

食品饮料行业 2011 年中报回顾

评级：增持 维持评级

行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

食品饮料行业中报回顾：满园酒香关不住

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	22.26
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	6380.10

投资建议

- **行业策略：**食品饮料成长的确性在大市存在高度不确定性的情况投资价值显露无遗，我们维持对整个食品饮料行业的增持评级。
- **推荐组合：**白酒行业依然是我们首推的行业，核心逻辑依然是其成长的高度确定性，我们首推一线白酒中成长高度确定性的贵州茅台，二线白酒成长性突显的古井贡酒、山西汾酒。乳业和肉制品行业，我们推荐伊利股份、双汇发展，二者龙头地位巩固可期，此外，建议关注小市值公司中的双塔食品、汤臣倍健、星河生物、好想你及安琪酵母。

中报回顾的启示

- **启示 1：**大众食品成本压力凸显。成本压力最直接体现在以康师傅、统一、旺旺为代表综合性大众食品公司上，毛利率皆出现大幅下滑，分别下降 15.7%、18.1%和 13.4%，这直接导致三家公司净利润增长为个位数甚至大幅下滑。大众食品在原材料价格不断走高，零售价格受政府调控的大背景下，利润空间受到双重挤压在所难免。大众食品整体盈利拐点出现仍有待跟踪，一些上下游议价能力较差的大众食品公司值得十分警惕。
- **启示 2：**酒精类可选消费品盈利能力加速提升。稳定型白酒及张裕焕发第二春，茅台五粮液泸州老窖张裕净利增长创近期新高；成长性白酒集体报出亮丽中报业绩；蛰伏型白酒利润增长得到大幅改善。有提价能力，具备投资属性的酒精类可选消费品景气度仍有望继续攀升。

行业观点

- **白酒行业仍保持高度景气：**成长型白酒增长最为迅速，成长型白酒 11 年上半年实现销售收入同比增长 76.46%，净利润增长 85.75%，为各子行业之首，稳定型白酒企业表现同样靓丽，其中茅台上半年收入增长 49.2%，净利润增长 57.8%引领三大稳定型白酒。
- **乳制品行业拐点似现：**乳制品行业收入增长稳定，但最为亮眼的是净利润的大幅攀升，伊利净利润同比增长 133.3%，蒙牛同比增长 31.8%，行业由重规模向重利润的改变端倪似现。
- **肉制品等待恢复：**1H2011 肉制品行业增速放缓，但仍能保持 24.1%的收入增长，我们认为，事件已逐渐平息，猪价的阴霾也逐渐散去，我们依然看好龙头企业在整合过程中蕴藏的巨大成长空间。
- **小市值公司个性十足，值得关注。**双塔食品、星河生物、汤臣倍健中报均十分靓丽，整体来看，我们认为：小市值公司作为细分品类龙头蕴含着品牌提升，从而成为细分品类领导者的潜力，而伴随着品牌提升而来的“有品牌对无品牌”的替代符合消费升级的概念，其中蕴含着较高的成长性。

风险提示

- 食品安全风险
- 原材料成本上升的风险

相关报告

1. 《食品饮料行业运行月报》，2011.8.29
2. 《白酒迭创新高,大众食品扫雷忙》，2011.7.20
3. 《涨时代的投资》，2011.6.24

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆

联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

赵晓媛

联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

内容目录

各子行业间对比：可选消费的时代，藏不住的酒香	4
可选消费品 酒香馥郁	6
白酒行业：持续景气	6
稳定型白酒：茅台领衔增长	6
成长型白酒：食品饮料板块最靓丽中报	7
蛰伏型白酒：投资机会初显	8
红酒行业：张裕全方位领跑	11
黄酒行业：古越龙山增长强于金枫酒业	11
大众消费品 稳定成长	12
啤酒行业：景气回复	12
软饮料：静候拐点	13
乳业行业：拐点初显	14
速冻行业：奔跑的三全&蹒跚的思念	15
肉制品行业：“事件”、“猪价”拖累业绩，下半年恢复增长可期	16
综合食品行业：成本压力“不堪重负”	17
小市值公司：表现分化较大	18

图表目录

图表 1：重点公司一览	4
图表 2：各子行业收入利润比较	5
图表 3：各子行业盈利能力比较	5
图表 4：各子板块估值与净利润增速比较	6
图表 5：稳定型白酒半年报业绩一览	7
图表 6：成长型白酒 1H2011 中报业绩一览	8
图表 7：蛰伏型白酒中报业绩一览	9
图表 8：三类白酒存货、预收账款一览	10
图表 9：收入利润增速对比	10
图表 10：费用率对比	10
图表 11：毛利率、净利率对比	10
图表 12：PE、PS 估值对比	10
图表 13：红酒行业半年报业绩一览	11
图表 14：黄酒行业财务数据一览	12
图表 15：啤酒中期业绩一览	13
图表 16：软饮料行业中报业绩一览	14

图表 17: 乳制品主要上市公司上半年业绩回顾	15
图表 18: 速冻食品半年报业绩一览	16
图表 19: 肉制品行业半年报业绩一览	17
图表 20: 综合食品公司半年报业绩一览	18
图表 21: 小市值公司半年财务指标一览	19

图表1：重点公司一览

代码	名称	投资 评级	最新 评级时间	股价	总股本 亿股	总市值 亿元	每股盈利				10-13EPS 复合增长		P/E		
				2011-9-4			10A	11E	12E	13E			10A	11E	12E
600519	贵州茅台	买入	2011-8-31	212	10.38	2,200.6	5.35	7.66	10.51	13.92	42.5%	39.6	27.7	20.1	16.3
000568	泸州老窖	买入	2011-8-19	45	13.9	623.2	1.58	2.05	2.67	3.20	29.9%	28.3	21.9	16.3	12.1
600887	伊利股份	买入	2011-8-8	19	20.3	393.9	0.49	0.75	0.86	1.03	28.5%	39.9	25.9	22.1	17.1
000596	古井贡酒	买入	2011-8-19	96	2.5	241.6	1.34	2.43	3.95	5.69	62.1%	71.9	39.5	24.1	18.1
000858	五粮液	买入	2011-8-16	39	38.0	1,496.0	1.16	1.55	1.81	2.40	25.0%	34.0	25.4	21.1	16.1
600809	山西汾酒	买入	2011-8-16	81	4.3	349.6	1.14	2.00	3.00	4.20	54.4%	70.8	40.4	26.1	19.1
000895	双汇发展	买入	2011-8-19	70	12.0	843.4	1.80	0.83注	2.66	3.47	24.5%	39.1	85.0	26.1	19.1
002304	洋河股份	买入	2011-8-25	146	9.0	1,310.3	2.45	4.00	5.70	7.31	43.9%	59.3	36.4	25.1	19.1
600600	青岛啤酒	买入	2011-4-28	34	13.5	461.6	1.13	1.38	1.74	2.05	22.2%	30.4	24.7	19.1	14.1
000869	张裕A	买入	2011-5-12	108	5.3	571.0	2.72	3.65	4.37	5.24	24.4%	39.8	29.7	24.1	18.1
002387	黑牛食品	买入	2011-2-26	17	2.6	44.5	0.34	0.40	0.52	0.68	23.3%	50.1	42.8	32.1	24.1
000848	承德露露	买入	2011-5-11	17	3.0	67.2	0.49	0.63	0.82	1.06	29.1%	35.0	27.4	21.1	16.1
600702	沱牌舍得	买入	2011-6-20	23	3.4	76.5	0.23	0.37	0.54	0.76	49.8%	100.0	62.1	42.1	32.1
002481	双塔食品	买入	2011-8-3	24	1.2	29.3	0.44	0.70	1.09	1.19	56.7%	55.3	34.7	22.1	16.1
300143	星河生物	买入	2011-7-15	23	1.5	33.7	0.63	0.50	0.65	0.94	36.7%	36.3	45.7	35.1	27.1
300146	汤臣倍健	买入	2011-7-28	69	1.1	73.5	1.68	1.53	2.26	3.36	47.9%	40.7	44.7	30.1	22.1
002515	金字火腿	买入	2011-4-1	27	1.0	26.0	0.64	0.85	1.10	1.55	47.7%	42.5	32.1	24.1	18.1
002481	百润股份	买入	2011-5-11	24	1.2	29.1	0.72	0.67	0.88	1.10	26.9%	33.9	36.0	27.1	20.1
002570	贝因美	买入	2011-7-10	33	4.3	140.5	1.10	1.18	1.59	2.21	35.9%	29.9	28.1	20.1	16.1
002330	得利斯	持有	2011-4-8	14	2.5	34.1	0.18	0.30	0.35	0.42	40.6%	77.6	45.3	39.1	27.1

来源：国金证券研究所

各子行业间对比：可选消费的时代，藏不住的酒香

- 可选消费品行业表现大幅超大众消费品。食品饮料板块中，可选消费品与大众消费品中报表现差别明显，可选消费品依然是表现最为亮眼的子行业，1H2011 可选消费品的收入增速、营业利润、净利润指标均明显走强，迭创新高。相比而言，大众消费品表现则黯淡许多，其中最为明显的是受“3.15”事件、“问题肉”事件侵扰的肉制品行业经历震荡，再加上上半年“猪周期”高点的影响，肉制品行业经历严寒，收入同比增长-3.18%，营业利润增长-26.25%，净利率增长-18.98%。

