



食品饮料

2011.11.09

白酒风光依旧 大众品龙头各具风骚

——2011 年食品饮料行业三季度报分析

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

本报告导读：

白酒产销两旺；葡萄酒龙头公司张裕优势突出；啤酒销售压力较大，等待成本下降后业绩的回升；伊利股份业绩大幅提升；肉制品单季度收入恢复增长。继续看好行业。

摘要：

- **坚定信心，继续看好。**食品饮料行业延续了高增长态势，2011 年前三季度食品饮料行业收入和利润分别同比增长 25.3% 和 39.7%，我们对行业明年行业业绩继续较快增长有信心，继续看好，维持增持评级。
- **白酒产销两旺，短期业绩无忧。**2011 年前三季度白酒上市公司整体营业收入和净利润分别同比增长 46.9%、54.1%。我们认为一线白酒借助品牌优势，提价、收入、利润增长更为确定；二线白酒最近几年增速更快，主要得益于行业销量大幅增长以及二线白酒较强的渠道控制力。不过三季度部分企业略低于预期，预计明年二线白酒仍能维持收入 40%-60%、净利润 50%-100% 的增速。
- **葡萄酒仍处于成长期，龙头公司张裕优势突出。**以张裕为代表的葡萄酒上市公司三季度景气度向好，整体收入和净利润分别同比增长 23.4%、66.8%。预计未来 3 年国内葡萄酒产销量仍能保持 15-20% 的增速，张裕兼具品牌和渠道优势，继续大力推荐。
- **啤酒销售压力较大，等待成本下降后业绩的回升。**前三季度啤酒上市公司整体营业收入和净利润分别同比增长 16.9%、4.4%，增速分别比上半年下降 3.4 和 5.0 个百分点。第三季度啤酒行业的销售和成本压力都比较大，短期需要等待成本下降和库存消化后业绩的回升。
- **乳制品竞争趋缓，业绩提升空间大。**乳制品上市公司前三季度整体营业收入和净利润分别同比增长 24.2%、114.0%。净利润增速大幅上升主要是因为伊利股份销售费用率同比下降 1.7 个百分点导致业绩增长，同时其三季度也获得 2.18 亿的投资收益。
- **屠宰及肉制品加工行业单季度收入恢复增长。**行业前三季度整体营业收入和净利润分别同比增长 0.3%、-51.7%，单季度则分别同比增长 11.2%、-1.8%，其中双汇发展单季度收入和净利润同比增长 11.1%、-34.6%，单季度收入恢复增长。我们认为瘦肉精事件对销售的负面影响已经基本消散，四季度是肉制品消费旺季，预期收入仍可保持增长。
- **三季度基金食品饮料持仓继续大幅增加至 11%，接近历史高点，显示市场对预期稳定、估值不高的食品饮料行业的偏好。**
- **投资建议：**从三季报业绩看，食品饮料行业整体业绩增长仍然很好，我们对明年的稳定增长也有信心，长期继续看好。但在前期高相对收益、基金高持仓的背景下，短期板块缺乏催化剂，上涨动力不足，因此四季度板块窄幅震荡概率较高，市场趋势将决定板块相对收益水平。预计四季度 CPI 逐步回落，期待大众品成本回落投资后投资机会。逐步加大大众品配置比例。推荐排序：五粮液、贵州茅台、张裕 A、泸州老窖、山西汾酒、古井贡、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：

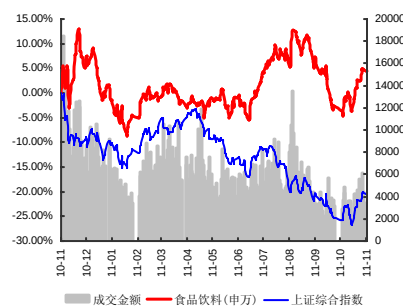
增持

细分行业评级

食品

饮料

2010.11.08-2011.11.08:



相关报告

食品饮料：《短期缺乏催化剂 估值底带来高安全边际》

2011.11.07

食品饮料：《三季报整体维持高增长 基金持仓环比再升》

2011.10.31

食品饮料：《白酒景气仍高 业绩支撑行业估值底》

2011.10.24

食品饮料：《估值波动收窄 坚定推荐一线》

2011.10.23

食品饮料：《白酒产销量继续维持高增速》

2011.10.23

目 录

1. 食品饮料行业前三季度收入利润保持高增长	5
1.1. 食品饮料行业收入利润持续保持较快增速	5
1.2. 食品饮料行业前三季度利润增速居 A 股第 5	5
1.3. 食品饮料细分行业：白酒、乳制品和葡萄酒业绩靓丽	6
2. 食品饮料细分行业情况：白酒、葡萄酒最优	6
2.1. 白酒产销两旺，短期业绩无忧	6
2.1.1. 白酒整体前三季度收入利润增速超过去年同期水平	8
2.1.2. 白酒销售费用率表现各异，净利率整体维持上升态势	10
2.1.3. 预收账款环比增长，短期业绩释放有保障	11
2.2. 葡萄酒仍处于成长期，龙头公司张裕优势突出	12
2.2.1. 葡萄酒上市公司整体收入利润分别增长 23.4%、66.8%	12
2.2.2. 张裕 A：三季度业绩坚定增长信心	13
2.3. 啤酒三季度销售压力较大，等待成本下降后业绩的回升	15
2.3.1. 啤酒三季度收入利润增速下滑，销售压力较大	15
2.3.2. 啤酒单季度净利率分别同比下降 1.3 个百分点	16
2.4. 乳制品竞争程度趋缓，业绩提升空间大	18
2.4.1. 乳制品上市公司整体收入利润分别增长 24.2%、114.0%	18
2.4.2. 伊利股份：费用率下降，净利率提升加速	18
2.5. 肉制品三季度单季度收入恢复增长	20
2.6. 其他食品综合：洽洽食品、三全食品表现良好	22
2.6.1. 三全食品：旺季产能提升，保障业绩增长	22
3. 基金持仓：基金持仓环比再升	24
3.1. 估值：食品饮料中的大众消费品长期享受估值溢价	25
3.2. 机构持仓比：今年食品饮料持续处于超配状态	25
4. 行业观点和投资建议	27
5. 附录：重点公司盈利预测表	27

图 1：食品饮料行业收入增速	5
图 2：食品饮料净利润增速	5
图 3：食品饮料收入及其增速（单季度）	5
图 4：食品饮料净利润及其增速（单季度）	5
图 5：食品饮料收入增速在 A 股位列第 9	6
图 6：食品饮料净利润增速在 A 股位列第 5	6
图 7：2011 年前三季度食品饮料子行业收入增速	6
图 8：2011 年前三季度食品饮料子行业净利润增速	6
图 9：白酒行业总产量及其增速	7
图 10：白酒行业总收入及其增速	7
图 11：白酒收入及其增速	8
图 12：白酒收入及其增速（单季度）	8
图 13：一线白酒收入及其增速	8
图 14：一线白酒收入及其增速（单季度）	8
图 15：二线白酒收入及其增速	9
图 16：二线白酒收入及其增速（单季度）	9

图 17: 白酒净利润及其增速	9
图 18: 白酒净利润及其增速 (单季度)	9
图 19: 一线白酒净利润及其增速	9
图 20: 一线白酒净利润及其增速 (单季度)	9
图 21: 二线白酒净利润及其增速	10
图 22: 二线白酒净利润及其增速 (单季度)	10
图 23: 白酒毛利率出现波动	11
图 24: 白酒整体净利率维持上升态势	11
图 25: 一二线白酒销售费用率表现各异	11
图 26: 期间费用率下降趋势明显	11
图 27: 一线白酒预收账款环比增加额及增速	12
图 28: 二线白酒预收账款环比增加额及增速	12
图 29: 葡萄酒行业总产量及其增速	12
图 30: 葡萄酒行业总收入及其增速	12
图 31: 葡萄酒收入及其增速	14
图 32: 葡萄酒收入及其增速 (单季度)	14
图 33: 张裕 A 收入及其增速	14
图 34: 张裕 A 收入及其增速 (单季度)	14
图 35: 葡萄酒净利润及其增速	14
图 36: 葡萄酒净利润及其增速 (单季度)	14
图 37: 张裕 A 净利润及其增速	15
图 38: 张裕 A 净利润及其增速 (单季度)	15
图 39: 葡萄酒行业与张裕 A 毛利率	15
图 40: 葡萄酒行业与张裕 A 净利率	15
图 41: 葡萄酒行业与张裕 A 销售费用率	15
图 42: 葡萄酒行业与张裕 A 期间费用率	15
图 43: 啤酒收入及其增速	17
图 44: 啤酒收入及其增速 (单季度)	17
图 45: 啤酒净利润及其增速	17
图 46: 啤酒净利润及其增速 (单季度)	17
图 47: 啤酒毛利率	17
图 48: 啤酒毛利率 (单季度)	17
图 49: 啤酒净利率	18
图 50: 啤酒净利率 (单季度)	18
图 51: 大麦进口价格走势	18
图 52: 期间费用率	18
图 53: 乳制品收入及其增速	19
图 54: 乳制品收入及其增速 (单季度)	19
图 55: 乳制品净利润及其增速	20
图 56: 乳制品净利润及其增速 (单季度)	20
图 57: 乳制品毛利率	20
图 58: 乳制品净利率	20
图 59: 伊利股份和蒙牛乳业净利率	20
图 60: 原奶价格趋稳	20
图 61: 肉制品收入及其增速	21
图 62: 肉制品收入及其增速 (单季度)	21
图 63: 肉制品净利润及其增速	21

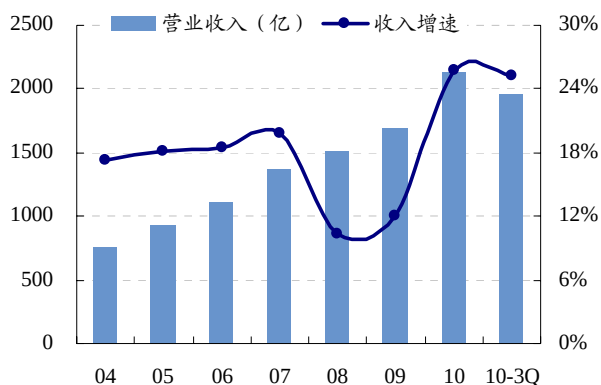
图 64: 肉制品净利润及其增速 (单季度)	21
图 65: 肉制品毛利率	22
图 66: 肉制品净利率	22
图 67: 雨润食品和双汇发展净利率	22
图 68: 生猪和猪肉价格走势	22
图 69: 其他食品综合收入及其增速	24
图 70: 其他食品综合收入及其增速 (单季度)	24
图 71: 其他食品综合净利润及其增速	24
图 72: 其他食品综合净利润及其增速 (单季度)	24
图 73: 食品饮料总市值显著上升	24
图 74: 07 年以来食品饮料子行业市值占比稳定	24
图 75: 高档消费品历史 PE 走势图	25
图 76: 大众消费品历史 PE 走势图	25
图 77: 其它食品综合历史 PE 走势图	25
图 78: 大众消费品与高档消费品的相对 PE	25
图 79: 今年食品饮料持续处于超配状态	26
图 80: 基金持有贵州茅台市值及占比 (全部持股)	26
图 81: 基金持有五粮液市值及占比 (全部持股)	26
图 82: 基金持有贵州茅台市值及占比 (重仓持股)	26
图 83: 基金持有五粮液市值及占比 (重仓持股)	26
表 1: 2011 年三季度白酒上市公司整体收入和利润概况	7
表 2: 2011 年三季度葡萄酒板块收入和利润概况	13
表 3: 2011 年三季度啤酒板块收入和利润概况	16
表 4: 2011 年三季度乳制品板块收入和利润概况	19
表 5: 2011 年三季度肉制品板块收入和利润概况	21
表 6: 2011 年三季度其他食品综合收入和利润概况	23
表 7: 重点公司盈利预测表 (截止日期: 2011-11-07)	27

1. 食品饮料行业前三季度收入利润保持高增长

1.1. 食品饮料行业收入利润持续保持较快增速

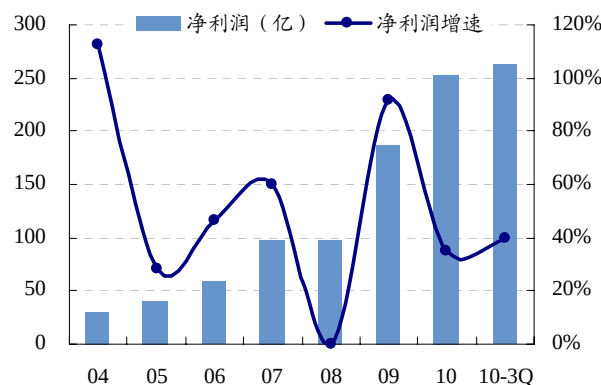
食品饮料行业延续了上半年高增长的态势，2011 年前三季度食品饮料行业收入和利润同比增长 25.3% 和 39.7%，与历史同期相比处于较高水平。我们对行业明年的业绩继续较快增长仍有信心，继续看好，维持行业增持评级。

