

2015.04.26

险资举牌中炬高新，为行业补涨行情空中加油

食品饮料行业周报 156 期：2015/4/20-2015/4/24

柯海东 (分析师) 胡春霞 (分析师)
 0755-23976221 021-38676186
 kehaidong013145@gtjas.com huchunxia@gtjas.com
 证书编号 S0880513050001 S0880511010015

本报告导读：

继海天味业市值一度突破千亿后，前海人寿对我们持续重点推荐的中炬高新举牌，有望完善公司治理及推动公司加速成长，并进一步点燃调味品乃至整体行业投资热情。

摘要：

- **市场回顾：** 上周食品饮料板块上涨 5.9%，跑赢上证综指 3.4pct。所有子行业板块均有所上涨，其中食品综合、葡萄酒、乳制品、软饮料、白酒、调味品、啤酒、肉制品板块分别上涨 7.9%、7.4%、7.2%、6.8%、5.9%、3.3%、1.6%、0.9%。其中深深宝 A、黑芝麻涨幅居前。
- **近期观点：1) 险资举牌中炬高新有望为食品饮料补涨行情空中加油：** 近期市场波动加剧，正迎来风险评价改善后的新平衡，食品饮料行业具较强的确定性，有望获得超额收益，而近期前海人寿举牌中炬高新，有望完善公司治理结构，推动公司业绩再次加速成长，此举亦进一步点燃调味品乃至整个食品饮料行业的投资热情；**2) 推荐低估值、稳健增长的龙头公司：** 伊利股份业绩符合预期，高送转体现诚意；继续看好洋河股份（移动互联网战略快速推进）、白云山（对手换装有利于王老吉），贵州茅台（有望持续估值修复）；**3) 继续推荐主题品种：** 我们继续重点推荐中炬高新（险资举牌，二次成长可期）、加加食品（大股东高价参与定增，主业改善且存在并购预期），推荐双塔食品（员工高价持股，彰显长期发展信心）、涪陵榨菜、汤臣倍健（类创投平台型公司，大健康业务布局持续推进）；**4) 三维度挖掘港股投资机遇：** 低估值：白云山 H 股；基本面改善：中国食品（央企改革+葡萄酒行业见底）；H 股独有：中国圣牧、现代牧业、辉山乳业。
- **重要信息更新：1) 白酒：** 本周上海、广深茅台一批价 830-850 元，五粮液一批价 560-570 元，环比持平；**2) 原奶：** 截止 4 月 15 日，原奶收购价同比降 19.0%、环比升 0.3%；截止 4 月 15 日，全球全脂奶粉拍卖价环比降 4.3%；**3) 猪价：** 截止 4 月 17 日，生猪价环比升 2.2%、同比升 22.7%，猪肉价环比降 0.4%、同比升 17.9%。
- **近期报告：1) 加加食品：** 2015Q1 业绩改善，期待外延并购落地；**2) 安琪酵母：** 收入继续快速增长，净利率现改善迹象；**3) 贵州茅台：** 走出低谷，再攀高峰；**4) 双塔食品：** 大力度员工持股彰显发展信心；**5) 伊利股份：** 打造中国大健康综合食品巨头。
- **行业新闻聚焦：** 洋河互联网+战略曝光：目标 10000 终端配送点；汾酒高调宣布又一“核心竞争力”；加多宝推出金罐。
- **推荐：1) 稳健组合：** 伊利股份、洋河股份、白云山、贵州茅台；**2) 弹性组合：** 中炬高新、加加食品、涪陵榨菜、双塔食品、汤臣倍健。

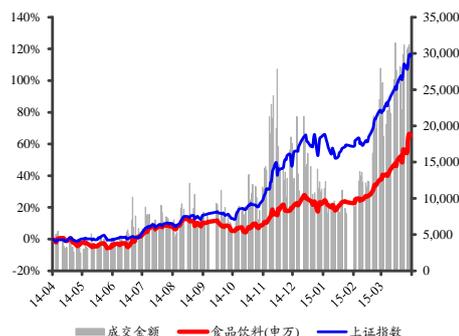
请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**
 上次评级：**增持**

细分行业评级

饮料 **增持**
 食品 **增持**

2014/4/20-2015/4/24



本周重点公司涨跌幅%：

涨幅榜前五		涨幅榜后五	
深深宝 A	14.5	双塔食品	-5.4
黑芝麻	12.7	青岛啤酒	-3.3
沱牌舍得	12.3	燕京啤酒	-3.3
贵州茅台	11.1	煌上煌	-2.0
三全食品	9.9	双汇发展	-1.2

部分重点公司盈利预测：

	14Eps	15Eps	评级
伊利股份	1.44	1.82	增持
光明乳业	0.43	0.59	增持
中炬高新	0.36	0.44	增持
海天味业	1.39	1.68	增持
白云山	0.92	1.30	增持
洋河股份	4.20	4.79	增持
贵州茅台	13.49	14.29	增持

相关报告

- 食品饮料：《行业攻守相宜，迎来补涨机遇》 2015.04.19
- 食品饮料：《海天味业有望打开大众食品的市值空间》 2015.04.14
- 食品饮料：《龙头继续起防御价值，关注港股食品股机遇》 2015.04.08
- 食品饮料：《白酒行业弱复苏，未来分化加剧》 2015.04.03
- 食品饮料：《市场风格再平衡下，关注龙头...》

目录

1. 市场回顾及观点.....	3
2. 食品饮料公司年报披露时间一览.....	5
3. 近期报告.....	5
3.1. 加加食品: 2015Q1 业绩改善, 期待外延并购落地.....	5
3.2. 安琪酵母: 收入继续快速增长, 净利率现改善迹象.....	6
3.3. 贵州茅台: 走出低谷, 再攀高峰.....	7
3.4. 双塔食品: 大力度员工持股彰显发展信心.....	8
3.5. 伊利股份: 打造中国大健康综合食品巨头.....	8
4. 数据跟踪.....	9
4.1. 渠道数据.....	9
4.2. 行业数据跟踪.....	11
5. 行业新闻聚焦.....	12
☞ 洋河互联网+战略曝光: 2015 年目标 10000 终端配送点.....	12
☞ 4 年磨一剑, 汾酒高调宣布又一“核心竞争力”.....	12
☞ 加多宝推出金罐.....	12
6. 附录: 盈利预测表及周报观点回顾.....	14
图 1: 本周食品饮料行业上涨 5.9%.....	5
图 2: 本周重点公司涨跌幅.....	5
图 3: 53 度飞天茅台批零价格走势.....	9
图 4: 52 度五粮液批零价格走势.....	9
图 5: 主产区生鲜乳价格环比上升.....	11
图 6: 生猪价格环比上升.....	11
图 7: 2015/4/15 全球全脂奶粉拍卖价格环比下降 4.3%.....	12
表 1: 港股及 A 股主要食品饮料公司指标对比 (2015/4/24).....	4
表 2: 尚未披露 2014 年报的食品饮料公司披露时间一览.....	5
表 3: 白酒终端草根调研价格表.....	10
表 4: 重点公司盈利预测表.....	14

