

食品饮料

2012.02.20

白酒盈收增速创新高 啤酒提价能力初显

——2011 年食品饮料行业经济效益数据点评

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
编号 S0880511010015

本报告导读：

2011 年食品饮料经济效益整体偏好：白酒行业增速创多年新高，葡萄酒增速略有下滑，量价齐升推动啤酒收入增长，乳品和肉制品加工行业盈利能力均有所提高。

摘要：

- **白酒继产量创新高之后，收入和利润也创历史新高：**2011 全年白酒行业收入增 40%、利润增 52%、产量增 31%，收入和产量增速均创历年新高。吨酒价增 7%，行业毛利率和税前利润率均呈上升趋势，提价和产品升级成为主旋律。高增长势头有望在 2012 一季度得到延续，我们继续建议一季报前适当加仓。
- **葡萄酒收入利润均维持两位数增长，但增速略降：**2011 全年葡萄酒行业收入增 21%、利润增 14%、产量增 13%，收入和利润增速略降。进口酒中瓶装酒占比上升推动进口吨酒价上涨 27%，而国产吨酒价仅上涨 7%。目前我国葡萄酒普及率大幅上升的情况下，无需过度担忧经济下行对行业的影响，继续建议坚定持有龙头公司张裕。
- **啤酒提价能力初显，量价齐升推动收入增速创新高：**2011 年全年啤酒行业收入增 23%、利润增 14%、产量增 11%，吨酒价增 11%，产量增速自 07 年以来首次突破两位数增长，量价齐升使得行业收入增速和吨酒价均创 02 年以来的新高，但成本压力使得利润增速低于收入增速。我们了解部分公司 2012 年农业年度大麦采购价格为 300 美元/吨，同比下降约 15%，预计 2012 年成本压力将有所缓解。
- **乳品行业收入平稳增长，盈利能力显著提高：**2011 年全年乳品行业收入增 22%、增长平稳；利润增 35%，增速同比上升 25 个百分点，这主要得益于行业盈利能力的提高，税前利润率同比上升 1.3 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，净利率逐步提升的时期。
- **屠宰及肉制品加工行业瘦肉精影响逐渐消除，收入利润保持高增长：**2011 年全年行业收入 9304 亿、利润 493 亿，同比增 33%、40%，我们认为产品价格上涨以及工业化程度提高是业绩增长的主要推动力。在不发生重大疫情的情况下，2012 年整体上猪肉价格将呈现前高后低的走势，预计 2012 年全年猪肉均价大致与 2011 年持平。
- **投资策略：1）一季报前可适当加仓，尤其是白酒子板块：**结合白酒行业经济效益数据以及各上市公司业绩预告的情况来看，白酒行业高增长势头有望在 2012 年一季度得到延续，有望驱动板块估值的修复行情，建议适当加仓。2）**预计白酒板块上涨的传导途径为三线——二线——一线白酒，建议目前时点和价位增持二线和一线品种：**古井贡、洋河股份、山西汾酒、五粮液、贵州茅台、泸州老窖。短期三线白酒已经大幅上涨，在估值比价效应以及一季报业绩也大幅增长的刺激下，二线、一线白酒也会有较好的表现。3）**建议 2012 继续提高大众品配置比例。**我们一直认为白酒行业到 2013 年或迎来销量高点，那么稳定增长的大众品增速会相对上升，从而加大投资吸引力。4）**近期重点推荐：**五粮液/贵州茅台/伊利股份/张裕 A。

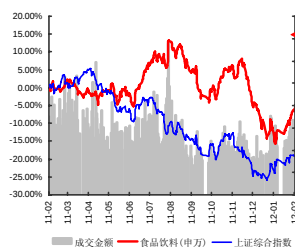
请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**
上次评级：**增持**

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

2011.02.15-2012.02.15:



带格式表格

相关报告

食品饮料：《耐心持有 一季报前可适当加仓》	2012.02.13
食品饮料：《震荡中翘首一季报行情》	2012.02.06
食品饮料：《白酒全年产量及增速均创新高》	2012.02.01
食品饮料：《调整逐步到位 季报行情可期》	2012.01.31
食品饮料：《十二五规划 利于大众品长远发展》	2012.01.19

