

结构调整下的白酒行业 ——白酒行业深度报告

行业分类：食品饮料

2011.04.18

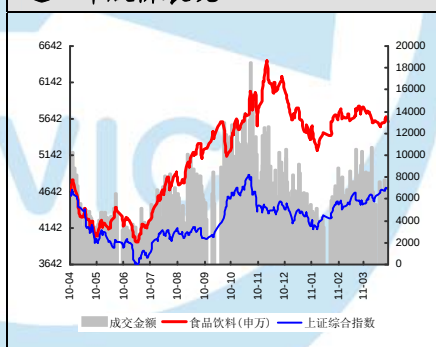
研究员：张绍坤
(执业证书编号：S0640511010008)
联系人：刁志学, 李润平
电话：0755-83520492、83692762
Email：diaozhixue@163.com

投资评级 **增持**

基础数据

上证指数	3050.53
总股本(亿)	290.36
流通A股(亿)	227.04
流通A股市值(亿)	7346.85
总市值(亿)	9529.08
ROE	19.71%
资产负债率	38.68%
动态市盈率	27.68
动态市净率	7.36

近一年股价表现



投资要点:

- 白酒行业受外部环境影响，行业景气度还可持续较长时间，但应该居安思危。
- 经济增长对不同档次产品的影响程度不一，高档及低档产品关联度低，中档产品关联度高。
- 白酒消费文化不会骤然变化，但其正在被分化，替代品的威胁日益增长。创新或成白酒未来发展竞争优势。
- 行业内部产品档次以及市场范围开始分化，中高档白酒成为未来成长支柱，深耕本埠与开拓全国均可实现快速增长，没有固定模式。
- 品牌、人才、资金与地域是企业的硬件资源，良好的战略定位、商业模式以及公司治理是企业的软件资源，两者良好的组合才会有助企业的成长。
- 白酒企业的发展轨迹可以是基于市场的深耕，也可以基于品牌的拉动，或从产品结构的升级向市场的扩张发展。
- 白酒行业总量的增长日趋尽头，行业的成长来源于产品结构的升级，其中具备良好中高档产品结构以及具备全国市场基础和优势的企业将能最大享受行业成长收益。
- 我们长期看好泸州老窖和山西汾酒。

目录

一、 行业外部经营环境在变化，行业景气不会突变，但应居安思危.....	3
1、 政务商务消费是高档白酒消费主力，但其增长或趋于减缓.....	3
2、 经济增长以及收入增长将继续提升行业景气，但对不同档次产品影响不同.....	3
3、 文化传承不会骤然淡化白酒消费氛围，但传统正在被分化.....	5
4、 技术并非核心，但创新或成就新竞争优势.....	6
5、 事情正在发生变化.....	6
二、 行业内部的分化使得中高档白酒成为未来成长支柱，深耕本埠与开拓全国均可实现快速成长.....	6
1、 行业上游议价能力弱，但行业下游议价能力因企而异.....	6
2、 行业的威胁来自于替代品，中、低档产品压力各不相同.....	8
3、 行业的内部竞争激烈，但应分开不同市场来看.....	10
4、 不同档次产品竞争策略不同.....	11
5、 全国性还是地方性，因人而异，因时而异.....	12
6、 行业分化的结果.....	13
三、 企业的分化让我们看好软硬件搭配良好的企业.....	14
1、 资源禀赋差异是企业须直面的现实.....	14
2、 适合自己的战略和定位才是好的.....	15
3、 商业模式很重要.....	16
4、 治理结构或会影响企业长远发展.....	16
四、 白酒企业的发展轨迹.....	17
五、 重点上市企业分析.....	18
1、 泸州老窖（000568）：品牌+双轮驱动+染泉模式+股权激励.....	18
2、 山西汾酒（600809）：品牌+产品结构+市场扩张.....	19

一、行业外部经营环境在变化，行业景气不会突变，但应居安思危

1、 政务商务消费是高档白酒消费主力，但其增长或趋于减缓

政务消费和商务消费一直是国内白酒市场消费的重要力量，尤其是在高档白酒以上消费市场。经验数据表明，政务消费和商务消费占国内高档白酒消费的30%和50%，个人消费只占20%左右的比例。由于高档白酒在国内呈现一种“喝酒人不花钱”的局面，故其对价格的敏感性低，尤其是政务消费和商务消费对价格的弹性几乎为0。但从经济学供求曲线来看，需求曲线陡峭，并不表明需求曲线不会移动，而这种移动主要受到经济环境和政策环境的影响，尤其是在国内经济发展良好的趋势下，其受到政策影响的可能性更大。

2011年两会热点之一是财政部宣布2011年将公开中央财政“三公”预算，“三公”其中包括公费招待。温家宝总理也在政府报告中提出“要加快实行财政预算公开，让人民知道政府花了多少钱，办了什么事”。虽然预算公开这一话题被说了很多年，对于其公开的进度和实质作用我们也不能抱太大期望，但我们也看到今年以来这一进程在加快，所体现的社会舆论和人民监督的作用在逐步加强，而这种趋势如果一直发展下去，将会对政务消费形成较大的压力并继而影响高档白酒的消费。虽然我们不能对这种变化何时才会发生实质性变化作出预测，但这种变化的趋势应该是确定的。这还不包括部分地方政府的“禁酒令”。

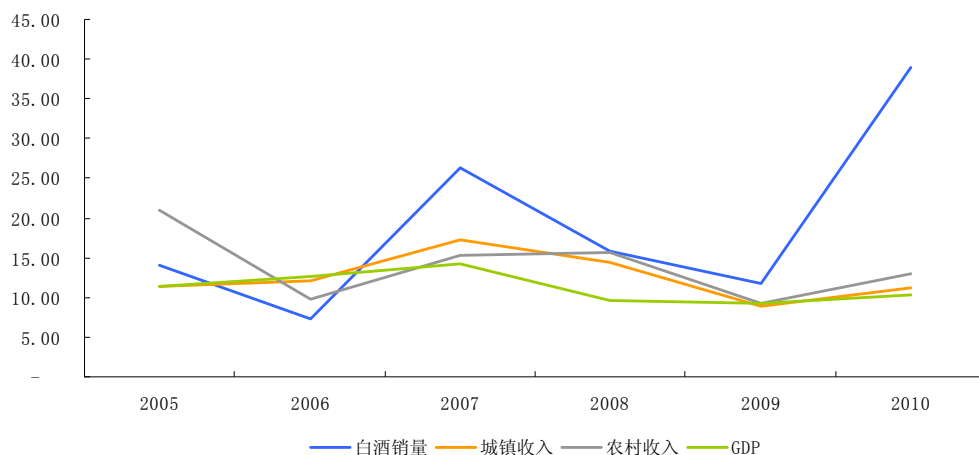
由于近两年国内汽车销售量呈现高速增长，2010年全国销量超过1800万辆，同比增长32%。与此同时，由于酒后驾驶引发的车祸数量也急剧攀升。在此背景下，公安部在全国范围加大了酒后驾驶的查处力度，多地市将严查酒后驾驶作为日常重点工作。酒后驾驶毕竟只是少数消费者，但由于此部分消费者属于消费能力较高的群体，虽然严查酒驾并不会使得白酒消费退出市场，但中高档白酒消费量的减少以及低度数的葡萄酒、洋酒借机进入相关场所则较大程度上已经成为了现实。其长远可能还会继续影响国内大多数地方酗酒的风气，从而影响白酒消费量的增长。

另外，政务商务白酒消费因为消费者不是买单人，这个特点决定了消费者本身并不都是出于自身偏好进行白酒类的消费，本身的消费黏性有限。在有了相关政策的“挡箭牌”后，部分对白酒消费并无爱好的“中性”政务商务白酒消费者可能会选择少喝或不喝白酒，这在情况在现实中并不少见。这种政策实施后的额外影响也将会削弱政务商务白酒消费量的增长。