1. 市场回顾及观点

市场回顾：上周食品饮料板块上涨 5.9%，跑赢上证综指 3.4pct。所有子行业板块均有所上涨，其中食品综合、葡萄酒、乳制品、软饮料、白酒、调味品、啤酒、肉制品板块分别上涨 7.9%、7.4%、7.2%、6.8%、5.9%、3.3%、1.6%、0.9%，。其中深深宝 A、黑芝麻涨幅居前。

近期核心观点：

- **险资举牌中炬高新有望为食品饮料补涨行情空中加油：**近期市场波动加剧，正迎来风险评价改善后的新平衡，食品饮料行业具较强的确定性，有望获得超额收益，而近期前海人寿举牌中炬高新，有望完善公司治理结构，推动公司业绩再次加速成长，此举亦进一步点燃调味品乃至整个食品饮料行业的投资热情。
- **推荐低估值、稳健增长的龙头公司：**伊利股份业绩符合预期，高送转体现诚意；继续看好洋河股份（移动互联网战略快速推进，O2O 与品类扩张相辅相成，有望成为中国的 DIAGEO）、白云山（对手换装有利于王老吉），贵州茅台（有望持续估值修复）。
- **继续推荐主题品种：**我们继续重点推荐中炬高新（险资举牌，二次成长可期）、加加食品（大股东高价参与定增，主业改善且存在并购预期），推荐双塔食品（员工高价持股，彰显长期发展信心）、涪陵榨菜（高管增持彰显长期信心，公司有望由榨菜龙头成长为酱腌菜龙头）、汤臣倍健（类创投平台型公司，大健康业务布局持续推进）。
- **我们主要围绕低估值、基本面改善、相对 A 股具稀缺性三个角度挖掘港股食品饮料行业投资机遇：1）低估值：**白云山 H 股（AH 差价大，H 股股价为 A 股股价 67%）、万洲国际（2015 年 PE10 倍）、天喔国际（2015 年 PE10 倍）；**2）基本面改善：**中国食品（央企改革+葡萄酒行业见底）；**3）稀缺性：**原奶企业基本属于 H 股独有，而且原奶价格有望在 2015 年逐步筑底，上游企业包括中国圣牧（预计 2015 年有望实现 50%以上增长，当前动态 PE 不到 10 倍）、现代牧业、辉山乳业等公司，这些公司股价在经过 2014 年大幅调整后，已经充分反映悲观预期，预计均存在投资机会。

重要信息更新：

- **白酒：**本周上海、广深茅台一批价 830-850 元，五粮液一批价 560-570 元，环比均持平。
- **主产区生鲜乳价格环比上升，全球全脂奶粉拍卖价格下降：**截止至 4 月 15 日，主产区的原奶收购价格同比下降 19.0%，环比上升 0.3%；截止 4 月 15 日，全球全脂奶粉拍卖价格环比下降 4.3%。

