

食品饮料投资策略

挖掘高景气、寻找新机遇、紧跟国企改革

评级： 增持
前次： 增持

分析师

张帅

胡彦超

zhangshuai@r.qlzq.com.cn

S0740512070001

范劲松

021-20315176

fanjs@r.qlzq.com.cn

huyc@r.qlzq.com.cn

张喆

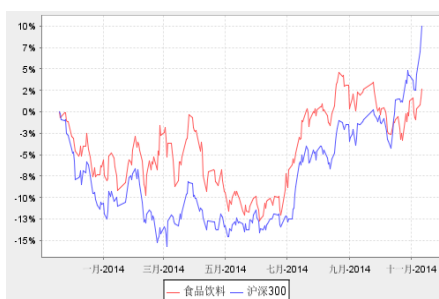
2015 年 12 月 23 日

zhangzhe01@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	0
行业总市值(百万元)	855379.33
行业流通市值(百万元)	757150.10

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

股票名称	股价 (元)	EPS		PE		投资评级	目标价
		2015E	2016E	2015E	2016E		
泸州老窖	25.92	1.13	1.42	22.9	18.3	买入	35.8
上海梅林	12.90	0.19	0.46	67.9	28.0	买入	21.3
洽洽食品	18.11	0.72	0.80	25.2	22.6	买入	20
汤臣倍健	36.48	0.94	1.23	38.8	29.7	买入	40
西王食品	17.64	0.48	0.69	36.8	25.6	买入	19.2
东阿阿胶	51.80	2.62	3.03	19.8	17.1	买入	69.7
洋河股份	67.00	4.79	5.19	14.0	12.9	买入	72.7
张裕A	44.40	1.55	1.79	28.6	24.8	买入	60
贵州茅台	216.88	13.17	14.36	16.5	15.1	买入	258.48
伊利股份	16.12	0.72	0.92	22.4	17.5	买入	23
双汇发展	19.27	1.27	1.39	15.2	13.9	买入	31.8

投资要点□

- **2015 年板块回顾：涨幅低、持仓低，整体表现平淡。**在 A 股今年波澜壮阔的牛市行情中，食品饮料板块表现较为平淡，截至到 12 月 15 日整体涨幅 21.50%，位居申万行业 28 个一级分类倒数第六位。同时，食品饮料基金持仓三季度虽上升至 3.87%，但仍然处于低配水平，并远低于历史峰值的 8.8%。板块涨幅较低的原因，一方面在于牛市中食品饮料能够涉及到的主题和热点相对较少，另一方面在于行业整体增速下台阶，特别是没有经历过白酒式调整的其他子行业告别了前几年的高增长。
- **2016 年把握三条投资主线：挖掘高景气、寻找新机遇、紧跟国企改革。**我们在四季度策略中指出未来低增速或成为行业新常态，但其中也不乏相对高增长的子品类以及可能的结构性机会，2016 年我们认为可以从挖掘高景气度、寻找新机遇、紧跟国企改革三条主线把握食品饮料的投资机会。
- **主线一——挖掘高景气：葡萄酒开启新一轮消费增长，乳制品和肉制品竞争格局变化利于龙头地位强化及新领导者崛起。**高端品中，我们认为白酒明年继续呈现弱复苏态势，但分化加剧，首推享受 100-300 元价格带消费升级的 泸州老窖和 洋河股份，另外推荐持续稳健增长的 贵州茅台；葡萄酒短期复苏有望持续、进口酒高歌猛进，长期成长空间仍足，首推积极拥抱进口酒、初步完成进口酒战略布局的龙头 张裕 A。对于大众品，除了仍然相对高增长的预调酒和高端食用油等细分子品类，整体增速下台阶，我们更为关注竞争格局的变化，其中乳制品和肉制品的竞争格局变化有利于龙头份额的持续提升及新领导者崛起，调味品虽仍相对高景气但市场竞争在加剧，相关标的推荐 西王食品、伊利股份、上海梅林、双汇发展。
- **高端品：白酒弱复苏，葡萄酒开启新一轮消费增长。**(1) 白酒：继续演绎弱复苏，但分化加剧，100-300 元产品将最受益。2015 年白酒行业营收、净利润总体向好，我们认为 2016 年总体维持个位数增长。高端白酒在经历过今年的修正后明年增长动力不足。100-300 元价格带的品牌产品将受益于消费升级，如洋河的海之蓝、天之蓝，泸州老窖的特曲和窖龄酒。100 元以下的产品处于混战，产业洗牌加速。(2) 葡萄酒：行业持续复苏，进口酒高歌猛进。短期行业复苏有望持续，预计 2016 年 10% 增长，具性价比

的进口酒继续高歌猛进，开启新一轮消费增长，国内消费习惯正在逐渐养成。我们认为看待进口酒的视角应该从强冲击到新增长转变，张裕、中粮等都开始积极拥抱进口酒，打开了其新一轮成长空间，而渠道和品牌优势决定了他们在混乱的进口酒市更具优势场，更有可能建立起品牌。

- **大众品：整体增速下台阶，关注竞争格局变化——乳制品、肉制品竞争格局变化利于龙头地位强化及新领导者崛起，调味品相对高景气但竞争在加剧，啤酒、速冻食品仍需等待。**（1）乳制品：原奶价格低位促使行业竞争恶化，龙头伊利市场份额稳步提升，关注低基数效应下的乳制品龙头的基本面复苏以及奶粉行业的主题性投资机会；（2）肉制品：需求企稳，雨润逐渐式微、金锣问题频发，市场格局有望重塑，积极关注正在成长为综合性肉食航母的上海梅林，同时龙头双汇的市场地位及份额也有望得到持续强化和提升；（3）调味品：增速下滑但仍相对高景气，市场竞争加剧有望提速行业整合步伐。龙头海天外延式拓展的需求和迫切性在不断增加，另外中炬高新在资本支持下也有望加速外延发展；（4）啤酒：低增速不改，关注两大巨头整合带来国内格局变化；（5）预调酒：仍处于高速成长期，期待市场蛋糕共同做大。随着道格拉斯等更多专业玩家的加入，预调酒的行业空间有望打开；（6）食用油：健康油脂占比逐渐提升，看好玉米油、葵花籽油、橄榄油、芝麻油等品类，两强格局不妨碍其他细分龙头崛起；（7）软饮料：淡味不淡、健康相伴，继续看好近水饮料及近原味果汁饮料；（8）速冻食品：增速换挡已成定局，品类创新是长期看点。
- **主线二——寻找新机遇：牛肉产业、茶叶电商、已爆发品类中的新公司。**综合产业和资本视角，对于短期甚至来年有可能爆发的品类或行业做一个预判，我们筛选出明年可能爆发的新机遇：牛肉产业、茶叶电商、预调酒中的新公司，其中重点关注空间巨大且处于竞争蓝海的牛肉市场。
- **新机遇之一：牛肉产业——空间巨大的蓝海市场，渐近的食品产业性机会。**牛肉行业规模保守测算 5000 亿元，且成长潜力仍足，目前市场仍然处于较为初级的竞争阶段，品牌化、冷鲜化都刚刚起步，规模最大的收入体量不过十几亿，未来空间和机会不言而喻。近期各路资本和上市公司抢夺海外资源，也表明产业对国内牛肉市场的极度看好。同时，我们也认为由于禀赋差距，未来的竞争成败就在海外布局，其中模“控制海外资源+国内具有品牌/渠道”模式最具优势。牛肉产业首推上海梅林，重点关注伊赛牛肉、得利斯。
- **新机遇之二：茶叶大众化消费时代来临，茶叶电商有望复制坚果电商奇迹。**中国茶行业持续快速成长，已成为全球最大的茶叶生产国、茶叶消费国以及最大的茶叶出口国之一。我们预计当前茶叶零售规模在 1000 亿元左右，但呈现大行业小公司的特点、品牌化初期，是下一个百亿市值公司诞生的行业。限三公后市场趋于理性化，茶叶的大众消费时代来临，而品类属性决定了茶叶是非常适合电商化的品类，有望复制坚果电商奇迹，其中我们认为无论是传统茶叶品牌还是纯互联网品牌或垂直电商都将受益。
- **新机遇之三：寻找已爆发品类中的新公司，关注预调酒行业新的专业玩家。**2015 年 9 月青岛道格拉斯推出 AK-47 男人鸡尾酒，签约郑凯作为代言，并赞助湖南卫视王牌真人秀节目《全员加速中》，而在此前的 8 月大名城战略入股道格拉斯 30% 股权，道格拉斯承诺 2016-2018 年实现净利润分别为 0.7、2.2、6.2 亿元。无论从当前的投入还是未来的盈利预测来看，道格拉斯都表现出对于发展预调酒的力度和决心，而作为国内一直深耕洋酒领域的专业玩家，其未来很有可能成为行业的第一梯队。建议各位投资者朋友持续关注新的预调酒品牌 AK-47 的推广情况，在差异化定位及强力营销下或将迎来爆发性增长。
- **主线三——国企改革：2016 年有望迎来密集落地期，尤其关注白酒国改。**今年国企改革相关政策密集出台，尤其是 9 月份国企改革最重要的顶层设计方案发布，而“1+N”系列配套文件近期有望加速推出，2016 年有望成为国企改革实质推进的大年。随着各种配套细则推出，很多地方国企才会进入真正的落地阶段，从而国企改革也将成为明年贯穿全年的重要投资主线。其中，重点关注白酒国企改革，除了已出方案的五粮液和沱牌舍得外，泸州老窖、顺鑫农业、山西汾酒等都有比较强烈的国企改革预期。非白酒中，建议密切跟踪中炬高新、上海梅林、恒顺醋业、燕京啤酒、涪陵榨菜。
- **投资建议：从资金的不同配置需求我们分别推荐**（1）进攻组合：泸州老窖、上海梅林、洽洽食品、汤臣倍健、西王食品；（2）稳健组合：东阿阿胶、洋河股份、张裕 A、贵州茅台、伊利股份、双汇发展。

内容目录

2015 年板块回顾及 2016 年投资思路	- 7 -
2015 年食品饮料板块回顾：涨幅低、持仓低，整体表现平淡	- 7 -
2016 年把握三条投资主线：挖掘高景气、寻找新机遇、紧跟国企改革	- 8 -
高端品：白酒继续弱复苏，葡萄酒开启新一轮消费增长	- 9 -
白酒：继续演绎弱复苏，100-300 元产品将最受益	- 9 -
葡萄酒：行业持续复苏，进口酒高歌猛进开启新一轮消费增长	- 11 -
大众品：整体增速下台阶，关注竞争格局变化，首选肉制品、乳制品和食用油	- 13 -
乳制品：原奶价格低位促使行业竞争恶化，龙头伊利市场份额稳步提升	- 13 -
肉制品：需求企稳，雨润逐渐式微、金锣问题频发，市场格局有望重塑	- 16 -
调味品：增速下滑但仍相对高景气，市场竞争加剧有望提速行业整合步伐	- 17 -
啤酒：低增速不改，关注两大巨头整合带来国内格局变化	- 18 -
预调酒：仍处于高速成长期，期待市场蛋糕共同做大	- 20 -
食用油：健康油脂占比逐渐提升，两强格局不妨碍其他细分龙头崛起	- 21 -
软饮料：淡味不淡、健康相伴，继续看好近水饮料及近原味果汁饮料	- 22 -
速冻食品：增速换挡已成定局，品类创新是长期看点	- 23 -
寻找新机遇：牛肉产业、茶叶电商、已爆发品类中的新公司	- 25 -
新机遇之一：牛肉产业，空间巨大的蓝海市场、渐近的食品产业性机会	- 25 -
新机遇之二：茶叶大众化消费时代来临，茶叶电商有望复制坚果电商奇迹	- 28 -
新机遇之三：寻找已爆发品类中的新公司，关注预调酒行业新的专业玩家	- 32 -
国企改革：2016 年有望迎来密集落地期，尤其关注白酒国改	- 35 -
投资建议	- 37 -
进攻组合：泸州老窖、上海梅林、洽洽食品、汤臣倍健、西王食品	- 37 -
稳健组合：东阿阿胶、洋河股份、张裕 A、贵州茅台、伊利股份、双汇发展	- 48 -
附表：重点覆盖公司估值表	- 60 -

图表目录

图表 1：2015 年食品饮料板块涨幅位居倒数	- 7 -
图表 2：食品饮料板块从 2012 年高点算几乎没涨	- 7 -
图表 3：目前食品饮料板块基金持仓处于低位	- 7 -
图表 4：食品饮料绝对估值处于中下水平	- 7 -
图表 5：近十年食品饮料板块估值相对 A 股整体平均溢价达 2.08 倍，当前只有 1.79 倍，估值洼地显著	- 8 -
图表 6：2016 年食品饮料各子行业景气象限图	- 9 -
图表 7：白酒营业收入增速	- 10 -
图表 8：处于 100-300 元价格带的白酒代表	- 11 -
图表 9：1-3Q15 葡萄酒行业收入同比增长 11.2%	- 11 -

图表 10: 1-3Q15 葡萄酒行业收入同比增长 17.4%	- 11 -
图表 11: 100 元以下产品销售占比大幅提升至 60%	- 12 -
图表 12: 1H15 张裕普通干红增速高达 25%	- 12 -
图表 13: 1H15 进口葡萄酒市场份额提升至 28%	- 12 -
图表 14: 2015 年前 10 月葡萄酒进口量增长 43.5%	- 13 -
图表 15: 2015 年前 10 月葡萄酒进口额增长 20.0%	- 13 -
图表 16: 张裕和长城葡萄酒海外布局情况	- 13 -
图表 17: 国内生鲜乳价格处于低位	- 14 -
图表 18: 2015 年国内液体乳单月产量略有回升	- 14 -
图表 19: 2015 年乳制品企业仅有个位数收入增长	- 14 -
图表 20: 2015 年乳制品企业营业费用大幅提高	- 14 -
图表 21: 伊利前三季度净利润同比增长 2.23%	- 14 -
图表 22: 光明前三季度净利润同比下降 39.32%	- 14 -
图表 23: 新西兰预计 15 年奶牛存栏量下降 1.5%	- 15 -
图表 24: 贝因美原材料库存同比下滑 44.74%	- 15 -
图表 25: 预计未来五年国内将进入出生高峰期	- 16 -
图表 26: 国内母乳喂养率低于世界平均水平	- 16 -
图表 27: 预判未来五年奶粉需求量仍能保持 80-90 万吨	- 16 -
图表 28: 猪肉需求指数显示 2015 年猪肉消费需求筑底回升	- 17 -
图表 29: 我国屠宰 CR8 不足 9%	- 17 -
图表 30: 我国低温肉制品市场集中度也较低	- 17 -
图表 31: 调味品行业收入及增速情况	- 18 -
图表 32: 中国调味品行业集中度很低 (CR5)	- 18 -
图表 33: 以酱油为例——整个酱油行业新一轮产能扩张已经展开, 龙头企业借力资本市场挤压小企业	- 18 -
图表 34: 国内人均啤酒消费量上升空间有限	- 19 -
图表 35: 欧美经验显示在近 20 年中啤酒消费量在减少	- 19 -
图表 36: 房地产完成投资额增速与啤酒销量增速成正比	- 19 -
图表 37: 2015 年前三季度啤酒产量持续下降幅度扩大	- 19 -
图表 38: 华润雪花股权归属的四种猜想及行业评级	- 20 -
图表 39: 百威英博整合雪花可能形成“百威+哈尔滨啤酒+华润雪花+地方品牌”的产品体系	- 20 -
图表 40: 美国啤酒行业 CR4 和 CR1 分别达到 68%和 30%行业出现利润率拐点	- 20 -
图表 41: 预调酒销量增速情况, 预计 2015 年回落	- 21 -
图表 42: 预调酒市场份额, RIO 超过 50%	- 21 -
图表 43: 预计未来 3 年玉米油增速仍将维持两位数	- 22 -

图表 44: 中国葵花籽油消费量近两年猛增	22 -
图表 45: 在金龙鱼、福临门两强格局下依然产生了鲁花、西王、长寿花、多力等细分油种龙头	22 -
图表 46: 近水饮料受到年轻消费者追捧	23 -
图表 47: NFC 果汁概念兴起	23 -
图表 48: 2015 年速冻食品单月产量持续处于负增长	23 -
图表 49: 2015 年速冻食品企业收入增速尚无起色	24 -
图表 50: 2015 年速冻食品企业利润增速再下台阶	24 -
图表 51: 日本速冻食品市场规模的成长速度和相关家电的普及率有很大的相关性	24 -
图表 52: 日本速冻食品成长期后半段及成熟期, 品类扩张成为最重要的核心驱动力	25 -
图表 53: 2000-2014 我国牛肉表观消费量 (千吨)	26 -
图表 54: 牛肉在整个肉类的消费占比中大幅提升	26 -
图表 55: 牛肉价格 2008 年来一路攀升 (元/公斤)	26 -
图表 56: 我国牛肉进口量近几年猛增 (千吨)	26 -
图表 57: 国内牛肉产量近几年几乎没有增长	26 -
图表 58: “中原肉牛带” 四省牛存栏量下滑严重	26 -
图表 59: 新西兰等海外国家资源禀赋优势明显	27 -
图表 60: 欧美不吃的牛下水深受国内消费者喜爱	28 -
图表 61: 全球主要茶叶消费国	28 -
图表 62: 中国茶叶产量近十五年复合增长率 8.9%	29 -
图表 63: 中国茶园面积近十五年复合增长率 8.5%	29 -
图表 64: 中国茶叶零售市场消费金额	29 -
图表 65: 2010 年中国茶叶行业十强企业排行榜	30 -
图表 66: 近几年中国茶企融资情况	30 -
图表 67: 大宗茶产量占比逐渐提升	31 -
图表 68: 大宗茶产值占比逐渐提升	31 -
图表 69: 以渠道看, 互联网对食品饮料各子行业的改造顺序和程度	32 -
图表 70: 茶叶上市公司、茶叶非上市公司、茶叶网络品牌以及茶叶垂直电商梳理	32 -
图表 71: 公司之前的主打产品 AK-47 伏特加	33 -
图表 72: 公司之前推出的预调酒品牌阿卡塔	33 -
图表 73: 大名城增资入股后道格拉斯股权结构	33 -
图表 74: 道格拉斯未来 3 年的业绩承诺 (万元)	33 -
图表 75: 道格拉斯新推出的 AK-47 男人鸡尾酒	34 -
图表 76: 郑凯成为 Ak-47 鸡尾酒品牌代言人	35 -
图表 77: 赞助湖南卫视最新节目《全员加速中》	35 -
图表 78: 2015 年国企改革出台的相关政策梳理	36 -

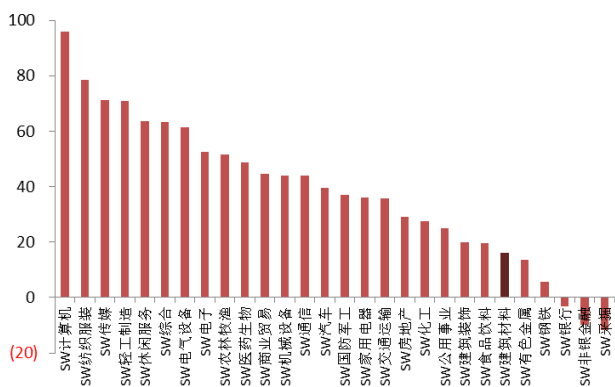
图表 79: 国有企业数量占板块的比例为 37.18%.....	- 36 -
图表 80: 国有企业市值占板块的比例为 49.12%.....	- 36 -
图表 81: 各个子行业国企市值占比	- 37 -
图表 82: 食品饮料板块国有企业一览表, 其中一半已改或有初步改革方案	- 37 -
图表 83: 核心产品定位	- 38 -
图表 84: 产品结构分布	- 38 -
图表 85: 泸州老窖财务预测表	- 39 -
图表 86: 上海梅林财务预测表	- 42 -
图表 87: 洽洽食品财务预测表	- 44 -
图表 88: 汤臣倍健财务预测表	- 46 -
图表 89: 西王食品财务预测表	- 48 -
图表 90: 东阿阿胶财务预测表	- 50 -
图表 90: 重点省份市场情况	- 51 -
图表 91: 洋河业务构架	- 52 -
图表 92: 洋河股份财务预测表	- 53 -
图表 93: 张裕 A 财务预测表	- 55 -
图表 94: 单季度销售收入、利润增速 (%)	- 56 -
图表 95: 预收账款大幅增长 (亿元)	- 56 -
图表 96: 贵州茅台财务预测表	- 56 -
图表 97: 伊利股份财务预测表	- 58 -
图表 98: 双汇发展财务预测表	- 59 -
图表 99: 重点覆盖公司盈利预测和估值表	- 60 -
图表 99: 键入图表的标题	- 61 -

2015 年板块回顾及 2016 年投资思路

2015 年食品饮料板块回顾：涨幅低、持仓低，整体表现平淡

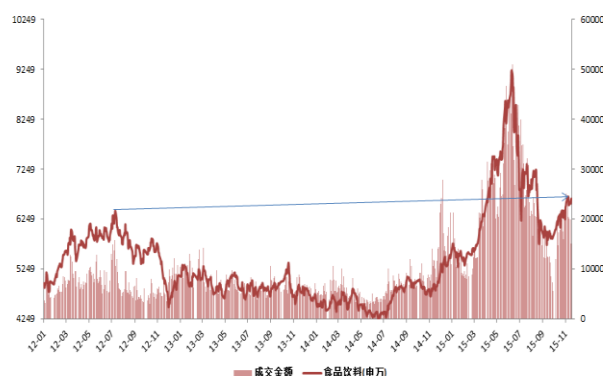
- 在 A 股今年波澜壮阔的牛市行情中，食品饮料板块表现较为平淡，截至到 12 月 15 日整体涨幅 21.50%，位居申万行业 28 个一级分类倒数第六位。同时，食品饮料基金持仓三季度虽上升至 3.87%，但仍然处于低配水平，并远低于历史峰值的 8.8%。板块涨幅较低的原因，一方面在于牛市中食品饮料能够涉及到的主题和热点相对较少，另一方面在于行业整体增速下台阶，特别是没有经历过白酒式调整的其他子行业告别了前几年的高增长
- 从估值角度看，食品饮料不论相对估值还是绝对估值目前都处于较低水平，绝对估值 28.19 倍处于申万行业一级分类中下水平，相对 A 股整体估值溢价为 1.79 倍，而历史均值为 2.08，估值洼地效应显著。而拉长来看，板块从 2012 年中的鼎盛时期已经沉寂了 3 年之久。

图 1：2015 年食品饮料板块涨幅位居倒数



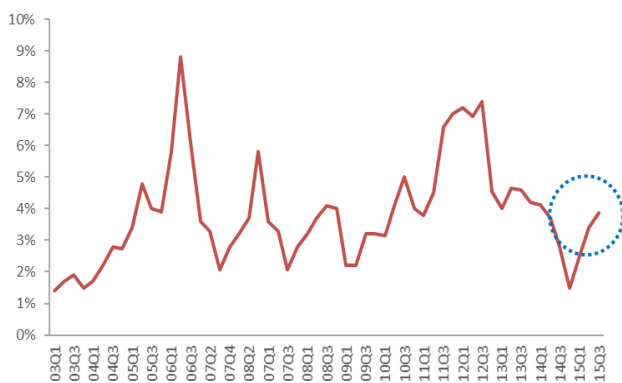
来源：WIND、中泰证券研究所（截至到 12 月 15 日）

图 2：食品饮料板块从 2012 年高点算几乎没涨



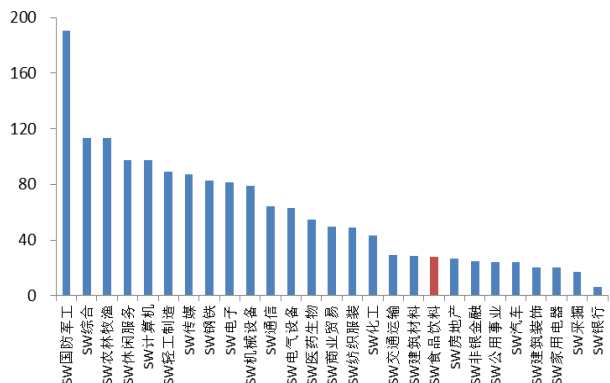
来源：WIND、中泰证券研究所

图 3：目前食品饮料板块基金持仓处于低位



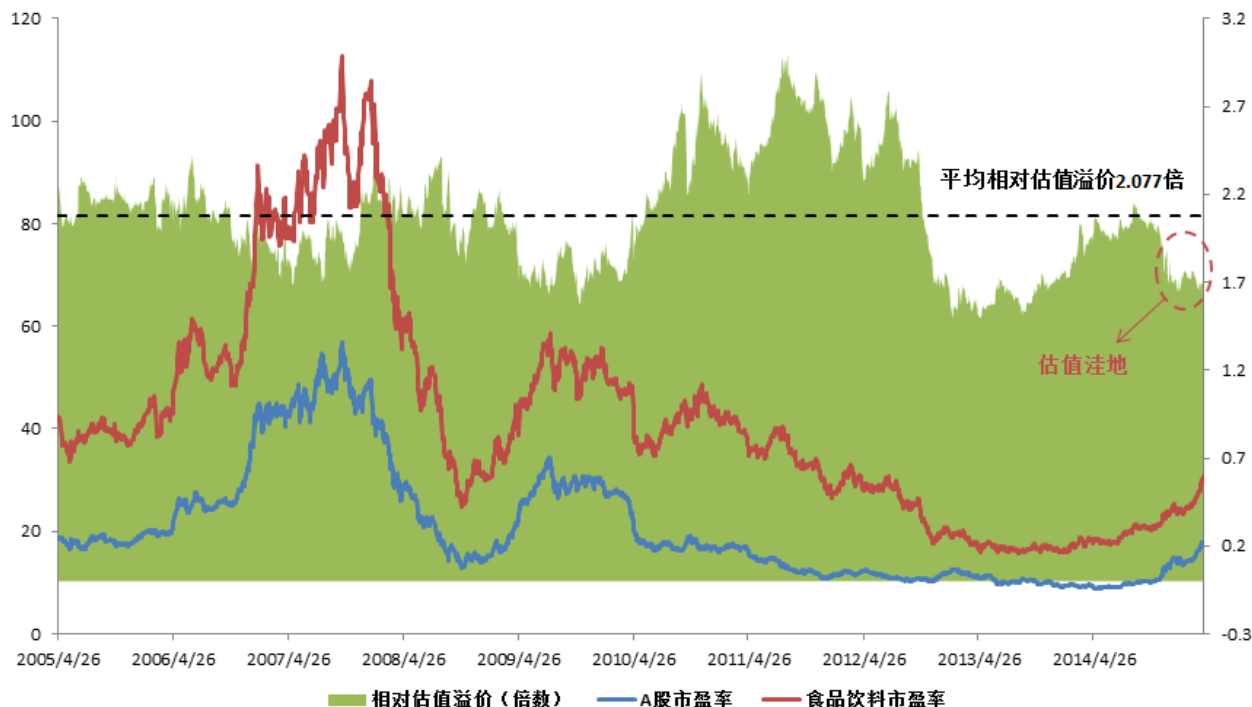
来源：WIND、中泰证券研究所

图 4：食品饮料绝对估值处于中下水平



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 5：近十年食品饮料板块估值相对 A 股整体平均溢价达 2.08 倍，当前只有 1.79 倍，估值洼地显著



来源：中泰证券研究所

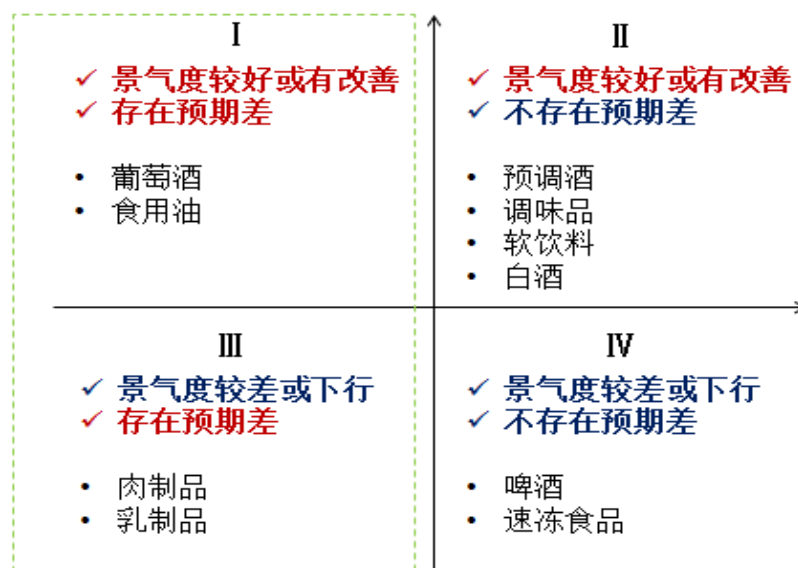
2016 年把握三条投资主线：挖掘高景气、寻找新机遇、紧跟国企改革

- 我们在四季度策略中指出未来低增速或成为行业新常态，但其中也不乏相对高增长的子品类以及可能的结构性机会，2016 年我们认为可以从挖掘高景气度、寻找新机遇、紧跟国企改革三条主线把握食品饮料的投资机会。
- **主线一：挖掘高景气。**我们对于 2016 年食品饮料行业整体的景气度研判为：白酒弱复苏、葡萄酒新增长，大众品关注竞争格局变化。高端品中，我们认为白酒明年继续呈现弱复苏态势，但分化加剧，首推享受 100-300 元价格带消费升级的泸州老窖和洋河股份，另外推荐持续稳健增长的贵州茅台；葡萄酒短期复苏有望持续、进口酒高歌猛进，长期成长空间仍足，首推积极拥抱进口酒、初步完成进口酒战略布局的龙头张裕 A。对于大众品，除了仍然相对高景气的调味品、预调酒和高端食用油，整体增速下台阶，我们更为关注竞争格局的变化，其中乳制品和肉制品的竞争格局变化有利于龙头份额的继续提升，相关标的推荐西王食品、伊利股份、双汇发展、海天味业。
- **主线二：寻找新机遇。**综合产业和资本视角，对于短期甚至来年有可能爆发的品类或行业做一个预判，我们筛选出明年可能爆发的新机遇——牛肉产业、茶叶电商、预调酒中的新公司，其中重点关注空间巨大且处于竞争蓝海的牛肉市场。牛肉产业首推上海梅林，重点关注伊赛牛肉、得利斯，其他可关注西部牧业、天山生物、福成五丰。
- **主线三：紧跟国企改革。**我们认为明年国企改革将再次成为贯穿全年的投资主线，经历过 2015 年相关政策的密集出台，2016 年有望迎来大范