图表2：各子行业收入利润比较

	销售收入增速(%)			营业利润增速(%)			净利润增速(%)		
	2010H	2010	2011H	2010H	2010	2011H	2010H	2010	2011H
白酒	34.01	35.67	49.96	48.28	42.72	59.36	30.69	31.85	57.45
稳定型白酒	26.92	29.30	44.36	38.00	33.68	46.12	22.04	26.23	51.17
成长型白酒	61.93	62.84	76.46	75.08	75.96	92.46	80.07	74.82	85.75
蛰伏型白酒	23.80	20.28	17.73	45.77	8.06	25.54	38.27	-13.19	40.90
红酒	21.10	15.84	18.03	26.82	28.79	33.87	26.01	25.82	33.67
黄酒	21.27	22.09	17.62	6.57	22.28	33.57	4.08	15.04	25.29
可选消费品	31.98	32.63	45.32	44.43	40.35	55.97	29.86	30.99	55.16
啤酒	4.91	7.94	20.67	32.12	21.49	15.44	33.18	24.65	10.11
软饮料	33.75	28.26	2.83	106.97	20.87	-6.33	104.71	25.99	-3.49
乳业	18.48	21.73	28.33	5.70	-0.12	91.19	36.07	26.08	111.93
速冻	13.00	15.90	22.92	0.18	-15.04	3.51	3.42	-6.59	-6.00
肉制品	32.39	34.63	24.10	40.64	29.53	-20.80	47.74	41.99	-11.04
综合	29.85	20.41	26.75	15.72	9.73	-0.99	12.41	13.25	-3.40
大众消费品	23.70	23.04	16.86	25.11	15.86	-13.08	26.57	22.46	-10.60

来源：国金证券研究所

- **可选消费品行业显现出更高的盈利能力水平。**首先，食品饮料各子行业毛利率水平受高企原材料成本的影响，有一定的毛利率压力，但是良好的传导价格能力使得总体来说，毛利率下降并不明显，而相反，在可选消费品行业中，我们发现，毛利率仍然在持续走强，总体来看，大众消费品的毛利率为 26.17%，而可选消费品达到了 70.40%，净利率方面大众消费品整体来看，仅为 5.59%，而可选消费品达到 32.37%。

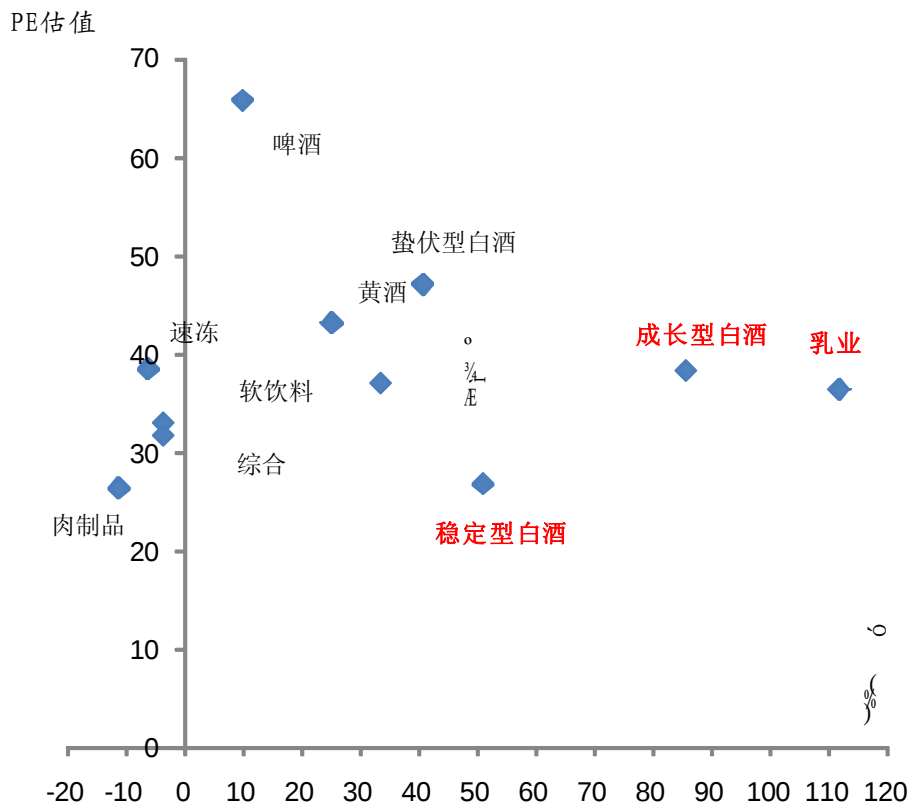
图表3：各子行业盈利能力比较

	毛利率(%)			三项费用率(%)			净利率(%)		
	2010H	2010	2011H	2010H	2010	2011H	2010H	2010	2011H
白酒	71.16	69.94	71.31	17.60	19.46	14.97	32.22	29.49	33.82
稳定型白酒	77.30	76.77	76.68	14.80	17.64	11.48	38.54	35.80	40.36
成长型白酒	62.52	61.32	64.24	21.40	21.10	19.35	24.17	22.90	25.44
蛰伏型白酒	53.42	51.60	55.76	26.02	25.98	25.95	11.73	9.08	14.04
红酒	65.93	67.86	68.62	33.99	32.21	32.82	20.97	23.25	23.75
黄酒	44.90	45.94	46.29	25.12	26.85	24.74	12.70	12.43	13.53
可选消费品	69.71	68.90	70.40	19.68	21.14	16.85	30.31	28.21	32.37
啤酒	43.13	42.23	42.49	23.74	22.95	22.71	8.35	7.56	7.62
软饮料	36.71	33.93	35.66	19.00	19.25	19.31	12.69	10.56	11.91
乳业	32.66	31.36	32.08	29.74	28.87	28.83	2.26	2.59	3.73
速冻	32.01	29.05	31.27	24.68	22.91	24.81	7.43	6.28	5.68
肉制品	11.28	10.36	9.67	5.80	4.19	5.70	6.05	5.40	4.34
综合	33.00	24.61	26.65	22.42	23.14	21.01	9.45	10.61	5.98
大众消费品	27.73	23.67	24.76	18.75	17.53	17.80	6.94	6.86	5.31

来源：国金证券研究所

- **白酒、乳业估值处于相对低位。**稳定型白酒、成长型白酒的高成长性迅速消化之前的较高估值，目前仍然处于相对估值低位，肉制品由于“黑天鹅”事件影响，目前仍然处于景气修复之中。啤酒行业由于地域性品牌如兰州黄河、西藏发展高估值影响，估值整体偏高。

图表4：各子板块估值与净利润增速比较



来源：国金证券研究所

可选消费品 酒香馥郁

白酒行业：持续景气

- 按照国金食品饮料小组的分组方法，我们将 13 家白酒上市公司分为稳定型（贵州茅台、五粮液、泸州老窖），成长型（洋河股份、古井贡酒、山西汾酒、金种子酒），以及蛰伏型（酒鬼酒、水井坊、沱牌曲酒、老白干、伊力特、ST 皇台）。

稳定型白酒：茅台领衔增长

- **存货、预收账款彰显旺盛需求。**稳定型白酒存货达到 123.4 亿元，同比增长 25.63%，预收账款达到 146.33 亿元，同比大幅增长 84.51%，其中茅台的标杆作用仍然非常明显，预收账款达到 49.35 亿元，同比大幅增长 150.8%。
- **利润增速高于收入增速。**稳定型白酒中报收入同比增长 44.36%，净利润同比增长 51.17%。茅台仍然是三家企业表现最为抢眼的，茅台上半年收入增长 49.2%，净利润增长 57.8%。五粮液收入增长 39.8%，净利润增长 49%，泸州老窖收入增长 45.4%，净利润增长 37.4%。
- **毛利率略显压力，净利率相对稳定。**稳定型白酒毛利率达到 76.68%，同比略微下降 0.8%，但净利润却实现上扬，净利率达到 40.36%，同比上升 4.72%。茅台在三家公司的盈利能力地位没有变化，上半年茅台的毛利率达到 91.4%，五粮液、老窖的毛利率为 66.1%、67.5%，净利率方面，茅

台的净利率达到 49.9%，五粮液、老窖的净利率则分别达到 31.7%、39.6%，两项指标依旧显著低于茅台。

- **费用率大幅下滑。**上半年，稳定型白酒企业的销售费用率达到了 5.9%，大幅低于去年同期的 7.44%，与此同时，管理费用率达到了 6.97%，也显著低于去年同期的 8.44%。在销售持续景气并不建立在费用的大幅增加驱动的基础之上，稳定型白酒企业强大的品牌力再一次得到体现。
- **我们认为稳定型白酒企业下半年稳定增长将得到延续。**强大的品牌力支撑着稳定型白酒企业的发展，下半年量价齐升的局面有望得到延续。个股方面，在省政府对贵州白酒市场大发展的背景下，有望成为贵州茅台发展的催化剂；五粮液提价从 9 月 10 日起提价 20%-30%，下半年预期能保持上半年的增速；老窖高端坚定做价格、中低档推进“群泸战术”，改革创新仍在推进之中，业绩虽不如茅台、五粮液靓丽，但较强的品牌力与管理团队仍然足以支撑其实现超越行业平均增速的增长。

