34%	33%	25	19	39.6	1501.7	1501.5	5%
002304.SZ	洋河股份	未评级	4.22	6.20	-14%	47%	36	24	150.8	1357.2	618.1	3%
600197.SH	伊力特	未评级	0.39	0.57	28%	46%	36	25	14.2	62.6	62.6	12%
600199.SH	金种子酒	买入	0.68	1.10	113%	61%	30	19	20.3	112.8	105.9	15%
600519.SH	贵州茅台	买入	7.48	9.76	40%	30%	29	22	216.8	2250.5	2250.5	2%
600559.SH	老白干酒	未评级	0.41	0.53	37%	29%	84	65	34.5	48.3	30.9	16%
600702.SH	沱牌舍得	未评级	0.36	0.63	60%	73%	67	39	24.3	82.1	82.1	12%
600779.SH	水井坊	未评级	0.67	0.78	39%	17%	36	31	23.8	116.4	70.3	16%
600809.SH	山西汾酒	未评级	2.07	3.04	81%	47%	43	29	88.9	384.9	384.9	3%
000729.SZ	燕京啤酒	未评级	0.77	1.00	22%	30%	23	18	17.8	214.9	171.8	5%
002461.SZ	珠江啤酒	未评级	0.16	0.18	14%	13%	109	96	17.4	118.1	12.2	41%
600090.SZ	啤酒花	未评级	0.13	0.22	24%	66%	95	57	12.6	46.4	46.4	19%
600132.SH	重庆啤酒	未评级	0.40	0.41	-47%	2%	168	164	67.1	324.8	324.8	4%
600573.SH	惠泉啤酒	未评级	0.44	0.60	112%	35%	25	18	11.1	27.7	17.0	42%
600600.SH	青岛啤酒	未评级	1.38	1.84	23%	33%	28	21	38.8	523.6	108.0	9%
600059.SH	古越龙山	买入	0.29	0.40	46%	36%	45	33	13.2	84.1	80.0	23%
600616.SH	金枫酒业	中性	0.40	0.48	33%	20%	31	26	12.4	54.5	54.5	14%
000848.SZ	承德露露	未评级	0.60	0.78	2%	30%	33	26	20.0	72.9	72.9	10%
002387.SZ	黑牛食品	未评级	0.46	0.70	-30%	52%	34	22	15.4	37.1	9.3	13%
600300.SH	维维股份	未评级	0.11	0.14	22%	27%	54	43	6.0	99.7	99.7	8%

注：带★的盈利预测来自宏源证券的盈利预测，其余来自于 wind 一致市场预期

资料来源：wind，宏源证券研究所

一、一周行业新闻及点评

1、白酒销售新模式 拼抢团购市场占先机

进入 9 月，白酒将全面进入旺季，而中秋正是 9 月第一个重要的节点。有白酒营销界

专家说，谁抓住了节前团购市场，谁就会在中秋白酒营销战中抢得先机。团购已在白酒销售渠道占据越来越重要的地位。

据了解，目前公司商务用酒、政府政务用酒，基本都采用团购方式，这块的消费，占了白酒整体消费的70%以上。成都不少白酒经销商表示，一些喜欢喝酒的普通老百姓也开始选择了团购的方式。目前，一些白酒厂商也降低了团购的门槛，购买两 three 件也可享受到团购的优惠。

我们的观点：在消费升级、商务和政务消费崛起的背景下，团购渠道已经成为白酒尤其是知名白酒的战略性渠道。而随着这些团购资源被逐步瓜分殆尽，一方面会有面对私人消费的团购渠道拓展，另一方面团购必然向着个性化的方向发展。

2，中国内地首次进行网上红酒拍卖

据主办方上海国际商品拍卖有限公司介绍，此次拍卖于8月10日14点上线，至15日中午12点结束。买家可通过公司网站完成在线竞价和支付。

作为拍品提供方，第一酒市市场有限公司特意精选了33种精品红酒，采用整体打包、分批次的方式进行拍卖。其中，有着匈牙利“国宝酒”美誉的托卡伊5筐贵腐甜酒，因酿造期长达7年、产量稀少而被称为“液体黄金”。另外，拍品中还包括了2010年上海世博会葡萄牙馆指定干红葡萄酒。

我们的观点：红酒网上拍卖由于可以免去中间环节而具有便捷和低成本的特点，尤其适用于高端红酒尤其是高端进口红酒的销售。近年进口葡萄酒增长较快，其销售模式的创新将加快这一趋势。国内红酒企业应当对进口红酒带来冲击保持警惕。

3，桶装方便面再涨价 “约谈”治标不治本

桶装方便面因统一和康师傅等企业的调价而上涨了三毛钱，涨幅接近10%。桶装方便面涨价，理由是一贯的原材料成本上升，且统一和康师傅同时对桶装方便面进行涨价，或将引发行业跟风。

康师傅决定在8月1日提价，桶装面每箱提价2元，每桶终端零售价提价0.3元，涨幅在10%左右。与上次调价不同，康师傅此次并没有调整其主打产品袋装面，而仅仅是针对桶装面，并且超市暂时不提价，只针对经销商、批发商、小卖店等传统销售商调价。