目录

1. 白酒：行业业绩喜人，产品升级成主旋律	3
2. 葡萄酒：收入利润维持增长，但增速略有下滑	4
3. 啤酒：收入增速创新高，提价能力初显	7
4. 乳品：税前净利率大幅提升至 6.4%	8
5. 屠宰及肉类加工：瘦肉精影响逐渐消除	9
6. 近期观点：一季报前可考虑适当加仓食品饮料	11
7. 附录：重点公司盈利预测表	12
图 1：白酒行业收入及增速	3
图 2：白酒行业利润及增速	3
图 3：白酒行业税前利润率和毛利率	4
图 4：白酒吨酒价格及增速	4
图 5：历年白酒行业产量及增速	4
图 6：2011 年白酒单月产量及增速	4
图 7：葡萄酒行业收入及增速	5
图 8：葡萄酒行业利润及增速	5
图 9：葡萄酒行业税前利润率和毛利率	5
图 10：历年葡萄酒行业产量及增速	5
图 11：葡萄酒吨酒价格及增速	6
图 12：进口葡萄酒吨酒价及增速	6
图 13：进口葡萄酒产量占比	6
图 14：瓶装葡萄酒和桶装葡萄酒进口占比	6
图 15：瓶装和桶装葡萄酒进口累计量及增速	6
图 16：瓶装和桶装葡萄酒进口单价及增速	6
图 17：啤酒行业收入及增速	7
图 18：啤酒行业利润及增速	7
图 19：啤酒行业税前利润率和毛利率	7
图 20：啤酒吨酒价格及增速	7
图 21：历年啤酒行业产量及增速	8
图 22：2011 年啤酒单月产量及增速	8
图 23：大麦进口数量和进口均价	8
图 24：加拿大大麦现货价	8
图 25：乳品行业收入及增速	9
图 26：乳品行业利润及增速	9
图 27：乳品行业税前利润率和毛利率	9
图 28：液体乳产量及其增速	9
图 29：屠宰及肉制品加工收入及增速	10
图 30：屠宰及肉制品加工利润及增速	10
图 31：屠宰及肉制品加工税前利润率和毛利率	10
图 32：生猪及猪肉价格	10
图 33：全国生猪存栏量	10
图 34：全国能繁母猪存栏量	10
表 1：重点公司盈利预测表（截止日期：2012-02-15）	12

1. 白酒：行业业绩喜人，产品升级成主旋律

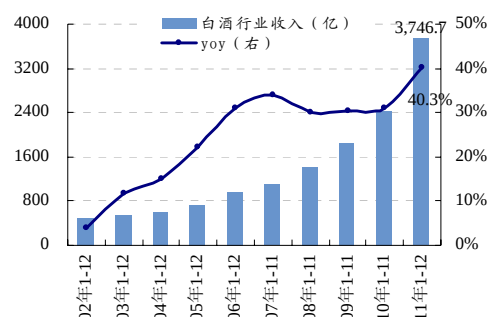
期待一季报行情，建议季报前适当加仓：2011 年白酒行业的收入、利润和产量均创下历年新高，销量增长 31%、收入增长 40%、利润增长 51%，收入增速和产量增速也创下新高。2011 年白酒行业各项数据都让我们喜出望外，这在白酒 14 家上市公司的业绩中也得到充分体现。目前行业已有 11 家公司公布了业绩预增或者快报，平均利润增速 80-90%，考虑未披露业绩的洋河（三季度预增 70-90%）、泸州老窖、水井坊，预计平均利润增速 70-80%，这种高增长势头有望在 2012 年一季度得到延续。目前白酒行业市值约为 6000 亿，在食品饮料的占比已经超过 60%，基于行业收入和利润增速依然较快、2012 年全行业平均市盈率 18 倍的估值水平，我们仍然继续推荐白酒板块，在春节后的几期周报中我们也明确提出会有一季度报行情，建议季报前适当加仓。

白酒行业喜报频传，继产量创新高之后，收入和利润也创历史新高：2011 年 1-12 月白酒行业收入总计 3746.7 亿元，同比增长 40.3%，增速比去年同期上升 9.2 个百分点；利润总额为 571.6 亿元，同比增长 51.9%，增速比去年同期上升 17.9 个百分点。白酒行业收入增速创 02 年以来的历史新高，利润增速也仅次于 2007 年。

吨酒价格持续上升，提价和产品升级成为行业的主旋律：2011 年 1-12 月白酒行业毛利率为 34.6%，比去年同期上升 2.8 个百分点；税前利润率为 15.3%，比去年同期上升 2.1 个百分点；吨酒价为 3.7 万元/吨，同比增长 7.3%，增速比去年同期上升 4 个百分点。吨酒价格和盈利能力的上升主要得益于产品提价和结构升级。

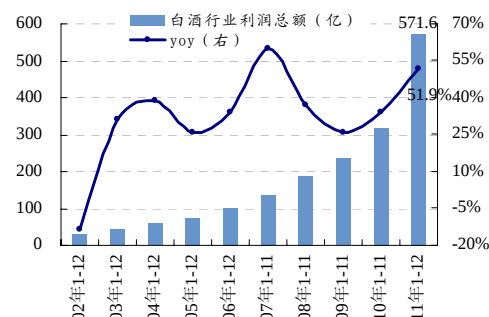
长期来看白酒行业向品牌企业集中和产品升级的趋势仍将持续：我们认为白酒行业持续高增长主要是因为：1）城镇化进程的推进和居民收入的增加形成中高端白酒消费的基础；2）白酒企业通过提价和产品结构升级，使得行业吨酒价格持续上升。这也是近年来一二线白酒业绩抢眼的本质原因。当然如此高速增长速度从长期看是难以持续的，但白酒行业向品牌企业集中和产品升级的趋势预计仍将继续。

图 1：白酒行业收入及增速



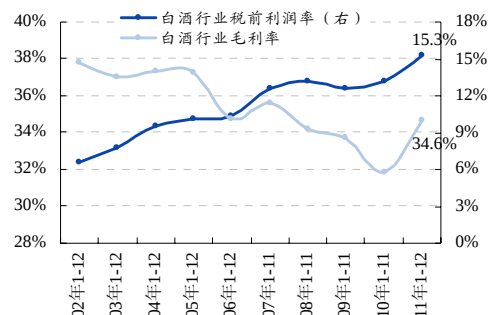
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：白酒行业利润及增速