高档白酒目前的销量依然保持较好的势头，茅台依然供不应求，只是说明目前高档白酒整体的供应还没有满足市场需求，并不能直接说明政务商务消费的高档白酒需求在增长。

2、 经济增长以及收入增长将继续提升行业景气，但对不同档次产品影响不同

国家十二五规划计划每年GDP保持7%左右的增长速度，同时要采取措施加大居民收入的增长幅度高于GDP增长速度。我们认为这些规划都会达到预期目标，也即国内经济依然会保持较好的增长以及居民收入水平也会同步增加，而这无疑会提升国内消费品行业的景气程度。国内白酒销量与居民收入的增长基本保持了较高的同步，收入的增长将会继续提高白酒行业的景气度。

图表 1 国内白酒销量、城镇居民收入、农村居民收入、GDP 增长趋势比较


资料来源 中航证券金融研究所、Wind

白酒行业作为食品饮料行业的一部分理论上同经济周期保持着较弱的联系，在经济增速放缓或者经济趋于下降的情况下会有优于市场的表现。但是实际上可能并不能将白酒行业统而观之。

首先，白酒不是生活必需品（虽然在某些场合是必需品），对于普通消费者而言并非不可或缺，会根据自身收入水平的高低进行调节。

其次，白酒自身的价格浮动空间很大，从几块钱到上千元，不同档次的白酒其对经济变动的敏感程度不一样。对于低档白酒而言，其主要是低收入消费者消费，由于价格便宜，其对收入的敏感程度较低，对经济周期的敏感程度也较低；对于中档白酒而言，其主要是朋友聚会等非商务性场合消费或中等收入消费者消费，其受经济周期的影响会较为明显，随着周期而波动，更类似与纺织服装行业的波动；对于高档白酒而言，其主要用于商务政务消费以及高收入消费者的消费，由于消费者对价格的敏感性较低，故对经济周期的敏感性较低。另外由于国内经济下滑时投资等活动反而更为活跃，使得高档白酒消费甚至有些反周期性。

再次，白酒行业整体受益于收入水平的增长，价格出现了普遍上涨，但不同档次受益的程度可能不尽相同。高档酒的代表茅台酒的价格从 5 年前的 300 多元涨到了如今的 1000 多元；中档产品如泸州老窖 5 年大约在 60 元左右，现在的市场价格在 200 元左右；而低档白酒如红星二锅头 100M1 在 2005 年的价格为 2.5 元左右，当前市场价格在 3.5 元左右。剔除原材料上涨价格影响因素，不同档次白酒受益于收入水平增长的幅度差异也较大，中档白酒受益于经济增长的因素更为突出。

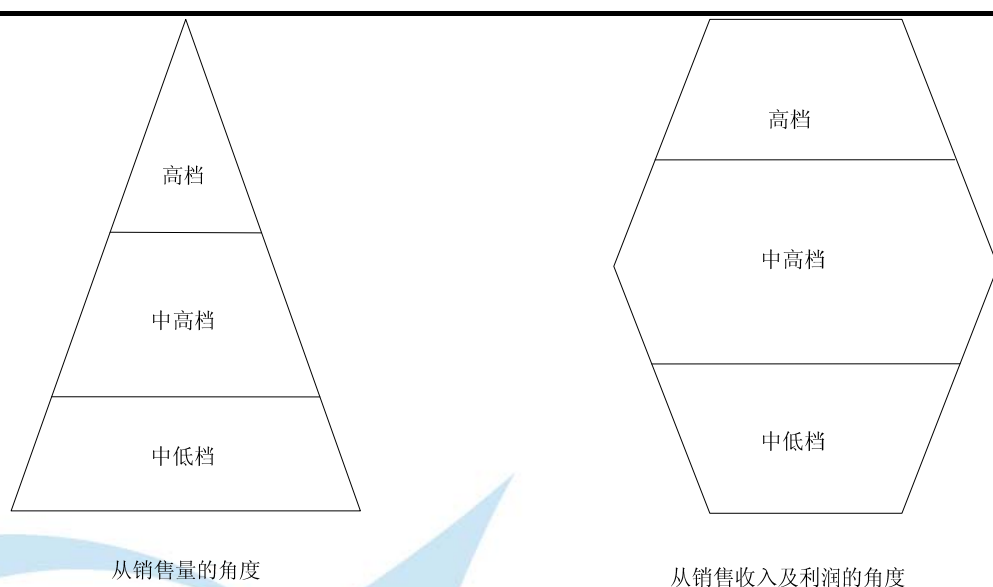
图表 2 部分白酒 2005 年与 2010 年零售价格比较

	2005	2011	同比增长
水井坊 52°	428	703	64.25%
五粮液 52°	348	789	126.72%
茅台 38°	248	569	129.44%
老窖特曲 52°	68	228	235.29%
郎酒 53°	59	195	230.51%
汾酒 53°	26	158	507.69%
尖庄 52°	4.8	8.0	66.67%
红星二锅头 100M1	2.9	3.7	27.59%

资料来源：中航证券金融研究所、Wind

我们认为白酒市场的发展从量上看应该会呈金字塔形结构，毕竟高端消费只能是少量，而最大的消费量依然是在低端。而从收入以及利润的角度来看，白酒市场的发展应该会呈两头小中间大的圆桶型，高端量少但价高，低端价低但量大。

图表 3 白酒市场未来形态



资料来源：中航证券金融研究所

3、 文化传承不会骤然淡化白酒消费氛围，但传统正在被分化

中国向来有“无酒不成宴”的传统，而饭桌文化在传统文化中又占有较为重要的地位，尤其是在商务往来、亲朋聚会等场合，酒可以拉近彼此之间的距离，因此由于文化传承原因，国内白酒消费的环境并不会骤然发生变化。但是，我们也看到这种传统或许正在发生变化。

传统文化正在不断融合和变化。文化并非是一尘不变的，传统也并非就是守旧，在国内经济发展的同时，国外的一些商业文化、生活理念在逐渐改变国内的消费者。追求更高效率和透明的工作环境正在不断得到越来越多商务人士的认可，即使是宴会也可以进行的安静而平和。这种传统文化与新文化的慢慢融合会逐渐改变我们所熟知的一些而产生一些新的“传统文化”。白酒消费作为文化的载体之一，其未来发展同样会受到这种变化的影响，少喝白酒或不喝白酒并非像部分业内人士坚称的那样不可发生。

健康理念正在被日益重视。国内高度白酒人均消费数量已处于全球较高水平，而且国内消费的白酒度数普遍偏高，同时由于文化原因大多数白酒消费容易出现过量，从而对消费者身体健康造成不良影响。随着居民生活水平和理念的提升，健康生活理念正日益被消费者所重视，处于健康考虑少喝或不喝白酒尤其是高度白酒的情况也逐渐增多。尤其是消费者这种趋势同样会使得目前白酒消费的增长出现变数。

新生代消费者正在远离白酒。作为新生代消费者的80后，由于所受教育以及成长环境的因素，其受传统观念的影响较弱，更推崇自我认知和选择。在白酒消费上其并没有所谓的文化束缚，也没有沿袭的传统选择，更缺少周边朋友的白酒消费氛围，这种趋势在经济越发达地区表现的越为明显。对于新生代消费者而言，在餐饮场合无酒一样可以成宴，即使选择酒

类白酒也并非首选，几未喝过白酒的也大有人在。新生代消费者目前并非白酒消费的主力，但随着当下白酒消费者的老化，未来白酒消费的前景不一定如大家所期望的会继续风光依旧。

4、 技术并非核心，但创新或成就新竞争优势

传统白酒的酿造其所受的影响因素很多，原材料、酿造环境、酿造工艺、窖藏环境、勾兑技巧等等，但由于白酒所传承的文化底蕴，其本身更多的是一种依托于历史和环境的产品而非技术性很强的产品。每种地方名酒或全国名酒都有其独特的历史、酿造工艺和酿造环境，并没有绝对的谁更优的问题，反而是由于受历史和环境的制约，白酒很少会脱离原有的地域而向外无限制进行复制。在各自拥有一套成熟技术的情况下，传统白酒对技术的依赖程度极为有限。

但是，基于前述几款的分析，白酒的经营环境或许正在发生变化，随着健康理念的崛起以及葡萄酒、洋酒、啤酒等对现有市场的冲击，如何研发出新的更适合消费者需求的产品或许会成为企业在市场竞争中的有力筹码。一些低度数酒的推出、保健酒的逐渐兴起以及洋河绵柔新口味的创新是否是这种变化开始发生的先兆？