国的实质性落地，其中尤其关注白酒领域的国企改革机会。白酒中重点关注泸州老窖、顺鑫农业、五粮液、沱牌舍得、山西汾酒，非白酒中密切跟踪中炬高新、上海梅林、恒顺醋业、燕京啤酒、涪陵榨菜。

- 进攻组合：泸州老窖、上海梅林、洽洽食品、汤臣倍健、西王食品。
- 稳健组合：洋河股份、张裕 A、贵州茅台、伊利股份、双汇发展。

图表 6：2016 年食品饮料各子行业景气象限图



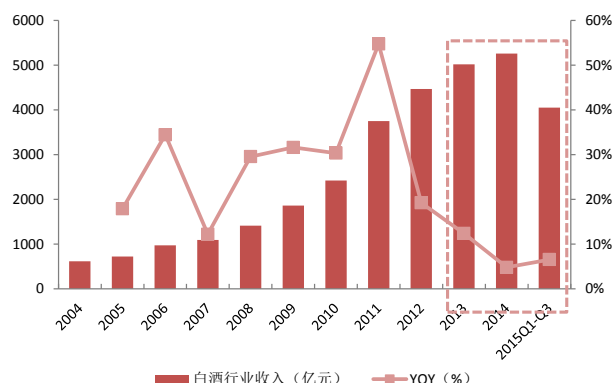
来源：中泰证券研究所

高端品：白酒继续弱复苏，葡萄酒开启新一轮消费增长

白酒：继续演绎弱复苏，100-300 元产品将最受益

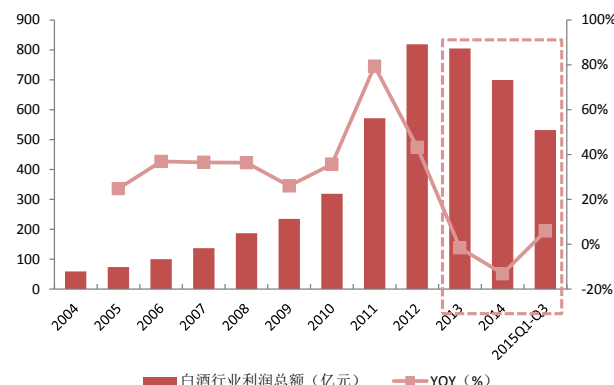
- 我们认为 2015 年白酒行业营收、净利润总体向好，2016 年总体维持个位数增长。从公布的白酒上市公司第三季度季报来看，前三季度实现营收 836 亿元，同比增长 5.86%；实现净利润 121 亿元，同比增长 7.2%。12 家公司净利润实现了同比增长，我们认为行业总体向上的趋势继续持续。从增速来看，三季度行业增速加码至 8.1%（高于前三季度的平均值 5.9%），利润增速更是高达至 17%（高于前三季度的平均值 7.2%）。行业营收、净利润总体向好。
- 但是现阶段高端白酒一批价格不温不火，产品量增价不增，反映出行业增长动力不足。价格起不来，意味着经销商继续维持低毛利，经销商不挣钱的风险成为行业发展最大的风险。综合评估而言，白酒行业 2016 年我们总体给予个位数增长的预判。

图表 7：白酒营业收入增速



来源：WIND、中泰证券研究所

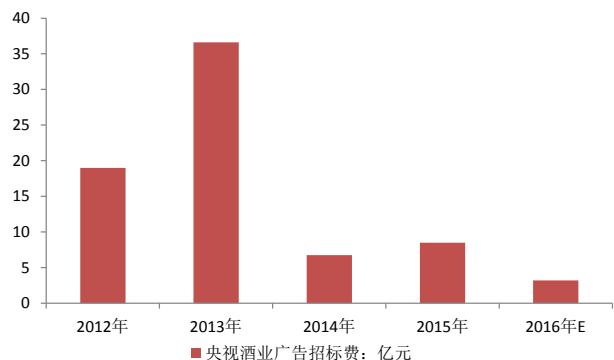
图表 2：白酒净利润增速



来源：WIND、中泰证券研究所

- **经济活动的放缓或制约着高端白酒的增长。**我们认为 2015 年高端酒（500 元以上）的产品是 2012-2014 年超跌后的修复，经过了 2015 年的修复，高档酒需要增长要么来自于军政务的崛起，要么来自于经济活动的加速。从 2016 年白酒企业央视竞标下滑的局面来看，军政务消费的崛起难以实现；而现在行业经济总体增速放缓，经济略显疲态，高端白酒消费堪忧。

图表 3：2016 年酒企业央视招标成交金额下滑



来源：中泰证券研究所

图表 4：白酒企业竞标成交骤减 (亿元)

	单位名称	竞标金额	投放栏目
2016年	燕京啤酒	9976万元	新闻联播
	劲牌	8263万元	CCTV1, 《了不起的挑战》
	沱牌舍得	4900万元	CCTV3, 《国家宝藏》
	洋河股份	4545万元	CCTV2, 《时尚大师》
	青岛啤酒	4263万	欧洲杯《射手雄风》
2013年部分酒企	剑南春	6.09亿元	整点新闻和新闻联播
	五粮液	4.99亿元	《新闻联播》报时三个单元的广告
	贵州茅台	3.52亿元	《新闻联播》报时两个单元的广告
	洋河股份	3.12亿元	《梦想合唱团》《中国好功夫》
	山西汾酒	1.61亿元	正点新闻报时
	古井贡酒	7999万元	记录频道的合作伙伴
	水井坊	7799万元	央视纪录片频道白酒业冠名权
	四特酒	4399万元	《舌尖上的中国II》的冠名权

来源：中泰证券研究所

- **100-300 元价格的产品享受消费升级的益处最大。**100 元以上的产品消费者重点看品牌和品质，随着消费的升级，消费者愈发重视品牌、健康和品质，多喝酒改为喝好酒，100-300 元价格带的品牌产品或最为受益。如洋河的海之蓝、天之蓝；泸州老窖的特曲和窖龄酒；
- **100 元以下的产品处于混战，产业洗牌加速。**100 元以下的产品消费群体对价格比较敏感，地方酒企较多，产品品牌多。没有核心品牌支撑的单品总体处于混战状态，在行业没有增长的阶段，企业要实现增长普遍采取低价促销的态度，产业的促销或加剧了部分企业的亏损，产业洗牌加速。

图表 8：处于 100-300 元价格带的白酒代表

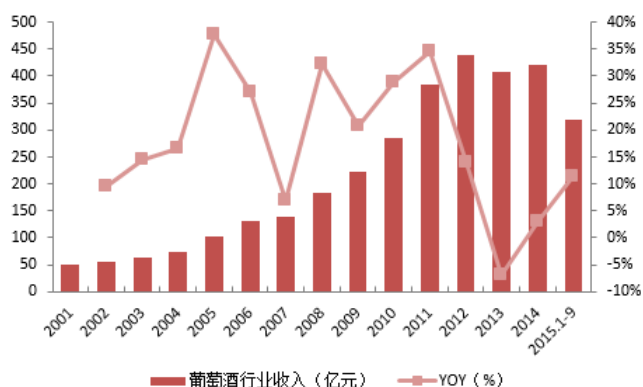


来源：公司官网、中泰证券研究所

葡萄酒：行业持续复苏，进口酒高歌猛进开启新一轮消费增长

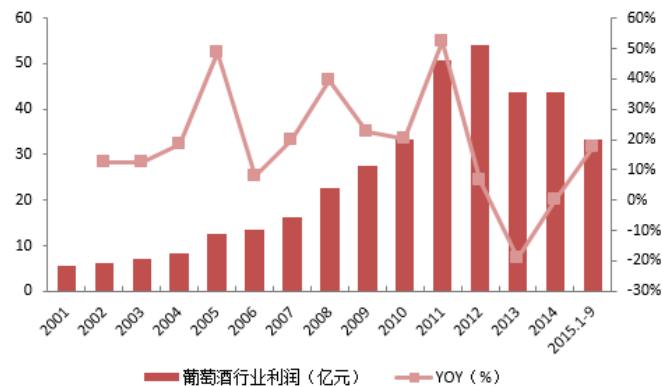
- 行业复苏确立，中低端葡萄酒倍受青睐，预计 2016 年行业仍将维持 10% 左右的增速。2015 年前三季度葡萄酒行业实现收入 318.2 亿元，同比增长 11.2%，净利润 33.7 亿元，同比增长 17.4%。继去年止跌回升后，今年葡萄酒行业延续复苏势头。其中，高性价比的中低端葡萄酒极为畅销，增速达 25% 左右，100 元以下的葡萄酒消费占比也由去年的 26% 大幅上升到 60% 左右。短期来看，我们认为全年行业增速将在 15% 左右。长期来看，葡萄酒行业规模尚小，且符合健康和低酒精度消费大趋势，在消费习惯逐步普及下行业成长潜力十足，我们预计 2016 年行业增速仍可维持在 10% 左右。

图表 9：1-3Q15 葡萄酒行业收入同比增长 11.2%



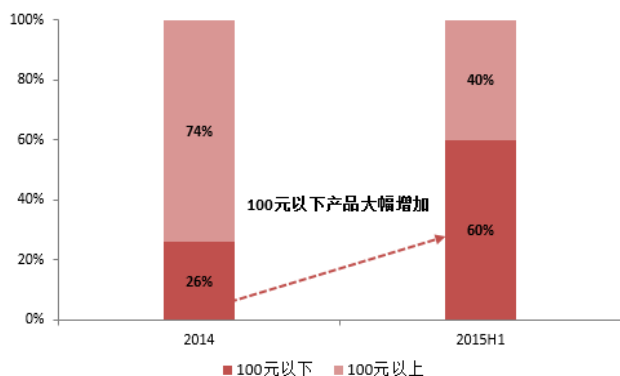
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 10：1-3Q15 葡萄酒行业收入同比增长 17.4%



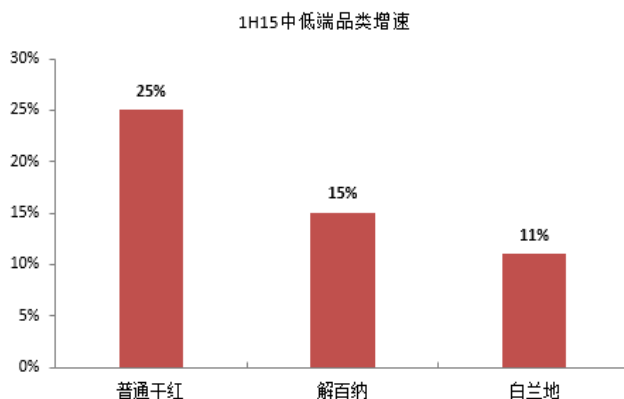
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 11: 100 元以下产品销售占比大幅提升至 60%



来源: 草根调研、中泰证券研究所

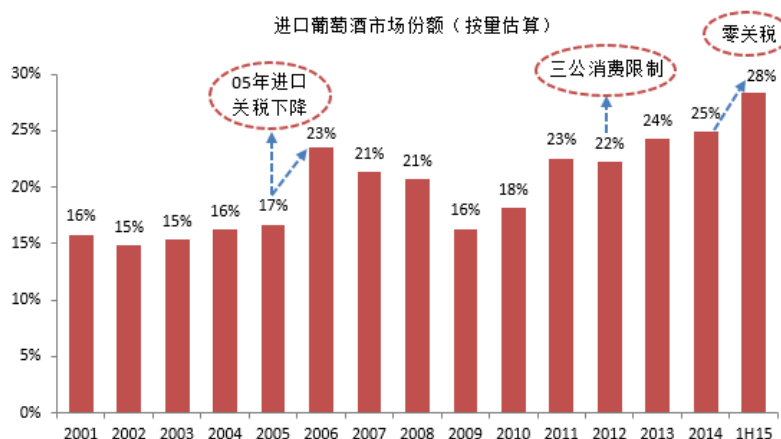
图表 12: 1H15 张裕普通干红增速高达 25%



来源: 公司调研、中泰证券研究所

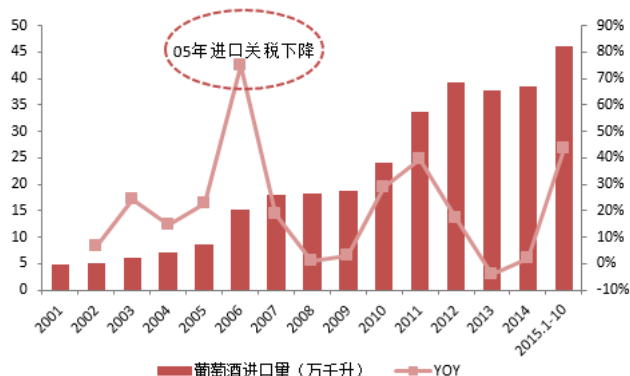
■ 进口酒高歌猛进开启新一轮消费增长，看好龙头张裕海外持续收购带来的潜在增长空间。2015 年前 10 月进口葡萄酒延续量升价跌势态，进口量同比增速达 43.5%，进口额同比增长 20.0%，进口均价大幅下降 16.4%。我们认为零关税的实施使得进口酒的高性价比再次凸显，进口酒的市场份额大幅提升至 28%，预计 2016 年进口酒会延续增长趋势。面对进口酒的高增长，产业界看好进口酒的未来发展前景的声音强烈。我们认为看待进口酒的视角应该从强冲击到新增长转变，以张裕、中粮和洋河为代表的内资酒企已经开始积极布局进口酒业务。我们看好行业龙头张裕的长期投资价值，公司前三季度业绩增速达两位数（Q3 表现不佳是短期问题），其产品和渠道体系逐步精细化。海外收购持续不断，代表着公司的国际化战略正式开启，且管理层对未来的全球化路径规划清晰，有望打造中国的“星座公司”。我们认为，张裕是少数可能把进口酒品牌做出来的企业（目前进口酒占比仅为 2%）。

图表 13: 1H15 进口葡萄酒市场份额提升至 28%



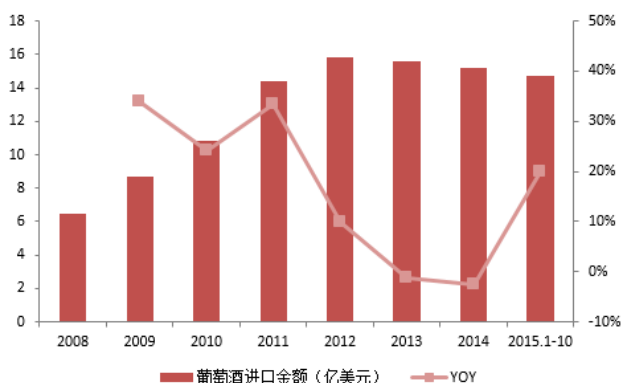
来源: WIND、海关总署、齐鲁证券研究所

图表 14：2015 年前 10 月葡萄酒进口量增长 43.5%



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 15：2015 年前 10 月葡萄酒进口额增长 20.0%



来源：WIND、海关总署、中泰证券研究所

图表 16：张裕和长城葡萄酒海外布局情况

公司	时间	事件
张裕	2013年10月	以4000万元收购了法国富朗多家族干邑公司，目前该酒庄生产的富朗多干邑和多名利白兰地已经在国内上市。
	2014年	出资1000 万欧元在法国设立了一家全资子公司法尚控股，主要从事投资、收购兼并葡萄酒、白兰地等酒类生产、销售及进出口业务。
	2015年8月	以2625万欧元现金收购西班牙葡萄酒生产商爱欧集团75%的股权。
	2015年11月	出资333万欧元(折合人民币约2,260万元)收购卡斯黛乐酒庄公司持有的蜜合花农业公司90%股权。
长城	2015年10月	成立中粮名庄荟国际酒业公司，进口酒产业链整合平台，与澳洲、西班牙葡萄酒巨头签订战略合作协议。

来源：公司公告、糖酒会调研、中泰证券研究所

大众品：整体增速下台阶，关注竞争格局变化，首选肉制品、乳制品和食用油

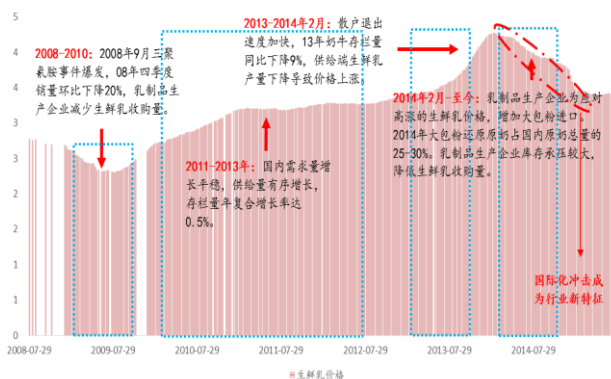
- 2015 年大众品的整体业绩表现弱于白酒，虽然其中也不乏继续保持稳健增长的调味品和仍处于高成长的预调酒，但在整体增速放缓的情况下，我们更为关注竞争格局的变化。
- 对于 2016 年，我们认为乳制品、肉制品竞争格局的变化利于龙头地位强化及新领导者崛起，调味品相对高景气但竞争在加剧，啤酒、速冻食品仍需等待

乳制品：原奶价格低位促使行业竞争恶化，龙头伊利市场份额稳步提升

- 原奶价格低位促使行业竞争恶化，利润水平大幅下滑：原奶价格仍处于低位，国内液体乳产量同比增速重新回归正增长，前 10 个月同比增长

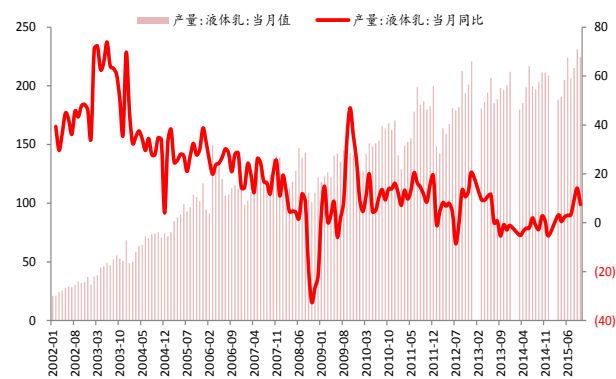
7.52%。但是在终端消费不景气的背景下，过多的产能并不能被市场消化，乳制品行业公司纷纷加大市场费用投放力度。2015 年乳制品企业营业费用大幅提高 30% 以上，在行业收入平均只有个位数增长的情况下，伊利和光明的净利润增速均出现不同程度的下滑。

图表 17：国内生鲜乳价格处于低位



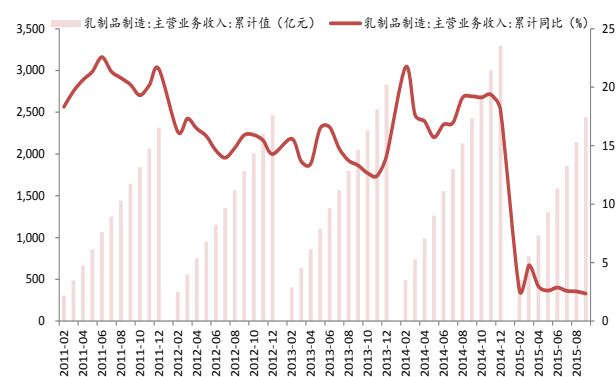
来源：中泰证券研究所

图表 18：2015 年国内液体乳单月产量略有回升



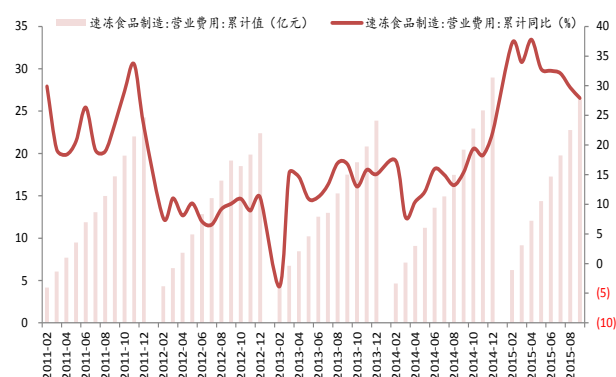
来源：中泰证券研究所

图表 19：2015 年乳制品企业仅有个位数收入增长



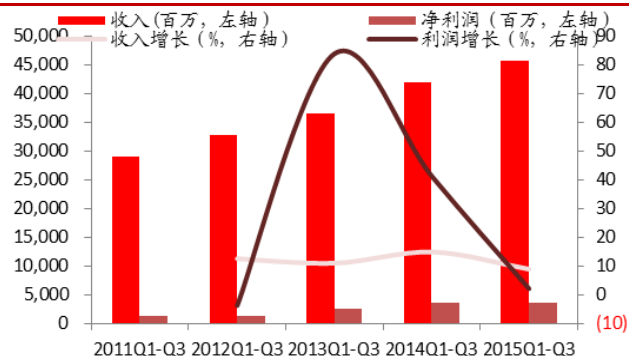
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 20：2015 年乳制品企业营业费用大幅提高



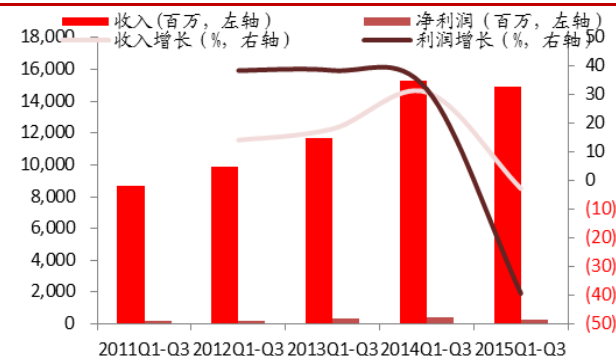
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 21：伊利前三季度净利润同比增长 2.23%



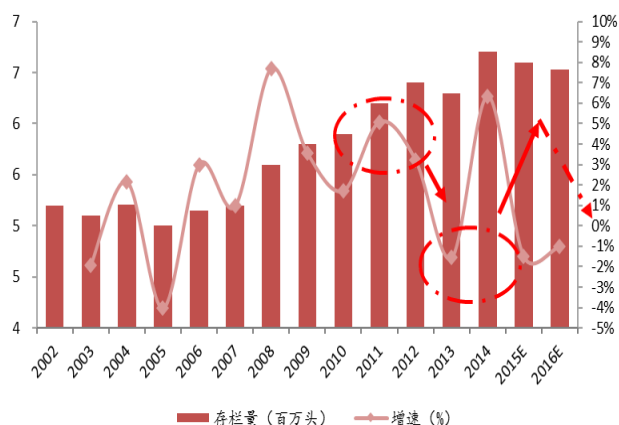
来源：中泰证券研究所

图表 22：光明前三季度净利润同比下降 39.32%

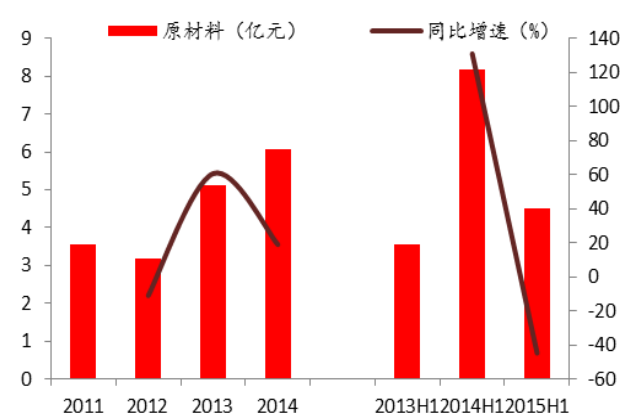


来源：中泰证券研究所

- 国际原奶价格渐筑底，国内生鲜乳价格有望迎来周期性上行：**我们认为在国际原奶的主要输出国新西兰决定减产之后，国际原奶供过于求的局面有望在一定程度上得到缓解，国际原奶价格逐渐筑底并有望迎来持续性的周期上行。伴随着国际全脂奶粉价格企稳并有望周期性上涨，国内外原奶价格的剪刀差缩小；同时以贝因美为代表的国内乳制品企业的大包粉库存有望在今年年底完成消化，而再次大规模囤积大包粉的可能性不大。国内原奶的需求会迎来阶段性的恢复，国内的生鲜乳价格有望企稳反弹。但是鉴于国内大型牧场 2012 年以来的迅速扩张，2014 年以后产能可能会集中释放，此次生鲜乳价格的反弹力度要低于过往。

图表 23：新西兰预计 15 年奶牛存栏量下降 1.5%


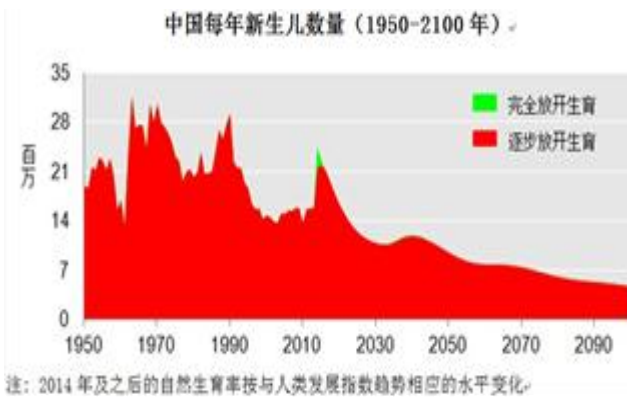
来源：中泰证券研究所

图表 24：贝因美原材料库存同比下滑 44.74%


来源：中泰证券研究所

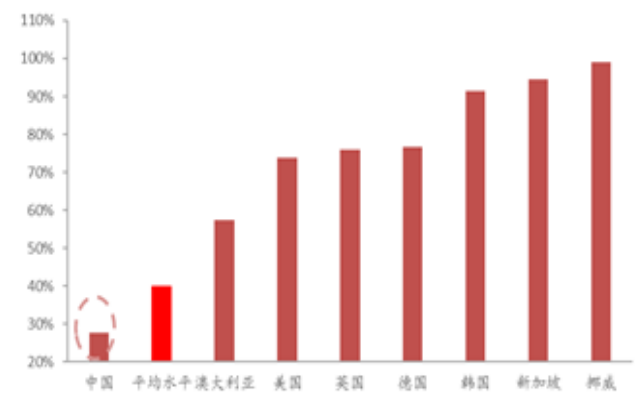
- 出生率小幅回升，但母乳喂养率下降空间较小，婴幼儿奶粉的需求不会出现爆发式增长：**2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会公报明确指出“促进人口均衡发展，坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，积极开展应对人口老龄化行动”，全面二胎政策正式落地。我们认为二胎全面放开短期可小幅提升婴儿出生率，但引发新一轮婴儿潮的概率较小。婴幼儿奶粉需求量受新生婴儿的出生率和母乳喂养率两个重要变量的影响，随着 85-90 年出生人口逐渐步入生育期以及全面二胎政策有望落地，中国的新生婴儿出生率有望小幅回升。但是考虑到国内的母乳喂养率已经显著低于世界平均水平，继续下降的空间不大，我们判断未来婴幼儿奶粉的需求量会保持相对稳定的增速，爆发式增长的可能性不大。

图表 25：预计未来五年国内将进入出生高峰期



来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 26：国内母乳喂养率低于世界平均水平



来源：世界银行、中泰证券研究所

图表 27：预判未来五年奶粉需求量仍能保持 80-90 万吨

类别	2 13	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2 19E
出生率 (%)	12.0	12.3	12.3	12.5	12.7	12.7	13
人口 (亿)	13.61	13.64	13.68	13.72	13.7	13.80	13.85
同比增长 (%)	0.5	0.22	0.30	0.30	0.3	0.30	0.30
出生人口 (万)	1644.09	1687.27	1682.75	1715.25	1747.9	1753.16	1799.9
纯母乳喂养率 (%)	27.00	27.00	28.00	28.00	28.00	28.50	28.0
1-3 岁婴幼儿数量 (万)	4 89 5	4974 13	5014.11	5085.27	5145.2	5216.32	5301.04
奶粉需求人数 (万)	35 9.35	3631 12	3610.16	3 61.39	3705.06	372 . 7	3790.24
单个婴儿年均需求量 (千克/年)	20.00	20.00	22.00	22.00	23.00	2 .00	23.00
奶粉总需求量□万吨□	71.39	72.62	79.42	80.55	85.22	85.78	87.18
同比增长 (□)	0.99	1.73	.3	1.42	5.79	0.66	1.62

来源：中泰证券研究所

- **关注低基数效应下的乳制品龙头的基本面复苏以及奶粉行业的主题性投资机会：**在国内宏观经济低迷，行业增速下滑的背景下，伊利依然获得超过行业平均水平的增长速度，市场占有率稳步提升，常温液态奶销售额的份额同比提升了 2.2%，达到 29%，继续位居行业第一，乳制品龙头地位稳固。伊利各明星单品的收入规模持续保持高速增长，而稳步推进的国际化进程和不断优化的渠道能力为核心单品的稳定增长提供持续的驱动力，公司长期推荐逻辑不变，仍为稀缺的战略投资品种。建议关注在国内原奶价格企稳并有所反弹的情况下，国内乳制品行业竞争格局的改善带来的基本面复苏的投资机会。同时虽然全面二胎实施之后，国内的婴幼儿奶粉的需求量会保持相对稳定的增速，爆发式增长的可能性不大。但是在主题投资为主的市场环境下，可重点关注国内婴幼儿奶粉生产企业贝因美、合生元等。

肉制品：需求企稳，雨润逐渐式微、金锣问题频发，市场格局有望重塑

- 从宏观数据看，猪肉消费开始企稳，餐饮等数据改善良好（需求诚然较难精确测算，不过就 2015 年整体需求来看，Q2 回升 1.09%，Q1 与 Q3 均同比持平，总体上 2015 年猪肉需求呈现筑底回升态势）。从微观调研

看，中秋节屠宰场走货同比显著上升，养殖户反应需求同比回升迹象明显。

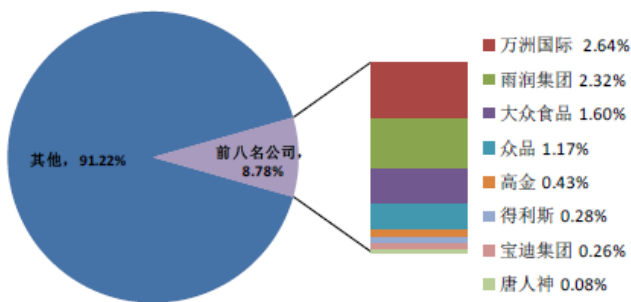
- 从竞争格局看，雨润逐渐式微、大股东心不在食品业务，金锣食品安全问题频出，且肉制品集中度相对较低（主要为屠宰和低温肉制品领域），积极关注正在成长为综合性肉食航母的上海梅林，未来有望成为行业三甲，同时龙头双汇的市场地位及份额也有望得到持续强化和提升。