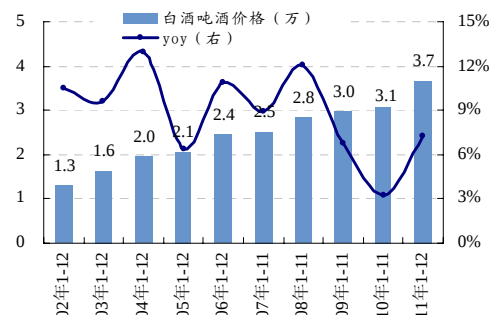
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 3: 白酒行业税前利润率和毛利率



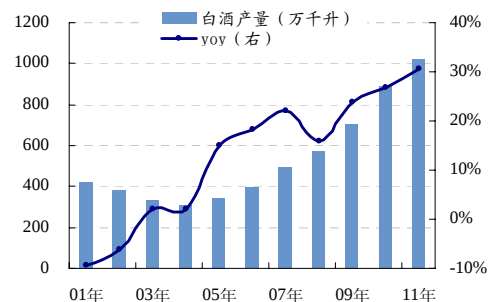
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 白酒吨酒价格及增速



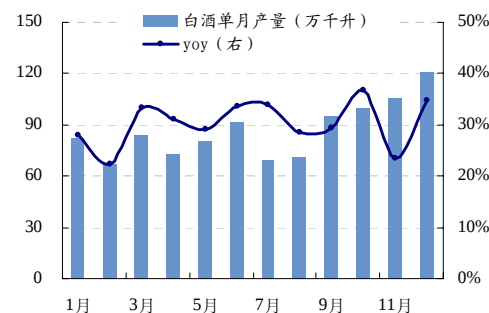
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 5: 历年白酒行业产量及增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 6: 2011 年白酒单月产量及增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2. 葡萄酒: 收入利润维持增长, 但增速略有下滑

勿需过度担忧经济下行对行业的影响, 坚定持有龙头张裕: 2011 年葡萄酒收入、利润均持续增长, 但是增速略有下滑, 产量增速为 13%, 比去年高 0.6 个百分点。我们在周报第 33 期《震荡中翘首一季报行情》的习旧“图”新中也探讨了经济周期对葡萄酒消费的影响, 我们认为葡萄酒销量增速受经济周期和所处行业生命周期的双重影响, 在行业进入成熟期前, 与经济波动的相关性不高。我国葡萄酒行业远未进入成熟期, 根据美、日经验, 除非经济发生剧烈波动, 否则葡萄酒消费量的增减更多取决于其普及进程。在我国葡萄酒普及率大幅上升情况下, 勿需过度担忧经济下行对行业的影响, 继续建议坚定持有龙头公司张裕。

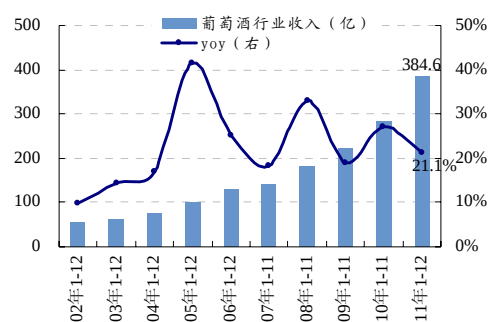
葡萄酒收入利润维持两位数增长, 但增速放缓: 2011 年 1-12 月葡萄酒行业收入总计 384.6 亿元, 同比增长 21.1%, 增速比去年同期下降 5.8 个百分点; 利润总额为 50.7 亿元, 同比增长 14.0%, 增速比去年同期下降 7.1 个百分点。毛利率为 30.5%, 税前利润率为 13.2%, 吨酒价为 3.3 万元/吨, 同比增长 7.2%, 增速比去年同期下降 4.3 个百分点。

在去年张裕等提价后，预计今年再继续提价的可能性不大，加之预期今年产量增长可能也不会很好，故收入和利润增速可能有所放缓。

瓶装葡萄酒进口占比上升推动进口酒吨酒价格上涨：2011 年瓶装葡萄酒均价为 5289 美元/吨，桶装葡萄酒均价为 1026 美元/吨，而瓶装葡萄酒占比由 2010 年的 52% 上升至 2011 年的 65%，所以 2011 年进口葡萄酒吨酒价格比去年同期上涨 27.4%。同时进口葡萄酒占国产葡萄酒的比重呈逐年上升趋势，2011 年占比为 25.3%。

