

白酒行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

陈钢

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

肖喆

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

广积粮，待良机；

事件

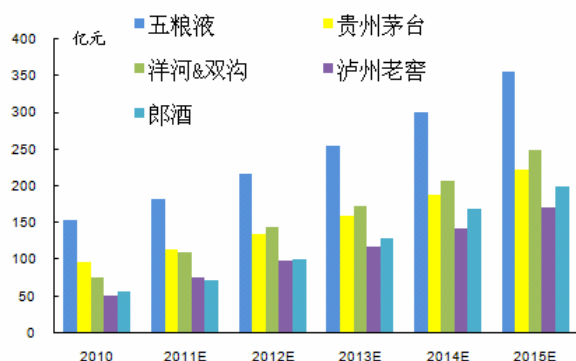
白酒主要企业近期发布年报，我们借此做回顾并对一季报做展望；

评论 1：白酒行业从黑马频出走向白马间的跑马圈地：

■ 白酒行业从投资管理改善型公司到投资成长型公司：

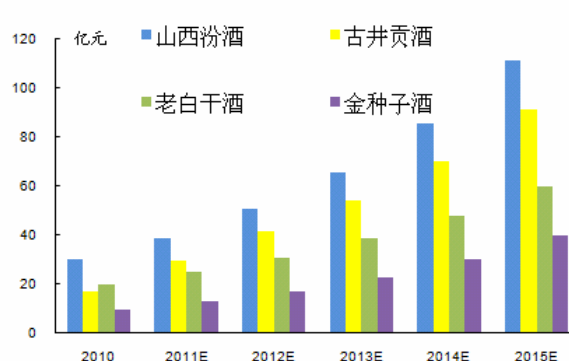
- 09-10 年是白酒行业黑马频出的两年，行业出现两个两年十倍的公司（古井贡酒、金种子酒），四个两年五倍的公司（山西汾酒、老白干酒、酒鬼酒、沱牌曲酒），一个一年三倍的公司（洋河股份）。我们认为 11 年起，白酒行业将从黑马频出转向白马的跑马圈地。
- 11 年，大多数白酒公司开始公布或规划其十二五的发展规划。我们大致整理了主要白酒公司的发展规划目标，可以看到各家的规划都十分宏伟，发展目标从 40 亿到 250 亿不等。按各公司的规划来预测，2015 年将出现 5 家 200 亿规模以上企业、2 家 100 亿规模和 2 家 50 亿规模的企业。
- 我们认为行业正从高度分散走向集中，将是大批公司诞生的黄金时代，一批商业模式正确/执行力和应变力强/产品质量和品牌过硬的企业将脱颖而出。目前行业 CR5 的行业集中度不到 16%，我们预期未来强者将恒强，行业将走向品牌集中（2015 年 CR5 占比将达到 25%以上）。

