

饮料制造

结构化调整推动行业营销变革

——白酒行业营销发展历程和营销要素分析

独到见解

作为营销导向性的消费品行业，我们坚持从市场和营销的维度来解构白酒企业，旨在从企业市场面及时了解销售动态和业绩影响；我们从企业营销的诸多要素中提取了对业绩最有核心影响的七大要素来近距离观察企业的发展，构建一个对企业深度了解的分析系统。

投资要点

1、从白酒行业营销发展的历程来看，以消费者需求为核心导向的渠道运作模式主导着整合行业的变迁，深刻洞察消费者需求变迁的企业通过对营销要素的调整在市场竞争中取得优势地位，引领着行业的发展。

2、从过去五年白酒行业发展的特点来看，老名酒的复兴贯穿始终：有品牌的企业在竞争中的优势体现的更加明显；白酒企业的最核心的竞争壁垒是品牌，而品牌背后是历史、文化和传统，具备品牌力的企业将在以后的发展中走的更快、更远。老名酒拥有优势的品牌血统，在新一轮的行业发展中率先崛起，以洋河、古井、汾酒为代表的老名酒企业引领着行业的发展。

3、在2003年行业达到低点后，出现拐点，迎来持续高速发展期，结构提升是主流：伴随经济水平发展和消费升级，作为政务和商务消费的中高档酒崛起，整体销售收入的增长要快于销量的增长，产品结构和价位的提升成为推动行业增长的最核心因素。

4、量价齐升态势将不会持续，酒水行业走向分化和整合：在行业整体销量达到一个新高度的时候，挤压式增长和扩容式增长成为企业下一步发展的主要方式，而那些具备品牌力和营销创新能力和执行能力的企业将会获取更大的话语权，除一线和二线名酒外，看好行业内具备品牌力企业的恢复性增长机会，如酒鬼酒、衡水老白干等。

5、看好具备品牌核心竞争力的一线白酒的长期发展机会：有品牌力的企业会获得全国化高端市场的持续发展机会，品牌力稍弱的二线名酒通过营销能力的创新和完善在中高端和次高端市场持续扩张，而缺乏品牌力的企业在发展到一定规模后将会遇到市场范围和产品结构上的瓶颈，持续增长乏力。看好具备强大品牌拉力的一线白酒企业贵州茅台和五粮液。

6、看好具备“品牌+营销”双轮驱动力的在未来行业竞争中持续发展能力二线名酒：以洋河、古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖为代表的二线名酒在行业分化市场集中的趋势下获得竞争优势，雄厚的品牌基础在营销模式的创新和执行力的推动下带动企业业绩的快速增长，强者恒强，优秀的企业将会具备更大的市场空间和发展潜力。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：薛玉虎 钟琪

Tel: 010-59370882

Email: xueyuhu@hczq.com

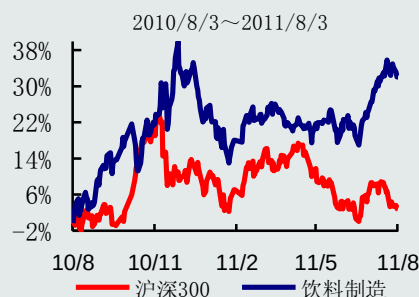
行业评级

行业评级：推荐
评级变动：维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
贵州茅台	强推
洋河股份	强推
古井贡酒	强推
山西汾酒	强推
泸州老窖	推荐
酒鬼酒	推荐
五粮液	推荐

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《行业走向分化 紧跟名酒发展步伐》

2011-06-28

重点公司主要财务指标

上市公司	EPS			PE(20110805)			评级
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
贵州茅台	8.40	10.91	13.44	24.58	18.92	15.36	强推
洋河股份	4.10	6.56	8.67	34.39	21.50	16.26	强推
古井贡酒	2.62	3.96	5.20	35.42	23.46	17.89	强推
山西汾酒	2.08	3.17	4.38	39.01	25.57	18.52	强推
酒鬼酒	0.40	0.78	1.10	54.75	28.08	19.91	推荐
泸州老窖	2.06	2.71	3.40	22.92	17.37	13.84	推荐
五粮液	1.65	2.05	2.59	22.93	18.43	14.62	推荐

目录

一、	过去十年白酒行业的发展经历了一次结构的大变迁.....	5
1.	过去十年中白酒消费结构升级是行业发展的主旋律	5
2.	中高价位白酒市场的崛起主要得益于经济发展带来的政务和商务消费需求	5
3.	新一轮的消费升级，次高端空间的打开将是行业里的新的发展机会	6
二、	伴随行业结构变迁的背后是企业营销模式的不断创新演变.....	7
1.	营销创新是对消费者消费需求和行业渠道变迁的深刻洞察	7
2.	自七八十年代开始，白酒行业在一直在不断探索新的营销模式	7
3.	营销模式推广需要匹配产品档次，不同价位产品运作需要具备不同的驱动因素 ...	8
4.	名酒复兴成为最近五年行业发展的主流趋势，看好老名酒延续高增长态势	9
5.	名酒提价和产品结构升级推动行业利润水平提升	9
6.	并购整合出现，资本在白酒行业暗流涌动	10
三、	在营销模式演变格局下的企业竞争模式分析.....	11
1.	品牌力竞争法则.....	11
2.	品牌+营销竞争模式.....	12
3.	营销模式竞争模式.....	12
四、	从营销要素解构酒水企业的运营.....	13
1.	品牌.....	14
2.	产品线结构.....	15
3.	价格体系.....	15
4.	渠道营销模式的构建以目标消费者的消费形态的转移而创新	17
5.	区域市场布局.....	17
6.	组织结构设置.....	18
五、	对白酒行业发展趋势的核心观点.....	19
1.	量能达到高点，行业齐头并进的发展格局将会终止	19
2.	产业集中化进一步加剧，具备品牌力的企业将获得持续的发展	19
3.	中高档白酒保持持续增长态势，茅台和五粮液提价后，次高端市场为区域白酒品牌留下更多的发展空间.....	20
4.	行业整合，资本并购机会将会更多的出现在酒水行业	20
	贵州茅台：产能释放，未来两年稳定增长.....	21
	古井贡酒：战略重塑 徽酒之王强势回归.....	22
	酒鬼酒：产品成长空间打开，品牌支撑恢复性增长可期.....	23
	泸州老窖：重走长征路.....	24

图表目录

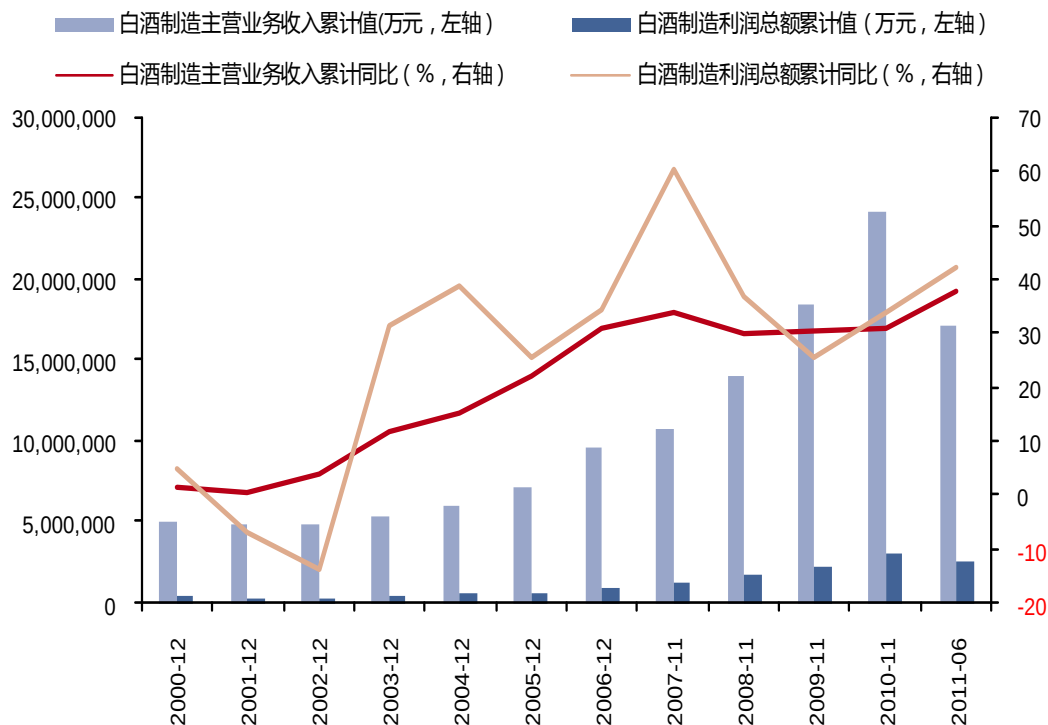
图表 1	近年白酒制造业主营业务收入、利润及增速.....	5
图表 2	城镇居民收入及增速.....	6
图表 3	茅台、五粮液、泸州老窖高档品出厂价走势 单位：元/瓶.....	6
图表 4	泸州老窖高档酒营业收入及增速.....	7
图表 5	古井贡酒高档酒营业收入及增速.....	7
图表 6	洋河股份中高档酒营业收入及增速.....	7
图表 7	酒鬼酒高档酒营业收入及增速.....	7
图表 8	白酒行业营销模式探索.....	8
图表 9	不同价位产品推广运作匹配营销要素.....	8
图表 10	白酒上市公司经营对比.....	9
图表 11	名酒血统追溯表.....	9
图表 12	行业并购整合案例.....	10
图表 13	企业竞争力定位图.....	11
图表 14	白酒企业品牌诉求.....	12
图表 15	重点白酒企业竞争力评级.....	13
图表 16	重点白酒企业竞争力评级.....	13
图表 17	不同层次竞争模式营销匹配要素.....	13
图表 18	白酒企业营销结构图.....	14
图表 19	白酒企业营销结构表.....	14
图表 20	白酒企业产品结构模式.....	15
图表 21	企业价格操作模式.....	16
图表 22	提成式投入和前置式投入对比.....	16
图表 23	企业区域市场增长方式.....	17
图表 24	两种组织架构图对比.....	18
图表 25	中高档白酒及行业营业收入增速对比.....	19
图表 26	近年白酒产量及增速.....	19