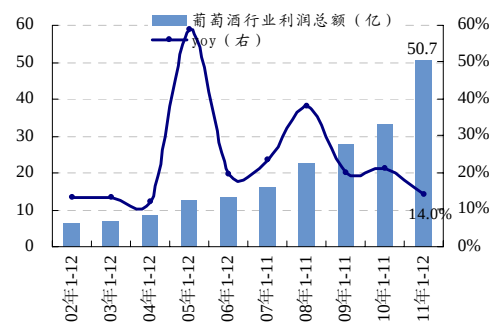
未来进口酒占比仍会上升，国产酒和进口酒共生共增。由于 05 年我国葡萄酒进口关税大幅下调、海外葡萄酒产能普遍过剩以及国人对西方葡萄酒文化崇拜等原因，我们判断未来进口酒的占比仍将持续上升，但进口葡萄酒主要以低端和超高端为主，和国产葡萄酒在价格上形成错位竞争，在目前国内葡萄酒消费还处于快速发展的情况下，二者将共生共增。

图 7：葡萄酒行业收入及增速



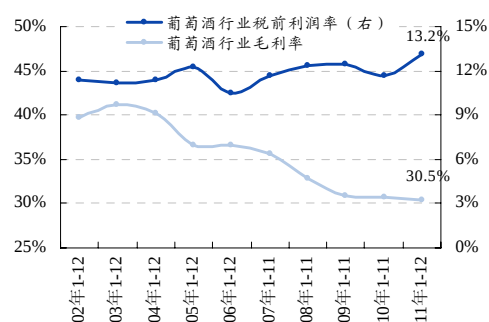
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 8：葡萄酒行业利润及增速



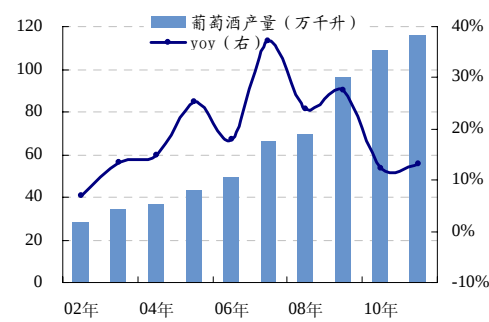
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 9：葡萄酒行业税前利润率和毛利率



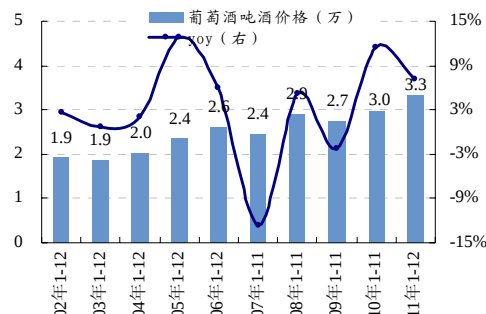
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 10：国产葡萄酒产量及增速



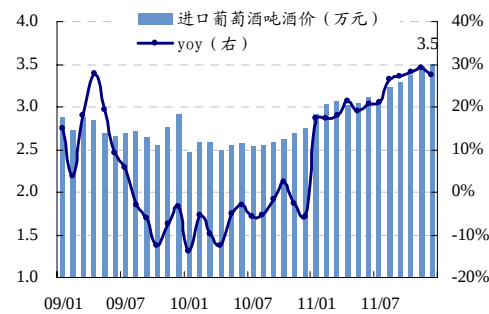
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 11: 葡萄酒吨酒价格及增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 12: 进口葡萄酒吨酒价及增速



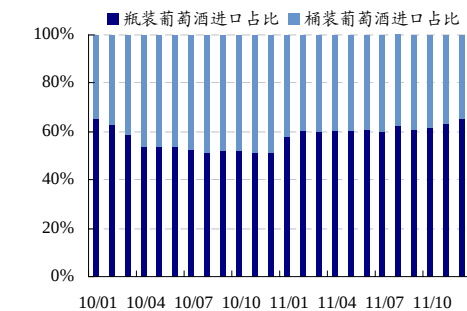
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 13: 进口葡萄酒产量占比



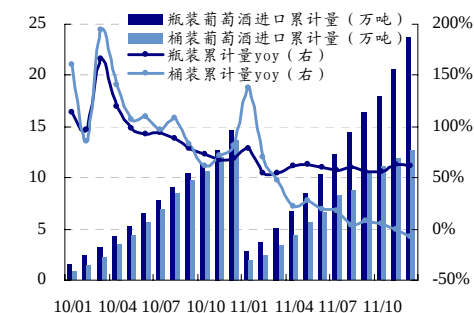
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 14: 瓶装葡萄酒和桶装葡萄酒进口占比



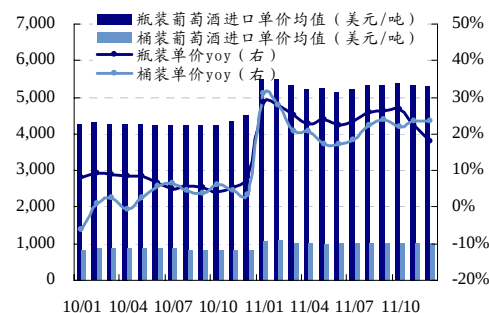
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究, 注: 瓶装为装入 2 升及以下容器的鲜葡萄酿造的酒, 桶装为装入 2 升以上容器的鲜葡萄酿造的酒

图 15: 瓶装和桶装葡萄酒进口累计量及增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究, 注: 瓶装为装入 2 升及以下容器的鲜葡萄酿造的酒, 桶装为装入 2 升以上容器的鲜葡萄酿造的酒