图表 28：猪肉需求指数显示 2015 年猪肉消费需求筑底回升



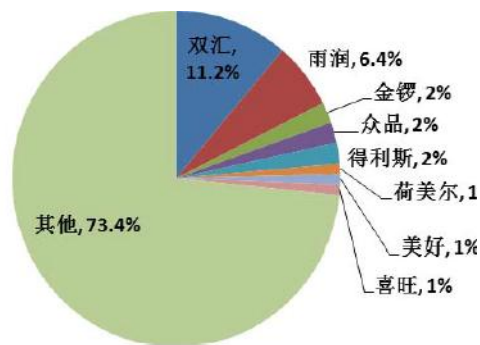
来源：WIND、中泰证券研究所（2015 年为前三季度数据）

图表 29：我国屠宰 CR8 不足 9%



来源：Frost&Sullivan、中泰证券研究所

图表 30：我国低温肉制品市场集中度也较低



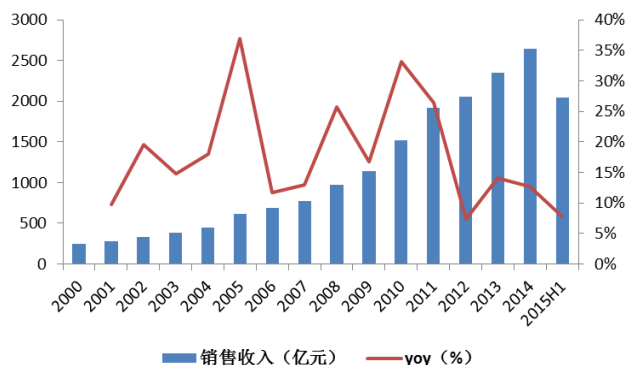
来源：Frost&Sullivan、中泰证券研究所

调味品：增速下滑但仍相对高景气，市场竞争加剧有望提速行业整合步伐

- 前三季度调味品行业增速继续下滑至 7.8%，但仍优于食品饮料其他子行业、相对高景气，且消行业消费升级持续进行、量价齐升态势明显。但短期内，我们认为可能让位于竞争格局的变化，通过终端渠道观察，调味品的竞争程度在加剧——几个标志性事件：李锦记开始转向大众酱油消费领域（在商超的陈列和导购非常丰富），美味鲜、千禾、淘大等区域品牌全国化推进并在某些市场与海天形成直接交锋，珠江桥开始重视国内市场等等。
- 但同时调味品也集中度仍然较低的两个食品饮料子行业之一，CR5 不足 10%，在市场竞争程度加剧下，行业并购整合有望加速。我们看到除了

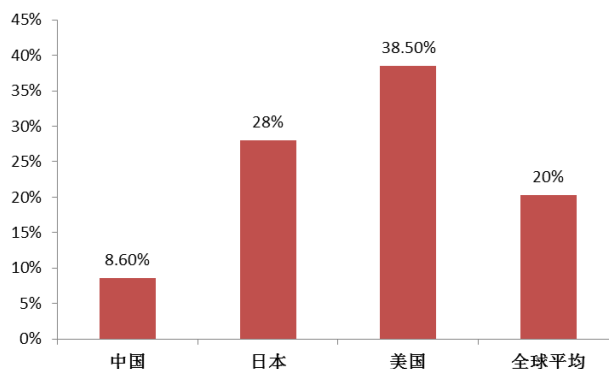
广中皇，龙头海天上市后的并购动作并不多，随着公司体量的不断增大，以及达到股权激励的业绩目标越来越难，其外延式拓展的需求和迫切性也在不断增加。另外，中炬高新在得到前海人寿的资本支持下也有望加速外延发展。

图表 31：调味品行业收入及增速情况



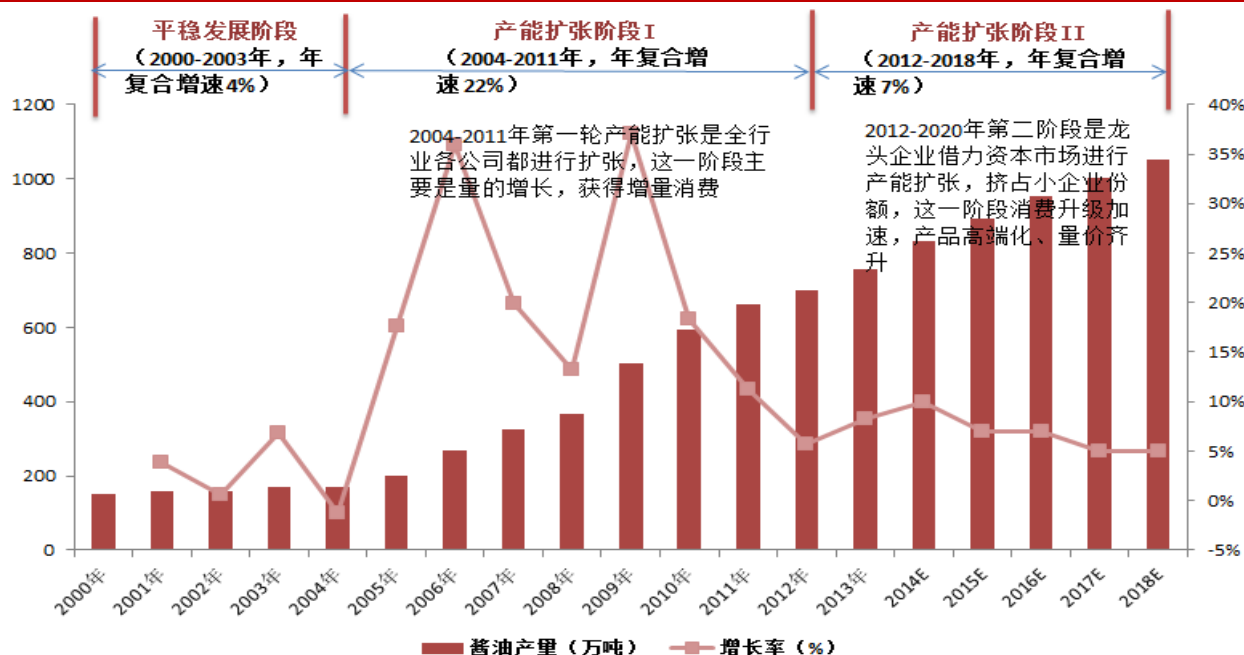
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 32：中国调味品行业集中度很低 (CR5)



来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表 33：以酱油为例——整个酱油行业新一轮产能扩张已经展开，龙头企业借力资本市场挤压小企业



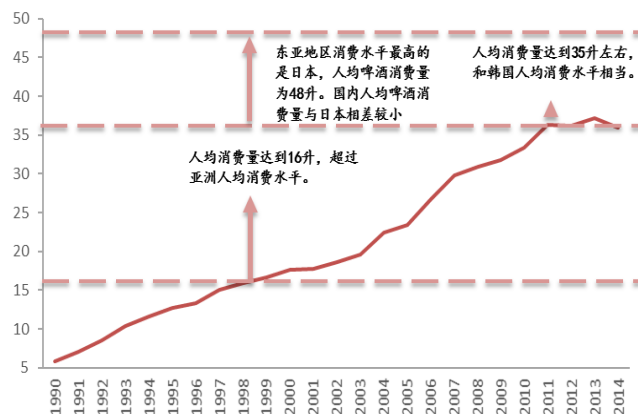
来源：中国调味品协会、中泰证券研究所

啤酒：低增速不改，关注两大巨头整合带来国内格局变化

- 低增速趋势不改，主力消费人群减少是主因。延续我们在啤酒行业深度报告中对啤酒销量判断的观点：主力消费人群萎缩，量增空间有限。2015年前三季度我国啤酒产销量为 3886.11 万千升，同比下降约 5%，国内啤酒消费量下滑幅度持续扩大，预测明年啤酒消费零增长或低速增长的状态将持续，主要原因为：(1) 人口老龄化、主力消费群体减少；(2) 房地产开发完成额增速下滑，农民工减少带动啤酒销量下滑；(3) 健康

观念增强，酒精消费减少，欧美酒类消费路径显示啤酒消费量在年轻群体中减少；（4）以 RTD 为代表新潮酒精类饮料的临界替代等等。

图表 34：国内人均啤酒消费量上升空间有限



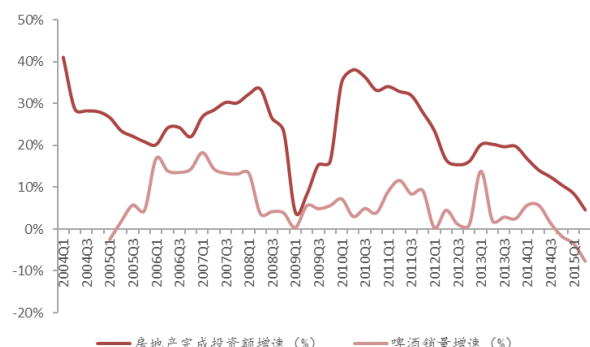
来源：中泰证券研究所

图表 35：欧美经验显示在近 20 年中啤酒消费量在减少

	% Beer	% Wine	% Liquor
18- to 29-year-olds			
1992-1994	71	14	13
2012-2013	41	24	28
Change	-30	+10	+15
30- to 49-year-olds			
1992-1994	48	31	17
2012-2013	43	29	24
Change	-5	-2	+7
50+			
1992-1994	28	37	30
2012-2013	29	46	19
Change	+1	+9	-11

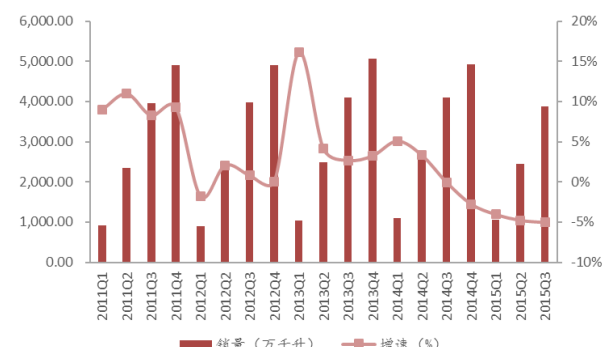
来源：中泰证券研究所

图表 36：房地产完成投资额增速与啤酒销量增速成正比



来源：中泰证券研究所

图表 37：2015 年前三季度啤酒产量持续下降幅度扩大



来源：中泰证券研究所

- 两大整合加速行业拐点，短期聚焦啤酒格局变化。2015 年 11 月 11 日百威英博就收购 SAB 米勒达成正式协议，两大世界啤酒巨头整合有望改变国内行业啤酒格局，焦点在华润雪花股权处置。我们认为华润雪花股权归属主要有四种可能：（1）华润雪花 49% 股权全部归于百威英博；（2）百威出售华润雪花股权或者国内其他啤酒资产；（3）华润雪花全盘接收米勒持有股份；（4）百威出售全部华润雪花股权；参考美国啤酒啤酒行业自由竞争市场到寡头垄断市场的成长经验，行业主导者有望加速行业拐点。2016 年将是百威英博整合米勒的关键期，短期内啤酒行业可持续聚焦国内啤酒格局变化。

图表 38：华润雪花股权归属的四种猜想及行业评级

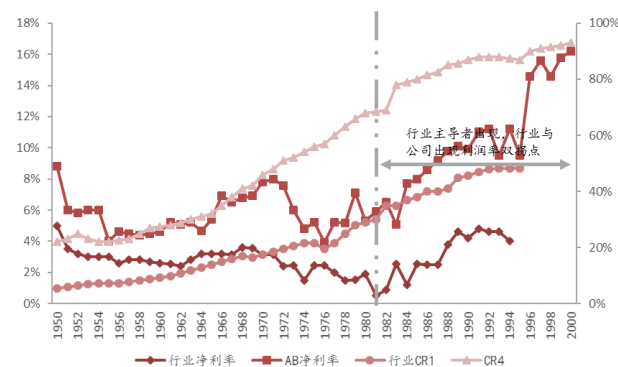
项目类别	猜想内容	猜想概率	行业评级
猜想一	华润雪花 49%股权全部归于百威英博	5%- 0%	增持
猜想二	百威出售华润雪 部分股权或者国内其他啤酒资产	30%-40%	增持
猜想三	华润雪花全盘接收米勒所持股权	40%- 0%	中性
猜想四	百威出售全部华润雪花股权，外资或者国内其他啤酒企业收购。	5%-10%	增持

来源：中泰证券研究所

图表 39：百威英博整合雪花可能形成“百威+哈尔滨啤酒+华润雪花+地方品牌”的产品体系

地方性品牌	市占率	全国性品牌	市占率
雪津	2.51%	雪花啤酒	23%
金龙泉	0.49%	哈尔滨	5.7 %
双鹿	0.2 %	百威英博	2.70%
金士百	0.25%		
其他	1.96%		

来源：中泰证券研究所

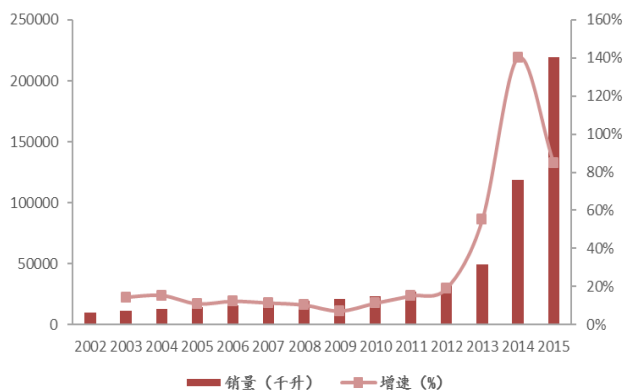
图表 40：美国啤酒行业CR4 和CR1 分别达到68%和 30%行业出现利润率拐点


来源：中泰证券研究所

预调酒：仍处于高速成长期，期待市场蛋糕共同做大

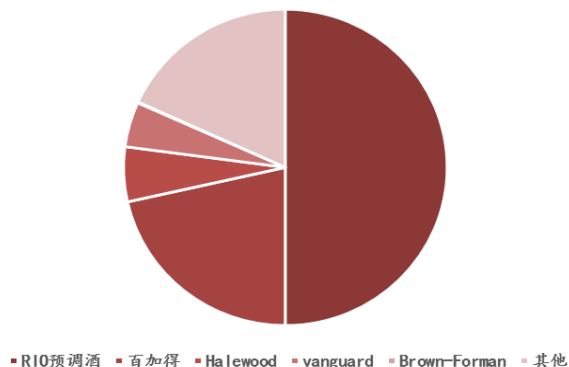
- 2014 年为国内预调酒行业的爆发期，销量同比增长 140%，预计 2015 年增速相对回落，但仍处于高成长期，是增速最快的食品饮料子行业。
- 目前大家担心更多的是行业空间的问题（当前市场规模为 60-70 亿元），RIO 市占率超过 50%，在行业高速成长阶段这种市场格局略显畸形，不过随着青岛道格拉斯等更多专业玩家的加入，预调酒的市场蛋糕有望共同做大，消费者教育也不再困顿于一两家企业，只有这样我们认为类似于日本的预调酒发展路径（在整体酒类消费中占比达到 5%）才有可能实现。

图表 41：预调酒销量增速情况，预计 2015 年回落



来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表 42：预调酒市场份额，RIO 超过 50%

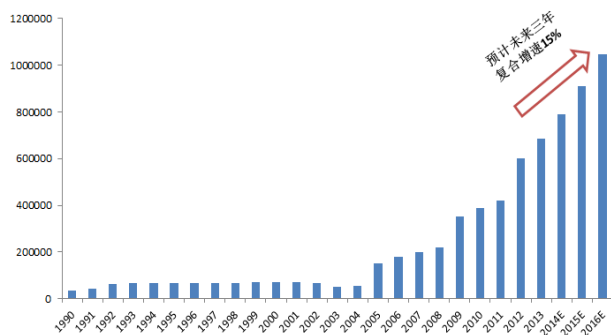


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

食用油：健康油脂占比逐渐提升，两强格局不妨碍其他细分龙头崛起

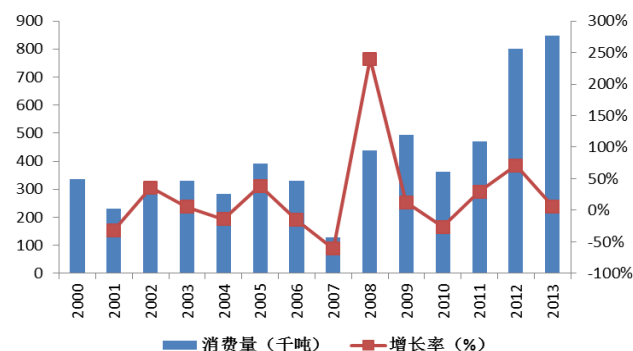
- 在消费升级、健康化趋势下，健康油种越来越受到青睐，消费占比逐渐提升，看好玉米油、葵花籽油、橄榄油、芝麻油等新品类。以玉米油为例，其在整体食用油中的消费量占比由 2008 年的不到 1% 提升至目前的 3% 左右，行业增速也远超食用油脂整体增速，预计未来 3 年仍将维持两位数增长。
- 从竞争格局来看，很多人担心食用油领域有金龙鱼和福临门两强，其他是否有生存空间（两者市占率超过 60%）。首先，行业空间足够大，食用油消费量高达 2600 万吨、规模接近 2000 亿元。其次，我们看到也确实成长起来了如鲁花、西王、长寿花、多力等细分油种代表。还是以玉米油为例，2012 年金龙鱼、福临门纷纷强势介入高增长的玉米油行业，抢夺线上线下资源，引发价格战，导致整个行业竞争环境恶化。目前做低价的小厂由于渠道没有利润空间开始慢慢退出，金龙鱼、福临门两大巨头的推广力度也逐渐减弱，玉米油行业竞争格局基本成型，两强的介入反而做大了整个市场蛋糕。由于金龙鱼、福临门还是以大豆油为主力产品，且豆油消费量巨大，所以不可能放开手脚全力推广其他油种（实际上金龙鱼、福临门做玉米油和葵花籽油的时间更早）。
- 目前橄榄油、芝麻油、亚麻籽油等健康小油种领域还没有全国化的领导品牌，虽然这些油种消费量相对小，但由于吨价高，行业规模也都分别有 100 亿左右。重点推荐西王食品，关注其在橄榄油、芝麻油等油种上的品类扩张，致力打造中国健康食用油第一品牌。

图表 43：预计未来 3 年玉米油增速仍将维持两位数



来源：FAO、中泰证券研究所

图表 44：中国葵花籽油消费量近两年猛增



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 45：在金龙鱼、福临门两强格局下依然产生了鲁花、西王、长寿花、多力等细分油种龙头

花生油



玉米油



西王食品
XIWANG FOOD



长寿花



葵花籽油



来源：中泰证券研究所

软饮料：淡味不淡、健康相伴，继续看好近水饮料及近原味果汁饮料

- 软饮料经历了 2000-2014 年快速的发展，市场已趋于成熟，如 2016 年气温能够起来，行业将有所表现，否则，实现较好的增长（10%以上）比较困难。我们认为 2016 年软饮料行业有几大趋势：
- （1）含糖量高的产品继续难卖。2015 年含糖量高的食品总体销售偏悲观，饮料也不例外。我们认为这是消费自然选择的结果，糖含量较高的饮品在 2016 年继续跑输饮料行业的概率较大。包括：碳酸饮料、低浓度果汁、冰红茶等。

- (2) 近水饮料以及包装水值得投资。2015 年统一的海之言和小茗同学大获全胜，可乐的水动乐和娃哈哈的 C 驱动也表现不俗，近水饮料总体表现较好，我们预计 2016 年近水饮料继续受追捧。与此同时，随着消费的升级，饮用自来水的部分被包装水所替代（中国部分城市自来水水质较差），包装水将有较好的表现，尤其是水源较好的公司的产品。如农夫山泉、昆仑山等。
- (3) 近“原味果汁”饮料兴起。NFC 概念的兴起绝非是概念，追求“原味果汁”是消费的大势所趋，味全的崛起、汇源 100%果汁的 30%增长都印证了追求健康的趣向。我们认为果汁的消费是冲着果汁的营养去的，做足“营养”、少添加，才能赢得最终的认可。

图表 46：近水饮料受到年轻消费者追捧



来源：网络、中泰证券研究所

图表 47：NFC 果汁概念兴起

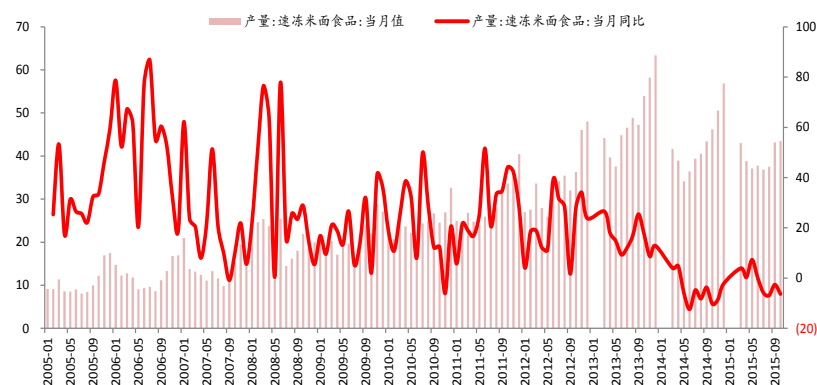


来源：网络、中泰证券研究所

速冻食品：增速换挡已成定局，品类创新是长期看点

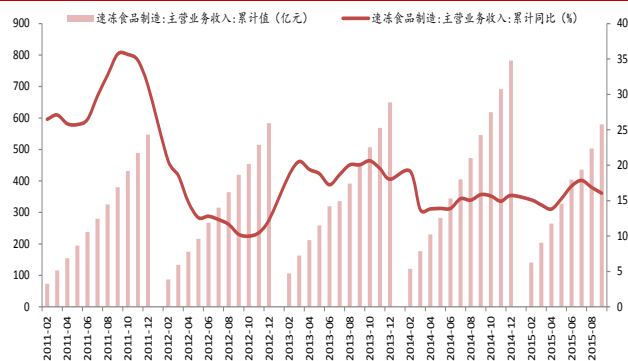
- 速冻米面食品单月产量持续负增长，行业收入和利润增速仍无起色：在经历了去年速冻米面食品单月产量的持续负增长之后，今年的单月产量仍处于同比下滑的状况，显示出需求端的持续低迷。2015 年 7 月到 10 月，速冻米面食品的单月产量已经连续 4 个月处于 5%左右的同比下滑。同时，速冻食品行业在收入和利润端的表现仍无起色，行业收入规模尚能维持 10%以上的增速，利润仅有个位数的增长。

图表 48：2015 年速冻食品单月产量持续处于负增长



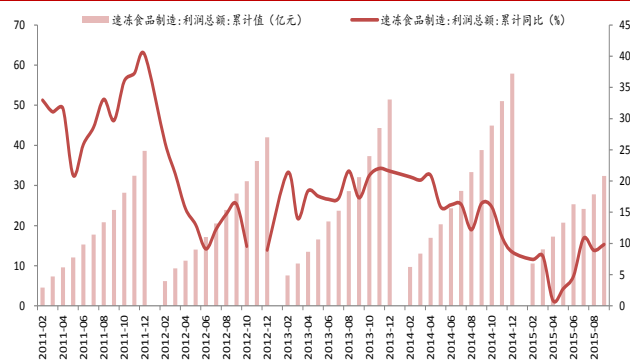
来源：中泰证券研究所

图表 49：2015 年速冻食品企业收入增速尚无起色



来源：中泰证券研究所

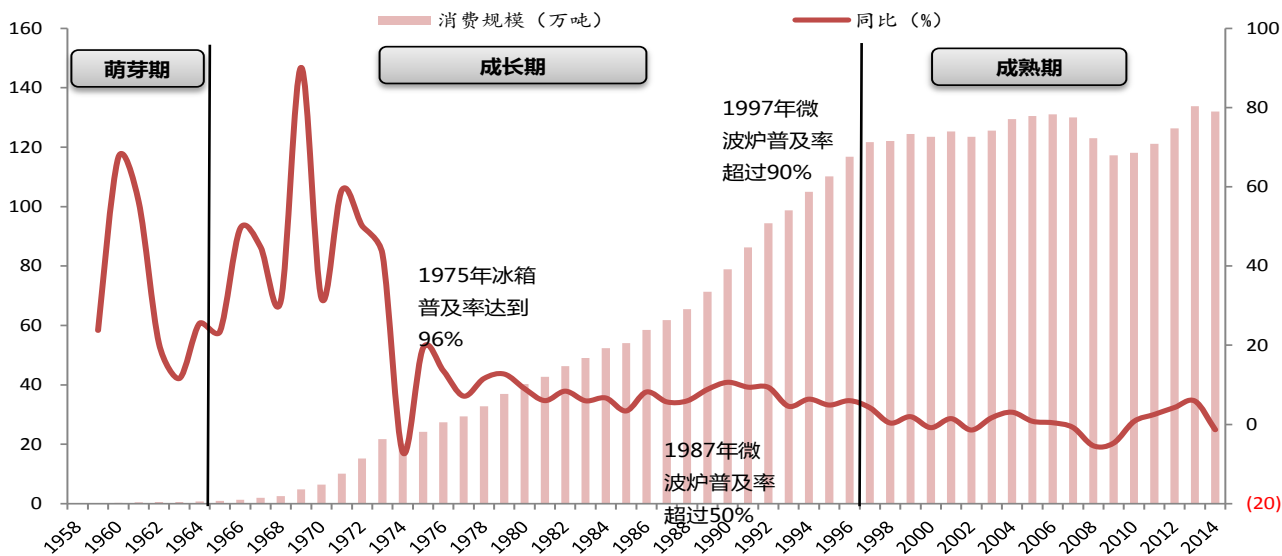
图表 50：2015 年速冻食品企业利润增速再下台阶



来源：中泰证券研究所

- **速冻食品市场规模和电冰箱等相关家电的普及率具有极大相关性，国内速冻食品行业增速换挡，进入平稳增长期：**经历了前些年 20% 以上的增速之后，国内的速冻食品行业进入平稳增长期。而通过研究日本速冻食品的发展历史可以发现，速冻食品的重要驱动因素是电冰箱、微波炉等相关家电的普及率情况。目前中国城镇居民的电冰箱普及率已经超过 95%，行业进入稳定成长期的后半段，预计 10% 以下的消费量增速将会是常态，品类创新特别是加热即食型速冻食品的创新是未来核心驱动力。

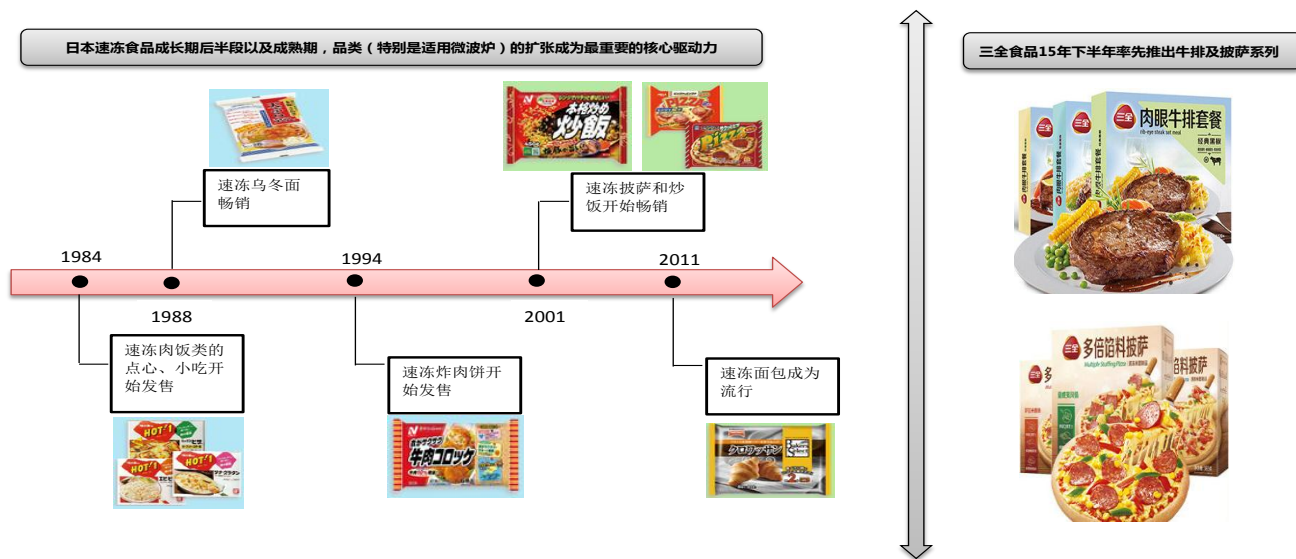
图表 51：日本速冻食品市场规模的成长速度和相关家电的普及率有很大的相关性



来源：中泰证券研究所

- **品类创新是长期看点：**国内电冰箱的高普及率使得传统速冻水饺和汤圆等产品的增长弹性空间有限，而国内居民的微波炉普及率目前只有 35%，加热即食型的速冻产品有望成为速冻米面食品新的增长点。以日本为例，20 世纪 80 年代以后，乌冬面、肉饼、披萨等一系列加热即时型速冻米面食品大获欢迎。

