



证券研究报告·行业深度

白酒的整体繁荣与走向分化

食品饮料

中国白酒消费达到相当高水平，未来适度增长

国人饮酒超标是现实，但由于国内经济增长势头不变，各项指标快速提升以及区域经济的崛起，“十二五”期间白酒消费增长不会嘎然而止，总量增长超 30% 可期；白酒消费结构继续向纺锤型转变，并将最终定型。何时定型决定白酒行业的拐点到来。我们判断“十二五”期间这个拐点尚不会出现。

一同奔向高端化

白酒发展正处于高端化进行中，并出现三个显著特征：1、消费向品牌集中，收入和利润向实力企业集中；2、以政府为主导的产业集群打造形成风潮；3、只要白酒阵营没有发展到垄断竞争的阶段，阵营的转换就一直存在下去。今后几年将是几大阵营转换的高潮期。目前我们对拥有品牌优势和营销创新能力的白酒第二阵营非常看好。

“十二五”期间行业整体繁荣与企业分化并存

“十二五”期间强劲的市场需求会带动行业整体性繁荣，多数规模以上白酒企业还将保持自然增长，这一点毋庸置疑；但另一方面，阵营转换势必带来企业分化。一些企业依然会超越自然增长，实现高速发展，而另一些企业增幅则可能低于行业平均水平。我们判断第一阵营白酒发展趋于稳定，未来或出巨型品牌；二线白酒机会大；三线白酒面临洗牌，也会出黑马。

具有胜出潜质的白酒公司

(1) 洋河股份：依靠强化营销洋河用 5 年时间实现收入翻 10 倍的神话。2011 年 3 月合并双沟完成了苏酒整合第一步，两者的协同效应将在 2011 年后逐步显现，未来三年公司还将维持 50% 以上的高增长。

(2) 山西汾酒：2009 年汾酒被迫实施了营销体制改革，2010 年公司治理结构全面变革，汾酒再次复兴。加上品牌影响力的底蕴、产品定位清晰、保健酒空间广阔，汾酒未来 3-5 年仍能保持 40% 左右的复合增长。

(3) 贵州茅台：茅台以他独特的“国酒身份”政治光环逐步脱离普通白酒身份，从 2006 年以来，茅台基本保持了每年提高出厂价一次的频率，2011 年茅台高度酒已经达到 1308 元/瓶，茅台的奢侈品身份将会被接受。

维持评级

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

联系人：

张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

李宁

liningbj@csc.com.cn

010-85156328

首发日期：2011 年 4 月 18 日

市场表现



相关研究报告

11.04.06	食品饮料行业市场周报第 8 期 (3 月第 5 周)
11.03.27	食品饮料市场周报：估值有所下降，继续看好白酒
11.03.21	食品饮料市场周报：仍受市场信赖，继续看好白酒板块



目 录

一、中国白酒消费达到相当高水平，未来适度增长.....	3
1、国人白酒消费量超标	3
2、经济发展与消费升级推动白酒消费	4
(1) 城镇化率与酒类销售总额相关系数约 0.81.....	4
(2) 城乡居民收入与酒类销售总额相关系数约为 0.95.....	5
(3) 政府消费与白酒销售总量相关性最高为 0.98.....	6
(4) 区域经济崛起带来白酒消费此消彼长.....	7
3、消费习惯改变导致不同档次白酒的消费属性分化.....	8
(1) 嗜好性消费为主转变为社交性消费比重大幅度上升.....	8
(2) 白酒主流价位提升	10
(3) 白酒依然是主流酒种	11
4、二个结论	11
(1) 中国白酒消费水平已然非常高，未来仍会保持适度增长.....	11
(2) 中高端白酒消费增长会超过超高端和低端白酒.....	12
二、未来白酒竞争版图	12
1、白酒发展第三阶段尚未结束	12
2、消费向品牌集中，收入和利润向实力企业集中.....	14
3、未来行业集中度提高主要体现在产业集群优势更强.....	14
4、政府主导推动酒类产业集群化发展，整合在产区内完成.....	16
(1) 四川白酒“金三角”计划	16
(2) 江苏强强联合组建苏酒集团	16
(3) 山西的“酒九条”，打造“汾酒产业园”	16
(4) 首都酒业集团挂牌	17
(5) 振兴鲁酒计划	17
5、竞争格局未定型，拐点未到	17
(1) 白酒行业企业简单划分为四个阵营.....	17
(2) 我们最看好第二阵营的发展潜力.....	18
三、“十二五”期间，白酒行业整体繁荣与企业分化并存.....	18
1、第一阵营：走向奢侈品，巩固中高端，觊觎低端.....	19
2、第二阵营：争夺中高端	20
3、第三阵营：机会与挑战并存，面临分化.....	22
四、寻找具有胜出潜质的白酒公司	24
1、洋河股份：定位准确，强化营销	24
2、山西汾酒：厚积薄发，迈上复兴之路.....	26
3、贵州茅台：地位确立，曲高和寡	26



图目录

图 1: 2004 年以来产量与消费量关系	4
图 2: 城镇化率与白酒消费的相关性	5
图 3: 城镇居民可支配收入与白酒销量的相关关系	5
图 4: 农村居民可支配收入与白酒销量的相关关系	5
图 5: 政府消费与白酒销量的相关性	6
图 6: 1998 年以来全国平均、安徽、江苏的 GDP 和白酒产量增速	7
图 7: 1998 年以来全国平均、陕西、辽宁、内蒙的 GDP 和白酒产量增速	7
图 8: 陕西、辽宁、内蒙的白酒产量及占比	8
图 9: 主要白酒上市公司收入节假日效应	9
图 10: 2001 年以来白酒产值与餐饮业收入走势对比	9
图 11: 2001 年以来白酒产值与星级住宿以及限额以上餐饮业收入走势对比	10
图 12: 2004 年以来白酒单价走势	11
图 13: 过往十年三大酒种产量增长对比	11
图 14: 白酒消费结构转变示意图	12
图 15: 1990 年以来白酒行业产量和增速情况	13
图 16: 2010 年全国产量排名前十的省区白酒产业情况	14
图 17: 2010 年全国产量排名前十的省区所占份额情况	错误! 未定义书签。
图 18: 三产品价格走势	19
图 19: 30 年茅台、真藏五粮液	20
图 20: 洋河、古井贡和汾酒三家酒企销售收入增速对比	21
图 21: 市场监测的老窖特曲、老白汾、天之蓝市场均价	22
图 22: 洋河梦之蓝、20 年青花瓷汾酒	22
图 23: 市场监测的西凤、四特和丰谷酒市场均价	错误! 未定义书签。
图 24: 徽蕴金种子酒、15 年枝江王	24
图 25: 景芝酒业景阳春蓝钻、宋河粮液	24
图 26: 洋河营销费用增速及营销费用率情况	25
图 27: 汾酒 2002 年收入及利润增速情况	26
图 28: 茅台营销费用率、毛利率、净利率情况	27
图 29: 茅台高度酒出厂价与终端价	27



表目录

表 1: 合理膳食状态下国人标准饮酒量	3
表 2: 国人实际饮酒量与合理膳食状态下的差距.....	3
表 3: 白酒销量影响因素统计	6
表 4: 在三种假设状态下白酒消费量增长测算.....	6
表 5: 辽宁、陕西、内蒙古地区龙头白酒增速情况 单位: 亿元.....	8
表 6: 各档次白酒年增长状态	10
表 7: 按增速逐年下降判断未来白酒消费量增长.....	12
表 8: 四川省白酒行业集中度情况 单位: 亿元	15
表 9: 湖北省白酒行业集中度情况 单位: 亿元	15
表 10: 江苏省白酒行业集中度情况 单位: 亿元.....	15
表 11: 贵州省白酒行业集中度情况 单位: 亿元.....	15
表 12: 山东省白酒行业集中度情况 单位: 亿元.....	16
表 13: 白酒行业简单划分为四个阵营	17
表 14: 十二五期间白酒行业总产值增长测算（假设平均销售单价不变）	18
表 15: 十二五期间白酒行业总产值增长测算（假设每年平均销售单价复合增长 3%）	18
表 16: 贵州茅台、五粮液历年的提价情况.....	19
表 17: 古井贡酒产品系列的历年的提价情况.....	21
表 18: 山西汾酒产品系列的历年的提价情况.....	21
表 19: 各档次酒价比较	22
表 20: 区域名酒销量收入及增速情况 单位: 亿元.....	23
表 21: 洋河在央视投放广告费用情况	25
表 22: 洋河的盈利预测情况	25
表 23: 茅台各档次酒出厂价	27
表 24: 近三年陈年茅台拍卖价格	27
表 25: 帝亚吉欧与茅台营销费用对比	28
表 26: 帝亚吉欧等国际洋酒与茅台营业利润率及净利率对比.....	28
表 27: 茅台与海外高档洋酒对比	28



一、中国白酒消费达到相当高水平，未来适度增长

本节核心观点：国人饮酒超标是现实，但由于国内经济增长势头不变，各项指标快速提升以及区域经济的崛起，“十二五”期间白酒消费增长不会嘎然而止，总量增长超 30% 可期；白酒消费结构继续向纺锤型转变，并将最终定型。何时定型决定白酒行业的拐点到来。我们判断“十二五”期间这个拐点尚不会出现。

1、国人白酒消费量超标

2008 年中国卫生部出台最新《中国居民膳食指南》，参考其它国家成年人饮酒的限量值，本指南建议的饮酒限量是：成年人男性一天饮酒的量不超过 25g 酒精，相当于 750ml 啤酒，或者葡萄酒 250ml，或者 38 度的白酒 75g，或者高度白酒 50g。(一两白酒)。如果假设一个人 365 天持续饮用，年饮用量为 36.5 斤，约 36 瓶半。国家统计局的数据显示，2010 年 30 岁以上成年男性人数约为 4 亿，按照合理白酒饮用量计算，年消耗白酒 730 万吨；假设有部分成年女性也饮用白酒，再增加 80 万吨消费量，则总消费量为 810 万吨。

当然有相当多饮用白酒的人不会考虑酒精合理摄入量，饮用数量往往会超标，我们再上浮 10%，则总消费量约为 890 万吨，折合 65 度原酒数量为 787 万吨。如果再按照 18 岁以上成年男性人数 5.24 亿元来统计，年均总消费量为 967.25 万吨，折合 65 度原酒 855.22 万吨。

表 1：合理膳食状态下国人标准饮酒量

白酒类型	原酒（折合 65 度）	高度（折合 58 度）	中度（折合 45 度）	低度（折合 38 度）
成年人男性标准饮酒量	44g/天	50g/天	60g/天	75g/天
一人一年消耗量（365 天）	32 斤/年	36.5 斤/年	43.8 斤/年	54.75 斤/年
30 岁以上男性人数	4 亿			
30 岁以上男性年消耗量	644 万吨	730 万吨	876 万吨	1095 万吨
考虑：成年女性饮用量	70 万吨	80 万吨	100 万吨	140 万吨
成年人年消耗总量	714 万吨	810 万吨	976 万吨	1235 万吨
考虑：非合理因素（上浮 10%）	787 万吨	890 万吨	1074 万吨	1360 万吨
考虑：18-30 岁之间男性人数	1.24 亿			
成年人年消耗总量	855.22 万吨	967.25 万吨	1160.07 万吨	1450 万吨