- **生猪价格环比上升**：截止至 4 月 17 日，生猪价格环比上升 2.2%、同比上升 22.7%，猪肉价格环比下降 0.4%、同比上升 17.9%。

推荐：1) 稳健组合：伊利股份、光明乳业、洋河股份、白云山；**2) 弹性组合**：中炬高新、加加食品、涪陵榨菜、双塔食品、汤臣倍健。

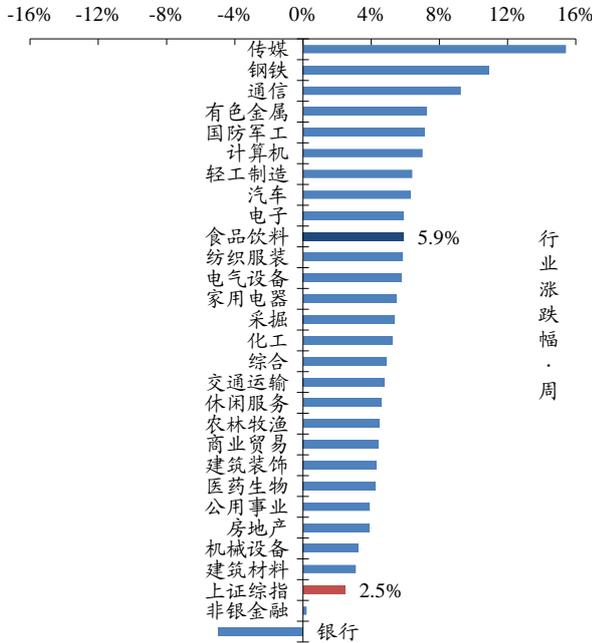
表 1：港股及 A 股主要食品饮料公司指标对比（2015/4/24）

子行业	类别	名称	市值 亿元	2014 年 (亿元)		PE			PS	2014 年盈利水平(%)		
				收入	净利润	13A	14A	15E	15E	毛利率	净利率	ROE
软饮料	H 股	太古股份	741	484	87.3	7	8	6	2	38	22	5
软饮料	H 股	康师傅控股	745	632	24.5	30	30	24	1	30	5	14
软饮料	A 股	白云山	459	188	11.9	47	38	30	2	35	6	16
软饮料	H 股	白云山(H)	459	188	11.9	47	38	29	2	35	6	16
软饮料	H 股	统一企业中国	214	227	2.9	23	75	30	1	32	1	3
软饮料	A 股	承德露露	137	27	4.4	41	31	27	4	42	17	38
软饮料	A 股	维维股份	132	45	2.0	164	66	56	2	35	4	8
软饮料	A 股	黑牛食品	67	6	0.1	457	607	88	7	39	2	1
软饮料	H 股	西藏 5100	63	8	3.4	14	18	-	7	63	50	13
软饮料	H 股	汇源果汁	58	46	-1.3	27	-46	-	1	35	-3	-1
食品综合	A 股	汤臣倍健	325	17	5.0	77	65	49	15	66	29	22
食品综合	A 股	双塔食品	141	11	1.5	125	94	49	12	26	25	12
食品综合	A 股	三全食品	131	41	0.8	111	162	88	3	35	2	4
食品综合	A 股	洽洽食品	93	31	2.9	36	32	26	3	31	9	11
食品综合	H 股	天喔国际	46	51	3.5	16	13	11	1	17	7	14
乳制品	H 股	伊利股份	1180	544	41.7	37	28	22	2	33	8	24
乳制品	H 股	中国旺旺	918	232	38.0	22	24	20	4	40	16	31
乳制品	H 股	蒙牛乳业	665	502	23.5	41	28	25	1	31	5	13
乳制品	A 股	光明乳业	244	204	5.7	60	43	31	1	35	3	13
乳制品	A 股	贝因美	214	50	0.7	30	325	49	3	54	1	2
乳制品	H 股	辉山乳业	192	-	-	15	-	12	5	20	35	13
乳制品	A 股	三元股份	164	44	1.1	-73	144	-777	3	21	-8	-13
乳制品	H 股	合生元	179	47	8.1	22	22	20	4	62	17	30
乳制品	H 股	现代牧业	123	51	7.4	24	17	14	2	37	15	12
乳制品	H 股	雅士利国际	103	29	2.5	23	41	22	4	51	8	8
乳制品	H 股	中国圣牧	100	21	7.1	31	14	10	5	50	41	27
乳制品	A 股	燕塘乳业	42	9	0.8	61	53	38	4	32	8	20
乳制品	H 股	原生态牧业	31	12	4.2	14	7	8	2	46	36	10
乳制品	H 股	澳优乳业	22	20	0.9	19	25	-	1	29	6	8
肉制品	A 股	双汇发展	877	457	40.4	23	22	19	2	20	9	29
肉制品	H 股	万洲国际	618	1363	46.9	-39	13	11	0	15	4	21
肉制品	H 股	神冠控股	66	14	5.5	9	12	11	4	55	39	21
肉制品	A 股	龙大肉食	65	35	1.0	56	63	44	2	8	3	9
肉制品	A 股	得利斯	57	16	0.4	136	163	97	3	15	2	3
肉制品	A 股	煌上煌	49	10	1.0	40	50	36	4	31	10	7
肉制品	H 股	雨润食品	40	152	0.4	116	88	-	0	5	0	0
肉制品	H 股	森宝食品	25	12	-0.1	-198	-247	-	2	9	-1	-2

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

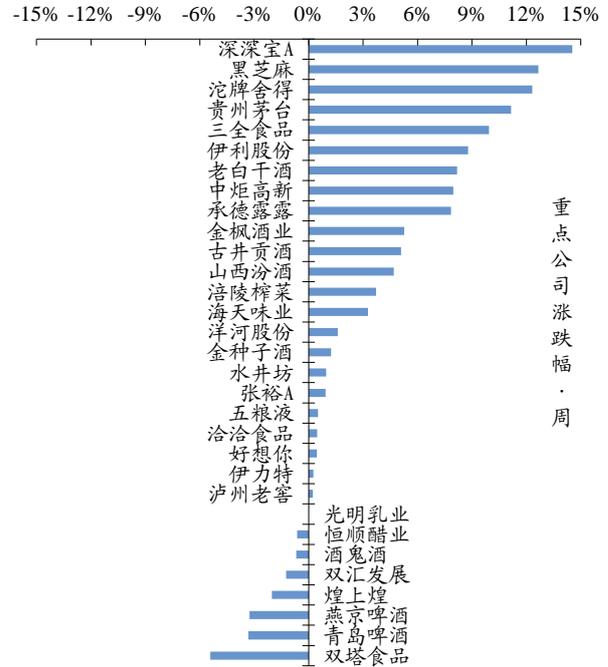
注: 港股公司市值、收入、净利润等已按汇率 1.2676:1 调整为人民币。日期截至 2015/4/24。辉山乳业、三元股份、双塔食品尚未披露 2014 年报, 表中所列收入及净利润为 Wind 一致预期数据, 所列盈利水平数据为 2013 年末数据。

图 1: 本周食品饮料行业上涨 5.9%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 本周重点公司涨跌幅



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 食品饮料公司年报披露时间一览

表 2: 尚未披露 2014 年报的食品饮料公司披露时间一览

证券简称	2014 年年报预计披露日期	业绩预告摘要
爱普股份	2015-04-27	
星湖科技	2015-04-28	净利润约-36000 万元
青青稞酒	2015-04-28	净利润约 31662 万元,下降 15.20%
张裕 A	2015-04-28	
金种子酒	2015-04-28	
伊力特	2015-04-28	
双塔食品	2015-04-29	净利润约 14985 万元,增长 32.57%
古井贡酒	2015-04-29	
洋河股份	2015-04-29	净利润 452448 万元,下降 9.55%
三元股份	2015-04-29	净利润 4200 万元~6200 万元
水井坊	2015-04-30	净利润约-43000 万元~-40000 万元
莲花味精	2015-04-30	净利润约 2000 万元

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 近期报告

3.1. 加加食品: 2015Q1 业绩改善, 期待外延并购落地

公司“大单品”战略初见成效，2015Q1 收入、净利润改善；外延并购、拓展新品类步伐加快，期待 2015 年有外延并购落地，未来有望成为特色调味品平台型公司。

维持“增持”评级。维持 2015-16 年 EPS 预测为 0.40、0.51 元，考虑到业绩改善明显，上调目标价至 20.4 元，对应 2015 年 PE40 倍。

“大单品”战略见成效，2015Q1 业绩改善。1) 2015Q1 收入、归母净利润分别为 4.6 亿 (+8.1%)、5302 万 (20.2%)，业绩增速为近两年单季度最快，公司“大单品”战略推动主业快速发展已初见成效。2) 2015Q1 毛利率、净利率分别为 30.8%、11.6%，同比分别提升 0.8、1.2pct，主要是由于销售费用率同比下降 2.1pct 至 10.7%，预计随着原酿造、面鲜的快速上量，费用率有进一步下降空间。