图 1：食品饮料行业收入增速



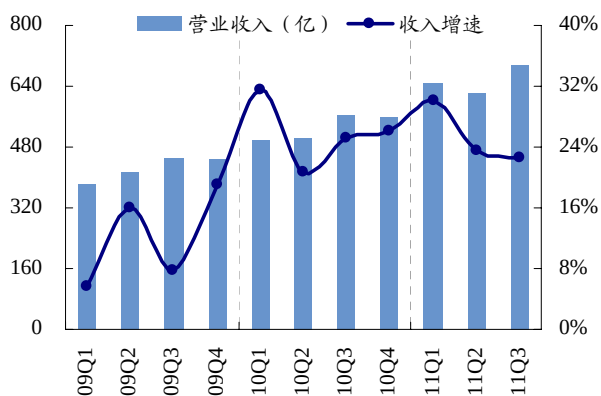
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：食品饮料净利润增速



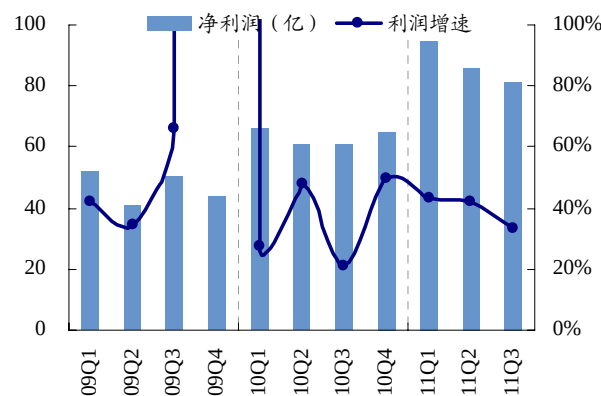
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 3：食品饮料收入及其增速（单季度）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 4：食品饮料净利润及其增速（单季度）

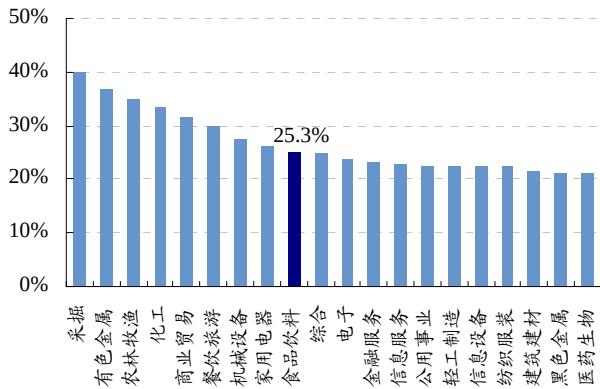


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

1.2. 食品饮料行业前三季度利润增速居 A 股第 5

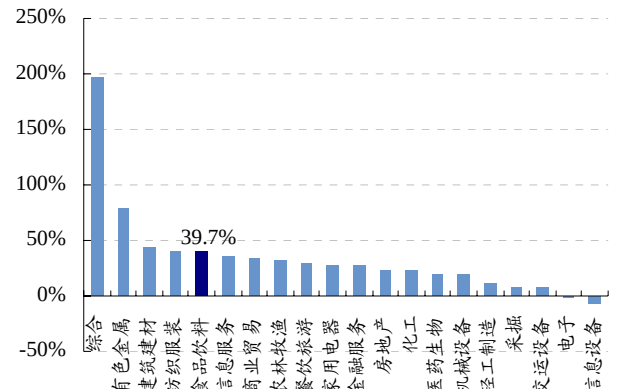
纵向来看，食品饮料行业前三季度的收入和利润增速分别位列 A 股所有板块的第 9 位和第 5 位。在经济增速下滑和通货膨胀高企的背景下，食品饮料行业弱周期、防通胀的属性依然使其业绩保持稳定。

图 5：食品饮料收入增速在 A 股位列第 9



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 6：食品饮料净利润增速在 A 股位列第 5

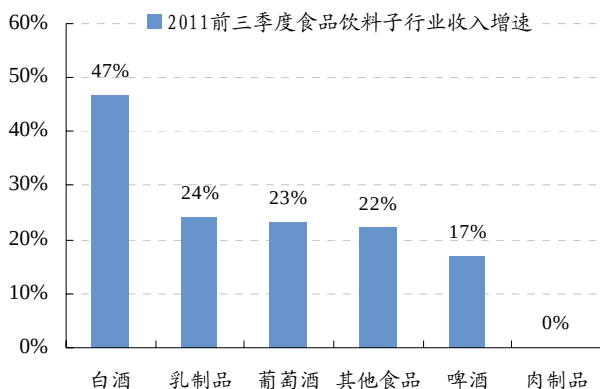


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

1.3. 食品饮料细分行业：白酒、乳制品和葡萄酒业绩靓丽

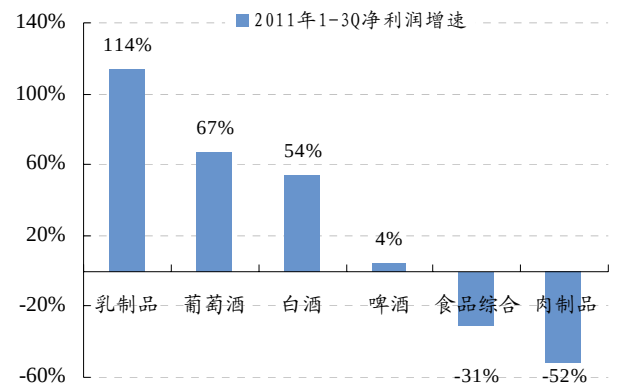
从细分子行业数据来看，白酒、乳制品和葡萄酒业绩靓丽。白酒上市公司整体收入增速为 47%，位列行业第一，其次是乳制品 24%、葡萄酒 23%；乳制品上市公司整体净利润增速为 114%，超市市场预期，位列食品饮料行业第一，其次是葡萄酒 67%、白酒 54%。

图 7：2011 年前三季度食品饮料子行业收入增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 8：2011 年前三季度食品饮料子行业净利润增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2. 食品饮料细分行业情况：白酒、葡萄酒最优

2.1. 白酒产销两旺，短期业绩无忧

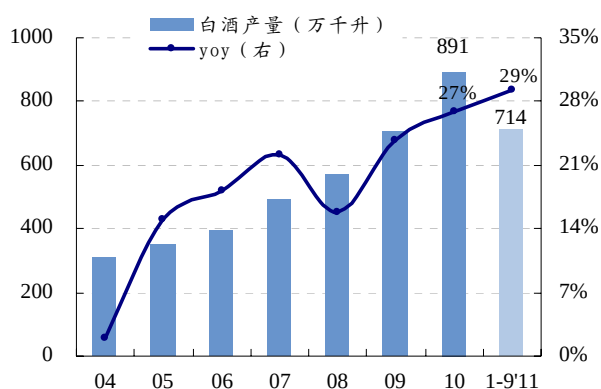
➤ **白酒产销两旺：**1-9 月白酒行业总产量增长 29%，1-7 月行业总收入增长 37%、利润增长 45%，从秋季糖酒会整体观感来看，白酒行业销售情况目前仍非常好（具体内容请参见《周报第 20 期：糖酒会景气度仍高，淡看三季报波动》），行业呈现产销两旺的局面。

➤ **短期业绩无忧：**今年一线白酒业绩增长加速，我们在 5 月份月报《重新审视高档酒的增速》中提升了对一线白酒的业绩预期，并对其进行了推荐，一线白酒三季报的业绩也进一步验证了之前我们的预期。二线白酒三季报业绩低于预期，主要是由于汾酒为了梳理产品

价格、消化渠道库存而采取的主动控货所导致的。由于我国人均白酒销量提升空间不大，同时这两年白酒企业纷纷进行产能的扩张，我们初步认为产销量的拐点或在后年出现，竞争加剧可能会导致二线白酒出现分化，我们对其将维持紧密跟踪。

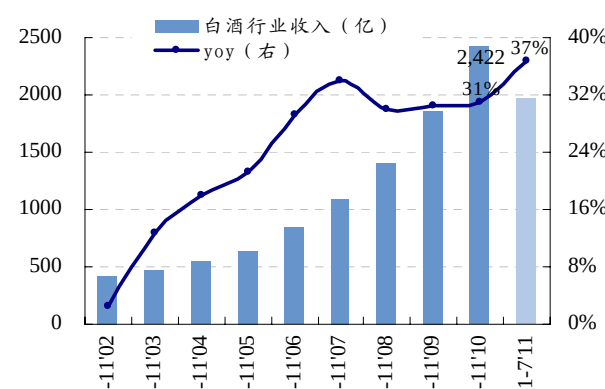
我们认为一线白酒借助品牌优势，提价、收入、利润增长更为确定；二线白酒最近几年增速更快，主要得益于行业销量大幅增长以及二线白酒较强的渠道控制力。不过三季度部分企业略低于预期，预计明年二线白酒仍能维持收入 40%-60%、净利润 50%-100% 的增速。

图 9：白酒行业总产量及其增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 10：白酒行业总收入及其增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 1：2011 年三季度白酒上市公司整体收入和利润概况

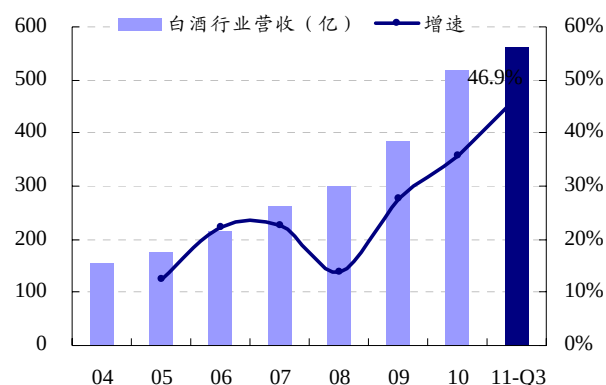
	市值 2011-10-30	2011 年 1-3Q						2011 年 Q3(单季度)	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	预收账款 (亿)	预收账款 环比增加	收入 YOY	净利 YOY
贵州茅台	2,120.1	136.4	46.3%	65.69	57.4%	68.18	38.2%	39.3%	54.7%
五粮液	1,392.7	156.5	36.4%	48.18	41.9%	78.99	-4.2%	29.7%	28.3%
泸州老窖	1,315.8	56.3	49.5%	20.08	27.0%	14.74	7.8%	57.1%	10.1%
洋河股份	578.6	97.0	74.6%	29.16	89.9%	2.23	1.2%	70.5%	135.3%
一线合计	5,407.2	446.2	48.1%	163.1	52.6%	164.13	10.6%	44.4%	49.7%
山西汾酒	291.7	35.6	48.9%	7.08	31.8%	6.05	41.7%	-14.6%	-75.9%
古井贡酒	226.6	22.4	79.6%	3.50	145.4%	3.70	58.3%	67.9%	76.5%
水井坊	108.8	10.6	17.4%	2.13	82.0%	0.87	4.2%	88.4%	3564.0%
金种子酒	107.4	14.0	40.0%	2.84	152.3%	1.64	-11.7%	14.9%	209.6%
酒鬼酒	71.4	6.6	90.4%	0.86	46.3%	1.54	-26.3%	136.5%	165.3%
沱牌舍得	66.2	8.1	24.1%	0.94	57.4%	1.01	30.5%	67.3%	74.1%
老白干酒	48.6	9.8	21.2%	0.41	44.4%	4.95	237.8%	17.9%	51.9%
伊力特	37.1	9.5	11.5%	1.28	17.3%	0.97	4.2%	-15.7%	-2.4%
ST 皇台	34.8	0.7	62.4%	0.12	162.5%	0.05	-30.0%	94.8%	245.2%
二线合计	992.6	117.3	42.3%	19.2	67.3%	20.77	20.3%	26.0%	8.8%
白酒合计	6,399.8	563.5	46.9%	182.3	54.1%	184.9	11.6%	40.6%	45.9%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究（注：将市值大于 500 亿元的上市公司归为一线白酒）

2.1.1. 白酒整体前三季度收入利润增速超过去年同期水平

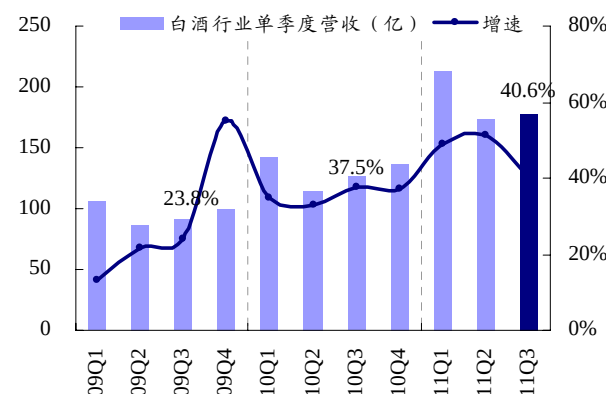
- 前三季度白酒收入、利润增速均超去年水平：**2011 年白酒上市公司整体营业收入和净利润同比增长 46.9%、54.1%，其中一线白酒营业收入和净利润同比增长 48.1%、52.6%，二线白酒营业收入和净利润同比增长 42.3%、67.3%，均超过去年全年和去年同期的水平。四季度为白酒传统的销售旺季，即使今年第四季度白酒上市公司整体收入保持去年同期水平，今年全年依然能够维持 35% 以上的增长，具有较高的安全边际。
- 第三季度单季增速环比有所下滑，但依然高于去年同期增速：**2011 年第三季度白酒板块营业收入和净利润同比增长 40.6%、45.9%，其中一线白酒营业收入和净利润同比增长 44.4%、49.7%，二线白酒营业收入和净利润同比增长 26.0%、8.8%。单季度增速环比有所下滑，但依然高于去年同期增速，我们认为一线白酒借助品牌优势，提价、收入、利润增长更为确定；二线白酒最近几年增速更快，主要得益于行业销量大幅增长以及二线白酒较强的渠道控制力。不过三季度部分企业略低于预期，预计明年二线白酒仍能维持收入 40%-60%、净利润 50%-100% 的增速。