我们的观点：近来国内玉米、小麦等原材料价格以及食糖等原辅材料价格出现大幅度上涨，加剧了食品企业的成本压力。此次提价是对成本压力的正常反应。

4，葡萄酒基金呼之欲出

随着国内葡萄酒市场的发展，真正意义上的葡萄酒基金呼之欲出，一些专业葡萄酒投资管理机构正在积极筹备纯正的葡萄酒投资基金。从制度角度看，葡萄酒基金在中国出现已经没有任何障碍，无论新修订的《信托公司集合资金信托计划管理办法》还是《合伙企业法》都为创新型投资基金提供了完备的制度支持，不出意外的话，中国即将出现的葡萄酒基金一定会以集合资金信托计划或者有限合伙企业的形式推出。

我们的观点：国内投资者对葡萄酒投资价值的兴趣以及葡萄酒基金的成立，将会提高高端名优葡萄酒的需求，国内一线葡萄酒企业对此大有可为。不过，葡萄酒投资的繁荣还需要葡萄酒交易的配合，也就是二级市场的支持。

5，上半年中国葡萄酒进口增势迅猛

据海关数据统计，2011年1月-6月，连云港口岸共进口葡萄酒38批次、600180升、货值158万美元，同比分别增长52.30%、35.71%和55.97%，创历史新高。进口国主要包括法国、澳大利亚、西班牙、智利、意大利等国。

淄博检验检疫局上半年共检验进口葡萄酒4批、49442升、货值28.02万美元，同比分别增长了100%、149.4%和194.7%。

我们的观点：复合预期，进口葡萄酒正在迅速涌进国内市场。

二、一周企业新闻及点评

1，五粮液巨幅广告登陆时代广场

白酒巨头五粮液的巨幅广告，8月开始出现在美国纽约最繁华的街道上，在有着“世界十字路口”之称的时代广场上招摇过市。据了解，要在这块纽约最贵的广告牌上亮相，每月花费高达40万美元。五粮液回应称，是新华社推荐的，而新华社尚未与公司谈及收费问题，如果收费，新华社表示也将是成本价。

我们的评论：五粮液花费巨资在海外做广告，确实有利于五粮液品牌扩大国际影响；同时，也在有着白酒消费习惯的海外华人和东南亚地区发挥了产品宣传的作用。

2，皇氏乳业：“摩拉菲尔”抢滩京沪奶品高端市场

当大家都在为每100克鲜牛奶中到底该含2.8克蛋白质还是含2.95克蛋白质而争论时，细心的市民发现，各大商住楼宇的电梯、视频广告上却又高调地多了一种陌生的乳制品宣传广告“摩拉菲尔”水牛奶。

据了解，水牛奶综合营养价值是黑白花牛奶的近2倍，其铁、锌、维生素等微量元素为黑白花牛奶的数倍至上百倍，在民间有“奶中之王”的美誉。

我们的评论：皇氏乳业以发挥水牛奶的独特优势做产品的差异化，抢占乳制品的高端市场，建议进一步关注。

3，雀巢有意接手惠氏奶粉

美国制药巨头辉瑞旗下惠氏奶粉或将由雀巢接盘，成为雀巢新一轮并购的“囊中之物”。有外媒传出，营养品业务中涉及的惠氏奶粉或叫价高达105亿美元。

惠氏奶粉被辉瑞正式收购不到两年，其命运又将发生转变。前不久，辉瑞全球发布消

息称，或以分拆、出售或其他交易形式将动物保健和营养品业务全部或部分剥离，而惠氏奶粉则是营养品业务的主要组成部分，这意味着惠氏奶粉业务或将“出售”。

我们的评论：目前国内奶粉市场被多美滋、美赞臣、雀巢、雅培、惠氏等几大外资品牌占据，占比超过 50%，且垄断着一线城市的高端市场。若雀巢接手惠氏，则雀巢的占比将达到 15% 左右，这使市场份额占据第一的达能集团（16.7%）不得不重新审视自己的竞争对手。国内奶粉行业将面临着一次变局。

4，雪花全资收购喜力亚太持有大富豪啤酒 49% 股份

雪花通过收购新加坡喜力亚太 100% 股权，从而间接持有江苏大富豪啤酒有限公司（后简称“大富豪”）49% 的股权。据悉，此桩并购已经完成，双方正进入手续交接阶段。根据公司章程，雪花将向大富豪派出 3 名董事进入其董事会，而华润雪花啤酒有限公司总经理王群或将出任大富豪的副董事长一职。

5，牛根生减持或不看好蒙牛 携现代牧业制衡中粮？

近日据港交所披露的股权资料显示，蒙牛乳业(02319.hk)主要股东牛根生行使权证，沽出 228 万股集团股份，每股作价 28.25 元，涉资约 6441 万元，持股量由 5.79% 降至 5.66%。这已经不是牛根生宣布捐出个人全部股权之后的首次套现。如果加上其分别在 2009 年和 2010 年的数次套现，其套现金额已超过 20 亿港元。

三、一周原材料及产品价格监测

图 2：截止上周末，猪肉价格同比略有下降，生猪价格和猪粮比价同比上月下降

生猪价格预警				
单位：元/公斤	生猪出场价	玉米批发价	猪粮比价（无单位）	白条肉价
本周	19.33	2.38	8.12	25.09
上月同期	19.79	2.32	8.53	25.17
同比增加	-2%	3%	-5%	0%
去年同期	12.56	2.04	6.16	16.28
YOY	54%	17%	32%	54%