资料来源：WIND、《中国居民膳食指南》、中信建投研发部

上述年 890 万吨或者是 967 万多吨均为理论消费量，也可以说是目标消费量。但是我们注意到，2010 年白酒总销量为 873 万吨(按照 65 度折合)，折合为 45 度成品酒就为 1261 万吨。人均年消费 13.43 斤，如果按照 4 亿成年男子计算，人均年消费就达到 43.65 斤。这就是眼下一年中国人消耗掉的白酒数量，显然是超过了理论消费量。这说明国人白酒消费水平已经达到相当高的水平，超过国家倡导的健康饮用标准。

表 2：国人实际饮酒量与合理膳食状态下的差距

白酒类型	原酒（折合 65 度）	高度（折合 58 度）	中度（折合 45 度）	低度（折合 38 度）
2010 年我国白酒实际消耗量	873 万吨	978 万吨	1261 万吨	1493.29 万吨

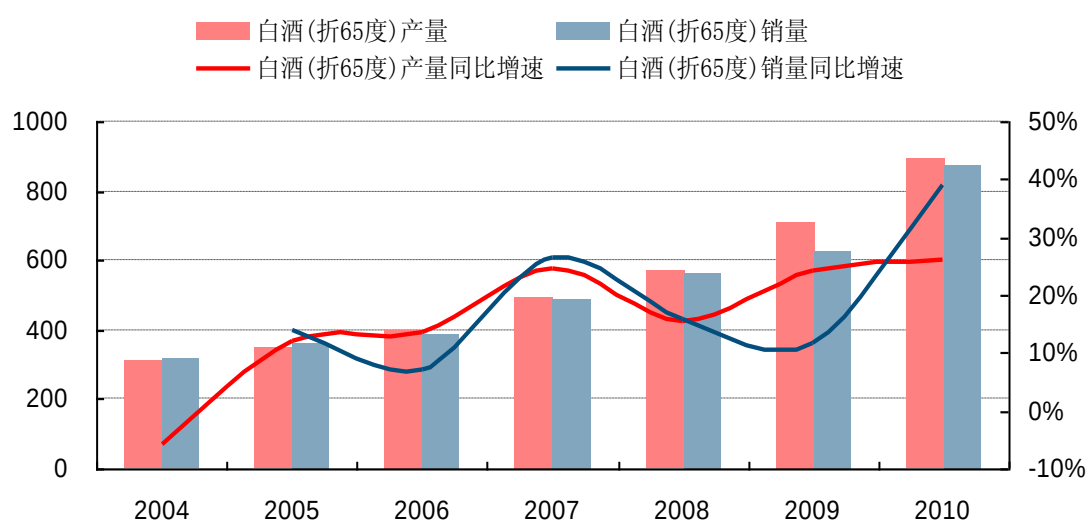
人均年消耗量（按照 13 亿人口）	13.43 斤	15.05 斤	19.4 斤	22.97 斤
人均年消耗量（按照 4 亿成年男性）	43.65 斤	48.9 斤	63.05 斤	74.65 斤
标准成年男性年均饮用量	32 斤	36.5	43.8	54.75

超出量	11.62 斤	12.4 斤	19.25 斤	19.9 斤
-----	---------	--------	---------	--------

资料来源：WIND、《中国居民膳食指南》、中信建投研发部

如果按照这样的推论，我们似乎可以得出未来“白酒消费不增长”的结论。但事实与理论存在误差，从 2004 年至今，除了 2008 年和 2009 年两年由于金融危机影响，白酒消费增长徘徊在 11-12% 左右，其余年份消费量增长均在 20% 以上，2010 年达到惊人的 38%。

图 1：2004 年以来产量与消费量关系



资料来源：WIND, 中信建投研发部

诸多因素导致中国人白酒消耗量超过健康饮用标准 36%。这也印证一个无奈的现实：“不健康的东西往往是诱人的”。目前中国人的食用油超标 60%，食用盐几乎超标一倍。短期内我们必须面对这样的现实：“十二五”期间白酒消费增幅不会戛然而止，总体再增长 30% 以上可能性依然存在。

2、经济发展与消费升级推动白酒消费

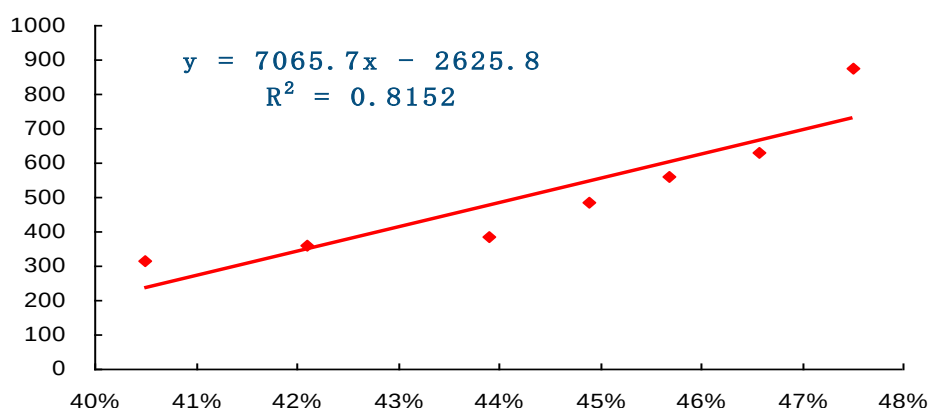
（1）城镇化率与酒类销售总额相关系数约 0.81

城镇化率是考察经济发展水平的重要指标之一，城镇化率高意味着更多人群的消费水平与消费习惯更加城市化，快节奏、社交性活动增加以及消费多样化。2010 年我国的城镇化率达到 47.5%，远低于发达国家 75% 以上的水平，也低于世界平均 50% 的水平，甚至低于世界上同等经济发展水平的国家。“十二五”期间中国将进入城镇化与城市发展双重转型的新阶段，“十二五”规划将城镇化率定为每年增长 0.8—1 个百分点，到 2015 年我国城镇化率将达到 52%，基本能够达到世界平均水平，到 2030 年达到 65% 左右。

我们采用 2004 年以来的白酒销量（折 65 度）与城镇化率进行简单的线性相关性分析，横坐标为 2004 年以来的白酒年度累计消费量（万千升），纵坐标为同期城镇化率（%），得出两者之间的相关系数为 0.81。

2010 年白酒消费量增速迅猛，城镇化率的提升带动了更为强劲的白酒销量增长，其余各年白酒消费量与城镇化率之间显示出较强的相关性。根据两者之间的相关性我们保守推算出，2015 年当我国城镇化率达到 52%时，白酒消费量有望达到 1048.36 万千升，年均复合增长仅为 7.2%，2030 年有望达到 1967 万千升。

图 2：城镇化率与白酒消费的相关性

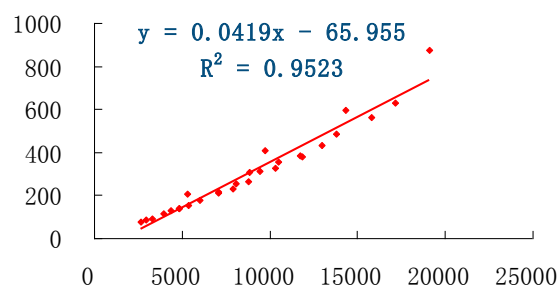


资料来源：WIND, 中信建投研发部

(2) 城乡居民收入与酒类销售总额相关系数约为 0.95

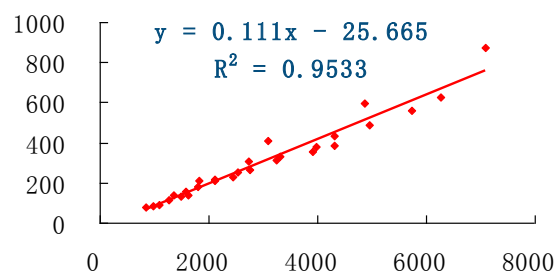
白酒作为非必需消费品，与消费对象的可支配收入水平有较大关系，消费群体可支配收入的增加，可带动白酒消费的增长。我们采用 2004 年以来的城镇和农村居民收入和白酒销量（季度累计数据）进行简单的线性相关性分析，横坐标为 2004 年以来的白酒季度累计消费量（万千升），纵坐标为同期居民可支配收入（元），得出两者之间的相关系数都在 0.95 以上，体现了很强的相关性。

图 3：城镇居民可支配收入与白酒销量的相关关系



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 4：农村居民可支配收入与白酒销量的相关关系



资料来源：WIND, 中信建投研发部

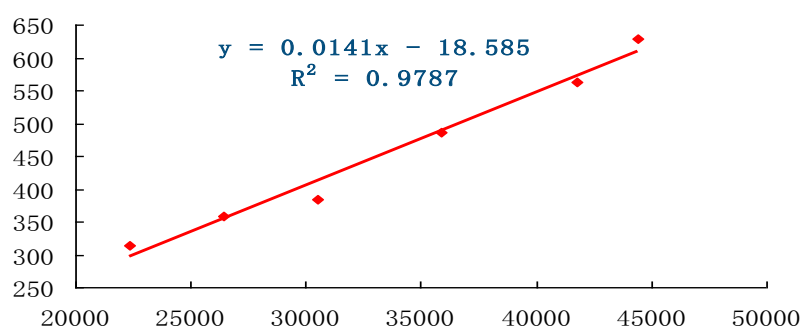
“十二五”规划明确提出将城乡居民收入普遍较快增加作为今后五年经济社会发展的一个主要目标，并首次将城乡居民收入与经济增长直接挂钩，提出了两个同步和两个提高的目标，即努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步，逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重，加快形成合理的收入分配格局。我们判断“十二五”期间人均可支配收入增速将不低于 7%，预计到 2015 年城镇居民年均可支配收入将达到 26801 万元，农村居民年均可支配

收入将超万元。由此可以推算出到 2015 年我国白酒消费量有望达到 1070 万吨。

（3）政府消费与白酒销售总量相关性最高为 0.98

近十年我国政府消费强劲增长，2009 年政府最终消费支出 44396.9 亿元，为 1999 年 3.23 倍，年均复合增长 12.4%，与我国白酒销量呈现出同步趋势。我们采用 2004 年以来的政府最终消费支出数据和白酒销量（年度）进行简单的线性相关性分析，横坐标为 2004 年以来的白酒年度累计消费量（万千升），纵坐标为同期政府消费支出（亿元），得出两者之间的相关系数都在 0.98 上，体现了非常强的相关性。如果未来政府开支继续保持年均 12% 以上的增长，到 2015 年我国白酒销量将会达到 1217 万吨。

图 5：政府消费与白酒销量的相关性



资料来源：WIND, 中信建投研发部

上述我们通过利用城镇化率、城乡居民可支配收入、政府开支等四个影响白酒销量的因素进行了简单线性回归分析，发现政府开支相关性最强，其次是城乡居民收入。从表 3 中，我们可以大致预测出 2015 年白酒销量的一个区间（1000，1300）。

表 3：白酒销量影响因素统计

影响因素	相关系数	相关性	2015 年白酒销量预测
城镇化率	0.8134	较弱	1048.36 万吨
城镇居民可支配收入	0.9523	次强	1057 万吨
农村居民可支配收入	0.9533	次强	1084.34 万吨
政府开支	0.9787	最强	1217 万吨