图表 52：日本速冻食品成长后期后半段及成熟期，品类扩张成为最重要的核心驱动力



来源：中泰证券研究所

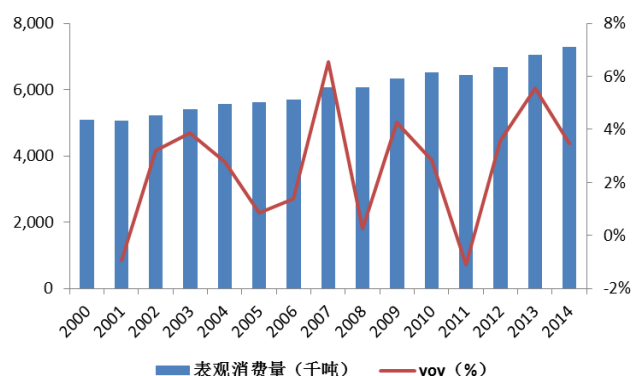
- **建议关注创新能力突出的三全食品：（1）品类创新：**三全食品研发能力突出，产品储备品种超过 300 个，且产品评审结果直接和激励政策挂钩。公司有能力通过品类的不断丰富顺应销售趋势，打开收入的弹性空间，2015 年 3 季度公司已经率先推出速冻牛排和披萨系列产品，市场反应值得进一步跟踪。**（2）模式创新：**作为传统食品制造企业拥抱互联网的典型代表，三全鲜食是三全在传统速冻食品主业基础上市场容量、商业模式和经营思维上的三重升级。三全鲜食通过商业模式和经营思维的再改造，打造线上线下一体化的餐饮外卖 O2O 模式，直接服务于白领午餐需求，切入万亿餐饮市场。截至 15 年 3 季度，公司共投放约 800 台鲜食贩卖机，其中上海地区 600 台左右，北京地区 200 台左右。目前三全鲜食已经建立起饿了么、百度外卖的产品合作，拓宽现有鲜食的销售渠道，综合现有的鲜食贩卖机渠道，我们估计现有盒饭的出售量在每天 2-3 万盒之间。对于三全鲜食来说，开拓线下贩卖机的投放渠道、嫁接其他销售渠道资源，有望最终打造成开“内容+平台+体验”的布局餐桌场景的平台型电商。

寻找新机遇：牛肉产业、茶叶电商、已爆发品类中的新公司

新机遇之一：牛肉产业，空间巨大的蓝海市场、渐近的食品产业性机会

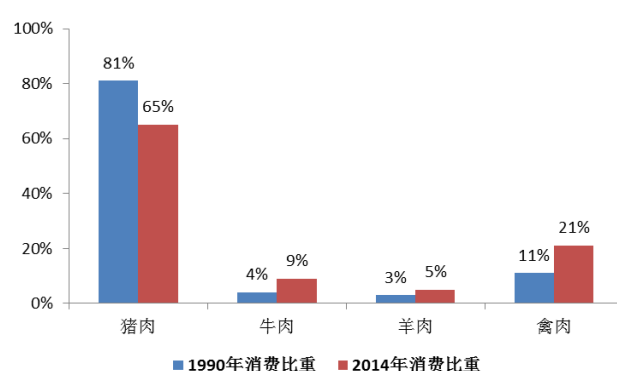
- （1）行业空间确实大，竞争格局确实好：我们在深度报告中测算国内牛肉行业规模在 5000 亿左右，部分产业专家和上市公司认为有 10000 亿，我们认为不论是 5 千还是 1 万，国内牛肉行业空间巨大是非常确定的。从竞争格局看，尚无全国化领导品牌（牛羊肉行业均无猪肉中类似于双汇的全国化领导品牌），且仍然处于较为初级的竞争阶段，品牌化、冷鲜化都刚刚起步，目前规模最大的收入体量不过十几亿，未来空间和机会不言而喻；

图表 53：2000-2014 我国牛肉表观消费量（千吨）



来源：WIND、中泰证券研究所

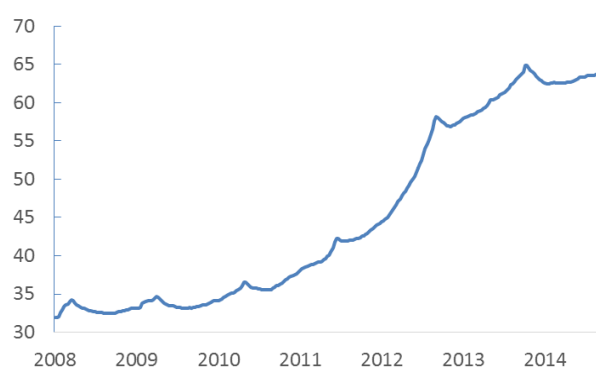
图表 54：牛肉在整个肉类的消费占比中大幅提升



来源：中国畜牧业统计协会、中泰证券研究所

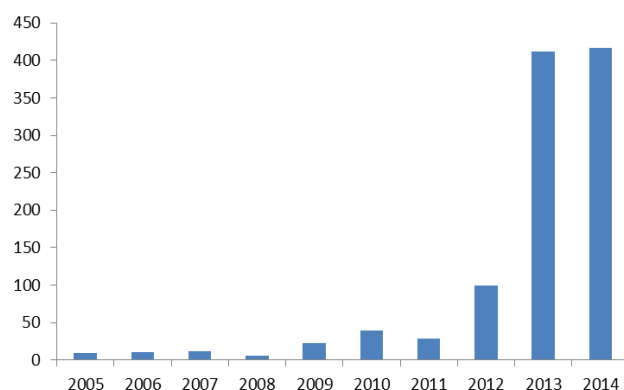
- （2）供不应求趋势将延续，价格有望维持坚挺：随着消费升级及餐饮业的快速发展，国内牛肉需求不断增加（两位数），但供给增长乏力甚至递减，国内牛肉价格从 2008 年的 30 元/公斤上升到目前的 60 元以上，上涨幅度超过一倍，我们认为未来牛肉价格仍将维持坚挺，从国际人均消费水平来看，中国牛肉消费量还有较大的提升空间（接近翻倍），而现在全球的牛肉都供不应求，因为都受限于肉牛较长的养殖周期；

图表 55：牛肉价格 2008 年来一路攀升（元/公斤）



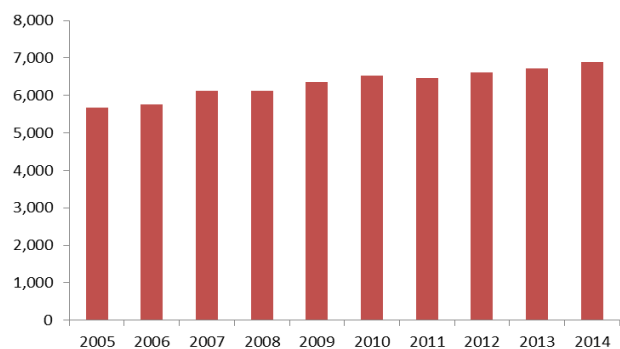
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 56：我国牛肉进口量近几年猛增（千吨）



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 57：国内牛肉产量近几年几乎没有增长



来源：WIND、中泰证券研究所

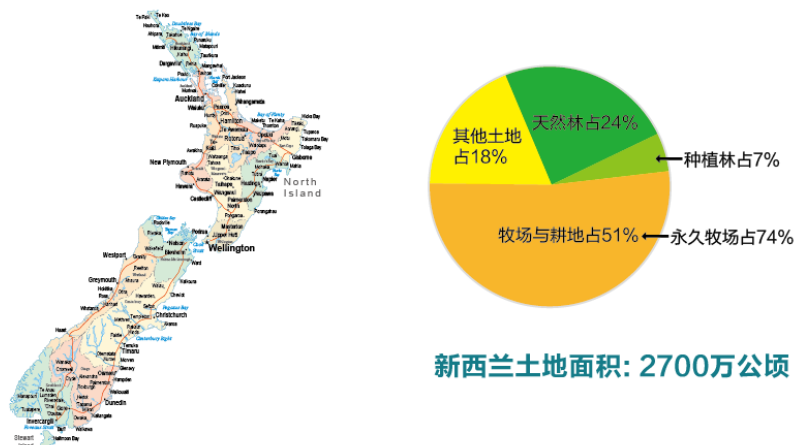
图表 58：“中原肉牛带”四省牛存栏量下滑严重

	2004年存栏量（万头）	2013年存栏量（万头）
山东	999	500
河北	796	391
安徽	462	155
河南	1424	905
总计	3681	1951

来源：WIND、中泰证券研究所

- (3) 竞争成败在海外布局,“控制海外资源+国内具有品牌/渠道”模式我看行:制约国内牛肉企业发展壮大的原因在于牛源问题,禀赋差距决定了未来竞争成败在于海外布局(禀赋资源丰富、质优价廉),近期各路产业资本和上市公司争相抢购海外牛肉资源就是例证。其中,我们认为“控制海外资源+国内具有品牌/渠道”的模式更具优势和潜力,一方面可解决进口牛肉杂乱无章的状态并享受品牌溢价,另一方面也更为熟知国内需求,可以进行有效的分体;

图表 59: 新西兰等海外国家资源禀赋优势明显



来源: 中泰证券研究所

- (4) 关注需求旺盛、利润丰厚的牛下水产品,具有相关进口资质企业有望迎来盈利爆发:牛下水(牛肚、牛百叶、牛生肠等)欧美等国不吃,但国内对此需求旺盛、供不应求,以牛肚为例,近几年价格已从 3 万涨到 12 万/吨,目前整个进口的渠道环节利润率高达 200%-300%。牛羊下水进口需要许可证,资质具有一定壁垒,但当前走私相较牛肉更为严重,走私量为正关货的 10 倍之多,不过随着国家严厉打击未来将逐渐被正关货取代,具有相关进口资质企业有望迎来盈利爆发。
- 牛肉产业首推上海梅林(未来有望成为领军企业,详见我们深度报告《牛肉战略全面落地,肉类航母扬帆起航》),重点关注伊赛牛肉、得利斯,另外可关注天山生物、西部牧业、福成五丰等。

图表 60：欧美不吃的牛下水深受国内消费者喜爱



来源：网络、中泰证券研究所

新机遇之二：茶叶大众化消费时代来临，茶叶电商有望复制坚果电商奇迹

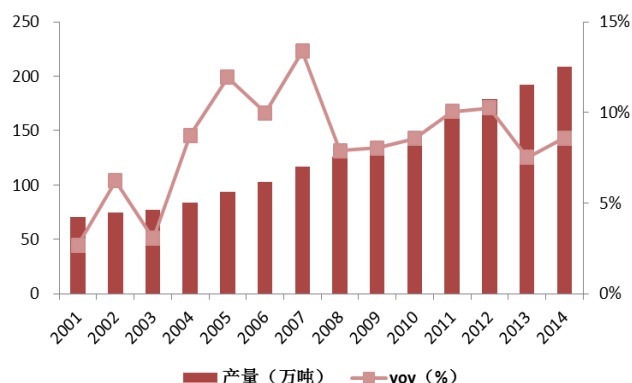
- 茶作为世界三大无酒精饮料之一（另外两个为咖啡和可可），不仅在具有深厚茶文化的亚洲和英国广受欢迎，在美国、俄罗斯、中东等地区同样盛行。且茶是非常符合健康化趋势的消费品类，富含茶多酚、儿茶素以及多种矿物质和氨基酸，在世界卫生组织推荐的六大保健食品中，茶被列在第一位。

图表 61：全球主要茶叶消费国

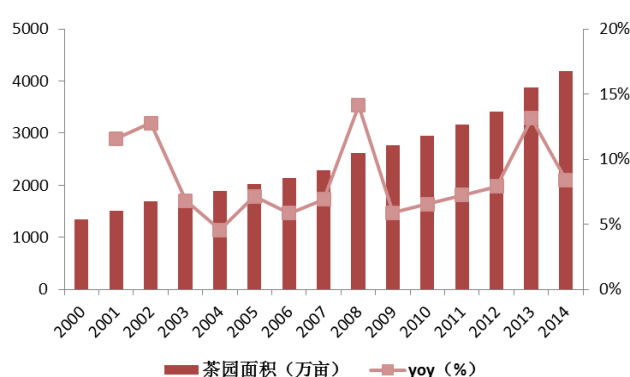


来源：艾格农业、中泰证券研究所

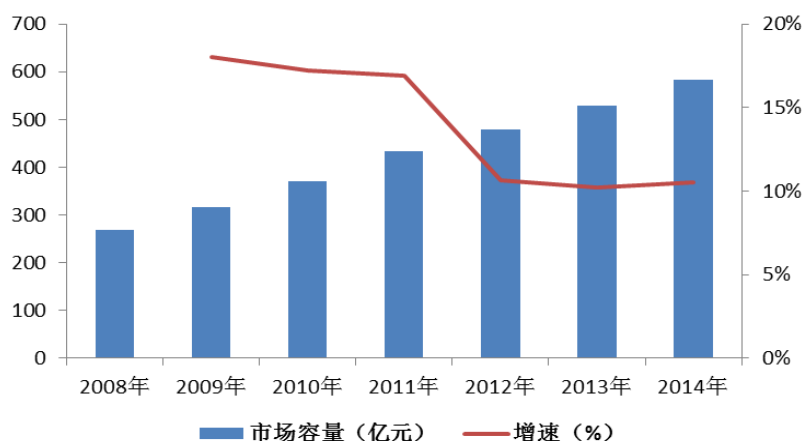
- 中国是公认的茶叶发源地，茶文化源远流长，随着经济社会发展，中国茶行业持续快速成长，已成为全球最大的茶叶生产国（2005 年超过印度后，始终位居第一）、茶叶消费国以及最大的茶叶出口国之一。
- 据中国茶叶协统计我国茶产业综合产值 5000 亿元，结合 Euromonitor 数据，我们预计零售规模在 1000 亿元左右（Euromonitor 统计 2014 年中国茶叶零售消费市场约 584 亿元，但由于其统计主要集中在现代通路，我们认为低估了中国茶叶零售市场容量）。中国是茶叶大国，但不是茶叶强国，有产品品牌，但没有知名的公司品牌（其中 60% 完全没有品牌），总体呈现“大行业小公司”的特点。

图表 62：中国茶叶产量近十五年复合增长率 8.9%


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 63：中国茶园面积近十五年复合增长率 8.5%


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 64：中国茶叶零售市场消费金额


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

- **千亿市场、品牌化初期，下一个百亿市值公司诞生的行业。**茶叶“有类无品”的现状与中国茶行业近几十年的发展历程有密切的关系，以往国内茶叶的销售由各地茶叶公司主导（2010 年中国茶叶行业百强排行榜中，排名前四的茶企都是传统做出口贸易国有茶企），茶叶的生产和销售有极强的地域性，产生的也只是地方品牌。目前在茶叶行业内，尚没有出现任何一家市场占有率超过 5% 的品牌。参考天福茗茶和谢裕大财务数据，品牌茶企毛利率约 40-60%、净利率约 10-15%。按照 1000 亿元市场容量计算，如果一个茶企市占率 5%，销售额 50 亿元、净利润 5 亿元，可以支撑 100 亿元以上市值规模。
- **庞大的市场空间、日益增长的需求与不成熟的产业之间的矛盾，正是投资的机会所在。**近几年各路资本纷纷逐鹿茶产业，IDG 资本、启明创投、深创投、同创伟业等多家知名创投都在其中有所布局，华联综超、峨眉山 A、康美药业、康恩贝等上市公司也纷纷将触角伸向茶产业。

图表 65：2010 年中国茶叶行业十强企业排行榜

序	企业名称	09年销售额（亿元）	省份
1	中国茶叶股份有限公司	14.57	北京
2	湖南省茶业有限公司	9.04	湖南
3	安徽茶叶进出口有限公司	7.74	安徽
4	浙江省茶叶集团股份有限公司	7.72	浙江
5	宜昌萧氏茶叶集团有限公司	6.2	湖北
6	北京吴裕泰茶业股份有限公司	5.4	北京
7	安溪八马茶业有限公司	5.29	福建
8	四川省峨眉山竹叶青茶业有限公司	5.25	四川
9	北京张一元茶叶有限责任公司	5.18	北京
10	泉州市理想茶叶有限公司	4.84	福建

来源：中国茶叶协会、中泰证券研究所

图表 66：近几年中国茶企融资情况

近几年中国茶企融资情况不完全统计

企业	融资情况	企业情况
深深宝 A (000019)	1992 年于深交所上市, 2011 年定向增发募资 5.7 亿元, 基本全部用于发展茶产业	为可口可乐、联合利华等品牌提供茶原料, 向茶园和终端产品两头延伸, 将 O2O 模式引入茶行业
天福茗茶(06868.HK)	2011 年港交所上市, 融资 11.59 亿港元, 上市前曾获得中国国际金融有限公司、红杉中国和 IDG 资本的投资	茶叶连锁, 截至 2014 年 6 月 14 日, 门店 1343 家, 为全国第一
碧生源(00926.HK)	2010 年 9 月港交所上市, 融资 12.23 亿港元, 上市前获得纪源资本、永宣创投投资	主打功能保健茶
坪山茶业(00364.HK)	借壳华丰集团于港交所上市	专注乌龙茶
龙润茶(02898.HK)	借壳龙发制药于港交所上市	产品覆盖中国六个茶业品类以及国外花草茶系, 品种达到近 400 种
健士星	2007 年 9 月, 启明创投、Ignition、永宣创投; 2010 年 5 月, 被碧生源收购	专注茶叶、传统中草药和天然功效成分的研究
星愿茶叶(武夷星)	2009 年, 被中国矿业(00340.HK)以 6.4 亿港元收购	以武夷岩茶为主
御青茶业(100090)	2010 年 1 月, 狮子基金、青联投资, 660 万美元; 2012 年 11 月于齐鲁股权交易托管中心上市。旗下垂直电商平台买买茶于 2011 年 10 月获得鲁信创投、深创投等 4 家投资机构近亿元投资	除茶叶生产销售外, 拥有御青茶博园, 山东御青茶艺学校
印象大红袍	2010 年 8 月, IDG 资本, 5000 万元	张艺谋导演的山水实景演出《印象大红袍》授权品牌
安溪铁观音	2010 年 9 月, 高能资本, 3780 万元。曾于 2013 年初提交上市申请, 后撤单, 高能资本提出回购	茶叶连锁
黄山华绿园生物科技有限公司	2011 年, 华联综超(600361), 2683.6 万元	开发和生产茶叶和草本植物的精深加工产品
谢裕大茶叶(430370)	2011 年 3 月, 黄山旅游集团、黄山永佳; 2013 年 12 月新三板挂牌	曾创制黄山毛峰, 并以此为核心产品
福建新坦洋茶业	2011 年 6 月, 弘凯创投, 6000 万元	主营红茶
山地茶业	2011 年 8 月, 天堂硅谷, 1500 万元	主营龙井茶, 推出抹茶专业品牌“抹茶园”
中南油茶	2011 年 11 月, 天图资本投资控股, 将中南油茶整合为湖南耕客资源管理有限公司	主营茶油产业
湖南茶叶股份	2012 年 1 月, 六禾投资; 2014 年 4 月, 加华伟业, 8000 万元	拥有君山银针、湘益茯茶、白沙溪黑茶等品牌
乡土乡亲	2012 年 6 月, 天使投资人何伯权	强调透明溯源, 互联网销售、会员制宅配, 将茶农打造成农作艺术家
深圳官道茶叶	2012 年 8 月, 深圳高盛华通资产管理有限公司与云南官道茶业有限公司共同出资创立	经营高端普洱茶
八马茶业	2013 年 5 月, IDG 资本、天图资本、同伟创业创投、天玑星投资, 1.5 亿元	茶叶连锁, 门店近千家
安徽一笑堂茶业	2013 年 12 月, 深创投 5200 万元, 安徽科技 800 万元	以经营高端徽茶为主
杭州龙冠实业有限公司	2014 年 3 月, 联想控股旗下的佳沃集团, 3000 万元	中国农业科学院茶叶研究所下属企业

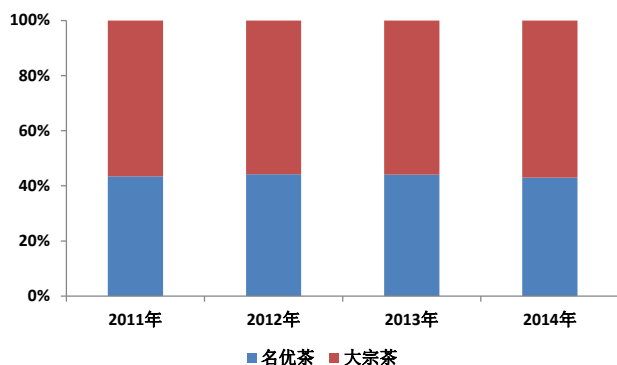
数据来源: China Venture, 新财富公开资料整理

来源：新财富杂志、中泰证券研究所

- 限三公后市场趋于理性化, 茶叶的大众消费时代来临。在八项规定之前, 茶叶市场实际上类似于白酒, 送礼需求、越高档越好, 在中央严令控制三公消费后, 名优茶价格明显下降, 大宗茶价格适度上升, 从而全国名

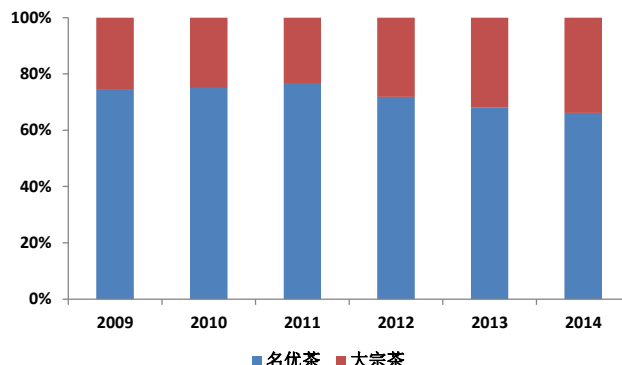
优茶产值增幅减缓、大宗茶增幅加快，产量上看大宗茶也是增速更快，目前大宗茶的产量和产值占比已经分别达到 57% 和 34%。另外，一个标志性事件——2015 年 4 月普洱茶标杆企业大益发布针对流通价格、生产方向、渠道模式的“六点新政”，主要对于熟茶进行大幅降价（40% 以上），引起广发关注，熟普是以日常品饮为基础的健康茶品，大益茶熟普大降价的政策表明厂家本身也清楚茶叶的普通日饮时代正在到来，也希望转向更健康的商业模式和市场渠道上去。

图表 67：大宗茶产量占比逐渐提升



来源：中国茶叶协会、中泰证券研究所

图表 68：大宗茶产值占比逐渐提升



来源：国家统计局、中泰证券研究所

- 坚果之后、茶叶待兴，品类属性决定茶叶电商有望复制坚果电商奇迹。我们在中期策略中也曾指出，坚果等休闲食品和茶叶都是最容易被互联网改造的食品饮料子行业。坚果之后，我们认为最有可能是茶叶，首先茶叶非常便于运输，其次目前国内茶叶产量供应是充足的，类似于三只松鼠、百草味的代加工模式可以适用，只需进行良好的品质控制和品牌运作。品类属性决定了茶叶电商有望复制坚果电商奇迹。
- 但两者也有差别，即消费者属性，买坚果的大多是年轻人，而饮茶的多为中老年人。不过从最新的消费趋势可以看出，专业消费群体已经开始网购茶叶，传统茶叶品牌借助互联网实现了快速发展，比如八马、大益、天福茗茶、谢裕大、龙润等都是天猫排名前十的品牌，但同时我们认为纯互联网品牌或垂直电商也有机会，随着可以提供良好消费体验的电商出现，在健康化消费趋势化下（参考日本及伊藤园发展历程），年轻人对茶叶尤其是袋泡茶（便捷化）的接受程度会越来越高，从艺福堂、茶里（Chali）、买买茶等中也有望诞生中国版的 Teabox。
- 2015 年天猫/淘宝“双十一”茶叶网购的三个趋势：（1）整体关注度大幅提升——今年“双十一”较 2014 年同期，茶叶受关注度有大幅度提升。其浏览量约达 2522 万人，较上一周期增加 92.94%。其中 18-29 岁内的消费者占 43.25%，30-40 岁的消费者占 18.32%，年轻人对于茶叶的关注度也越来越高；（2）纯茶取代花茶——花茶在 2014 年全茶类的单品销售中倍受欢迎，七成都是花草茶，而 2015 年全茶类单品排行中，花草茶却仅占据 1 个席位，而纯茶类占比一举超越花茶占比，表明纯茶消费者对电商购买渠道越来越熟悉；（3）传统品牌超过网络品牌——大益销售猛增，从去年的第五一跃成为今年的销售冠军，超过互联网品牌“艺福堂”。其他传统品牌茶企也

纷纷跻身前列，销售排名前 20 的品牌茶企中，传统品牌茶企从去年占据 6 席增长至今年的 11 席。

- 我们对国内主要的茶叶上市公司、茶叶非上市公司、茶叶网络品牌以及茶叶垂直电商进行了梳理，其中茶叶上市公司重点关注 H 股的天福、A 股的深深宝以及新三板的八马茶叶和谢裕大等。

图表 69：以渠道看，互联网对食品饮料各子行业的改造顺序和程度

改造顺序	改造程度	说明
休闲食品/小食品/茶叶	高	方便运输、无需冷链，多数领域没有形成强势品牌
酒类/奶粉/常温奶	中	客单价较高
生鲜肉品/速冻食品/调味品/巴氏奶	中	需要等待冷链完善，有一定及时性需求，客单价较低
软饮料	低	及时性需求较高，不便于运输

来源：中泰证券研究所

图表 70：茶叶上市公司、茶叶非上市公司、茶叶网络品牌以及茶叶垂直电商梳理

茶叶上市公司	 天福 (6868.HK)	 深深宝A (000019)	 八马茶叶 (834754)	 谢裕大 (430370)	
茶叶非上市公司	 大益	 竹叶青	 吴裕泰	 张一元	
茶叶网络品牌	艺福堂	中闽弘泰	尚客茶品	茶马世家	书呆子
茶叶垂直电商	茶里 (Chali)	买买茶	醉品商城		

来源：中泰证券研究所

新机遇之三：寻找已爆发品类中的新公司，关注预调酒行业新的专业玩家

- 青岛道格拉斯简介：中国领先的洋酒生产商、国内伏特加第一品牌。青岛道格拉斯洋酒有限公司成立于 2004 年，目前公司已经形成了以伏特加、威士忌、白兰地等烈性洋酒系列产品以及预调酒系列产品为主导，以国内市场推广和出口为核心业务的经营模式。公司主要品牌包括 AK-47 伏特加、苏格兰王威士忌、世朗 V.S.O.P 白兰地等，其中 AK-47

伏特加被誉为中国洋酒第一品牌，连续5年公司洋酒出口量位居全国领先。预调酒方面，除了最近新推出的AK-47男人鸡尾酒，主打男性消费市场，公司另一款阿卡特果汁鸡尾酒（AKATA）则类似于RIO，主打炫彩和年轻，1998年即推向市场，是国内最早的预调酒品牌之一。

图表 71：公司之前的主打产品 AK-47 伏特加



来源：公司官网、中泰证券研究所

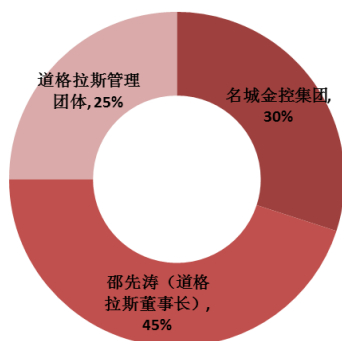
图表 72：公司之前推出的预调酒品牌阿卡特



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **大名城战略入股 30%，道格拉斯承诺未来 3 年净利润累计超过 9.1 亿元。**2015 年 8 月 17 日大名城（600094）发布公告称，公司旗下金控平台名城金控集团拟以新增注册资本的形式向青岛道格拉斯洋酒投资人民币 4825 万元，道格拉斯洋酒公司预计未来三年（即 2016 年至 2018 年）累计实现净利润总额不低于 91000 万元。本次增资完成后，名城金控集团持有 30% 股权，道格拉斯董事长邵先涛先生持有 45% 股权，管理团队持有 25% 股权。名城金控集团承诺将充分利用其上市公司平台，协调目标公司向银行、基金或其他金融机构融资，并负责制订目标公司筹划上市方案的相关事宜。
- **道格拉斯业绩承诺：**按照 25% 的企业所得税率测算。目标公司及其股东在对目标公司各年度进行盈利预测的基础上，做出了相应年度的业绩承诺，对应 2015--2018 年度合理预计实现净利润分别为 500 万元，7000 万元，2.2 亿元、6.2 亿元，2016-2018 年销售收入预测值为 9.8、18.1、38.1 亿元。

图表 73：大名城增资入股后道格拉斯股权结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 74：道格拉斯未来 3 年的业绩承诺（万元）

	2016年预测数	2017年预测数	2018年预测数
营业收入	98426.30	181195.40	381111.10
营业利润	8832.60	29388.60	82715.90
净利润	7000.90	22041.50	62036.90

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 道格拉斯发力预调酒，推出“AK-47 男人鸡尾酒”差异化定位男性消费，签约郑凯、赞助《全员加速中》进行强力营销。9月16日，道格拉斯正式推出“AK-47 男人鸡尾酒”，并签约当红炸子鸡郑凯作为品牌代言人。11月6日，公司特约赞助最新的大型真人秀节目《全员加速中》正式开播（第一集便聚集了 TFBOYS、黄晓明、陈欧、李云迪等明星），赞助费预计超过 5000 万元，且明年有望继续合作。

图表 75：道格拉斯新推出的 AK-47 男人鸡尾酒



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 我们的观点：（1）无论从当前的投入还是未来的盈利预测来看，道格拉斯都表现出对于发展预调酒的力度和决心，而作为国内一直深耕洋酒领域的专业玩家，其未来很有可能成为行业的第一梯队，此次推出的专门定位于男性消费者的 AK-47 预调酒，即与 RIO 形成较为明显的品牌区隔（RIO 更偏向于女性消费者），彰显出其一定的功力和不同一般的思路。（2）预调酒行业的高速发展吸引了越来越多的竞争者加入，但我们认为这种竞争并不是坏事，虽然短期可能会对龙头造成一定压力，但长期看却利于整个行业的发展。目前 RIO 市占率 50% 以上，在行业成长期这种格局略显畸形，百加得冗长的决策过程拖累了其发展步伐，其他竞争对手现在来看也显得力不从心。国内预调酒行业的发展需要更高水平的玩家加入，从而可以共同把市场做大，也让消费者教育不再仅仅困顿于一两家企业。只有这样，预调酒在国内酒类消费占比中逐渐提升、行业规模达到 500 亿级（即类似于日本的发展路径）才有可能不成为意淫。
- 建议各位投资者朋友持续关注新的预调酒品牌 AK-47 的推广情况，在差异化定位及强力营销下或将迎来爆发性增长，同时也可能带来相关标的