图 11: 白酒收入及其增速



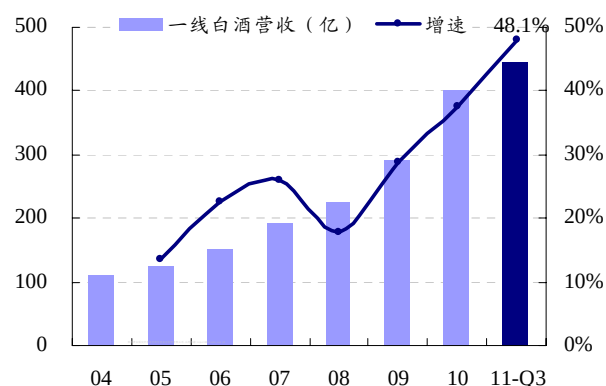
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 12: 白酒收入及其增速（单季度）



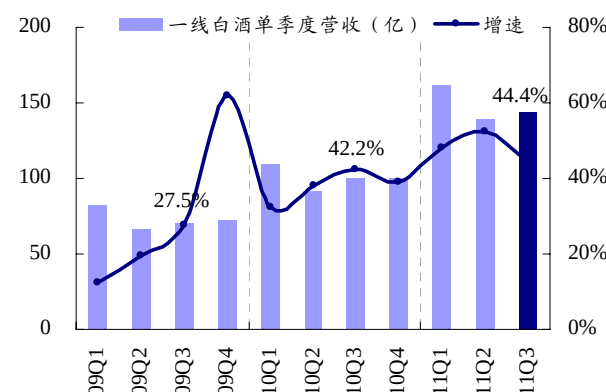
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 13: 一线白酒收入及其增速



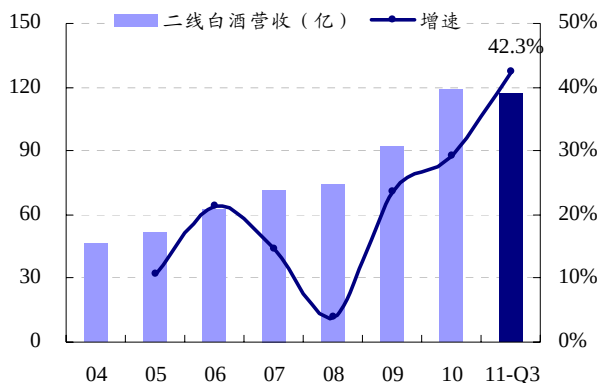
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 14: 一线白酒收入及其增速（单季度）



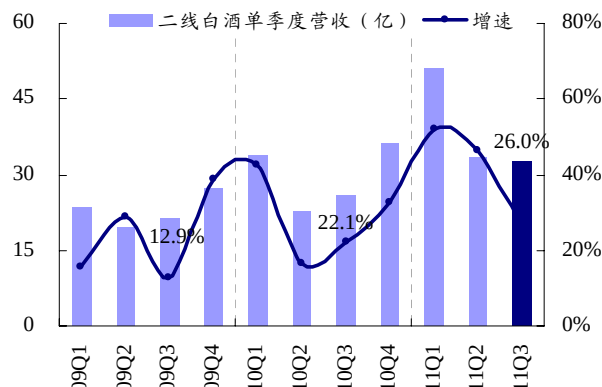
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 15: 二线白酒收入及其增速



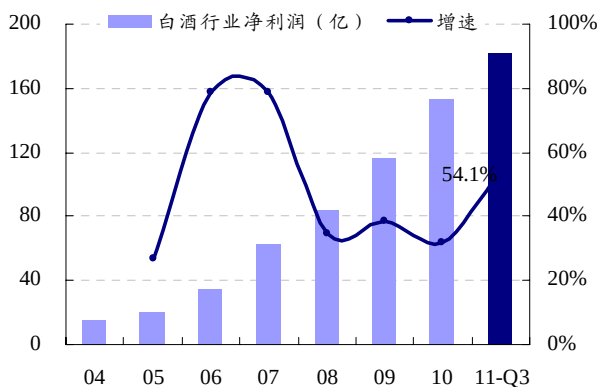
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 16: 二线白酒收入及其增速 (单季度)



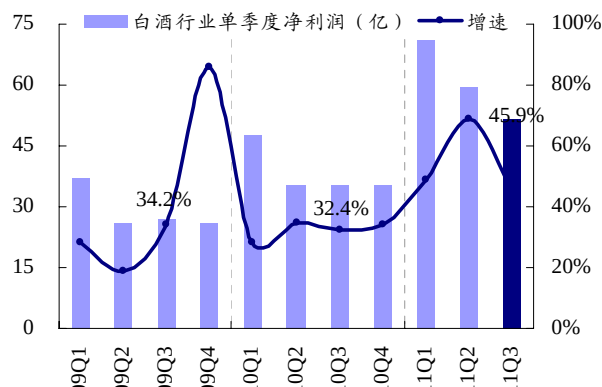
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 17: 白酒净利润及其增速



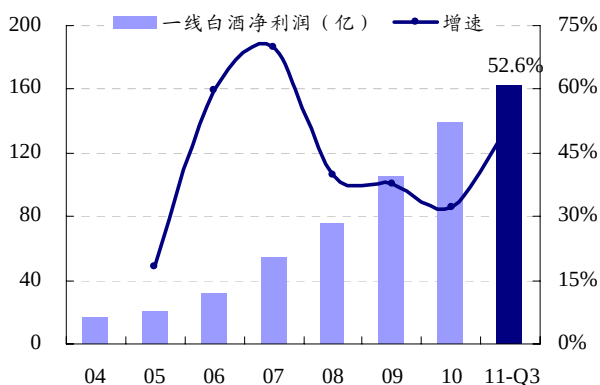
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 18: 白酒净利润及其增速 (单季度)



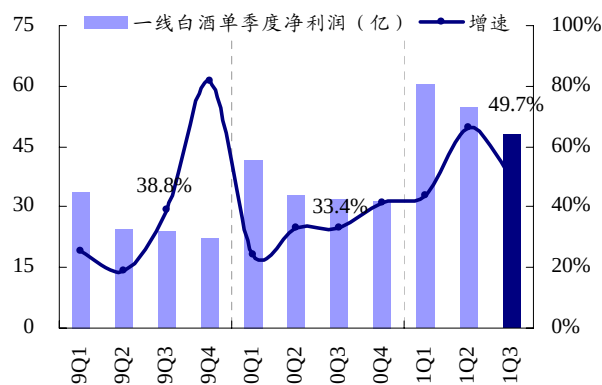
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 19: 一线白酒净利润及其增速



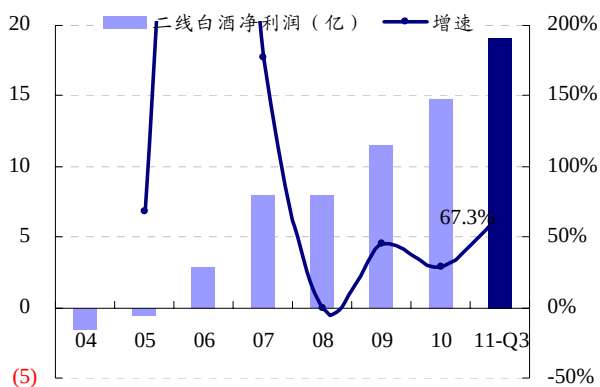
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 20: 一线白酒净利润及其增速 (单季度)



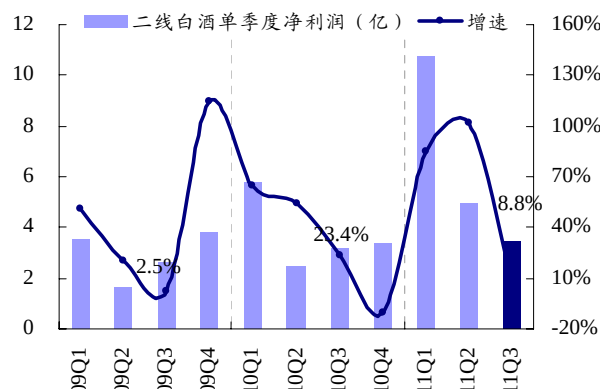
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 21: 二线白酒净利润及其增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 22: 二线白酒净利润及其增速 (单季度)



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

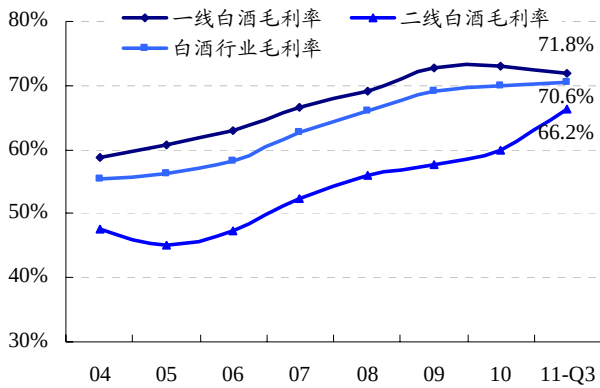
2.1.2. 白酒销售费用率表现各异，净利率整体维持上升态势

- **一线白酒销售费用率下降明显，二线白酒销售费用率继续上升：**
2011 年前三季度一线白酒销售费用率为 6.8%，比去年全年下降 2 个百分点，比去年同期下降 1 个百分点。除了五粮液，其他三家一线白酒企业的销售费用率同比都有不同程度的下降，其中茅台下降 1.6 个百分点至 3.6%，泸州老窖下降 2.4 个百分点至 8.7%，洋河下降 2.4 个百分点至 3.6%。五粮液同比上升 0.4 个百分点主要是因为去年前三季度销售费用率 9.0% 偏低，但去年四季度单季度销售费用率 18.8% 大幅提升，导致全年费用率提升至 11.6%，今年五粮液各季度费用率平稳，全年销售费用率同比下降也是大概率事件。一线白酒具有显著的规模效应且今年收入持续高增长，只要费用控制合理，必然会使销售费用率下降。另外，这也说明一线白酒的增长更多是靠终端拉动，而不是依赖渠道。

2011 年前三季度二线白酒销售费用率为 19.2%，比去年全年上升 1.6 个百分点，比去年同期上升 0.8 个百分点。近几年二线白酒销售费用率不断上升，说明二线白酒市场还处在开拓发展阶段，在产品升级和市场扩张的过程中，二线白酒企业需要更多的费用投入来推广品牌、占领市场。

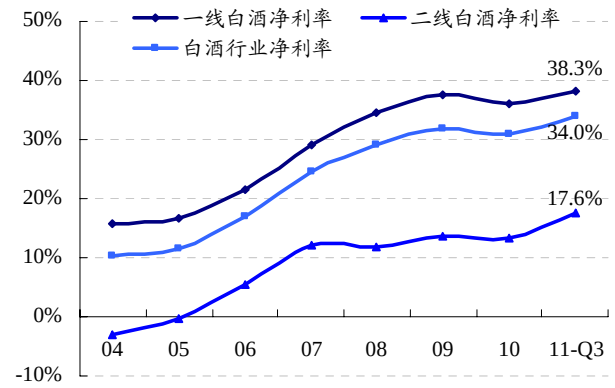
- **二线白酒毛利上升明显，白酒净利率整体维持上升态势：** 尽管二线白酒的销售费用率不断上升，但是依靠自身产品结构的调整（聚焦主业、中高端升级），二线白酒毛利率得到显著改善，从而推动净利率上升。金种子三季度毛利率为 59.4%，比去年同期上升 17 个百分点；沱牌舍得三季度毛利率为 51.3%，比去年同期上升 10.4 个百分点。

图 23: 白酒毛利率出现波动



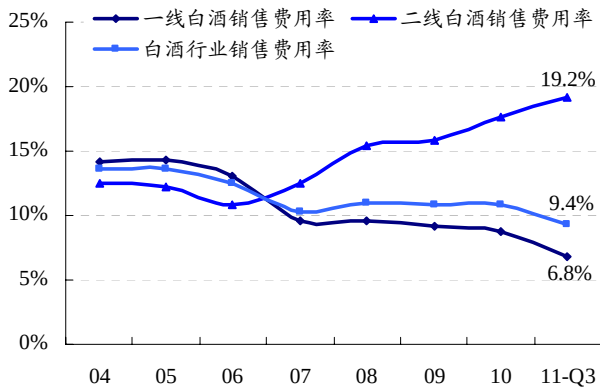
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 24: 白酒整体净利率维持上升态势



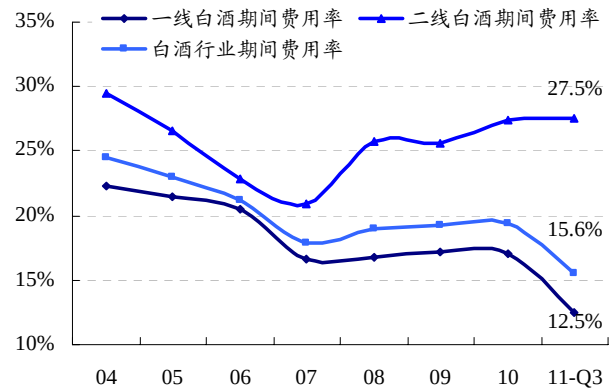
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 25: 一二线白酒销售费用率表现各异