资料来源：中信建投研发部

由此我们可以对未来白酒销量增长速度做一个大致的判断：

表 4：在三种假设状态下白酒消费量增长测算

		2011 年 (E)	2012 年 (E)	2013 年 (E)	2014 年 (E)	2015 年 (E)
乐观	销量	943.16	1018.62	年均增速 8%		
				1100.11	1188.12	1283.16
中性	销量	916.97	962.81	年均增速 5%		
				1010.95	1061.50	1114.58
悲观	销量	916.97	962.81	年均增速 3%		

销量 899.50 926.48 954.28 982.91 1012.39

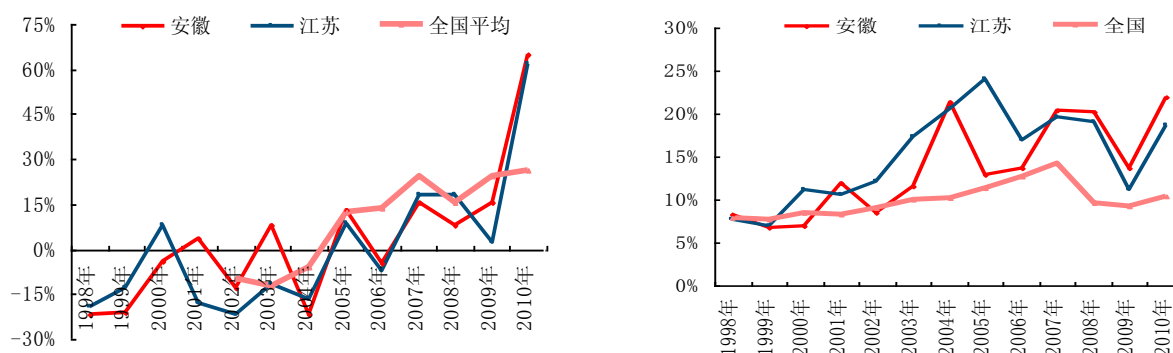
资料来源: WIND, 中信建投研发部

(4) 区域经济崛起带来白酒消费此消彼长

经济发展与白酒的产销高度正相关, 区域经济的崛起能有效带动白酒的消费。从我国酒企的发展历程来看, 经济增速和人均收入增长较快的省份, 其白酒的消费量也呈快速增加的趋势。

近两年江苏、安徽两省著名酒企的崛起, 很好的印证了这一点。江苏的今世缘、洋河、双沟的快速增长和安徽的古井贡、金种子、口子窖的超常规发展, 无不与两省经济在 2009-2010 年的高速发展密切相关。

图 6: 1998 年以来全国平均、安徽、江苏的 GDP 和白酒产量增速

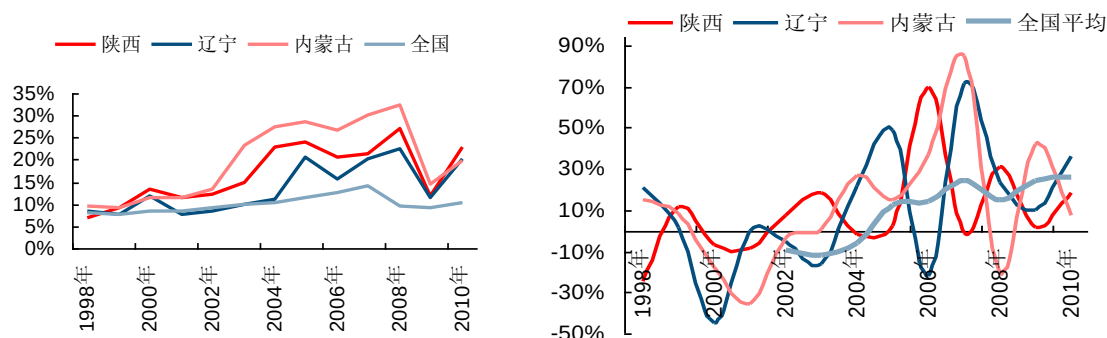


资料来源: WIND, 中信建投研发部

陕西、内蒙古、河南等地近几年经济发展速度也处在前列, 当地也出现了一批著名的酒企, 各省的酒类消费也迅速增加。另一方面, 中国经济发展不平衡性, 使消费区域间不均衡呈现递次发展的特征。经济仍然处于上升周期, 白酒消费数量和档次均在提升, 这会对全行业持续发展起到积极推动作用。

从陕西、辽宁和内蒙的经济增长和白酒产量来看, 辽宁的发展异常迅猛, 2010 年其白酒产量在全国的占比超过了 7%, 远远高于陕西、山西等省份。

图 7: 1998 年以来全国平均、陕西、辽宁、内蒙的 GDP 和白酒产量增速



资料来源: WIND, 中信建投研发部

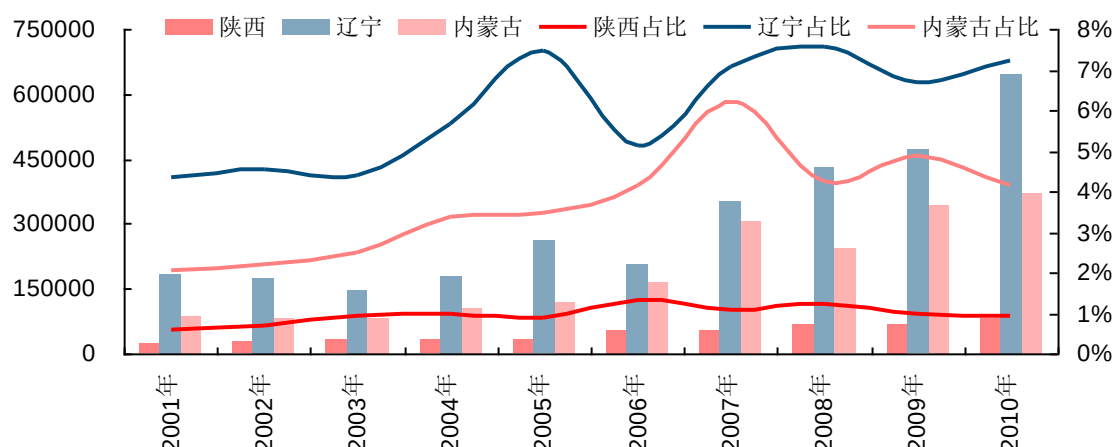
辽宁省白酒的主要产区位于辽西，在各地区均有“占山为王”的品牌。2000 年以后，辽宁白酒发展迅猛，到 2008 年末，规模以上白酒总产量已经超过了吉林和黑龙江两省的总和。白酒一线品牌排位也发生了巨大变化，从道光廿五、老龙口、朝阳凌塔、凤城老窖，到今天的三沟一枝独秀，凌塔、铁刹山、凤城老窖并驾齐驱。充分反映了中西部地区中低端白酒的消费能力。

表 5：辽宁、陕西、内蒙古地区龙头白酒增速情况 单位：亿元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 (E)
三沟酒业	2.3	3	3.7	4.1
增速		30.40%	23.30%	10.00%
西凤酒业	14.6	20.5	30	44
增速		40.40%	46.30%	46.70%
河套酒业	11	12	16	22
增速	28.75%	9.00%	33.33%	37.50%

资料来源：中信建投研发部

图 8：陕西、辽宁、内蒙的白酒产量及占比



资料来源：WIND, 中信建投研发部

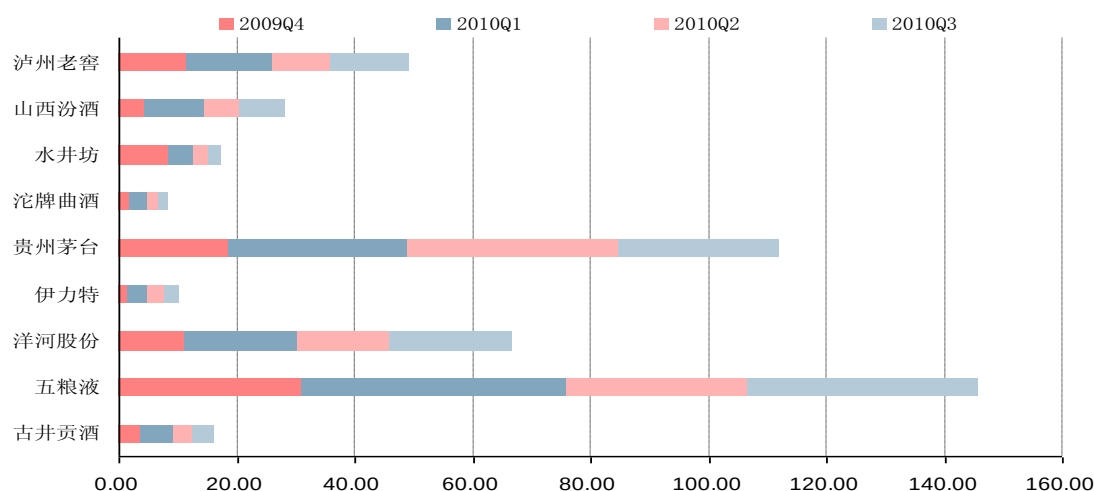
3、消费习惯改变导致不同档次白酒的消费属性分化

（1）嗜好性消费为主转变为社交性消费比重大幅度上升

经过几十年来演变，白酒消费习惯与以往相比发生较大变化。过去白酒主要作为嗜好品消费，一般以家庭佐餐为主，具有经常性一贯性饮用的特点。而随着中国经济 30 年的发展，城镇化水平提高，人们生活节奏加快，白酒嗜好性日常饮用已经大幅减少，还作为嗜好品饮用的人消费多集中在低端产品。而节假日社交性聚餐消费、礼品消费、政务和商务活动消费比重越来越高。这种消费习惯的改变，迅速推动白酒朝中高端发展。使白酒的中高端和低端白酒的消费属性直接发生分化。即低端白酒的快销品属性突出，价格敏感性较强；而中高端白酒的可选品属性越来越突出，价格敏感性下降。这也直接导致低端产品涨价很谨慎，而档次越高，涨价越容易。反过来刺激白酒行业不断推出中高端白酒新品。