图表5：稳定型白酒半年报业绩一览

	稳定型白酒	600519.SH 贵州茅台		000858.SZ 五粮液		000568.SZ 泸州老窖	
		11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长
P/E	26.68	29.41		24.34		22.81	
资产负债表关键指标	同比增长						
存货	25.6%	5,916	31.6%	4,835	20.6%	1,589	20.6%
预收账款	84.5%	4,935	150.8%	8,242	56.4%	1,457	110.4%
利润表关键指标	同比增长						
营业收入	44.4%	9,826	49.2%	10,595	39.8%	3,565	45.4%
营业成本	48.3%	845	48.5%	3,589	45.3%	1,158	58.3%
毛利	43.2%	8,981	49.2%	7,005	37.2%	2,406	40.0%
营业税金及附加	39.9%	1,277	48.7%	819	28.1%	264	40.2%
销售费用	14.4%	325	3.1%	955	23.5%	136	-8.7%
管理费用	19.2%	643	14.6%	819	22.1%	210	22.5%
财务费用	-85.0%	-149	-49.2%	-188	-142.8%	3	213.2%
营业利润	51.6%	6,890	57.3%	4,604	49.0%	1,923	39.6%
利润总额	51.5%	6,887	57.3%	4,620	48.6%	1,923	39.5%
净利润	51.4%	5,166	57.8%	3,491	49.0%	1,476	37.4%
归属母公司股东的净利润	51.2%	4,907	58.3%	3,363	48.7%	1,410	35.3%
基本每股收益(元)	53.4%	5.20	58.5%	0.89	48.7%	1.01	34.8%
现金流量表关键指标	同比增长						
经营活动现金流量净额	116.3%	5,328	201.6%	5,410	72.4%	867	88.0%
主要财务指标 (%)	平均值						
毛利率	76.68	91.4	0.0%	66.1	-1.9%	67.5	-3.8%
营业税金率	9.84	13.0	-0.3%	7.7	-8.4%	7.4	-3.6%
销售费用率	5.90	3.3	-30.9%	9.0	-11.7%	3.8	-37.2%
管理费用率	6.97	6.5	-23.1%	7.7	-12.7%	5.9	-15.7%
财务费用率	-1.4	-1.5	0.0%	-1.8	-73.7%	0.1	177.9%
三项费用率	11.48	8.3	-29.3%	15.0	-17.0%	9.8	-24.3%
营业利润率	55.93	70.1	5.4%	43.5	6.6%	53.9	-4.0%
税前利润率	56.00	70.1	5.5%	43.6	6.3%	54.0	-4.1%
所得税率	24.55	25.0	-0.8%	24.4	-0.8%	23.3	5.3%
销售净利率	40.36	49.9	6.1%	31.7	6.4%	39.6	-7.0%
净资产收益率	21.74	24.8	23.8%	17.5	17.0%	25.4	3.6%
应收账款周转天数	1.50	0.0	-95.3%	1.5	-42.7%	3.0	-32.7%

来源：国金证券研究所

成长型白酒：食品饮料板块最靓丽中报

- **存货、预收账款稳步增长。**11 年上半年，成长型白酒存货同比上涨 37.48%，预收账款同比上涨 58.81%，增长稳定。其中，汾酒预收账款同比上涨 115%，显示了企业良好的品牌影响力。

- **收入、利润增速位居子板块之最。**成长型白酒 11 年上半年实现销售收入同比增长 76.46%，净利润增长 85.75%，高成长还在延续，其中古井贡酒以 84.9%的收入增速与 168.1%利润增速在四家公司中处于首位，汾酒以 79.9%的收入增长与 97.1%的净利润增长位居次席，洋河则在省内外全面开花的背景下实现收入同比增长 77%与净利润增长 80.5%，业绩同样亮眼。
- **费用率得到控制。**与稳定型白酒类似，成长型白酒的费用率下降成为助推利润快速增长的推手之一，上半年销售费用率为 13.74%，比 1H2010 的 14.41%下降 0.67%，同时管理费用率为 5.97%，比 1H2010 的 7.34%下降了 1.37%。
- **我们认为成长型白酒的提价空间以及深度分销仍然会是支撑下半年快速增长的驱动因素增长，持续推荐古井贡酒、山西汾酒、洋河股份。**

图表6：成长型白酒 1H2011 中报业绩一览

	成长型白酒	002304.SZ 洋河股份		600809.SH 山西汾酒		000596.SZ 古井贡酒		600199.SH 金种子酒	
		11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长
P/E	38.22	37.28		41.00		41.58		33.25	
资产负债表关键指标	同比增长								
存货	37.5%	2,097	53.6%	1,013	20.2%	482	24.5%	199	22.2%
预收账款	58.8%	207	65.7%	427	115.0%	233	-1.9%	186	82.7%
利润表关键指标	同比增长								
营业收入	76.5%	6,172	77.0%	2,895	79.9%	1,583	84.9%	992	53.9%
营业成本	68.4%	2,647	79.5%	704	80.6%	405	67.6%	407	10.9%
毛利	81.3%	3,525	75.1%	2,191	79.7%	1,178	91.7%	585	110.6%
营业税金及附加	91.1%	93	158.8%	475	84.2%	239	84.9%	145	93.2%
销售费用	68.3%	584	56.5%	525	67.7%	337	68.9%	154	137.2%
管理费用	43.7%	291	52.8%	139	27.1%	223	46.8%	42	31.1%
财务费用	-90%	-25	-36.7%	-3	-87.0%	-10	-187.7%	(4)	-507.7%
营业利润	92.5%	2,579	79.7%	1,038	92.1%	389	182.2%	267	149.4%
利润总额	93.3%	2,586	80.8%	1,021	93.9%	394	171.2%	268	153.8%
净利润	92.9%	1,929	80.5%	771	97.1%	288	168.1%	201	134.5%
归属母公司股东的净利润	85.7%	1,814	70.0%	659	97.2%	288	168.1%	201	134.4%
基本每股收益(元)	36.3%	2.02	-14.8%	1.52	97.4%	1.23	167.4%	0.36	119.9%
现金流量表关键指标	同比增长								
经营活动现金流量净额	105.3%	1,962	64.0%	786	531.7%	195	20.4%	68	523.4%
主要财务指标 (%)	平均值								
毛利率	64.24	57.1	-1.1%	75.7	-0.1%	74.4	3.7%	59.0	36.9%
营业税金率	8.18	1.5	46.2%	16.4	2.4%	15.1	0.0%	14.6	25.5%
销售费用率	13.74	9.5	-11.6%	18.1	-6.8%	21.3	-8.7%	15.5	54.2%
管理费用率	5.97	4.7	-13.7%	4.8	-29.3%	14.1	-20.6%	4.3	-14.8%
财务费用率	-0.4	-0.4	22.8%	-0.1	-3.9%	-0.7	-55.6%	(0.4)	-364.9%
三项费用率	19.35	13.8	-11.9%	22.8	-12.7%	34.7	-14.6%	19.3	27.0%
营业利润率	36.71	41.8	1.6%	35.9	6.8%	24.6	52.6%	27.0	62.1%
税前利润率	36.67	41.9	2.1%	35.3	7.8%	24.9	46.7%	27.0	64.9%
所得税率	25.30	25.4	0.4%	24.5	-4.7%	27.0	3.2%	24.9	32.8%
销售净利率	25.44	29.4	-4.0%	22.8	9.6%	18.2	45.0%	20.3	52.3%
净资产收益率	24.54	24.8	26.4%	30.7	56.8%	25.0	90.9%	13.7	11.3%
应收账款周转天数	5.49	1.1	-51.6%	3.9	-57.9%	3.1	-44.7%	8.4	-51.1%

来源：国金证券研究所

蛰伏型白酒：投资机会初显

- **存货、预收账款均同比回落。**蛰伏型白酒的品牌力相对而言要弱许多，体现最为明显的是预收账款的数额上，1H2011 业绩显示，存货同比下降 4.82%，预收账款同比下降 34.27%。
- **收入稳定增长，净利润提升较快。**11 年上半年，蛰伏型白酒收入增长 17.73%，利润增长 40.90%，利润增速高于收入增速。其中酒鬼酒收入增长达到 69%，净利润增长 24.4%，沱牌舍得收入增长 10.2%，净利润增长 49.2%

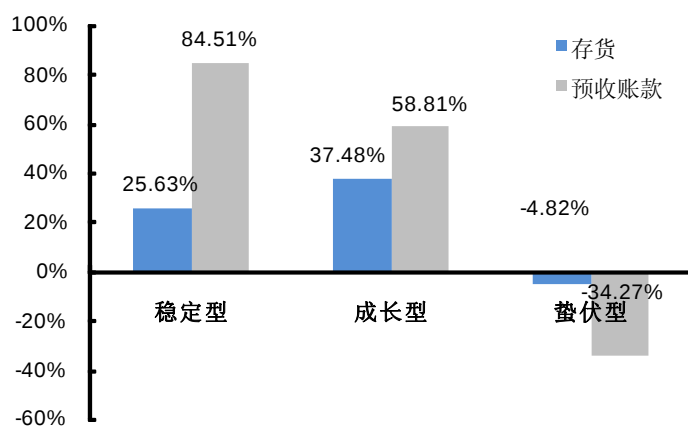
- **销售费用高企局面仍在持续。**与稳定型、成长型白酒表现不同的是，蛰伏型白酒上半年的销售费用仍然在增长，同比上升 2.62%，而管理费用下调也是三类白酒中降幅最小，同比下降 3.26%，蛰伏型白酒品牌弱势局面的改善还需时日。
- **我们推荐营销改革推进的酒鬼酒、沱牌舍得。**沱牌舍得上半年销售费用的大幅增长主要来自于广告费用同比大幅增长 373.98%。在行业高景气的背景下，蛰伏型品牌有望乘势而上，分享行业高景气红利。