大名城（600094）的投资机会。

图表 76：郑凯成为 AK-47 鸡尾酒品牌代言人



来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 77：赞助湖南卫视最新节目《全员加速中》

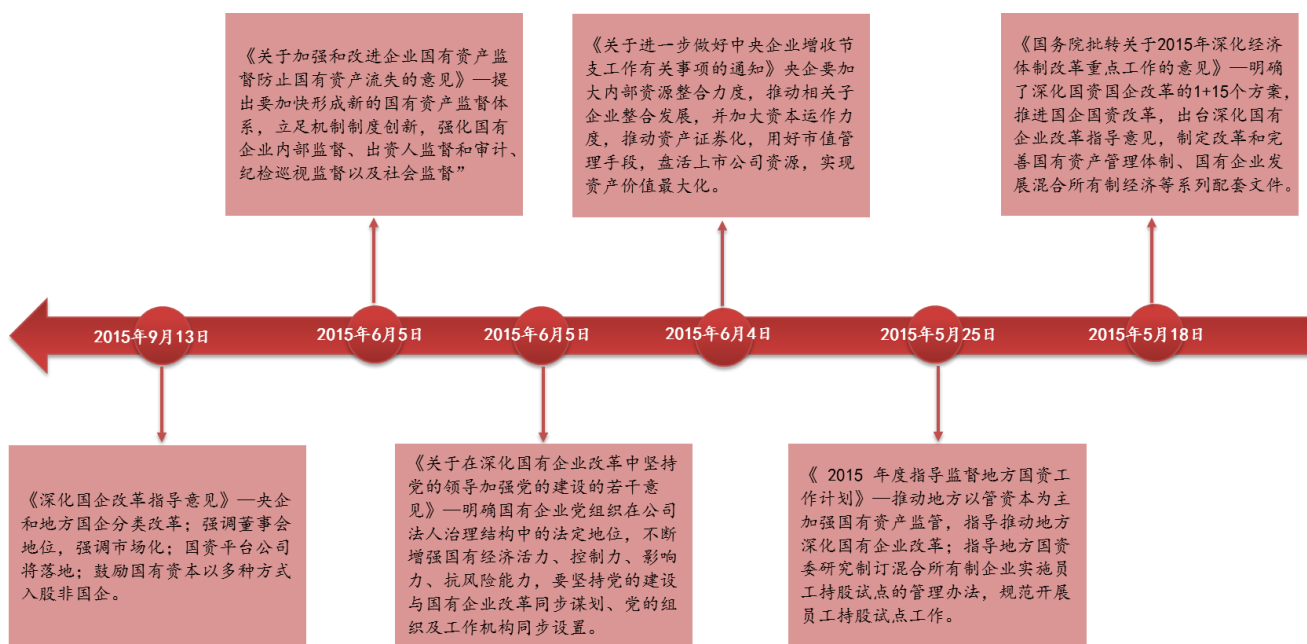


来源：公司官网、中泰证券研究所

国企改革：2016 年有望迎来密集落地期，尤其关注白酒国改

- 今年国企改革相关政策密集出台，尤其是 9 月份国企改革最重要的顶层设计方案发布，而“1+N”系列配套文件近期有望加速推出。如果说 2014 年是国企改革的元年，2015 年是国企改革政策密集落地年，则 2016 年有望成为国企改革实质推进的大年。随着各种配套细则推出，很多地方国企才会进入真正的落地阶段，从而国企改革也将成为明年贯穿全年的重要投资主线。目前食品饮料国企占比较高，数量比重超过 37%、市值比重接近 50%。继去年老白干树立典范后，今年食品饮料国企改革再添新代表，中炬高新、五粮液和沱牌舍得都已公告相关方案。

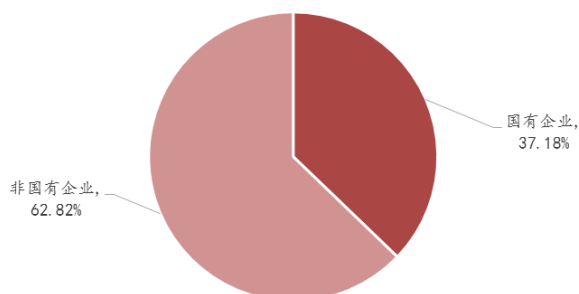
图表 78：2015 年国企改革出台的相关政策梳理



来源：中泰证券研究所

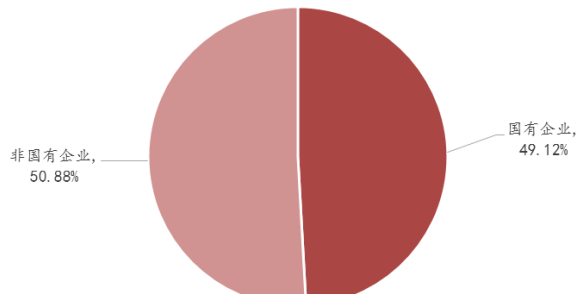
- 对于竞争已经很充分食品饮料行业来说，改革可能不会像某些垄断行业那样来得激烈。但我们认为国企改革能给食品饮料国企带来的影响更为实质和直接——通过股权激励、管理层持股、引进战略投资者等手段：一是带来经营效率的提升，从而反映在利润端；二是使得公司更贴近市场、实施更灵活的营销策略以及能对消费者需求变化反应更为迅速，从而反映在收入上。
- 其中，重点关注白酒国企改革，为食品饮料国改的标杆，且国企比例也是最高，除了已出方案的五粮液和沱牌舍得外，泸州老窖、顺鑫农业、山西汾酒等都有比较强烈的国企改革预期。非白酒中，建议关注中炬高新、上海梅林、恒顺醋业、燕京啤酒和涪陵榨菜。

图表 79：国有企业数量占板块的比例为 37.18%



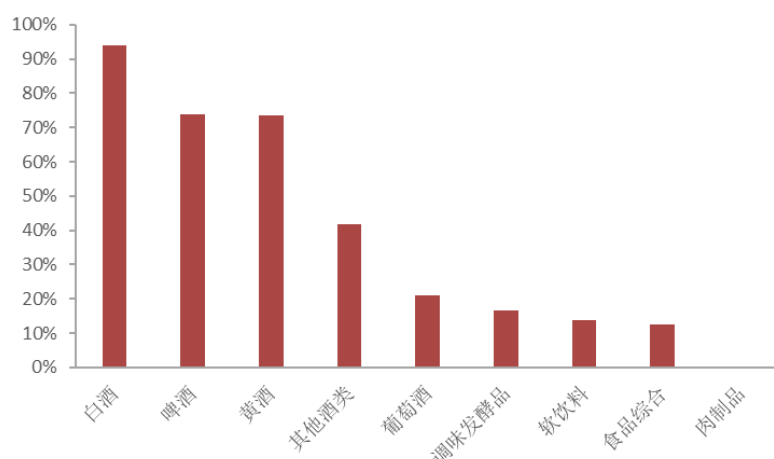
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 80：国有企业市值占板块的比例为 49.12%



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 81：各个子行业国企市值占比



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 82：食品饮料板块国有企业一览表，其中一半已改或有初步改革方案

公司名称	实际控制人	控股比例	行业	已有改革方案
贵州茅台	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会	62.0%	白酒	未来三年内计划分拆上市
五粮液	宜宾市人民政府国有资产监督管理委员会	36.0%	白酒	员工持股计划，副职高管薪酬改革
洋河股份	宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会	34.2%	白酒	高管持股改革，渠道改革
青岛啤酒	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会	30.7%	啤酒	首批规范化股份制试点改革
泸州老窖	泸州市国有资产监督管理委员会	26.5%	白酒	体制改革与结构调整，更换新领导人
燕京啤酒	北京市人民政府	57.4%	啤酒	薪酬体系市场化考核与激励机制改革
光明乳业	上海市国有资产监督管理委员会	54.3%	乳制品	商业模式转型改革
山西汾酒	山西省国有资产监督管理委员会	70.0%	白酒	营销体系改革
今世缘	江苏省涟水县人民政府	44.7%	白酒	-
古井贡酒	亳州市人民政府	53.9%	白酒	体制改革方案
中炬高新	中山火炬高技术产业开发区管理委员会	15.3%	调味品	引入战投前海人寿
三元股份	北京市国有资产监督管理委员会	35.8%	乳制品	高管激励计划
上海梅林	上海市国有资产监督管理委员会	31.8%	乳制品	股权激励（2013年草案）、连锁业务混改
古越龙山	绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会	41.4%	黄酒	体制、机制改革方案
涪陵榨菜	重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会	39.7%	食品综合	-
金种子酒	阜阳市国有资产监督管理委员会	32.1%	白酒	-
恒顺醋业	镇江市国有资产监督管理委员会	43.8%	调味发酵品	-
伊力特	新疆生产建设兵团第四师国资委	50.5%	白酒	-
金枫酒业	上海国有资产监督管理委员会	34.9%	黄酒	-
海南椰岛	海口市政府国有资产监督管理委员会	17.6%	软饮料	-
老白干酒	衡水市国有资产监督管理委员会	36.1%	白酒	混合所有制改革，经销商及员工持股计划
莫高股份	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	13.3%	白酒	-
深深宝A	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	19.1%	软饮料	-
惠泉啤酒	北京市人民政府	50.0%	啤酒	-
安琪酵母	宜昌市国有资产监督管理委员会	39.4%	调味发酵品	-
*ST酒鬼	国务院国有资产监督管理委员会	54.7%	白酒	-
燕塘乳业	中华人民共和国农业部	59.9%	乳制品	-
沱牌舍得	射洪县人民政府	62.7%	白酒	混改，引入战投天洋集团
顺鑫农业	北京市顺义区国有资产监督管理委员会	39.2%	白酒	-

来源：中泰证券研究所

投资建议

- 从资金的不同配置需求我们分别推荐进攻和稳健组合：（1）进攻组合——泸州老窖、上海梅林、洽洽食品、汤臣倍健、西王食品；（2）稳健组合——东阿阿胶、洋河股份、张裕 A、贵州茅台、伊利股份、双汇发展。

进攻组合：泸州老窖、上海梅林、洽洽食品、汤臣倍健、西王食品

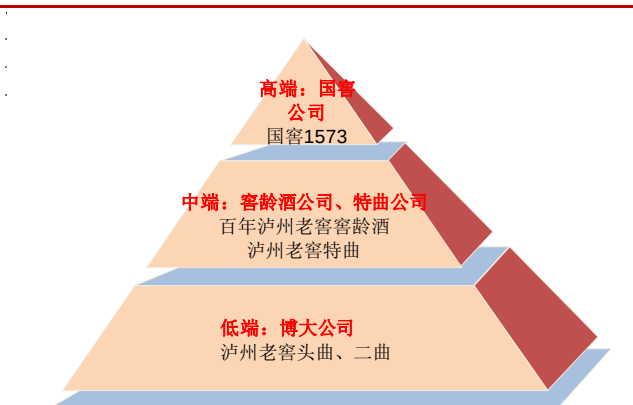
- **泸州老窖：确定的反转，明亮的未来**
- **推荐逻辑：**我们看好泸州老窖的核心原因归结为两点：（1）公司产品主营业绩在修复，其中 1-10 月份国窖 1573 回款 30 亿元，特曲回款 12 亿元，窖龄酒回款 8 亿元；渠道调研情况来看 1-9 月份国窖 1573 发货量同比增加 165%，中高档酒的恢复性增长是我们今年看好老窖的核心原因，博大公司今年增长显疲态是因为公司主动砍品牌、清理条形码造成的，低档酒的调整短期带来利空，长期仍然有较好的增量。至于明年，我们认为高档酒在今年经销商回归后，明年将有更好的表现；中档酒今年的库存厘清以及价格稳步提升的前提下，中档酒也将表现更好；（2）公司积极调整渠道，厘清价格体系，重点发力大单品，成立的三家专营公司为大单品的聚焦营销厘清思路，我们看好公司大单品的发展方向和专营公司的运作模式，并且我们认为公司在未来 2-3 年公司中高档产品中可产生 1-2 个销售额突破 20 亿的大单品。大单品的实现将有助于品牌力的提升及市场的全国化、利于销量的增长和整体的毛利率水平。重点参照我们的三篇深度报告《确定的反转，明亮的未来》、《新领导、新策略，老窖业务有望实现再次腾飞》《确定的反转之二：主动调整强化公司战斗力，维持“买入”》

图表 83：核心产品定位

核心价位	定位	对位	竞争格局
500元以上	“国”酒	国窖	★★
200-300元左右	“省”酒	窖龄	★
150元左右	“市”酒	特曲	★★★★
50-120元	“县”酒	头曲	★★★★
20-40元	“镇”酒	二曲	重度消费群
20元以下	“村”酒		民工酒
	时尚小酒	泸小二	★★★★

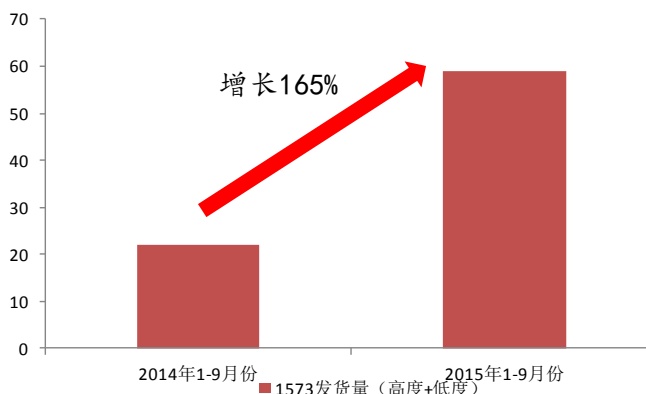
来源：中泰证券研究所

图表 84：产品结构分布



来源：中泰证券研究所

图表 3：2015 年前三季度发货同比增长 165%



来源：公司品牌交流会会议资料、中泰证券研究所

- **未来的催化剂要素：**公司多次公开场合表明公司现阶段的重心在内部调整，目前暂无国改计划。但是川酒（五粮液）国改若有较成功的案例，我们预判公司也会考虑申请去尝试，目前公司的管理层大多没有股份（总经理以及大多中高层没有股份），员工也迫切的期待员工持股方案。如公司在未来的 1-2 年内成绩进步明显，公司申请国改方案（员工持股）有望加速。

图表 85：泸州老窖财务预测表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	11,556	10,431	5,353	6,579	7,630	8,692	货币资金	6,942	5,349	4,710	5,988	7,170	8,487
增长率	37.12%	-9.7%	-48.7%	22.9%	16.0%	13.9%	应收款项	2,882	3,029	1,779	2,420	2,520	2,577
营业成本	-3,970	-4,487	-2,804	-2,999	-3,313	-3,624	存货	2,912	2,415	2,827	2,621	2,808	3,156
% 销售收入	34.3%	43.0%	52.4%	45.6%	43.4%	41.7%	其他流动资产	16	39	604	585	579	570
毛利	7,587	5,944	2,549	3,579	4,317	5,068	流动资产	12,752	10,832	9,920	11,614	13,076	14,790
% 销售收入	65.7%	57.0%	47.6%	54.4%	56.6%	58.3%	% 总资产	81.9%	78.9%	75.3%	78.1%	79.9%	81.8%
营业税金及附加	-717	-423	-344	-422	-473	-522	长期投资	1,052	1,121	1,284	1,516	1,616	1,696
% 销售收入	6.2%	4.1%	6.4%	6.4%	6.2%	6.0%	固定资产	1,182	1,360	1,372	1,177	1,123	1,073
营业费用	-665	-680	-579	-789	-839	-869	% 总资产	7.6%	9.9%	10.4%	7.9%	6.9%	5.9%
% 销售收入	5.8%	6.5%	10.8%	12.0%	11.0%	10.0%	无形资产	282	260	252	225	202	181
管理费用	-533	-413	-466	-526	-534	-522	非流动资产	2,821	2,902	3,251	3,262	3,285	3,293
% 销售收入	4.6%	4.0%	8.7%	8.0%	7.0%	6.0%	% 总资产	18.1%	21.1%	24.7%	21.9%	20.1%	18.2%
息税前利润 (EBIT)	5,672	4,428	1,161	1,841	2,470	3,156	资产总计	15,573	13,734	13,171	14,876	16,362	18,083
% 销售收入	49.1%	42.5%	21.7%	28.0%	32.4%	36.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	37	157	91	157	195	233	应付款项	4,431	2,887	3,087	2,953	3,440	3,930
% 销售收入	-0.3%	-1.5%	-1.7%	-2.4%	-2.6%	-2.7%	其他流动负债	1,341	177	247	1,537	1,945	2,417
资产减值损失	1	0	-205	-2	4	0	流动负债	5,772	3,063	3,333	4,490	5,385	6,347
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	378	90	145	300	147	166	其他长期负债	30	33	44	44	44	44
% 税前利润	6.2%	1.9%	11.9%	12.9%	5.2%	4.6%	负债	5,802	3,097	3,377	4,534	5,429	6,391
营业利润	6,089	4,675	1,192	2,297	2,816	3,554	普通股股东权益	9,703	10,568	9,713	10,034	10,346	10,756
营业利润率	52.7%	44.8%	22.3%	34.9%	36.9%	40.9%	少数股东权益	68	69	80	308	586	937
营业外收支	63	4	25	25	25	25	负债股东权益合计	15,573	13,734	13,171	14,876	16,362	18,083
税前利润	6,152	4,680	1,218	2,322	2,841	3,579	比率分析						
利润率	53.2%	44.9%	22.7%	35.3%	37.2%	41.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-1,610	-1,142	-241	-511	-568	-716	每股指标						
所得税率	26.2%	24.4%	19.8%	22.0%	20.0%	20.0%	每股收益 (元)	3.140	2.452	0.627	1.129	1.422	1.792
净利润	4,543	3,538	976	1,811	2,273	2,863	每股净资产 (元)	6.940	7.537	6.927	7.156	7.378	7.670
少数股东损益	152	100	96	228	278	351	每股经营现金净流 (元)	3.419	0.875	0.932	0.826	1.737	2.113
归属于母公司的净利润	4,390	3,438	880	1,583	1,995	2,513	每股股利 (元)	1.800	1.250	0.800	0.900	1.200	1.500
净利率	38.0%	33.0%	16.4%	24.1%	26.1%	28.9%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	45.24%	32.53%	9.06%	15.78%	19.28%	23.36%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	28.19%	25.03%	6.68%	10.64%	12.19%	13.90%
净利润	4,543	3,538	976	1,811	2,273	2,863	投入资本收益率	235.72%	80.33%	24.46%	50.54%	91.92%	166.85%
少数股东损益	152	100	96	228	278	351	增长率						
非现金支出	132	138	359	144	137	146	营业总收入增长率	37.12%	-9.74%	-48.68%	22.89%	15.98%	13.92%
非经营收益	-493	62	-314	-325	-172	-191	EBIT 增长率	41.94%	-21.94%	-73.79%	58.66%	34.17%	27.74%
营运资金变动	598	-2,511	287	-471	198	144	净利润增长率	51.13%	-21.69%	-74.41%	79.96%	25.98%	25.98%
经营活动现金净流	4,933	1,326	1,403	1,386	2,715	3,314	总资产增长率	24.81%	-11.81%	-4.10%	12.95%	9.98%	10.52%
资本开支	118	270	164	-104	39	49	资产管理能力						
投资	1,300	14	-1	-232	-100	-80	应收账款周转天数	2.2	1.6	0.6	1.2	1.0	1.0
其他	1	14	22	300	147	166	存货周转天数	231.9	216.6	341.1	319.0	309.3	317.8
投资活动现金净流	1,184	-241	-143	172	8	36	应付账款周转天数	55.8	49.3	53.6	45.0	40.0	35.0
股权募资	54	51	8	0	0	0	固定资产周转天数	31.7	36.9	74.9	54.7	40.3	31.5
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-2,226	-2,629	-1,834	-52	-1,262	-1,683	净负债/股东权益	-71.05%	-50.29%	-48.09%	-57.90%	-65.58%	-72.58%
筹资活动现金净流	-2,171	-2,578	-1,826	-52	-1,262	-1,683	EBIT 利息保障倍数	-152.2	-28.3	-12.8	-11.7	-12.7	-13.5
现金净流量	3,945	-1,493	-565	1,506	1,460	1,668	资产负债率	37.26%	22.55%	25.64%	30.48%	33.18%	35.34%

来源：中泰证券研究所

- **上海梅林：牛肉战略全面落地，肉类航母扬帆起航**
- **拟现金收购新西兰 SFF 集团 50% 股权，公司牛肉产业链战略全面落地。** 9 月 16 日公司发布重大资产购买预案，拟以现金形式收购新西兰肉类企业 SFF 集团 50% 股权（3.11 亿新元±账面值调整）。此次收购是公司新管理层上任后牛肉产业链战略的全面落地，有助于公司控制新西兰近 1/3

的优质牛源，同时也将获得其 1/4 的羊肉资源。SFF 是新西兰最大的牛羊鹿肉加工企业，2014 收入规模达 98 亿元人民币，是新西兰仅次于乳品巨头恒天然的第二大农产品出口商，占据新西兰畜禽屠宰总量的 25% 以上。

- **收购完成后梅林将成为中国最大的牛羊肉企业，未来协同效应值得期待。**若能顺利完成本次海外收购，梅林短期内将迅速成为中国最大的牛羊肉综合加工企业，牛、羊屠宰量分别为目前国内最大的皓月、蒙羊的 4 倍和 6 倍，并将大幅提升公司收入规模和盈利水平，并表后预计公司收入突破 250 亿元，利润增厚 1 亿元。同时，梅林与 SFF 集团未来产生的协同效应值得期待，一方面梅林联豪将获得稳定的牛肉原料供应，全力打造牛排领导品牌。另一方面 SFF 集团在梅林协助下扩大中国出口占比、提升小包装比重以及提高屠宰利用率，其毛利率水平将获得较大提升。
- **国内牛（羊）肉行业成长空间大，尚无全国化领导品牌。**随着西式餐饮文化传播、外出就餐比例增加以及受我国少数民族地区饮食习惯的影响，牛羊肉受到越来越多国内消费者的青睐，在我国肉类总体消费占比中提升至 15% 左右，而从国际人均消费水平来看，中国牛羊肉消费量还有较大的提升空间。从竞争格局看，牛羊肉行业均无猪肉中类似于双汇的全国化领导品牌，仍然处于较为初级竞争阶段，品牌化、冷鲜化都刚刚起步。但行业空间很大，牛肉接近 5000 亿、羊肉接近 2000 亿，行业足以承载百亿级公司的诞生。而现阶段制约国内牛肉企业规模壮大的原因主要在于牛源问题，国内外禀赋差距决定了未来竞争成败在于海外布局；羊肉自给率相对较高，不过随着我国羊肉产量趋于稳定，进口量也逐渐加大，尤其是新西兰、澳大利亚等国进口关税取消，其质优价廉的产品竞争力在逐步加强。
- **新梅林、新起点，肉类航母扬帆起航。**我们之前一直强调的效率提升逻辑随着新管理层的上任更加强化，原牛奶集团沈总非常市场化、注重效益，改变国企单纯追求收入的发展模式。且公司战略逐步清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链，而市场之前的偏见就在于公司管理效率低下和业务繁杂。同时光明集团聚焦肉类产业，志在打造肉类航母，将在股权激励、海外并购等方面给予公司大力支持。短期看资产注入和海外收购并表带来业绩的大幅增厚，预计公司 2016 年收入突破 250 亿、利润翻番，长期来看公司效率持续提升和肉类战略不断推进，梅林有望成长为中国猪牛羊肉综合性肉食龙头。
 - **新管理层更加市场化，管理效率有望持续提升：**原牛奶集团 CEO 沈伟平出任上海梅林总裁，沈总把自己定位为职业经理人，完全按照市场化的运作方式和激励制度，牛奶集团在沈总的带领下，收入由 2003 年不到 3 亿增长到 2014 年的近百亿，净利润由 400 万增长到 4 个多亿，并成功打造出联豪、爱森、牛奶棚等多个品牌。目前梅林净利率不足 2%，明显低于同行平均水平，新管理层上任后，公司管理效率有望持续提升。
 - **公司战略逐渐清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链：**公司发展战略逐渐清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链。肉类行业空间巨大，具有超万亿的市场规模，且目前行业集中度非常低。在肉类战略不断推进下，梅林有望成长为牛肉的全国性龙头，并强化猪肉的区域性

龙头地位，仅就收入规模而言（并表后），公司实际上已成为中国肉类行业三甲，超过雨润，仅次于双汇和金锣。

➤ **集团支持加码，参与配股、推动激励、协助并购：**光明集团着力打造“8+2”产业布局（乳业、糖业、肉业、米业、菜业、品牌食品、现代农业、分销零售，以及地产物流和金融），梅林定位于“8+2”产业中的肉类平台，在乳业、糖业成规模后，集团力争在肉业上有所突破。7月9日公司公告称光明集团将全额参与配股，全力支持公司发展，同时将推动公司股权激励或员工持股计划，形成对新管理长期有效的激励。而集团的国际化战略和并购经验无疑对公司的海外收购产生积极影响，使得梅林此收购 SFF 能够从众多竞争者中脱颖而出。

■ **目标市值 200 亿元，对应股价 21.3 元，维持“买入”评级。**采用分部估值法，分别给予公司传统业务 100 亿元估值、生猪养殖资产 50 亿元估值（谨慎估计下）、SFF 海外资产 50 亿元估值（具体拆分详见我们深度报告），目标市值总计 200 亿元。由于并表节奏影响，调整今年收入及盈利预测，预计公司 2015 年收入为 125、268、294 亿元，同比增长 18%、116%、9%（收购 SFF 按 2016 年全年并表估计）；实现净利润 1.83、4.32、5.30 亿元，同比增长 38%、137%、23%，对应 EPS 分别为 0.19、0.46、0.57 元。

■ **风险提示：食品安全问题、猪价大幅波动、海外并购审批风险。**

图表 86：上海梅林财务预测表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	7,852	10,376	10,591	12,488	26,938	29,436	货币资金	964	1,067	1,735	3,122	3,233	2,944
增长率	23.87%	32.1%	2.1%	17.9%	115.7%	9.3%	应收账款	844	740	767	871	1,953	2,134
营业成本	-6,722	-8,911	-9,017	-10,681	-21,568	-23,496	存货	868	981	808	1,112	2,305	2,575
% 销售收入	85.6%	85.9%	85.1%	85.5%	80.1%	79.8%	其他流动资产	228	333	466	491	709	748
毛利	1,131	1,466	1,574	1,807	5,371	5,940	流动资产	2,904	3,121	3,777	5,596	8,199	8,400
% 销售收入	14.4%	14.1%	14.9%	14.5%	19.9%	20.2%	% 总资产	55.2%	54.1%	57.3%	65.1%	71.6%	70.8%
营业税金及附加	-36	-35	-40	-50	-108	-118	长期投资	287	326	327	327	327	327
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,327	1,422	1,480	1,645	1,887	2,055
营业费用	-696	-877	-936	-1,085	-2,795	-3,015	% 总资产	25.2%	24.7%	22.5%	19.2%	16.5%	17.3%
% 销售收入	8.9%	8.4%	8.8%	8.7%	10.4%	10.2%	无形资产	735	758	824	843	866	898
管理费用	-263	-331	-340	-406	-1,756	-1,899	非流动资产	2,353	2,648	2,810	2,994	3,259	3,459
% 销售收入	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%	6.5%	6.5%	% 总资产	44.8%	45.9%	42.7%	34.9%	28.4%	29.2%
息税前利润（EBIT）	136	223	259	266	712	909	资产总计	5,257	5,769	6,587	8,590	11,458	11,859
% 销售收入	1.7%	2.2%	2.4%	2.1%	2.6%	3.1%	短期借款	1,475	1,596	1,591	2,950	3,148	2,462
财务费用	-50	-86	-107	-65	-89	-78	应付账款	1,566	1,669	1,363	2,079	4,386	4,782
% 销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.5%	0.3%	0.3%	其他流动负债	-64	66	92	-148	-390	-432
资产减值损失	-10	-4	-41	-20	-2	-2	流动负债	2,977	3,331	3,046	4,880	7,145	6,812
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	68	10	24	21	19	18
投资收益	35	32	31	15	20	20	其他长期负债	146	177	192	192	192	192
% 税前利润	20.5%	15.8%	17.5%	5.8%	2.4%	2.0%	负债	3,190	3,518	3,262	5,093	7,355	7,022
营业利润	111	165	143	195	640	849	普通股股东权益	1,876	1,988	3,066	3,193	3,569	4,043
营业利润率	1.4%	1.6%	1.4%	1.6%	2.4%	2.9%	少数股东权益	191	267	258	284	510	769
营业外收支	57	39	37	65	200	150	负债股东权益合计	5,257	5,774	6,585	8,569	11,434	11,833
税前利润	169	204	180	260	840	999	比率分析						
利润率	2.1%	2.0%	1.7%	2.1%	3.1%	3.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-39	-39	-51	-52	-181	-210	每股指标						
所得税率	23.3%	19.2%	28.2%	19.8%	21.6%	21.0%	每股收益(元)	0.187	0.189	0.142	0.195	0.461	0.565
净利润	129	165	129	209	659	789	每股净资产(元)	2.508	2.417	3.270	3.405	3.806	4.311
少数股东损益	-11	10	-4	26	227	259	每股经营现金净流(元)	0.052	0.247	0.169	0.438	0.372	0.885
归属于母公司的净利润	140	155	133	183	432	530	每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.060	0.060
净利率	1.8%	1.5%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	7.47%	7.81%	4.33%	5.72%	12.11%	13.12%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	2.67%	2.69%	2.02%	2.13%	3.78%	4.48%
净利润	129	163	129	209	659	789	投入资本收益率	4.43%	7.30%	6.44%	7.10%	15.12%	17.83%
少数股东损益	0	0	0	26	227	259	增长率						
非现金支出	101	116	172	161	167	192	营业总收入增长率	23.87%	32.15%	2.07%	17.91%	115.72%	9.27%
非经营收益	38	66	79	46	-51	-15	EBIT增长率	98.96%	63.96%	15.87%	2.70%	167.83%	27.69%
营运资金变动	-229	-142	-220	-5	-426	-136	净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	37.59%	136.70%	22.65%
经营活动现金净流	39	203	159	436	576	1,089	总资产增长率	13.83%	9.83%	14.05%	30.42%	33.38%	3.50%
资本开支	123	136	127	260	230	240	资产管理能力						
投资	-121	77	-200	0	0	0	应收账款周转天数	23.8	21.8	20.8	19.0	20.0	20.0
其他	49	36	39	15	20	20	存货周转天数	42.0	37.9	36.2	38.0	39.0	40.0
投资活动现金净流	-194	-23	-288	-245	-210	-220	应付账款周转天数	28.8	22.8	23.8	22.5	22.5	22.5
股权筹资	0	0	994	0	0	0	固定资产周转天数	45.7	40.1	44.7	43.2	21.8	21.2
债权筹资	211	190	11	1,356	197	-688	偿债能力						
其他	-164	-203	-197	-134	-225	-212	净负债/股东权益	27.99%	23.86%	-3.62%	-4.35%	-1.60%	-9.64%
筹资活动现金净流	47	-13	808	1,221	-28	-899	EBIT利息保障倍数	2.7	2.6	2.4	4.1	8.0	11.6
现金净流量	-108	167	679	1,413	338	-30	资产负债率	60.69%	60.93%	49.53%	59.43%	64.33%	59.34%