社交性消费增加也体现在白酒的节假日消费上，图 9 显示，白酒企业一、四季度收入占全年 60% 多。

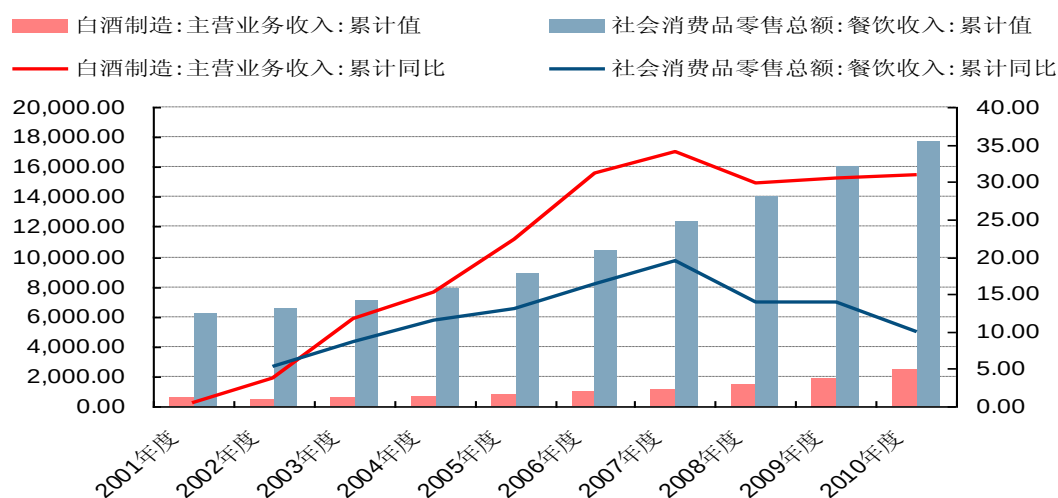
图 9：主要白酒上市公司收入节假日效应



资料来源：WIND, 中信建投研发部

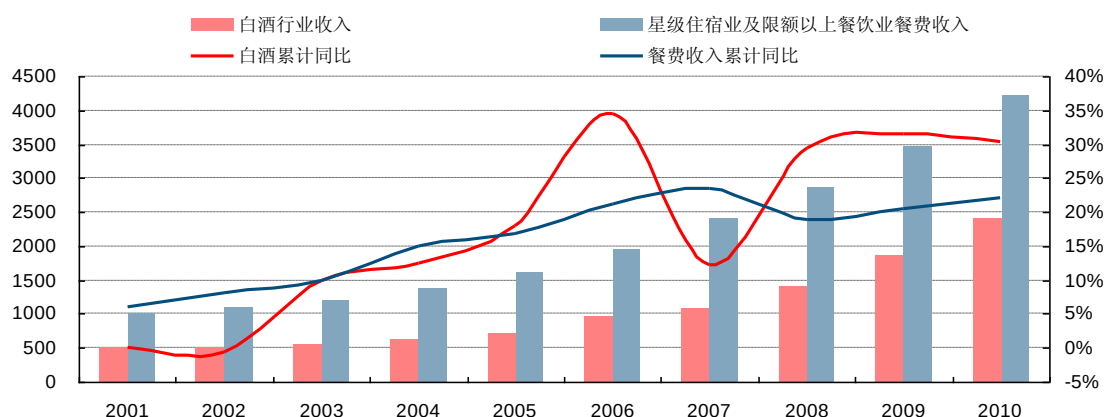
过往十几年间，餐饮行业年复合增长率也达到相当高的水平，从侧面佐证白酒消费持续增长的理由。

图 10：2001 年以来白酒产值与餐饮业收入走势对比



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 11：2001 年以来白酒产值与星级住宿以及限额以上餐饮业收入走势对比



资料来源：WIND, 中信建投研发部

（2）白酒主流价位提升

目前的白酒消费中，10-50 元价格带日益滑落，50 -100 元价格带正走向成熟，200-500 元将成为黄金带。根据我们的分析，嗜好性消费依旧会存在，但大中城市及经济较为发达地区，消费占比会继续下降，这部分消费集中在 10-50 元酒，但经济水平较高的消费者嗜好性消费可能会向 50-100 元区域产品上升，从而提高这个价位区间的白酒的忠诚度。而 50-100 元酒可以作为一般性餐酒饮用，200-500 元则成为节假日社交消费、一般性商务和政务消费的主流产品。500 元以上白酒成为高端政务和商务宴请以及少数高消费能力的主要产品。

表 6：各档次白酒年增长状态

档位结构	零售价	消费群体	2009-2011 年每年销售增长	增长态势
高端	500 元以上	高端政务、商务宴请	7-13%	放缓
次高端	200—500 元	节假日社交、一般政务、商务	40%	快速增长
中低端	50—100 元	一般性餐饮	25%	较快速增长
低端	10—50 元	嗜好性消费	5%	增长乏力

资料来源：中信建投研发部

从企业情况看，低端产品主打成本，在酿造环节、包装以及物流环节都要精打细算，因此地域性会非常突出，市场一般被本地企业占领，比如北京的“牛二”和红星二锅头光瓶甚至塑料桶装牢牢占据北京市场，而非本地酿造的京酒则下滑很厉害，外地低端酒几乎不见。还比如山东省中低端产品基本被本省企业做垄断。

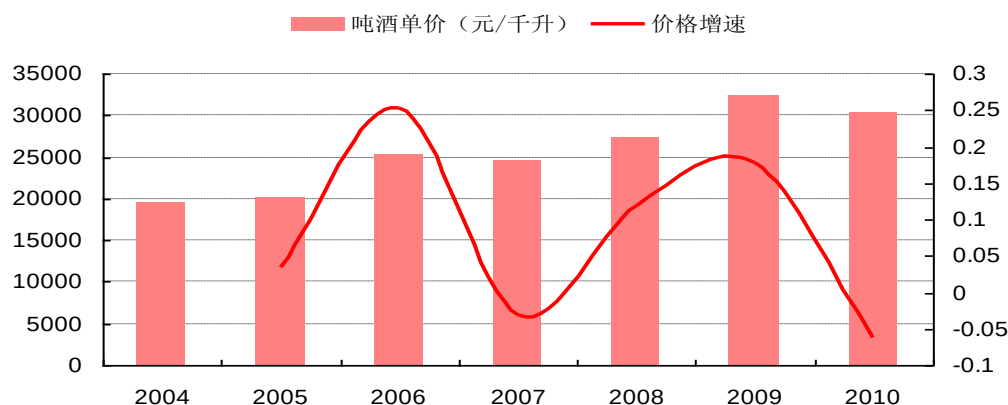
而中高端范围非常广泛，从 50-500 元大区域内，因为礼品消费和社交性消费比重较高，对品牌忠诚度很低，可以接受多种品牌。因此该档次参与的企业数量也最多，完全可以实现跨省销售。

进入 500 元以上超高端时，品牌和所蕴含的意义特性更为突出，忠诚度更高。

从 2004 年到 2009 年，白酒吨酒均价上升 50%。但 2010 年出现回落，直接原因是中低端产品占比上

升，这是扰动因素所致，比如欠发达地区经济发展快，低收入人群收入提高带动白酒消费的快速增加。上文图 7 中对辽宁的分析便很好地印证了这一点。

图 12：2004 年以来白酒单价走势

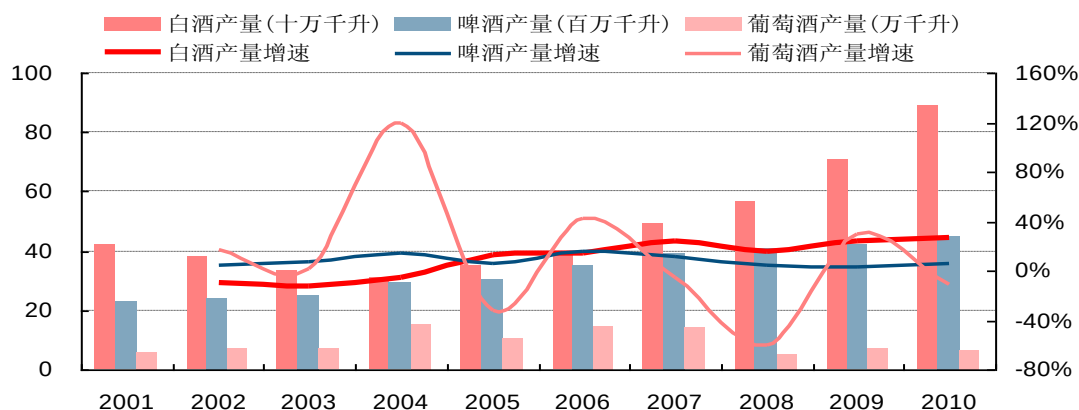


资料来源：WIND, 中信建投研发部

（3）白酒依然是主流酒种

事实证明，其他酒种消费量上涨对白酒没有形成替代。相反过往三年葡萄酒、黄酒和啤酒的产销量增幅均低于白酒。经济的强势势必推动文化的强势，而中国餐饮文化和酒文化是中国文化重要的标志性元素。特别是白酒作为中国原创酒种，更是在正式宴请中不可或缺。“无酒不成席”指的应该是白酒。只要中国经济保持良好发展态势，商务、政务以及民间社交活跃，白酒消费数量依然会很庞大。

图 13：过往十年三大酒种产量增长对比



资料来源：WIND, 中信建投研发部

4、二个结论

（1）中国白酒消费水平已然非常高，未来仍会保持适度增长

出于城镇化水平仍在提高、中西部地区经济的崛起、居民收入水平的提高、以及传统酒文化的强大力量，未来白酒消费量依然会继续增长。我们给予“十二五”期间增速逐年下降的合理假设，我们预测2011-2015年年销量增长分别12%、9%、7%、5%、3%，从而得到2015年白酒总消费量为1229万吨（折合65度原酒），十二五期间总体上升约40%，与此前分析的结果大致相同。

表 7：按增速逐年下降判断未来白酒消费量增长

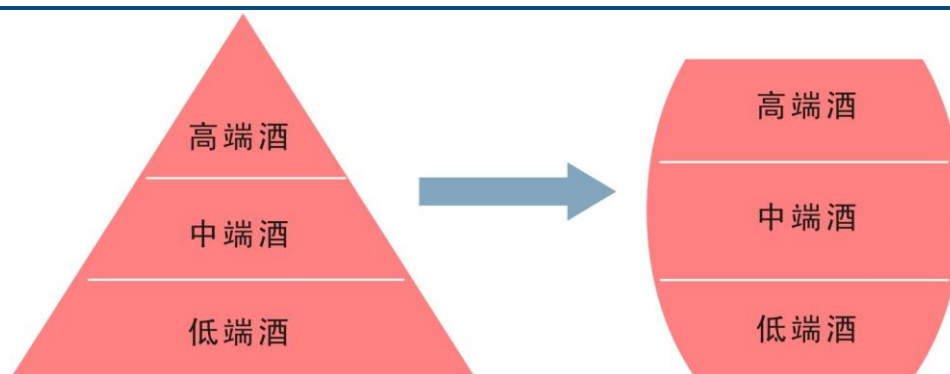
	2011 年 (E)	2012 年 (E)	2013 年 (E)	2014 年 (E)	2015 年 (E)
增速	12%	9%	7%	5%	3%
销量（万千升）	974.40	1062.10	1136.44	1193.26	1229.06

资料来源：WIND, 中信建投研发部

（2）中高端白酒消费增长会超过超高端和低端白酒

白酒消费档次细化会带来不同价位白酒消费量增幅的不同。白酒消费的金字塔结构正处在向纺锤型转变过程中，并最终定型。什么时候定型什么时候白酒行业发展才到了拐点，“十二五”期间这个拐点还不会到来。

图 14：白酒消费结构转变示意图



资料来源：WIND, 中信建投研发部

二、未来白酒竞争版图

本节核心观点：白酒发展正处于高端化进行中，并出现三个显著特征：1、消费向品牌集中，收入和利润向实力企业集中；2、以政府为主导的产业集群打造形成风潮；3、只要白酒阵营没有发展到垄断竞争的阶段，阵营的转换就一直存在下去。今后几年将是几大阵营转换的高潮期。目前我们对拥有品牌优势和营销创新能力的白酒第二阵营非常看好。

1、白酒发展第三阶段尚未结束

改革开放以来，白酒行业发展经历三个阶段：

第一阶段是 80 年代末到 90 年代末，数量增长型



改革开放第一个发展高峰，居民收入增加，需求得到极大释放，对白酒需求达到峰值，不少企业都喊出“生产让老百姓喝得起的白酒”的口号。这一期间涌现出秦池、孔府家以及无数区域中小品牌，白酒消费量膨胀式快速放大，白酒行业的快速发展也以企业数量的急剧增长为特征，最高峰时有三万余家白酒企业，几乎每县一厂乃至几厂。而数量的膨胀带来质量问题的暴露，1996年到1999年之间，标王事件、假酒案等使数量增长模式受到严重打击，行业陷入低谷。