图表7：蛰伏型白酒中报业绩一览

	蛰伏型白酒	000799.SZ 酒鬼酒 11H (百万 元)	同比增长	600197.SH 伊力特 11H (百万 元)	同比增长	600728.SH 水井坊 11H (百万 元)	同比增长	600702.SH 沱牌舍得 11H (百万 元)	同比增长	600559.SH 老白干酒 11H (百万 元)	同比增长	000995.SZ ST皇台 11H (百万 元)	同比增长
P/S	7.96	13.24		5.77		6.59		9.05		4.21		56.46	
资产负债表关键指标	同比增长												
存货	-4.8%	476	-22.4%	321	-3.1%	1,065	-26.1%	1,439	23%	621	7.8%	92	6.5%
预收账款	-34%	209	42%	29	57%	83	-87.7%	78	-9%	475	17%	6	120%
利润表关键指标	同比增长												
营业收入	17.7%	398	69.0%	735	23.2%	660	-4.4%	542	10.2%	608	23.4%	43	47.2%
营业成本	11.8%	109	81.6%	385	24.6%	170	-18.6%	264	-13.9%	368	29.7%	26	86%
毛利	22.9%	289	64.7%	350	21.7%	490	1.8%	277	50.2%	241	14.8%	17	12.7%
营业税金及附加	28.6%	63	105%	93	23.8%	66	-18.0%	53	63.9%	79	36.1%	9	65.3%
销售费用	20.8%	132	42.7%	55	5.1%	159	-4%	75	164%	94	0%	12	360.4%
管理费用	13.9%	39	3.3%	28	43.9%	63	9.0%	61	30%	27	3.4%	10	-16.0%
财务费用	-14.6%	2	-57%	4	46%	-1	64%	10	-26%	6	3%	0	-93%
营业利润	25.5%	56	34.9%	169	22.3%	219	21.1%	78	41.6%	35	35.1%	-23	-42%
利润总额	41.2%	71	52.7%	169	23.0%	243	27.2%	80	73.7%	38	46.3%	7	142%
净利润	42.3%	61	24.4%	104	21.2%	158	37.3%	60	49.2%	25	40.0%	7	142%
归属母公司股东的净利润	40.9%	61	23.4%	107	22.1%	159	34.1%	60	49.2%	25	40.0%	8	147%
基本每股收益(元)	54.0%	0.20	23.4%	0.24	22.1%	0.33	37.5%	0.18	49.1%	0.18	38.5%	0.04	144%
现金流量表关键指标	同比增长												
经营活动现金流量净额	2900.4%	185	531%	83	37.7%	148	255%	-319	-431%	50	-15%	-4	-134.6%
主要财务指标(%)	平均值												
毛利率	55.76	72.6	-2.6%	47.7	-1.2%	74.3	6.5%	51.2	36%	39.6	-7.0%	40.6	-23.4%
营业税金率	12.12	15.8	21.5%	12.6	0.5%	10.0	-14.2%	9.8	49%	12.9	10.3%	19.9	12.3%
销售费用率	17.60	33.0	-16%	7.5	-14.6%	24.1	0%	13.8	139%	15.4	-19.0%	27.0	212.8%
管理费用率	7.68	9.8	-38.9%	3.8	16.8%	9.6	14.0%	11.3	18%	4.5	-16.2%	24.4	-42.9%
财务费用率	0.7	0.5	-74.6%	0.6	19%	-0.2	63%	1.8	-33%	0.9	-17%	0.2	-96%
三项费用率	25.95	43.2	-24.0%	11.8	-5.1%	33.4	5%	27.0	49%	20.8	-18.3%	51.7	-8.2%
营业利润率	17.86	14.0	-20.2%	22.9	-0.7%	33.2	26.7%	14.4	28.5%	5.8	9.5%	-54.3	3%
税前利润率	20.34	17.8	-9.6%	23.0	-0.1%	36.8	33.0%	14.8	57.7%	6.3	19%	16.1	129%
所得税率	31.79	13.9		38.3	2.5%	35.0	-12.0%	25.4	93%	34.5	9.3%	-	
销售净利率	14.04	15.3	-27.0%	14.6	-0.9%	24.1	40.2%	11.0	35.4%	4.1	13.5%	17.5	132%
净资产收益率	7.21	7.7	10%	10.3	15.4%	10.7	28.6%	3.2	43.1%	5.7	27.9%	4.3	160%
应收账款周转天数	25.96	1.3	-90%	8.2	0.8%	4.4	-69.9%	11.6	-44%	0.2	-49.2%	52.1	-77%

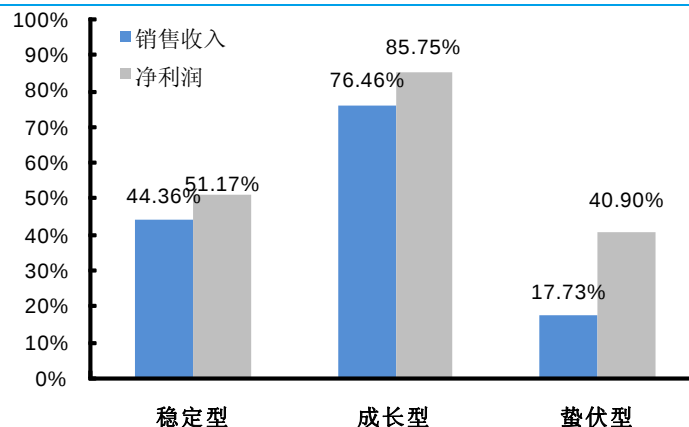
来源：国金证券研究所

图表8：三类白酒存货、预收账款一览

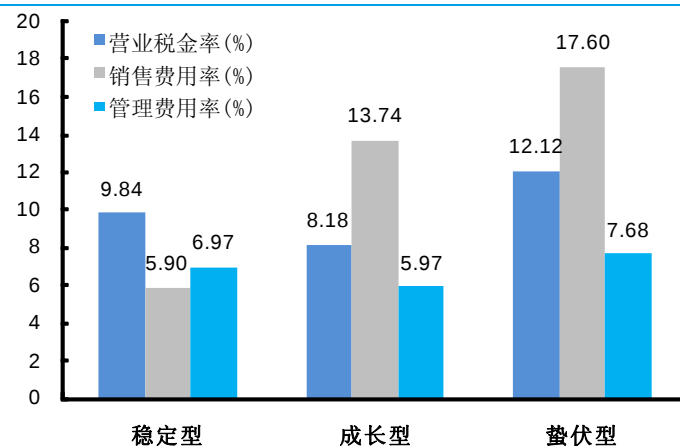


来源：国金证券研究所

图表9：收入利润增速对比

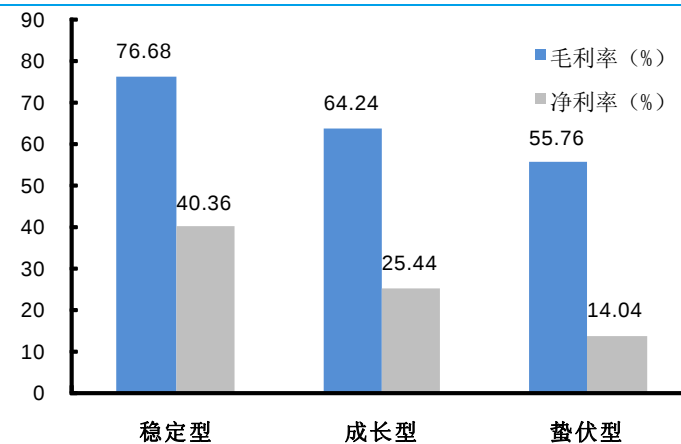


图表10：费用率对比

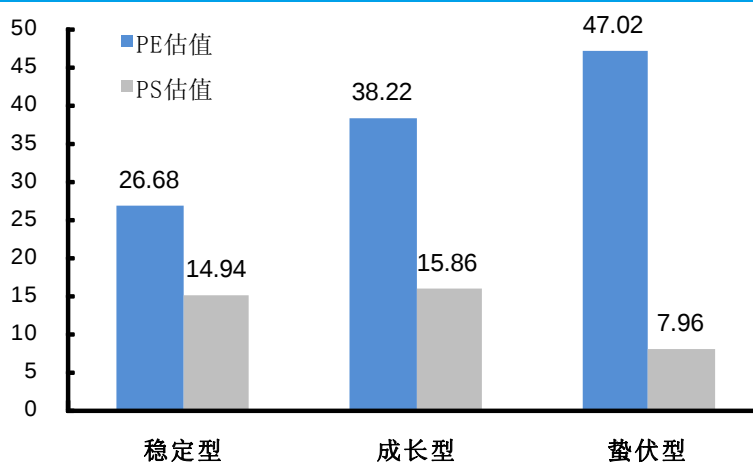


来源：国金证券研究所

图表11：毛利率、净利率对比



图表12：PE、PS 估值对比



来源：国金证券研究所

红酒行业：张裕一枝独秀

- **收入、利润平稳增长。**红酒行业 1H2011 实现收入增长为 17.5%，净利润增长 32.2%，表现平稳，其中张裕扮演绝对领头羊的角色，公司上半年收入达到 30.90 亿元，同比增长 24.5%，净利润同比增长 47.8%，均显著高于行业平均增速。
- **费用率波澜不惊，龙头企业不敢怠慢。**费用率方面，红酒也体现出稳定性的特点，整体依然处于高位，达到 32.82%，在销售费用这一块，龙头企业并没有放慢投入的步伐，销售费用率仍然达到了 28.2%，高于莫高、通葡、王朝这三家企业。
- **盈利能力水平突出。**酒类产品的高盈利能力特点首先体现在白酒上，其次体现在红酒上，1H2011 上市公司红酒企业毛利率达到 68.62%，净利率则上升到 23.75%。在这其中，主要的贡献者依然是张裕，张裕毛利率达到 75.8%，明显高于通葡 49.3%、莫高 50.3%、以及王朝酒业的 41.6%。净利率方面，张裕 28.4%净利率也远高于其它三家企业
- **我们推荐龙头公司张裕 A，**张裕凭借其强大的营销能力占领红酒行业的领先地位，品牌根基越来越深的公司将有望率先分享红酒行业在未来的高成长。