来源：中泰证券研究所

- 洽洽食品：攻守兼备，坚果破局
- 核心观点：洽洽食品是食品饮料板块不可多得的攻守兼备品种，事业部制改革有望充分挤压出小品类产品业绩增长的高弹性，而今年以来国内葵花子收购价格处于低点，葵花籽原材料的成本下行有望推动今年利润端的增速回升，预计全年仍能维持 30% 左右的净利增速。虽然支撑公司长期高成长的强逻辑尚不明晰，但是公司开发坚果市场、构建线上平台态度坚决，有望找到除传统葵花子业务以外的增量市场空间。公司股息率稳定，估值相对合理，员工持股计划和大股东增持的进行为股价提供了一定的安全边际。
- 守：主业平稳增长+大股东增持和员工持股计划+稳定分红提供股价较高安全边际。
 - 主业增长平稳：事业部制改革有望充分挤压出小品类产品业绩增长的高弹性，葵花子成本持续处于低位，公司毛利率水平仍有保证。公司目前的葵花子业务收入占比接近 80%，葵花子的渠道渗透能力和绝对体量已经决定了该业务未来的增长弹性不大。2014 年年底公司推动了产品事业部改革，由原来的产品总量绩效评估模式调整为新的分品类、分事业部、按产品线绩效评估的模式，国葵事业部、炒货事业部、坚果事业部以及烘焙事业部独立考核，推动除葵花子业务外其他小品项的快速成长。2015 年前三季度公司薯片业务同比

增长 20%以上，改革效果初现。同时今年以来国内葵花子收购价格处于低点，10 月份公司最新收购价仍维持在较低水平，作为洽洽食品最主要的原料构成，葵花籽原材料的成本下行有望推动今年和明年利润端的增速回升。

➤ **大股东增持和员工持股计划彰显发展决心：**公司今年相继推出员工持股计划和股东增持方案，公司核心员工以自筹资金 5000 万元全额认购资产管理计划次级份额，而公司控股股东华泰集团承诺六个月内增持不超过公司总股本 2%的股份。员工持股和股东增持计划的相继推出彰显发展决心，为公司的股价提供一定的安全边际。

➤ **公司分红稳定：**同时洽洽食品分红稳定，股息率稳定在 2%左右。2014 年公司的股息率达到 2.65%，在食品饮料板块所有上市公司中高居第二位。

■ **攻：开发坚果市场、构建线上平台态度坚决+外延并购预期提供充分的弹性空间。**

➤ **坚果业务大力推广+电商渠道发展态度坚决，期待再造第二个洽洽：**在葵花子业务相对稳定的前提下，今年公司明确了大力推广坚果市场的发展目标。我们认为坚果和公司的葵花子主业协同性较强且市场空间更为广阔，能否以时间换空间，再造第二个洽洽在很大程度上取决于坚果业务的推广情况。由于坚果市场销售渠道的特殊性，电商渠道的开发将影响公司坚果业务的推广进度，董事长女儿亲自负责线上平台的推广，并回收了合肥洽洽味乐园电子商务有限公司的少数股权，此次味乐园电子商务平台再次增资 1900 万元，支持力度空前，我们预计今年实现 8000 万以上收入已经是大概率事件。

➤ **存在外延并购预期：**目前国内的休闲食品行业已经突破 3800 亿元，近十年 CAGR 达到 21.78%，是景气度最高的食品饮料子行业之一。洽洽食品对待外延并购态度开放，有望通过外延扩张的方式做大休闲食品产业。

■ **投资建议：16 年第一目标价格 20 元，中期目标市值 120 亿元，维持“买入”评级。**洽洽是食品饮料板块不可多得的攻守兼备品种，主业平稳增长+大股东增持和员工持股计划+稳定分红提供较高的安全边际，我们预计 2015-17 年公司分别实现收入 34.29/38.68/43.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/0.80/0.90 元。仅从年末估值切换的角度，短期仍有 15%-20%的上涨空间，第一目标价 20 元，对应 16 年 25xPE。同时我们认为坚果电商的大力推进将一改洽洽食品收入增长缺乏弹性的现状，而管理层的整合和事业部改革等经营体制的改善将为洽洽的坚果电商平台的成长提供有力支撑。在中期视角，洽洽食品可能会牺牲一定的利润确保电商业务的快速增长，若从 PS 的角度去重新审视洽洽的估值水平，给予洽洽 2016 年 3.2xPS，目标市值 120 亿元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；新品推广不达预期。**

图表 87：洽洽食品财务预测表

损益表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	2,750	2,988	3,113	3,429	3,868	4,376
增长率	0.40%	8.7%	4.2%	10.1%	12.8%	13.1%
营业成本	-1,902	-2,159	-2,149	-2,314	-2,619	-2,968
% 销售收入	69.2%	72.3%	69.0%	67.5%	67.7%	67.8%
毛利	848	829	964	1,115	1,249	1,408
% 销售收入	30.8%	27.7%	31.0%	32.5%	32.3%	32.2%
营业税金及附加	-20	-23	-25	-27	-31	-35
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-352	-376	-412	-446	-495	-569
% 销售收入	12.8%	12.6%	13.2%	13.0%	12.8%	13.0%
管理费用	-169	-186	-203	-223	-244	-276
% 销售收入	6.1%	6.2%	6.5%	6.5%	6.3%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	308	244	323	419	479	528
% 销售收入	11.2%	8.2%	10.4%	12.2%	12.4%	12.1%
财务费用	59	29	10	5	-4	3
% 销售收入	-2.2%	-1.0%	-0.3%	-0.1%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	0	-24	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	24	40	20	25	30
% 税前利润	-	7.2%	10.8%	4.3%	4.8%	5.1%
营业利润	363	296	350	444	500	561
营业利润率	13.2%	9.9%	11.3%	12.9%	12.9%	12.8%
营业外收支	21	32	25	25	25	25
税前利润	383	329	376	469	525	586
利润率	13.9%	11.0%	12.1%	13.7%	13.6%	13.4%
所得税	-88	-72	-84	-103	-116	-129
所得税率	23.0%	22.0%	22.2%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	295	256	292	366	410	457
少数股东损益	12	1	-1	2	3	3
归属于母公司的净利润	283	255	293	363	407	454
净利率	10.3%	8.5%	9.4%	10.6%	10.5%	10.4%

现金流量表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	295	256	292	366	410	457
少数股东损益	0	0	0	2	3	3
非现金支出	49	67	110	112	132	154
非经营收益	-55	-53	-60	-14	-22	-39
营运资金变动	8	-272	-185	107	-81	-61
经营活动现金净流	297	-1	157	574	442	514
资本开支	276	437	241	279	288	272
投资	-249	-1,000	238	-50	-50	-30
其他	374	961	-110	20	25	30
投资活动现金净流	-151	-476	-113	-309	-313	-272
股权募资	14	3	1	0	0	0
债权募资	77	360	130	-200	100	-480
其他	-192	-161	-117	-40	-383	-16
筹资活动现金净流	-101	202	13	-240	-283	-496
现金净流量	45	-275	58	25	-154	-253

资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,602	433	668	691	535	279
应收款项	99	110	119	121	139	156
存货	528	833	951	883	1,029	1,155
其他流动资产	253	1,192	1,027	1,035	1,038	1,052
流动资产	2,482	2,567	2,766	2,730	2,740	2,641
% 总资产	75.3%	64.9%	64.6%	60.9%	58.0%	55.0%
长期投资	115	112	120	170	220	250
固定资产	547	950	1,100	1,282	1,447	1,582
% 总资产	16.6%	24.0%	25.7%	28.6%	30.6%	32.9%
无形资产	121	219	229	238	253	262
非流动资产	814	1,389	1,515	1,756	1,987	2,159
% 总资产	24.7%	35.1%	35.4%	39.1%	42.0%	45.0%
资产总计	3,296	3,957	4,281	4,487	4,727	4,801
短期借款	90	450	580	380	480	0
应付款项	416	520	459	514	582	662
其他流动负债	101	233	374	714	377	393
流动负债	606	1,203	1,413	1,608	1,439	1,055
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	41	55	48	48	48	48
负债	647	1,258	1,461	1,656	1,487	1,103
普通股股东权益	2,585	2,603	2,727	2,735	3,143	3,597
少数股东权益	63	96	93	95	98	101
负债股东权益合计	3,296	3,957	4,281	4,487	4,727	4,801

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.838	0.755	0.868	0.717	0.803	0.896
每股净资产 (元)	7.649	7.702	8.068	5.395	6.199	7.094
每股经营现金净流 (元)	0.878	-0.004	0.465	1.127	0.867	1.009
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.700	0.700	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.95%	9.80%	10.76%	13.28%	12.96%	12.63%
总资产收益率	8.59%	6.45%	6.86%	8.10%	8.61%	9.46%
投入资本收益率	23.25%	7.32%	9.63%	13.90%	12.61%	13.00%
增长率						
营业总收入增长率	0.40%	8.68%	4.18%	10.13%	12.83%	13.11%
EBIT 增长率	31.17%	-20.75%	32.38%	29.48%	14.49%	10.13%
净利润增长率	33.03%	-9.88%	15.00%	23.83%	12.07%	11.53%
总资产增长率	5.71%	20.07%	8.18%	4.81%	5.36%	1.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.5	10.8	10.8	10.7	10.8	10.8
存货周转天数	107.0	115.0	151.4	139.3	143.3	142.0
应付账款周转天数	42.3	47.1	54.2	49.8	50.8	51.0
固定资产周转天数	44.3	63.3	94.0	104.1	104.7	102.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.10%	0.63%	-3.14%	-11.01%	-1.70%	-7.55%
EBIT 利息保障倍数	-5.2	-8.6	-31.6	-81.7	120.9	-173.4
资产负债率	19.64%	31.79%	34.13%	36.91%	31.45%	22.98%

来源：中泰证券研究所

- **汤臣倍健：主业增速回升，大健康布局稳步推进**
- **核心观点：**2015 年是汤臣倍健新三年规划实施的第一年，短期公司对业务板块进行重新梳理，汤臣主品牌、佰嘉药业、佰悦网络科技三大业务布局对公司业绩形成了有效支撑；中长期公司积极布局大健康产业链，大力发展健康管理和移动医疗，跨境电商及海外并购预期强烈。同时公司管理团队激励充分，超级合伙人计划实现全体股东利益一致。
- **膳食营养补充剂业务：新模块、新渠道。**2015 年汤臣倍健对膳食营养补充剂主业进行了重新梳理，“汤臣主品牌+佰嘉药业+佰悦科技”三大业务板块各司其职，汤臣药业是公司主营的品牌业务，仍以传统的药店及商超销售渠道为主；佰嘉药业以膳食营养补充剂的细分市场为切入点，已经相继推出骨骼保健类品牌健力多和中草药品牌无限极，采用线上线下的全渠道销售模式；佰悦科技专门运营互联网渠道的品牌销售，每日每加和健乐多已经上线。“新模块、新渠道”，在经历年初二维码事件的影响之后，公司膳食营养补充剂业务已经从 14 年的低谷触底反弹，预

计全年能够取得 25%以上的收入和利润增速。

- **进口品牌和线下连锁店模式遭遇发展瓶颈。**汤臣倍健的传统业务模式由汤臣主品牌、进口品牌奈梵斯以及线下连锁经营的佰健生物工程子公司组成。2014 年由于政策方面的限制，进口品牌代理业务遭遇沉重的打击，实现净利润-3406.38 万元，同比大幅下滑 460.61%。而公司的线下连锁店业务是公司在上市之初借鉴西方膳食营养补充剂品牌的一次创新，但是由于公司的销售品牌相对单一，海外并购迟迟未能落地，线下连锁店的利润增速迅速出现大幅下滑，2014 年公司主动收缩连锁经营店网点的布局数量。原有的两大业务模块均遭遇发展瓶颈，公司主业发展面临转型压力。
- **新单品持续高增长，业务布局效果初显：**汤臣主品牌增长平稳，线下销售终端布局的持续完善仍能对主品牌的成长提供有力保证，今年全年预计仍会新增 1 到 2 万家销售终端。佰嘉药业+佰悦科技则为膳食营养补充剂收入的增长提供了充分的弹性，15 年上半年健力多实现近 1 个亿的收入，预计全年有 2 个亿的收入规模，同比增长 200%左右。无限能和健乐多、每日每加等品牌今年陆续推向市场，每年至少保持翻倍的增速，有望成为继健力多之后的大单品。
- **大健康产业链布局：新规划、新看点。**在新的战略规划中，汤臣倍健明确提出从产品营销向价值营销的战略升级目标以及从单一产品的提供商至健康干预的综合解决方案提供商的发展路径。从具有较强优势的实体产品和健康管理内容服务两方面出发形成健康干预方案，通过大平台嵌入，围绕健康干预的服务与价值挖掘，形成健康管理数据的沉淀，打造大健康产业的生态圈，是实现公司向健康干预综合解决方案提供商转型的有效途径。2015 年公司在实体产品和健康管理内容服务端齐发力，在健康管理内容服务端，合资设立桃谷医疗公司及相互人寿保险公司，推进移动医疗和相互保险领域的培育布局，参股上海臻鼎、北京极简时代和大姨吗等公司，完善在健康管理服务及健康数据的积累；实体产品端，投资入股有棵树跨境电商平台，为做强膳食营养补充剂主业嫁接资源，也为后续海外品牌的并购做好铺垫。
- **员工持股+超级合伙人计划：新思维、新驱动。**汤臣倍健实行管理层持股机制，子公司佰嘉和佰悦的管理层分别持有子公司 25%和 30%的股权；在投资及项目孵化公司方面，同样积极推动管理层持股，成为公司的重要股东。同时公司推出“超级合伙人计划”，筹集 9000 万元推进核心管理团队员工持股，2015 年 8 月 12 日，公司第一期核心管理团队持股计划已购买完毕，共购买公司股票 2,444,139 股，占公司总股本的 0.34%，持仓均价 36.82 元。持股计划作为长期激励机制，将有效推动与促进公司“经理人”向“合伙人”的身份转变，绑定公司长期价值，实现全体股东利益一致。
- **投资建议：维持 40 元的目标价，“买入”评级。**我们预计公司 2015-17 年净利润为 6.84/8.93/11.20 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.23/1.54 元，16 年目标价 40 元，对应 16 年 33xPE，维持“买入”评级。
- **风险提示：产品质量问题；国内膳食营养补充剂监管政策变化；新品推广不达预期。**

图表 88：汤臣倍健财务预测表

损益表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	1,067	1,482	1,705	2,193	2,754	3,439
增长率	62.12%	39.0%	15.0%	28.6%	25.6%	24.9%
营业成本	-391	-523	-580	-711	-881	-1,085
% 销售收入	36.6%	35.3%	34.0%	32.4%	32.0%	31.5%
毛利	676	959	1,125	1,482	1,873	2,355
% 销售收入	63.4%	64.7%	66.0%	67.6%	68.0%	68.5%
营业税金及附加	-11	-18	-22	-26	-34	-43
% 销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
营业费用	-266	-317	-397	-498	-620	-791
% 销售收入	24.9%	21.4%	23.3%	22.7%	22.5%	23.0%
管理费用	-101	-154	-177	-186	-234	-275
% 销售收入	9.5%	10.4%	10.4%	8.5%	8.5%	8.0%
息税前利润（EBIT）	298	470	529	771	985	1,246
% 销售收入	27.9%	31.7%	31.0%	35.2%	35.8%	36.2%
财务费用	36	34	44	30	63	67
% 销售收入	-3.3%	-2.3%	-2.6%	-1.4%	-2.3%	-2.0%
资产减值损失	-2	-1	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	332	503	554	801	1,048	1,313
营业利润率	31.1%	33.9%	32.5%	36.5%	38.0%	38.2%
营业外收支	-1	0	38	8	10	11
税前利润	331	503	592	809	1,057	1,324
利润率	31.0%	33.9%	34.7%	36.9%	38.4%	38.5%
所得税	-51	-82	-90	-126	-164	-205
所得税率	15.4%	16.2%	15.1%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	280	422	503	684	893	1,120
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	280	422	503	684	893	1,120
净利率	26.3%	28.4%	29.5%	31.2%	32.4%	32.5%
现金流量表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	280	422	503	684	893	1,120
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	42	69	53	69	88
非经营收益	4	3	5	-8	-10	-9
营运资金变动	-200	159	-16	-31	-28	-36
经营活动现金净流	111	627	561	697	925	1,162
资本开支	158	168	196	167	216	210
投资	-11	-3	-40	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-169	-171	-236	-167	-216	-210
股权募资	0	0	36	1,848	0	0
债权募资	0	0	0	0	4	55
其他	-109	-131	-328	0	-364	-2
筹资活动现金净流	-109	-131	-292	1,848	-361	53
现金净流量	-167	324	32	2,378	348	1,005
资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,246	1,530	1,537	3,915	4,263	5,268
应收款项	54	56	74	89	112	140
存货	210	234	229	290	356	440
其他流动资产	107	39	72	84	96	110
流动资产	1,617	1,859	1,912	4,377	4,827	5,958
% 总资产	76.8%	75.7%	70.8%	82.8%	81.9%	83.2%
长期投资	1	1	49	49	49	49
固定资产	398	477	579	704	842	963
% 总资产	18.9%	19.4%	21.4%	13.3%	14.3%	13.5%
无形资产	40	100	141	139	157	170
非流动资产	488	597	789	911	1,068	1,202
% 总资产	23.2%	24.3%	29.2%	17.2%	18.1%	16.8%
资产总计	2,105	2,455	2,701	5,288	5,895	7,160
短期借款	0	0	0	0	4	59
应付款项	131	144	178	212	263	329
其他流动负债	38	70	65	451	109	134
流动负债	169	214	243	663	376	521
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	10	10	10	10
负债	178	223	253	673	386	531
普通股股东权益	1,927	2,233	2,448	4,615	5,509	6,628
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,105	2,455	2,701	5,288	5,895	7,160
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益（元）	1.282	1.285	0.764	0.939	1.227	1.538
每股净资产（元）	8.811	6.806	3.720	6.339	7.567	9.104
每股经营现金净流（元）	0.509	1.910	0.852	0.958	1.271	1.596
每股股利（元）	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.55%	18.89%	20.53%	14.82%	16.22%	16.89%
总资产收益率	13.32%	17.17%	18.61%	12.93%	15.16%	15.64%
投入资本收益率	36.88%	55.92%	51.75%	99.16%	68.97%	76.55%
增长率						
营业总收入增长率	62.12%	38.96%	15.03%	28.61%	25.58%	24.90%
EBIT 增长率	63.29%	57.58%	12.65%	45.77%	27.63%	26.53%
净利润增长率	50.38%	50.41%	19.19%	36.05%	30.66%	25.30%
总资产增长率	11.12%	16.66%	10.01%	95.77%	11.47%	21.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.1	9.5	8.9	9.3	9.2	9.2
存货周转天数	151.2	154.6	145.7	148.6	147.7	148.0
应付账款周转天数	37.8	40.3	42.2	40.9	41.2	41.3
固定资产周转天数	79.3	95.5	87.2	80.9	80.5	77.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.66%	-68.53%	-62.80%	-84.83%	-77.33%	-78.60%
EBIT 利息保障倍数	-8.4	-13.7	-12.1	-25.8	-15.6	-18.5
资产负债率	8.44%	9.06%	9.38%	12.73%	6.55%	7.42%

来源：中泰证券研究所

- **西王食品：食品饮料中稀缺高增长标的，后续关注品类和外延扩张**
- 前三季度公司销售收入同比增长 23.02%，净利润同比增长 35.85%，其中我们核心关注的小包装食用油销量增速前三季度同比增长 48%（公司整体收入增速偏低主要源于大宗油脂价格下跌以及饲料需求低迷拖累公司散装油和豆粕业务的收入增长），且超过去年全年的销量水平，公司营销改善效果持续显现。全年来看，随着四季度围绕《真心英雄》以及春节主题的宣传推广，预计全年销量达到 14 万吨，同比增长 40%以上。
- **营销改善叠加品类扩张，公司进入新一轮高速增长期，随着 30 万吨玉米油产能全部转换为小包装，未来高增长可持续。同时公司战略路径清晰，高端油种品类扩张稳步推进，葵花籽油后橄榄油值得期待，未来还可能拓展芝麻油、亚麻籽油和茶籽油等高毛利小油种，打造健康食用油第一品牌，而长期看有望拓展至调味品、食盐甚至是健康食品。另外，9 月 22 日公司发布员工持股计划，加上之前大股东全额参与定增，表明无论是公司内部还是集团上下对都西王未来发展充满信心。**

- **完成员工持股计划购买，15.21 元价格提供安全边际。**公司 12 月 11 日公告完成第一期员工持股计划，此次实际购买金额 13055.63 万元，杠杆比例接近 0.9 倍，而从真正开始购买（11 月初）到购买完成实际只用了 1 个月的时间，非常迅速，同时 15.21 元的价格也充分显示出管理层对于公司未来发展前景的坚定看好和市值做大的决心，并提供了股价的安全边际。本次员工持股为公司首次在股权方面对于管理层及骨干员工进行激励，完成后将进一步完善治理结构，调动员工的积极性、提高凝聚力，并有利于公司吸引和保留优秀人才。
- **再加上大股东参与定增（已拿到批文），表明无论是公司内部还是集团上下对都公司未来的发展充满信心。**虽然此次再融资和股权方面激励都是公司上市后首次，但都显得诚意十足，定增大股东全额参与（4.95 亿元），员工持股计划迅速完成，公司内生和外延发展有望齐加速。尤其是外延方面，因为公司已经进入到多品类扩张的发展阶段，不过由于公司务实的态度和追求真正协同，预计速度可能不会太快，但我们认为战略方向是确定的，一是健康食用油方面继续布局，二是扩展到整个大厨房相关产品。定增完成后公司现金储备将显著提升，有助于通过并购优秀企业来提升品类扩张的速度（当前公司资产负债率仅为 25%），公司预案中也明确指出“公司还将积极布局其它油种，通过新建、收购等方式切入其它油种市场，从而完善产品结构，提高公司盈利能力”。考虑到公司目前全力推广的新品葵花籽油以及橄榄油，我们预计公司可能在此品类上通过并购来获得稳定而廉价的原料供应、提升扩张速度，未来公司还有望在芝麻
- **目标价 19.2 元，对应 2016 年增发摊薄后 33 倍 PE，维持“买入”评级。**公司是食品饮料中稀缺的高增长品种，之前由于行业划分问题市场认知一直不足。不考虑外延扩张，预计 2015-2017 年收入为 24.5、31.5、37.5 亿元，同比增长 30.8%、28.9%、19.0%，预计 2015-2017 年 EPS 为 0.48、0.69、0.91 元（增发摊薄后 0.40 元、0.58 元、0.78 元），同比增长 54.5%、42.8%、32.5%。给予目标价 19.2 元，对应 2016 年增发摊薄后 33 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：食品安全问题、新品拓展不及预期。**

图表 89：西王食品财务预测表

损益表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	2,480	2,427	1,870	2,446	3,153	3,753
增长率	34.77%	-2.1%	-22.9%	30.8%	28.9%	19.0%
营业成本	-1,919	-1,828	-1,353	-1,758	-2,245	-2,657
% 销售收入	77.4%	75.3%	72.3%	71.9%	71.2%	70.8%
毛利	562	600	517	689	908	1,096
% 销售收入	22.6%	24.7%	27.7%	28.1%	28.8%	29.2%
营业税金及附加	-7	-6	-6	-8	-9	-11
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-240	-266	-260	-342	-440	-517
% 销售收入	9.7%	10.9%	13.9%	14.0%	14.0%	13.8%
管理费用	-121	-116	-97	-101	-142	-167
% 销售收入	4.9%	4.8%	5.2%	4.1%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	193	212	155	238	317	400
% 销售收入	7.8%	8.7%	8.3%	9.7%	10.1%	10.7%
财务费用	-37	-17	-11	-23	-9	-1
% 销售收入	1.5%	0.7%	0.6%	0.9%	0.3%	0.0%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	156	195	144	215	308	399
营业利润率	6.3%	8.0%	7.7%	8.8%	9.8%	10.6%
营业外收支	1	1	-11	-5	-8	-2
税前利润	157	196	133	210	300	397
利润率	6.3%	8.1%	7.1%	8.6%	9.5%	10.6%
所得税	-14	-15	-15	-29	-40	-54
所得税率	8.7%	7.7%	11.5%	13.7%	13.5%	13.5%
净利润	143	181	117	182	259	344
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	143	181	117	182	259	344
净利率	5.8%	7.5%	6.3%	7.4%	8.2%	9.2%
现金流量表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	143	181	117	182	259	344
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	34	0	40	49	55
非经营收益	37	15	0	47	33	24
营运资金变动	174	95	0	-107	-76	-64
经营活动现金净流	379	326	117	161	266	358
资本开支	73	109	13	335	8	2
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-73	-109	-13	-335	-8	-2
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-193	-100	250	100	-100	0
其他	-75	-65	-69	-43	-82	-88
筹资活动现金净流	-268	-165	181	57	-182	-88
现金净流量	39	52	285	-117	76	268
资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	269	317	681	564	640	909
应收款项	132	127	120	110	141	168
存货	239	168	277	241	308	364
其他流动资产	103	81	64	125	154	179
流动资产	742	693	1,142	1,040	1,244	1,620
% 总资产	51.9%	48.2%	61.4%	50.8%	56.5%	64.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	586	574	614	874	825	770
% 总资产	40.9%	40.0%	33.0%	42.7%	37.5%	30.5%
无形资产	103	101	99	129	129	129
非流动资产	689	744	718	1,008	959	904
% 总资产	48.1%	51.8%	38.6%	49.2%	43.5%	35.8%
资产总计	1,431	1,436	1,860	2,048	2,203	2,524
短期借款	200	100	350	150	150	150
应付款项	194	143	257	168	216	256
其他流动负债	12	35	21	73	87	100
流动负债	406	278	628	391	453	506
长期贷款	0	0	0	300	200	200
其他长期负债	0	0	12	12	12	12
负债	406	278	640	703	665	718
普通股股东权益	1,024	1,158	1,219	1,344	1,538	1,806
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,431	1,436	1,860	2,048	2,203	2,524
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.760	0.961	0.624	0.964	1.376	1.824
每股净资产 (元)	5.440	6.150	6.474	7.138	8.165	9.589
每股经营现金净流 (元)	2.014	1.731	0.000	0.855	1.411	1.903
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.030	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	13.97%	15.62%	9.64%	13.51%	16.86%	19.02%
总资产收益率	10.00%	12.60%	6.32%	8.87%	11.77%	13.61%
投入资本收益率	18.43%	20.81%	15.41%	16.70%	21.99%	27.76%
增长率						
营业总收入增长率	34.77%	-2.14%	-22.95%	30.80%	28.89%	19.01%
EBIT 增长率	41.17%	10.04%	-27.10%	53.86%	33.24%	26.25%
净利润增长率	25.39%	26.48%	-35.07%	54.54%	42.76%	32.54%
总资产增长率	1.51%	0.38%	29.47%	10.12%	7.56%	14.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.6	17.4	21.4	15.0	15.0	9.1
存货周转天数	48.4	40.6	60.0	50.0	50.0	25.0
应付账款周转天数	18.1	23.6	29.0	20.0	20.0	15.3
固定资产周转天数	64.1	86.6	115.4	96.0	86.7	77.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.72%	-18.76%	-27.18%	-8.50%	-18.88%	-30.93%
EBIT 利息保障倍数	5.2	12.8	14.1	10.5	33.7	358.3
资产负债率	28.41%	19.36%	34.43%	34.35%	30.19%	28.46%

来源：中泰证券研究所

稳健组合：东阿阿胶、洋河股份、张裕 A、贵州茅台、伊利股份、双汇发展

- **东阿阿胶：价值回归持续推进，关注估值修复行情**
- **核心观点：**2015 年 11 月 17 日，阿胶块等公司重点产品出厂和零售价全线上调 15%。由于驴皮供应缺口的持续扩大，2006 年以来东阿阿胶主导价值回归，通过提价反哺上游原料，销售价格的提升成为公司收入增长的主要驱动因素。然而驴皮供应下滑未见明显好转，持续的提价使得公司面临客户流失的风险，公司的收入和利润增速出现下滑。2014 年在收入近十年首次负增长的情况下估值水平达到 15x-20x 的历史底部。我们认为受到驴皮资源的短缺在短期内无明显改善等系列因素的影响，东阿阿胶的提价模式仍将持续，但是随着多次提价后主要消费人群已经升级，消费者对于产品提价的敏感度有望降低，公司的利润增速有望回升。当前股价对应 2016 年仅 17xPE，具备估值修复空间，给予 2016 年 23xPE，对应目标价 69.70 元，“买入”评级。
- **提价模式主导价值回归之路，驴皮资源供应紧张仍为主要矛盾。1) 2015 年 11 月阿胶系列产品全线提价 15%，价值回归之路仍在继续：**2015 年 11 月 17 日，公司重点产品阿胶块、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕出厂和

零售价全线上调 15%，阿胶块的终端零售价将上调至 4598 元/公斤，这也是公司 2010 年以来的第 12 次提价；2) 驴皮价值持续攀升，通过提价反哺上游原料：受到养殖周期长、应用价值尚未充分发掘等一系列因素的影响，国内养驴农户的年收益率只有 15%-20%，国内驴存栏量的持续下降。2014 年国内驴的存栏量只有 582.60 万头，同比下降 3.44%。驴皮资源持续紧张是阿胶行业发展的最大限制，东阿阿胶通过提价反哺上游原料，有助于充分调动上游农户养驴的积极性，促进阿胶全产业链的健康发展。