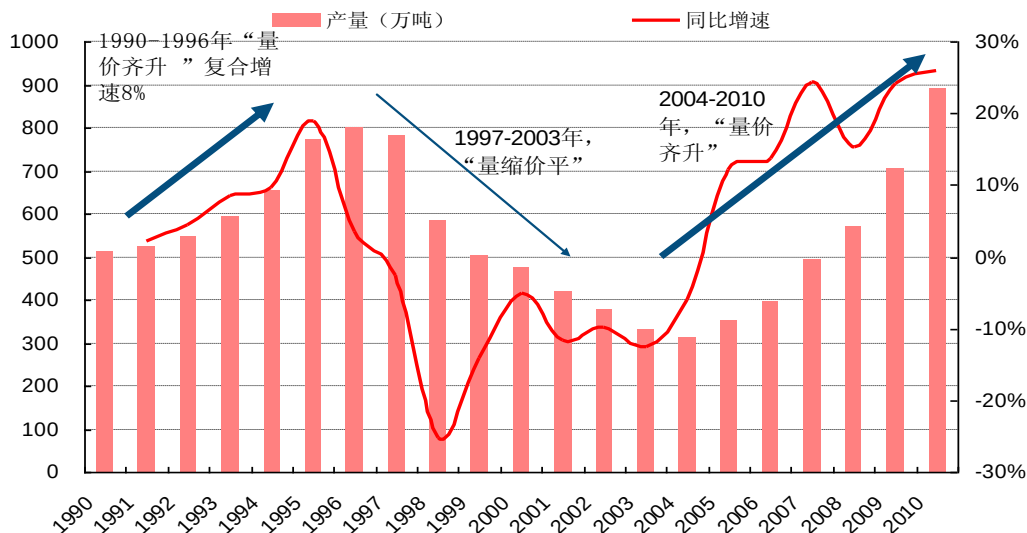
第二阶段是1999年到2003年，为白酒行业摸索和过渡期

在低谷徘徊的白酒企业都在摸索新的发展模式，而此间白酒消费方式也在悄然变化中，嗜好性消费在减少，而政务、商务以及民间社交性消费比重大幅度上升。对中高端白酒需求迅猛增长。白酒企业也逐步清晰了自己发展思路——高端化。高端化成就了五粮液、茅台和老窖这样具备品牌优势的大企业，也为区域性企业指明的成功路径。二线白酒后来居上，洋河、剑南春、稻花香、郎酒、汾酒等大批酒企急速发展。迎来2004年之后白酒行业再一次发展高峰。2001年以来白酒收入和利润增速远远超过产量增速，高端化让白酒行业盈利能力显著提高。而大量小企业被淘汰。

第三阶段是2004年到2015年，高端化进行时

在整体奔向高端化的趋势中，有一定品牌知名度，在营销方面有创新的企业受益最大。企业通过产品和价格定位来完善公司产品结构，新产品开发让人眼花缭乱，新概念还是被绞尽脑汁推出来；在争夺市场方面，你方唱罢我登场。经过过往五年左右的洗牌，企业数量减少，质量提高，其中超高端品牌基本定型，而低端产品也基本锁定在地域性品牌，一些中高端品牌也取得了巨大的市场影响力，但是在中高端领域，企业和产品尚未定型，最后有成功也有失败。因此我们说，高端化进程尚未结束。

图 15：1990 年以来白酒行业产量和增速情况



资料来源：WIND, 中信建投研发部

扰动因素：中西部地区区域酒厂的振兴，可能会推动中低端酒再度兴旺。

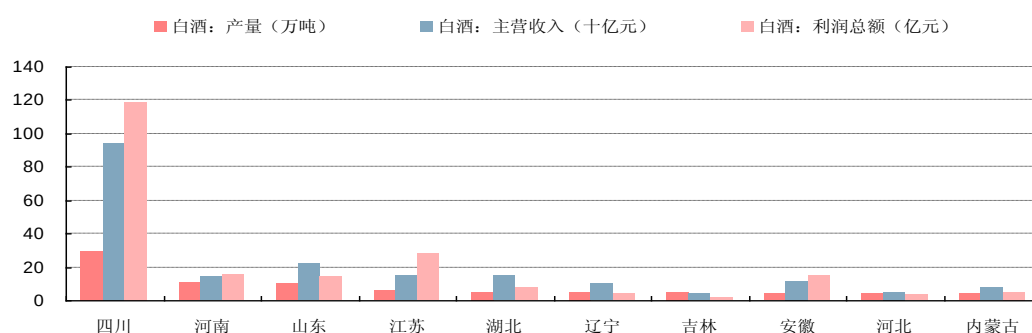
2、消费向品牌集中，收入和利润向实力企业集中

1997 年白酒总产量为 810 万吨，1998 年之后统计口径为规模以上企业产量骤降为 305 万吨。说明当时规模以上企业市场占比大约是 37%左右。经过十几年发展，行业洗牌已经淘汰大量小企业，2010 年白酒规模以上企业大约为 9700 家，年总产量 890 万吨，小企业的数量仍不好统计。行业集中度确实有所提高，但依然没有像葡萄酒和啤酒那样的相对垄断企业。以大佬五粮液为例，2010 年销售量 10.4 万吨，占全行业仅 1%强，占四川产量 5.2%，收入行业占比却达到 5.41%。汾酒年产量 2 万吨，在山西市场占有率可以达到 60%，但全国占比微乎其微。因此我们认为“消费向品牌集中，收入和利润向实力企业集中”更为准确。

3、未来行业集中度提高主要体现在产业集群优势更强

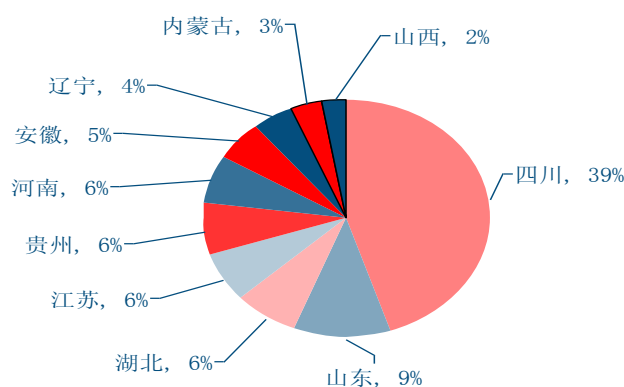
目前白酒优势大省正在由政府为主导，打造产业集群，赢得省队的集体胜出。未来会形成几大白酒产业集群带划分全国市场。

图 16：2010 年全国产量排名前十的省区白酒产业情况



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 17：2010 年全国产量排名前十的省区所占份额情况



资料来源：WIND, 中信建投研发部

从五大白酒省份集中度来看，贵州最高 96%（但不具有代表性），其次江苏，前四大企业的市场占比达到 77.8%。山东最低，只有 15.11%，而第一大省四川仅为 28.97%。

表 8：四川省白酒行业集中度情况 单位：亿元

序号	区域	2010/12 (E)	区域占比	全国占比
	四川省	1024.56	100.00%	38.78%
1	五粮液	155.1	15.14%	5.87%
2	郎酒集团	58	5.66%	2.20%
3	泸州老窖	53.72	5.24%	2.03%
4	剑南春	30	2.93%	1.14%
	合计	296.82	28.97%	11.24%
	剩余品牌	727.74	71.03%	27.55%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

表 9：湖北省白酒行业集中度情况 单位：亿元

序号	区域	2010/12 (E)	区域占比	全国占比
	湖北省	161.99	100.00%	6.13%
1	稻花香	30	18.52%	1.14%
2	枝江	22.3	13.77%	0.84%
3	白云边	25	15.43%	0.95%
4	关公坊	11.02	6.80%	0.42%
	合计	88.32	54.52%	3.34%
	剩余品牌	73.67	45.48%	2.79%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

表 10：江苏省白酒行业集中度情况 单位：亿元

序号	区域	2010/12 (E)	区域占比	全国占比
	江苏省	161.24	100.00%	6.10%
1	洋河	75.45	46.79%	2.86%
2	今世缘	30	18.61%	1.14%
3	汤沟	20	12.4%	0.76%
	合计	125.45	77.8%	4.76%
	剩余品牌	35.79	22.20%	1.36%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

表 11：贵州省白酒行业集中度情况 单位：亿元

	2010-11	2010/12 (E)	区域占比	全国占比
贵州省	140.18	155.76	100.00%	6.10%
茅台		150	96.30%	5.68%
合计		150.00	96.30%	5.68%

剩余品牌	5.76	3.70%	0.22%
------	------	-------	-------

资料来源: WIND, 中信建投研发部 ; 备注: 2010 年 12 月数据为前十一个月的平均数

山东省 2010 年 1-11 月白酒销售收入 224.39 亿元, 占比全国白酒总收入 9.27%, 居于全国第二, 预计 2010 年全年白酒收入 244.79 亿元。但由于山东省内小酒厂林立, 集中度非常低, 且多集中在中低档产品上, 据统计省内 90% 的中低端产品市场份额已被本地酒牢牢控制, 最知名为泰山生力源。

表 12: 山东省白酒行业集中度情况 单位: 亿元

序号	区域	2010/12 (E)	区域占比	全国占比
	山东省	244.79	100.00%	9.27%
	其中:			
1	泰山生力源	12	5.7%	0.53%
2	扳倒井	10	4.09%	0.38%
3	景芝 (芝麻香型)	10	3.27%	0.30%
4	孔府家酒	5	2.04%	0.19%
	合计	37	15.11%	1.40%
	剩余品牌	207.79	84.89%	7.88%

资料来源: WIND, 中信建投研发部

4、政府主导推动酒类产业集群化发展，整合在产区内完成

(1) 四川白酒“金三角”计划

2010 年 1 月, 四川省中国“白酒金三角”工程正式启动, 按照规划, 四川省将以“白酒金三角”为契机, 将川酒打造成千亿规模产业, 包括建设宜宾和泸州两大全国性白酒制造基地; 打造“六朵金花”、丰谷等 9 户以上的全国 20 强白酒企业; 发展以宜宾、泸州、成都、绵竹、遂宁为重点的白酒产业区, 建成长江上游名酒经济带。

目前四川的“白酒金三角”建设已进入实际推进阶段。其中宜宾市 2010 年预计全市规模以上酒类企业累计完成酒类产值 370 亿元, 占全市规模以上工业企业产值的 36% 左右, 销售收入预计达到 500 亿元, 全市规模以上酒企销售收入和利税总额占了四川全省同行业的半壁江山。泸州市 2010 年全市白酒产量达 98 万千升、实现销售收入 353 亿元。“十二五”末, 泸州全市白酒主营业务收入预计要达到 600 亿元以上。

(2) 江苏强强联合组建苏酒集团

江苏省则通过打造苏酒集团, 实现白酒企业的强强联合, 与茅台、五粮液等老牌白酒进行竞争。在这种背景下, 洋河股份于 2010 年 4 月以 5.36 亿元人民币收购宿迁国丰所持有的双沟酒业 40.6% 股权, 获得双沟酒业控股权。收购完成后, “洋河+双沟组合”在江苏市场占有率超过 60%, 2011 年营收预计接近百亿元, 成为继茅台、五粮液之后的中国白酒第三极, 重新改写了行业格局。此举也必将给其他白酒公司带来压力和示范效应, 白酒整合的时代将加速来临。