资料来源：wind，宏源证券研究所

图 3：截止上周末，生鲜奶价格较上月同期下降 1%，奶制品价格继续小幅上涨

奶制品行业价格监测						
	生鲜奶价格	牛奶价格	酸奶	国外婴幼儿奶粉	国产婴幼儿奶粉	成人奶粉
单位	元/公斤	元/升	元/公斤	元/公斤	元/公斤	元/公斤
本周	3.18	8.6	11.22	188.85	138.6	79.4
上月同期	3.21	8.49	11.04	186.95	136.48	79.23
同比增加	-1%	1%	2%	1%	2%	0%
去年同期	2.91	7.83	9.92	179.28	127.04	77.94

YOY	9%	10%	13%	5%	9%	2%
-----	----	-----	-----	----	----	----

资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 4: 截止上周末, 花生价格同比上月下降 9%, 食用油价格同比上月继续小幅上升

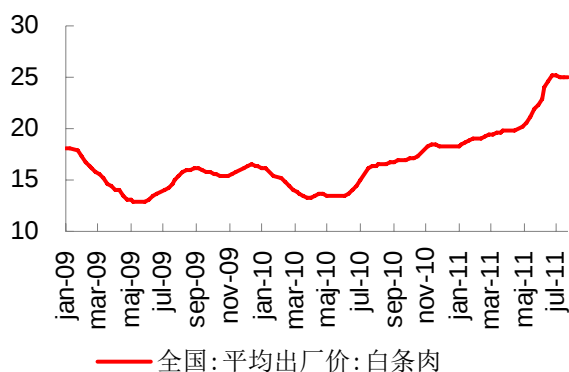
食用油行业价格监测						
	桶装豆油	桶装花生油	桶装菜籽油	桶装调和油	大豆批发均价	花生批发均价
单位	元/升	元/升	元/升	元/升	元/公斤	元/公斤
本周	11.77	22.23	13.34	13.61	4.29	10.13
上月同期	11.69	21.7	13.26	13.54	4.29	11.1
同比增加	1%	2%	1%	1%	0%	-9%
去年同期	10.52	19.63	12.1	12.29	4.02	5.38
YOY	12%	13%	10%	11%	7%	88%

资料来源: wind, 宏源证券研究所

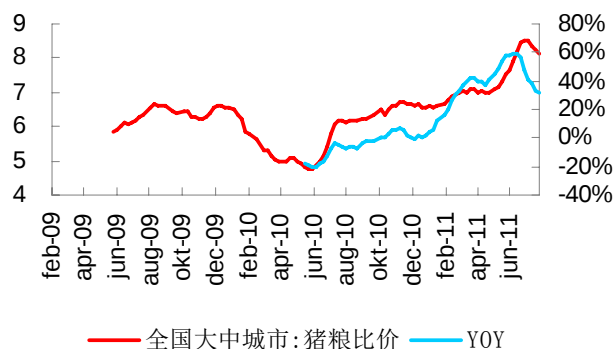
图 5: 截止本周末, 玉米和小麦价格同比去年增长较多, 大麦价格较上月同期增长较快

酒类原料价格监测			
	玉米现货价	小麦现货价	大麦现货价
单位	元/公斤	元/公斤	元/公斤
本周	2.411	2.047	2.326
上月同期	2.376	2.051	2.229
同比增加	1%	0%	4%
去年同期	2.047	2.032	1.884
YOY	18%	1%	23%

资料来源: wind, 宏源证券研究所

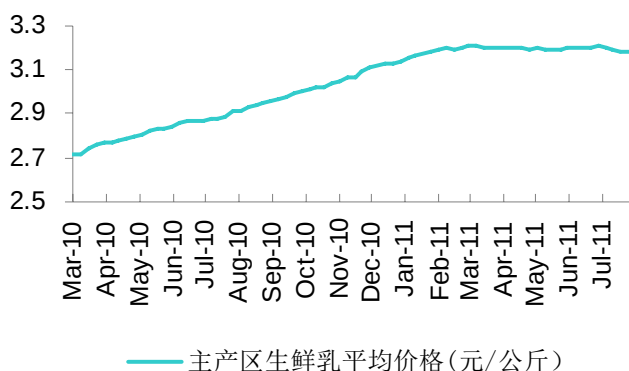
图 6: 猪肉价格有继续小幅环比回落


资料来源: wind, 宏源证券研究所

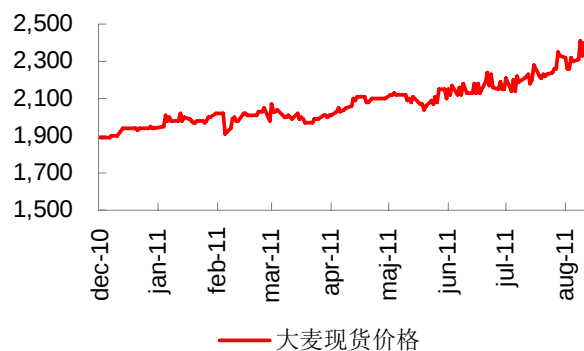
图 7: 猪粮比价环比连续下降


资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 8: 生鲜奶价格逐渐企稳, 并小幅下降
图 9: 大麦价格年初以来上升较快