图 16: 瓶装和桶装葡萄酒进口单价及增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究, 注: 瓶装为装入 2 升及以下容器的鲜葡萄酿造的酒, 桶装为装入 2 升以上容器的鲜葡萄酿造的酒

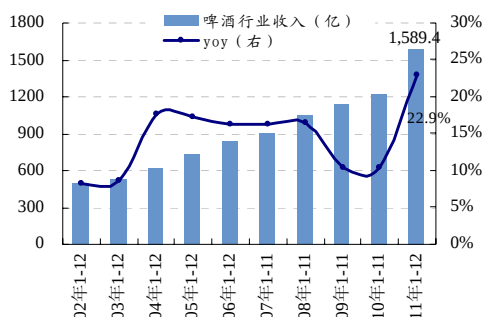
3. 啤酒：收入增速创新高，提价能力初显

量价提升推动收入增速创新高：2011 年啤酒产量增速为 10.7%，这是 07 年以来首次突破两位数增长，同时吨酒价也创下历年新高，量价齐升推动行业收入达 1589.4 亿元，同比增长 22.9%，增速为 02 年以来的最高水平。

啤酒提价能力初显：年初行业内几家大啤酒企业都有不同程度的提价，提价效应直接体现在吨酒价格的上涨上，2011 年啤酒吨酒价为 0.32 万元/吨，创下历年新高，同比增长 11.0%。啤酒是同质性较强的产品，对下游终端客户的溢价能力较弱，2011 年啤酒行业在提价后仍能实现产量的高速增长，说明啤酒行业的提价能力正在凸显。

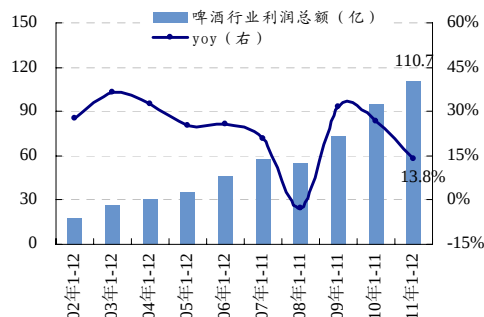
2011 年成本压力较大，预计 2012 年成本略降。成本压力使得啤酒行业利润增速远低于收入增速，2011 年全年利润增速为 13.8%，增速比去年同期下降 13.1 个百分点；毛利率为 29.2%，同比下降 2.0 个百分点；税前利润率为 7.0%，同比下降 0.8 个百分点。2011 年进口大麦均价约为 340 美元/吨，较去年上升 48%，成本压力较大。目前我们了解的情况，部分公司 2012 年农业年度的大麦采购价格为 300 美元/吨，较上一年度下降 15% 左右，预计 2012 年成本压力将有所缓解。

图 17：啤酒行业收入及增速



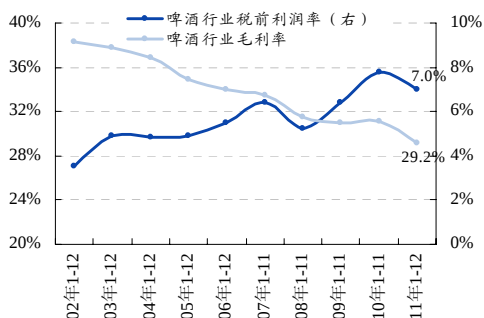
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 18：啤酒行业利润及增速



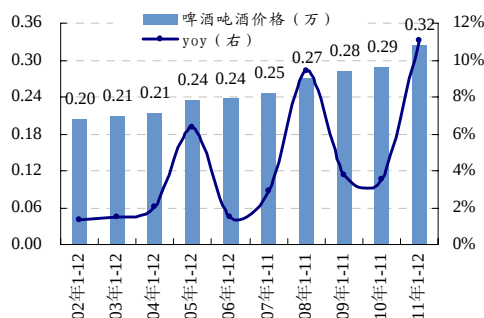
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 19：啤酒行业税前利润率和毛利率



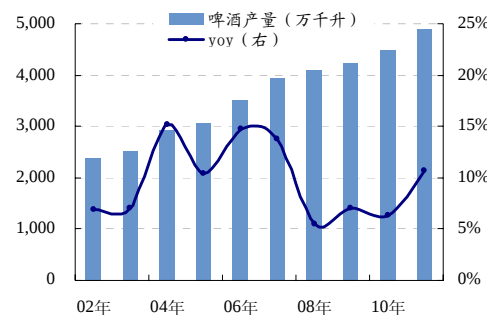
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 20：啤酒吨酒价格及增速



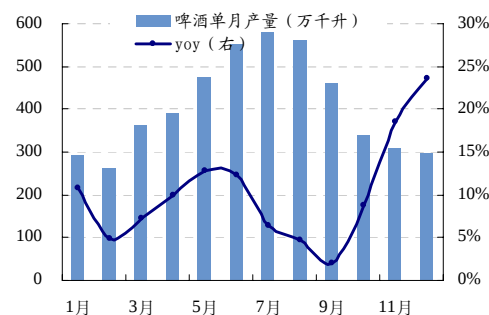
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 21: 历年啤酒行业产量及增速