一、过去十年白酒行业的发展经历了一次结构的大变迁

1. 过去十年中白酒消费结构升级是行业发展的主旋律

2003 年左右白酒产量降到一个低点，约在 350 万吨左右，04 年达到最低点的同时也成为了白酒产量的转折点，2005 年以后白酒产量开始呈温和上升趋势，行业开始复苏，走向量价齐升的一个新的发展阶段，在这一轮发展中销售额和利润增加幅度和速度要远超产能的增长；主要得益于消费结构升级引领的产品结构的提升。

图表 1 近年白酒制造业主营业务收入、利润及增速

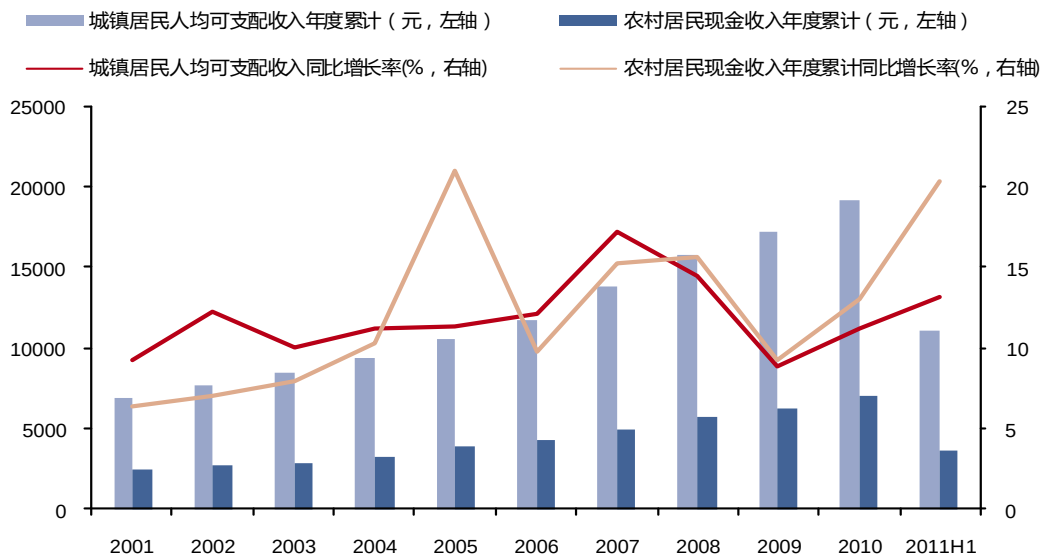


资料来源: WIND, 华创证券研究所

2. 中高价位白酒市场的崛起主要得益于经济发展带来的政务和商务消费需求

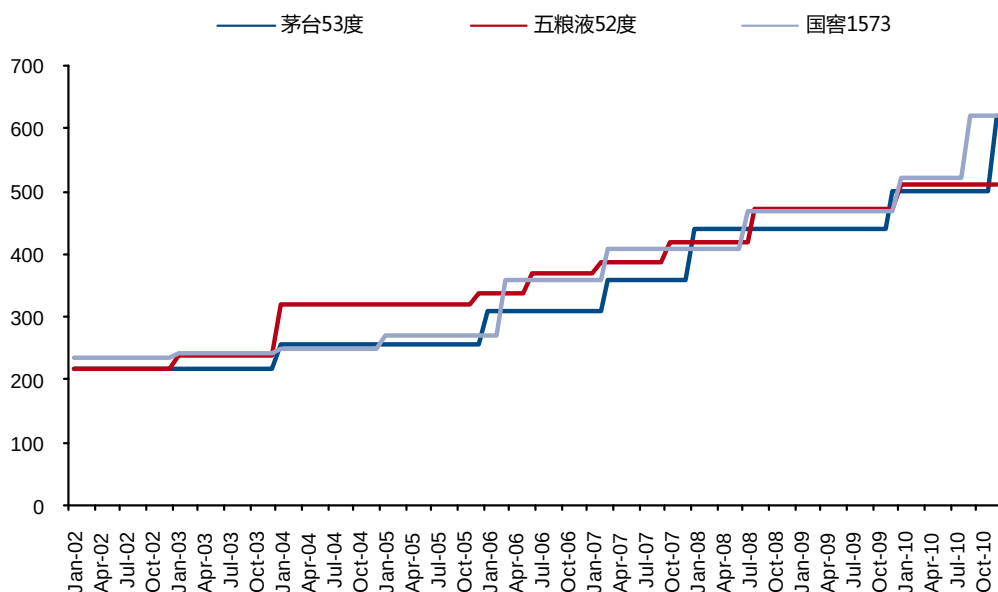
2000 年之前的白酒需求是中低价位消费是在家宴请朋友，高端白酒作为礼品消费，中高价位白酒需求较少；自 2000 年开始，随着政务和商务的需求带动，餐饮渠道的宴请成为主流，而中高价位白酒既能满足政商务的面子需求，又能满足消费的经济型需求，因此各区域性白酒企业迎来了发展的黄金时期。

图表 2 城镇居民收入及增速



资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 3 茅台、五粮液、泸州老窖高档品出厂价走势 单位: 元/瓶

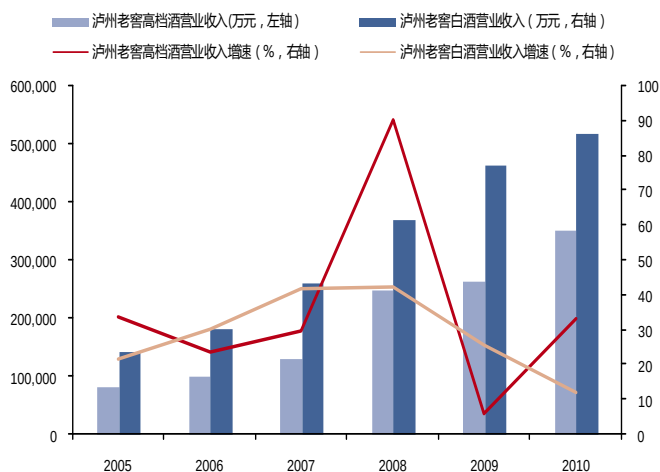


资料来源: 华创证券研究所

3. 新一轮的消费升级, 次高端空间的打开将是行业里的新的发展机会

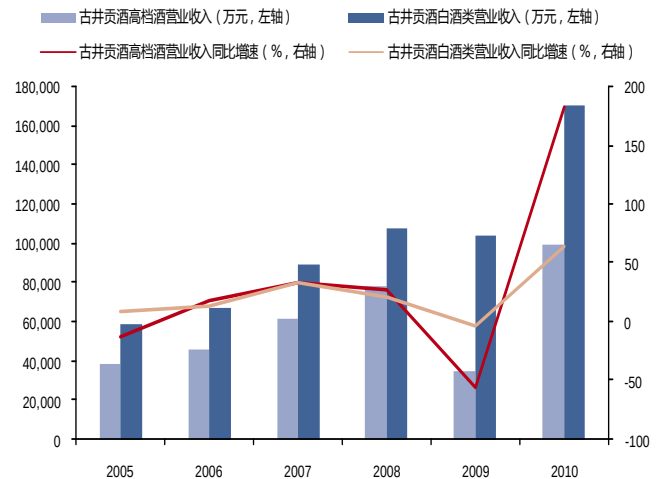
随着茅台五粮液的持续提价, 终端价格已经超过 1000 元, 原来区域性品牌和二线品牌一直被压制的 200-700 元之间的次高端空间被打开; 伴随着消费者消费升级, 更高价位的白酒被接受, 一直在 100-200 元苦苦挣扎的二线品牌获得发展良机; 更高价位白酒需要品牌力支撑, 因此我们认为未来具备品牌力的企业在次高端的空间将会获得持续增长。