2015 年酱油新产能释放后“原酿造”高增长值得期待。原酿造目前主要在二三线城市的流通渠道铺货，预计 2015 年下半年产能逐步释放后，将加大在北上广深等一线城市的布局以及提高商超渠道销售占比，预计 2015 年收入可达 1 亿，期待未来成为上 10 亿规模的大单品。

植物油业务复制“大单品”战略，预计 2015 年收入可实现正增长。植物油首个大单品“鱼喷香”预计于 2015 年推出，主打烹饪鱼植物油市场，期望通过功能区隔来与竞品构成差异化，我们认为有望复制面鲜的成功，植物油业务有望借助新品提高收入增速及盈利能力。

大股东参与定增，为股价提供安全边际，并强化了并购预期。公司拟向大股东定增 4.5 亿补充流动资金，增发底价 10.63 元，限售期三年，为股价提供了安全边际，定增后宽裕的现金强化了并购预期。

风险提示：新产品释放低于预期、原材料价格波动、食品安全问题。

详情请参见加加食品 2015 年一季报点评报告《2015Q1 业绩改善，期待外延并购落地》2015/4/24

3.2. 安琪酵母：收入继续快速增长，净利率现改善迹象

公司 2013Q3 收入即开始恢复快速增长，未来的看点是费用率下降、净利率提升带来的净利润大幅改善。2015Q1 净利率略有提升，预计未来几年可提升到 10% 左右。

□

维持“增持”评级。维持 2015-16 年盈利预测为 0.65、0.83 元，看好公司迎来净利率拐点，上调目标价至 33.2 元，对应 2016 年 40 倍 PE。

□

2015Q1 收入略超我们预期，净利率有所改善。2015Q1 收入、归母净利润分别为 9.8 亿 (+23.0%)、4918 万 (+35.8%)，毛利率、净利率分别为 30.2%、6.0%，同比分别提升-1.7、0.7pct。毛利率下降主要由于糖蜜价格上涨，净利率提升主要由于制糖业务亏损减少以及销售费用率、财务费用率下降（同比分别下降 0.5、2.2pct），公司管理费用率仍然较

高，同比微升 0.2pct 至 7.4%。

□

预计 2015 年糖蜜价格再大幅上涨的可能性不大，毛利率可以长期维持在 30% 以上。目前国内糖蜜价格在 1000 元/吨左右，处于近两年高点，进口糖蜜到岸价也约为 1000 元/吨，如果国内糖蜜价格再上涨，可以通过进口来降低成本，长期看糖蜜价格对公司毛利率影响有限。

□

收入快速增长证明公司良好的发展趋势，预计未来几年净利率可提升至 10%。净利率率低主要由于费用率高以及糖业亏损，预计 2015 年开始改善。1) 公司近几年增加了较多研发和销售人员的，公司短期计划不再增加人力，预计随着收入规模扩大，费用率会逐步下降。2) 2014 年 12 月，白糖价格开始反弹，从 2014 年最低的 4700 元/吨涨到了目前约 5500 元/吨，此外，公司 2015 年计划生产小包装糖以提高盈利能力，我们预计 2015 年公司制糖业务亏损可降至 5000 万以下。

□

风险提示：糖蜜价格大幅上涨、糖价大幅下跌、食品安全问题。

详情请参见安琪酵母 2015 年一季报点评《收入继续快速增长，净利率现改善迹象》2015/4/23

3.3. 贵州茅台：走出低谷，再攀高峰

公司 2015 年一季报超出预期，显示已走出低谷，彰显强大的品牌优势，未来有望实现稳健增长，在市场波动加剧的背景下，公司作为低估值品种有望迎来补涨，增持。

维持“增持”。上调 2015、16 年 EPS 预测为 14.29、15.32 元（此前为 13.95、14.92 元），从年报、季报看外资通过 QFII 及沪港通额度持续加仓，预示着公司估值充分受益于 A 股国际化进程（国际烈酒 PE20 倍），上调目标价至 285.8 元（对应 2015 年 PE 为 20 倍），“增持”。

业绩超出预期，全年规划仍较保守：2014 年收入、净利分别 316、154 亿，增速分别为 2.1%、1.4%，EPS13.44 元；2015Q1 收入、净利分别 85、44 亿元，增速分别为 15%、18%，EPS3.82 元，预收款同比、环比分别增加 12、13 亿元，超出预期，分红延续上年力度，10 股送 1 股红股，且每股派现 4.37 元。规划 2015 年实现收入增长 1%。

2015Q1 业绩显示已走出低谷：春节错期使得公司 Q1 呈现较高收入增长，为剔除春节效应影响，我们以（2014Q4+2015Q1）收入做同比分析，发现同比增长 13%，显示了公司收入亦实质改善，我们认为主因是价格调整到位后私人消费有力承接，且公司份额有所提升。

预计后续公司飞天茅台放量策略趋向理性，期待做大系列酒策略显效：1) 近期一批价 830 元，较节前有所回落，公司高管在经销商大会上表态高度重视渠道无利润情况，不增新专卖店，且一季度业绩靓丽，后续业绩压力减轻，因此判断公司放量趋于理性，与较低的 2015 年收入规划相匹配；2) 公司投资设立贵州赖茅酒业有限公司，占股权

比例 43%，引入战投，期待发力赖茅做大系列酒策略显效。

风险分析：行业竞争加剧、消费税政策变化。

详情请参见贵州茅台 2014 年报及 2015 年一季报点评《走出低谷，再攀高峰》2015/4/21

3.4. 双塔食品：大力度员工持股彰显发展信心

公司公告员工持股计划草案，兑现了我们之前预期。高管出资力度大、存续期长，最大化绑定相关者利益。近期调研显示公司高端豌豆蛋白满产，全年放量确定性较强。

投资建议：维持增持。维持 2014-16 年 EPS 预测 0.3、0.5、0.82 元，员工持股计划有望提升公司经营潜力，参考可比公司给予 2016 年 47 倍 PE，上调目标价至 38.5 元（前次 31 元），继续作重点推荐。

事件：公司公告第一期员工持股计划草案，不超过 325 人，规模不超过 2100 万股（占总股本 4.2%），其中控股股东（君兴投资，为金岭镇政府控股）无偿赠与不超过 600 万股，二级市场购买不超过 500 万股，二股东金都投资定向转让不超过 1000 万股（预计转让对象主要为在金都投资中有持股的公司管理层，相当于将管理层在金都投资中的股份兑现到员工持股计划中）。控股股东将向员工提供借款支持。