资料来源: wind, 宏源证券研究所



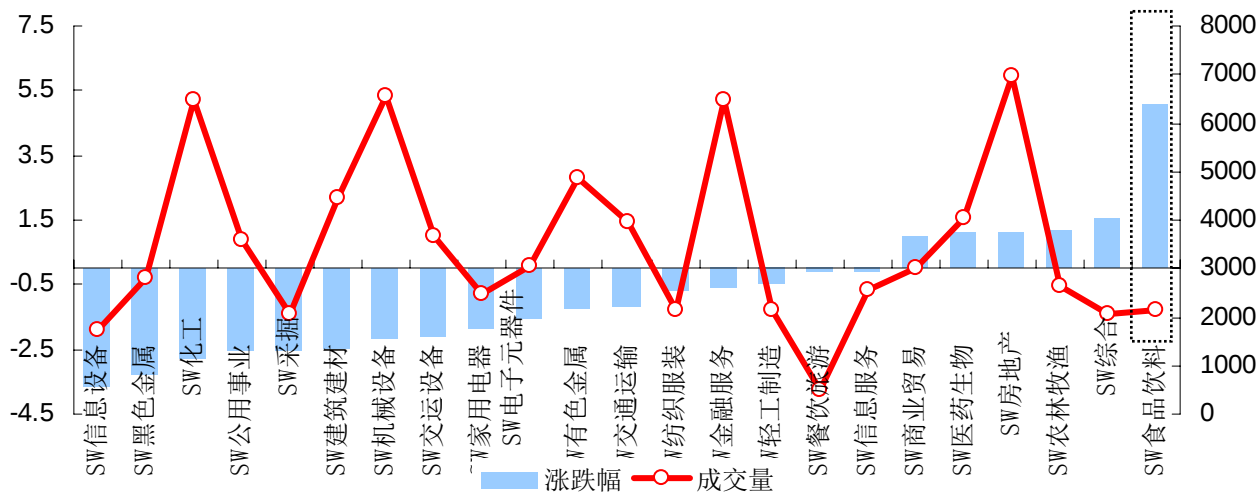
资料来源: 宏源证券研究所

四、板块估值

上周遭遇外围市场影响, A 股先暴跌再反弹, 而经过一周的整理后, 食品饮料行业板块收获绝对涨幅 5.08%, 位居涨幅榜首位。我们认为主要由于板块明确的增长性、盈利能力的稳定性以及股指回落后的股价安全性所致。而这一点我们在前几篇月报中反复多次强调过。

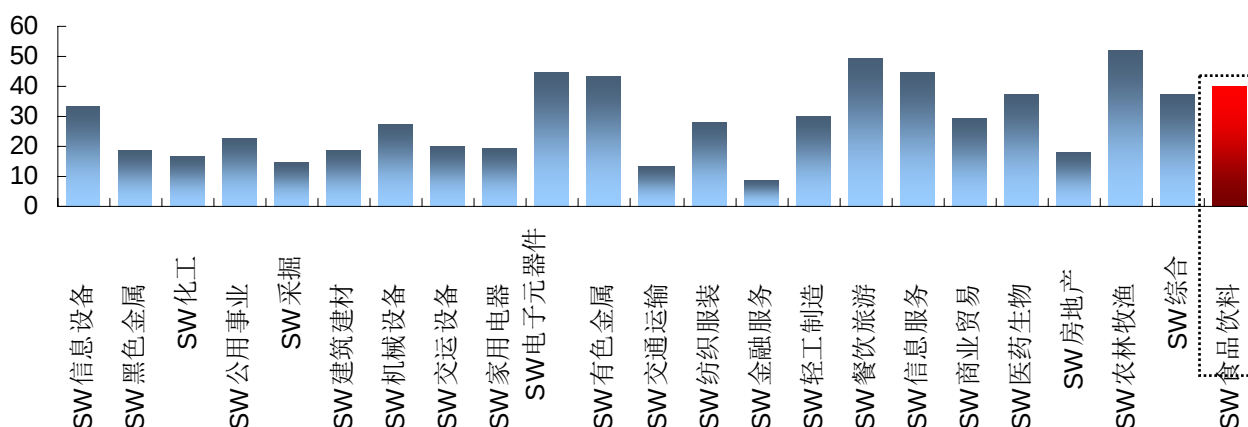
动态估值角度看, 食品饮料行业动态市盈率 (PE/TTM) 为 40.06, 较上周末 38.74 有所上升, 不过与其他消费类板块横向对比看, 食品饮料整体估值水平仍处于合理水平。

图 10: 本周食品饮料行业上涨 5.08%, 涨幅最高 (百万股)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 11: 截止本周末, 食品饮料行业整体动态估值为 40.06X (PE/TTM)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