图表13：红酒行业半年报业绩一览

	红酒行业	000869.SZ 张裕A 11H (百万元)	同比增长	600365.SH 通葡股份 11H (百万元)	同比增长	600543.SH 莫高股份 11H (百万元)	同比增长	0828.HK 王朝酒业 11H (百万元)	同比增长
P/E	35.51	33.98		NA		68.88		23.91	
资产负债表关键指标	同比增长								
存货	36.3%	1,079	17.0%	72.60	3.3%	193	0%	733	117.2%
预收账款	-3%	290	-7%	15.64	-27.5%	28	119%	N/A	N/A
利润表关键指标	同比增长								
营业收入	17.5%	3,090	24.5%	44.36	5.0%	179	8.7%	657	-4.7%
营业成本	8.4%	749	7.4%	22.49	-3.1%	89	9.0%	383	11.0%
毛利	22.2%	2,341	31.2%	21.87	14.9%	90	8.4%	274	-20.5%
营业税金及附加	22.4%	176	22%	3.69	4.3%	6	49.4%	N/A	N/A
销售费用	12.1%	870	14.3%	11.18	43%	34	16%	179	1%
管理费用	32.6%	157	42.9%	7.62	18.2%	18	23%	51	13.0%
营业利润	34.0%	1,159	49.6%	-1.84	-273.1%	33	26.0%	60	-54.4%
利润总额	33.0%	1,163	49.2%	-1.83	-269.5%	33	26.3%	60	-55.9%
净利润	32.2%	876	47.8%	-1.83	-269.5%	26	29.3%	43	-57.0%
归属母公司股东的净利润	33.6%	877	49.7%	-1.83	-269.5%	26	29.3%	44	-56.4%
基本每股收益(元)	40.0%	1.66	49.5%	-0.01	-229.9%	0.08	29.2%	0.03	-56.8%
现金流量表关键指标	同比增长								
经营活动现金流量净额	51.3%	1,019	59%	-7.20	-154%	70	13.1%	N/A	N/A
主要财务指标 (%)	平均值								
毛利率	68.67	75.8	5.4%	49.3	9.4%	50.3	5.1%	41.6	-16.6%
营业税金率	5.59	5.7	-2.0%	8.3	-0.7%	3.3	37%	N/A	N/A
销售费用率	27.55	28.2	-8%	25.2	36%	18.8	1.1%	27.2	5.5%
管理费用率	5.91	5.1	14.8%	17.2	12.5%	10.1	7.4%	7.8	18.6%
营业利润率	31.49	37.5	20.2%	-4.2	-264.8%	18.3	10.2%	9.1	-52.2%
税前利润率	31.57	37.6	19.8%	-4.1	-261.4%	18.4	16.2%	9.1	-54%
所得税率	24.74	24.6	3.0%	-	-	20.8	-8.1%	28.3	6.7%
销售净利率	23.80	28.4	20.3%	-4.1	-261.4%	14.6	18.9%	6.7	-54.2%
净资产收益率	14.03	22.4	15%	-1.4	-300.7%	2.5	24%	2.6	-58.4%

来源：国金证券研究所

黄酒行业：古越龙山增长强于金枫酒业

- **收入、利润增长分化。**古越龙山上半年收入同比增长 30.6%，金枫酒业同比增长 3.5%，净利润方面，古越龙山大幅增长 60.8%，金枫酒业同比下降 0.5%，二者成长分化还在持续。
- **金枫毛利率稳定，古越略有提升。**金枫酒业毛利率水平高于古越的格局没有改变，但是古越的毛利率出现了一定的提升，上半年古越龙山毛利率达到 39.4%，比去年同期毛利率 34.9%提高了 4.5%。金枫酒业的毛利率为 55.7%，与去年同期基本持平。

图表14：黄酒行业财务数据一览

	黄酒行业	600059.SH 古越龙山		600616.SH 金枫酒业	
		11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长
P/E	43.06	48.50		34.25	
资产负债表关键指标	同比增长				
存货	12.4%	1,156	10.1%	529	18%
利润表关键指标	同比增长				
营业收入	17.6%	675	30.6%	492	3.5%
营业成本	14.7%	409	21.5%	218	3.8%
毛利	21.2%	266	47.7%	274	3.3%
销售费用	19.2%	87	37%	93	6%
管理费用	18.5%	32	22.3%	73	17%
营业利润	33.6%	115	100.3%	92	-5.8%
利润总额	25.9%	114	66.6%	97	-2.2%
净利润	25.0%	85	60.8%	74	-0.5%
归属母公司股东的净利润	25.3%	84	62.1%	74	-0.6%
基本每股收益(元)	16.7%	0.13	49.4%	0.17	0.0%
主要财务指标 (%)	平均值				
毛利率	46.29	39.4	13.1%	55.7	0%
销售费用率	15.47	12.9	5%	19.0	3%
管理费用率	8.99	4.8	-6.3%	14.8	13%
营业利润率	17.74	17.0	53.3%	18.7	-8.9%
税前利润率	18.04	16.8	27.5%	19.7	-5.4%
所得税率	24.81	25.6	11.7%	23.9	-5%
销售净利率	13.53	12.5	24.1%	15.0	-3.9%
净资产收益率	4.89	4.0	27.7%	6.7	-9.1%
应收账款周转天数	16.47	30.4	-14.5%	19.0	6%

来源：国金证券研究所

大众消费品 稳定成长

啤酒行业：景气回复

- **1H2011 啤酒产销回暖，成本压力侵蚀利润。**从上市公司来看，啤酒行业收入同比增加 18.9%，与 2010 年整年 7.94% 的增长形成了鲜明的对比，不过上半年啤麦及其它原材料上涨对利润形成压力，上半年净利润、同比上升 9.3%。从具体的公司业看，全国龙头公司的表现强于区域龙头公司，青啤受益于银麦并表，营业收入同比增长 21.4%，净利率同比增长 20.3%；此外，燕啤上半年收入同比增长 22.9%，净利润同比增长 5.1%；地方品牌中实现收入高速增长的只有新疆的啤酒花，上半年收入同比增长 20.8%，其余的几家啤酒上市公司收入增速均未超过 8%。
- **龙头企业的资金实力差距明显。**龙头企业中，青啤的货币资金达到了 75.42 亿元，另一龙头燕啤为 17.59 亿元，其余上市公司货币资金不超过 5 亿元，在外延式扩张仍然为啤酒目前发展的主要路径的情况下，资金显得尤为重要，而青啤资金实力上已经占据上风。
- **毛利率整体下降。**1H2011 毛利率整体呈下降的趋势，这主要还是受啤酒上半年价格高企的影响，啤酒行业的激烈竞争导致目前啤酒行业的提价能力仍然不强，成本上升对毛利率侵蚀在所难免，随着啤麦价格的逐步回落，毛利率的压力有望得到缓解。

- 我们建议关注品牌力、资金实力同样突出的青岛啤酒。在整合仍然是当下啤酒的主要关键词的情况下，资金实力为“收购、自建”开道，品牌和管理能力为“消化新产能”助力，在 A 股上市公司中，青啤在其中综合实力最为突出，有望继续成为整合的先行者。

图表15：啤酒中期业绩一览

	啤酒行业	000729.SZ 燕京啤酒 11H (百万元) 同比增长	600600.SH 青岛啤酒 11H (百万元) 同比增长	600090.SH 啤酒花 11H (百万元) 同比增长	000929.SZ 兰州黄河 11H (百万元) 同比增长	600573.SH 惠泉啤酒 11H (百万元) 同比增长	002461.SH 珠江啤酒 11H (百万元) 同比增长	000752.SZ 西藏发展 11H (百万元) 同比增长
P/E	65.79	23.42	24.00	72.67	64.39	45.03	91.87	344.90
资产负债表关键指标	同比增长							
存货	16.8%	2,442 -3.0%	2,365 38.8%	175 17.5%	252 4.9%	160 24.4%	776 47.2%	21 -21.8%
预收账款	5.6%	131 -42.4%	401 23.8%	14 565.1%	29 267.0%	12 8.0%	46 70.7%	0 0.0%
货币资金	-2.8%	1,759 -6.7%	7,542 -1.5%	239 72.5%	408 -4.8%	162 -44.5%	- NA	- NA
利润表关键指标	同比增长							
营业收入	18.9%	6,189 22.9%	12,050 21.4%	620 20.8%	402 -4.6%	457 3.2%	1,454 5.7%	213 7.9%
营业成本	20.4%	3,596 23.3%	6,840 23.6%	371 28.4%	245 -5.2%	288 -2.0%	860 5.8%	149 22.1%
毛利	16.9%	2,593 22.4%	5,210 18.6%	250 11.2%	157 -3.6%	169 13.4%	594 5.5%	64 -15.3%
营业税金及附加	23.6%	668 19.6%	1,056 28.1%	58 41.7%	40 2.3%	47 -6.3%	159 23.7%	2 49.7%
销售费用	13.0%	793 29.7%	2,376 11.3%	80 8.2%	56 -12.4%	53 49.7%	203 1.4%	8 -30.0%
财务费用	-1.4%	48 136.4%	2 -91.8%	2 -40.5%	6 29.4%	-1 17%	25 0%	2 -59%
营业利润	14.5%	607 12.8%	1,282 27.2%	85 41.5%	30 -77.4%	39 23.2%	68 6.4%	39 -13.1%
利润总额	13.2%	634 11.2%	1,391 25.1%	88 42.6%	32 -76.0%	40 21.6%	71 8.8%	39 -15.2%
净利润	7.8%	489 5.1%	1,047 20.3%	63 46.4%	27 -76.5%	28 12.1%	58 5.8%	33 -15.2%
归属母公司股东的净利润	9.3%	439 10.2%	990 19.3%	31 76.9%	14 -85.0%	28 8.1%	59 9.4%	13 -14.9%
基本每股收益(元)	-13.5%	0.36 10.2%	0.73 19.4%	0.08 76.6%	0.07 -85.0%	0.11 7.6%	0.09 0.0%	0.05 -15.3%
现金流量表关键指标	同比增长							
经营活动现金流量净额	-7.3%	1,281 -3%	2,127 -20.0%	205 24.9%	124 9.1%	77 16.9%	173 67.0%	220 97.3%
主要财务指标 (%)	平均值							
毛利率	41.45	41.9 -0.4%	43.2 -2.3%	40.3 -8.0%	39.1 1.1%	37.0 9.9%	40.8 -0.2%	29.9 -21.5%
营业税金率	9.17	10.8 -2.7%	8.8 5.6%	9.3 17.3%	9.9 7.2%	10.3 -9.2%	10.9 17.1%	0.9 38.7%
销售费用率	16.59	12.8 5.5%	19.7 -8.3%	12.9 -10.5%	14.0 -8.3%	11.7 45.0%	14.0 -4.0%	3.6 -35.1%
管理费用率	5.72	7.7 -0.6%	4.1 0.2%	4.9 -46.5%	7.7 19.1%	6.8 -8.7%	9.2 2.5%	5.2 -8.8%
财务费用率	0.38	0.8 92.3%	0.0 -93.2%	0.2 -50.8%	1.5 35.6%	-0.3 20%	1.7 -6%	0.9 -62%
三项费用率	22.69	21.3 4.9%	23.8 -7.9%	18.1 -25.1%	23.2 1.6%	18.2 20.1%	24.9 -1.8%	9.7 -28.8%
营业利润率	9.73	9.8 -8.2%	10.6 4.8%	13.7 17.1%	7.4 -76.3%	8.5 19.3%	4.7 0.7%	18.4 -19.4%
税前利润率	10.39	10.2 -9.5%	11.5 3.1%	14.2 18.0%	7.9 -74.9%	8.7 17.8%	4.9 3.0%	18.5 -21.4%
销售净利率	7.12	7.1 -10.4%	8.2 -1.7%	4.9 46.4%	3.4 -84.2%	6.2 4.7%	4.1 3.5%	6.2 -21.1%
应收账款周转天数	0.00	3.0 -58.9%	2.2 9.6%	1.0 -15.1%	17.7 23.8%	0.1 -97.0%	55.5 5.5%	1.0 -73.4%