图表 4 泸州老窖高档酒营业收入及增速



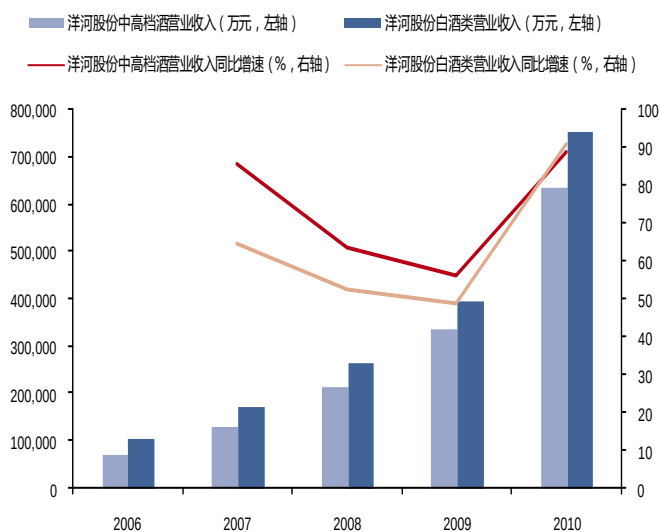
资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 5 古井贡酒高档酒营业收入及增速



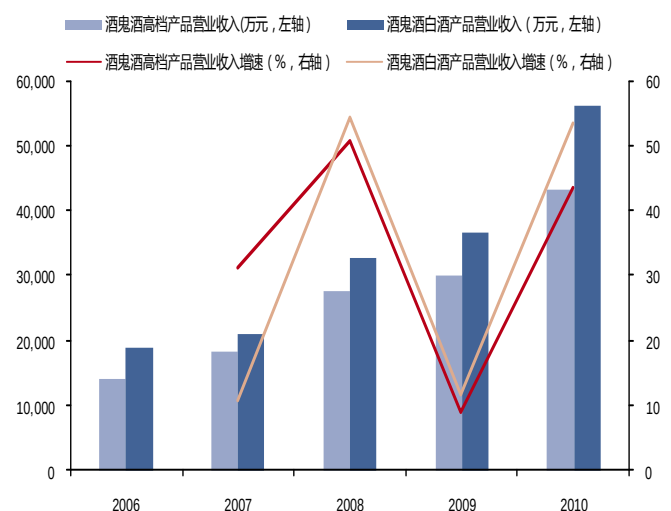
资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 6 洋河股份中高档酒营业收入及增速



资料来源: WIND, 华创证券研究所

图表 7 酒鬼酒高档酒营业收入及增速



资料来源: WIND, 华创证券研究所

二、 伴随行业结构变迁的背后是企业营销模式的不断创新演变

1. 营销创新是对消费者消费需求和行业渠道变迁的深刻洞察

伴随经济发展和市场形态的变迁,白酒行业的发展紧跟经济趋势,不断的在进行着营销模式的创新,每一次创新的背后都是白酒企业的生死沉浮;从过去的营销中心的更迭来看,无论是以产品、品牌、渠道还是消费者为核心的营销模式,只有紧跟行业发展趋势和消费形态的变迁,不断的进行创新才能在市场发展中立于不败之地。

2. 自七八十年代开始,白酒行业在一直在不断探索新的营销模式

从七八十年代开始,白酒的营销开始步入一个创新轨道中,每一次创新都有一个先锋代表引
证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号:证监许可(2009)1210号

领导者行业的发展：从黔酒、汾酒依靠政府评比、计划批条不愁卖的时代到孔府家、秦池依靠广告拉动风靡大江南北；再到川酒改变依靠家门口的糖酒会招商模式开始做品牌，五粮液首创品牌拉动产品买断模式引领行业竞相模仿；徽酒依靠酒店和团购的“盘中盘”的渠道竞争模式取得行业领先，再到新竞争的时代，企业需要依靠品牌、产品结构、价格体系、组织设置、区域市场布局、资源及费用的投入模式等进行综合系统的竞争。

图表 8 白酒行业营销模式探索

核心竞争要素	营销时代	时间跨度	社会经济背景	代表品牌	市场运作方式
产品竞争	黔酒、晋酒时代	80 年代前	计划经济下的市场体制，短缺经济体制	茅台、汾酒、习酒、青酒、董酒、珍酒等	计划调拨、批条销售、国营专卖，以产定销
广告竞争	鲁酒时代	80 年代末到 90 年代中期	经济转型期，消费形态简单，单一媒介的影响力强	秦池、孔府家、孔府宴	广告拉动，大流通分销产品
品牌竞争	川酒时代	90 年代中后期到 2000 年后	经济发展多元化，消费多元化的发展趋势	五粮液（金六福）、剑南春、泸州老窖、全兴大曲	通过文化和历史塑造品牌，以品牌拉力带动产品开发买断，嫁接渠道营销资源
渠道竞争	徽酒时代	2000 年到 2006 年	政商务活动发展、餐饮渠道兴起	口子窖、迎驾、高炉家	核心渠道竞争策略：直控终端，区域市场滚动发展
系统竞争	二线名酒时代	2006 年至今	经济发展进入新的时代，消费回归理性	洋河、郎酒、汾酒、古井贡酒	系统营销制胜：品牌、渠道、组织、模式创新；全国化发展

资料来源：华创证券研究所

3. 营销模式推广需要匹配产品档次，不同价位产品运作需要具备不同的驱动因素

不同价位白酒的推广模式和渠道营销要素不同要求企业在营销资源和营销模式的推广进行相应的配置；不同价位的产品的渠道和营销策略存在较大的差异，产品定位和营销模式能否匹配是衡量产品运作能否成功的关键指标。高端酒运作的核心要素是品牌力，中高端酒的核心要素是核心终端的掌控和营销推广能力，中低端的核心要素就是品牌知名度和网络分销能力。

图表 9 不同价位产品推广运作匹配营销要素

价位	核心要素	重点渠道	核心驱动因素	代表品牌
高端	品牌力	专卖店、核心团购、商超、礼品渠道	依靠品牌、历史、文化提升产品附加值，满足消费人群的身份、体验等心理需求和送礼需求	茅台、五粮液、剑南春、国窖 1573
中高端	终端掌控和营销执行力	酒店、团购、烟酒酒店渠道	通过核心终端的推广形成市场消费氛围，带动整个市场的放量	洋河、口子窖、古井贡酒年份原浆、十八酒坊等
中低端	营销网络	三四线城市流通渠道	通过广告带动市场流行，依靠大流通提高市场铺货率	金六福、浏阳河、稻花香、老村长等

资料来源：华创证券研究所

图表 10 白酒上市公司经营对比

公司	产品系列	分销模式	产品价位（元）	渠道模式
贵州茅台	茅台本品系列	总部团购+专卖店	1300-1500	品牌拉力，自然动销
五粮液	五粮液本品系列	大型经销商+专卖店	800-900	大客户代理和产品区域买断运营
泸州老窖	国窖 1573、特曲、头曲系列	核心客户公关和终端渠道推广	100-900	多产品多事业部“群狼战术”模式
洋河股份	洋河蓝色经典系列	小区域代理+渠道分销	100-800	渠道下沉掌控终端，“4*3”模式
山西汾酒	青花汾酒、老白汾	依靠大经销商运作	100-1000	大流通模式运作向小区域推广转型
酒鬼酒	封坛酒鬼酒、精品酒鬼酒	招商模式	300-1300	招商型流通模式运作
古井贡酒	年份原浆系列	小区域代理+渠道分销	100-500	团购+烟酒店模式

资料来源：华创证券研究所

4. 名酒复兴成为最近五年行业发展的主流趋势，看好老名酒延续高增长态势

二线白酒崛起：最近五年，行业内发展竞争最明显的一个现象是老名酒的复兴，以洋河、郎酒、古井贡酒和汾酒为代表。过去许多年因为市场经济转轨、企业机制、营销创新跟不上时代的发展，导致老名酒一个个走向沉寂；但是过去的五年时间，有历史、有品牌的企业开始崛起，主导了整个行业的发展格局。

而在行业分化的大背景下，消费升级和消费者消费理念回归理性，使得老名酒获得更多的市场青睐，同时品牌支撑产品价格不断提升适应消费着需求，在未来的竞争中处于优势地位，未来将保持持续增长。

图表 11 名酒血统追溯表

年份		品牌
1952 年	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963 年	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1984 年	十三大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	十七大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：华创证券研究所