(3) 山西的“酒九条”, 打造“汾酒产业园”

山西省政府也在着力推动以汾酒为中心，加快整合当地白酒资源的发展规划。近日有媒体报道山西省将在今年推出《关于促进山西酒产业加快发展若干意见的通知》（简称“酒九条”）。“酒九条”十分强调山西酒产业的整合。首先，限制千吨级以下的小酒厂、小企业；其次，鼓励和支持酒产业向集约化、规模化方向发展，鼓励大集团兼并重组中大型的酒类企业；第三，形成以汾阳为中心，文水、祁县为两翼的白酒资源聚集地。

在《山西省食品产业调整和振兴规划》中也明确指出，“以汾酒集团为龙头，推进对周边和省内外白酒资源的有效整合，促进资源集聚，壮大汾酒规模，进一步提高汾酒在白酒市场的占有率，确保晋酒在国内白酒市场上的品牌地位。”

（4）首都酒业集团挂牌

2011年2月22日，由北京红星、龙徽等多家酒企整合而成的北京首都酒业有限公司（以下简称“首都酒业”）正式挂牌。

与其他酒企区域整合不同的是，首都酒业横跨了白酒和葡萄酒两大酒种。通过整合红星和龙徽的渠道以及文化产业，企业间可共享渠道优势，实现产业经营、生产要素、物流以及管理等方面的联合，并在工艺、品牌和文化等角度则尝试优势互补，将产生良好的规模效应，提升红星二锅头和龙徽葡萄酒的竞争力。“北京产酒”的地位和产业集群发展能力将大幅提升，北京地区酿酒业产能和市场也会逐渐趋于集中。

（5）振兴鲁酒计划

山东省政府出台了《山东省白酒工业调整振兴指导意见》，培育发展泰山生力源、兰陵、景芝、扳倒井、古贝春、琅琊台、孔府家等七大企业集团；以名牌产品为龙头，促进强强联合，增强山东省白酒整体实力。

此外，安徽、湖北和河南也都有相似的动作。

5、竞争格局未定型，拐点未到

（1）白酒行业企业简单划分为四个阵营

第一阵营的茅台和五粮液处于行业领袖地位，品牌驱动形成价格领先；第二阵营为品牌和渠道双驱动型，包括洋河、郎酒、剑南春、泸州老窖和汾酒，也包括收入还不高，但品牌影响力较大的古井贡和西凤酒等；第三阵营为省级区域性品牌，如衡水老白干、四特、丰谷、今世缘等，第四阵营为上述三个阵营之外的其他企业。

表 13：白酒行业简单划分为四个阵营

	主要酒企	特点
第一阵营	茅台、五粮液	行业领袖地位，品牌驱动形成价格领先
第二阵营	洋河、郎酒、剑南春、泸州老窖和汾酒	品牌和渠道双驱动型
第三阵营	古井贡和西凤酒	收入还不高，但品牌影响力较大
第四阵营	衡水老白干、四特、丰谷等为数众多	省级区域性品牌
	上述三个阵营之外的其他企业	更小区域白酒企业，规模小数量

资料来源：中信建投研发部

（2）我们最看好第二阵营的发展潜力

目前第一阵营品牌地位非常巩固，但行业地位也不是没有危机。主要原因是这两年来，茅台和五粮液的增长速度都低于第二阵营的企业（洋河、汾酒、古井贡、郎酒等），与第二阵营的差距不是在拉大，而是在缩小。

而第二阵营目前打压对象主要是第三阵营，且具有品牌优势和营销优势，未来几年发展速度还很快。第二阵营论品牌有上位的可能，论营销有驱逐第三阵营的能力。我们最看好未来几年第二阵营的发展潜力。

第三阵营经过前几年的较好发展，不少企业营收超过 10 亿元，甚至少数超过 20 亿元（稻花香、枝江、今世缘、口子窖、金种子，等等）。但目前面临着发展瓶颈——往高端发展受第二阵营打压，而往低端走又有更小区域品牌的挤压；并且无论第一阵营还是第二阵营都有低端发展计划。省内精耕细作空间缩小，省外拓展受到各方挤压，因此未来省级品牌分化的可能性最大。

第四阵营基本上是更小区域白酒企业，规模小数量多，未来还有可能被淘汰掉一大批。除非有特殊战略。但是值得注意的是白酒消费与居民收入关系密切，不同地区低档酒的价位不尽相同，未来如果某一地区经济起来了，低端价位就会上移。

结论：只要白酒阵营没有发展到垄断竞争的阶段，阵营的转换就一直存在下去。今后几年将是几大阵营转换的高潮期（参考《酒业跨界战》）

三、“十二五”期间，白酒行业整体繁荣与企业分化并存

本节核心观点：“十二五”期间强劲的市场需求会带动行业整体性繁荣，多数规模以上白酒企业还将保持自然增长，这一点毋庸置疑；但另一方面，阵营转换势必带来企业分化。一些企业依然会超越自然增长，实现高速发展，而另一些企业增幅则可能低于行业平均水平。我们判断第一阵营白酒发展趋于稳定，未来或出巨型品牌；二线白酒机会大；三线白酒面临洗牌，也会出黑马。

根据我们对消费量以及吨价趋势的判断，可以计算出 2015 年白酒行业产值情况，行业产值范围在 3700 亿元—4500 亿元之间。详见下表：

表 14：十二五期间白酒行业总产值增长测算（假设平均销售单价不变）

	2011 年（E）	2012 年（E）	2013 年（E）	2014 年（E）	2015 年（E）
销量（万千升）	974.40	1062.10	1136.44	1193.26	1229.06
销售收入（亿元）	2958.78	3225.07	3450.83	3623.37	3732.07
增速	12%	9%	7%	5%	3%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

表 15：十二五期间白酒行业总产值增长测算（假设每年平均销售单价复合增长 3%）

	2011 年（E）	2012 年（E）	2013 年（E）	2014 年（E）	2015 年（E）
销量（万千升）	1100.36	1331.43	1544.46	1714.35	1817.21
增速	12%	9%	7%	5%	3%

吨酒单价（元/千升）	31157.94	32092.68	33055.46	34047.13	35068.54
增速	3%	3%	3%	3%	3%
销售收入（亿元）	3036	3409	3757	4063	4310
增速	15%	12%	10%	8%	6%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

1、第一阵营：走向奢侈品，巩固中高端，觊觎低端

茅台和汾酒是酱香和清香的代表，酿造工艺决定所有酒都是名酒，而五粮液和老窖以及洋河这些浓香型酒的工艺决定了只有 10-20% 的优质酒为名酒，其余为一般酒。如果要增加名优酒销售量，就必须增加整体酒的产量。这决定了浓香型企业必须是全能型选手，高中低端一个也不能少。

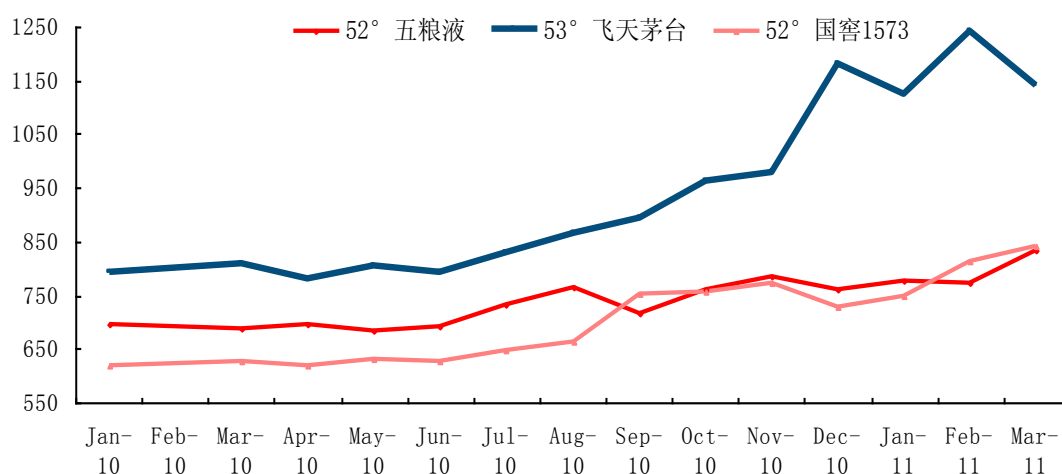
这也是为什么五粮液和老窖在高端酒需求越来越旺盛的同时，又开始恢复低端酒的原因（低端酒不可能都做贴牌，都卖散酒）。而不同档次酒的营销战略大不相同，高端靠品牌、中端靠营销，而低端则要控制成本。对全能型选手的要求是非常高的。如果某个项目第一，而其他项目都是四名开外，获得冠军的可能性就很小了。

表 16：贵州茅台、五粮液历年的提价情况

	2010-1-16	2011-1-1	2010-1-1	2008-1-11	2007-3-1	2006-2-10
贵州茅台	12%	20%	13%	20%	12%	15%
五粮液	8.5%-10.3%					

资料来源：公开资料整理、中信建投研发部

图 18：三产品价格走势



资料来源：WIND, 中信建投研发部

而目前某个项目短板也正是浓香型白酒最大的增长风险。一线品牌白酒在高端品牌运作更为成功，但在做全能型选手尚还有不足。茅台若干年前就致力于中端的王子酒和迎宾酒的销售，但始终不温不火；而五粮液和国窖 1573 向奢侈品迈进同时，也迫切希望腾出的 300—600 价位带白酒被自己的六合液或者老窖

特曲填补，但奢侈品品牌影响力似乎并没有延续到次高端产品上，上述次高端酒不能尽如人意。但茅台要好一些，她可以选择单练跳马，平衡木或者自由体操，依然也可以成大腕。

图 19：30 年茅台、真藏五粮液



资料来源：公开资料整理、中信建投研发部

巨型品牌不一定能出巨型企业，并且巨型品牌也不一定非要成为巨型企业。

从国外情况看，我们熟知拉斐、玛歌等知名品牌，但却不知道对应企业是什么。而我们所熟悉的巨头帝亚吉欧和保乐力加，年销售额达到 71 亿英镑（约 700 多亿人民币），却只是家投资型公司，成立时间不过 10 多年。一线白酒纠结在品牌强大了，还想规模更大，可能就会陷入全能困惑中。

而帝亚吉欧模式在中国暂时还无法复制。产业缔造产业集群依然是未来白酒行业整合主要方式。白酒行业仍然是酿造企业之间在产品定位上，在营销方式等进行实体运作。并购成本过高以及中国白酒差异性非常大，门户之见也会妨碍横向结合，**资本尚不能给力！**但纵向并购，实现产业链的整合却是有可能的。“十二五”期间，**第一阵营**白酒不会出现明显分化。

2、第二阵营：争夺中高端

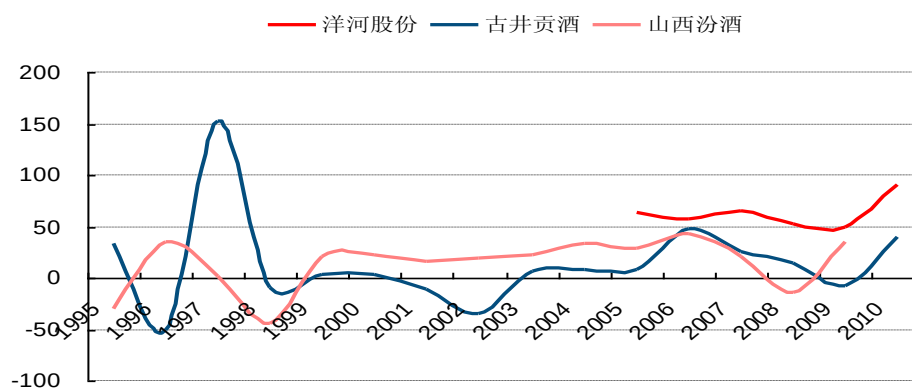
作为第二阵营白酒的典型代表，洋河、古井贡和汾酒近两年发展增幅较快，营业收入的增幅远远高于行业平均水平，迅速在第二阵营中脱颖而出，形成了中国白酒的次高端品牌。