来源：国金证券研究所

软饮料：静候拐点

- 黑牛平稳增长，露露受旺季天数影响较大。1H2011，承德露露收入达到 9.63 亿元，同比下降了 1.8%，黑牛食品营收达到 3.64 亿元，同比增加 17.5%，利润方面，承德露露同比下降 12.4%，黑牛食品同比增长 18.3%。露露收入下滑受去年旺季天数较今年多的影响，去年的基数较高，今年的回落在预料这中，但今年公司的成本压力依然显现，利润下降幅度较大，反观黑牛食品，营收、利润增长均较为稳健。
- 毛利率、净利率走势分化。黑牛食品 1H2011 毛利率达到 36.3%，呈上升趋势，净利率达到 13.2%，基本保持稳定，反观承德露露，上半年毛利率水平达到 35.4%，净利率水平达到 11.4%，均呈下降趋势。
- 费用率仍然处于高位。三项费用率达到了 19.31%，依然维持在较高位置，但增幅并不明显，基本上呈现稳定的态势。
- 我们建议关注承德露露拐点性机会。河南产能投产还需等到明年，公司受产能限制还很难爆发出业绩，本地市场精耕与全国市场的推进空间还很大，公司的营销改革在持续推进当中，建议投资者静候拐点性机会的到来。

图表16：软饮料行业中报业绩一览

	软饮料行业	000848.SZ 承德露露 11H (百万 元) 同比增长		002387.SZ 黑牛食品 11H (百万 元) 同比增长	
P/E	32.92	30.13		38.01	
资产负债表关键指标	同比增长				
存货	38.1%	113	-5.1%	134	124.4%
预收账款	37%	43	9%	34	105.4%
利润表关键指标	同比增长				
营业收入	2.8%	963	-1.8%	364	17.5%
营业成本	4.6%	622	1.6%	232	13.4%
毛利	-0.1%	341	-7.4%	132	25.5%
营业税金及附加	6.5%	8	4.1%	2	15.6%
销售费用	5.9%	162	-4.3%	58	51%
管理费用	23.7%	28	10.3%	19	51.3%
财务费用	-1352.6%	-2	-67%	-9	-1699%
营业利润	-6.3%	143	-13.9%	61	18.0%
利润总额	-4.3%	147	-12.2%	64	20.2%
净利润	-4.9%	109	-12.4%	48	18.3%
归属母公司股东的净利润	-3.5%	110	-10.7%	48	18.3%
基本每股收益(元)	-50.5%	0.30	-53.8%	0.20	-44.4%
现金流量表关键指标	同比增长				
经营活动现金流量净额	-5140.1%	-47	-292.4%	-69	-157%
主要财务指标 (%)	平均值				
毛利率	35.66	35.4	-5.7%	36.3	6.8%
营业税金率	0.82	0.9	6.0%	0.7	-1.6%
销售费用率	16.61	16.8	-2.6%	16.0	29%
管理费用率	3.53	2.9	12.3%	5.1	28.8%
财务费用率	(0.83)	-0.2	-70%	-2.4	-1460%
三项费用率	19.31	19.5	-1.1%	18.7	13%
营业利润率	15.41	14.9	-12.3%	16.8	0.4%
税前利润率	15.89	15.2	-10.5%	17.7	2.3%
所得税率	25.35	25.3	0.9%	25.4	5.0%
销售净利率	11.91	11.4	-9.0%	13.2	0.7%
净资产收益率	8.09	15.5	-11.2%	3.9	-30.6%
应收账款周转天数	0.81	0.1	41.1%	3.9	35.7%

来源：国金证券研究所

乳业行业：拐点初显

- **乳业逐渐恢复元气，伊利超越蒙牛。**1H2011，上市乳业公司整体收入增长 25.4%，快于去年 21.73% 的增速，奶粉企业恢复较慢，主要奶粉企业中的雅士利、飞鹤、圣元增速均慢于行业平均增速，而一些后起之秀如合生元则表现抢眼，奶粉企业存在着需求转移的现象，受各种“事件”困扰的奶粉企业业绩受到压制，而同时，美誉度较高的奶粉企业则增长较快；综合乳企方面，伊利上半年销售收入达到 189.46 亿元，超过蒙牛的 185.79 亿元。
- **毛利率受原奶成本等挤压。**原奶成本持续高企对乳企的毛利率构成了比较大的压力，随着原奶价格的逐渐稳定，毛利率将有望在下半年得到喘息，其中伊利、蒙牛的毛利率均小幅下滑，产品结构升级、高附加值产品比例上升部分抵消了原奶等成本上升的压力的影响。
- **费用率逐步下滑。**在成本上升的情况下，主要乳企的费用投入开始下降，伊利、蒙牛、光明等三项费用率均下降 1 个百分点左右，未来行业竞争有望走向良性。
- **我们推荐伊利股份。**费用率下降与产品结构升级的路径清晰，我们看好在竞争格局逐渐稳定下伊利股份净利润的弹性，建议投资者关注盈利能力拐点逐步显现的机会。