5. 名酒提价和产品结构升级推动行业利润水平提升

茅台、五粮液、提价发展：“茅五剑”一直是行业内的价格标杆，作为高端酒的代表，其价格一直随经济的发展而水涨船高的，其中因剑南春每次提价幅度小于茅台和五粮液，逐渐落

后，其原有的 200 元左右价格空间受到各地产名酒的冲击而衰落，一线名酒的提价为二线名酒的发展留足了空间。

产品价格升级：白酒品牌提价一般有两种途径，一是主要核心产品直接提价，这种提价方式需要品牌有很大的影响力和产品拥有很大的消费者忠诚度，如茅台、五粮液、剑南春；一是通过分品牌推出新产品的模式，如洋河蓝色经典之于洋河酒厂、年份原浆之于古井贡酒、国窖 1573 之于泸州老窖。

6. 并购整合出现，资本在白酒行业暗流涌动

行业的并购整合现象不断涌现：白酒行业因为地域、文化、以及企业盈利水平的原因，注定不能像啤酒产业那样，由几家拥有资本规模企业并购后形成规模上的低成本效应，单纯的资金和品牌输出很难整合中国的白酒企业；由于毛利高和地域性文化明显，区域的小白酒在市场拓展受阻退守一个小区后（往往是一个地级市或小县城）仍可以获得很大的市场销量，不用担心倒闭的风险。白酒的品牌具有文化性和产品工艺的独特性，很难进行品牌输出，但是输出营销和管理却能盘活白酒企业的品牌和市场资产，实现企业的可持续发展，所以白酒行业依靠营销和管理模式进行整合或许是一条可以探索的道路。

图表 12 行业并购整合案例

并购模式	案例	并购情况
政府主导下的并购	苏酒实业	2010 年 4 月，洋河双沟在宿迁市政府的推动下合并，成立苏酒实业。
	四川白酒三角区	2008 年初，四川省委、省政府提出打造“中国白酒金三角，培育千亿白酒产业”重大战略构想，中国“白酒金三角”也是四川省工业“7+3”产业发展战略的重要规划。 因气候与酿造环境的原因，长江中上游成为中国名优白酒的核心腹地，由此以泸州、遵义、宜宾为顶点的“中国白酒金三角”应运而生，三地山水相连，得天独厚的酿造条件，造就了以泸州老窖、郎酒、贵州茅台、宜宾五粮液等为代表的中国名酒。
	金六福	华泽集团收购区域酒水企业扩张模式：旗下拥有金六福酒业、江西李渡酒业、陕西太白酒业、贵州珍酒酿酒、湖南湘窖酒业有限公司、香格里拉酒业股份有限公司、黑龙江省玉泉酒业、吉林榆树钱酒业、安徽临水酒业等 13 家企业。
企业并购	维维入股枝江酒业	2009 年 10 月，维维食品饮料股份有限公司以 3.48 亿元收购了枝江酒业 51% 的股权，而在 3 年前维维股份就已经借收购双沟酒业 38.27% 股份的机会涉足白酒行业。
	帝亚吉欧收购水井坊	2011 年 6 月 27 日，帝亚吉欧洋酒集团进一步收购全兴集团 4% 的股权获得中国政府监管部门批准。完成收购之后，帝亚吉欧持有的全兴集团股权将从现有的 49% 增至 53%，意味着帝亚吉欧将成功控股水井坊。
资本介入	高盛投资酒水行业	2008 年 9 月，高盛以 3.55 亿元收购口子窖 25% 的股份； 2010 年 6 月高盛和宋河的大股东辅仁药业集团有限公司（下称辅仁集团）已签订框架性合作协议，高盛联合平安投资计划投资 5 亿元，从辅仁集团购入宋河 40% 股权，高盛的第一笔投资款 8000 万元已于 10 年 4 月到账。
	浦创入股古井集团	2009 年 7 月上海浦创投资收购古井集团 40% 的股份，并间接持有古井贡酒 24% 的股份。
	联想资本	6 月，联想控股斥资 1.3 亿元认购湖南武陵酒有限公司 7843 万股定向发行股份，成为武陵酒的第一大股东。

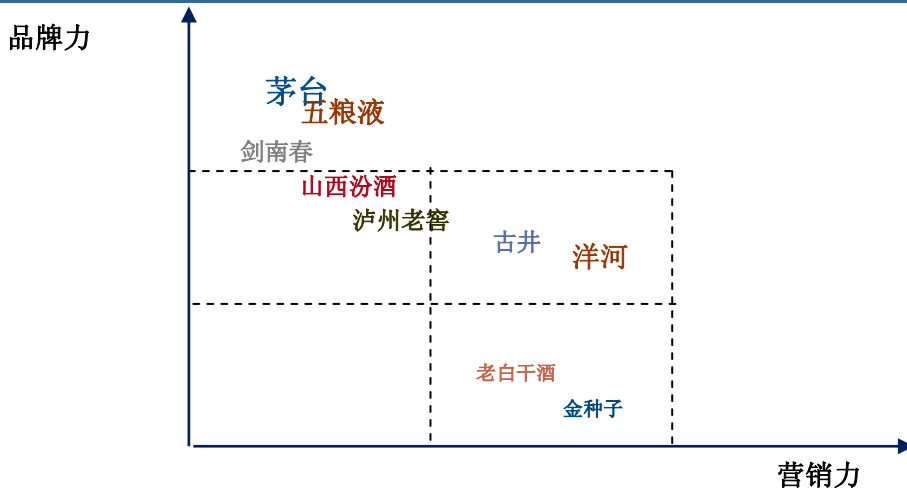
资料来源：华创证券研究所

三、 在营销模式演变格局下的企业竞争模式分析

我们把酒水行业的竞争力分为三个层次：第一层次是品牌竞争，依靠品牌力在高端和全国范围的市场竞争；第二层次是品牌加营销的竞争，品牌力稍弱的企业依靠营销能力在中高端、次高端市场和以省为单位的区域市场竞争；第三层次是营销力，没有品牌的企业依靠较强的营销执行力在省级范围内的市场竞争。

第一层次拥有强大品牌力的企业对渠道营销能力的要求就相对较低，比如茅台、五粮液、剑南春等一线白酒企业，拥有极强的品牌拉力，市场自然铺货率和自然动销率较高，业绩增长稳定。其次是老八大名酒的企业，其品牌力稍弱于一线白酒企业，局限在一个或几个省份，但其营销创新能力和渠道执行力较强，弥补了品牌力的相对不足，其区域拓展和产品结构提升有相对的优势，使企业的发展也能有一个比较大的发展空间。再次是品牌力弱，但营销力较强的企业，一般是区域性强势企业，拥有几个地级市或一个省份的市场，因其品牌知名度较弱，市场拓展范围受到一定局限，产品提升会遇到天花板，所以到企业发展到一定规模就很难持续增长。

图表 13 企业竞争力定位图



资料来源：华创证券研究所

1. 品牌力竞争法则

行业品牌竞争壁垒高，新品牌很难获得认可：据不完全统计，白酒行业有3万家酒水企业，正常生产经营的约在1.5万家左右。行业的高利润吸引大量的资本涌入酒水行业。酒水行业的壁垒是品牌，没有品牌的企业发展空间有限，在行业分化的大背景下，市场向优势品牌企业集中，因白酒品牌具有稀缺性，离开了特殊的时代背景就很难再造，因此新品牌很难获得认可。因为白酒属于传统的有文化附着力的行业，品牌血统优劣决定着企业未来发展的高度，而传统和文化需要时间的积淀，没有根基的新品牌很难被接受，因此我们看好具备老名酒基础的上市企业会在未来的发展中分享行业分化带来的发展机遇。

消费者的品牌认知源于企业的主导产品，因此品牌产品化的发展是行业的一个趋势：消费者对品牌档次的认知就是某品牌在市场销量最大的产品。茅台就是53°飞天茅台的价格档次，五粮液就是52°五粮液的档次；因此老名酒的复兴多采取品牌产品化的运作模式，通过主导产品的打造来提升品牌形象，形成良性的品牌认知。

白酒企业着力打造历史和文化的品牌属性：白酒是文化附着力强的行业，已经超越其产品本身的价值，成为社交和沟通的纽带，因此深谙白酒规则的企业无一不在品牌和文化稀缺性方面发力，主要品牌诉求点为：历史、传统、文化、工艺等。

图表 14 白酒企业品牌诉求

品牌	品牌诉求
茅台	得天独厚的自然环境、科学独特的传统工艺
五粮液	600 多年的明朝老窖，独有的自然生态环境
剑南春	唐时宫廷酒，盛世剑南春；明清时代天益老号
泸州老窖	品味 400 多年的历史
洋河	男人的情怀、蓝色文化
汾酒	传承国宝，清香久远
古井贡酒	1800 年的九酝酒法，明代窖池