高管出资力度大，存续期长，最大化绑定公司与管理层利益。此次包括董事长在内的中高层管理均有参与，存续期 3 年，兑现了我们之前“公司有望顺应国企改革趋势完善激励措施”的预期，将最大化绑定管理层与公司利益，有望显著激发经营潜力。若按现价 29.5 元计算，预计高管人均出资将超 800 万，力度超市场预期。

预计目前公司高端豌豆蛋白满产，全年放量增长确定性较强。近期我们通过渠道调研了解到，公司目前 2 条高端豌豆蛋白生产线处于满产状态、日产 50-60 吨，显示公司在独特的循环产业链带来的低成本竞争优势下、终端接受度持续提升，近期渠道调研了解到汤臣倍健有望推出含豌豆蛋白的蛋白粉产品，印证豌豆蛋白替代大豆蛋白的行业逻辑。我们认为公司高端豌豆蛋白全年实现放量增长的确定性较强。

核心风险：豌豆蛋白订单不达预期；食品安全问题发生的风险。

详情请参见双塔食品第一期员工持股计划草案点评《走出低谷，再攀高峰》2015/4/20

3.5. 伊利股份：打造中国大健康综合食品巨头

伊利有望成为中国版雀巢，转型为大健康综合食品集团。乳品 10%左右增长+品类扩张驱动收入长期稳定增长，规模效应+产品结构升级使净利率有望达到 10%，增持。

维持“增持”。维持 2015-16 年 EPS 预测至 1.82、2.15 元，考虑到公司长期盈利能力仍有提升空间，上调目标价至 45.5 元，对应 2015PE25 倍。伊利业绩稳定增长，估值处于低位，是重点推荐品种。

高端产品占比+市场份额不断提升，预计未来几年乳品基本盘仍能保持 10%左右增长，收入有望达到千亿。中国商业联合会统计，2014 年伊利全国乳品综合、奶粉、冷饮、液态奶及儿童奶市场五个市场占有率第一，据 Euromonitor 数据，2014 年伊利综合乳品市占率约为 28%，逐渐加大与第二名的差距，我们预计未来市占率可达 40%左右。

积极转型大健康综合食品集团。植物蛋白饮料开启乳品以外品类扩张序幕，未来公司将发展成为大健康产业航母，预计会涉足功能饮料、果汁、休闲食品，甚至保健食品等大健康相关行业，为公司长期增长提供新动力，有望成为中国版雀巢。2014 年底推出的核桃乳进展顺利，春节期间收入超 1 亿，预计 2015 年将推新口味植物蛋白饮料。

外延扩张预期较强。品类扩张催生伊利外延扩张动力，“并购之王”雀巢通过多次并购实现了多品类扩张，最终发展成为综合性食品平台型公司，公司并购较为谨慎，优选可与公司产生协同效应的并购标的。

盈利能力仍有提升空间，净利率有望达到 10%左右。1) 高端产品占比提升，整体乳业产品结构升级趋势明显；2) 食品饮料公司具有明显规模效应，雀巢的净利率从 1993 年的 5%上升到 2013 年的 11%。

风险提示：食品安全问题、原奶价格剧烈波动、促销加剧。

详情请参见伊利股份更新报告《打造中国大健康综合食品巨头》
2015/4/19

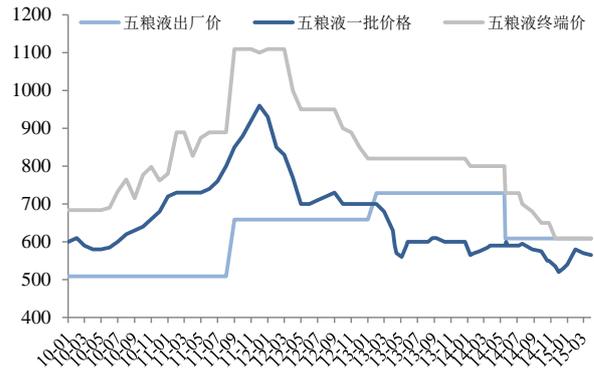
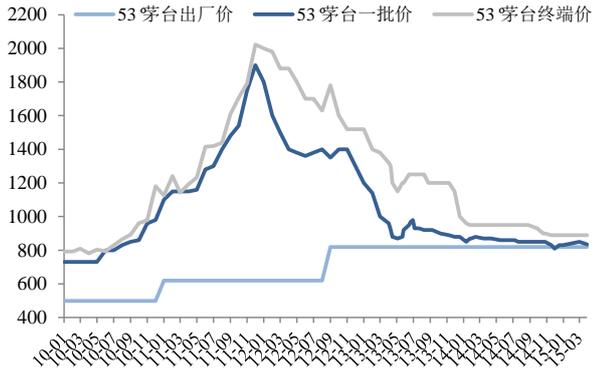
4. 数据跟踪