五、宏源食品饮料本周报告主要观点回顾

以周报形式继续推荐食品饮料板块，而上周食品饮料整体绝对收益排名第一：

- ◆ **伊利股份“买入”**（中期 YOY117%，净利率拐点显现）、**张裕 A “买入”**（具有品牌、全产业链、营销优势的本土葡萄酒领导企业，分享葡萄酒行业增长盛宴）、**五粮液“买入”**（下半年提价预期、新领导层上任，业绩或有不错表现）、**贵州茅台“买入”**（稳定成长型品种）、**古越龙山“买入”**（黄酒龙头企业，可分享集中度提升机会，预计上半年净利润增长 62%）。**重点推荐品种-汤臣倍健“买入”**（终端复制能力强、盈利模式佳）。

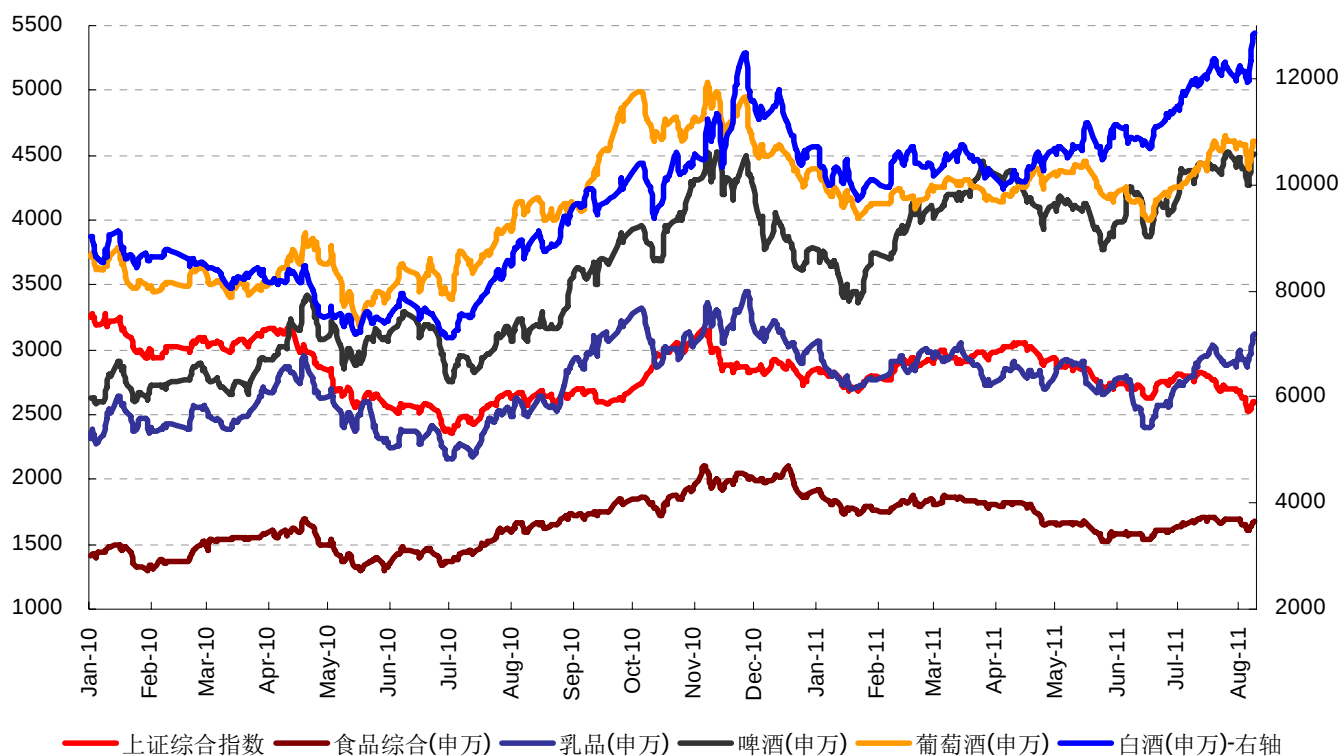
伊利股份（600887）中报点评：中报业绩再超预期，维持“买入”，目标价 27 元

- **净利润增长远超收入增长。**上半年净利润同比增长 136.70%，一方面受益于主营业务增长（同比增长 28.42%），另一方面则是因为公司股权转让收益较去年大幅增加（占净利润的 19.88%）。由于原辅材料价格上涨，公司毛利率下降 0.2%，但是受益于行业竞争格局趋缓及公司的龙头地位，销售费用率比去年同期降低 0.8%。收入增长和销售费用降低的趋势符合我们今年是公司盈利拐点的预测。
- **高端产品占比提高，产品结构不断改善。**得益于公司的产品技术创新和大力的品牌营销力度，公司高端产品占比已经超过 40%。其中金典有机奶、QQ 星儿童成长奶增幅分别达到 243%、103%，婴儿奶粉和高端奶粉产品金领冠分别同比增长 33%和 112%。高端产品占比的提高最终将带来公司定价权和综合毛利率的提高。
- **长期来看，行业竞争格局的变化将会使公司受益。**1、乳业生产许可证重审使得 45%的企业被淘汰出局，使得市场和资源继续集中于行业龙头企业，公司的市场份额也将进一步提高；2、通过自建奶源可以保证产品的质量，同时减少原料成本上升的影响；3、公司市场份额的进一步提升以及对上游产业的进一步掌控必将提升公司未来的盈利能力，其长期投资价值凸现。
- **盈利预测、估值和投资建议：**继中报预增后，我们再度上调盈利预测。预计 2011-2013 年收入分别为 373 亿、447 亿和 532 亿，增速分别为 25.7%、19.8%和 19.2%；净利润分别为 14.4 亿、17.3 亿和 21.6 亿，增速分别为 85.7%、19.7%和 24.8%；对应的 EPS 分别为 0.90 元、1.08 元和 1.35 元（未考虑增发摊薄）。按照 30X11PE/25X12PE 计算，合理价值区间应为 27 元，维持“买入”评级。