随着茅台终端价超过千元之后，留下的高端 800-1000 元价位被五粮液和国窖 1573 等高端品牌占据，而次高端 500 元的价格带对洋河、汾酒、古井等第二阵营名酒腾出了空间。300 元—500 元/瓶档次的白酒市场将由 2009 年的 200 亿元扩大到 500 亿元，500 元档位将使第二阵营名酒拥有更大发展空间。

洋河在完成其主打产品从“海之蓝”到“天之蓝”的升级后，开始加大对“梦之蓝”的推广力度。古井贡酒在 2010 年 5 月 20 日推出了“年份原浆 26 年”，将把重心放在“年份原浆”系列上。汾酒的国藏、30、40 年青花瓷也陆续发力，纷纷将视线对准一线品牌提价升级后留下的次高端市场。

第二阵营名酒的纷纷推出价位在 500 元之上的产品，其高端化步伐加速。一方面是推出高端化的新品，另一方面，对原来的老品牌进行提价，进而使主打产品的价格提升到相应的价位。

图 20：洋河、古井贡和汾酒三家酒企销售收入增速对比



资料来源：WIND, 中信建投研发部

表 17：古井贡酒产品系列的历年的提价情况

	2011-3-21	2010-10-29	2010-3-26	2010-1-1
淡雅系列	3%-25%			
年份原浆系列	3%-25%	5%-20%	5%-20%	
红运系列				5%
金奖系列				5%

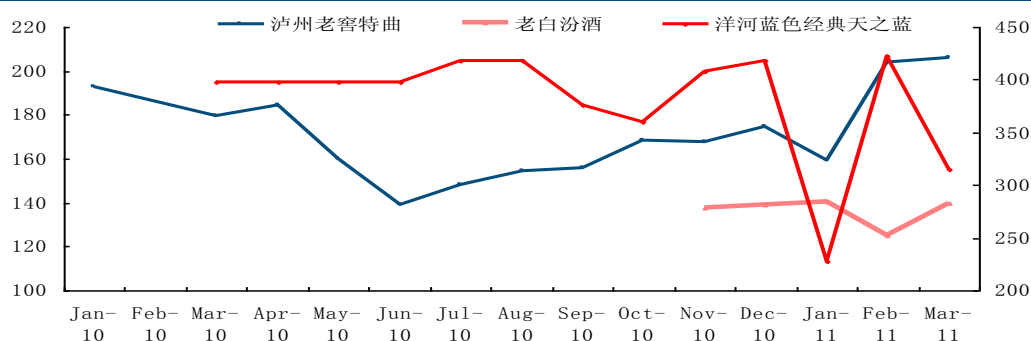
资料来源：公开资料整理、中信建投研发部

表 18：山西汾酒产品系列的历年的提价情况

	2011-3-29	2009-12-10	2009-6-26	2008-4-28	2008-3-11	2006-7-27
30 年青花	20%					
40 年青花	10%					
20 年青花	10%					
20 年老白汾	10%					
老白汾系列		10%				
竹叶青酒系列		10%				
15 年以上汾酒系列		15%				
十年陈酿老白汾酒系列			10%			
部分高端陈酿汾酒				30%		
部分中低端汾酒				10%		
部分汾酒系列					8%	15%

资料来源：公开资料整理、中信建投研发部

图 21：市场监测的老窖特曲、老白汾、天之蓝市场均价



资料来源：糖酒网、,中信建投研发部

表 19：各档次酒价比较

档次	洋河		古井贡		山西汾酒	
	品牌	价格 (瓶)	品牌	价格 (瓶)	品牌	价格 (瓶)
超高端	梦之蓝系列 (M3、M6、M9)	800-1300 元	15 年以上年份原浆	500 元左右	国藏汾酒	约 500 元
高端	天之蓝	500 元左右	5-10 年份原浆	200-500 元	青花瓷、玫瑰汾、白玉汾等	350-400 元
中高端	海之蓝	50-100 元	古井贡酒系类	100-200 元		
中端	洋河大曲	20-50 元	“淡雅”古井酒系列	100 元以上	老白汾	90-190 元
低端	敦煌	10 元左右	古井醇香	50 元左右	玻汾	30 元左右

资料来源：WIND,中信建投研发部

图 22：洋河梦之蓝、20 年青花瓷汾酒



资料来源：公开资料整理、中信建投研发部

3、第三阵营：机会与挑战并存，面临分化

大批地方名酒、中小企业形成了中国白酒企业的第三阵营，其产品主要针对中端、中低端和低端市场，近两年来也特别重视中端市场，推出了价位在 200-300 元的产品。这类企业发展速度较快，特别是在湖北、河南、山东等地区，都形成了部分名优企业。

川酒的五朵金花齐开放；鄂酒以稻花香集团和枝江酒业为领袖；皖酒的迎驾贡酒、口子窖和古井担当重任；鲁酒隆重推出了以景芝、扳倒井、趵突泉、泰山生力源四家企业为代表的“中国芝麻香型白酒领军企业”；豫酒的宋河、张弓、杜康等也崭露头角；东北的十里八乡、老村长、黑土地、巷子、北大荒等也来势汹汹。

但第三阵营酒企的风险和机遇并存，未来的发展面临分化。地方名酒企业重视中端市场，这是打造品牌、赢得利润的保障，但为数众多的酒企已在此价格带打造出了有竞争力的产品和品牌，不仅抬高了市场的进入成本，更增加了市场竞争的难度，中端市场的必将呈现出“白热化竞争”。

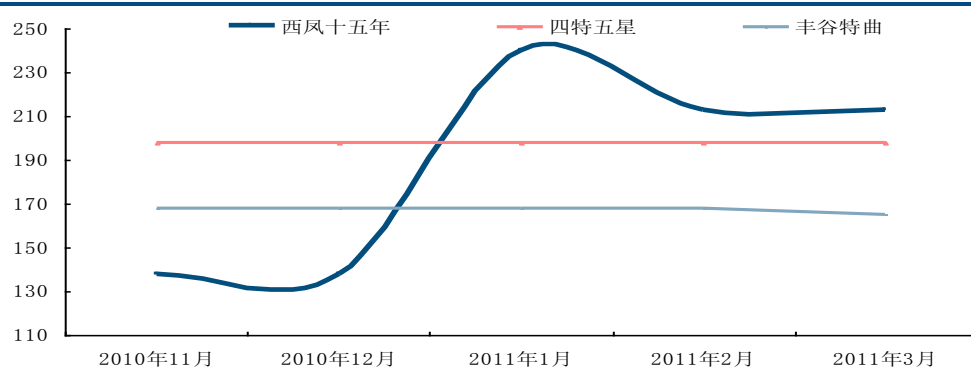
第三阵营企业既面临着品牌力方面的考验，但最大的考验来自于营销系统。在全国市场竞争中，全国化、系统化的营销体系和操作能力将成为酒企能否快速发展的决定因素，而这无疑是对三线品牌营销系统的巨大考验。“十二五”期间，三线阵营的酒企必将会加剧分化，仅少部分企业走出本省，成功崛起。

表 20：区域名酒销量收入及增速情况 单位：亿元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 (E)
稻花香酒	15.6	25	33	38
增速		60.26%	32.00%	15.15%
枝江酒业	18	18.6	22.3	
增速		3.33%	19.89%	
金种子酒	6.6	10.5	13	
增速	-15.80%	59.09%	35%	
杜康酒			3	6
景芝酒	5.6	9	13	
增速		60.71%	44.44%	

资料来源：中信建投研发部

图 23：市场监测的西凤、四特和丰谷酒市场均价



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 24：徽蕴金种子酒、15 年枝江王



资料来源：公开资料整理、中信建投研发部

图 25：景芝酒业景阳春蓝钻、宋河粮液



资料来源：公开资料整理、中信建投研发部

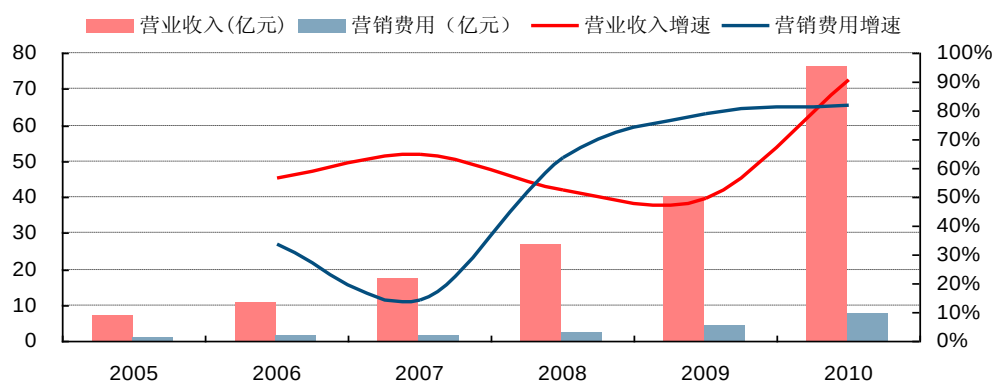
四、寻找具有胜出潜质的白酒公司

1、洋河股份：定位准确，强化营销

洋河从收入不过 10 亿的一家地方性小酒厂一跃进入中国白酒行业前三甲，仅仅用 5 年时间洋河实现了销售收入翻 10 倍的神话。我们认为强化营销是其成功的重要因素，洋河针对不同档次的酒种采取不同的营销模式，在中高档白酒领域如“梦之蓝”、系列“天之蓝”等，先后采用“盘中盘”模式、“4×3”营销模式；在普通白酒领域如“海之蓝”、“洋河大曲”等系列 实施“深度分销”营销模式，高度把握对终端的掌控力度。

从图 26 中，我们可以看出 2007 年以来洋河的营销费用快速上升，此后三年一直维持 65%以上的年增长率，而同期销售收入也出现逐年上涨态势，并呈现出营销推动收入快速上升越来越强的趋势。

图 26：洋河营销费用增速及营销费用率情况



资料来源：WIND, 中信建投研发部

除了强调营销模式的细化，洋河始终坚持保持较高的曝光率。首先，非常注重媒体的选择，洋河以电视和户外为主，其他媒体为辅。在电视媒体中，洋河又以央视这样的强势媒体为主，2008 年洋河进入央视的广告费为 8 千元，09、10 年一举升至 8 亿元，快速完成全国高空覆盖。此外，在目标市场洋河总是会选择位置好，面积大、上档次的优质媒体进行投放，在各个重要城市之间的高速路上总是选择收费站、服务区、互通立交处进行长期投放，例如洋河在沪宁、京沪、南京绕城、南京机场、沿江高速等江苏省内主要地段的均投放大规模的户外广告牌。在全国主要的机场高速、重要城市中心、5A 级景区、知名门户网站以及各主要市场的公交车同样也进行大规模广告投放。