图表17：乳制品主要上市公司上半年业绩回顾

	乳制品行业	600887.SH 伊利股份 11H (百万元) 同比增长	600597.SH 光明乳业 11H (百万元) 同比增长	2319.HK 蒙牛乳业 11H (百万元) 同比增长	ADY.US 飞鹤乳业 11H (百万元) 同比增长	SYUT.US 圣元乳业 11H (百万元) 同比增长	002329.SZ 皇氏乳业 11H (百万元) 同比增长	002570.SZ 贝因美 11H (百万元) 同比增长	1112 HK Equity 合生元 11H (百万元) 同比增长	1007 HK Equity 环球乳业 11H (百万元) 同比增长	1230 HK Equity 雅士利 11H (百万元) 同比增长
P/E	36.31	41.02	67.78	33.10	N/A	N/A	68.07	37.38	24.63	8.01	10.51
资产负债表关键指标											
存货	29.4%	2,907 41.5%	1,208 122%	1,389 35%	409 3.5%	452 -42.3%	55 51%	461 9%	161 65%	55 160%	522 0%
预收账款	73%	1,251 107%	205 21%	- NA	76 0.53	61 -0.40	13 93%	82 38%	- NA	- NA	- NA
利润表关键指标											
营业收入	24.4%	18,946 28.4%	5,547 28.2%	15,444 22.6%	975 6.9%	851 10.5%	224 23.4%	2,382 18.2%	868 74.9%	619 65.5%	1,444 5.0%
营业成本	25.3%	12,967 28.8%	3,686 32.1%	11,433 23.0%	588 12.2%	474 -14.1%	134 21.0%	889 18.3%	278 93.4%	276 50.3%	662 17.4%
毛利	22.4%	5,978 27.6%	1,860 21.2%	4,011 21.3%	387 -0.3%	377 73.1%	91 27.3%	1,493 18.1%	590 67.3%	343 80.2%	782 -3.6%
营业税金及附加	52.9%	105 53.4%	24 51.5%	- NA	- NA	- NA	1 33.4%	24 20.9%	- NA	- NA	- NA
销售费用	18.7%	4,489 24%	1,597 21%	2,753 21%	238 -39.8%	167 0.08	45 30%	1,021 27%	330 73%	111 446%	517 10%
管理费用	20.1%	818 30.3%	165 41%	434 1%	77 -9.7%	108 65.5%	15 28%	177 47%	33 16%	29 126%	86 7%
财务费用	-457.1%	-25 -1642%	23 458%	-31 -105%	- NA	- NA	0 134%	16 37%	7 NA	3 NA	-24 NA
营业利润	82.1%	790 117.6%	43 -32.7%	827 30.4%	75 150.0%	-66 64.3%	29 21.0%	250 -17.1%	250 85.0%	203 29.0%	196 -31.9%
利润总额	82.2%	973 122.5%	51 -34.0%	872 33.2%	82 184.1%	-95 56.9%	36 16.7%	267 -0.9%	250 83.9%	203 35.7%	208 -27.1%
净利润	79.4%	828 133.3%	75 14.1%	742 25.5%	65 162.4%	-75 54.6%	34 12.8%	195 1.6%	196 67.6%	143 31.6%	151 -37.4%
归属母公司股东的净利润	81.2%	816 136.7%	73 20.0%	657 21.5%	64 162.8%	-74 54.6%	34 13.5%	195 1.5%	165 41.5%	143 31.6%	150 -37.4%
基本每股收益(元)	339.3%	0.51 18.6%	0.07 19.3%	0.38 21.4%	3.27 171.6%	-1.21 59.8%	0.16 -42.9%	0.49 -2.0%	0.32 NA	0.14 -7.2%	4.30 -47.6%
现金流量表关键指标											
经营活动现金流量净额	185.6%	1,860 83%	-171 -569%	- NA	151 -38%	-225 67%	3 118%	300 50%	- -100%	- -100%	- 100%
主要财务指标 (%)											
毛利率	31.05	31.6 -0.6%	33.5 -5%	26.0 -1%	39.7 -6.7%	44.3 56.6%	40.4 3%	62.7 0%	68.0 -4%	55.4 9%	54.2 -8%
营业税金率	0.30	0.6 19.5%	0.4 18%	- NA	- NA	- NA	0.5 8%	1.0 2%	- NA	- NA	- NA
销售费用率	22.58	23.7 -3.1%	28.8 -6%	17.8 -1%	24.4 -43.7%	19.7 -2.1%	19.9 5%	42.8 7%	38.0 -1%	17.9 230%	35.8 5%
管理费用率	3.92	4.3 1.4%	3.0 10%	2.8 -18%	7.9 -15.5%	12.7 49.7%	6.5 4%	7.4 25%	3.8 -34%	4.7 37%	5.9 2%
财务费用率	(0.13)	-0.1 -1305%	0.4 336%	-0.2 -67%	- NA	- NA	0.1 128%	0.7 16%	1.4 NA	0.7 NA	-1.7 NA
三项费用率	26.37	27.9 -3.0%	32.2 -4%	20.4 -4%	32.3 -38.7%	32.4 13.3%	26.5 7%	50.9 10%	43.2 -2%	23.3 163%	40.0 0%
营业利润率	4.36	4.2 69.4%	0.8 -47.5%	5.4 6.4%	7.7 146.8%	-7.7 67.7%	13.1 -1.9%	10.5 -29.8%	28.8 5.8%	32.8 -22.1%	13.5 -35.1%
税前利润率	4.90	5.1 73%	0.9 -48.5%	5.6 8.7%	8.4 179%	-11.1 61%	16.3 -5.4%	11.2 -16.1%	28.8 5.2%	32.8 -18.0%	14.4 -30.5%
所得税率	14.52	15.0 -20.8%	-46.3 -400%	14.9 54%	21.0 417.6%	21.2 -16.0%	8.0 66%	27.0 -6%	21.7 54%	29.7 8%	27.4 78%
销售净利率	3.96	4.3 84.3%	1.3 -6.4%	4.3 -0.8%	6.6 158.8%	-8.7 59.0%	15.0 -8.1%	8.2 -14.1%	19.0 -19.1%	23.0 -20.5%	10.4 -40.3%
净资产收益率	15.50	17.6 84.8%	3.2 10.7%	50.4 -21.4%	4.4 139.1%	-16.7 -11.3%	4.4 8.8%	9.5 -57.8%	NA NA	NA NA	NA NA

来源：国金证券研究所

速冻行业：奔跑的三全&蹒跚的思念

- **三全收入、利润增速全面优于思念。**与去年同期的情况类似，三全在收入及利润的增速都全面优于思念食品，1H2011，三全实现销售收入同比增长41.4%，思念食品为4.1%，净利润方面，三全实现同比大幅增长48.8%，思念食品则同比下降40.6%。
- **三全毛利率优于思念食品。**成本上升使得两家公司的毛利率水平都有所下降，但整体来看，三全的毛利率依然显著高于思念，三全的毛利率达到35.2%，思念的毛利率则为25.9%。
- **三全销售费用率显著高于思念，高销售费用投入模式没有改变。**三全的销售费用率达到了25.2%，营销力度依然很大，侵蚀了绝大多数的毛利，相比思念的低毛利对应着更低的销售费用支出，销售费用率仅为13.5%。

图表18：速冻食品半年报业绩一览

	速冻食品行业	002216.SZ 三全食品		SYNF.SP 思念食品	
		11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长
P/E	38.39	41.95		13.3	
资产负债表关键指标	同比增长				
存货	34.0%	274	45.1%	173	20%
利润表关键指标	同比增长				
营业收入	22.9%	1,412	41.4%	1,023	4.1%
营业成本	24.2%	915	44.2%	758	6.4%
毛利	20.1%	497	36.4%	265	-1.9%
销售费用	-16.7%	356	32%	144	8%
管理费用	27.6%	47	12.0%	54	45%
财务费用	-25.6%	-2	-26%	-	NA
营业利润	65.8%	83	65.8%	-	NA
利润总额	-4.7%	95	35.0%	73	-31.2%
净利润	-6.1%	85	48.8%	54	-40.6%
归属母公司股东的净利润	-6.0%	84	50.2%	54	-40.6%
基本每股收益(元)	33.6%	0.45	50.0%	0.04	-40.9%
现金流量表关键指标	同比增长				
经营活动现金流量净额	15.6%	71	6%	104	24%
主要财务指标 (%)	平均值				
毛利率	31.27	35.2	-3.5%	25.9	-6%
销售费用率	20.54	25.2	-7%	14.0	4%
管理费用率	4.13	3.3	-20.8%	5.2	40%
财务费用率	(0.10)	-0.2	11%	-	NA
三项费用率	24.56	28.4	-9%	19.3	12%
营业利润率	3.43	5.9	17.2%	-	NA
税前利润率	6.88	6.7	-4.5%	7.1	-33.9%
所得税率	16.97	10.5	-44.3%	25.5	86%
销售净利率	5.68	6.0	6.2%	5.3	-42.9%
净资产收益率	3.35	8.0	34.2%	1.8	-43.8%

来源：国金证券研究所

肉制品行业：“事件”、“猪价”拖累业绩，下半年恢复增长可期

- **行业增长仍然较为迅速。**从上市公司来看，上半年肉制品行业销售收入增速达到了 24.1%，相比去年全年 34.63% 的增速回落 10.53%，双汇仍然是受影响最大公司，行业呈现出一跌齐涨的局面，1H2011，双汇收入同比下降 7.9%，雨润收入同比增长 79.2%，得利斯同比增长 36.8%，众品同比增长 48.9%，大众食品同比增长 29.4%。
- **成本压力之下利润下降明显。**猪价持续上涨带来了较大的压力，上半年成本同比上升 26.4%，高于收入增速，导致整体上半年的净利润下降 14.7%。
- **政府补贴变动较大。**上半年，双汇的政府补贴占利润总额的 49.09%，雨润占 20.82%，得利斯占 28.05%，政府补贴对主要上市公司的利润影响仍然较大。
- **我们看好下半年龙头公司的恢复性增长。**随着事件的平息，双汇的经营已经逐步恢复，而猪价的压力也有望在未来得到释放，肉制品行业的低集中度决定了相关企业还大有作为空间，而龙头企业将成为整合的排头兵。

图表19：肉制品行业半年报业绩一览

	肉制品行业	000895.SZ 双汇发展		002330.SZ 得利斯		1068.HK 雨润食品		HOGS.US 众品		PFH.SP 大众食品	
		11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长	11H (百万元)	同比增长
P/E	26.23	39.42		46.68		10.06		4.72		30.29	
资产负债表关键指标	同比增长										
存货	-19.0%	1,351	-23.8%	184	3.3%	1,041	-7.4%	198	-34%	1,360	-21.3%
政府补贴	-14%	57.44	697%	12.06	32%	298	-26.0%	2	-74%	N/A	N/A
利润表关键指标	同比增长										
营业收入	24.1%	15,259	-7.9%	925	36.8%	13,680	79.2%	4,262	48.9%	7,538	29.4%
营业成本	26.3%	14,078	-6.2%	819	43.1%	11,962	85.3%	3,772	49.7%	7,002	33.8%
毛利	6.4%	1,182	-24.7%	105	1.8%	1,718	45.4%	491	43.1%	536	-9.4%
销售费用	25.7%	791	20.2%	54	25.2%	302	15%	96	57%	295	49%
管理费用	27.1%	298	28.4%	16	-6.3%	296	48.4%	88	10%	129	6.2%
财务费用	-62.4%	1	106%	-3	-428%	10	-69%	-	NA	-	NA
营业利润	-19.2%	58	-91.8%	30	-20.6%	1,441	17.4%	304	56.4%	139	-50.0%
利润总额	-18.0%	117	-83.4%	43	-9.7%	1,431	16.5%	255	35.0%	154	-43.2%
净利润	-14.7%	94	-83.4%	37	-7.9%	1,343	16.5%	237	35.3%	114	-44.2%
归属母公司股东的净利润	-11.2%	76	-83.7%	38	9.9%	1,337	16.3%	237	35.3%	114	-44.2%
基本每股收益(元)	7.7%	0.13	-83.7%	0.15	9.9%	0.74	10.2%	6.21	23.0%	0.10	-43.9%
现金流量表关键指标	同比增长										
经营活动现金流量净额	397.3%	441	519%	108	4901.4%	N/A	N/A	293	63.4%	277	162%
主要财务指标 (%)	平均值										
毛利率	9.67	7.7	-18.2%	11.4	-25.6%	12.6	-25.0%	11.5	-3.9%	7.1	-30.0%
销售费用率	3.69	5.2	31%	5.8	-8.5%	2.2	-36%	2.3	5.5%	3.9	15.2%
管理费用率	1.98	2.0	39.5%	1.8	-31.5%	2.2	-17.2%	2.1	-26.4%	1.7	-17.9%
财务费用率	0.02	0.0	106.8%	-0.3	-340%	0.1	-83%	-	NA	-	NA
三项费用率	5.70	7.1	34.8%	7.3	-19.7%	4.4	-32%	4.3	-12.6%	5.6	2.6%
营业利润率	4.73	0.4	-91.0%	3.3	-41.9%	10.5	-24.9%	7.1	5.0%	1.8	-61.4%
税前利润率	4.80	0.8	-82.0%	4.6	-34.0%	10.5	-35.0%	6.0	-9.4%	2.0	-56%
所得税率	8.71	19.3	0.5%	13.9	-11.1%	6.2	0.3%	7.1	-3.7%	25.7	5.5%
销售净利率	4.32	0.5	-82.2%	4.1	-19.7%	9.8	-35.1%	5.6	-9.1%	1.5	-56.9%
净资产收益率	9.43	2.3	-86%	3.0	5.4%	18.2	-22.1%	11.2	-12%	2.3	-45.3%