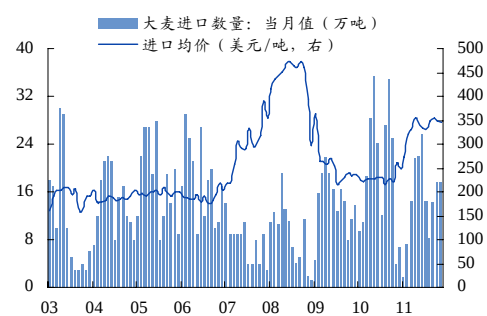
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 22: 2011 年啤酒单月产量及增速



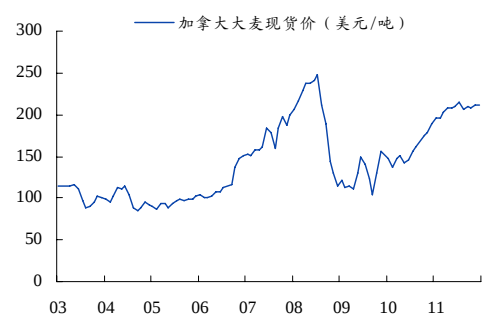
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 23: 大麦进口数量和进口均价



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 24: 加拿大大麦现货价



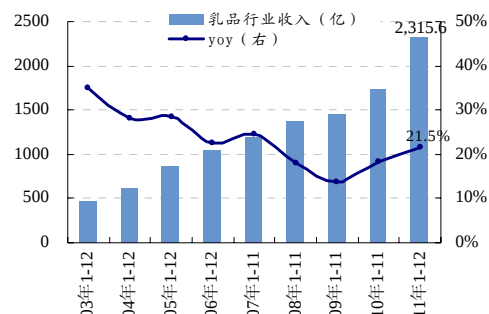
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

4. 乳品: 税前净利率大幅提升至 6.4%

行业基本面向好，利润增速同比上升 24.5 个百分点：2011 年 1-12 月液体乳及乳制品制造行业收入总计 2315.6 亿元，同比增长 21.5%，增速比去年同期上升 3.2 个百分点；利润总额为 148.9 亿元，同比增长 34.7%，增速比去年同期上升 24.5 个百分点。

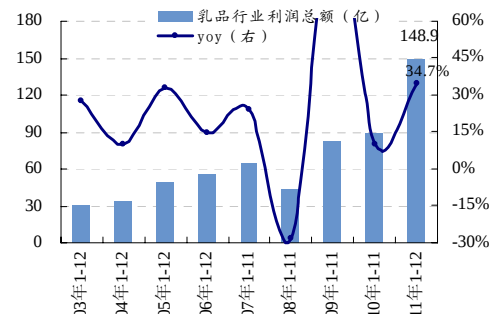
行业已经进入平稳发展期，但稳定的竞争格局和龙头公司的规模效应将长期推动行业盈利能力的提高。我们曾在 2012 年年度策略报告《保民生促消费，长看黄金十年》中假设十年内中国人均乳品消费达到 38kg/人（为我国最高收入层对乳制品的需求），测算得行业复合增速为 12%，2011 年液体乳行业产量的平均增速为 13%，与我们预测的情况基本相符，这意味着乳制品行业已进入平稳发展阶段。但是目前行业竞争格局稳定，龙头公司规模效应正逐渐显现，未来将是行业费用率下行、净利率逐步提升的时期。2011 年行业税前利润率同比上升 1.3 个百分点至 6.4%，盈利能力创十年新高。

图 25: 乳品行业收入及增速



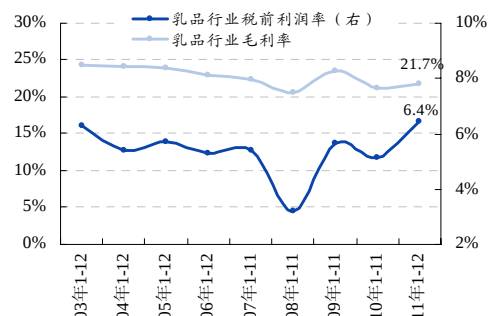
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 26: 乳品行业利润及增速



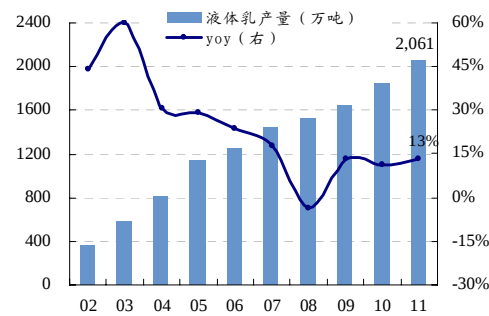
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 27: 乳品行业税前利润率和毛利率



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 28: 液体乳产量及其增速



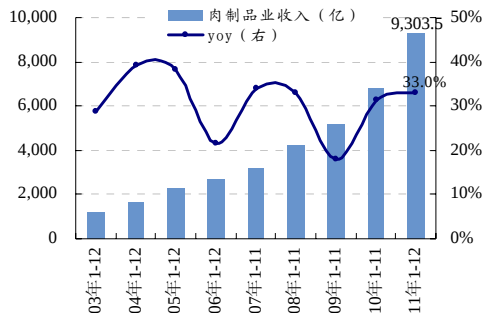
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