好想你（002582）中报点评：上半年成本压力拖累整体业绩

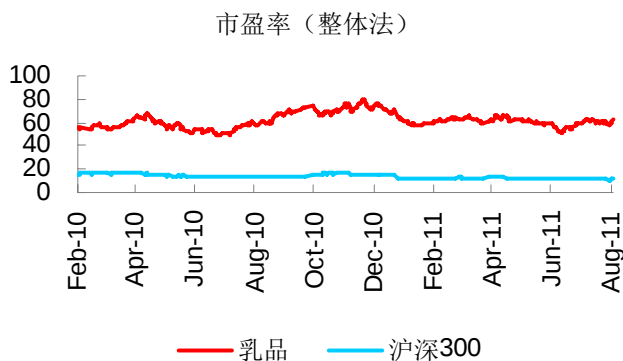
- **去年红枣主产区受灾致使上半年收入增速快于净利润增速：**由于去年原枣成本大幅增加为公司带来成本压力，虽然今年主要产品 1Q 出厂价提升 40%，但提价未能完全传导成本压力，使得今年上半年毛利额受到压制，带来营业利润规模未跟随市场规模的扩大而相应增长。
- **深加工产品收入占比不断提升：**上半年收入贡献最大的依然是健康情和精品红系列，但二者收入占比已由去年同期的 73.7% 下降至今年中期的 66.2%，深加工系列的枣片、蜜饯及其他产品收入同比增长 60%、49.8% 和 135%，而后三种产品盈利能力好于前两种产品，预计未来产品结构优化将会提升整体毛利率。
- **季节性因素导致上半年门店拓展速度低于预期：**上半年新增门店数 269 家，减少 53 家，门店净增数为 216 家，低于公司预期，这主要是由于上半年是销售和开店的淡季，一般经销商会选择在 3Q 和 4Q 开店，且下半年节假日较多也会促进经销商开店。
- **修炼内功将为今年主基调，预计下半年毛利率将好于上半年：**回顾近期公司开展的一系列工作——布局上游原材料基地、收购经销商门店变为旗下直营店，意义都旨在搭建未来快速扩张的后方牢靠根据地。而 8000 吨深加工募投项目将在明年逐步达产、经销商门店将逐步转为熟店等都将有助于维稳盈利能力，因此我们判断明年将为业绩将较今年有更好表现。此外，由于近 20% 销售方式由经销转为直营模式，因此下半年毛利率将好于上半年。
- **盈利预测、估值和投资建议：**预计 2011-2013 年收入为 8.3 亿元、11.2 亿元和 15 亿元，增速为 26.6%、34.2% 和 34.4%；2011-2013 年归属母公司净利润为 1.2 亿元、1.7 亿元和 2.4 亿元，增速为 30%、38% 和 40%，EPS 分别为 1.657 元、2.292 元和 3.22 元，维持“买入”评级。

图 12：最新板块指数与大盘指数走势对比图



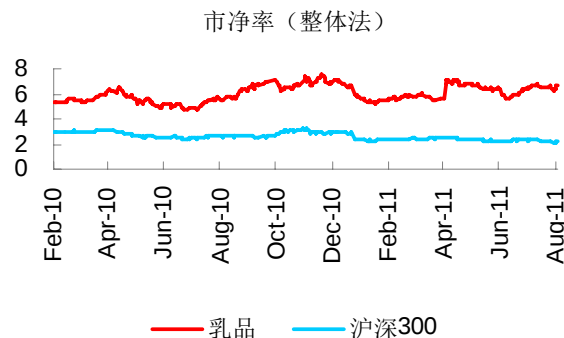
资料来源：wind，宏源证券研究所

图 13: 乳品相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)



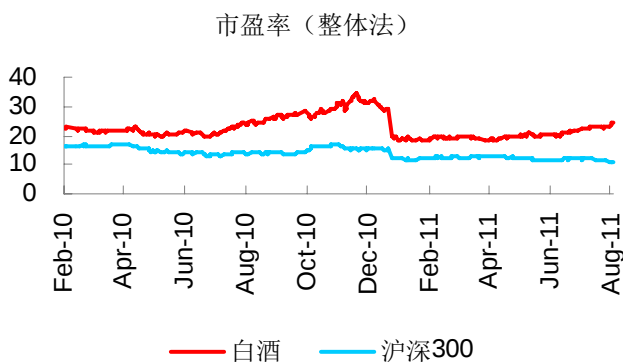
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 14: 乳品相对沪深 300 的动态市净率