5、 事情正在发生变化

白酒行业的经营环境多年来一直在发生变化，但更多的是由于行业内部竞争的加剧而带来的行业内部运营的变化，而外部环境除了税收制度有所变动外几乎没有发生太大的变化。但是这种情况正在发生变化，如同国内其他众多行业由于经济发展受到外来文化影响或由于新生代消费习惯改变一样，白酒行业的未来发展环境也面临着众多的变数。

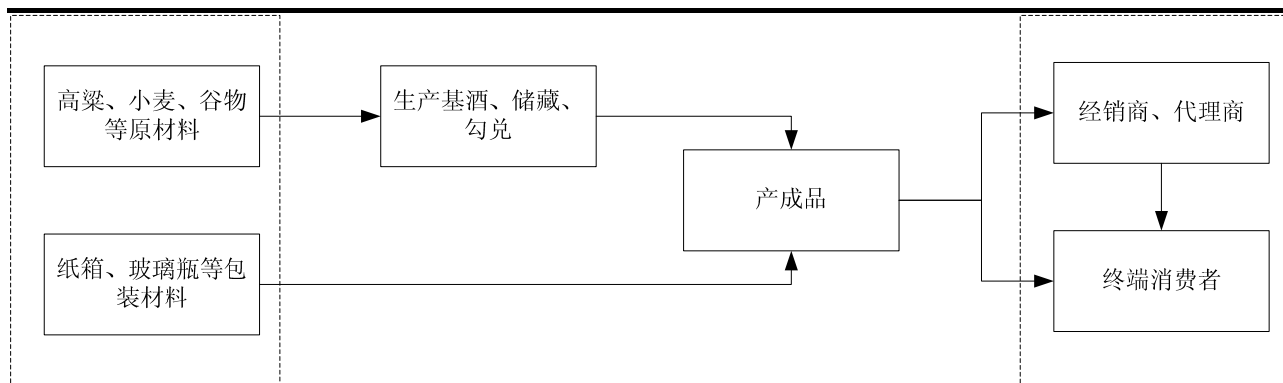
在舆论监督日益发挥效益以及政府透明度和办事效率不断提升的背景下，高端白酒的政务消费可能面临着较大变数，尤其是新兴的高端白酒销售可能会受到的影响更大。而商务环境的变迁以及健康理念的崛起则可能会影响商务消费中对白酒的需求，尤其是中高端白酒的消费需求。国内经济发展情况前景依然向好，但其发展步伐在逐渐放缓，这对中端白酒的消费将产生较为显著的影响，而高端以及低端白酒受此影响的可能性则较小。传统白酒消费文化同样在遭受侵蚀，国内高度数白酒并未得到新兴消费者的青睐，而白酒行业也对此并未采取有效措施，行业竞争更多的是目前的市场而非未来的变化。

这些行业外部经营环境的变化对行业经营的影响是潜移默化的，其对行业内企业而言是威胁也是机会。穷则思变，变则通。这是对事情已经发生变化后的反应，在当前竞争日益激烈的环境下真到穷途末路其未必就一变就通，更多的是需要企业对正在发生变化的环境提前做出适当而有效的应对。创新对于白酒行业而言以前更多的是营销创新，而外部环境的变化可能要求企业需要在产品、市场、商业模式等多个方面进行创新。目前行业内部分人士已经开始关注未来的变化，但真正采取实际措施的还为数较少。我们将继续关注行业内对这些变化以及企业的应对措施，我们看好更具创新精神和实践精神的企业。

二、 行业内部的分化使得中高档白酒成为未来成长支柱，深耕本埠与开拓全国均可实现快速成长

1、 行业上游议价能力弱，但行业下游议价能力因企而异

白酒行业整体上看目前依然是生产商为主导。行业上游原材料供应商议价能力较弱，下游客户议价能力视乎生产商的行业地位而略有差异，但生产商整体上依然较为强势。

图表4 白酒产业链简图


资料来源：中航证券金融研究所

行业上游主要是原材料粮食供应商以及包装材料供应商，其中包装材料在产品成本中占得比重较大。由于国内粮食生产者分散且国家实行较为统一的指导收购价，其价格近两年虽不断上涨，但对企业的影响较为有限。而国内包装材料生产商数量众多，且进入壁垒较低，相对于白酒生产企业其议价能力也较低。

行业下游则包括两类，一类是终端消费者，包括团购客户和直供客户；一类是大型经销商和代理商。这两类视乎与生产商的行业地位比孰强孰弱而议价能力或高或低（若追踪到最终消费者，则因其极其分散基本不具备议价能力）。行业内大多数生产企业都是采用经销商和代理商形式进行产品销售，在这个过程中生产商占主导地位，其在经销商以及代理商的挑选上有着较大的权利，传统经销商和代理商主要起到物流配送作用，议价能力较弱，尤其是生产商的行业地位越强则控制力也越强。但这种情况也在发生变化，尤其是对于行业地位较弱的生产商而言，其市场销售较大程度上依赖于拥有良好销售渠道的经销商和代理商，在此过程中双方更多的是相互合作共赢的关系，则下游的议价能力明显提升。对于品牌买断经营的经销商和代理商而言，其相对生产商的议价能力则更为强势。由经销商发展而为多个酒类品牌运营商的华泽集团是其中的典型代表。对于直供零售客户而言其议价能力与其销售网络的规模呈正相关，与生产商的行业地位呈负相关。而团购客户由于采购规模较大且大多是毛利率较高产品，销售费用较低，故其相对而言也有较为适中的议价能力，但相对而言整体议价能力依然较弱，处于较为被动的地位。

图表5 华泽集团酒业业务架构



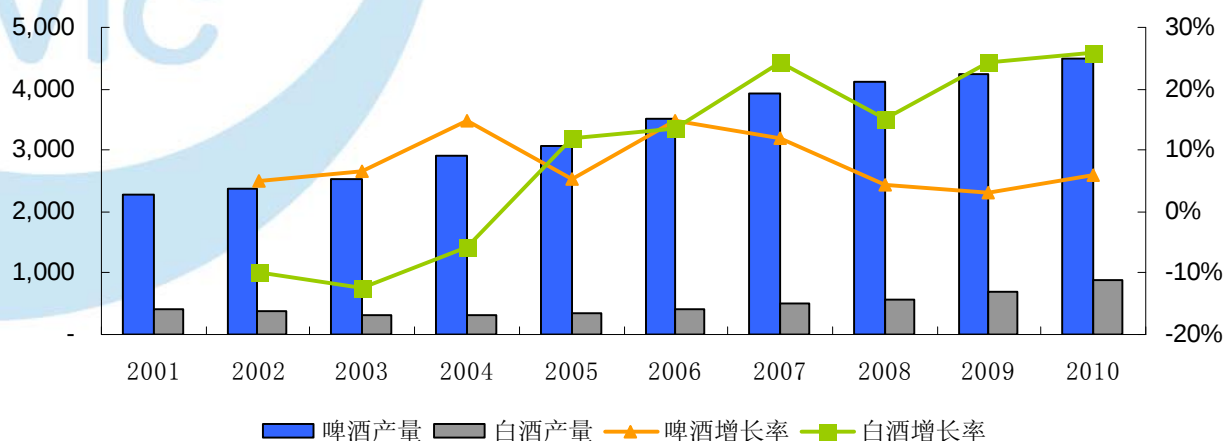
资料来源: 南方都市报、中航证券金融研究所

综合来说,对于行业地位较高的一线和二线生产商而言,其下游相对议价能力较低,而对于行业地位较弱的生产商而言,其可能依赖于下游的销售网络,则下游的议价能力较强。经销商的运营方式目前也有较多创新,部分较大的经销商甚至向上游发展以获得更多话语权,这种发展同样会削弱生产商的议价能力。但我们认为白酒企业由于其自身的品牌、地域和文化壁垒,整体而言依然在产业链中处于较强地位,相对于上下游有着较为稳固的地位,虽然企业间的处境可能不尽相同。