4.1. 渠道数据

本周上海、广深茅台一批价 830-850 元，五粮液 560-570 元，环比持平。

图 3: 53 度飞天茅台批零价格走势

图 4: 52 度五粮液批零价格走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

本期酒类价格终端草根调研: 酒仙网飞天茅台价格 798 元, 五粮液水晶瓶价格 599 元, 国窖 1573 价格 609 元。

表 3: 白酒终端草根调研价格表

日期	来源	茅台	五粮液		剑南春	老窖			水井坊	洋河		
			水晶	1618		1573	特曲	品味		海	天	梦
2013-09-01	酒仙网	1,159	698	699	498	1,389	258	2,380	679	196	279	688
2013-09-08	酒仙网	1,159	659	699	368	1,589	-	2,380	679	129	279	688
2013-09-13	酒仙网	1,159	698	699	368	1,589	248	2,380	679	196	279	688
2013-09-22	酒仙网	1,159	659	699	368	1,589	258	2,380	679	196	299	659
2013-10-08	酒仙网	1,159	699	739	399	1,589	258	2,380	829	129	299	659
2013-11-03	酒仙网	1,159	699	999	399	1,589	258	2,380	858	138	279	659
2013-11-10	酒仙网	1,159	699	999	368	1,589	258	2,380	858	196	279	499
2013-11-15	酒仙网	1,159	699	1399	368	1,589	135	2,380	858	196	399	688
2013-11-24	酒仙网	1,159	699	899	360	1,589	135	2,380	699	196	399	499
2013-11-29	酒仙网	1,159	699	899	360	1,589	135	2,380	699	129	279	469
2013-12-08	酒仙网	1,159	699	699	360	1,589	135	2,380	699	129	279	469
2013-12-15	酒仙网	1,159	659	699	360	1,589	135	2,380	699	129	279	469
2013-12-22	酒仙网	1,159	729	899	498	1,589	159	2,380	699	129	279	469
2013-12-29	酒仙网	1,159	699	699	498	1,589	159	2,380	699	129	279	469
2014-01-06	酒仙网	1,159	699	699	360	1,589	159	2,380	699	196	299	499
2014-01-10	酒仙网	1199	659	699	360	1,589	159	2,380	669	99	299	499
2014-01-19	酒仙网	1199	729	899	360	1,589	-	-	799	99	299	499
2014-01-25	酒仙网	1199	759	899	360	1,589	169	-	669	99	299	499
2014-02-15	酒仙网	1199	799	899	390	1,589	199	-	799	196	399	599
2014-02-22	酒仙网	1199	799	899	360	1,589	149	-	600	99	269	399
2014-02-28	酒仙网	1199	799	699	360	1,589	149	-	599	99	269	399
2014-03-08	酒仙网	1199	799	899	399	1,589	149	-	639	196	269	688
2014-03-15	酒仙网	1199	799	699	399	1,589	258	-	639	129	269	599
2014-03-23	酒仙网	1199	799	699	360	1589	258	-	588	129	269	599
2014-03-30	酒仙网	1199	799	899	360	1589	258	-	549	129	369	659
2014-04-04	酒仙网	980	799	899	360	1589	149	-	499	129	299	599
2014-04-12	酒仙网	980	799	899	375	1589	258	-	858	129	299	599

2014-04-20	酒仙网	980	729	899	375	1589	298	-	858	129	299	599
2014-07-06	酒仙网	956	729	959	359	1499	158	-	499	169	289	679
2014-07-19	酒仙网	959	679	959	359	1499	158	-	478	169	289	659
2014-08-10	酒仙网	849	659	699	349	779	178	-	549	169	289	679
2014-08-24	酒仙网	869	659	699	349	779	178	-	549	129	289	679
2014-09-08	酒仙网	899	659	699	349	779	178	-	549	129	289	679
2014-09-27	酒仙网	899	659	699	349	779	149	-	549	129	289	679
2014-10-26	酒仙网	899	659	699	359	779	149	-	549	129	289	659
2014-11-15	酒仙网	899	659	699	359	779	178	-	549	129	399	679
2014-12-01	酒仙网	869	609	699	359	619	158	-	399	129	399	659
2014-12-14	酒仙网	869	609	699	359	619	158	-	499	129	369	679
2014-12-28	酒仙网	868	609	679	359	619	158	-	549	159	369	679
2015-01-18	酒仙网	868	609	699	359	619	149	-	499	129	399	659
2015-02-02	酒仙网	839	599	679	359	779	149	-	549	129	399	679
2015-02-15	酒仙网	859	599	679	359	680	149	-	459	169	399	679
2015-02-28	酒仙网	859	609	679	359	680	149	-	459	129	289	679
2015-03-14	酒仙网	859	609	679	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-03-21	酒仙网	859	609	669	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-03-28	酒仙网	859	609	669	359	680	159	-	399	129	289	679
2015-04-04	酒仙网	859	609	669	359	680	149	-	399	129	289	679
2015-04-12	酒仙网	843	609	669	359	680	170	-	399	129	289	679
2015-04-18	酒仙网	843	609	669	359	609	149	-	399	129	289	679
2015-04-25	酒仙网	798	599	669	359	609	149	-	399	129	289	679

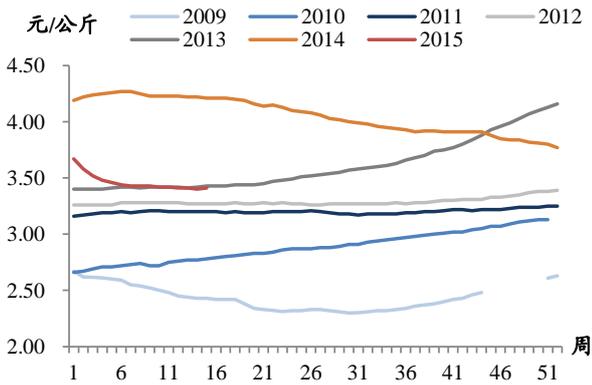
数据来源：国泰君安证券研究。酒仙网洋河 42 度，梦之蓝为 52 M3，商超洋河 50 度+

4.2. 行业数据跟踪

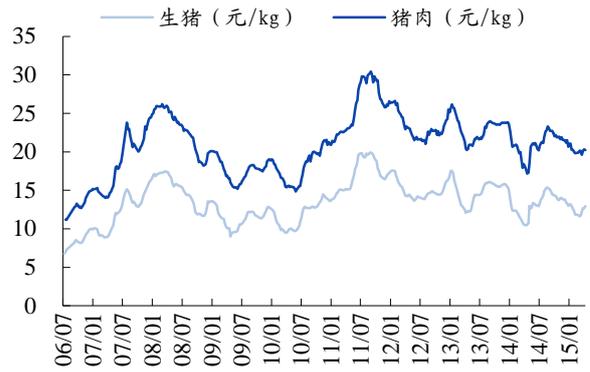
- **主产区生鲜乳价格环比上升：**截止至 4 月 15 日，主产区的原奶收购价格为 3.41 元/kg，同比下降 19.0%，环比上升 0.3%。
- **全球全脂奶粉拍卖价格环比下降：**截止 4 月 15 日，全球全脂奶粉拍卖价格为 2446 美元/吨，环比下降 4.3%。
- **生猪价格环比上升：**截止至 4 月 17 日，生猪价格 12.94 元/kg，环比上升 2.2%、同比上升 22.7%，猪肉价格 20.24 元/kg，环比下降 0.4%、同比上升 17.9%。