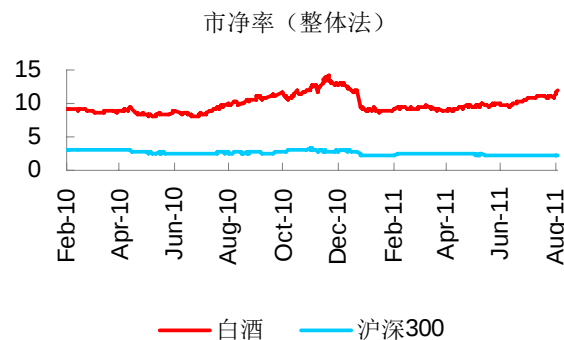
资料来源: 宏源证券研究所

图 15: 白酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)



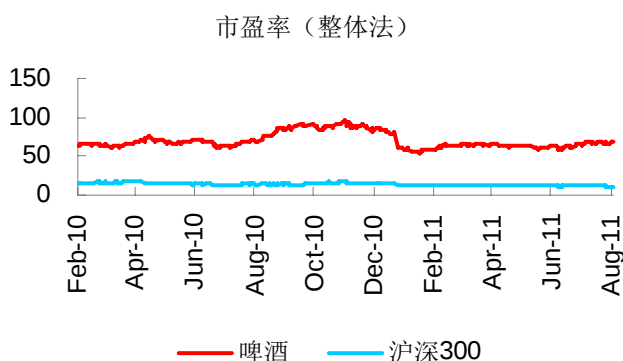
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 16: 白酒相对沪深 300 的动态市净率



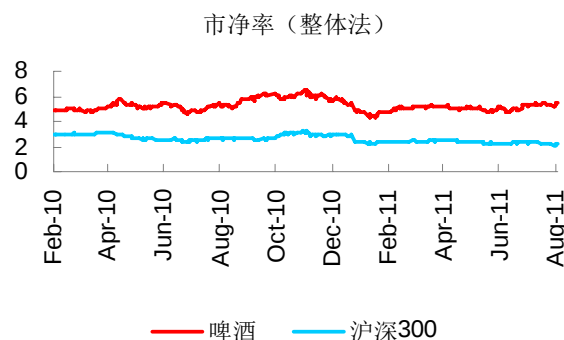
资料来源: 宏源证券研究所

图 17: 啤酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 18: 啤酒相对沪深 300 的动态市净率

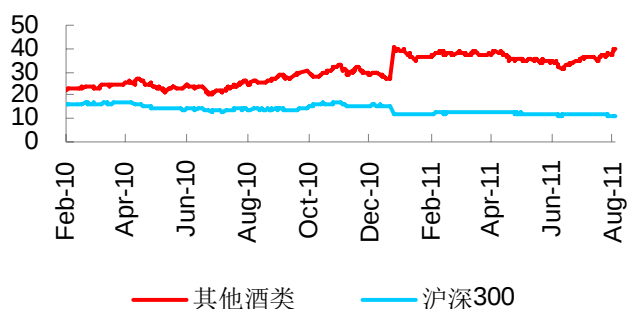


资料来源: 宏源证券研究所

图 19: 其他酒类相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)

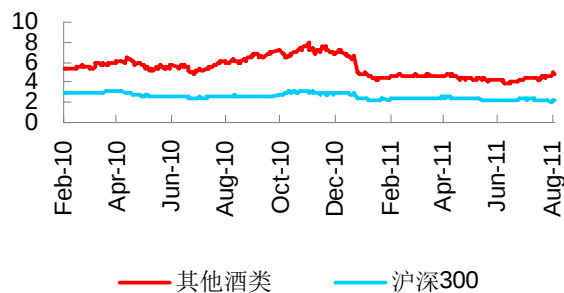
图 20: 其他酒类相对沪深 300 的动态市净率

市盈率（整体法）



资料来源: wind, 宏源证券研究所

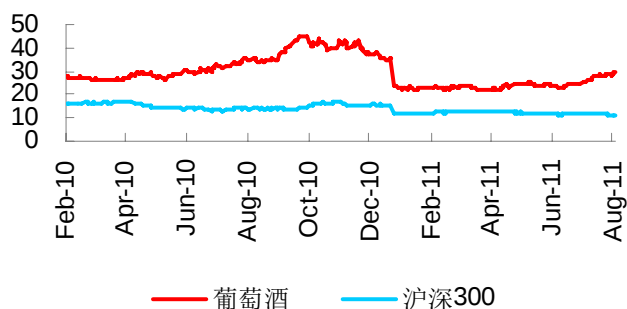
市净率（整体法）



资料来源: 宏源证券研究所

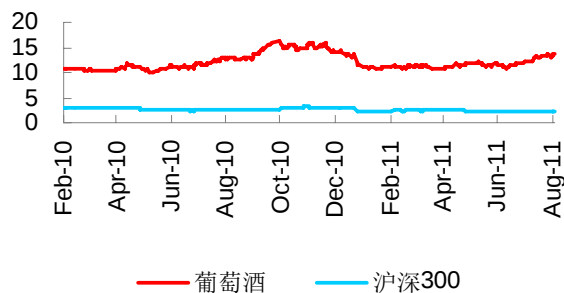
图 21: 葡萄酒相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)