图表3：白酒未来的第一集团（CR5）



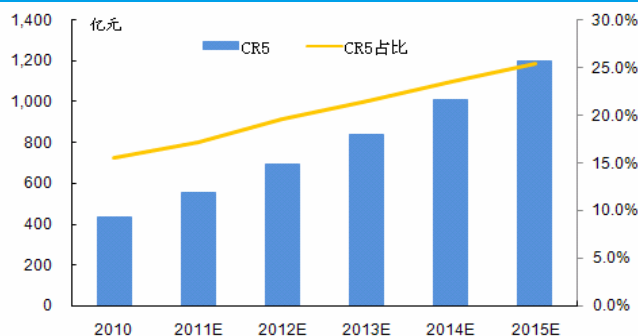
来源：国金证券研究所

图表3：白酒未来的准第一以及第二集团



来源：国金证券研究所

图表3：行业从高度分散走向中度集中



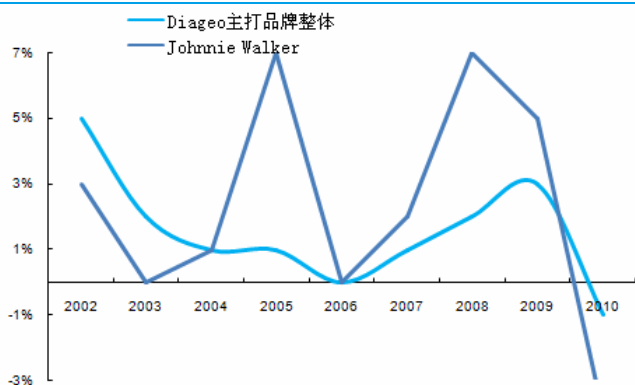
来源：国金证券研究所；注：假设茅台五粮液增速在 18-20%；洋河泸州老窖郎酒增速在 26-28%；

评论 2：白酒行业的“高度”和“宽度”应获得较高的估值溢价：

■ 价格的上涨打开行业的高度；

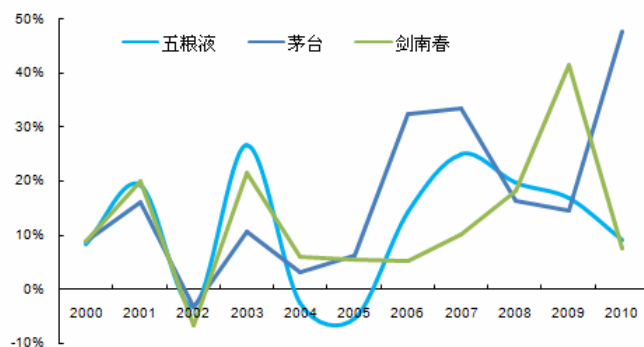
- 茅台是白酒行业发展的晴雨表。10 年至今试探着中国白酒能达到的高度，中国白酒的持续提价独具中国特色，过去 10 年贵州茅台/五粮液/剑南春零售价的复合增速为 11.35%，16.80%和 12.22%。与此相比，Diageo 主导品牌价格过去 10 年的复合增速仅为 2%。中外烈性酒价格增速差异的原因，我们认为有多重的（消费主体的不同、社会文化的不同、货币环境的不同等多因素）。
- 对于发改委控价的想法：短期的价格控制并不可怕。我们的理由有两点：1. 10 年主要上市公司已经完成了价格的提升，因此短期对 10 年业绩的影响并不大；2. 从中长期看，中国社会仍然是人情社会，烟酒作为社会交往的润滑剂有着难以替代的作用，只要中国的社交文化不发生根本改变，白酒消费的升级将是看得到的。