资料来源：华创证券研究所

看好一线白酒企业以品牌为核心的竞争优势支持企业业绩长期稳定发展：“茅五剑”依靠强大的品牌拉力和消费者黏性，形成市场的自然走量，终端铺货率达到 90%以上，通过消费者的主动性购买形成销量。只有拥有品牌力的企业才能在消费者心理构建消费忠诚度，一线白酒企业不需要更多的渠道推力来构建竞争壁垒，在品牌稀缺的背景下，我们看好具备一线品牌拉力的企业的长期稳定的发展机会：如贵州茅台、五粮液。

2. 品牌+营销竞争模式

品牌+营销的竞争模式在中高端和次高端构筑起竞争壁垒：一线品牌可以凭借其品牌影响力和消费者认知度可以使产品覆盖区域和终端动销率保持在高位。但是除“茅五剑”外，其他老名酒的品牌影响力仅限于部分区域市场，做不到全国大范围的影响力。其次是二线白酒品牌档次与一线品牌有区隔，一线白酒定位高端，主打全国高档市场，二线白酒定位中高端和次高端，渠道运作成为区域白酒企业竞争的核心，而老名酒可以凭借其品牌影响力占据优势地位，成为区域市场的领先者。

中高端和次高端市场的规模和容量会成就销售规模领先的企业：白酒行业的销售结构为金字塔形状显示，低价位白酒销量最大，而中高价位的总体的市场规模是最大的。未来白酒行业的发展以中高价位为基础，以创新的渠道运营模式为依托，会成就中国白酒行业的规模最大的企业。看好具备“老名酒品牌基础”+“创新渠道营销能力”的企业，成为中国白酒行业的超过茅台的企业。

具备营销优势的老名酒企业市场基础更加稳定：由于中高端白酒市场销售额占据主流的地位，二线白酒品牌依靠品牌+营销的竞争优势以根据地市场为核心向外滚动式扩张，依靠营销的支撑实现全国化。相比一线名酒的全国化，这种运作模式与对渠道的掌控力更强，与消费者的沟通更充分，市场运作根基较深。我们看好洋河股份、古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖的可持续发展潜力。

3. 营销模式竞争模式

单纯依靠营销力的企业在市场范围扩张和产品结构提升方面会遇到壁垒：区域白酒企业，品牌知名度小，且缺乏历史的积累和沉淀，影响力弱，但是在企业管理和营销层面创新意识比较强，率先通过产品结构的优化和渠道营销模式的执行力在中高端和终端市场获得成功。但是由于其品牌影响力的局限，市场范围局限在一个省或者几个地级市，而且产品结构达到中高价位之后，销售在快速增长之后会趋于稳定，市场发展遇到天花板。

图表 15 重点白酒企业竞争力评级

竞争力	一线名酒			二线名酒					三线酒企		
	茅台	五粮液	剑南春	洋河	泸州老窖	古井贡酒	山西汾酒	酒鬼酒	沱牌舍得	老白干酒	金种子酒
品牌力 ☆☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆
营销力 ☆☆☆				☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆			☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆
综合	☆☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆	☆☆ ☆☆ ☆☆

资料来源：华创证券研究所

从产品档次和推广模式来看企业的发展模式：我们看到企业在不同层次竞争的维度不同，其区域市场扩展和相应匹配的营销模式存在相应的差异，从成功的企业上可以看到都是遵循了行业的普遍规律，因此我们再观察企业是否具备竞争力和可持续发展时需要了解企业相匹配的产品价格、区域市场和营销模式。

图表 16 重点白酒企业竞争力评级

品牌竞争（一线品牌拉力）	贵州茅台、五粮液、剑南春
品牌+营销竞争（双核竞争优势）	洋河股份、古井贡酒、泸州老窖、山西汾酒
营销竞争（区域强势）	口子窖、迎驾贡酒、稻花香、衡水老白干、金种子酒、今世缘、牛栏山二锅头

资料来源：华创证券研究所

图表 17 不同层次竞争模式营销匹配要素

竞争模式	产品价格	区域市场	营销模式
品牌	高端和中低端	全国市场	大经销商代理制、小区域代理、品牌驱动产品开发买断
品牌+营销	中高端+次高端	根据地市场+板块市场	深度分销、“盘中盘”、“消费者盘中盘”、“嵌入式管理”“控价模式”等
营销力	中档+中高档	局部区域市场	深度分销、金网工程、盘中盘模式，重点区域直销模式等

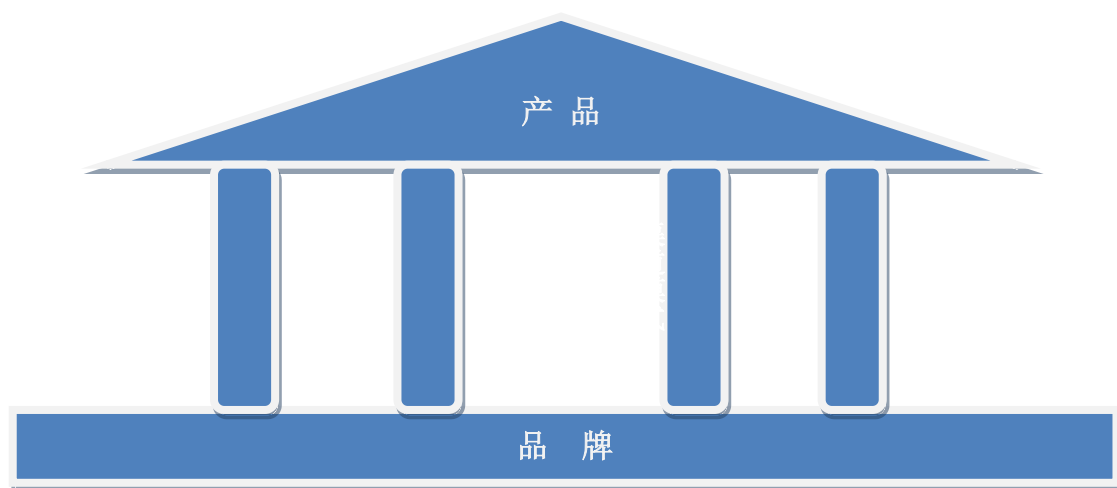
资料来源：华创证券研究所

四、从营销要素解构酒水企业的运营

在快消品行业内，营销是拉动企业发展的龙头，尤其是对于白酒行业来说，除了行业龙头企业贵州茅台依靠其品牌拉力、以产定销之外，其他的白酒企业都是以营销为导向的企业经营理念，因此从营销的维度去看待企业的经营可以判断快消品企业市场发展的趋势。

我们如何去判断一个企业未来的发展和成长？除了财务指标之外从哪些方面能够判断企业的未来成长性，看清企业未来的去趋势。我们剖析了白酒企业经营的几个市场维度，旨在从中观层面对比企业的经营状况，寻找未来最具发展潜力的企业。

图表 18 白酒企业营销结构图



资料来源：华创证券研究所

图表 19 白酒企业营销结构表

品牌	品牌是基础：品牌力是决定企业发展深度和广度的核心要素，对比白酒企业我们可以从品牌的角度划分出白酒企业的层次和发展空间，具备品牌力的企业会获得更多消费者的认可，而品牌的血统和历史文化积淀构成行业的竞争壁垒。
产品结构	产品是核心：产品结构的完善和主导价位产品的打造是企业经营发展的载体，产品线的宽度匹配企业在不同市场空间的运营模式，主导产品的价位适应性决定着企业在市场的结构中的规模大小。
价格体系及费用投入方式	价格是支撑要素：价格体系的运营模式和费用投放方式直接体现了企业的市场运作理念，厂家主导和商家主导的运营体系体现了厂商之间的博弈；从价格体系和资源模式中判断企业是否具备市场掌控力和长期发展能力。
组织模式	组织模式是驱动要素：组织模式匹配企业的运作模式，不同品牌力的企业对组织要求的能力不同，一线品牌和三四线品牌的组织能力相对较低，而区域推广型的企业对营销执行力和组织能力要求高，我们从企业的组织架构中可以了解到企业的运营模式。
区域市场	企业区域市场构成的意义在于是否有利基市场支撑企业的可持续发展，优势市场的占领和版块市场的构建为企业的发展贡献资金、人才和管理经验，全国化发展需要企业在区域市场定位上进行有效规划。
渠道模式	渠道模式的发展始终是围绕消费者消费形态的变迁为导向，盘中盘、后盘中盘，三盘互动模式的变迁和发展的背后体现了企业对消费者需求的开发和引导，不断进行营销模式创新的企业将会在竞争中保持持续领先。

资料来源：华创证券研究所

1. 品牌

品牌是市场发展的基础：快消品行业是一个以消费者认知为导向性的行业，尤其是白酒产品，产品同质化强，品牌就成为消费者选择产品的依据，同时作为一种社交和文化的载体，白酒品牌更多的是承载着历史、传统和文化的因素，其品牌价值更高于产品价值，因此白酒企业的市场拓展和价格提升必须以品牌为基础。