表 21：洋河在央视投放广告费用情况

	2008 年	2009 年	2010 年
广告费	0.8 亿元	8 亿元	8 亿元

资料来源：中信建投研发部

2011 年 3 月 21 日双沟正式成为洋河的全资子公司，完成了苏酒整合第一步。双方经过 2010 年在区域市场、组织结构、产品线设计等领域的梳理和磨合，两者的协同效应将在 2011 年后逐步显现。我们判断公司未来还将维持 50%以上的高增长，预测 2011-2013 年 EPS 为 7.09 元、9.93 元、13.56 元。为考虑公司即将转股及分派现金，除权后 2011-2013 年 EPS 为 3.5 元、4.9 元、6.69 元。给予洋河 2011 年 35 倍市盈率，在不考虑除权情况下 6 个月目标价 248 元，维持“买入”评级。

表 22：洋河的盈利预测情况

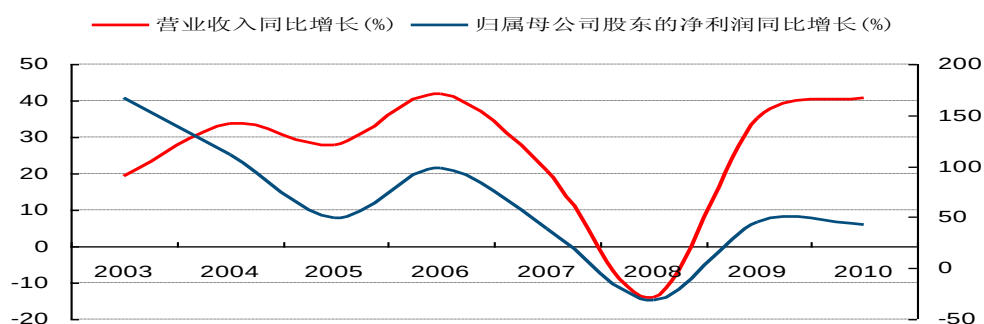
	2010 年	2011 年 (E)	2012 年 (E)	2013 年 (E)
销售收入 (亿元)	76.19	113.21	158.50	221.90
销售收入增速 (%)	90.38%	48.59%	40.00%	40.00%
毛利润 (亿元)	42.90	64.30	90.02	126.04
毛利润增速 (%)	83.05%	49.87%	40.00%	40.00%
EPS (元)	4.9	7.09	9.93	13.56

资料来源：中信建投研发部

2、山西汾酒：厚积薄发，迈上复兴之路

2008 年汾酒进入低谷，出现了经销商品牌混乱甚至营销体系走向崩溃的状态，营收与净利润都呈现出负增长。2009 年中期汾酒被迫实施了营销体制改革，砍掉了大批的低端和经销商贴牌产品，收入与利润立即得到好转。2010 年新一届董事会开始进行公司治理结构的全面变革，内部三大体制（组织架构、薪酬与财务）改革，汾酒再次复兴，销售收入增速实现了 40.17% 的高增长。2011 年汾酒继续细化前期的改革项目，并将重点继续放在营销领域，以价格管控为重点，防止经销商窜货，加强对终端的掌控力；同时将深度营销快速向省外复制。2011 年 1 季度公司很多销售区域完成了全年计划的 60-70%，公司治理结构和销售模式变革成为支撑公司高速发展的最大力量。

图 27：汾酒 2002 年收入及利润增速情况



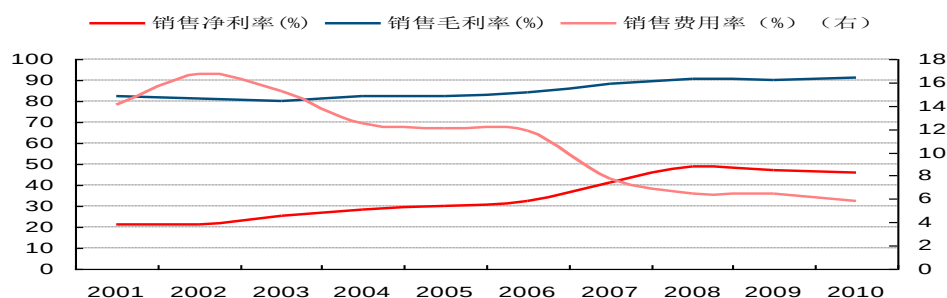
资料来源：WIND, 中信建投研发部

我们看好汾酒的理由：1、汾酒在品牌上属于全国一流品牌，其影响力不容忽视，这是二线品牌所无法比拟的。资本市场在品牌排序上，将汾酒列在茅台和五粮液之后位于第三名。汾酒的“清香型”白酒已深入人心，清香鼻祖地位不可撼动；2、在营销上，汾酒向二线品牌靠拢，比一线大品牌公司转变得更为彻底，其深度营销和对终端的掌控力度较一线白酒更有优势；3、保健酒“竹叶青”并不是新产品，比新开发的保健酒更具文化底蕴，市场认可度高、支持力度大。其顺应市场潮流，主打植物养生概念，能够快速得到消费者的认同。2010 年销量达 3300 吨，未来或将成为公司新增长点，有望实现 15 亿收入；4、产品定位清晰，提价空间大。2011 年公司继续调整产品结构，主推以“青花瓷”为代表的中高端，此外，单品汾酒价格持续上调，更于近期对整个系列产品进行了 10% 以上的调整；5、公司基数低，2010 年收入仅有 30 亿元，未来增长潜力巨大。汾酒发展的思路十分明确，2015 年实现汾酒的百亿销售，股份公司每年新增 10 个亿的销售规模，预计这一目标将可能提前实现。我们看好汾酒的持续改善和成长性，公司 2011 年—2013 年业绩预测：EPS 分别为 1.86 元、2.6 元、3.63 元。我们认为汾酒未来 3-5 年继续保持高增长较为确定。

3、贵州茅台：地位确立，曲高和寡

作为中国独有的传统饮品，白酒在中国传统文化与中国人的心里传承中，都占据着特殊的地位。正是由于这种与生俱来的文化基因只能传承、无法杜撰，使得白酒区别于其他行业，率先迈入了奢侈品殿堂。伴随着中国成为全球第二大奢侈品消费大国，茅台以他独特的“国酒身份”政治光环以及国窖 1573 “自明代沿用至今的国宝窖池”形成了奢侈品的必要条件即“稀缺性，”并逐步脱离普通白酒身量，开始以奢侈品身份续战江湖。

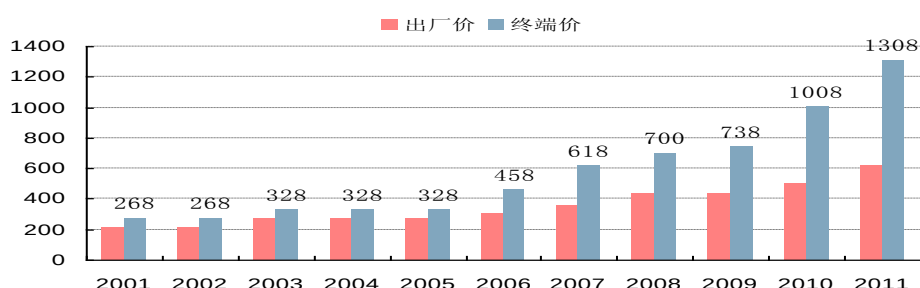
图 28：茅台营销费用率、毛利率、净利率情况



资料来源：WIND, 中信建投研发部

从图 28 中我们可以看出茅台 02 年开始营销费用率逐年下降，而同期毛利率、净利润始终处于上升通道，可见茅台拥有了奢侈品每年提价的物理条件，同时维持其“供不应求”的状态。从 2006 年以来，茅台基本保持了每年提高出厂价一次的频率，2011 年茅台高度酒已经达到 1308 元/瓶。

图 29：茅台高度酒出厂价与终端价



资料来源：WIND, 中信建投研发部

表 23：茅台各档次酒出厂价

出厂价	品种	价格
超高端	茅台年汾酒（15 年以上）	2599 元以上
高端	53 度飞天茅台酒	619 元
中端	茅台王子酒	100 元左右
低端	茅台迎宾酒	40 元左右

资料来源：中信建投研发部

上世纪 90 年代，茅台推出了香港回归、澳门回归等一系列主题的收藏酒，近两年茅台又推出主题限量版酒，如奥运茅台、限量茅台以及十二生肖，并运用拍卖的手法将影响力扩大，似乎摆出了“液体黄金”的架势。

表 24：近三年陈年茅台拍卖价格

成交时间	成交价格（万元）	出厂时间
2008 年 6 月 19 日	103	1959 年

2009 年 6 月 14 日	28.56	1959 年
2010 年 3 月 14 日	25	1959 年
2010 年 6 月 19 日	103	1959 年车轮牌
2010 年 11 月 14 日	28	1960 年五星牌
2010 年 12 月 2 日	112	1958 年五星牌
2010 年 12 月 14 日	145.6	1958 年五星牌

资料来源：中信建投研发部

但作为奢侈品新丁，茅台与海外洋酒巨头们相比依然比较脆弱。世界最顶级的葡萄酒“拉菲”同样由于拉菲庄园得天独厚的土壤及所处地方的微型气候的独特性，使其成为国内外红酒迷们竞相追捧的对象。其中，行情最好的 82 年正牌拉菲其售价在 4-6 万元之间，与茅台超高端年份酒 2599 元之间存在较大差距。

表 25：帝亚吉欧与茅台营销费用对比

	帝亚吉欧		茅台	
	营销支出（折合人民币亿元）	增幅	营销支出（亿元）	增幅
2006 年	115.08	4%	5.84	22.69%
2007 年	124.18	8%	5.60	-4.11%
2008 年	133.17	7%	5.32	-5.00%
2009 年	142.06	7%	6.21	16.73%
2010 年	151.91	7%	6.77	9.02%

资料来源：彭博、中信建投研发部

表 26：帝亚吉欧等国际洋酒与茅台营业利润率及净利率对比

	茅台		帝亚吉欧		保乐力加		人头马	
	营业利润率	净利率	营业利润率	净利率	营业利润率	净利率	营业利润率	净利率
2008 年度	65.40	48.54	19.69	13.89	24.39	13.41	21.27	12.06
2009 年度	62.83	44.59	19.86	13.45	24.11	13.81	16.40	11.02

资料来源：彭博、中信建投研发部

表 27：茅台与海外高档洋酒对比

	茅台等国内超高端白酒	海外高档洋酒
卖点	以酒本身为主	以文化为主
营销战略	尚不强调营销，“酒香不怕巷子深”	利用体验式营销等方式进行品牌传播；注重文化符号的传达 如举办超豪华宴会、古典音乐会等
营销费用	时高时低	维持稳定
营业利润率	50%以上	15-20%

资料来源：中信建投研发部

茅台已具备奢侈品的特质，还需要像海外洋酒巨头学习，完善品牌的奢侈性，形成无论是品牌体系建设还是营销渠道等一整套环环相扣、行之有效的体系，并构建以品牌引导下与现代奢侈理念相对接的商业模式。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

郑绮: 食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验,11 年证券研究经验,曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围,获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生: 经济学博士,曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师,2 年宏观策略、3 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用,本公司不会因仅接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料,但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更,且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测,可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保,投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下,本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告,须同时注明出处为中信建投证券研究发展部,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格,且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师,以勤勉尽责的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。股市有风险,入市需谨慎。