市盈率（整体法）



资料来源: wind, 宏源证券研究所

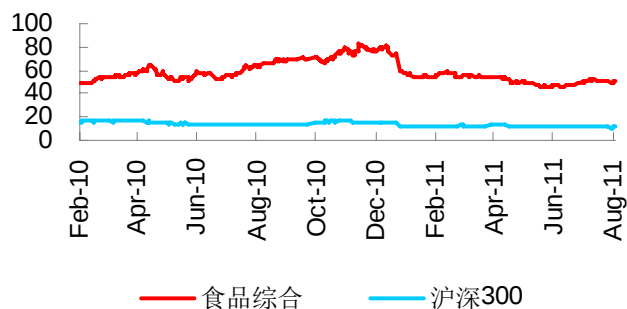
市净率（整体法）



资料来源: 宏源证券研究所

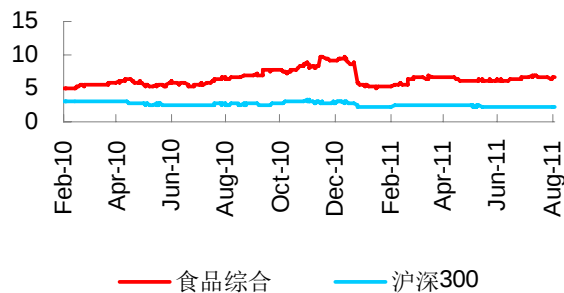
图 23: 食品综合相对沪深 300 的动态市盈率 (PE/TTM)

市盈率（整体法）



资料来源: wind, 宏源证券研究所

市净率（整体法）



资料来源: 宏源证券研究所

图 25：国际可比上市公司估值一览表

公司代码	货币单位	市值 (Mil.)	EPS			PB		PE		SALES (Mil.)	
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
DGE LN Equity	GBP	29021	0.79	0.87	0.96	5.70	4.80	14.67	13.35	10081	10737
pdrdy us equity	EUR	22965									
bf/b us equity	USD	9257	3.41	3.71	4.01	4.79	4.33	18.88	17.35	3372	3484
STZ us equity	USD	3963	1.82	1.97	2.15	1.34	1.28	10.16	9.38	3337	2650
CPRI PZ equity	EUR		0.31	0.35	0.39	2.25	2.02	17.07	15.27	1287	1367
Rcny FR equity											
mcdow lx equity	INR	2770									
2531 JT equity	JPY	89257	20.21	21.61	23.62	0.89	0.87	20.29	18.97	190723	195007
ABIS BB equity	USD										
SAB LN equity	USD	32637	1.88	2.21	2.47	2.46	2.20	17.82	15.18	19408	19755
heio na equity											
2503 JT equity	JPY	966930	71.21	85.71	96.42	0.96	0.92	14.07	11.69	2108469	2113818
carlb dc equity	DKK	69979	39.59	46.16	52.31	1.00	0.92	11.53	9.89	63494	66499
FGL AU equity	AUD	9530	0.34	0.27	0.29	7.43	21.73	14.53	18.25	4059	2428
TAP US equity	USD	7950	3.55	3.79	4.20	0.97	0.91	11.96	11.22	3483	3601
2502 jt equity	JPY	757779	#####	136.37	144.60	1.11	1.03	13.27	11.49	1464363	1473535
ko us equity	USD	152622	3.87	4.30	4.74	4.35	3.98	17.17	15.47	46596	48969
pep us equity	USD	99498	4.45	4.85	5.29	4.11	3.82	14.12	12.97	66650	69977
TSN US EQUITY	USD	6437	1.95	1.99	2.28	1.14	1.05	8.72	8.51	32067	33944
sfd us equity	USD	3280	2.94	2.42	2.63	0.99	0.87	6.73	8.15	12271	13066
safm us equity	USD	950	-2.78	2.40	4.12	1.62	1.48		17.90	1963	2267
nestle sw equity	CHF										
kft us equity	USD	60224	2.28	2.54	2.83	1.57	1.49	14.98	13.40	54124	56385
bn fp equity	EUR	29633	3.00	3.33	3.66	2.11	1.93	15.24	13.73	19429	20770
sap cn equity	CAD	8597	2.24	2.49	2.76	4.03	3.59	18.85	16.94	6018	6822
plt im equity	EUR	2873	0.10	0.11	0.11	0.81	0.78	16.53	15.31	4468	4596
2267 jt equity	JPY	375920	79.42	86.45	99.97	1.59	1.53	26.91	24.72	305980	313348
df us equity	USD	1565	0.69	0.88	1.14	0.86	0.77	12.28	9.67	12980	13032
2319 hk equity	CNY	46743	0.93	1.18	1.43	3.46	3.00	23.38	18.51	36516	42971
GIS US equity	USD	23099	2.48	2.51	2.80	4.06	3.19	14.44	14.28	14913	16414
K US equity	USD	18871	3.49	3.80	4.12	7.37	5.98	14.96	13.73	13333	13904
HNZ us equity	USD	16178	3.09	3.35	3.65	6.18	5.12	16.26	15.02	10693	11722
0151 hk equity											
0506 hk equity											
1068 hk equity	HKD	36651	1.72	2.12	2.65	2.16	1.85	11.74	9.55	31068	40472

资料来源：Bloomberg，宏源证券研究所

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jjahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。