图 5: 主产区生鲜乳价格环比上升

图 6: 生猪价格环比上升

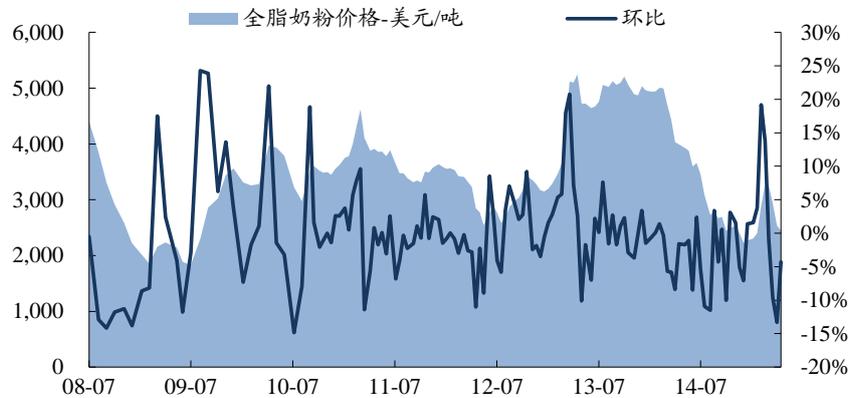


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 2015/4/15 全球全脂奶粉拍卖价格环比下降 4.3%



数据来源: GlobalDairyTrade, 国泰君安证券研究

5. 行业新闻聚焦

- ☞ 洋河互联网+战略曝光: 2015 年目标 10000 终端配送点
- ☞ 4 年磨一剑, 汾酒高调宣布又一“核心竞争力”
- ☞ 加多宝推出金罐

洋河互联网+战略曝光: 2015 年目标 10000 终端配送点

4 月 20 日, 由苏酒集团举办的“双沟 1955 封藏大典”, 为行业演绎了一场奇迹般的“互联网+下的白酒盛宴”。在本次封藏大典中, 透露了一个强烈的信号: 苏酒集团的互联网化信心是非常坚定的。苏酒集团董事局主席张雨柏也在公开场合表示: “互联网不仅是一个渠道, 更是一种思维, 我们会坚持走下去。”

据了解, 在 2015 年, 洋河将进行 O2O 和 B2C “双模式” 发力:

首先, O2O 模式, 展开三大工程: 一、百城万店工程: 即推进江苏及新江苏板块市场约 100 个城市, 打造超 10000 家高质量配送服务的终端店; 二、微店分销工程: 即以员工和促销员为核心单元, 立足于微信朋友圈进行销售模式; 三、跨界合作工程: 简单来说就是到用户活跃

度、接触度较高的地方去，如与快递、婚庆、餐饮、社区及区域性网站登公司或机构进行跨界合作。

其次，B2C模式，将进一步丰富电商渠道产品线，扩大洋河在主流B2C平台的品牌占有率。在与洋河股份互联网中心相关负责人交流时，他表示：“今年在三大工程打造中，将重点倾向于终端店的建设。O2O必须要有线下，才能有效地动起来。”

同时，他也强调：“苏酒集团的互联网化，不只是一个洋河1号店，更不是一些互联网传播手段的应用。互联网化是一个庞大的系统工程，目前不管是专业的酒类互联网平台还是由企业自主打造的O2O，都没有一个成熟的样板，所以，互联网化的前行是很困难的，还需要较长时间的尝试和完善。但需要明确的是，洋河的互联网化之路是坚定的。”

(糖酒快讯)

4年磨一剑，汾酒高调宣布又一“核心竞争力”

4月24日下午，被称为“史上最严”的新版《食品安全法》，经第十二届全国人大常委会第十四次会议审议通过。在新版《食品安全法》通过24小时之内，4月25日，“汾酒执行与国际标准接轨的食品安全内控标准”新闻发布会在北京举行，汾酒宣布从今天开始正式执行与国际接轨的食品安全内控标准。这是汾酒股份公司正式在公开场合率先在同行业内提出并执行与国际标准接轨的食品安全内控标准，国家有关部门及行业协会的领导、业内专家对此给予了高度评价。

据了解，在2011年5月确定国际化标准思路之后，汾酒于2011年底形成了“汾酒标准国际化战略框架”，并与2012年开始在全集团公司推行标准化管理。今年两会期间，作为全国人大代表，李秋喜又向全国人大提交了“建立白酒国际化标准”的议案。几年来，汾酒参照国际先进经验，搭建了完善的食品安全标准化管理体系。汾酒组织了400多人组成技术队伍攻坚技术难题，并联合国内知名科研院所，用了整整4年的时间，才有了今天高于国际、严于国内的食品安全企业内控标准。

有业内观察员认为，汾酒今日高调宣布执行与国际接轨的内控标准，对于中国白酒国际化进程有较大的推动作用；而当前国内消费市场对食品安全、产品品质、产品标准的关注度也是前所未有的高涨，因此，汾酒这4年磨一剑的“内控标准”或将成为其抢占市场的又一利器，成为新的“核心竞争力”。

(糖酒快讯)

加多宝推出金罐

加多宝方面表示，之所以推出金罐，与其天时、地利、人和的物质基

础是密不可分的。

“面临国家良好的宏观政策与加多宝品牌这个千载难逢的历史机遇，我们推出红罐升级版一金罐加多宝凉茶是势在必行、刻不容缓的，也是加多宝经过长期酝酿和反复论证后，所做出的一项重大的战略举措。”加多宝集团总裁阳爱星在发布会上表示，“金色更能承载中国上下 5000 年的文化内涵，它不仅象征着富贵和高档，也象征着凉茶领导者的王者风范。金罐是应消费者呼声推出的，是消费者自己选出来的，完全贴合消费市场的趋势；金罐加多宝完全和竞品区隔，独一无二，与众不同，消费者不再混淆，能正确选择真正的正宗凉茶。金罐加多宝不仅承载着加多宝百炼成金的过去，也能更好的诠释加多宝对中国凉茶黄金时代的期许。”

阳爱星在发布会上还透露，加多宝将整合集团所有内外部资源，打造与金罐加多宝凉茶相配套的“金标准”体系，开启加多宝凉茶的“黄金时代”。简单的说，就加多宝首创的 360 度品质管理体系在行业内一直保持着绝对的优势。此次的升级 2.0 版，在原材料管控、提取工艺、过程质量管理等方面进行系统性升级，打造与国际接轨的世界级工厂，强化金罐加多宝凉茶在国际市场的核心竞争能力。

在中国定位第一人、特劳特中国区合伙人邓德隆看来，加多宝在品牌成功转换后经过 3 年的精心运作，已牢牢占据了凉茶领导者地位，使得加多宝凉茶得以遥遥领先于凉茶市场，而在国家整体战略下，加多宝顺势进行战略升级，推出金罐，在消费者心智中与其他凉茶品牌形成差异化，不仅将夯实加多宝在国内市场的龙头地位，并且为加多宝全面布局海外市场，与可口可乐红形成区隔，为全球化竞争奠定了基础。