- **提价保证收入增长，三大因素驱动提价模式仍可持续：**由于上游驴皮资源的限制，2010 年公司阿胶块的产量在 1600-1800 吨左右，今年总产量仅有 1000 吨左右。2006 年公司主导价值回归以来，公司收入增长的主要驱动因素便是销售价格的提升。基于以下三点原因，1) 驴皮资源的短缺在短期内无法明显改善，阿胶全产业链布局仍需时日；2) 消费升级持续推进，消费者对于产品提价的敏感度有望减低；3) 保健品市场广阔，关注女性健康的保健品发展速度最快；我们认为未来公司的提价模式仍可持续。
- **投资建议：估值水平处于历史底部，16 年目标价 69.70 元，“买入”评级。**2010 年开始公司的阿胶产品进入提价周期，2010-11 年公司的净利润分别同比大幅增长 48.72%和 47.05%。但是经历了 2011 年的大幅度提价之后，由于渠道窜货和顾客流失等因素的影响，公司的利润增速下滑到 21.50%，此后公司的净利润增速维持在 10%-20%的区间。对于提价模式的质疑也压低了公司的估值水平，2014 年在收入近十年首次负增长的情况下公司的估值水平达到 15x-20x 的历史底部。我们认为受到驴皮资源的短缺在短期内无明显改善等系列因素的影响，东阿阿胶的提价模式仍将持续，但是随着多次提价后主要消费人群已经升级，消费者对于产品提价的敏感度有望降低，公司的利润增速有望回升。我们预计 2015-17 年公司实现净利润 17.14/19.82/23.67 亿元，分别同比增长 25.48%/15.68%/19.39%；2015-17 年的 EPS 分别为 2.62/3.03/3.62 元。当前股价对应 2016 年仅 17xPE，具备估值修复空间。参考可比公司的估值水平，给予 2016 年 23xPE，对应目标价 69.70 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：食品安全问题；上游驴皮资源缺口加大；行业竞争恶化。**

图表 90：东阿阿胶财务预测表

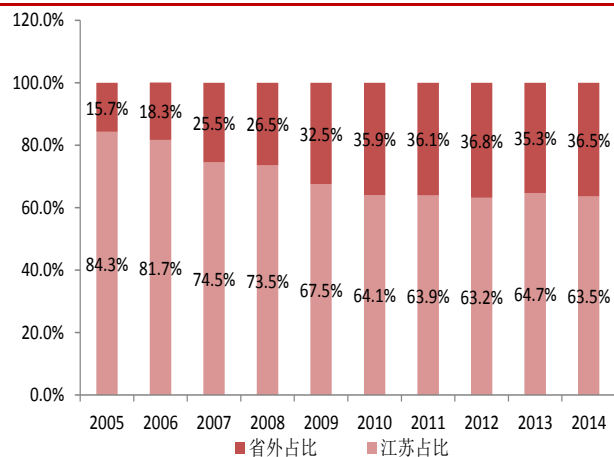
损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	3,056	4,016	4,009	5,487	6,330	7,705	货币资金	2,688	2,214	2,550	3,713	4,757	6,659
增长率	10.77%	31.4%	-0.2%	36.9%	15.4%	21.7%	应收账款	352	305	193	340	404	485
营业成本	-805	-1,467	-1,381	-1,790	-2,043	-2,477	存货	401	551	1,464	1,290	1,438	1,737
% 销售收入	26.4%	36.5%	34.5%	32.6%	32.3%	32.1%	其他流动资产	729	934	1,220	1,269	1,273	1,344
毛利	2,251	2,550	2,628	3,697	4,287	5,229	流动资产	4,169	4,003	5,427	6,612	7,872	10,225
% 销售收入	73.6%	63.5%	65.5%	67.4%	67.7%	67.9%	% 总资产	78.3%	66.9%	72.7%	71.1%	72.1%	75.4%
营业税金及附加	-42	-45	-49	-66	-77	-91	长期投资	122	125	148	156	159	169
% 销售收入	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	809	1,204	1,467	2,087	2,414	2,662
营业费用	-774	-816	-751	-1,317	-1,519	-1,888	% 总资产	15.2%	20.1%	19.7%	22.4%	22.1%	19.6%
% 销售收入	25.3%	20.3%	18.7%	24.0%	24.0%	24.5%	无形资产	163	195	242	272	299	326
管理费用	-334	-359	-372	-423	-484	-589	非流动资产	1,156	1,977	2,033	2,691	3,047	3,333
% 销售收入	10.9%	8.9%	9.3%	7.7%	7.7%	7.7%	% 总资产	21.7%	33.1%	27.3%	28.9%	27.9%	24.6%
息税前利润 (EBIT)	1,101	1,330	1,456	1,892	2,206	2,660	资产总计	5,326	5,980	7,460	9,303	10,920	13,558
% 销售收入	36.0%	33.1%	36.3%	34.5%	34.9%	34.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	22	48	40	31	43	55	应付款项	707	685	1,151	1,237	1,373	1,577
% 销售收入	-0.7%	-1.2%	-1.0%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	其他流动负债	226	113	205	757	235	279
资产减值损失	-6	-6	-6	0	0	-2	流动负债	933	798	1,357	1,994	1,607	1,857
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	116	46	102	91	87	77	其他长期负债	82	97	75	75	75	75
% 税前利润	9.3%	3.2%	6.3%	4.5%	3.7%	2.7%	负债	1,014	895	1,432	2,070	1,683	1,932
营业利润	1,233	1,418	1,592	2,014	2,337	2,791	普通股股东权益	4,247	5,002	5,922	7,113	9,095	11,462
营业利润率	40.3%	35.3%	39.7%	36.7%	36.9%	36.2%	少数股东权益	65	82	105	120	142	164
营业外收支	12	19	21	20	20	20	负债股东权益合计	5,326	5,980	7,460	9,303	10,920	13,558
税前利润	1,245	1,437	1,613	2,034	2,357	2,811	比率分析						
利润率	40.7%	35.8%	40.2%	37.1%	37.2%	36.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-191	-217	-241	-305	-354	-422	每股指标						
所得税率	15.3%	15.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	1.590	1.839	2.088	2.620	3.031	3.619
净利润	1,054	1,220	1,372	1,729	2,003	2,389	每股净资产 (元)	6.493	7.649	9.055	10.875	13.906	17.525
少数股东损益	13	17	7	15	21	22	每股经营现金流 (元)	1.312	1.344	1.005	2.838	3.004	3.462
归属于母公司的净利润	1,040	1,203	1,366	1,714	1,982	2,367	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.800	0.800	0.000	0.000
净利率	34.0%	29.9%	34.1%	31.2%	31.3%	30.7%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	24.50%	24.05%	23.06%	24.09%	21.80%	20.65%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	19.53%	20.12%	18.31%	18.42%	18.15%	17.46%
净利润	1,054	1,220	1,372	1,729	2,003	2,389	投入资本收益率	62.07%	41.11%	37.19%	47.80%	43.40%	47.13%
少数股东损益	0	0	0	15	21	22	增长率						
非现金支出	70	67	85	120	148	177	营业总收入增长率	10.77%	31.42%	-0.18%	36.87%	15.36%	21.73%
非经营收益	-127	-25	-117	-111	-108	-97	EBIT 增长率	15.57%	20.79%	9.47%	29.93%	16.62%	20.59%
营运资金变动	-139	-382	-683	118	-80	-204	净利润增长率	21.50%	15.64%	13.52%	25.48%	15.68%	19.39%
经营活动现金净流	858	879	657	1,871	1,986	2,287	总资产增长率	26.01%	12.28%	24.75%	24.71%	17.38%	24.16%
资本开支	279	481	275	750	481	430	资产管理能力						
投资	704	-764	566	-8	-3	-10	应收账款周转天数	—	13.3	14.4	14.0	13.7	13.6
其他	119	45	110	91	87	77	存货周转天数	—	118.4	266.3	263.0	257.0	256.0
投资活动现金净流	545	-1,200	401	-668	-397	-363	应付账款周转天数	—	32.3	42.8	35.0	38.5	35.0
股权筹资	0	34	3	0	0	0	固定资产周转天数	59.3	52.9	89.8	104.1	110.2	99.2
债权筹资	0	-102	-14	0	0	0	偿债能力						
其他	-218	-385	-412	-26	-523	0	净负债/股东权益	-62.34%	-43.54%	-42.30%	-51.33%	-51.50%	-57.27%
筹资活动现金净流	-218	-453	-422	-26	-523	0	EBIT 利息保障倍数	-51.2	-27.8	-36.1	-61.1	-50.8	-48.1
现金净流量	1,185	-774	636	1,178	1,066	1,924	资产负债率	19.05%	14.97%	19.20%	22.25%	15.41%	14.25%

来源：中泰证券研究所

- **洋河股份：新江苏市场稳步前行，新业 3.5 将再创辉煌**
- **推荐逻辑：**洋河素有“理念先进、渠道领先”之美誉，在今年的白酒板块依旧表现卓越。我们继续看好洋河的核心逻辑来自于两点：（1）公司引荐先进的管理模式以及优质的经销商资源重点发力新江苏市场，今年新江苏市场前三季度总体实现 22% 的增长，成为公司业绩增长的主要驱动力。新江苏市场通过费用聚焦、人员聚焦的方式来推展业务，利用模式、资源和品牌的优势打压地产酒，实现了业绩的稳步前行，如此操作屡试不爽。我们继续看好洋河股份的管控能力和强大的执行力，新江苏市场的核心省份河北、安徽、山东、浙江、湖北等省白酒销售规模已超千亿，目前公司在该区域销售额约 30 亿，市场占有率不足 3%。以上五省 100-300 价格带核心大单品竞争力不强，随着消费的升级，我们保守预计公司的海之蓝和天之蓝有翻倍的成长空间。（2）公司新业稳步前行，将成为洋河继续前行的后备力量。产品创新方面，公司从健康为切入点，解决酒量小者易醉、易上头的问题，耗时五年研发成功微分子酒。公司目前不急于放量（目前蓝色经典系列增速尚可），今明两年销量 2-4 亿元即可，时机成熟重点打造；渠道创新方面，公司在 2013 年 11 月推出的“洋河 1 号”是整个白酒行业首个 O2O 模式试水，洋河在全国拥有 7000-8000 个经销商，是运作 O2O 模式最具竞争优势的企业，2015 年

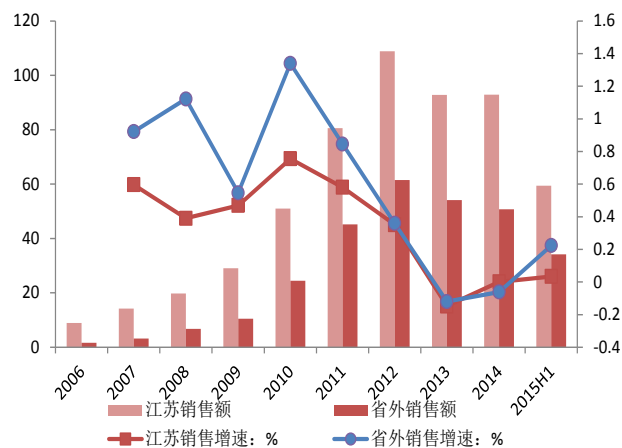
洋河一号有望实现5亿以上的销售额（上半年已经完成3.5亿元）。重点参照我们的深度报告《新江苏市场拓展成为新的增长点，长期看好新业3.5》

图表 1：公司省外业务收入占比 36%



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

图表 2：洋河省外业务增长快于省内



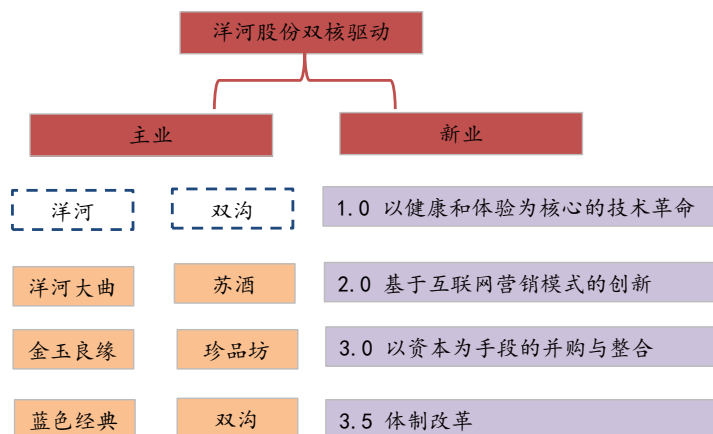
来源：公司年报、齐鲁证券研究所

图表 91：重点省份市场情况

省份	市场容量	价格带	竞争特点	主流省内品牌	主流省外品牌
安徽	180-200亿	100-400	地产品牌强势，口子窖、古井和迎驾表现突出	口子窖5年、古井5年原浆、迎驾金星、和谐家、醉三秋	五粮液、洋河、郎酒
		40-100	地产酒产区优势明显，区域消费以当地品牌为主	迎驾银星、高炉家普家水晶家、种子酒	-
山东	320-350亿	100-400	省外品牌诸侯林立	鲁酒在中高端市场上空缺	郎酒、洋河、口子窖 汾酒、泸州老窖
		40-100	地产品牌各守家门	扳倒井、景芝、古贝春	尖庄、稻花香
河南	240-270亿	100-400	外来品牌的天下	星级宋河粮液、彩陶坊	十年老白汾、洋河海之蓝
		40-100	地产白酒集中	宋河、宝丰、仰韶	稻花香、白云边
浙江	120亿以上	100-400	伊力特、洋河二强争霸	-	伊力特、洋河、古井
		40-100	外来品牌的天下	-	泰山特曲、泸州老窖
湖北	300亿左右	100-400	中高端省外名酒占优	白云边、黄鹤楼、黄山头楚酿系列	剑南春、泸州老窖、水井坊、郎酒、四特、洋河、迎驾
		40-100	中低端以地产酒为主	白云边、枝江、稻花香	-

来源：调研、齐鲁证券研究所

图表 92：洋河业务构架



来源：齐鲁证券研究所

图表 93：洋河股份财务预测表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	17,270	15,024	14,672	16,203	17,682	19,151	货币资金	7,659	7,855	4,347	5,366	4,227	3,838
增长率	35.55%	-13.0%	-2.3%	10.4%	9.1%	8.3%	应收账款	147	221	204	205	232	248
营业成本	-6,294	-5,946	-5,777	-6,220	-6,799	-7,314	存货	5,923	8,779	10,097	8,444	9,718	10,528
% 销售收入	36.4%	39.6%	39.4%	38.4%	38.5%	38.2%	其他流动资产	1,792	363	1,543	1,599	1,597	1,608
毛利	10,976	9,078	8,895	9,983	10,883	11,837	流动资产	15,521	17,218	16,191	15,615	15,774	16,223
% 销售收入	63.6%	60.4%	60.6%	61.6%	61.5%	61.8%	% 总资产	65.6%	61.0%	56.3%	53.1%	52.4%	53.2%
营业税金及附加	-241	-187	-190	-210	-228	-248	长期投资	627	970	1,145	1,145	1,145	1,145
% 销售收入	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	5,055	7,416	8,365	9,526	10,013	9,942
营业费用	-1,775	-1,388	-1,680	-1,831	-1,980	-2,107	% 总资产	21.4%	26.3%	29.1%	32.4%	33.3%	32.6%
% 销售收入	10.3%	9.2%	11.4%	11.3%	11.2%	11.0%	无形资产	1,793	1,942	1,975	2,066	2,096	2,128
管理费用	-1,020	-1,037	-1,267	-1,232	-1,385	-1,511	非流动资产	8,137	11,000	12,566	13,818	14,335	14,296
% 销售收入	5.9%	6.9%	8.6%	7.6%	7.8%	7.9%	% 总资产	34.4%	39.0%	43.7%	46.9%	47.6%	46.8%
息税前利润（EBIT）	7,940	6,466	5,758	6,710	7,290	7,972	资产总计	23,658	28,218	28,758	29,433	30,110	30,519
% 销售收入	46.0%	43.0%	39.2%	41.4%	41.2%	41.6%	短期借款	0	951	0	0	0	0
财务费用	121	196	237	146	144	121	应付款项	6,506	8,097	7,523	8,063	8,982	9,619
% 销售收入	-0.7%	-1.3%	-1.6%	-0.9%	-0.8%	-0.6%	其他流动负债	2,177	1,509	1,198	1,539	1,613	1,738
资产减值损失	-7	-8	-38	0	0	0	流动负债	8,683	10,557	8,721	9,601	10,595	11,357
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	135	51	53	66	59	61	其他长期负债	264	264	307	307	307	307
% 税前利润	1.6%	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%	0.7%	负债	8,947	10,822	9,029	9,909	10,902	11,665
营业利润	8,189	6,706	6,010	6,922	7,493	8,153	普通股股东权益	14,695	17,389	19,725	19,520	19,203	18,849
营业利润率	47.4%	44.6%	41.0%	42.7%	42.4%	42.6%	少数股东权益	16	8	4	4	5	5
营业外收支	27	-20	21	0	0	10	负债股东权益合计	23,658	28,218	28,758	29,433	30,110	30,519
税前利润	8,215	6,686	6,031	6,922	7,493	8,164	比率分析						
利润率	47.6%	44.5%	41.1%	42.7%	42.4%	42.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-2,064	-1,684	-1,523	-1,745	-1,890	-2,059	每股指标						
所得税率	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益（元）	5.698	4.632	4.187	4.810	5.206	5.671
净利润	6,152	5,002	4,508	5,177	5,604	6,105	每股净资产（元）	13.606	16.101	18.324	18.134	17.840	17.511
少数股东损益	-2	0	1	0	0	0	每股经营现金流（元）	5.092	2.944	2.519	7.614	5.518	6.244
归属于母公司的净利润	6,154	5,002	4,507	5,177	5,604	6,105	每股股利（元）	6.420	4.370	2.000	5.000	5.500	6.000
净利率	35.6%	33.3%	30.7%	32.0%	31.7%	31.9%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	41.88%	28.77%	22.85%	26.52%	29.18%	32.39%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	26.01%	17.73%	15.67%	17.59%	18.61%	20.00%
净利润	6,152	5,002	4,508	5,177	5,604	6,105	投入资本收益率	119.27%	51.68%	30.16%	38.47%	39.31%	42.87%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	246	371	576	605	700	761	营业总收入增长率	35.55%	-13.01%	-2.34%	10.44%	9.13%	8.31%
非经营收益	-283	-52	126	-66	-59	-71	EBIT增长率	48.08%	-18.57%	-10.95%	16.54%	8.65%	9.35%
营运资金变动	-615	-2,141	-2,498	2,480	-305	-74	净利润增长率	53.05%	-18.72%	-9.89%	14.86%	8.24%	8.94%
经营活动现金净流	5,500	3,180	2,712	8,196	5,940	6,721	总资产增长率	25.28%	19.28%	1.91%	2.35%	2.30%	1.36%
资本开支	3,372	2,667	1,784	1,856	1,217	712	资产管理能力						
投资	-217	968	-1,747	0	0	0	应收账款周转天数	1.0	0.9	0.4	0.7	0.6	0.6
其他	0	33	83	66	59	61	存货周转天数	281.7	451.3	596.3	495.5	521.7	525.4
投资活动现金净流	-3,588	-1,665	-3,447	-1,790	-1,158	-652	应付账款周转天数	40.0	58.8	62.9	57.7	59.6	59.5
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	49.5	102.9	145.6	154.5	155.9	146.2
债权募资	0	951	-951	0	0	0	偿债能力						
其他	-1,351	-2,270	-1,822	-5,387	-5,920	-6,459	净负债/股东权益	-62.26%	-40.89%	-22.03%	-27.48%	-22.01%	-20.36%
筹资活动现金净流	-1,351	-1,319	-2,773	-5,387	-5,920	-6,459	EBIT利息保障倍数	-65.8	-32.9	-24.3	-46.1	-50.7	-65.9
现金净流量	561	196	-3,508	1,019	-1,138	-389	资产负债率	37.82%	38.35%	31.40%	33.67%	36.21%	38.22%

来源：中泰证券研究所

- **张裕 A：葡萄酒行业短期复苏强劲、长期仍具备较高成长性，公司积极拥抱进口酒打开新一轮成长空间**
- **从 9 月收购西班牙爱欧，到 10 月获得澳洲富邑旗下明显酒庄纷赋在中国区的独家经销权，再到 11 月收购法国卡斯黛乐旗下酒庄蜜合花，张裕用不到三个月的时间迅速完成了进口酒的战略性布局，就如同我们 9 月 20 日报告《进口酒决心现，保守迟缓渐改变》中所写的一样“实际行动彰显做进口酒决心，公司保守的态度和迟缓的步伐正在发生转变——我们认为公司的行动比表态更加积极，那个曾经犯过战略失误、行动迟缓的张裕正在改变，当前公司已具有做进口酒的决心。预计公司收购爱欧仅是开始，未来会继续在性价比高的美洲、澳洲等地寻求布局。而强大的渠道优势和品牌运作经验，使得张裕是少数可能把进口酒品牌做出来的企业。”短期看葡萄酒行业强劲复苏有望维持，进口酒表继续高歌猛进表明新一轮消费增长开始，而国内龙头纷纷加大布局进口酒也将从中受益，长期看行业仍具备较高成长性，葡萄酒是符合消费升级和健康趋势的品类，目前规模仅为 400-500 亿元，占整个酒类消费的 5%，成长潜力十足。**
- **进口酒高歌猛进，内资酒企海外布局进入热潮。2015 年 Q3 进口葡萄酒延续量升价跌势态，进口量同比增速超过 46.4%，进口额同比 22.7%，**

进口均价大幅下降 16.2%。我们认为零关税的实施使得进口酒的高性价比再次凸显，进口酒的市场份额大幅提升至 28%。面对进口酒高增长局面，产业界一致看好进口酒的未来发展前景，以张裕、中粮和洋河为代表的内资酒企也加快了布局进口酒的步伐。我们认为进口酒的资源禀赋所凸显的高性价比优势短期很难改变，内资酒企积极布局是明智之举。

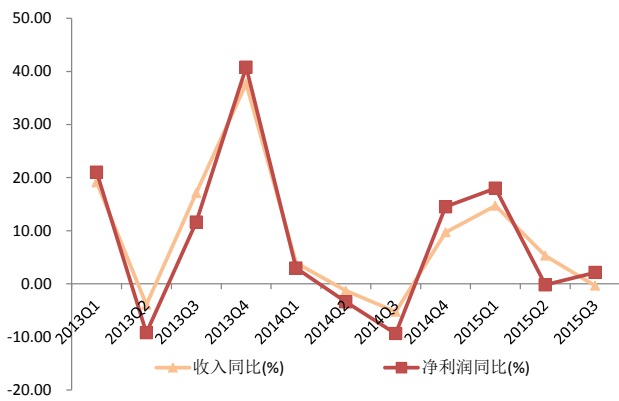
- **葡萄酒行业仍具有成长属性，未来龙头张裕在进口酒业务驱动下有望迎来高增长。**从行业看，葡萄酒是符合消费升级和健康趋势的品类，仍然具有成长属性，长期看具备 3-4 倍增长空间，而短期行业复苏强劲、且有望持续，身为龙头的张裕也必将受益。从公司本身看，发力中低端、渠道精细化、积极拥抱进口酒，战略调整清晰明确，之前保守的态度和迟缓的步伐也正在逐步发生转变。随着 11 月底爱欧集团进口酒在国内正式面市，公司进口酒业务收入将会大幅提升，未来 30% 的进口酒比重有望逐步得以实现。
- **目标价 60 元，维持“买入”评级。**预计 2015-17 年 EPS 为 1.55、1.79、2.12 元，同比增长 9%、15%、18%。考虑到公司进口酒布局的坚定决心和潜在成长空间，可给予较高估值溢价，上调 12 个月目标价至 60 元，对应 2016 年 33xPE，重申“买入”评级。葡萄酒行业正在加速复苏，而张裕将是首要受益者，前三季度公司业绩已经趋于向好，未来 2-3 年盈利预计会逐步回升。长期来看，公司主营产品的顺利转型以及其在进口酒市场的巨大潜力，保证其将拥有稳定的成长性。
- **风险提示：转型的速度和效果不达预期，与进口酒商相竞争存在的不确定性。**

图表 94：张裕 A 财务预测表

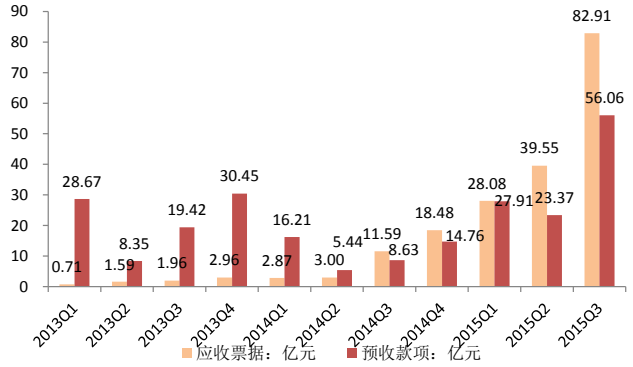
损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	5,644	4,321	4,157	4,750	5,603	6,551	货币资金	2,227	1,368	1,145	1,245	616	655
增长率	-6.37%	-23.4%	-3.8%	14.3%	18.0%	16.9%	应收款项	256	356	315	411	439	517
营业成本	-1,401	-1,358	-1,372	-1,575	-1,983	-2,366	存货	2,269	2,121	2,087	1,951	3,079	3,660
% 销售收入	24.8%	31.4%	33.0%	33.2%	35.4%	36.1%	其他流动资产	52	54	41	64	68	72
毛利	4,242	2,963	2,784	3,175	3,620	4,185	流动资产	4,804	3,899	3,589	3,671	4,202	4,904
% 销售收入	75.2%	68.6%	67.0%	66.8%	64.6%	63.9%	% 总资产	59.1%	48.7%	40.3%	37.2%	37.0%	37.7%
营业税金及附加	-318	-236	-269	-286	-308	-328	长期投资	5	0	0	0	0	0
% 销售收入	5.6%	5.5%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%	固定投资	2,696	3,444	4,385	5,211	6,063	6,921
营业费用	-1,449	-1,141	-1,006	-1,211	-1,401	-1,605	% 总资产	33.2%	43.0%	49.2%	52.8%	53.4%	53.3%
% 销售收入	25.7%	26.4%	24.2%	25.5%	25.0%	24.5%	无形资产	439	475	668	721	809	898
管理费用	-254	-245	-257	-285	-308	-328	非流动资产	3,319	4,102	5,323	6,202	7,142	8,088
% 销售收入	4.5%	5.7%	6.2%	6.0%	5.5%	5.0%	% 总资产	40.9%	51.3%	59.7%	62.8%	63.0%	62.3%
息税前利润 (EBIT)	2,221	1,340	1,252	1,393	1,603	1,925	资产总计	8,123	8,002	8,912	9,873	11,344	12,992
% 销售收入	39.3%	31.0%	30.1%	29.3%	28.6%	29.4%	短期借款	151	243	300	0	275	513
财务费用	20	19	17	-16	-5	-23	应付款项	1,246	950	1,053	1,141	1,387	1,633
% 销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.4%	0.3%	0.1%	0.3%	其他流动负债	593	344	262	698	785	905
资产减值损失	-3	-2	-2	0	0	0	流动负债	1,989	1,537	1,615	1,839	2,447	3,051
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	209	209	209	209
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	74	94	85	85	85	85
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,064	1,631	1,909	2,133	2,741	3,345
营业利润	2,238	1,357	1,267	1,376	1,598	1,902	普通股股东权益	5,913	6,208	6,840	7,577	8,441	9,485
营业利润率	39.7%	31.4%	30.5%	29.0%	28.5%	29.0%	少数股东权益	146	163	163	163	163	163
营业外收支	32	40	36	37	38	38	负债股东权益合计	8,123	8,002	8,912	9,873	11,344	12,992
税前利润	2,270	1,397	1,303	1,413	1,636	1,940	比率分析						
利润率	40.2%	32.3%	31.3%	29.7%	29.2%	29.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-569	-349	-325	-347	-409	-485	每股指标						
所得税率	25.1%	25.0%	24.9%	24.6%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	2.481	1.529	1.426	1.555	1.790	2.123
净利润	1,701	1,048	978	1,066	1,227	1,455	每股净资产 (元)	8.626	9.057	9.979	11.054	12.314	13.837
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	1.900	1.072	0.920	1.860	0.527	1.637
归属于母公司的净利润	1,701	1,048	978	1,066	1,227	1,455	每股股利 (元)	1.100	0.500	0.440	0.480	0.530	0.600
净利率	30.1%	24.3%	23.5%	22.4%	21.9%	22.2%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	28.77%	16.88%	14.29%	14.07%	14.53%	15.34%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	20.94%	13.10%	10.97%	10.79%	10.81%	11.20%
净利润	1,701	1,048	978	1,066	1,227	1,455	投入资本收益率	41.77%	19.15%	14.74%	15.66%	14.18%	14.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	147	152	156	13	15	17	营业总收入增长率	-6.37%	-23.44%	-3.80%	14.27%	17.97%	16.92%
非经营收益	1	-29	-98	-17	-19	-6	EBIT 增长率	-10.74%	-39.64%	-6.60%	11.24%	15.12%	20.08%
营运资金变动	-547	-436	34	213	-862	-344	净利润增长率	-10.82%	-38.38%	-6.72%	9.01%	15.10%	18.62%
经营活动现金净流	1,302	735	1,070	1,275	361	1,122	总资产增长率	11.34%	-1.50%	11.38%	10.78%	14.90%	14.53%
资本开支	868	961	1,237	855	917	926	资产管理能力						
投资	0	-17	0	0	0	0	应收账款周转天数	8.5	13.2	14.2	12.9	13.4	13.3
其他	658	418	254	0	0	0	存货周转天数	524.2	590.0	559.6	563.8	566.8	564.6
投资活动现金净流	-210	-560	-983	-855	-917	-926	应付账款周转天数	72.3	78.4	81.9	79.1	79.9	80.0
股权筹资	10	16	0	0	0	0	固定资产周转天数	113.7	164.0	206.5	222.4	217.1	211.8
债权筹资	0	243	273	-300	275	238	偿债能力						
其他	-796	-1,040	-357	-20	-348	-396	净负债/股东权益	-34.27%	-17.65%	-9.08%	-13.38%	-1.53%	0.70%
筹资活动现金净流	-786	-781	-83	-320	-73	-158	EBIT 利息保障倍数	-111.5	-71.7	-72.5	84.5	292.4	84.7
现金净流量	306	-606	4	100	-629	39	资产负债率	25.40%	20.38%	21.42%	21.61%	24.16%	25.74%