来源：国金证券研究所

综合食品行业：成本压力“不堪重负”

- **收入稳定增长，成本消化不良。**我们这里选取中国旺旺、康师傅、统一食品三家代表性的综合食品企业，三家企业上半年销售收入仍然保持较快增长，11年上半年销售收入同比增长 25.6%，但上半年的成本压力突显，成本同比增加 35.3%，远高于销售收入的增幅。三家公司整体上半年净利润同比下降 1.7%。
- **费用率有所收缩。**成本压力面前，三大厂商都削减了销售费用支出，销售费用率均同比下降。行业整体来看，1H2011 销售费用率为 16.93%。
- **毛利率、净利率应声下跌。**成本的影响直接体现在毛利率、净利率上，上半年三家公司的综合毛利率为 27.83%，同比下降约 7%，净利率为 6.24%，同比下降约 4%。

图表20：综合食品公司半年报业绩一览

	综合食品业	151.HK 中国旺旺 11H (百万元) 同比增长	220.HK 统一食品 11H (百万元) 同比增长	322.HK 康师傅 11H (百万元) 同比增长
P/E	31.6143	30.58	25.94	33.07
资产负债表关键指标	同比增长			
存货	51.1%	2,664 27.3%	1,006 52.1%	3,172 78.8%
利润表关键指标	同比增长			
营业收入	25.6%	8,270 20.9%	8,799 42.8%	27,073 22.3%
营业成本	35.3%	5,543 30.8%	6,318 56.4%	19,995 31.0%
毛利	5.9%	2,727 4.7%	2,481 16.9%	7,078 3.0%
销售费用	12.4%	963 6.6%	2,157 30.0%	4,352 6%
管理费用	41.7%	646 31.3%	252 47.6%	624 51.7%
营业利润	-0.3%	1,352 1.2%	156 -54.6%	2,606 6.5%
利润总额	-1.3%	1,351 0.1%	227 -42.8%	2,573 4.7%
净利润	-1.7%	1,080 -2.0%	177 -40.8%	2,011 4.6%
归属母公司股东的净利润	0.2%	1,080 -1.9%	177 -40.8%	1,498 11.0%
基本每股收益(元)	-2.2%	0.08 -2.2%	0.05 -40.8%	0.27 11.0%
主要财务指标 (%)	平均值			
毛利率	27.83	33.0 -13.4%	28.2 -18.1%	26.1 -15.7%
销售费用率	16.93	11.6 -12%	24.5 -8.9%	16.1 -13%
管理费用率	3.45	7.8 8.6%	2.9 3.4%	2.3 24.0%
营业利润率	9.32	16.3 -16.3%	1.8 -68.2%	9.6 -12.9%
税前利润率	9.41	16.3 -17.2%	2.6 -59.9%	9.5 -14.4%
所得税率	14.75	- -100.0%	22.4 -10.4%	21.8 0.3%
销售净利率	6.24	13.1 -18.9%	2.0 -58.5%	5.5 -9.2%
净资产收益率	10.43	15.9 -10%	2.7 -45.8%	11.4 -7.9%
应收账款周转天数	13.75	18.0 50%	14.2 -2.4%	9.0 -20.4%

来源：国金证券研究所

小市值公司：表现分化较大

- **收入、利润分化较大。**我们遴选出一些小市值公司，综合在一起来看，双塔食品、星河生物、汤臣倍健上半年销售收入增幅较大，分别达到68.6%、40.1%、73.8%，净利润方面仍然是这三家公司领衔，净利润同比增长分别达到48%、114.5%、64.2%。
- **我们看好小市值公司的成长性。**食用菌、粉丝、保健品、红枣等目前都处于品牌认知度很低的阶段，我们看好相应的龙头公司在品牌方面的先发优势，把握住“有品牌对无品牌”产品替代的机会，打开未来成长的巨大空间。

图表21：小市值公司半年财务指标一览

	中小市 值公司	002481.SZ 双塔食品		300143.SZ 星河生物		600298.SH 安琪酵母		000582.SZ 好想你		002557.SZ 恰恰食品		300146.SZ 汤臣倍健		002515.SZ 金字火腿	
		11H (百 万元)	同比增 长	11H (百 万元)	同比增 长	11H (百 万元)	同比增 长	11H (百 万元)	同比增 长	11H (百 万元)	同比增 长	11H (百 万元)	同比增 长	11H (百 万元)	同比增 长
P/E	49.21	56.90		62.30		33.70		31.00		46.00		61.85		52.75	
资产负债表关键指标	同比增长														
存货	73.7%	600	346.9%	19	19.5%	600	14.3%	8	109%	419	241.5%	76	113.7%	186	52.0%
预收账款	-35%	22.30	-67%	0.06	-64%	25	-36.7%	10	72%	37	-7%	5	-13%	4	-36%
利润表关键指标	同比增长														
营业收入	31.8%	278	68.6%	92	40.1%	1,227	24.2%	186	6.2%	1,142	1232.7%	281	73.8%	92	7.9%
营业成本	37.9%	227	81.4%	59	43.1%	836	32.5%	125	-0.4%	871	1643.7%	102	72.6%	52	4.6%
毛利	20.1%	51	28.5%	33	35.1%	390	9.6%	61	22.9%	271	658.5%	178	74.5%	40	12.4%
营业税金及附加	29.4%	2	-6%	0	NA	8	3.2%	5	15.1%	4	1119.2%	3	91.8%	0	27.8%
销售费用	36.1%	8	49.4%	9	59.5%	119	25%	-	NA	135	1554%	67	185%	12	48%
管理费用	39.6%	11	38.6%	13	79.0%	50	26.3%	21	55%	56	1561.2%	19	63.7%	5	50.1%
财务费用	-113.2%	-2	-154%	-1	-155%	25	49%	8	-1%	-17	-7597%	-16	-9263%	-1	-682%
营业利润	12.4%	32	53.2%	12	22.4%	180	-8.1%	28	10.9%	93	289.6%	104	61.4%	24	0.9%
利润总额	22.8%	31	47.5%	33	147.4%	212	3.6%	28	11.0%	98	281.6%	106	63.3%	29	13.3%
净利润	23.2%	27	48.0%	28	114.5%	191	7.4%	24	10.4%	75	203.2%	89	64.2%	28	13.3%
归属母公司股东的净利润	33.6%	27	48.0%	28	114.5%	174	26.6%	24	10.4%	72	192.8%	89	64.2%	28	13.3%
基本每股收益(元)	-24.3%	0.22	-44.5%	0.19	-26.9%	0.57	14.6%	0.17	10.7%	0.39	-13.3%	0.82	-38.3%	0.29	-35.6%
现金流量表关键指标	同比增长														
经营活动现金流量净额	-43.3%	76	35%	45	140.0%	N/A	N/A	48	64.3%	38	272%	50	33%	-26	-356%
主要财务指标 (%)	平均值														
毛利率	31.10	18.4	-23.8%	35.7	-3.6%	31.8	-11.8%	33.0	15.7%	23.7	-43.1%	63.5	0.4%	43.5	4.2%
营业税金率	0.65	0.5	-44.1%	0.0	NA	0.6	-16.9%	2.6	8%	0.3	-8.5%	1.2	10.4%	0.4	18.4%
销售费用率	10.61	3.0	-11%	9.3	13.9%	9.7	1%	-	NA	11.8	24.1%	23.9	64.0%	13.1	37.1%
管理费用率	5.28	4.0	-17.8%	14.4	27.7%	4.1	1.7%	11.1	46.1%	4.9	24.7%	6.7	-5.8%	5.4	39.1%
财务费用率	(0.13)	-0.7	-132.0%	-1.1	-139%	2.1	20%	4.3	-7%	-1.5	-662%	-5.8	-5370%	-1.4	-640%
三项费用率	15.76	6.4	-38.2%	22.7	2.0%	15.8	3%	15.4	26.1%	15.2	11.1%	24.8	13.7%	17.1	24.7%
营业利润率	14.34	11.5	-9.1%	12.9	-12.7%	14.7	-26.0%	14.9	4.4%	8.1	-70.8%	37.2	-7.2%	26.0	-6.5%
税前利润率	16.29	11.3	-12.5%	36.3	76.5%	17.3	-16.6%	15.0	4.5%	8.5	-71%	37.7	-6%	31.3	5%
所得税率	14.10	15.1	-1.8%	15.3	550.2%	10.1	-24.0%	15.2	3.4%	23.5	538.4%	15.4	-3.2%	3.6	-1.1%
销售净利率	13.39	9.6	-12.2%	30.7	53.1%	14.2	1.9%	12.7	3.9%	6.3	-78.0%	31.9	-5.5%	30.2	5.0%
净资产收益率		3.5	-70%	3.8	-64.3%	11.5	-1.9%	6.8	-5%	4.8	-67.2%	5.5	-86.6%	3.5	-75.9%

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B