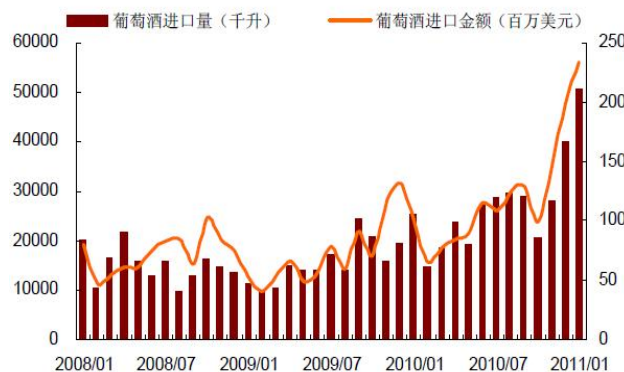
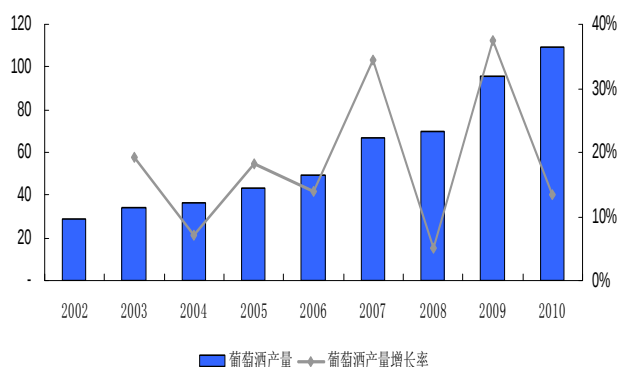
2、 行业的威胁来自于替代品,中、低档产品压力各不相同

白酒行业产量从2004年低谷以来,一直保持着较快的增长速度,从当初的300多万千升增长到了2010年的近900万千升,平均年均增长20%左右,白酒产量也达到了历史顶峰。白酒的这种增长趋势似乎在表明葡萄酒、啤酒、洋酒等替代品对白酒的影响较弱。但是,我们对此并非如此乐观。

图表6 国内白酒、啤酒近年产量及增长率(单位:万千升)



资料来源: 国家统计局、中航证券金融研究所

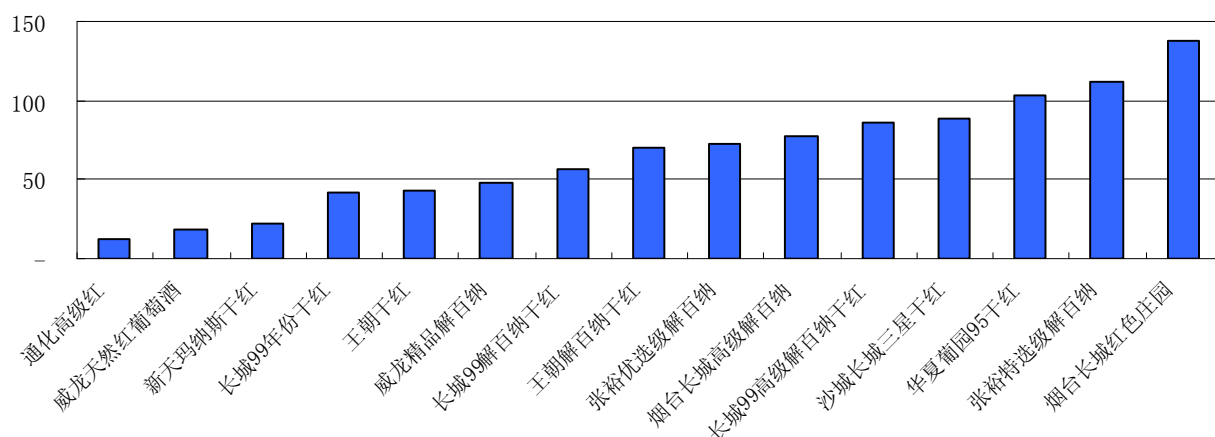
图表 7 国内葡萄酒产量及增长 (单位: 万千升) 图表 8 国内葡萄酒近年进口趋势


资料来源: 中航证券金融研究所、中商数据

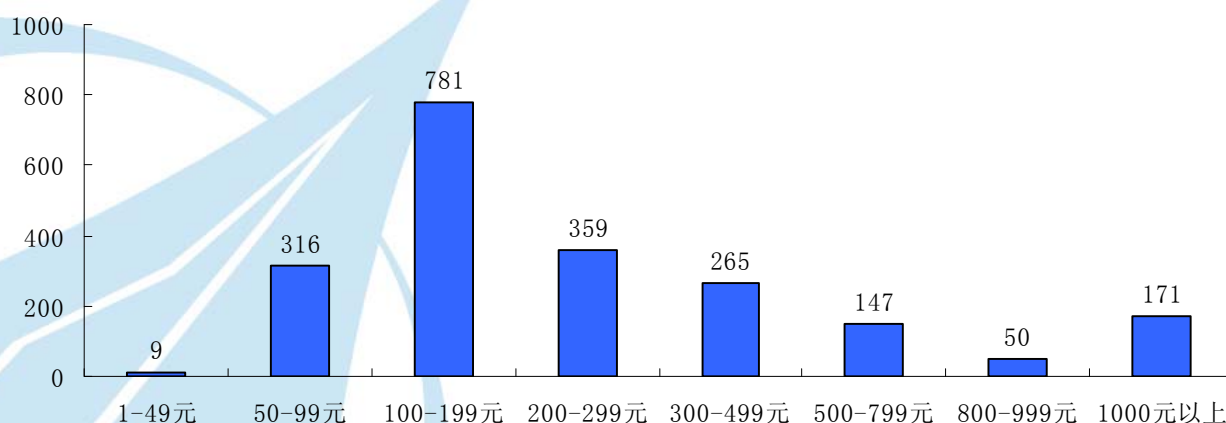
首先, 白酒产量的增长得益于各个企业产能的扩张, 但一定程度上是由于统计口径的原因, 实际产能已处于过剩状态。通常行业统计数据只是统计规模以上企业, 而这个标准是以企业的产能或收入规模来统计的, 一般为年销售收入500万元以上。目前国内生产白酒的企业约3.7万家, 其中规模以上企业1607家, 比2005年增长1.7倍。由于随着白酒整体价格的上涨, 同样产能的企业会由于受益于价格的上涨而纳入到统计范围, 但实际上其产能并没有真正的增长。按2010年白酒产量计算, 全国人均消费6.4千克/年, 已经居于全球前列, 白酒产量已现过剩, 市场整体量增长空间有限。

其次, 白酒产量的增长主要得益于居民收入的增长带来的消费增加, 但我们也看到啤酒、葡萄酒、洋酒等市场销量同样保持着较快的增长。啤酒2010年产量约4483万千升, 人均消费量约32千克/年, 与发达国家相比还有一定差距, 但整体产量已居全球第一, 市场增长每年增幅在7%左右。葡萄酒2010年产量108万千升, 年增长幅度在25%左右; 其中2010年进口葡萄酒约30万千升, 同比增长近60%。白酒在酒类饮料消费中的比重还在持续下降中。

再次, 啤酒消费的崛起对低档白酒造成较大冲击, 而葡萄酒市场的兴起或将冲击中档白酒市场。白酒行业产能分散, 平均每家企业产量不足300吨/年, 其产品质量和销售价格也可见一般。由于啤酒市场的崛起, 从消费取向和利润水平等角度来看, 10元以下的白酒基本上失去了与啤酒竞争的能力, 事实上低档白酒的盈利能力也一直处于较低水平, 而白酒市场也是通过提高价格摆脱与啤酒的正面竞争才得到了新的发展。随着葡萄酒、洋酒的消费兴起, 由于其价格定位以及市场目标客户定位与中高档白酒重合性较大, 未来是否会重演当初低档白酒与啤酒竞争后全面败退的格局, 目前还有待观察, 但其葡萄酒来势汹汹其必将对中档白酒乃至整个白酒消费造成侵蚀。