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 26: 期间费用率下降趋势明显



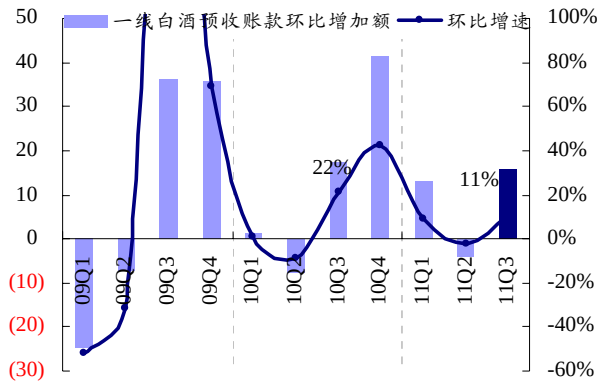
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.1.3. 预收账款环比增长, 短期业绩释放有保障

- **预收账款环比增长:** 三季度白酒板块的预收账款总计为 184.9 亿元, 增加 19.2 亿; 其中一线白酒的预收账款总计 164.1 亿, 二线白酒预收账款总计 20.7 亿, 分别环比增加 15.7 亿和 3.5 亿, 分别增加 11%、20%。

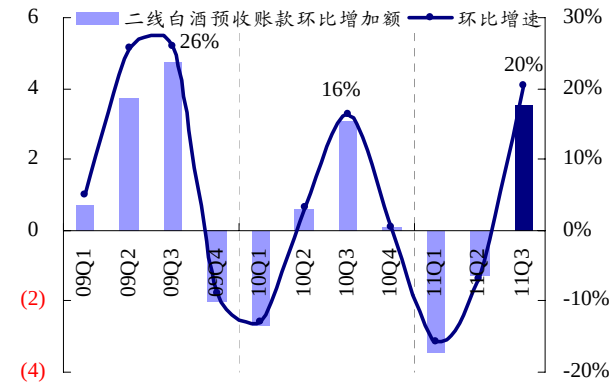
值得注意的是, 茅台三季度末预收款 68 亿, 环比增加 19 亿, 增加 38%; 五粮液 8 月初暂停经销商打款, 9 月初预收款下降至 70 亿左右, 8 月 15 日公告提价后, 经销商打款依然踊跃, 三季度末预收款回升至 79 亿; 山西汾酒和古井贡预收账款也分别环比增加 42%、58%, 预收账款的增加保证了短期的业绩释放。

图 27: 一线白酒预收账款环比增加额及增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 28: 二线白酒预收账款环比增加额及增速

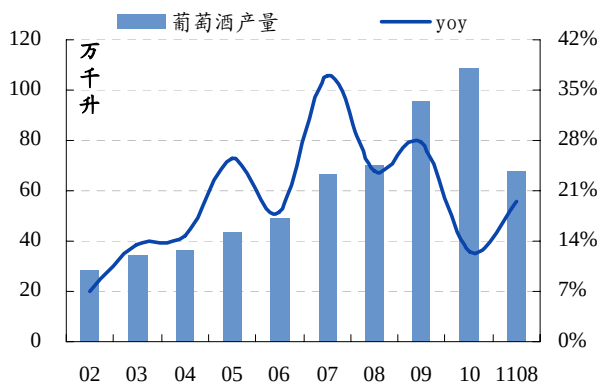


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.2. 葡萄酒仍处于成长期，龙头公司张裕优势突出

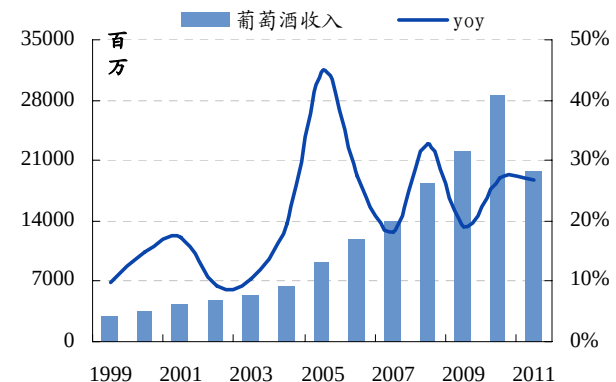
- **我国葡萄酒行业还处于成长期:** 1-9 月葡萄酒行业总产量同比增长 17.9%，进口酒 1-8 月总量同比增长 33.1%；1-7 月行业总收入增长 27%、总利润增长 36%。我们认为未来 3 年国内葡萄酒产销量仍能保持 15-20% 的增速，是个值得投资的行业。而在国内葡萄酒行业中，一方面受进口冲击最小的是中高端定位的企业，另一方面具有品牌优势的企业，未来将受益行业集中度的提升，而张裕正是符合中高端产品定位，又有品牌及渠道优势的标的。
- **龙头公司张裕优势突出:** 张裕产品结构、渠道架构、激励机制优势明显，与其他竞争对手拉开了较大的差距。中短期，公司销售体系变革、产品结构升级、爱斐堡酒庄进入利润爆发期，以及新酒庄酒的投产将保证 2011-2013 年公司业绩稳定高增长；在此基础上，公司规模效应带来的费用率下行、产品品质改善及品牌价值的提升，又为公司中长期发展奠定基础。

图 29: 葡萄酒行业总产量及其增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 30: 葡萄酒行业总收入及其增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.2.1. 葡萄酒上市公司整体收入利润分别增长 23.4%、66.8%

以张裕为代表的葡萄酒上市公司三季度景气度向好，整体收入和净利润

同比增长 23.4%、66.8%，其中张裕 A 收入和净利润分别增长 23.6%、41.8%。

2.2.2. 张裕 A：三季度业绩坚定增长信心

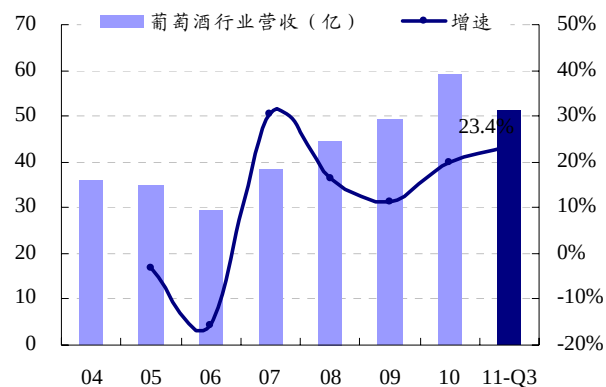
- **毛利率同比提升 3.74 个百分点：**年初的产品提价，加上中高档酒销量占比提增，导致综合毛利率上升至 75.4%，比去年同期提高了 3.74 个百分点。9 月份公司又对白兰地提价 24%，因此预计下半年毛利率还会有提升。
- **期间费用率下降 0.8 个百分点：**三季度公司期间费用率 31.2%，比去年同期下降 0.8 个百分点。随着规模效益的逐步体现，三级营销模式的成型、管理机制的完善，未来期间费用率下降预期明确。
- **产品结构仍在上移：**目前公司解百纳以上产品的收入占比超过 60%，成为其利润的主要来源，未来酒庄酒的放量将来带公司产品结构继续上移，盈利能力也将继续提升。
- **分渠道考核，销售体系不断调整：**2010 年张裕推行的分类营销，是其今年各品类产品销量增长加速的原因之一，今年公司推出分渠道考核，更细化任务，加强激励，为未来新产品推出奠定基础。
- **业绩增长明确，估值优势显著：**此次三季报略超市场预期，2011-2013 年，公司销售体系不断调整、产品结构的不断升级，再加上爱斐堡酒庄进入利润拐点，新建酒庄酒的持续放量，公司业绩增长可期。略微上调 2011、2012 年 Eps 至 3.75、4.97 元，对应 2012 年 PE 22 倍，估值优势显著，维持 1 年 138 元目标价，目前仍有 28% 的股份空间，给予增持评级。

表 2：2011 年三季度葡萄酒板块收入和利润概况

	市值 2011-10-30	2011 年 1-3Q						2011 年 Q3(单季度)	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
张裕 A	593.2	44.1	23.6%	12.64	41.8%	75.3%	28.7%	21.6%	29.4%
*ST 通葡	13.0	0.6	-4.6%	-0.02	-244.2%	48.1%	-3.0%	-24.3%	-94.0%
*ST 中葡	56.1	3.8	41.1%	-0.44	73.9%	42.8%	-10.5%	-1.2%	55.2%
莫高股份	30.9	2.9	8.8%	0.35	27.2%	42.9%	12.0%	0.8%	21.2%
葡萄酒合计	693.3	51.4	23.4%	12.5	66.8%	70.8%	24.5%	16.7%	50.0%

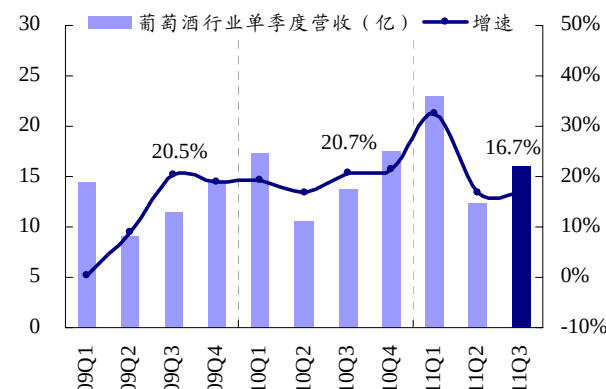
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 31: 葡萄酒收入及其增速



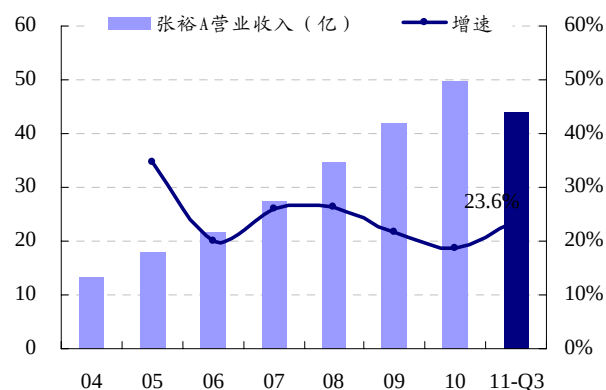
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 32: 葡萄酒收入及其增速 (单季度)



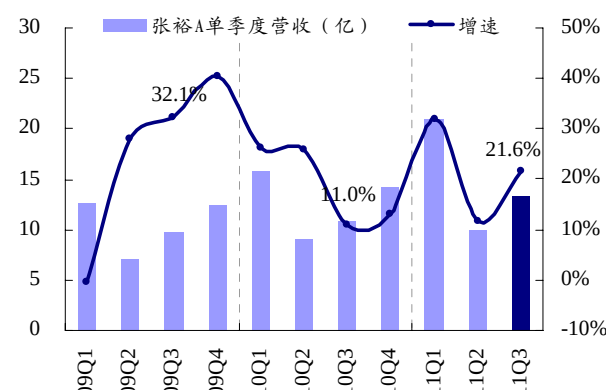
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 33: 张裕 A 收入及其增速



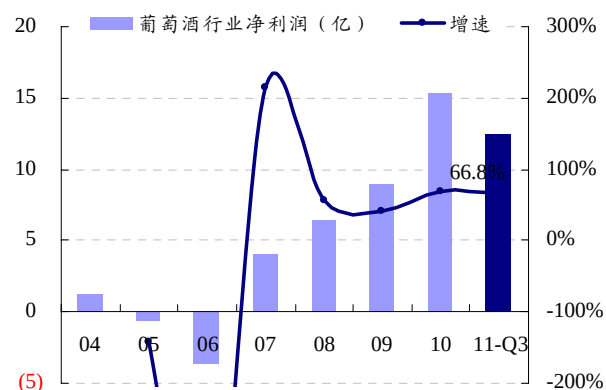
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 34: 张裕 A 收入及其增速 (单季度)



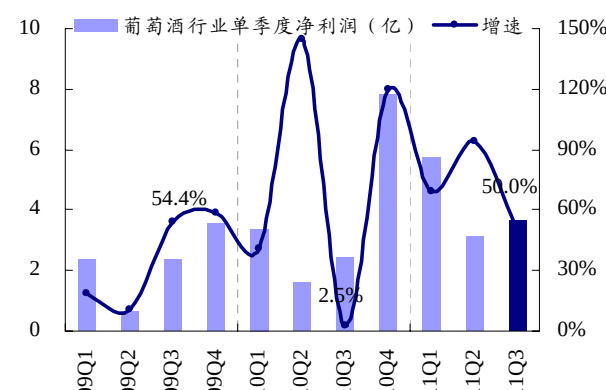
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 35: 葡萄酒净利润及其增速



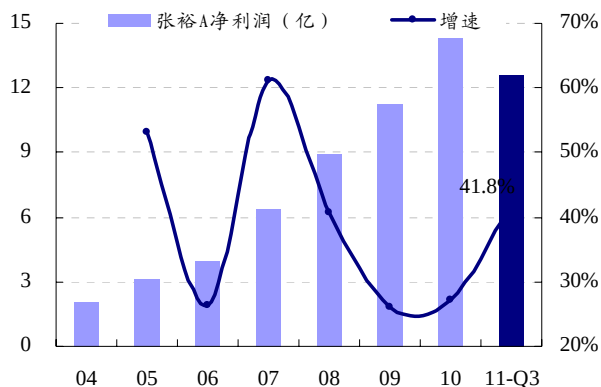
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 36: 葡萄酒净利润及其增速 (单季度)