来源：齐鲁证券研究所

- **贵州茅台：持续增长确定性高，稳健组合首选**
- **推荐逻辑：**贵州茅台作为白酒的第一品牌，连续二十年稳步上涨彰显出公司经营稳健，体现出较好的防御性，我们认为从防守方面考量贵州茅台具备较好的安全边际，是消费类的首选标的。公司在行业调整期间逆势上涨，即使是在三公消费重压之下，依旧能够实现上涨，体现出消费者对茅台的高度认可。近期数据来看，公司 2015 年 1-9 月实现营业收入 231.49 亿元，同比增长 6.59%；净利润同比增长 6.84%；预收账款同比增长约 47 亿至 56 亿元，预收款项成为公司调整季度收入的重要砝码，更加坚定了公司业绩实现稳步增长的预期。成长性来看，我们认为随着消费的升级以及富裕家庭的增加，持续增长可期。重点参照我们的深度报告《实现新的量价均衡，持续增长可期》。

图表 95：单季度销售收入、利润增速 (%)


来源：齐鲁证券研究所

图表 96：预收账款大幅增长 (亿元)


来源：齐鲁证券研究所

图表 97：贵州茅台财务预测表

损益表 (人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	26,455	30,922	31,574	33,630	36,464	39,053
增长率	43.76%	16.9%	2.1%	6.5%	8.4%	7.1%
营业成本	-2,044	-2,194	-2,339	-2,499	-2,748	-3,028
% 销售收入	7.7%	7.1%	7.4%	7.4%	7.5%	7.8%
毛利	24,411	28,728	29,235	31,131	33,716	36,025
% 销售收入	92.3%	92.9%	92.6%	92.6%	92.5%	92.2%
营业税金及附加	-2,573	-2,791	-2,789	-2,983	-3,245	-3,495
% 销售收入	9.7%	9.0%	8.8%	8.9%	8.9%	9.0%
营业费用	-1,225	-1,858	-1,675	-1,816	-2,006	-2,109
% 销售收入	4.6%	6.0%	5.3%	5.4%	5.5%	5.4%
管理费用	-2,204	-2,835	-3,378	-3,195	-3,501	-3,671
% 销售收入	8.3%	9.2%	10.7%	9.5%	9.6%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	18,410	21,244	21,393	23,137	24,964	26,750
% 销售收入	69.6%	68.7%	67.8%	68.8%	68.5%	68.5%
财务费用	421	429	123	1,035	1,430	1,842
% 销售收入	-1.6%	-1.4%	-0.4%	-3.1%	-3.9%	-4.7%
资产减值损失	-3	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3	3
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18,831	21,678	21,519	24,175	26,397	28,595
营业利润率	71.2%	70.1%	68.2%	71.9%	72.4%	73.2%
营业外收支	-130	-246	363	-200	-220	-240
税前利润	18,700	21,432	21,882	23,975	26,177	28,355
利润率	70.7%	69.3%	69.3%	71.3%	71.8%	72.6%
所得税	-4,692	-5,467	-5,613	-6,116	-6,690	-7,247
所得税率	25.1%	25.5%	25.7%	25.5%	25.6%	25.6%
净利润	14,008	15,965	16,269	17,859	19,487	21,108
少数股东损益	700	828	920	1,318	1,453	1,569
归属于母公司的净利润	13,308	15,137	15,350	16,541	18,034	19,539
净利率	50.3%	49.0%	48.6%	49.2%	49.5%	50.0%

现金流量表 (人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	14,008	15,965	16,269	17,859	19,487	21,108
少数股东损益	0	0	0	1,318	1,453	1,569
非现金支出	438	554	757	838	932	984
非经营收益	-144	-176	86	199	217	237
营运资金变动	-2,381	-3,688	-4,480	2,633	-1,775	-1,380
经营活动现金净流	11,921	12,655	12,633	22,846	20,314	22,517
资本开支	4,212	5,406	4,421	1,195	720	240
投资	10	0	-10	0	0	0
其他	2	66	-149	3	3	3
投资活动现金净流	-4,199	-5,339	-4,580	-1,192	-717	-237
股权筹资	392	6	35	0	0	0
债权筹资	0	0	67	-63	0	0
其他	-4,307	-7,392	-5,149	-6,282	-6,908	-7,536
筹资活动现金净流	-3,915	-7,386	-5,047	-6,345	-6,908	-7,536
现金净流量	3,807	-70	3,005	15,310	12,689	14,744

来源：中泰证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	22,062	25,185	27,711	41,703	52,939	66,115
应收款项	360	417	1,933	1,543	1,866	1,929
存货	9,666	11,837	14,982	12,962	14,627	16,187
其他流动资产	4,137	4,493	2,945	3,755	3,897	4,368
流动资产	36,225	41,932	47,571	59,962	73,330	88,600
% 总资产	80.5%	75.6%	72.2%	76.5%	80.3%	83.9%
长期投资	54	54	64	64	64	64
固定资产	7,203	8,981	13,798	14,023	13,657	12,736
% 总资产	16.0%	16.2%	20.9%	17.9%	14.9%	12.1%
无形资产	873	3,571	3,588	3,520	3,454	3,391
非流动资产	8,773	13,523	18,302	18,459	18,027	17,043
% 总资产	19.5%	24.4%	27.8%	23.5%	19.7%	16.1%
资产总计	44,998	55,454	65,873	78,421	91,357	105,643
短期借款	0	0	63	0	0	0
应付款项	6,827	4,935	3,416	4,043	4,163	4,558
其他流动负债	2,700	6,373	7,066	7,470	7,707	8,026
流动负债	9,526	11,307	10,544	11,513	11,869	12,584
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18	18	18
负债	9,544	11,325	10,562	11,531	11,887	12,602
普通股股东权益	34,150	42,622	53,400	63,805	74,932	86,935
少数股东权益	1,304	1,507	1,881	3,199	4,652	6,220
负债股东权益合计	44,998	55,454	65,873	78,535	91,471	105,757

比率分析	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	12.819	14.580	13.441	13.170	14.359	15.557
每股净资产 (元)	32.894	41.055	46.787	50.801	59.659	69.216
每股经营现金净流 (元)	11.483	12.190	11.062	17.140	15.017	16.679
每股股利 (元)	6.420	4.370	4.374	5.000	5.500	6.000
回报率						
净资产收益率	38.97%	35.51%	28.73%	25.92%	24.07%	22.48%
总资产收益率	29.57%	27.30%	23.30%	21.06%	19.72%	18.48%
投入资本收益率	103.39%	84.22%	59.20%	68.29%	69.92%	73.82%
增长率						
营业总收入增长率	43.76%	16.88%	2.11%	6.51%	8.43%	7.10%
EBIT 增长率	53.68%	16.01%	2.90%	5.28%	7.90%	7.15%
净利润增长率	51.86%	13.74%	1.41%	7.76%	9.03%	8.35%
总资产增长率	28.93%	23.24%	18.79%	19.05%	16.49%	15.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
存货周转天数	1,504.5	1,788.7	2,093.0	1,893.5	1,942.5	1,951.2
应付账款周转天数	46.2	52.4	77.4	69.1	71.9	70.9
固定资本周转天数	84.4	90.5	109.2	116.5	111.8	103.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.23%	-57.07%	-49.99%	-62.24%	-66.52%	-70.97%
EBIT 利息保障倍数	-43.7	-49.8	-178.4	-22.4	-17.5	-14.5
资产负债率	21.21%	20.42%	16.03%	14.68%	13.00%	11.92%

- 伊利股份：乳制品龙头地位稳固，综合食品集团即将启航
- 核心观点：在国内宏观经济低迷，行业增速下滑的背景下，伊利依然获得超过行业平均水平的增长速度，市场占有率稳步提升，显示出稳固的市场龙头地位。公司长期推荐逻辑不变，在收入端仍能保持超过行业平均水平的增速，短期高端产品布局持续推进、中期乳制品外延并购扩张市场份额、长期多品类健康食品集团启航都能对收入提供有力支撑；在

净利率端，伊利毛利率的提升及费用率的下降是可持续的，在今年以来原奶价格进入下降通道，未来其他品类外延并购的落地都有可能使得毛利率有所提升；而在费用率方面，广告宣传等费用的投放基本已经固化，从而费用率依然有下降的空间，公司仍为稀缺的战略投资品种。

- **收入增速平稳，市场占有率逐步提升：**在宏观消费环境低迷，乳制品行业整体收入增速放缓的背景下，伊利的市场占有率水平逐步提升，其中常温液态奶销售额的份额同比提升了 2.2%，达到 29%，继续位居行业第一，乳制品龙头地位稳固。伊利各明星单品的收入规模持续保持高速增长，其中金典同比增长 20%；安慕希同比增长 661%，收入规模突破 20 亿元；酸奶事业部的每益添和畅轻分别同比增长 37%和 53.9%；高端奶粉品牌金领冠也实现了 24%的收入增长，我们预计伊利全年收入仍能实现 10%左右的增长。
- **稳步推进国际化进程，积极探索互联网+生态圈，核心单品高增长仍可期：**得益于伊利的全球供应链体系 and 创新能力以及持续改善的渠道能力，公司的核心单品未来仍能保持较为稳定的增长。首先，从“全国织网”到“全球织网”，伊利在逐步完善国内核心奶源带产能布局的基础上，积极有序推进国际化战略，引入国际先进生产及检验设备，完善海外研发及生产基地布局，而中美食品智慧谷的建立使得伊利的国际化战略和全球影响力得到进一步增强。其次，伊利在互联网生态圈等创新发展模式上进行积极探索。除了进一步加大与百度、腾讯、阿里巴巴等互联网巨头的合作，伊利还和宝宝树、春雨医生、苏宁等垂直类互联网企业展开深入合作，共同致力于利用大数据探索快消品电子商务的最新实践模式。
 - **短期驱动力：产品结构升级稳步推进。**近年伊利产品结构升级稳步推进，2014 年 52.9 亿元的液态奶增量收入中有 45.88 亿元是由结构及价格因素贡献的，占比达到 86.73%。2015 年核心单品继续稳定增长，我们预计全年安慕希的收入保持至少翻倍的增速，全年有望达到 25-30 亿；金典有机奶能够实现 30%左右的增速。
 - **中期看点：外延并购有望进一步提升行业集中度。**目前乳制品行业 CR3 为 40%，对比发展较为成熟的啤酒行业 55%的集中度，仍有提升的空间。通过和三联乳业的合作，伊利有望进一步渗透贵州市场，提高其产品特别是低温奶产品的影响力，战略意义大于实际财务意义。
 - **长期潜在催化剂：千亿级健康食品航母即将启航。**2014 年下半年，伊利提出到 2020 年成为千亿级的健康食品集团的远景规划。2014 年推出的植物蛋白饮料核桃乳标志着伊利品类扩张大幕的开启，乳制品行业外的品类扩张将为公司未来持续的稳健发展奠定基石。
- **受益于原奶价格低位运转、外延扩张蓄势待发、销售费用率下降空间大三大核心因素，伊利的净利率水平在未来仍有上涨空间。**
 - (1) **生鲜乳国际化元年开启，价格有望低位运转：**2015 年以来的生鲜乳价格持续在低位，最新的收购价格 3.41 元/公斤已经较 2014 年初的最高点 4.27 元/公斤下降了 20%。长期来看，国际化倒逼规模化养殖降低成本，生鲜乳价格有望维持在低位。
 - (2) **外延品类扩张提升毛利率水平：**对比其他品类的健康食品企业，伊利股份的毛利率处于下游。这些品类的产品在销售渠道上和伊利的传统乳制品业务有着可重复性，健康食品品类的扩张有望继续提高伊利的净利率水平。
 - (3) **市场推广收益远超竞争对手，销售**

费用增速仍有下降空间：2014 年伊利的广告宣传费用达到 46.38 亿元，远高于其他消费品龙头企业。随着伊利品牌的深入人心以及行业龙头地位的继续稳固，广告费用开支的增速有一定的下降空间。

- **投资建议：维持 23 元的目标价，“买入”评级。**我们预计 2015-17 年公司的 EPS 分别为 0.72/0.92 /1.15 元,16 年目标价至 23 元,对应 25xPE,维持“买入”评级。
- **风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；新品推广不达预期。**

图表 98：伊利股份财务预测表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	41,991	47,779	53,959	59,839	67,823	77,091	货币资金	2,004	8,173	14,273	19,571	17,883	21,927
增长率	12.12%	13.8%	12.9%	10.9%	13.3%	13.7%	应收账款	556	646	719	744	840	957
营业成本	-29,505	-34,083	-36,400	-39,041	-44,083	-50,163	存货	2,995	3,683	5,008	4,382	5,053	5,710
% 销售收入	70.3%	71.3%	67.5%	65.2%	65.0%	65.1%	其他流动资产	1,029	3,965	1,002	1,030	1,076	1,144
毛利	12,486	13,696	17,559	20,798	23,740	26,928	流动资产	6,583	16,467	21,001	25,726	24,852	29,739
% 销售收入	29.7%	28.7%	32.5%	34.8%	35.0%	34.9%	% 总资产	32.2%	50.1%	53.2%	57.8%	56.8%	61.3%
营业税金及附加	-249	-234	-185	-235	-255	-294	长期投资	585	906	848	828	808	788
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	11,758	13,175	15,372	15,709	15,792	15,674
营业费用	-7,778	-8,546	-10,075	-12,566	-13,904	-15,418	% 总资产	57.5%	40.1%	38.9%	35.3%	36.1%	32.3%
% 销售收入	18.5%	17.9%	18.7%	21.0%	20.5%	20.0%	无形资产	897	1,012	1,127	1,110	1,147	1,173
管理费用	-2,810	-2,392	-3,163	-3,171	-3,391	-3,855	非流动资产	13,880	16,410	18,493	18,794	18,893	18,781
% 销售收入	6.7%	5.0%	5.9%	5.3%	5.0%	5.0%	% 总资产	67.8%	49.9%	46.8%	42.2%	43.2%	38.7%
息税前利润 (EBIT)	1,649	2,524	4,136	4,826	6,190	7,361	资产总计	20,463	32,877	39,494	44,520	43,745	48,520
% 销售收入	3.9%	5.3%	7.7%	8.1%	9.1%	9.5%	短期借款	2,580	4,086	8,072	7,072	4,072	0
财务费用	-49	33	-155	-162	-23	365	应付款项	8,044	9,651	8,724	10,206	11,381	12,852
% 销售收入	0.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.0%	-0.5%	其他流动负债	1,502	1,780	1,960	6,973	2,328	2,637
资产减值损失	-11	-30	-176	-20	-20	-20	流动负债	12,126	15,517	18,757	24,251	17,781	15,489
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	0	704	704	704	704
投资收益	27	131	108	102	109	106	其他长期负债	808	1,047	1,212	1,212	1,212	1,212
% 税前利润	1.3%	4.3%	2.5%	2.0%	1.6%	1.3%	负债	12,938	16,565	20,673	26,167	19,698	17,406
营业利润	1,616	2,659	3,913	4,746	6,256	7,813	普通股股东权益	7,335	16,125	18,634	18,135	23,792	30,814
营业利润率	3.8%	5.6%	7.3%	7.9%	9.2%	10.1%	少数股东权益	190	188	188	218	255	301
营业外收支	471	401	396	410	404	405	负债股东权益合计	20,463	32,877	39,494	44,520	43,745	48,520
税前利润	2,087	3,060	4,309	5,156	6,660	8,218	比率分析						
利润率	5.0%	6.4%	8.0%	8.6%	9.8%	10.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-351	141	-619	-722	-966	-1,151	每股指标						
所得税率	16.8%	-4.6%	14.4%	14.0%	14.5%	14.0%	每股收益(元)	1.074	1.560	1.352	0.719	0.923	1.146
净利润	1,736	3,201	3,689	4,434	5,694	7,067	每股净资产(元)	4.588	7.893	6.081	2.959	3.882	5.028
少数股东损益	19	14	22	31	36	46	每股经营现金净流(元)	1.507	2.680	0.795	1.362	1.327	1.603
归属于母公司的净利润	1,717	3,187	3,667	4,404	5,658	7,021	每股股利(元)	0.000	0.000	0.800	0.800	0.000	0.000
净利率	4.1%	6.7%	6.8%	7.4%	8.3%	9.1%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	23.41%	19.77%	22.24%	24.28%	23.78%	22.79%
净利润	1,736	3,201	4,167	4,434	5,694	7,067	总资产收益率	8.39%	9.69%	10.49%	9.89%	12.93%	14.47%
少数股东损益	0	0	0	31	36	46	投入资本收益率	18.23%	23.32%	28.84%	72.34%	52.20%	69.49%
非现金支出	925	1,172	1,655	1,648	1,896	2,141	增长率						
非经营收益	98	-438	329	64	-77	-323	营业总收入增长率	12.12%	13.78%	12.94%	10.90%	13.34%	13.67%
营运资金变动	-350	1,539	-3,714	2,204	621	937	EBIT 增长率	12.08%	53.09%	63.85%	16.68%	28.27%	18.92%
经营活动现金净流	2,409	5,475	2,436	8,380	8,171	9,869	净利润增长率	-5.09%	85.61%	30.03%	6.26%	28.47%	24.10%
资本开支	3,082	3,182	3,932	1,538	1,591	1,625	总资产增长率	2.68%	60.67%	20.13%	12.73%	-1.74%	10.92%
投资	4	-312	-78	0	0	0	资产管理能力						
其他	21	-2,766	3,011	102	109	106	应收账款周转天数	2.5	2.4	2.9	2.7	2.7	2.7
投资活动现金净流	-3,057	-6,260	-999	-1,436	-1,482	-1,519	存货周转天数	39.0	35.8	43.6	41.0	41.8	41.5
股权募资	0	6,118	0	0	0	0	应付账款周转天数	54.1	51.2	52.5	52.3	52.2	52.3
债权募资	-411	1,496	4,690	-1,000	-3,000	-4,072	固定资产周转天数	78.8	83.7	88.2	89.8	82.1	73.7
其他	-494	-379	-1,807	-616	-5,339	-189	偿债能力						
筹资活动现金净流	-905	7,236	2,882	-1,616	-8,339	-4,261	净负债/股东权益	7.72%	-25.05%	-29.20%	-64.27%	-54.51%	-68.21%
现金净流量	-1,554	6,451	4,320	5,329	-1,651	4,090	EBIT 利息保障倍数	33.5	-76.3	26.7	29.8	263.7	-20.2
							资产负债率	63.23%	50.38%	52.34%	58.78%	45.03%	35.87%

来源：中泰证券研究所

- **双汇发展：竞争优势显著，低估值高分红的战略性品种**
- **业绩企稳回升，竞争优势持续凸显。**(1) Q3 公司实现收入 118.5 亿元，同比下滑 2.15%，降幅收窄，实现净利润 11.36 亿元，同比增长 17.74%，增速由负转正、改善明显。其中新品表现亮眼，占比继续提升，前三季度度提升至 10% 左右，另外 12 月 18 日公司郑州美式工厂正式投产，并发布美式新品，有望引领国内肉类消费新趋势。全年来看，预计收入及利

润均能实现微增，公司业绩企稳回升已成定局。明年来看，随着猪肉消费需求企稳，公司收入和利润有望继续向好，预计增速 5%-10%，同时，中美协同效应继续加大，公司成本优势有望进一步增强（美国生猪价格比国内低七成左右），国内猪价仍处于高位，且景气度有望持续到后年春节，明年公司从美国进口猪肉规模计划达 35 亿元左右。（2）从竞争格局来看，雨润逐渐式微、大股东心不在食品业务，而金锣质量问题频出，公司的竞争优势继续加强、龙头地位强化，且随着国家加大对私屠滥宰的整治以及消费者对食品安全的日益关注，双汇在屠宰及肉制品的市场份额有望持续提升。

- **目标价 31.8 元，维持“买入”评级。**双汇作为大众品类的消费龙头，长期竞争优势继续存在，海外经验看长期估值中枢有望在 20-25 倍市盈率，目前公司估值水平处于大众品中最低和历史底部（动态 16x），长期看是低估了双汇所处肉类行业的巨大空间和双汇良好的竞争优势，同时公司拥有稳定高分红（股息率 5%）和仍有 25% 以上的 ROE。预计公司 2015-17 年实现收入 453、483、526 亿元，同比增长-0.77%、6.44%、9.04%，实现 EPS 为 1.27、1.39、1.57 元，同比增长 3.57%、10.07%、12.87%，给予目标价 31.8 元，对应 2015 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

图表 99：双汇发展财务预测表

损益表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	39,705	44,950	45,696	45,342	48,262	52,626
增长率	10.81%	13.2%	1.7%	-0.8%	6.4%	9.0%
营业成本	-32,564	-36,216	-36,589	-36,469	-38,813	-42,157
% 销售收入	82.0%	80.6%	80.1%	80.4%	80.4%	80.1%
毛利	7,141	8,734	9,107	8,873	9,449	10,469
% 销售收入	18.0%	19.4%	19.9%	19.6%	19.6%	19.9%
营业税金及附加	-204	-190	-189	-181	-193	-211
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-2,045	-2,364	-2,474	-2,326	-2,510	-2,737
% 销售收入	5.2%	5.3%	5.4%	5.1%	5.2%	5.2%
管理费用	-1,311	-1,353	-1,515	-1,270	-1,158	-1,158
% 销售收入	3.3%	3.0%	3.3%	2.8%	2.4%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	3,581	4,827	4,928	5,096	5,588	6,364
% 销售收入	9.0%	10.7%	10.8%	11.2%	11.6%	12.1%
财务费用	-10	44	39	162	215	204
% 销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	9	-27	-9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	81	150	150	150	150
% 税前利润	1.4%	1.6%	2.8%	2.6%	2.4%	2.1%
营业利润	3,632	4,926	5,109	5,408	5,952	6,718
营业利润率	9.1%	11.0%	11.2%	11.9%	12.3%	12.8%
营业外收支	278	222	264	280	300	330
税前利润	3,911	5,148	5,373	5,688	6,252	7,048
利润率	9.8%	11.5%	11.8%	12.5%	13.0%	13.4%
所得税	-842	-1,078	-1,157	-1,225	-1,347	-1,518
所得税率	21.5%	21.0%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
净利润	3,069	4,069	4,215	4,463	4,906	5,530
少数股东损益	184	211	176	279	300	331
归属于母公司的净利润	2,885	3,858	4,040	4,184	4,606	5,199
净利率	7.3%	8.6%	8.8%	9.2%	9.5%	9.9%

现金流量表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	3,069	4,069	4,215	4,463	4,906	5,530
少数股东损益	0	0	0	279	300	331
非现金支出	669	680	692	960	1,047	1,149
非经营收益	32	-59	-80	-430	-450	-480
营运资金变动	788	-821	-115	-404	51	78
经营活动现金净流	4,557	3,869	4,712	4,868	5,854	6,607
资本开支	1,200	1,335	2,483	1,059	1,260	1,430
投资	-340	-730	84	0	0	0
其他	51	81	157	150	150	150
投资活动现金净流	-1,489	-1,984	-2,241	-909	-1,110	-1,280
股权筹资	0	0	40	0	0	0
债权筹资	-930	-494	39	-299	0	0
其他	-446	-1,674	-3,464	0	-4,787	-5,283
筹资活动现金净流	-1,376	-2,168	-3,385	-299	-4,787	-5,283
现金净流量	1,692	-282	-914	3,660	-43	45

资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	4,075	3,846	2,929	6,310	5,966	5,680
应收款项	315	307	234	306	326	355
存货	2,067	3,568	3,720	2,898	3,084	3,349
其他流动资产	792	1,238	1,648	1,641	1,646	1,653
流动资产	7,248	8,958	8,531	11,155	11,022	11,037
% 总资产	43.4%	45.4%	38.8%	44.6%	43.5%	42.5%
长期投资	170	169	162	162	162	162
固定资产	8,279	9,019	11,969	12,354	12,853	13,451
% 总资产	49.6%	45.7%	54.4%	49.4%	50.7%	51.8%
无形资产	920	982	1,173	1,167	1,180	1,193
非流动资产	9,447	10,788	13,452	13,831	14,344	14,955
% 总资产	56.6%	54.6%	61.2%	55.4%	56.5%	57.5%
资产总计	16,695	19,746	21,982	24,985	25,366	25,993
短期借款	200	189	299	0	0	0
应付款项	2,843	3,255	4,292	3,124	3,324	3,612
其他流动负债	843	1,236	978	5,772	6,330	7,411
流动负债	3,887	4,680	5,569	8,897	9,654	11,024
长期贷款	178	6	6	6	6	6
其他长期负债	76	57	46	46	46	46
负债	4,141	4,743	5,622	8,949	9,706	11,076
普通股股东权益	11,737	14,347	15,503	16,001	15,324	14,250
少数股东权益	817	656	858	1,136	1,437	1,768
负债股东权益合计	16,695	19,746	21,982	26,086	26,467	27,094

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	2.622	1.753	1.836	1.267	1.395	1.575
每股净资产 (元)	10.667	6.520	7.045	4.846	4.641	4.316
每股经营现金净流 (元)	4.142	1.758	2.141	1.390	1.682	1.901
每股股利 (元)	0.000	0.000	1.420	1.450	1.600	1.900
回报率						
净资产收益率	24.58%	26.89%	26.06%	26.15%	30.05%	36.48%
总资产收益率	17.28%	19.54%	18.38%	16.04%	17.40%	19.19%
投入资本收益率	32.33%	34.11%	28.45%	37.42%	41.16%	48.98%
增长率						
营业总收入增长率	10.81%	13.21%	1.66%	-0.77%	6.44%	9.04%
EBIT 增长率	103.77%	34.79%	2.09%	3.42%	9.64%	13.89%
净利润增长率	116.25%	33.72%	4.71%	3.57%	10.07%	12.87%
总资产增长率	0.66%	18.28%	11.33%	13.66%	1.52%	2.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	1.7	1.3	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	30.4	28.4	36.4	29.0	29.0	29.0
应付账款周转天数	23.2	19.2	27.8	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	71.9	66.7	78.9	90.7	86.3	80.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.44%	-24.33%	-16.04%	-36.78%	-35.56%	-35.42%
EBIT 利息保障倍数	345.6	-109.9	-124.9	-31.5	-26.0	-31.2
资产负债率	24.80%	24.02%	25.57%	34.31%	36.67%	40.88%

来源：中泰证券研究所

附表：重点覆盖公司估值表

图表 100：重点覆盖公司盈利预测和估值表

股票类型	股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE			投资评级	目标价
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
A 股	西王食品	17.64	66.50	0.31	0.48	0.69	56.9	36.8	25.6	买入	19.2
	梅花生物	9.14	284.07	0.16	0.25	0.36	57.1	36.6	25.4	买入	10.8
	恒顺醋业	23.90	71.94	0.25	0.77	0.66	95.6	31.0	36.2	买入	27.72
	中炬高新	16.93	134.93	0.36	0.29	0.45	47.0	58.4	37.6	买入	18
	东阿阿胶	51.80	338.77	2.09	2.62	3.03	24.8	19.8	17.1	买入	69.7
	百润股份	42.69	382.50	0.36	1.10	1.58	118.6	38.8	27.0	买入	50
	贵州茅台	216.88	2724.01	12.22	13.17	14.36	17.7	16.5	15.1	买入	258.48
	五粮液	25.95	985.06	1.54	1.58	1.71	16.9	16.4	15.2	买入	30.6
	泸州老窖	25.92	363.40	0.63	1.13	1.42	41.1	22.9	18.3	买入	35.8
	洋河股份	67.00	1009.69	4.17	4.79	5.19	16.1	14.0	12.9	买入	72.7
	老白干酒	58.43	81.80	0.42	0.46	1.29	139.1	127.0	45.3	买入	68.6
	伊利股份	16.12	987.99	1.20	0.72	0.92	13.4	22.4	17.5	买入	23
	双汇发展	19.27	635.91	1.84	1.27	1.39	10.5	15.2	13.9	买入	25.4-31.8
	海天味业	35.85	970.10	1.39	0.93	1.11	25.8	38.5	32.3	买入	44.9
	张裕A	44.40	304.14	1.43	1.55	1.79	31.0	28.6	24.8	买入	60
	上海梅林	12.90	121.00	0.14	0.19	0.46	92.1	67.9	28.0	买入	21.3
	汤臣倍健	36.48	265.57	0.76	0.94	1.23	48.0	38.8	29.7	买入	40
	洽洽食品	18.11	61.21	0.87	0.72	0.80	20.8	25.2	22.6	买入	20
	顺鑫农业	20.57	117.45	0.63	0.6	0.79	32.7	34.3	26.0	买入	24.6
	青岛啤酒	32.20	435.02	1.47	1.27	1.28	21.9	25.4	25.2	增持	35
	克明面业	55.30	47.56	0.77	1.23	1.09	71.8	45.0	50.7	增持	50
	山西汾酒	18.18	157.62	0.43	0.47	0.52	42.3	38.7	35.0	增持	18.2-20.8
	白云山	29.50	380.85	0.92	1.04	0.91	31.9	28.4	32.4	增持	31.85
	安琪酵母	29.72	98.08	0.45	0.81	1.11	66.0	36.7	26.8	增持	33.3
	得利斯	17.20	86.34	0.07	0.06	0.07	245.7	286.7	245.7	增持	12.7
	古越龙山	11.32	91.58	0.23	0.24	0.27	49.2	47.2	41.9	增持	21.6
	好想你	15.62	23.12	0.36	0.27	0.37	43.4	57.9	42.2	增持	20.3
	光明乳业	15.83	194.87	0.46	0.28	0.27	34.4	56.5	58.6	增持	20
	三全食品	11.71	94.15	0.2	0.10	0.12	58.6	117.1	97.6	增持	12.45-16.15
	承德露露	16.92	84.94	0.88	0.67	0.79	19.2	25.1	21.5	增持	23.6
	涪陵榨菜	18.68	37.73	0.66	0.83	1.02	28.3	22.5	18.3	增持	39.2
	安记食品	28.34	34.01	0.63	0.53	0.58	45.0	53.5	48.9	—	13.25-15.90
	桃李面包	0.00	0.00	0.67	0.66	0.76	0.0	0.0	0.0	—	19.0-22.8
H 股	阜丰集团	2.76	58.22	0.29	0.43	0.55	9.5	6.4	5.0	买入	6.2
	统一企业中国	4.76	205.50	0.07	0.29	0.32	68.0	16.4	14.9	买入	8.7
	康师傅控股	8.17	457.86	0.07	0.09	0.10	116.7	90.8	81.7	买入	16.0
	长寿花食品	3.60	20.69	0.46	0.50	0.59	7.8	7.2	6.1	买入	7.5

对应12月18日收盘价、2014年EPS采用最新股本摊薄、2015-2016年EPS考虑了增发因素，未有评级的采用市场一致预期

来源：WIND、中泰证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。