图表9 国产葡萄酒部分商品2011年3月平均零售价格区间图（单位：元）


资料来源：中航证券金融研究所、糖酒快讯网

图表10 也买网进口葡萄酒产品不同价格产品数量图（单位：只）


资料来源：中航证券金融研究所、也买网

最后，软饮料市场增长迅速，对酒类消费市场的替代同样不能小视。2010年软饮料产量约1亿千升，依然保持了20%以上的增长速度。由于健康理念的提升，传统茶饮料市场同样增长迅速，而这也给酒类消费市场带来一定冲击。

3、 行业的内部竞争激烈，但应分开不同市场来看

白酒行业企业数量众多，从2004年的约2万家增长到了现今的约3.7万家，由于行业进入门槛较低，而白酒价格不断上涨提高了行业的吸引力，国内历来每县都设有自己的酒厂，这无疑使得白酒行业内部的竞争非常激烈。但是，我们也应该看到，白酒产品由于其文化、品牌和品质的差异，不同档次、不同地域的白酒企业其面临的竞争环境差异较大。

2010年前5个月，100多家大中型企业的收入占行业收入的70%以上，利润总额占行业的85%以上，行业分化严重。也正是从这个角度来看，规模以上大中型企业在市场竞争中的所处的位置更为有利，而这些通常都是全国或者地方的龙头企业。另外，从白酒不同档次的价格来看，超高端白酒目前主要是茅台、五粮液等少数几家在参与，竞争压力较小，利润非常可观；

中高端以及次高端白酒目前主要是地方名酒以及少数如泸州老窖、郎酒等少数全国性企业在参与竞争，虽然参与者较多，但企业都有自己利基市场，只要不是进入其他对手市场，竞争也不算激烈，且利润也较为可观；而对于中端及以下企业而言，由于产品质量趋同且单一市场参与者众多，很难守住某一有利市场，又受到成本上涨压力，盈利能力一般从而导致营销投入也有限，故通常竞争非常激烈，盈利能力更为削弱。（通常认为600元以上为超高端，200-600元为次高端，80-200元为中高端，50-80元为中端，50元以下的中低端。）

因此，白酒行业内部整体竞争激烈，但应该分地域以及分产品档次来区分，通常超高端企业竞争压力较小；地产名酒龙头企业也能够通过固守一地市场获得较好利润成果，竞争压力一般；而既没有地域优势又没有品牌优势的中低端产品市场竞争激烈，盈利能力较弱。从理论上而言，超高端和中高端以上市场吸引力很强，中低端市场吸引力较弱，但是事实上由于进入中高端以上市场需要文化、品牌、品质等多个条件以及长时间的投入，通常真正进入者较少，反而中低端产品由于投入和制约因素较少降低了进入门槛，新进入者众，进一步加剧了中低端产品市场的竞争。

4、不同档次产品竞争策略不同

白酒不同档次产品由于其面临的竞争环境不一样，其所采用的竞争策略也会差别较大。我们认为超高端白酒以品牌取胜，中高端白酒以渠道取胜，中低端白酒以成本取胜。企业应该根据自己的企业定位来谋划产品结构，针对不同的产品来确定不同的竞争策略。

超高端白酒的主要消费群体是政务和商务消费者，买单都不是消费者自身，其对价格敏感度低，最关注的是产品本身所体现的尊崇意义，因此品牌对产品的意义非常重要，在保证产品质量的前提下，品牌所体现的外在意义甚至是其唯一重要的卖点，如同可口可乐所代表的。因此，对于超高端白酒而言，重要的是要维持其品牌价值，而渠道建设、终端推广并不是其所追求的卖点，其重点在于方便消费者识别和获取其产品，通过品牌来拉动消费者自主购买消费。茅台侧重于设立专卖店、五粮液侧重于团购渠道都是基于对品牌意义的认识。对于超高端产品而言，自主市场推广虽然也有一定意义，但其经济投入效果可能并不理想。当然，如果其渠道建设势在必行，则依靠现有渠道进行超高端产品推广自然更好，这更符合中高端产品向超高端市场进入的起始策略。

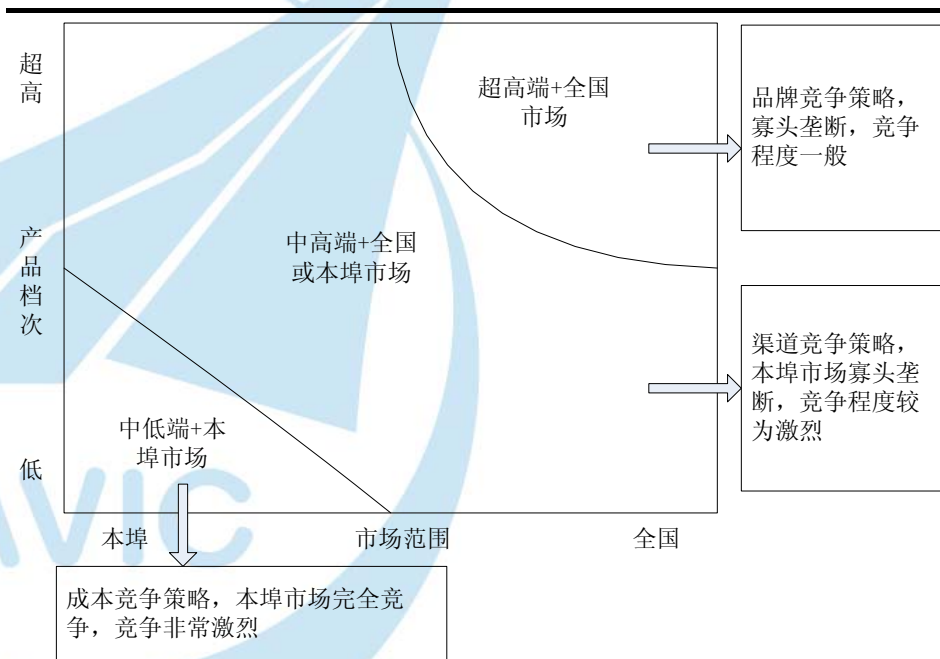
中高端白酒生产企业主要是少数全国性知名品牌以及大多数地方知名企业或龙头企业。从消费者角度来看，中高端白酒的消费主要是超高端消费者的备用选择以及地方超高档白酒的替代消费。对于后者，中高档白酒在地方的品牌影响力同样重要，尤其是能代表地方特色的具有更强优势，其与超高端产品的策略异曲同工，应注重品牌文化建设。对于前者，中高端白酒消费的主要动机还是作为超高端白酒的替代，更看重其品牌背后的“物美价廉”。全国性的知名品牌以及地方性的知名品牌都会进入消费者的选择范围，而且通常都是消费场合的主动选择性消费，消费者并没有特定的品牌偏好。因此，中高端白酒最重要的是要进入消费者的选择范围，在此基础上再拼比各自的性价比，渠道建设对该类产品的经营尤其重要。当然，品牌建设、品质提升自然也能够提升其性价比，但前提依然是能够进入消费者的选择范围，而且品牌建设的针对性也应该更为突出才能起到更好地效果。由于全国白酒消费地区

性特征较为明显，全国性品牌较难深耕特定市场，而地方名酒则可以集中力量在利基市场深挖“壕沟”，因此我们看到地方名酒在中高档白酒消费中依然处于主导地位，成为地区高端消费者的首选。

中低档白酒生产企业数量众多，其由于自身实力因素较难走出特定区域，同时由于在区域内部又容易受制于当地龙头企业，因此纯粹的中低档白酒生产企业大多生存较为困难，其产品品牌、渠道和品质方面都处于弱势，其在市场竞争只能依靠低成本、大通路参与市场经营与竞争。由于中低档白酒价格受制于竞争以及替代品，同时其消费者对价格的敏感性较高，故其提价的能力被抑制，而其生产成本又会受原材料不断上涨而升高，产品盈利能力被不断挤压，因为对于纯粹的中低档产品企业其前景不容乐观。而对于出于战略目的生产中低档产品的地方龙头或全国龙头企业，其对于中低档产品的投入通常也不会侧重于盈利，而更多的是市场份额的占领以抵御竞争对手的进入。不可否认，中低档白酒市场销量依然会是全国白酒销量最大的部分，也会吸引最大的消费群体，但其盈利能力依然只能占整体市场的小部分。