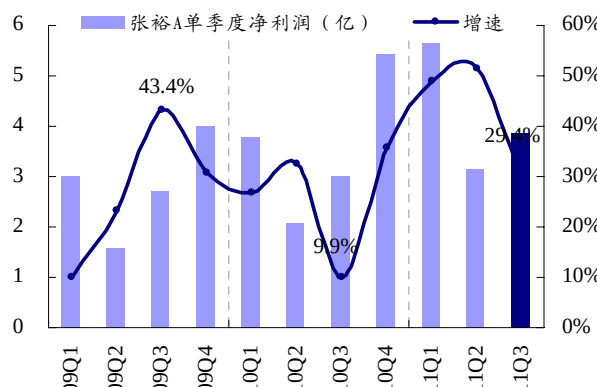
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 37: 张裕 A 净利润及其增速



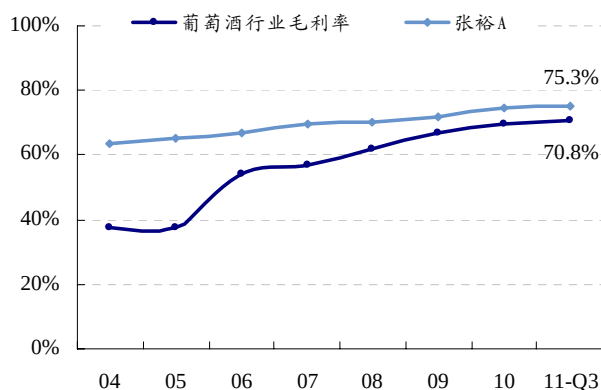
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 38: 张裕 A 净利润及其增速 (单季度)



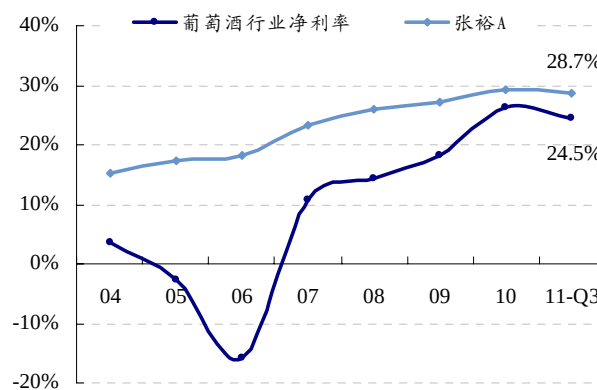
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 39: 葡萄酒行业与张裕 A 毛利率



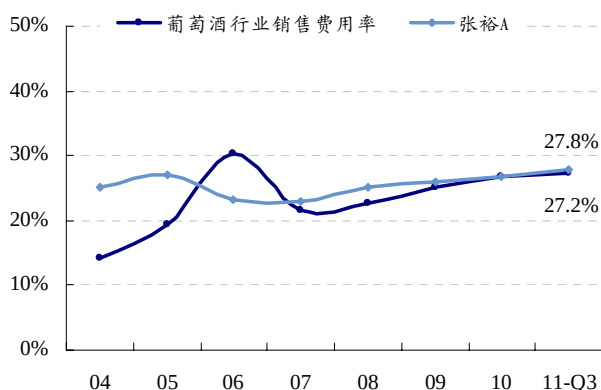
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 40: 葡萄酒行业与张裕 A 净利率



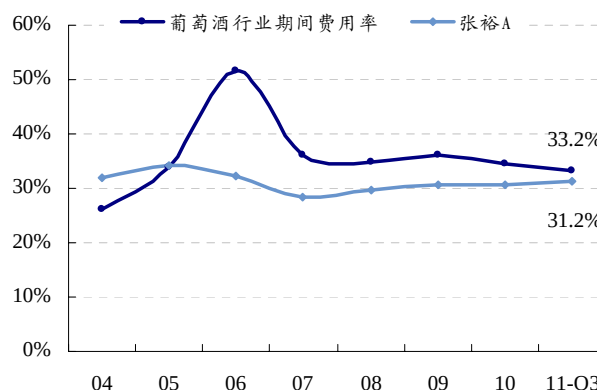
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 41: 葡萄酒行业与张裕 A 销售费用率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 42: 葡萄酒行业与张裕 A 期间费用率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.3. 啤酒三季度销售压力较大, 等待成本下降后业绩的回升

2.3.1. 啤酒三季度收入利润增速下滑, 销售压力较大

- 啤酒三季度收入增速同比下滑 1 个百分点: 2011 年三季度啤酒上市

公司整体营业收入和净利润同比增长 16.9%、4.4%，增速分别比上半年下降 3.4 和 5.0 个百分点。2011 年第三季度啤酒上市公司整体营业收入同比增长 11.1%，增速比二季度下降 7 个百分点，比去年同期下降 1 个百分点；净利润同比下滑 2%。其中惠泉啤酒单季度收入和利润均呈现下滑态势，分别同比下降 13.3%和 58.0%；青岛啤酒单季度净利润同比下滑 0.9%。

- **啤酒上市公司三季度业绩不达预期主要原因有二：**1、经济增速放缓对中低端啤酒影响显著；2、上半年增长过快，存在经销商囤货的可能。今年上半年啤酒行业呈现淡季不淡的局面，一、二季度单季度收入增速分别为 21%、17.9%，远高于历史平均水平。青岛啤酒在 4 月份提价前曾提前一个月通知经销商，一二季度的高增长不排除是部分经销商的囤货行为所致。渠道消化库存需要一定的时间，我们预测下半年销量较上半年仍会有所回落。

2.3.2. 啤酒单季度净利率分别同比下降 1.3 个百分点

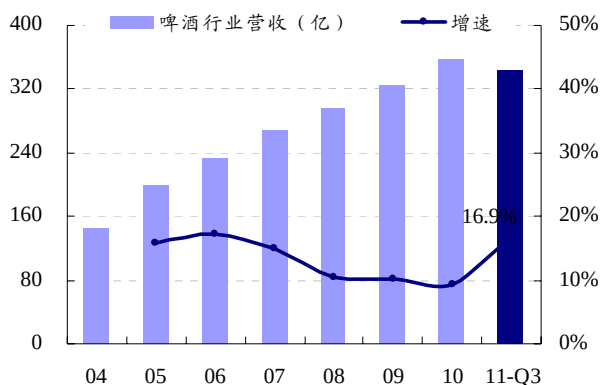
- **单季度净利率下降，预计 2011 年全年净利率将下将：**前三季度啤酒上市公司毛利率和净利率分别为 45.7%和 9.0%，基本与去年全年水平持平，但是单季度来看，上市公司整体毛利率和净利率同比下降 0.6 和 1.3 个百分点，其中青岛啤酒单季度毛利率和净利率同比下降 1.4 和 1.5 个百分点。青岛啤酒单季度毛利率下降主要是因为：1、今年三季度中低端产品银麦并表的影响；2、啤麦、包装物成本依然维持高位。
- **成本压力到 12 月份或有缓解：**目前全球啤麦整体的供需情况依然紧张，价格短期内仍难有回落的空间，长期来看需要等到 12 月份澳大利亚和阿根廷大麦进入收割季后价格才可能有所下降。

表 3：2011 年三季度啤酒板块收入和利润概况

	市值 2011-10-30	2011 年 1-3Q						2011 年 Q3(单季度)	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
青岛啤酒	455.1	191.7	17.3%	16.64	11.4%	43.1%	9.1%	11.0%	-0.9%
重庆啤酒	314.5	22.4	15.6%	1.60	2.4%	43.2%	7.1%	14.6%	1.7%
燕京啤酒	184.7	103.7	15.8%	7.84	10.2%	42.3%	8.4%	6.8%	10.3%
珠江啤酒	87.3	26.4	19.4%	0.92	6.2%	41.2%	3.4%	41.9%	0.7%
西藏发展	53.1	3.3	3.9%	0.26	24.3%	30.0%	17.9%	-2.8%	131.3%
啤酒花	37.5	9.9	21.3%	0.58	24.2%	41.1%	12.5%	22.0%	-6.8%
惠泉啤酒	23.1	7.6	-4.1%	0.45	-32.2%	35.7%	5.9%	-13.3%	-58.0%
兰州黄河	14.5	6.3	-4.8%	0.02	-98.1%	38.5%	3.1%	-5.1%	-298.0%
啤酒合计	1,169.8	371.2	16.9%	28.3	4.4%	45.7%	9.0%	11.1%	-2.0%

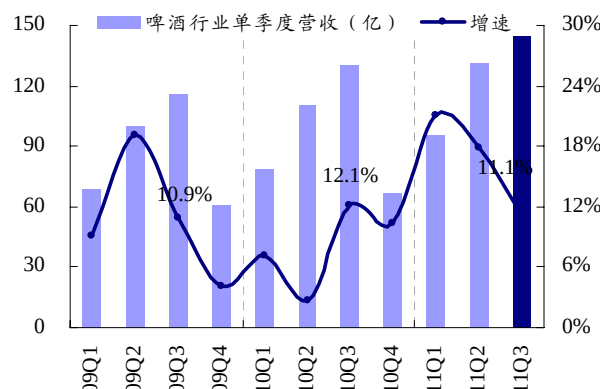
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 43: 啤酒收入及其增速



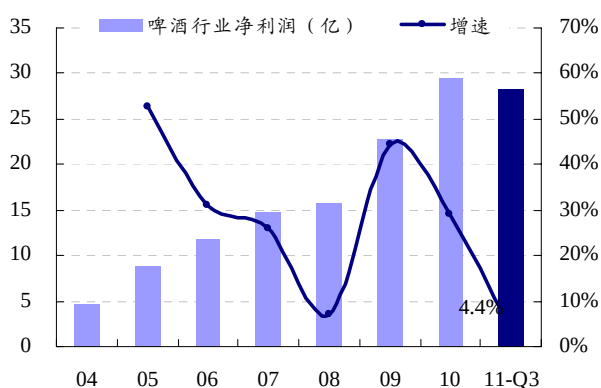
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 44: 啤酒收入及其增速 (单季度)



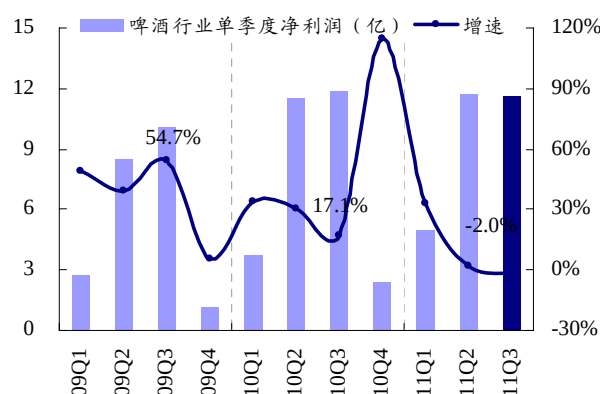
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 45: 啤酒净利润及其增速



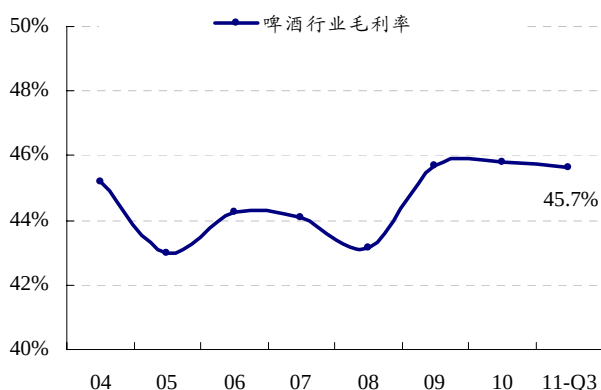
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 46: 啤酒净利润及其增速 (单季度)



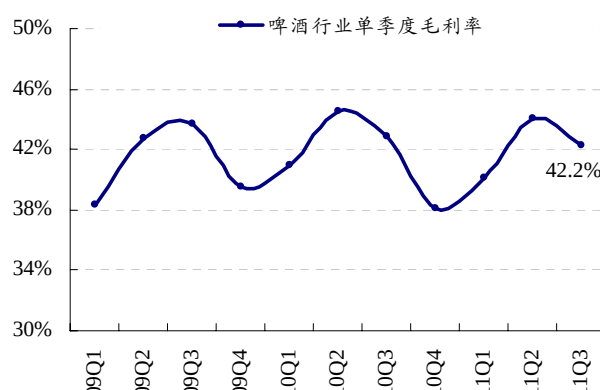
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 47: 啤酒毛利率



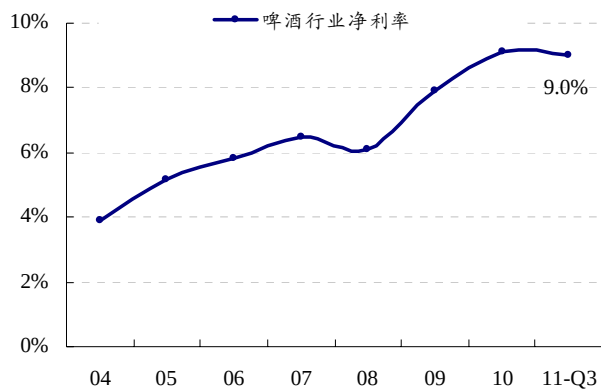
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 48: 啤酒毛利率 (单季度)