5. 屠宰及肉类加工: 瘦肉精影响逐渐消除

行业收入利润保持高速增长, 盈利能力略有提高, 产品价格上涨以及工业化程度提高是主要推动力: 年初“瘦肉精”事件在经过妥善及时地处理后, 并未对行业造成致命性的打击, 2011 年屠宰及肉制品加工行业收入 9303.5 亿、利润 492.8 亿, 分别增长 33.0%、40.2%。盈利能力略有提高, 毛利率 12.2%, 同比上升 1.3 个百分点, 税前利润率为 5.3%, 比去年同期上升 0.8 个百分点。按照 USDA 的数据计算, 2011 年生猪出栏量约为 65767 万头, 较之 2010 年的 66902 万头并未增加, 所以我们认为 2011 年收入的增长主要源于: 1) 2011 年猪肉价格上涨带动屠宰及肉类加工行业产品价格上涨; 2) 工业化程度上升而带来生产效率的提高。长期来看, 工业化程度的提高和行业集中度的上升仍是行业基本面向好的持久的推动力。

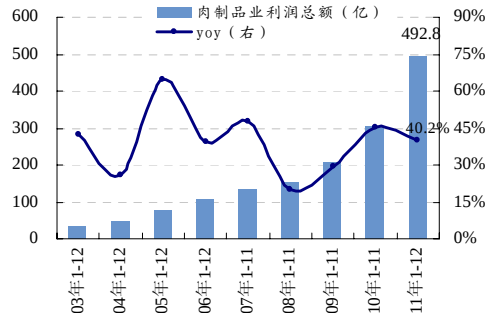
预计 2012 年全年猪肉均价大致与 2011 年持平。我们认为随着 2011 年母猪补栏的增加, 2012 年生猪市场供给的情况将好于 2011 年, 2012 年猪肉价格会有所回落。近期疫情爆发导致仔猪死亡率升高, 短期会影响生猪的供应, 猪肉价格或有反弹, 但是只要疫情不发生恶化和扩散, 2012 年整体上猪肉价格将呈现前高后低的走势, 预计 2012 年全年猪肉均价大致与 2011 年持平。

图 29: 屠宰及肉制品加工收入及增速



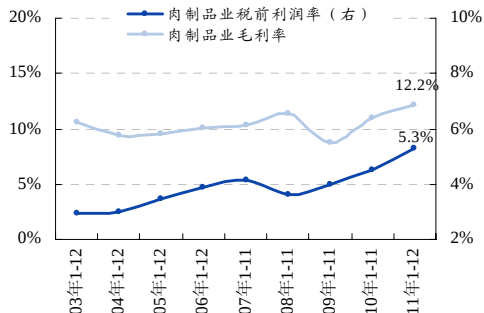
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 30: 屠宰及肉制品加工利润及增速



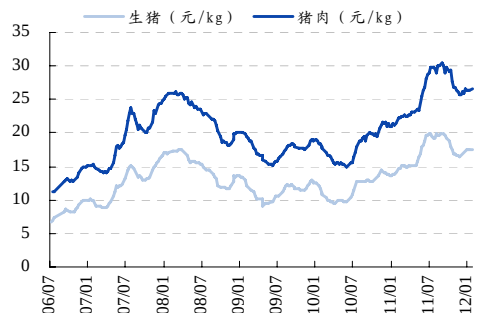
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 31: 屠宰及肉制品加工税前利润率和毛利率



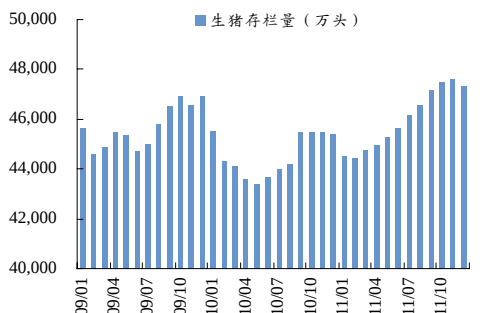
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 32: 生猪及猪肉价格



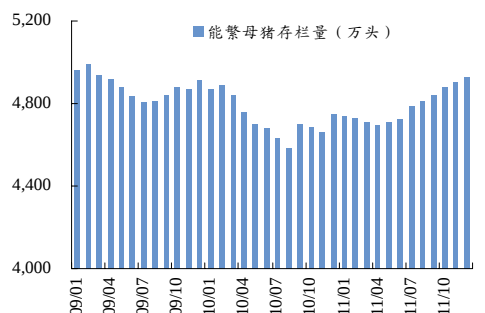
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 33: 全国生猪存栏量



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 34: 全国能繁母猪存栏量



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

6. 近期观点：一季报前可考虑适当加仓食品饮料

在 2011 年前期白酒板块取得高超额收益的背景下，2011 年 12 月以及 2012 年 1 月份白酒板块的调整也在预期之中，但春节过后，白酒板块迎来强势反弹，1 月 30 日至今食品饮料板块指数上涨 7.4%，相对上证综合指数上涨 4.8 个百分点。