行业内部产品档次的分化使得企业在做产品线延伸以及产品经营策时需要非常谨慎，以实现良好的组合效果而非相反。

图表11 行业内部不同档次产品竞争策略及竞争程度



资料来源：中航证券金融研究所

5、 全国性还是地方性，因人而异，因时而异

面对国内巨大的白酒消费市场，每个白酒生产企业都会考虑立足本土，向外拓展。但是并非每个企业都适合向全国发展，也并非一定向全国发展才是最好的选择。我们认为企业向外发展需要考虑几个因素，其中比较重要的有品牌、产品、市场资源，因人而异，因时而异。

首先是品牌。如果产品的品牌市场认可度非常高，则其走全国性的道路会容易很多，比如茅台和五粮液，其基本上只有全国市场而没有所谓的根据地市场，主要通过品牌拉动市场，

这是超高端白酒的典型路线。超高端白酒应该也必须走全国市场，因为其价高但量少，若局限于地方市场其发展必将受到限制。而对于品牌知名度稍差的企业，其走全国性的道路也同样可行，但其策略不能走品牌拉动的道路，而应该是通过渠道建设来带动市场，再通过市场来提升品牌。如果产品的品牌知名度非常低甚至于局限于狭小市场，则其大张旗鼓走全国性的道路失败的概率将会大大提高。

其次是产品。市场走向全国比起本地市场而言最大的区别是销售费用的增长，尤其是对于依靠渠道建设来达到目的的企业来说。企业的目标是盈利，不是为了市场而市场，因此其全国性的产品应该是中高档以上的产品，能够保证合理的毛利水平，只有中低档产品的企业很难走全国市场，反而会形成恶性循环而损害公司原有市场盈利。

再次是市场资源。这个也是最重要的。有了好的品牌和好的产品，但真正要走向全国市场并非一件容易的事情，因为国内白酒市场极为分散，诸侯割据，地方白酒企业在多年经营积累的基础上很容易筑起高高的进入壁垒，同样在资源的利用上当地企业集中于一点，而全国性企业的资源必然会分散，因此在各个方面都不会占有优势。在此情况下，如何有效开拓外埠市场对于企业的全国化非常重要，而这又隐含有两个先行条件，一是企业必须有可持续的雄厚的资金实力，这就要求企业或者有外部资金支持，或者有稳固的大本营市场；二是企业需要找到一套有效的市场开拓模式，并且具有高效的复制性，这需要每个企业根据自己的情况进行探索。后者尤其重要，也尤其困难，通常能够找到有效模式的企业其离成功也就更近一些。

因此，白酒企业是否走全国性的道路应该结合自身的情况。国内白酒市场非常分散，但市场潜力却不容小视，单个县市平均市场容量都过亿，做好本地市场就能获得较好收益。同时，企业也不能只局限于一隅，毕竟逆水行舟不进则退，在市场集中度越发有提高的趋势下，应该根据企业的发展情况适时尝试向外走。

6、行业分化的结果

白酒行业的分化可以分为两个方向，一个是产品档次的分化，一个是市场地域的分化，如同坐标轴里的横纵轴。

由于中低档产品市场竞争激烈且毛利率较低，对企业而言吸引力较弱；而中高档产品以及次高端产品则相对而言竞争缓和且盈利能力尚可，对企业的吸引力较大，但进入壁垒相应增加，大多数为地方龙头或全国龙头所占据。超高端白酒是受益于消费升级产品盈利能力提升最快的部分，其市场吸引力非常大，但相应的进入难度也更大，几乎被少数品牌所垄断，其他企业只能偶尔分得一杯羹。在消费升级的背景下，白酒产品集体价格的上涨已成定局，在总量增长有限的情况下，产品结构升级或是白酒行业未来成长的源泉。因此，找准自己的产品档次定位对于分化的行业内部企业而言尤为重要。中低档量大利薄，超高档利厚量少，因此中高档、高档白酒将是未来行业成长最有利的部分。

而在地域方面，由于受制于品牌、产品以及市场资源，每个企业的选择不一样，这种选择也并没有优劣之分，重要的是要能发挥企业的最大能力。但随着行业内部整合的加速，向更大市场发展这种方向将是明确无误的。在资本大量进入行业的时候，生存与发展的关系将

更为紧密。

三、企业的分化让我们看好软硬件搭配良好的企业

1、资源禀赋差异是企业须直面的现实

白酒行业企业数量众多，但佼佼者毕竟只是少数，不同企业间的资源禀赋差异是这种结果发生的一个重要因素。企业的资源要素很多，对于白酒企业而言，比较重要的资源要素包括品牌、人才、资金、市场以及地域。

品牌是长期积累的结果，尤其是以文化传统为依托的白酒行业，品牌对企业经营的重要性不言而喻。没有好的品牌要想在白酒行业中拥有一席之地十分困难，要想在全国市场进行开拓更是难上加难。白酒承载的是历史，没有历史底蕴的品牌只能是昙花一现。因此，那些在历史上留有名气的品牌尤其是在近现代被市场所广泛认可的品牌其对于白酒企业来说就难能可贵。当然，有了好的品牌也不一定就表明企业就一定能做好，我们同样可以看到很多好的品牌逐渐被人所遗忘，变得沉寂而只流于文字而已。品牌的差异需要用时间来消磨，而且需要持续的投入和维护，企业间这种品牌资源的差异很大程度上决定了彼此的差距，企业自身也需要有对自身品牌的清醒认识。

图表12 历届国家名酒品牌

届次	金质奖名单
第一届	茅台酒、泸州特曲、汾酒、西凤酒
第二届	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲、西凤酒、全兴大曲、双沟大曲、郎酒、特制黄鹤楼酒
第五届	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲、西凤酒、全兴大曲、双沟大曲、郎酒、特制黄鹤楼酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：中航证券金融研究所

人才包括技术人才、管理人才和市场人才，在国内白酒行业管理人才的重要性更为突出。技术核心人才可以流动，但更多的靠企业自身的积累。白酒是一门艺术，其中关键技术人才对产品品质、产品创新方面的作用非常重要，是企业存续发展的基础。在产品品牌、品质差异不大的条件下，企业的发展很大程度上取决于管理人才和市场人才的运作，行业内企业的起起伏伏很大程度上与企业管理水平和市场营销水平直接相关。对于目前高速发展的白酒企业来说，人才更是企业赖以持续稳定发展的基础，很难想象一个没有良好人力资源的企业能够实现可持续的快速发展。

资金的差异决定了企业未来增长的物质基础。企业产能的扩张、人员的招聘、市场的推

广、品牌的维护都与企业资金实力息息相关。行业内的企业由于近年来产品价格的提升，公司盈利能力和现金流入都显著上升，但这并没有消除企业间资金差异而是扩大了这种差异，尤其是资本市场对行业的介入更是加大了这种差异。因此，好的软实力基础如果没有良好的资金支持，其发展也必然面临诸多问题。

市场的差异一部分是历史的形成，一方面是企业经营的结果。每个企业都有自己的传统优势市场，而所在的市场容量又跟当地的经济、人文传统紧密相关，这种差异在企业的初始发展阶段较为重要，也是需要重点考虑的因素。

地域的差异主要是由于白酒工艺的独特性，白酒的品质很大程度上与所处地域的环境有关，这也是虽然全国各地都有白酒生产，但川酒却能独占鳌头的一个重要原因。这种地域的差异带来的是产品品牌、质量的背书，这种差异很难弥合，但其重要性视乎企业自身的运作。

企业资源禀赋的差异一些归结于历史或者先天的环境，一些归结于企业的经营和运作，两者并没有孰优孰劣，但是企业在发展过程中应该考虑自身的资源，扬长避短，不断积累，如此方能在行业竞争中争得一席之地。