图表4：Diageo 高端品牌过去 10 年的价格同比走势



来源：国金证券研究所

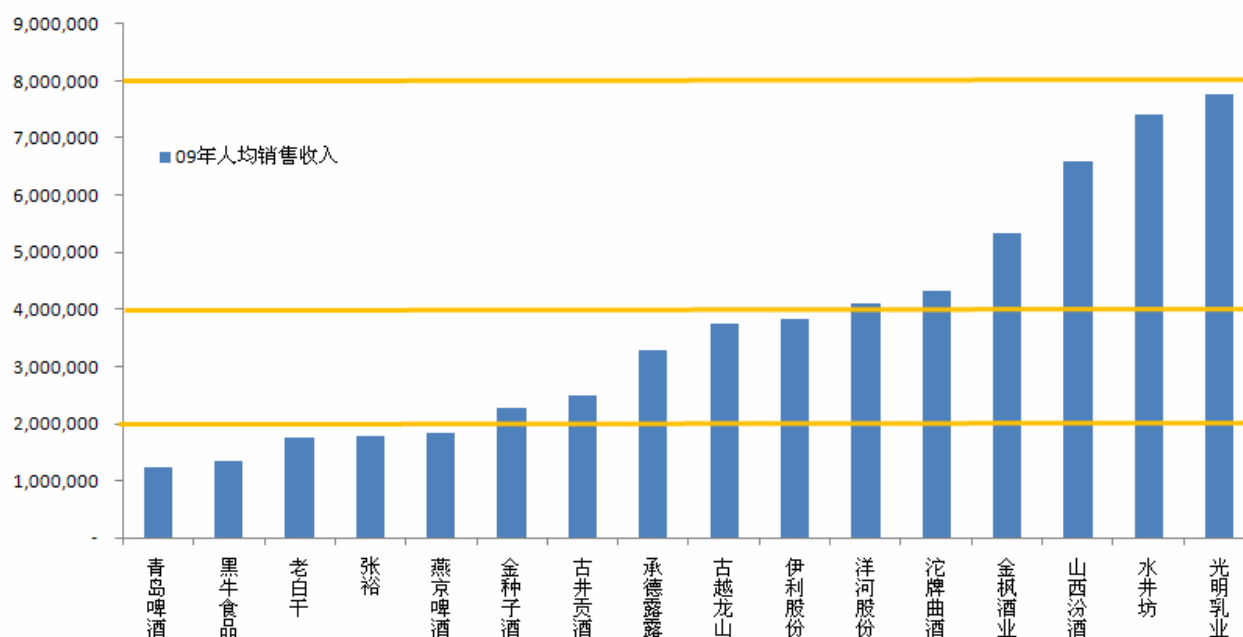
图表5：中国高端白酒过去 10 年的价格同比走势



■ 白酒行业的营销宽度：营销的深入扩张行业的宽度；

- 我们认为白酒企业比其他酒水的营销模式更趋于粗放，粗放式营销走向精细化营销的潜力巨大。主要白酒企业将经历一轮营销人员的大扩张和营销的深化。

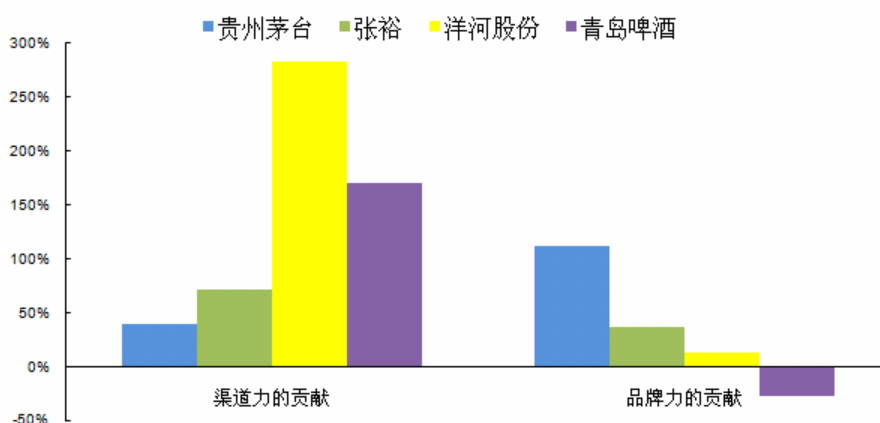
图表6：饮料行业营销对比



来源：国金证券研究所

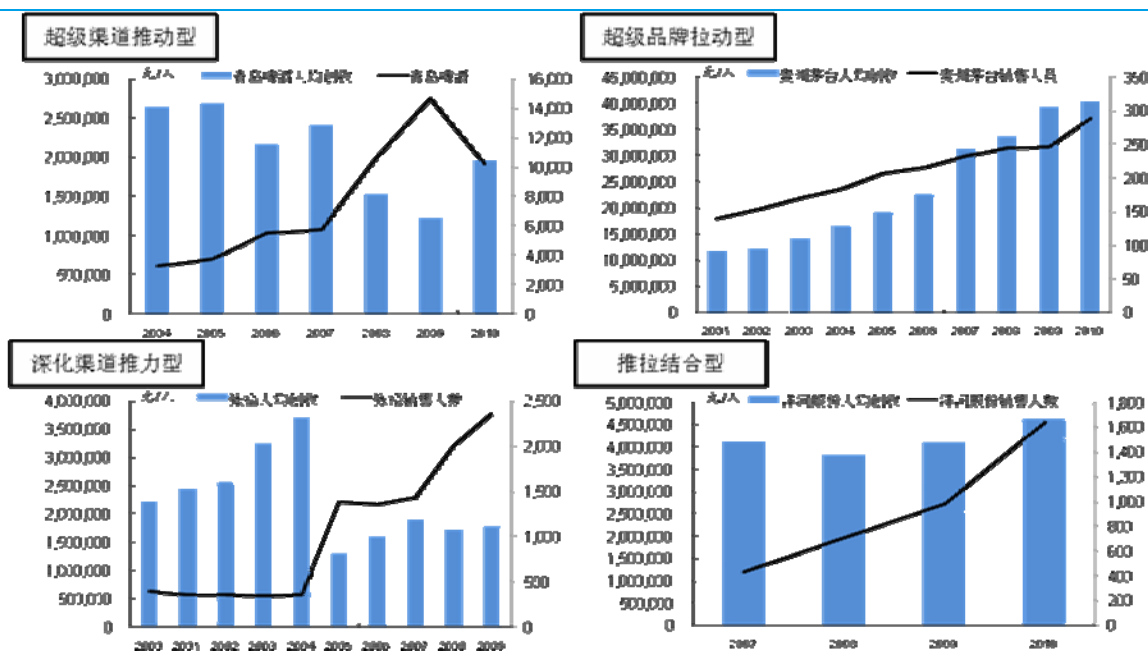
- 推拉结合方显英雄本色：优秀的快速消费品企业都洞悉如何使用推拉结合的市场营销战略，推力来自渠道的下沉和扁平化（表现为销售人员的扩编），拉力来自品牌的张力（表现为人均销售收入的提升）；从过去 5 年的收入增长来看，青岛啤酒主要依靠渠道力的扩容，茅台主要依靠品牌力带来的产品溢价提升，张裕和洋河则实现了渠道力和品牌力的推拉结合。

图表7：过去 5 年的收入增长，渠道力和品牌力分别的贡献



来源：国金证券研究所；

图表8：从人均销售收入指标看不同公司的营销战略



来源：国金证券研究所