- **2011 年行业高增长已基本定调，一季报有望看到持续的高增长，建议一季报前增配食品饮料，尤其是白酒子板块。**结合白酒行业经济效益数据以及各上市公司业绩预告的情况来看，2011 年白酒上市公司的业绩高增长已经基本明确，而且我们认为这种高增长势头有望在 2012 年一季度得到延续，我们应该会在一季报的时候看到食品饮料相对很多其他行业的业绩增速还是相当快的，并且 PE 不高，因此建议一季报前适当加仓食品饮料，尤其是白酒子板块。
- **短期三线白酒已经大幅上涨，预计未来传导途径：三线——二线——一线白酒，建议目前时点和价位增持二线、一线品种：古井贡、洋河股份、山西汾酒、五粮液、贵州茅台、泸州老窖。**春节后此轮食品饮料板块上涨中，三线白酒：沱牌舍得、老白干酒、酒鬼酒成为靓丽的主角，究其原因，我们认为有二：一是基本面的支持。2011 年年报超预期，从目前 1 月份的情况来看销售情况也很不错；第二，去年业绩前低后高。去年一季度业绩基数低，今年一季度预计将有 200% 左右的增长，看上去很美。我们对此也表示认可，但是目前暂时不会因此大幅调高这几家公司 2012 年全年的业绩预测，具体的情况我们将在即将完成的 2 月报中详细阐述。在三线品种已经大幅上扬的背景下，我们预计在估值比价效应下，以及一季度业绩也大幅增长的刺激下，二线、一线白酒也会有较好的表现，因此建议坚定持有，并可适当加仓前期表现相对弱以及流动性好的一线品种。
- **建议 2012 年继续加大大众品配置比例：**我们坚定地认为大众消费品具备产生大市值公司的沃土，继续长期看好大众消费品集中度提升带来的盈利能力上升，建议 2012 年开始加大大众品的配置。我们从去年 10 月糖酒会的报告以及其后的报告中就一直认为白酒行业 2013 年销量可能迎来高点并持续在较高的位置上徘徊，那么增长平稳的大众消费品的相对增速会增加，从而加大投资吸引力，因此我们在大的方向上建议在一季报后加大大众品的配置。短期重点推荐一季报增长迅速的伊利股份，建议下半年多关注青岛啤酒。

推荐顺序：继续首推一线白酒和葡萄酒，建议增持大众品。推荐顺序为：五粮液、贵州茅台、伊利股份、张裕 A、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、山西汾酒、双汇发展、青岛啤酒、洽洽、三全。**短期重点推荐：**五粮液、贵州茅台、伊利股份、张裕 A。

7. 附录：重点公司盈利预测表

表 1：重点公司盈利预测表（截止日期：2012-02-15）

	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 11-13 年	PE			PS 2010 年	PEG	评级
		10A	11E	12E		10A	11E	12E			
贵州茅台	2,022	4.87	8.05	11.51	36%	40.0	24.2	16.9	17.4	0.5	增持
五粮液	1,267	1.16	1.63	2.33	36%	28.8	20.5	14.3	8.2	0.4	增持
泸州老窖	544	1.58	2.05	2.92	35%	24.7	19.0	13.4	10.1	0.4	增持
洋河股份	1,278	2.45	4.46	7.09	49%	58.0	31.8	20.0	16.8	0.4	增持
山西汾酒	271	1.14	1.85	2.76	46%	54.8	33.9	22.7	9.0	0.5	增持
古井贡酒	217	1.25	2.40	4.20	51%	69.0	35.8	20.5	11.5	0.4	增持
金种子酒	91	0.30	0.65	1.00	41%	53.9	25.2	16.4	6.6	0.4	增持
水井坊	104	0.48	0.61	0.73	-	44.1	34.8	29.1	5.7	-	谨慎增持
伊力特	47	0.30	0.46	0.58	25%	34.8	23.0	18.2	4.3	0.7	增持
双汇发展	424	1.80	0.73	3.31	141%	39.0	95.9	21.2	1.2	0.2	增持
张裕 A	523	2.72	3.53	4.60	28%	36.4	28.1	21.5	10.5	0.8	增持
伊利股份	355	0.49	1.05	1.18	23%	45.7	21.1	18.8	1.2	0.8	增持
承德露露	50	0.49	0.56	0.74	25%	28.0	24.4	18.5	2.7	0.7	谨慎增持
青岛啤酒	434	1.13	1.25	1.61	28%	28.5	25.6	20.0	2.2	0.7	增持
燕京啤酒	171	0.64	0.71	0.87	20%	22.2	19.9	16.3	1.7	0.8	增持
恒顺醋业	14	0.25	0.11	0.25	91%	42.4	96.6	42.5	1.2	0.5	谨慎增持
三全食品	55	0.61	0.80	1.09	36%	44.3	33.9	25.0	2.8	0.7	增持
洽洽食品	62	0.59	0.78	1.06	46%	40.8	30.6	22.5	2.9	0.5	增持

数据来源：WIND，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

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。

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

上海交通大学管理学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业助理研究员, 2011 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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		