品牌张力决定主导产品线的价格长度：企业品牌所能承载的产品线的于企业主导产品所能达到的价格高度，主导产品的价格体现了产品的品牌档次，茅台就是 1400 元的价格档次，洋河就是 100-300 元的海之蓝和天之蓝的档次，对于二线名酒来说其品牌力稍弱，产品价格也就很容易遭遇天花板。

品牌的厚度决定企业发展的宽度：一线品牌依靠拉力实现全国化高端产品的全覆盖；二线品牌依靠区域影响力实现市场的联动发展，以核心省级区域市场向周边策略市场进行辐射；三四线品牌市场范围局限在有限的区域内，通常为一个省或几个地级市。

2. 产品线结构

完善的产品结构是企业运作模式的载体：产品线结构的设置体现了企业的市场运作规划和模式塑造，如洋河依靠单一主导产品线的区域精细化发展模式；古井贡酒的中高和中低两大系列主导产品模式体现了企业清晰明确的市场运作思路，依靠主导产品的运作带动大品牌的形象提升。

产品结构的价位适应性：企业在区域市场能否深度发展的一个衡量指标是其产能是否切入市场主流价格带，针对目标消费人群认可的主流市场空间，这是销量提升和市场良性发展的前提。洋河海之蓝产品在河南市场和安徽市场遭遇的区域价位匹配性决定了其投入同样的资源却收获不同的结果。

品牌产品化的运作模式实现老名酒的回归：在过去多年的运作中，部分老名酒企业战略失误，“名酒变民酒”导致企业品牌形象低档化，市场长期不振。从近年老名酒的复兴中，可以看到一个很明显的现象就是企业主导产品的成功，通过高价位主导产品的运作拉升企业品牌档次，重新塑造了老名酒的品牌形象，使其顺利走向复兴之路。如洋河的蓝色经典、郎酒红花郎、泸州老窖国窖 1573、古井贡酒年份原浆、今世缘国缘等等都是品牌产品化运作的代表性企业。

图表 20 白酒企业产品结构模式

产品模式	产品结构模式	代表企业
单一主导产品模式	企业营销依靠单一主导产品运作	茅台、劲酒
明星产品带动系列产品	通过高端的“明星产品”提升品牌形象，带动系列产品的市场运作	五粮液、泸州老窖国窖“1573”
品牌产品化，主导系列产品	通过中高端主导产品的系列化运作带动整体品牌销量提升	洋河蓝色经典、古井贡酒年份原浆
高端中高端分品牌运作模式	原有品牌形象低端，分品牌打造高端和中高端品牌，双品牌实现分离式运作	沱牌舍得、水井坊、衡水老白干

资料来源：华创证券研究所

3. 价格体系

价格体系的操作模式决定了企业的市场运作模式，从企业对市场的掌控度来看，有三种主流的运作方式：控价模式、半控价模式、裸价模式，每种价格模式的背后是企业对运营模式、组织结构和资源导向的相匹配。

图表 21 企业价格操作模式

价格操作模式	运作思路	市场影响	代表企业
裸价操作模式	厂家将所有市场资源折算让价交给经销商使用，对于资金流向厂家不干预	市场运作的主动权在经销商手里，除一线品牌外市场能否成功取决于经销商实力强弱和经营理念的好坏	五粮液、茅台、老村长、黑土地，区域小酒厂
半控价模式	给予经销商较高的利润空间，厂家和经销商共同投入进行市场开发、维护	厂家主导下的市场操控体系，经销商有一定灵活控制权，市场开拓有规划性的发展	古井贡酒、洋河
控价模式	厂家负担全部的市场开发及维护费用，经销商负责物流工作	厂家拥有市场控制权，可以依靠厂家资源开发市场，但是厂家管理难度大，资源要求较高	十八酒坊、迎驾

资料来源：华创证券研究所

涨价对于对二三线白酒品牌来说是市场竞争策略：涨价作为一种竞争战略被茅台和五粮液运用的非常成功，但前提是一线白酒茅台五粮液的品牌力拥有强大的不可复制的品牌力，其面临的主要消费群体是高端政务和商务消费群体，价格敏感性低，更在意的是价格提升后品牌的附加值。而对于二三线白酒品牌，如泸州老窖、衡水老白干、金种子酒、古井贡酒、洋河海之蓝来说，提价更多的是一种市场策略，伴随消费者需求和竞争需要的策略。中档和中高档产品的消费者对价格敏感度高，尤其是成熟产品市场价格透明，提价往往会导致市场价格的传导性不强，反向压缩渠道利润空间，进一步影响产品在市场的销售。因此多数酒水企业提价的核心目的只是适应消费者消费升级的需求和弥补市场费用的不足，在提价后往往会加大市场费用投入来维持市场的稳定。企业涨价的通行方式：本品直接涨价和换产品涨价。

产品价格的区域适应性，切入市场主流价格空间：产品切入市场主流价位是产品能否销售上量的前提。对于二线品牌来说，产品定位选择目标区域市场的主流价格带是关键，目前销量最大的价位空间为 100-150 元的中高价位市场空间，从企业主导产品的价格定位空间即可判断企业在市场发展可能达到的深度和规模。

资源投入模式直接体现市场运作模式：资源的投入方式取决于企业对市场的规划和认知程度。前置性投入和规划性投入的认知前提是市场需要培育，在市场导入期通过将市场投入资源的聚焦式投入，更能保证市场运作成功的概率，而提成式投入属于后置式投入。

图表 22 提成式投入和前置式投入对比

提成式投入	前置式投入
经销商回款完成多少任务，厂家按比例给报销多少市场费用	按照市场规划销售任务，产生一定比例的市场费用，分时间分渠道的提前进行投入
厂家风险小	厂家风险大
招商型运作，没有规划	市场先培育后收获

资料来源：华创证券研究所

企业的区域—价位—产品增长模式：按照企业在不同的区域市场发展，我们总结出企业在不同市场发展的运营类型：在根据地市场企业一般是强势占有，市场份额高，品牌影响力大，产品结构覆盖大部分价格带，多产品运作，如古井贡酒在安徽市场的运作。在板块市场，市场影响力减小，企业优势减弱，依靠资源和营销的推动实现主导产品在主流价格带的增长，如洋河在安徽、河南市场的运作。而具备全国品牌力的企业可以依靠自身品牌力，通过单一产品实现全国市场汇量式增长，如茅五剑、红星二锅头的市场。

图表 23 企业区域市场增长方式

市场类型	增长方式	产品运作模式
根据地市场	多产品多价位的 增长	产品全价位全渠道覆盖，形成根据地市场的垄断低位，依靠品牌拉力和消费者忠诚度扩展市场。
板块市场	主导产品在主流 价格带的增长	打造主导的系列产品，切入目标市场的主流价位，通过终端推广或分销网络的构建，形成主导产品的竞争优势。
策略市场	单一产品单一价 位的增长	企业全国化发展是，通过会以单一的主导产品在全国某一细分价位的汇量式销售，如 53° 茅台、52° 五粮液、和 125ml 红星二锅头。

资料来源：华创证券研究所

4. 渠道营销模式的构建以目标消费者的消费形态的转移而创新

从渠道运作模式变迁来看，营销创新是以消费者为核心的，通过对消费者消费意识形态的洞察，不同价位产品侧重不同的销售渠道。高端产品的团购和礼品渠道，中高端产品的酒店和核心消费者渠道，中低价位的流通渠道运作。营销模式没有定式，只有不断的创新才能立于不败之地。

中高价位产品盘中盘模式的核心运用原则：市场渠道是分层次的，其中酒店渠道和团购渠道是对市场起到引领性作用，适用于“二八法则”，通过资源聚焦到酒店和团购渠道，就可以通过这两个渠道的引领作用带动整个市场渠道的运作。

市场经过多年的竞争，酒店盘中盘、消费者盘中盘被不断的模仿复制，单一渠道的运作对市场已经很难起到作用，多种渠道协调发展的多盘互动的竞争模式成为系统竞争的。营销模式的模仿性很强，在同质化的大背景下，企业竞争到最后，一定依靠的是品牌力和执行力。

5. 区域市场布局

市场布局决定着企业的发展空间和发展层次，从去过白酒企业的市场布局来看一般分为三大层次：一线白酒的全国市场布局，二线白酒企业的版块市场布局，三四线白酒企业的重点区域发展布局，品牌力影响企业的市场空间，决定了企业未来发展的格局。

一线名酒依靠品牌拉力是实现全国市场布局，通过全国市场高端价位的汇量式销售构成前一二名的销售，其市场自然铺货率高，产品价格主打高端，经销商多为区域强势和大经销商，资金和网络实力强，如“茅五剑”，但是另一方面，因为靠品牌拉力和高端汇量式增长，一线名酒的发展多为“空心化”，在具体区域市场销售排名靠后。