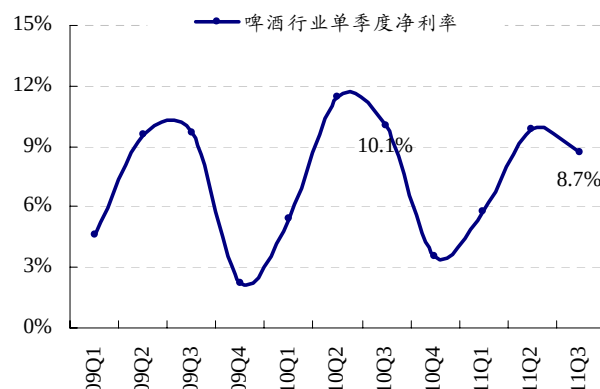
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 49: 啤酒净利率



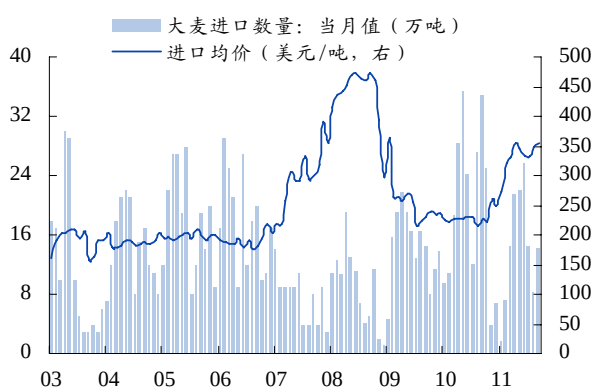
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 50: 啤酒净利率 (单季度)



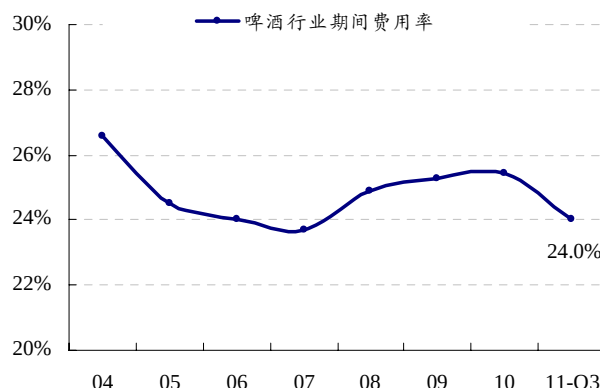
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 51: 大麦进口价格走势



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 52: 期间费用率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.4. 乳制品竞争程度趋缓, 业绩提升空间大

三季度伊利股份销售费用率同比下降 1.7 个百分点带动乳制品上市公司整体净利润增速大幅提高。由于乳制品行业净利润低, 所以费用率变化对业绩的影响较大。近几年来多次爆发的乳制品安全事件加速了行业的整合, 目前行业竞争格局相对稳定, 呈现伊利和蒙牛双寡头割据的局面。看好成本压力趋缓后毛利率的提升以及竞争格局趋稳费用率下降后盈利能力的改善。

2.4.1. 乳制品上市公司整体收入利润分别增长 24.2%、114.0%

乳制品上市公司前三季度整体营业收入和净利润同比增长 24.2%、114.0%; 乳制品上市公司三季度单季度整体营业收入和净利润同比增长 19.9%、139.9%, 净利润增速大幅上升主要是因为伊利股份销售费用率同比下降 1.7 个百分点后业绩的提升, 同时其三季度也获得 2.18 亿的投资收益。

2.4.2. 伊利股份: 费用率下降, 净利率提升加速

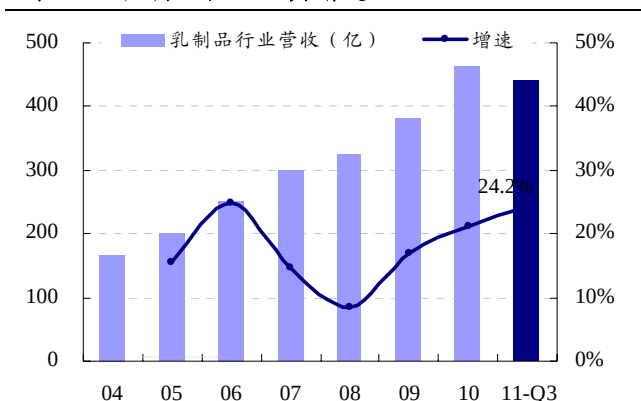
- **毛利率趋缓至 30.3%：**原奶价格在 3 月份见顶后，目前维持在 3.17-3.2 元/公斤的高位，虽有年初提价做支持，但其他如糖、燃料等价格的上涨，导致三季度毛利率在二季度的基础上再降 1.3 个百分点至 30.3%，其中三季度单季毛利率为 27.9%，同比下降 0.1 个百分点，环比下降 3.4 个百分点。预计随着 CPI 的见顶，四季度毛利率将有回升。
- **销售费用率同比下降 1.7 个百分点：**三季度伊利股份销售费用率 21.2%，比去年同期降 1.7 个百分点，其中 7-9 月单季销售费用率 16.6%，同比下降了 3.6 个百分点，环比下降 5.3 个百分点。行业竞争格局稳定，及公司规模效应逐步体现是销售费用率下降的主因。
- **净利率再提升：**费用率下降，投资收益增加，导致三季度公司净利率为 4.86%，比二季度高 0.55 个百分点，剔除投资收益 2.18 亿后，净利率约为 4.3%，比去年同期约高 2 个百分点，而这主要归功于销售费用率的下降。
- **业绩预测及估值：**短期看好成本压力趋缓后毛利率的提升、竞争格局趋稳后公司盈利能力改善，中长期期待拟增发项目投产后公司业绩的加速增长，预计 11、12 年 Eps 为 1.05、1.18 元，给予 12 年 20 倍 PE，目标价 24 元，维持“增持”评级。

表 4：2011 年三季度乳制品板块收入和利润概况

	市值 2011-10-30	2011 年 1-3Q						2011 年 Q3(单季度)	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
伊利股份	335.2	292.0	24.1%	14.18	157.5%	30.3%	4.9%	16.9%	192.3%
贝因美	108.3	34.0	22.6%	2.70	3.0%	63.8%	7.9%	34.5%	7.0%
光明乳业	93.7	86.6	27.1%	1.60	21.2%	33.8%	1.9%	25.3%	22.2%
三元股份	58.9	22.8	16.0%	0.57	175.1%	22.0%	1.9%	18.0%	217.2%
皇氏乳业	36.8	3.8	32.6%	0.41	13.9%	38.0%	11.2%	49.2%	9.5%
乳制品合计	632.9	439.3	24.2%	19.5	114.0%	33.2%	4.5%	19.9%	139.9%

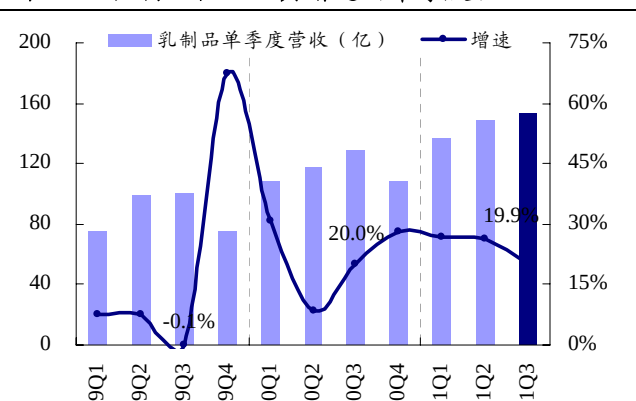
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 53：乳制品收入及其增速



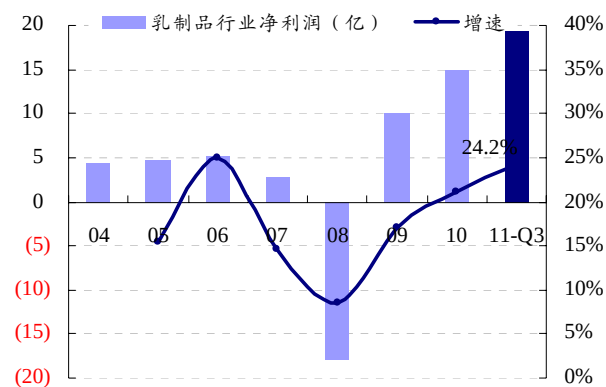
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 54：乳制品收入及其增速（单季度）



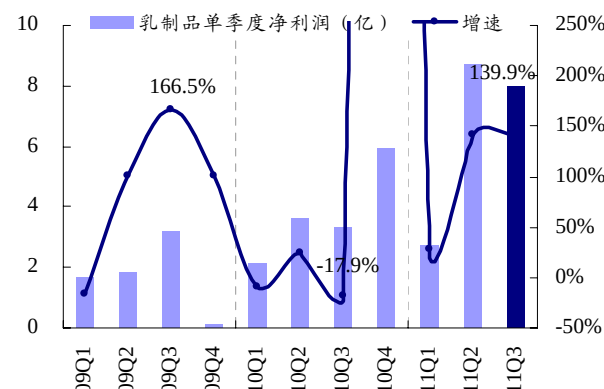
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 55: 乳制品净利润及其增速



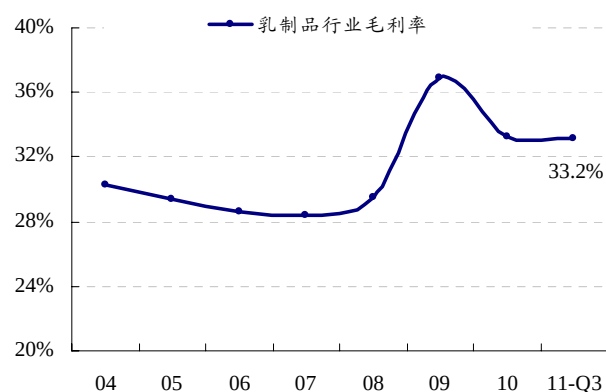
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 56: 乳制品净利润及其增速 (单季度)



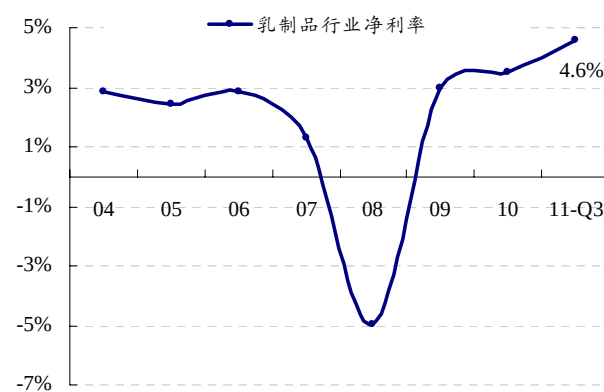
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 57: 乳制品毛利率



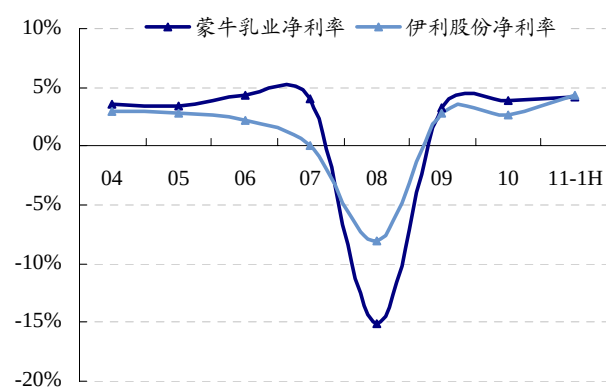
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 58: 乳制品净利率



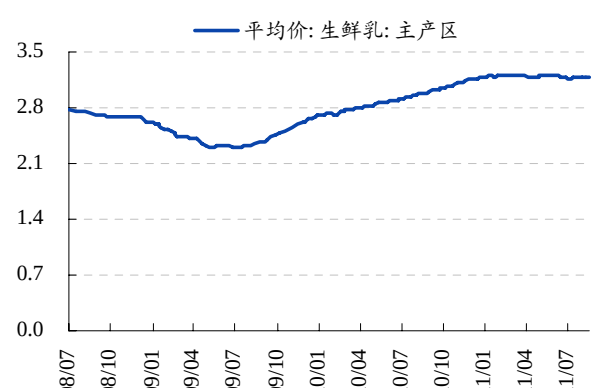
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 59: 伊利股份和蒙牛乳业净利率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 60: 原奶价格趋稳



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.5. 肉制品三季度单季度收入恢复增长

肉制品上市公司前三季度整体营业收入和净利润同比增长 0.3%、-51.7%；三季度单季度整体营业收入和净利润同比增长 11.2%、-1.8%，

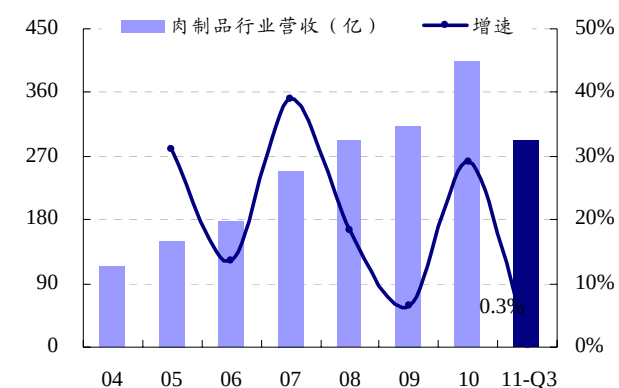
其中双汇发展单季度收入和净利润同比增长 11.1%、-34.6%，单季度收入恢复增长。我们认为瘦肉精事件对销售的负面影响已经基本消散，四季度是肉制品消费旺季，预期收入仍可保持增长。