2、 适合自己的战略和定位才是好的

战略和定位是企业未来发展的方向性问题，其选择将直接对公司未来的价值产生重大影响。管理学上有做对的事情与把事情做对两种不同的区分，前者是关于战略和定位，后者是关于执行，相比而言前者更为重要，否则只是在错误的方向上越走越远，背离了企业的发展初衷。我们认为战略和定位并没有绝对的好与不好之分，关键在于选择与企业资源禀赋相适应的策略，最大限度的发挥企业的潜在价值。这其中关键就是对产品品牌、市场的战略考虑问题，也就是选择如何开发自己的品牌、如何做好自己的市场推广与如何做好自己的产品结构的问题。

品牌的价值如今越来越受到行业企业的重视，如何定位自己的品牌和利用好自己是关键。我们认为，品牌对于中高端以上产品的企业而言价值更大，其关键是保护超高端产品品牌价值；对于中低端产品而言，品牌的关键在于树立和培养。而在中高端以上产品品牌的运用上，我们认为有两个方面值得注意，一是超高端产品的品牌价值应该被高度重视和精细维护，避免一切对其品牌价值造成侵蚀的行为，比如依赖高端品牌价值开发中档或低档产品，希冀借此实现各个市场的全面收益，这是一种涸泽而渔的做法，不利于保护超高端品牌的价值；二是次高端、中高端产品可以适用一个主品牌，但可以通过副品牌的方式进行运作，而应该避免混用超高端品牌从而避免损害超高端品牌的价值。因此，我们认可超高端、中高端、低端产品使用不同产品品牌的做法，而不赞同在超高端品牌基础上做的品牌延伸。

市场的定位主要侧重于对企业自身优势的分析从而确定自己的竞争优势市场，偏向于狭义的市场竞争区域的选择，也即是选择做好地方市场还是选择做好全国市场或者两者兼得。对于是否合适做全国市场的问题我们在上面已经进行了讨论，企业可以根据自己的已取得或潜在优势进行选择适合自己的市场定位。我们认为只有少数企业具备以全国性市场作为竞争市场的策略，主要是以品牌获胜或自身历史原因缺乏自己的根据地而已经布局全国市场的企业；大多数企业应该立足于本埠市场，“深挖洞，广积粮，缓称王”。

产品的定位是对市场定位的延伸。对于以全国性市场为基础的企业而言，其应侧重于中高档以上产品的开发，尤其是超高端产品以及中高端产品的开发，通过量价互动以获得最大收益。对于以本埠市场为基础的企业而言，其应侧重于中高档产品的市场开发，同时开发少量次高端、超高端产品，并附带开发低端产品，其目的是真正实现企业对本埠市场的深度掌控，建立稳固的大后方。企业的盈利来源于主流的中高档产品，超高端主要起到填缺补漏的作用，而低端则是为了巩固市场根基以及为中高端市场培育基础。

战略和定位是基于企业的综合实力，尤其是要扬长避短，发挥自身的竞争优势。对于超高端产品为主的企业而言品牌的定位尤其重要，对于立足于本埠市场的企业而言市场的定位尤其重要，而对于全国性的企业而言产品的定位则更显价值。

3、 商业模式很重要

商业模式是“利益相关者的交易结构”，其要点在于考虑利益相关者、各自交换的利益以及共赢的交易结构。对于白酒生产企业而言，暂不考虑股东、债权人、职工作为利益相关者，其主要利益相关者有两个，一是最终消费者，二是经销商，而与上游原料供应商的关系相对简单。

从消费者角度看，交换出去的最终消费价值，需求的则因产品而异。对于超高端白酒消费者而言，大部分需要的是“面子”，小部分需要的是品味和身份地位；对于中高端类白酒消费者而言，其需要的是“物美价廉”，既有“面子”又有“实惠”；对于低端类白酒消费者而言，其需要的是低价格，当然也会追求价格基础上的品质。

从经销商角度看，交换出去的是渠道价值，需求的则可以表述为渠道价值的增长，细分为两个方面，一是渠道的周转率，一是渠道的盈利空间。

从生产企业角度看，交换出去的是产品和服务，需求的是产品和服务的价值最大化，其与经销商有类似处，只是各自交换出去的资源不同。

虽然消费者是其商业模式价值实现的关键，但由于消费者的弱势地位，消费者只是被动接受方，被照顾和考虑的较少。目前白酒行业企业在商业模式的构建中，最为关键也是差异最大的是在生产企业与经销商的关系构建上，最为直接的体现是企业营销模式的构建方式和实施。白酒营销模式创新层出不穷，各个企业也有自己的营销方式，如茅台的专卖店、五粮液的品牌运营、洋河终端营销等等，我们在此不能一一分析，但营销模式并不是商业模式的全部，也不是企业经营的全部。另外，营销模式也没有固定的模式，并不存在绝对的好与不好，只能根据企业的实际去选择，并只能用企业的实际效果去检验。我们看重商业模式对企业经营的重要性，当然结合上述分析的市场开拓对于白酒企业发展的重要性，对于企业营销模式的构建我们同样会进行分析与跟踪，以判别企业发展的前景与未来。

4、 治理结构或会影响企业长远发展

公司治理是最近国内非常热的问题，但在白酒行业实践中依然是新的话题。公司治理结构不只是股权激励问题，它要解决的是股东与职业经理人之间的代理问题，也就是解决企业中人的问题。企业的硬件条件再好，品牌、市场、资金再好，没有合适的尽心尽力的人去筹划、实施，企业也不可能自己就能发展的很好。反之，如果有了尽心尽力、同心协力的团队，

那么较差的硬件条件也可能会慢慢转变，企业也可能发展的风生水起。因此对公司治理问题的重视怎么过分都不够。

由于目前国内白酒企业大部分还是国有企业，而国有企业受制于历史沉淀以及现有制度，在公司治理方面或多或少进步的有些慢，这会影响到这些企业未来的长远发展问题。但是我们也看到这种情况或许正在发生变化，尤其是资本市场对白酒行业的大规模介入，包括国外资本的进入，这些或许会丰富行业的治理结构，改善行业的治理水平，从而为我们提供更多的借鉴和研究。我们关注行业内公司治理结构的差异以及由此带来的业绩差异和成长前景。

四、白酒企业的发展轨迹

经过上面的分析，我们认为大部分白酒企业的发展是有其固有规律和轨迹可循的，基本上是在一条由产品结构升级到地域市场升级的线路上。我们认为在产品档次与市场的坐标图上，有一些区域是相对稳定的而有些则不那么稳定。

比较稳定的区域包括企业市场占有率很高的本埠市场，在这个市场公司通过集中资源力量构筑竞争壕沟，能够有效地同竞争者竞争，同时还能够通过产品结构升级而满足市场各个层次消费者的消费需求，进而获取整个市场的最大收益。对于坚守本埠的企业而言，其发展路径就是一个产品结构跟着行业节奏不断升级的过程，避免留下任何产品空挡而给予竞争对手立足之地。这类企业的成长性同行业的成长性保持一致，能够享受本埠市场成长收益。

比较稳定的区域还包括品牌知名度非常高的全国品牌企业，通过其品牌效应，企业可以在全国享受产品品牌溢价而不会受到地域限制。它们是市场高端消费者的忠实追随者，是市场的领导者。这类企业引领者行业的成长，其也能享受行业成长的收益。其成长路径就是继续稳稳站住这个市场，建立与竞争的距离。