二线名酒的发展一般具备三大类市场：根据地市场、板块市场、策略市场。二线品牌以省级市场为单位，通过品牌和营销打造一个省级根据地市场，通过根据地市场份额的高占有，积蓄资金、组织人才、市场运营模式，然后向周边省份进行扩展，构建版块市场滚动式发展，通过根据地市场和版块市场的运作和积累，走向全国化扩张的道路。代表品牌有洋河、古井贡酒、山西汾酒。

三、四线品牌的市场范围一般局限在一个省内，在省级范围内，通常建立起以地级市为单位建立起根据地和版块市场，这些品牌因为自身知名度和影响力的原因，产品价位升级和市场扩张范围受到局限，销售达到一定规模后会很容易遇到一个天花板。代表品牌有：金种子酒、衡水老白干。

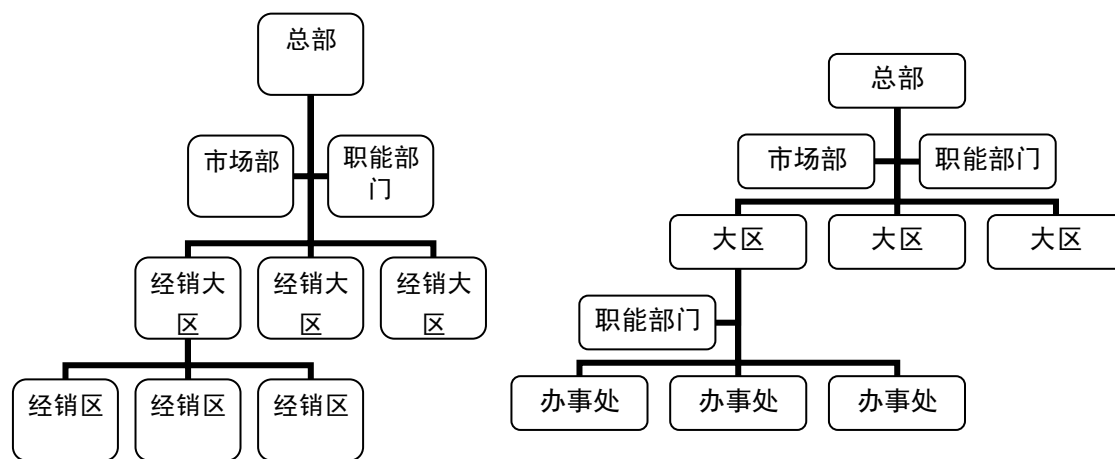
6. 组织结构设置

组织是营销模式的实施者，我们判断企业的营销模式的最直接方式是通过企业的组织架构设置，各企业的组织结构和运作模式均不相同，但是从组织只能上我们将企业的组织架构分为两大类：招商型组织和推广型组织。

招商型组织：组织队伍单一，销售队伍主要负责经销商的开发、维护和回款，市场的推广和维护主要由经销商负责，企业对市场没有掌控力，通过嫁接经销商的渠道和终端来实现市场的销售；这种组织一般企业在一个或几个区域市场只有一个业务人员，职责简单粗放。

推广型组织：厂家在区域市场成立推广组织，联合经销商或独立进行市场分销网络和终端的建设，直接面向终端和消费者进行推广销售。这种组织相对比较复杂，内部部门健全，分工完善，厂家通过区域办事处对市场进行规划和掌控，符合现在营销模式的推广。

图表 24 两种组织架构图对比



资料来源：华创证券研究所

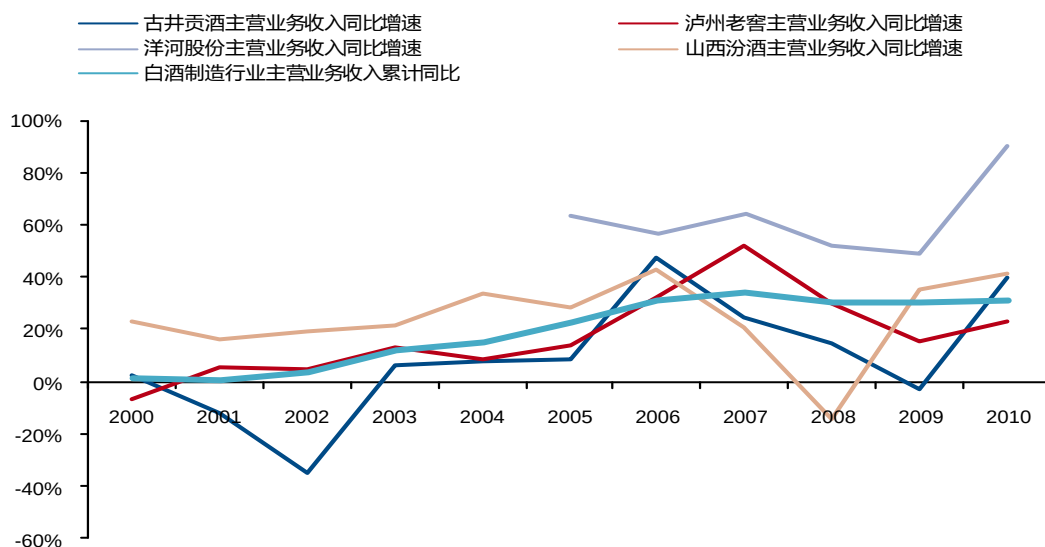
招商型组织：区域组织结构较为松散，一般是采用传统渠道下的企业，企业营销层级到经销商层面不服务于终端和消费者。

推广型组织：各销售分支机构都设置有较为完整的职能部门（市场组，促销部、业务部）专业化分工，而区域组织结构具备完整的区域运作组织职能，以终端运作和消费者推广为重点。重心在市场，决策速度快，有利于区域深耕，组织扁平。

两种组织的结构复合型组织：即招商型组织和推广型组织，兼具两者的优点，企业可以根据区域市场发展的不同，采取不同的组织结构模式。

五、 对白酒行业发展趋势的核心观点

图表 25 中高档白酒及行业营业收入增速对比

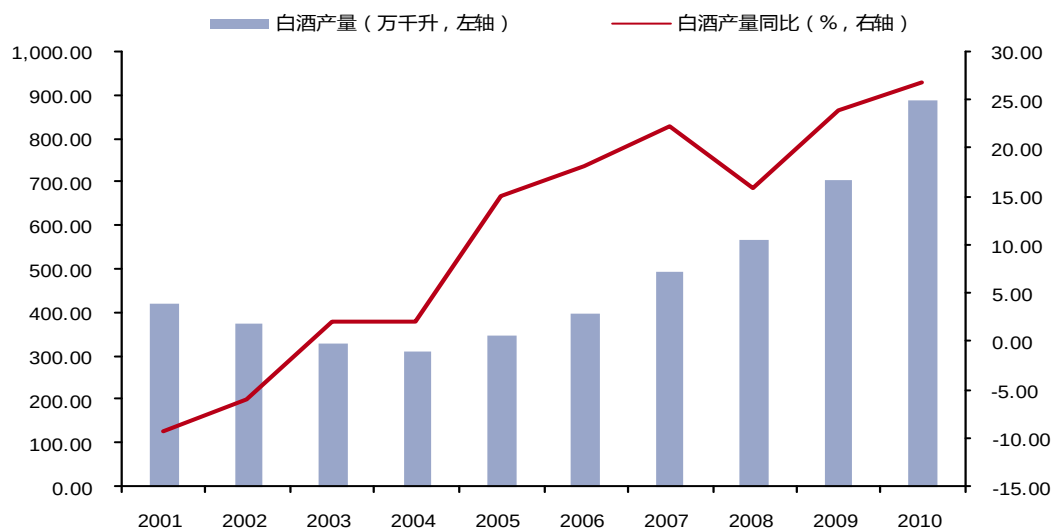


资料来源: WIND, 华创证券研究所

1. 量能达到高点, 行业齐头并进的发展格局将会终止

经过连续多年的量价齐涨, 我们认为产能已经达到一个高点, 未来增速降低, 总产量将维持一个高位, 行业内企业将会分化整合, 挤压式增长和提价式增长将成为企业的主要增长方式。

图表 26 近年白酒产量及增速



资料来源: 华创证券

2. 产业集中化进一步加剧, 具备品牌力的企业将获得持续的发展

白酒行业品牌发展的核心要素是历史和传统, 随着经济发展和消费者消费理念的理性化发展, 那些具备历史和传统的品牌获得了更多的青睐, 可以看到近五年来行业发展的共性是老名酒的复兴, 传统的白酒品牌的发展速度要远超行业的速度, 并且这一态势还将持续。

3. 中高档白酒保持持续增长态势，茅台和五粮液提价后，次高端市场为区域白酒品牌留下更多的发展空间

纵观各区域品牌的发展，多数都是在中高价位空间（100-300 元）取得成功，餐饮业的发展带动了中高档白酒的消费提升，得益于经济发展和消费升级。100 元-300 元价位空间将会逐渐取代 50-100 元的大众消费空间，成为市场主流；而茅台五粮液的在提价战略上一路狂奔，300-500 元的次高端价格带又给区域白酒品牌留下了发展空间，目前各白酒品牌已经开始向次高端发力，古井贡酒、金种子、洋河、口子窖、宋河等等一大批区域白酒品牌都在上延产品线，主推次高端价格产品。