表 5：2011 年三季度肉制品板块收入和利润概况

	市值 2011-10-30	2011 年 1-3Q						2011 年 Q3(单季度)	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
双汇发展	450.9	261.7	0.0%	2.78	-65.7%	7.2%	1.3%	11.1%	-34.6%
得利斯	32.8	14.4	35.3%	0.44	9.2%	10.2%	3.0%	32.7%	5.5%
金字火腿	23.8	1.3	5.8%	0.38	10.9%	43.5%	30.0%	0.4%	4.4%
高金食品	15.0	14.4	3.3%	0.21	154.3%	3.2%	2.2%	26.0%	523.3%
肉制品合计	522.4	291.8	0.3%	3.8	-51.7%	7.3%	1.5%	11.2%	-1.8%

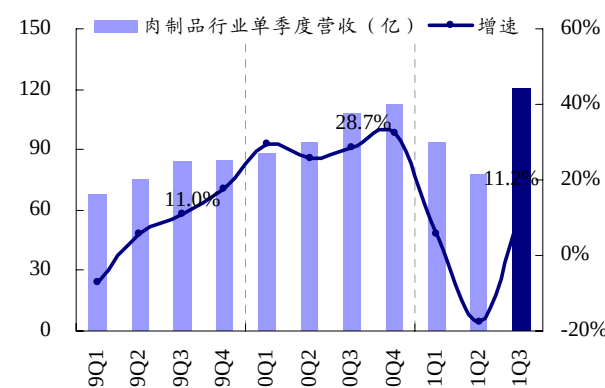
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 61：肉制品收入及其增速



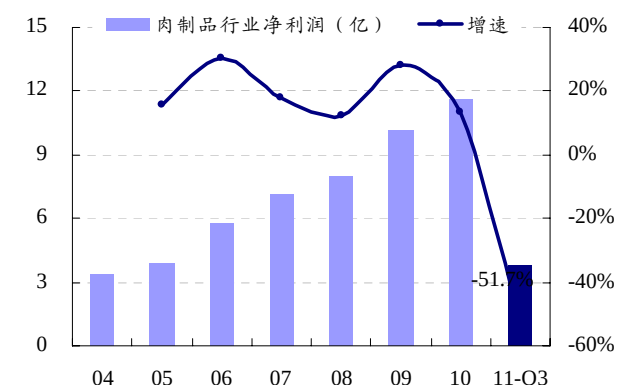
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 62：肉制品收入及其增速（单季度）



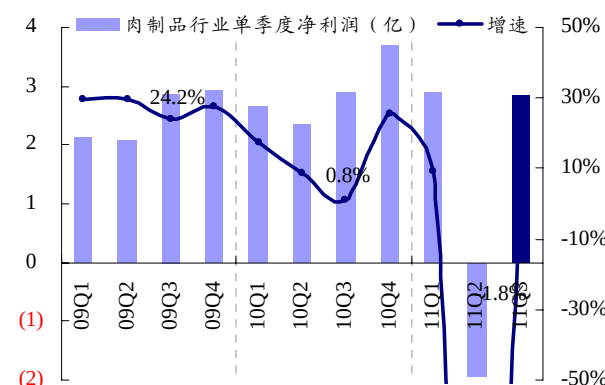
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 63：肉制品净利润及其增速



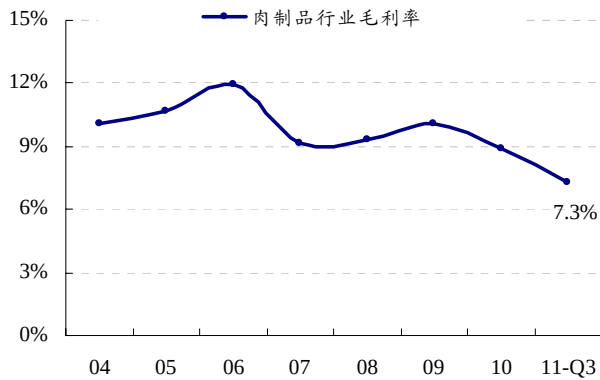
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 64：肉制品净利润及其增速（单季度）



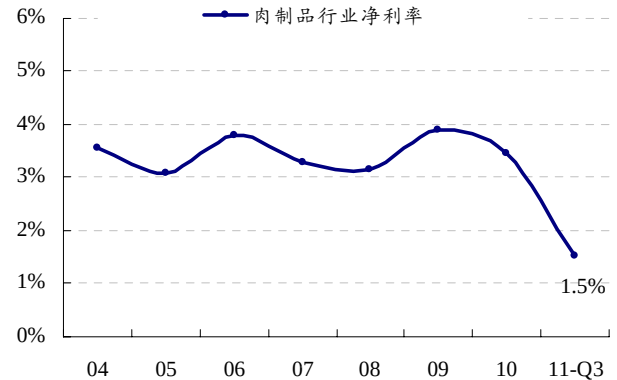
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 65: 肉制品毛利率



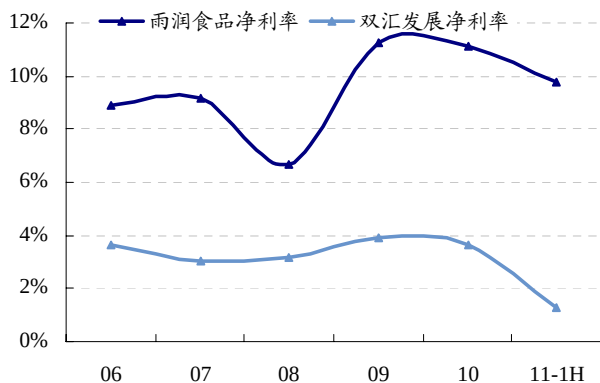
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 66: 肉制品净利率



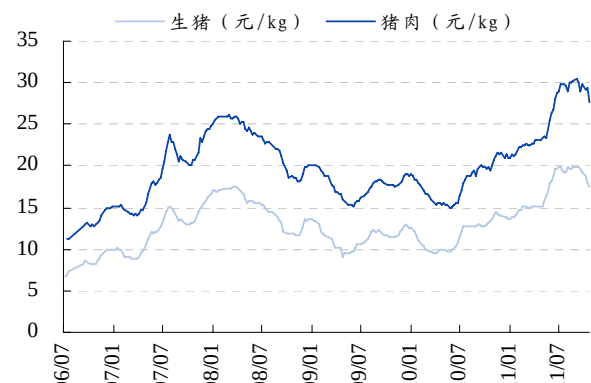
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 67: 雨润食品和双汇发展净利率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 68: 生猪和猪肉价格走势



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.6. 其他食品综合: 洽洽食品、三全食品表现良好

其他食品综合类上市公司三季度整体营业收入和净利润同比增长 22.2%、-30.9%; 三季度单季度整体营业收入和净利润同比增长 19.5%、-18.9%。

2.6.1. 三全食品: 旺季产能提升, 保障业绩增长

2011 年 1-9 月, 三全食品实现营业收入 18.8 亿元, 同比增长 40.8%, 营业利润 8600.1 万元, 同比增长 55.8%, 归属母公司净利润 9039.1 万元, 同比增长 38.5%, EPS 为 0.45 元。7-9 月为传统淡季, 公司营业收入 4.69 亿, 同比增 39.1%, EPS0.03 元, 同比降 40.8%。

- **成本压力导致毛利率趋缓:** 除了原材料成本高位外, 人工成本压力也在逐步显现, 导致 3 季度毛利率 34.3%, 比去年降 1.5 个百分点, 比中期降 0.9 个百分点。四季度旺季, 加通胀趋缓, 预计毛利率会有提升。
- **三季单季营业税金及附加、管理费用结算大幅增加:** 除营业成本增长 43.4%外, 7-9 月公司营业税金及附加增 91%, 管理费用增 77.2%、

资产减值损失增长 78.9%，导致单季净利同比下降 40.8%。

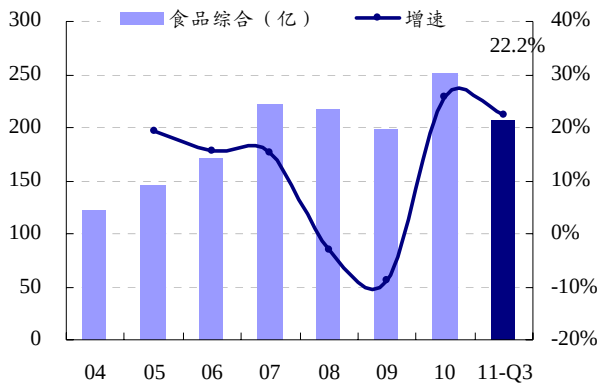
- **费用率整体下降：**三季度公司销售费用率、管理费用率分别为 25.3%、3.7%，分别比去年同期下降 2、0.4 个百分点，延续下降趋势。
- **成都 5 万吨产能开工，缓解旺季产能瓶颈：**成都 5 万吨产能已在 10 月投产，即四季度公司产能约可增长 23%，在缓解产能瓶颈的同时，也将保障四季度旺季收入增速。
- **业绩预测及估值：**明后两年，三全二期 15 万吨、太仓 7 万吨、天津 9 万吨产能将陆续投产，预计 11-13 年 EPS 0.85、1.17、1.63 元，给予 12 年 35 倍 PE，目标价 41 元，增持。

表 6：2011 年三季度其他食品综合收入和利润概况

	市值 2011-10-30	2011 年 1-3Q						2011 年 Q3(单季度)	
		收入 (亿)	收入 YOY	净利润 (亿)	净利 YOY	毛利率	净利率	收入 YOY	净利 YOY
恒顺醋业	15.8	7.5	20.8%	0.02	-89.2%	29.4%	0.1%	42.0%	-662.5%
*ST 南方	17.1	3.8	42.2%	0.09	-94.2%	36.7%	2.0%	35.8%	-552.3%
佳隆股份	21.0	1.9	5.3%	0.35	-8.9%	38.3%	18.3%	5.2%	-32.9%
晨光生物	23.5	8.0	95.7%	0.56	19.3%	15.3%	6.9%	90.1%	17.5%
国投中鲁	25.8	9.4	83.2%	0.52	244.7%	25.6%	8.3%	62.6%	353.8%
深深宝 A	25.8	2.2	33.3%	0.32	242.5%	19.9%	15.8%	19.2%	785.2%
涪陵榨菜	25.8	5.3	21.2%	0.67	28.9%	34.4%	12.7%	18.2%	36.7%
双塔食品	28.8	4.1	56.4%	0.49	46.6%	20.4%	11.9%	36.2%	45.1%
上海梅林	35.2	16.7	16.7%	0.18	385.7%	7.9%	0.1%	5.5%	1151.6%
好想你	37.9	5.4	19.2%	0.78	8.4%	26.0%	14.4%	2.7%	5.6%
黑牛食品	39.0	5.8	23.2%	0.71	16.0%	35.4%	12.3%	34.1%	11.6%
海南椰岛	41.1	8.4	-15.7%	0.03	-98.6%	16.0%	0.3%	-53.5%	-100.2%
金枫酒业	42.9	6.9	4.5%	0.89	-5.9%	54.7%	12.9%	14.9%	-18.0%
莲花味精	44.6	21.7	15.9%	-2.33	-267.7%	0.0%	-10.9%	19.1%	-102.6%
承德露露	62.8	13.9	-1.9%	1.46	-2.7%	33.6%	10.4%	-2.1%	34.2%
洽洽食品	63.1	19.0	32.5%	1.36	32.5%	26.5%	7.5%	32.3%	55.7%
三全食品	72.3	18.8	40.8%	0.90	38.5%	34.3%	4.8%	39.1%	-40.8%
古越龙山	72.9	9.2	30.3%	1.27	55.2%	39.4%	13.9%	29.4%	43.2%
维维股份	90.8	39.5	17.6%	1.32	-4.8%	27.9%	4.2%	32.9%	-45.9%
食品综合合计	786.1	207.5	22.2%	9.6	-30.9%	24.9%	4.8%	19.5%	-18.9%

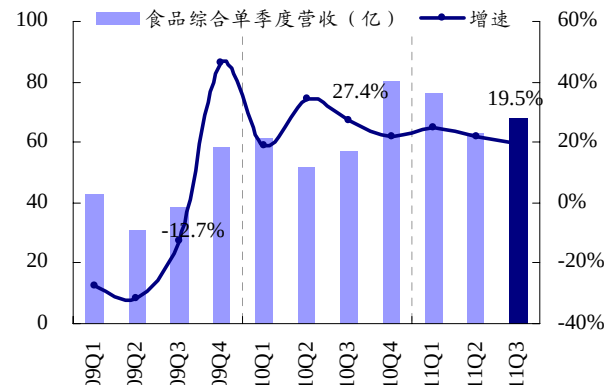
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 69: 其他食品综合收入及其增速



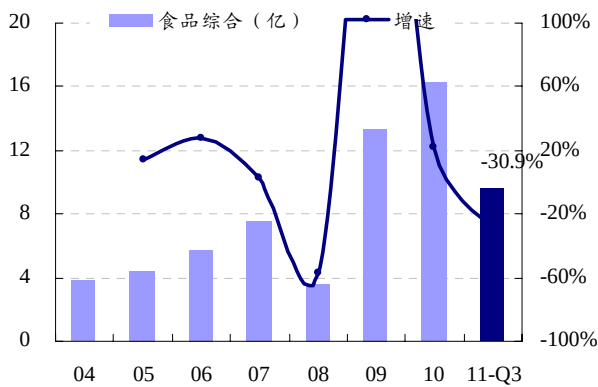
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 70: 其他食品综合收入及其增速 (单季度)