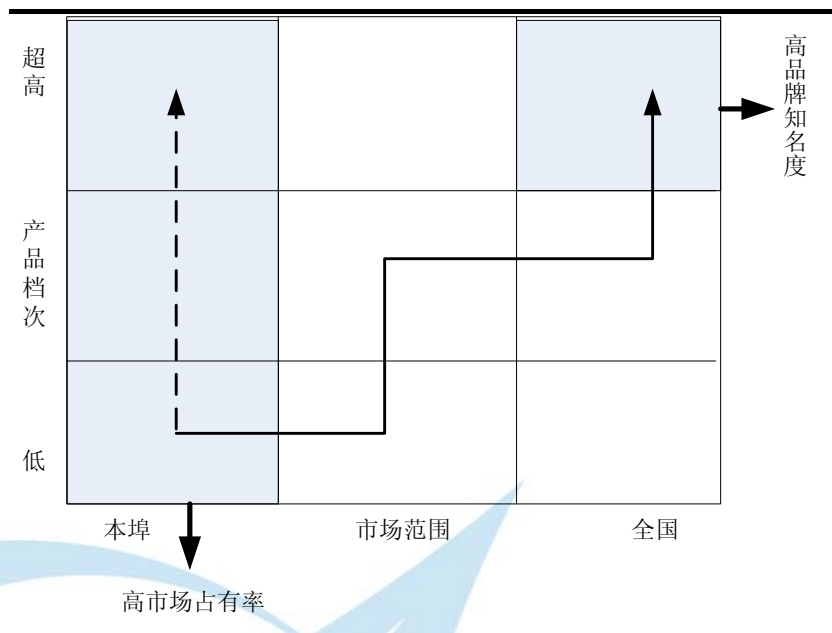
而其他的区域则相对而言不太稳定，主要是由于随着市场范围的扩张，其所面对的竞争者将越来越强，同时自己管理层级及范围的不断扩展，也给公司的管理、人才以及市场营销能力带来了强大的压力。对于扩张企业而言，通过自己强大的资源支撑在市场开拓中最理想的状态是将新的市场纳入到本埠市场的范围，找到对手弱点迅速提高市场占有率，或者是尝试后退出寻找新的市场，避免陷入持久战，以待更好的机会。一旦将新市场纳入本埠市场，则应该迅速扩充产品线，充分享受市场收益。全国性的企业并不容易做，全国性的中高档企业也很难做，而全国性的中低档企业则几乎不大可能，其不仅对企业的管理能力提出了很高的要求，其对企业的成本管理能力同样提出了非常高的要求。

若企业在本埠市场已经发展很好，其未来的发展路径大致是先做好产品结构布局，通过主打中高端产品去开拓外埠市场，在获得良好市场占有率和美誉度后，再推出自己的高端产品参与市场竞争。

因此，我们认为企业可以根据自己的目标来确定自己的发展目标。品牌与市场扩展对于企业的发展路径有着非常重要的意义。而基于对行业现在以及未来的分析，行业收入增长最快以及利润增长最快的应该来自于中高档产品，其受益程度则与市场的广度直接相关，也即

谁能够持续获得中高档市场，谁就会成为行业发展的佼佼者，在创新还未成为影响行业发展的可预见未来。

图表13 白酒企业发展轨迹图



注：灰色板块表示为稳定可持续状态，其他区域为非稳定状态，但并非绝对，视乎企业自身实力尤其是管理能力。

资料来源：中航证券金融研究所

五、重点上市企业分析

1、泸州老窖（000568）：品牌+双轮驱动+柒泉模式+股权激励

公司拥有优异的品牌。泸州老窖是国内浓香型白酒的鼻祖，拥有始建于1573年的国宝级窖池，拥有百年以上的窖池1000多口，其浓香型白酒制作工艺同样入选国家非物质文化遗产，是白酒行业首家拥有“双国宝”的企业。泸州老窖特曲产品更是连续五次获得国家白酒金质奖，是唯一获得此殊荣的浓香型白酒企业。良好的品牌为公司的超高端白酒以及中高端白酒向全国范围的扩张提供了良好的基础。

公司产品结构合理，超高端、中高端产品获得全国市场普遍认可。公司推出的国窖1573一直是白酒超高端产品的代表，而最近推出的国窖1573中国品味更是在价格上超越茅台的超高端白酒。品牌对超高端白酒的意义不再赘述，正是基于优异的品牌公司的超高端白酒一经推出即能得到市场的普遍认可。我们预期公司的超高端产品将会持续获得市场认可和追捧。公司推出的老窖特曲是浓香白酒的经典，也是全国中高端产品的代表且在全国取得了良好的市场份额，品牌是其中要素，更重要的是市场营销的贡献。在推出老窖年份酒、老窖窖龄酒后，我们预期公司的中高端特曲产品将会继续赢得市场。

公司的专卖店、柒泉模式是正确的商业模式选择，将持续为公司的发展提供强劲基础。

超高端产品依靠品牌拉动，终端营销效果较弱，通过专卖店模式可以最大限度让渡价值给消费者，且能够加强对终端销售的控制力，一举两得，是符合超高端产品的良好模式，该模式将会继续推动公司高端产品的销售。中高端产品在品牌的基础上依赖市场推广的力量才能得到发展，而在发展到全国市场的时候，企业还要面临管理半径扩大、人员难以跟上的问题，公司的柒泉模式通过将经销商利益与厂商利益捆绑，可以很好的解决前述两个问题，是正确而合适的双赢方式。

公司的股权激励制度有望持续激发管理层的潜力，为公司的长远发展保驾护航。公司已经通过了对管理层的股权激励计划，是行业内上市公司中除洋河股份外的第二家。虽然股权份额较小，但绝对金额已是可观，我们认为将对公司管理层形成积极正面的激励作用。综合公开信息，我们认为公司管理层是熟谙市场且积极进取的，公司计划2013年实现销售收入130亿元，我们也对此持乐观态度。

我们认为泸州老窖在资源的拥有与资源的利用上均处于行业内领先水平，另外公司资产结构优良、盈利能力突出且有着良好的成长性，是一家非常具有投资价值的企业。公司2011年的EPS市场平均预测为2元左右，对应公司收盘价43.65元，市盈率约为22倍，拥有较大安全边际。

2、山西汾酒（600809）：品牌+产品结构+市场扩张

公司拥有丰富的优质品牌资源。山西汾酒的历史可以追溯到1500年前，而一句“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”让其名扬天下而经久不衰。汾酒同样是连续五次荣获国家白酒金质奖的产品，也是国内清香型白酒的代表。公司拥有汾酒、竹叶青、杏花村三大知名品牌，可以说是国内白酒企业中的翘首。汾酒曾一度占据全国白酒市场第一的宝座长达数年，其有着非常好的市场基础。一旦企业拥有的优质品牌被有效挖掘，其潜力将十分巨大。

公司的产品结构调整后更趋合理。公司曾经以低价标榜来参与市场竞争，在名酒复兴过程中败下阵来。如今企业管理层认识到品牌以及文化对白酒的价值，公司推出的国藏汾酒、青花瓷汾酒受到市场的热烈追捧，年初还出现了长时间的断货。在今年成都糖酒会上，青花瓷同样受到了市场非常的认可，公司展位一片人头攒动，对其有浓厚兴趣者众。借助汾酒的优质品牌，我们认为青花瓷未来的发展空间将非常可观。公司推出的老白汾作为中高档产品，由于其具有成本优势，在市场推广过程中将更为有利，凭借良好的品牌以及渠道，预计也将取得良好业绩。而公司新包装推出的竹叶青，其市场知名度一直较高，又作为一款低度保健酒，在健康理念和新消费趋势推动下，我们对其市场推广持积极乐观态度。

公司在山西市场拥有非常稳固的地位，而省外市场发展速度迅速。公司在山西市场拥有无可置疑的领先地位，从而使其成为了公司的稳固的本埠市场，虽然其对市场的挖掘还有待进一步加强，但这表明了本埠市场潜在的机会依然巨大。按照我们的企业成长路径，在本埠市场可以通过全系列产品获得最大利益，依赖品牌通过有效地市场渠道建设将中高档产品推向外埠市场，从而谋得中高档产品市场发展的最大收益。我们认为汾酒目前的行为与我们的描述相符，通过销售分公司的形式掌控终端市场，公司的外埠市场开拓顺利，市场成长迅速。我们对外埠市场的成长强烈看好。

公司目前管理层稳定且积极进取，一直以来股份公司与集团公司的牵连也有望持续得到改善。改革之后的汾酒有望实现名酒的回归。

公司目前资产结构良好、盈利能力较强，前期销售费用投入较大，其效益将会逐渐释放，随着市场的稳固和竞争实力的加强，公司将更注重最终收益的提高。公司计划2013年实现名酒收入100亿的目标，按照公司目前的发展速度是可以实现的。我们看好公司未来的发展。公司2011年的EPS市场平均预测为1.85元左右，对应公司收盘价64.23元，市盈率约为35倍，考虑到公司未来的快速成长速度，公司投资价值依然较好。



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。