(羊城晚报)

6. 附录：盈利预测表及周报观点回顾

表 4：重点公司盈利预测表

截止日期	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 2013-15	PE			PEG	PS			评级
		13A	14E	15E		13A	14E	15E		13A	14E	15E	
贵州茅台	2,952	13.25	13.49	14.29	6%	20	19	18	2.7	9.5	9.6	9.0	增持
泸州老窖	365	2.45	0.63	1.32	56%	11	41	20	0.4	3.5	6.8	4.7	增持
洋河股份	1,040	4.65	4.20	4.79	13%	21	23	20	1.6	6.9	7.1	6.3	增持
山西汾酒	216	1.11	0.45	0.52	16%	23	56	48	3.0	3.6	5.4	4.8	谨慎增持
古井贡酒	201	1.24	1.24	1.36	9%	32	32	29	3.1	4.4	4.2	3.8	增持
沱牌舍得	77	0.03	0.02	0.05	136%	653	1098	452	3.3	5.4	5.4	5.2	增持
伊利股份	1,180	1.04	1.44	1.82	22%	37	27	21	1.0	2.5	2.1	1.9	增持
光明乳业	244	0.33	0.43	0.59	32%	60	46	33	1.1	1.5	1.1	1.0	增持
青岛啤酒	622	1.46	1.47	1.50	7%	32	31	31	4.3	2.2	2.1	2.1	谨慎增持
汤臣倍健	325	0.58	0.69	0.84	21%	77	65	53	2.5	21.9	19.0	15.9	增持
海天味业	905	0.59	0.77	0.94	20%	56	43	36	1.8	10.8	9.2	7.9	增持

中炬高新	133	0.27	0.36	0.44	25%	62	46	38	1.5	5.7	5.0	4.2	增持
涪陵榨菜	65	0.70	0.66	0.75	16%	46	49	43	2.6	7.7	7.2	6.0	增持
恒顺醋业	76	0.13	0.28	0.58	61%	194	91	43	0.7	6.8	6.4	5.2	增持
加加食品	76	0.35	0.29	0.39	30%	47	57	43	1.4	4.5	4.5	4.0	增持
双汇发展	877	1.75	1.90	2.11	15%	23	21	19	1.3	2.0	1.9	1.6	增持
煌上煌	49	0.96	1.04	1.22	17%	40	37	32	1.8	5.5	4.7	3.8	增持
金枫酒业	72	0.23	0.23	0.25	9%	62	61	56	6.4	7.0	6.9	6.1	增持
好想你	43	0.69	0.37	0.43	24%	42	79	67	2.8	4.7	4.4	3.8	增持
三全食品	131	0.29	0.20	0.32	63%	111	162	103	1.6	3.6	3.2	2.7	增持
白云山	486	0.76	0.92	1.30	36%	50	41	29	0.8	2.8	2.6	2.1	增持
承德露露	137	0.67	0.88	0.98	11%	41	31	28	2.4	5.2	5.1	4.5	增持
南方食品	65	0.13	0.24	0.49	66%	157	83	41	0.6	4.9	4.3	3.3	增持
双塔食品	141	0.22	0.30	0.50	66%	125	94	56	0.8	18.9	13.1	13.5	增持
安琪酵母	89	0.44	0.45	0.65	37%	61	61	42	1.1	2.9	2.4	2.1	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1、周报 155 期《行业攻守相宜，迎来补涨机遇》2015/4/20

在监管层政策频繁导致市场波动加剧的背景下，滞涨、且季报亮丽可期的食品饮料行业具有较强的确定性，攻守相宜，有望迎来补涨机遇。

2、周报 154 期《海天味业有望打开大众食品的市值空间》2015/4/14

海天味业市值突破千亿后，有望打开调味品行业乃至整体大众食品的市值空间。此外建议从低估值、基本面改善、稀缺性三维度挖掘港股食品股投资机遇。

3、周报 153 期《龙头继续起防御价值，关注港股食品股机遇》2015/4/9

市场风格再平衡下，价值股配置价值有所提升，食品饮料龙头存在补涨机会。此外近期港股升温，部分港股食品公司相对 A 股折价明显，关注港股食品股的投资机遇。

4、周报 152 期《市场风格再平衡下，关注龙头补涨机会》2015/3/31

市场风格再平衡下，价值股配置价值有所提升，食品饮料龙头存在补涨机会，仍重点推荐伊利股份、白云山，春季糖酒会白酒调研信息偏正面，预计一季报前无忧。

5、周报 151 期《龙头有望迎来价值修复，主题机会仍精彩纷呈》2015/3/23

增量资金推动市场连创新高，低涨幅、低估值的食品饮料存补涨需求，预计部分龙头一季报靓丽，提供补涨的基本面基础；另外关注改革、外延及创新的主题弹性品种。

6、双周报 150 期《315 不确定性消除，国企改革主题再升温》2015/3/16

315 晚会不涉及食品饮料公司，压制行业短期投资情绪的因素消除。乳品、调味品、白酒等行业龙头一季报值得期待，国企改革、模式创新等主题性机会有望持续升温。

7、双周报第 149 期《春节白酒销售改善，仍看好估值修复》2015/3/2

降息对行业基本面中性，有望提升行业估值。受益于春节延后，白酒及部分大众品龙头春节销售情况良好，一季报改善值得期待，继续看好白酒及大众品龙头估值修复。

8、双周报第 148 期《存量博弈下配置价值凸显，新增重点推荐泸州老窖》2015/2/17

存量博弈格局下食品饮料板块配置价值凸显，继续看好估值修复，关注成长性较高的子品类及模式创新的公司。泸州老窖基本面底部渐已明朗，作重点推荐。

9、双周报第 147 期《守候估值修复，关注成长品类及模式创新》2015/2/3

近期市场波动加大，低估值，低涨幅的食品饮料行业防御价值较强，继续推荐大众品龙头公司，积极关注仍具有较强成长性的细分行业及模式创新的公司。

10、双周报第 146 期《避风港价值凸显》2014/1/19

证监会对两融业务监管加强，短期市场风险偏好或将降低，稳健增长、低估值的食品饮料板块配置价值凸显。

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		