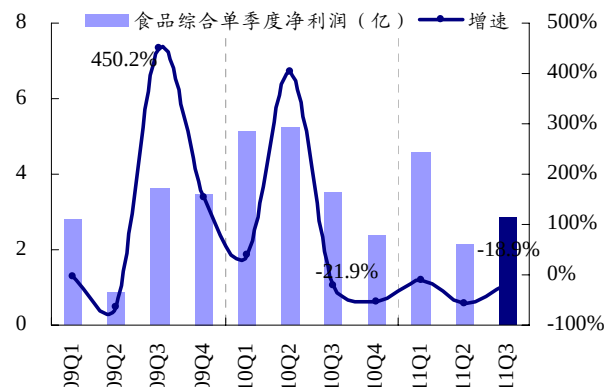
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 71: 其他食品综合净利润及其增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 72: 其他食品综合净利润及其增速 (单季度)

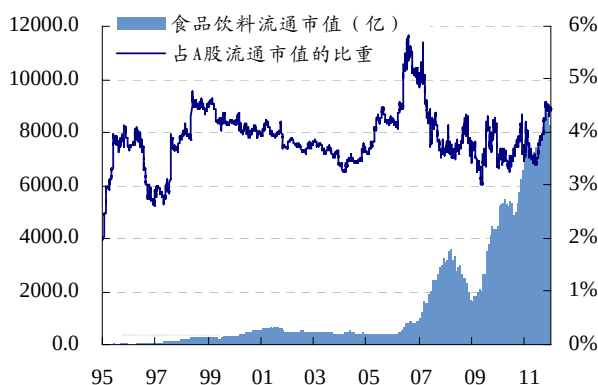


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

3. 基金持仓: 基金持仓环比再升

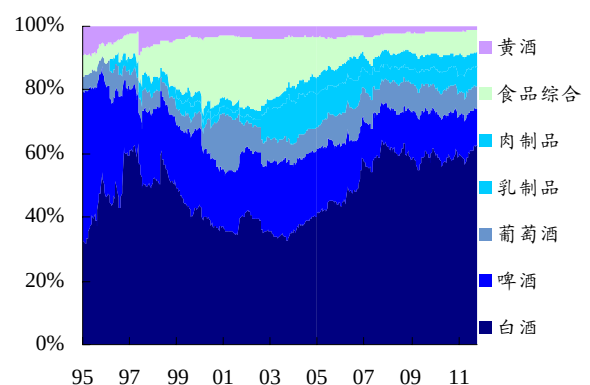
95 年 A 股食品饮料板块的总市值仅 79 亿, 当前食品饮料板块的总市值接近 10,000 亿, 增长 121 倍, 而同期 A 股总市值仅增长 69 倍。2011 年以来, 食品饮料流通市值占 A 股流通市值比重不断上升, 目前食品饮料流通市值在 A 股流通市值的占比约为 4.4%。

图 73: 食品饮料总市值显著上升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 74: 07 年以来食品饮料子行业市值占比稳定



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

3.1. 估值：食品饮料中的大众消费品长期享受估值溢价

我们简单地把食品饮料板块分为三大类：高档消费品（包括白酒、葡萄酒公司）、大众消费品（包括乳制品、肉制品、啤酒等）和其它食品综合（除去上述公司的部分）。对比他们的历史 PE（计算方法：TTM/整体法/剔除负值），我们发现：长期来看，他们的估值水平服从其它食品综合>大众消费品>高档消费品的规律，其它食品综合由于盈利甚微，估值长期维持高位，而大众消费品相比高档消费品则长期享有估值溢价。

图 75：高档消费品历史 PE 走势图



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 76：大众消费品历史 PE 走势图



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 77：其它食品综合历史 PE 走势图



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 78：大众消费品与高档消费品的相对 PE

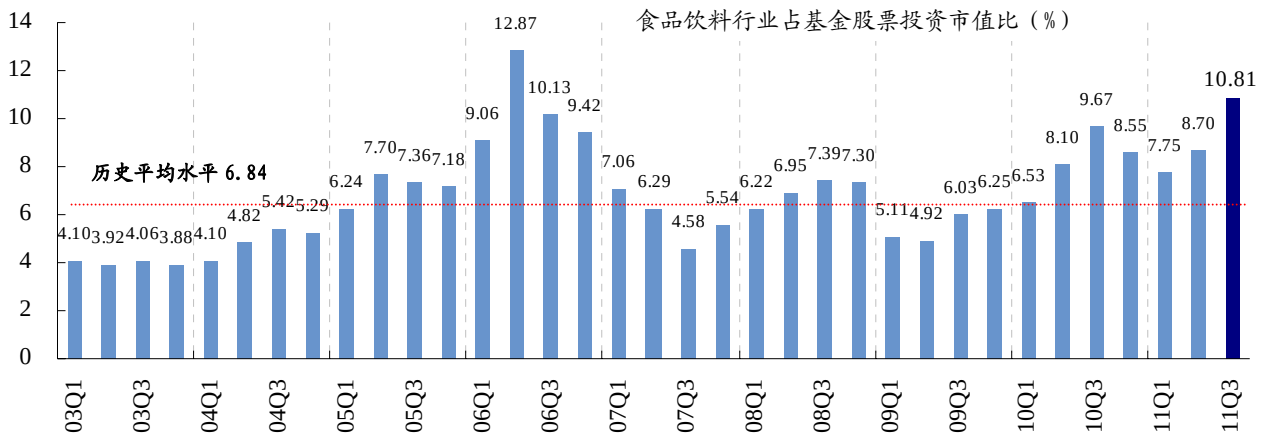


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3.2. 机构持仓比：今年食品饮料持续处于超配状态

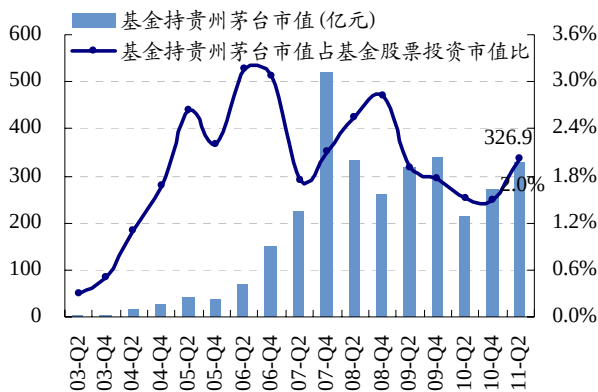
今年前三个季度食品饮料在基金股票投资市值的占比均超过历史平均水平，第三季度的占比还创下近 5 年新高，达到 10.81%。三季报显示基金重仓持有贵州茅台和五粮液市值占基金股票投资市值的比例分别位列 A 股第一和第三。（注：全部持股的统计口径是基金资产组合里的全部股票，仅在基金中报和年报中披露；重仓持股的统计口径是基金资产组合里排名前十的股票，在基金季报、中报和年报中各有披露）

图 79：今年食品饮料持续处于超配状态



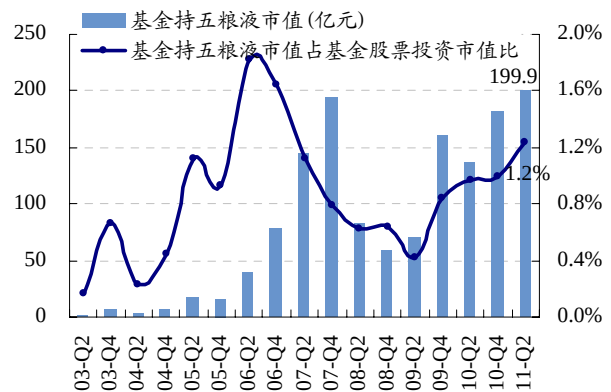
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 80：基金持有贵州茅台市值及占比（全部持股）



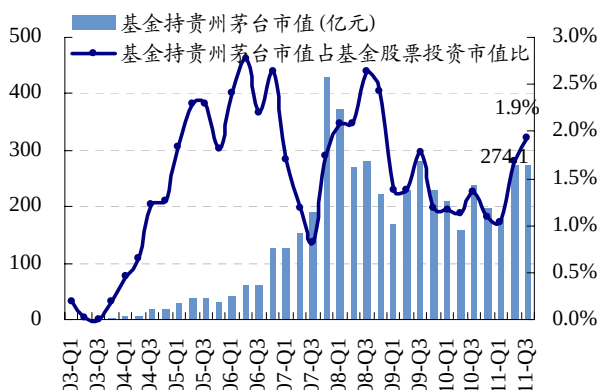
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 81：基金持有五粮液市值及占比（全部持股）



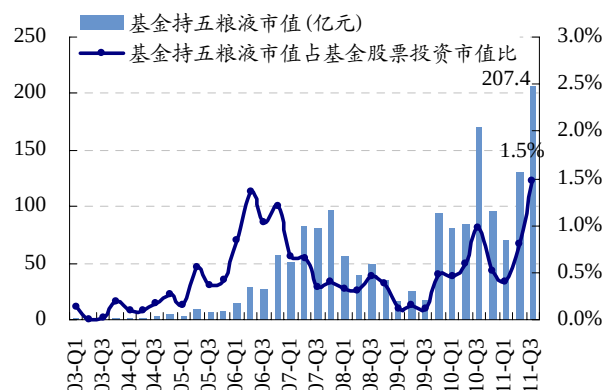
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 82：基金持有贵州茅台市值及占比（重仓持股）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 83：基金持有五粮液市值及占比（重仓持股）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4. 行业观点和投资建议

行业观点：一线白酒、葡萄酒仍是 A 股中难得的增长快、确定性高、估值低的品种。白酒景气持续，高档酒竞争相对缓和，一线白酒 2012 年 40% 以上利润增长相对确定，重点二线白酒今明两年基本也能够维持收入 30%-50%、净利润 50%-80% 的增长。葡萄酒行业仍在成长期，我们认为未来 3 年国内葡萄酒产销量仍能保持 15-20% 的增速，是个值得投资的行业。啤酒三季度销售压力较大，需要等待成本下降后业绩的回升，我们也将密切关注啤酒的价格走势。乳制品行业竞争趋缓，关注费用率下降后盈利能力的改善。

投资建议：从三季报业绩看，食品饮料行业整体业绩增长仍然很好，我们对明年的稳定增长也有信心，长期继续看好。但在前期高相对收益、基金高持仓的背景下，短期板块缺乏催化剂，上涨动力不足，因此四季度板块窄幅震荡概率较高，市场趋势将决定板块相对收益水平。预计四季度 CPI 逐步回落，期待大众品成本回落后投资机会。逐步加大大众品配置比例。推荐排序：五粮液、贵州茅台、张裕 A、泸州老窖、山西汾酒、古井贡、青岛啤酒、双汇发展、伊利股份。

5. 附录：重点公司盈利预测表

表 7：重点公司盈利预测表（截止日期：2011-11-07）

	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	2,128	4.87	7.58	10.97	50%	42.1	27.0	18.7	18.3	0.5	增持
五粮液	1,428	1.16	1.66	2.33	42%	32.5	22.7	16.1	9.2	0.5	增持
泸州老窖	583	1.58	2.05	2.66	30%	26.4	20.4	15.7	10.8	0.7	增持
洋河股份	1,333	2.45	4.40	6.67	65%	60.4	33.7	22.2	17.5	0.5	增持
山西汾酒	295	1.14	1.85	2.76	55%	59.7	36.8	24.7	9.8	0.7	增持
古井贡酒	227	1.25	2.40	3.92	77%	72.2	37.5	23.0	12.1	0.5	增持
金种子酒	106	0.30	0.70	1.10	90%	62.6	27.2	17.3	7.7	0.3	增持
水井坊	110	0.48	0.61	0.73	23%	46.7	36.9	30.8	6.0	1.6	谨慎增持
伊力特	49	0.30	0.39	0.57	37%	36.7	28.6	19.6	4.5	0.8	增持
双汇发展	443	1.80	0.73	3.01	29%	40.7	100.2	24.3	1.2	3.4	增持
张裕 A	601	2.72	3.75	4.97	35%	41.9	30.4	22.9	12.1	0.9	增持
伊利股份	327	0.49	1.05	1.18	56%	42.0	19.5	17.3	1.1	0.3	增持
承德露露	62	0.49	0.59	0.75	24%	34.9	28.9	22.7	3.4	1.2	谨慎增持
青岛啤酒	453	1.13	1.32	1.66	21%	29.8	25.4	20.2	2.3	1.2	增持
燕京啤酒	187	0.64	0.71	0.92	20%	24.2	21.7	16.8	1.8	1.1	增持
恒顺醋业	16	0.25	0.30	0.45	34%	48.9	40.8	27.2	1.4	1.2	谨慎增持
三全食品	72	0.61	0.85	1.17	38%	58.0	41.9	30.4	3.7	1.1	谨慎增持
洽洽食品	62	0.59	0.71	0.96	28%	40.6	33.4	24.7	2.9	1.2	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

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

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

蒋丽丝 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111080244

电话: 021-38674873

邮箱: jianglisi010355@gtjas.com

张楷滢 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准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

	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。	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
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。	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		