- 中档白酒同时可采取推拉结合的复合战略，即同时深化渠道（精细化营销+人海战术）和提升品牌溢价（不断提价和产品结构提升）。两种战略的有机结合将带来中档白酒量价齐升的黄金发展期。渠道力的打造，效法张裕做渠道精细化：渠道精细化的同时，每个营销人员的单位销售贡献能保持稳定；组织越细化，组织反应能力越快，执行力越强；品牌力的打造，效法茅台做团购。郎酒和洋河在中高端酒的成功最重要的群体定位就是团购，靠团购带动核心消费者，形成消费风潮。

图表9：各大白酒厂商营销模式对比

渠道精细化	营销体制总结		组织数	分销密度
	贵州茅台	团购+专卖店	N/A	每个地级市对应1个营销人员；
	五粮液	大经销商制	N/A	每个地级市对应1.5个营销人员；
	泸州老窖	区域经销商联盟	N/A	每个地级市对应1个营销人员；
	沱牌曲酒	分片区管理：省内细化至分片区，省外以省级代理为主；	23	省内：每100万人对应一个厂商营销人员；
	山西汾酒	分片区管理：省内细化至分片区，省外核心市场以区域代理为主	49	省内：每50万人对应一个厂商营销人员；
	老白干酒	分公司为营销单位；	37	省内：每20-30万人对应一个厂商营销人员；
	古井贡酒	探索分公司营销模式；省内细化至地级市，核心市场细化至片区；	34	省内：每20-30万人对应一个厂商营销人员；
	洋河股份	分公司为营销单位；省内地级市细化至分区域；核心市场细化至地级市；	87	省内：每5-10万人对应一个厂商营销人员；

来源：国金证券研究所

评论 3：糖酒会后对白酒公司的看法；