4. 行业整合，资本并购机会将会更多的出现在酒水行业

与啤酒行业不同，白酒的品牌属性和地域属性使得资本对行业的整合迟迟没能有有效进展，但是资本对行业的整合的试探一直没有停止：华泽集团并购多个区域酒水品牌并成功的在各区域获得不错的销售业绩；高盛入股口子窖和宋河酒业；维维涉足双沟和枝江、洋河双沟合并；桐枫烟酒在江苏和安徽的迅猛发展或许会出现酒水行业的国美苏宁等等案例，但目前尚未有成熟的更好的模式。我们看好未来在行业内出现有雄厚的资本和成熟的市场推广模式的企业来进行整合，或许洋河的行业整合基金是一种不错的尝试。

饮料制造

贵州茅台 (600519. SH) / 203. 19 元

产能释放，未来两年稳定增长

主要观点

1. 产能进入释放期，业绩将持续提升：公司自 2006 年起开始“十一五”规划建设，每年新增投产 2000 吨茅台酒生产能力及配套，因茅台酒产品生产周期为五年，今年正是 2006 年新增产能投入市场的第一年，预计新增销量约 10-12%，公司“十一五”期间新增产能已经进入放量周期，未来将保持 10% 左右的年均增长。按照公司“十二五规划”，到 2015 年，高度茅台酒产能需要达到 4 万吨，目前茅台酒的年产能是 3 万吨。11 年到 15 年间，公司每年将新增茅台酒产能 2600 吨，产能的增加是茅台酒未来业绩持续提升的保证。

2. 提价预期强烈，但是基于政府和社会舆论的压力，预计公司短期内不会提价：茅台酒目前出厂价为 619 元，但北京市场流通价已为 1400 元，河南和安徽地区流通价高达 1600-1700 元，批零差价继续呈扩大趋势；加之目前市场上茅台酒仍是供远小于求的局面，提价的市场条件已经完全具备。但是 3 月发改委约谈酒类流通协会，要求企业保持产品价格体系稳定，公司提前表态暂时不会提价。基于社会舆论和政府的态度，我们认为公司暂时会保持现有价格平稳。

3. 贵州省区域规划需要茅台承担更多的发展责任，公司大幅提高销售目标：贵州省区域规划提出：“未来十年，中国白酒看贵州”的口号，提出要公司在十二五末产能达到 4 万吨、销售到 400 亿（含税）的发展目标，并给予公司在交通和税务方面的支持。此前公司对外口径是 260 亿，按照公司 2010 年 116 亿的销售额计算，未来五年销售额需保持 24% 左右的年复合增长率，而公司产能增速维持在 10-15% 水平，要达到目标，提价战略仍是必要手段。我们认为茅台今年的业绩增长在放量和年初提价的前提下已经确定，未来会在“量价齐升”的带动下将保持一个比较高的增长率。

4. 公司有明显释放业绩做高市值的动机：公司公布 2011 年财务预算，营业收入增长 45%，营业成本和税金增加 35%，费用增加 25% 左右。财务预算的披露对于相对保守的茅台来说实属异常。我们认为对于公司来说，管理层对于业绩释放的态度和动机对公司业绩的增长更为重要，而从此可见公司的态度已经转为正面，未来业绩增长确定。

5. 盈利预测和评级：我们认为公司将进入产能的释放期，虽短期内提价受到政策压制，但长期来看，价格仍是公司最有力的竞争战略，提价空间巨大，且管理层释放业绩的主观意愿已经形成。我们上调公司 2011-2013 年的每股收益预测为 8.40、10.91、13.44 元，对应动态市盈率为：24.18 倍、18.62 倍、15.11 倍，2011 年内目标价 280 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示

通胀背景下企业的提价行为被持续抑制。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：
Tel：
Email：

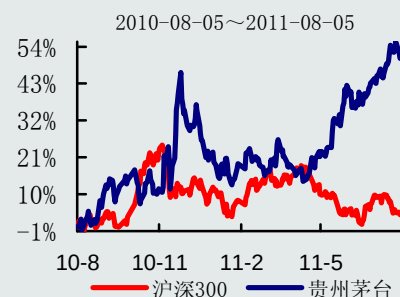
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	103818
流通 A 股/B 股(万股)	103818/0
资产负债率(%)	29.56
每股净资产(元)	21.49
市盈率(倍)	112.95
市净率(倍)	9.54
12 个月内最高/最低价	222.0/144.08

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《贵州区域发展推动茅台业绩释放》	2011-05-27
《业绩高增长提升预期确定性，估值理应提升》	2011-04-24
《新一轮增长周期的主客观动力基本具备》	2011-03-21
《新一轮上升周期来临——从战略建仓到战略持仓》	2010-12-18
《提价点评：“前低后高”业绩曲线将更好更快》	2010-12-16
《低速增长年：供应瓶颈与消费税的短期约束》	2010-10-29

饮料制造

古井贡酒 (000596.SZ) / 92.98 元

战略重塑 徽酒之王强势回归

主要观点

- 1. 战略调整带动企业回归正确的发展道路：**在行业的大发展期，古井贡酒的多元化发展导致企业在白酒主业的发展上落伍；新的战略回归主业、回归高端带领公司的主业开始重点发展。
- 2. 营销模式调整到位驱动企业在市场竞争中快速成长：**成长在徽酒激烈的竞争环境中，是公司的营销被动发展。通过战略调整之后，新的营销模式被快速执行落地，并且通过自身的优势进行创新，“三盘互动”、“嵌入式管理”、“半控价模式”的运作模式带动年份原浆爆发式成长。
- 3. 省内深度发展，市场份额进一步扩大：**2010 年古井贡酒省内市场份额占比仅 10% 左右，而作为省内品牌力最强的企业，古井贡酒的市场份额具备大幅提升的潜力，未来增长空间大；次高端市场打开，品牌张力不足将淘汰掉大部分省内竞争品牌，而古井贡酒的品牌优势使企业在这一空间获得发展机会。
- 4. 全国化道路刚起步，核心优势将支撑省外市场的持续扩张：**在行业分化的大背景下，老名酒走向复兴，“品牌+营销”的竞争优势将支持古井贡酒在省外市场持续发展，良好的品牌基础使得古井在省外开始构建版块市场，布局策略市场，看好明年省外重点市场进入深度发展期。
- 5. 产品结构清晰，次高端和中低端市场机会巨大，业绩成长有保证：**年份原浆的成功使公司通过品牌产品化提升了品牌形象，市场的成功为公司积累了资金、营销模式和组织人才；产品结构的完善使得公司可以在中档价位和次高端价位获得巨大的发展空间。我们看好公司在次高端市场的全国性发展机会和中档市场的核心市场的成长机会。
- 6. 盈利预测与投资评级：**我们认为古井贡酒将在行业分化的格局下获得持续的增长机会，未来三年业绩会保持高速增长；维持公司 11 年 EPS 2.75 元，12 年和 13 年 EPS 4.11 元和 5.43 元的业绩预测，增发摊薄后 11-13 年 EPS 分别为 2.57 元、3.84 元、5.08 元。对应 PE 分别为 36.18、24.21 和 18.3 倍。重申“强烈推荐”评级。

风险提示

1. 省内市场竞争环境为古井的发展带来渠道障碍
2. 省外市场面临竞品的强力阻击
3. 市场管理规模的快速成长为企业带来管理的压力

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：薛玉虎 钟祺
Tel: 010-59370882
Email: xueyuhu@hczq.com
zhongqi@hczq.com

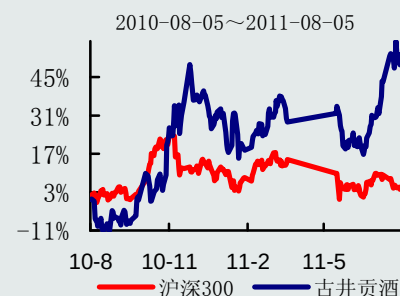
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	25180
流通 A 股/B 股(万股)	17500/6000
资产负债率(%)	43.78
每股净资产(元)	5.18
市盈率(倍)	139.94
市净率(倍)	17.93
12 个月内最高/最低价	96.88/52.52

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《古井贡酒：战略重塑 徽酒之王强势回归》 2011-07-14
- 《古井贡酒中报业绩预增 150%》 2011-06-24
- 《古井贡酒：省内区域深耕带动销量快速上升》 2011-05-23

饮料制造

酒鬼酒 (000799.SZ) / 21.94 元

产品成长空间打开, 品牌支撑恢复性增长可期

主要观点

- 1. 省内市场全面布局和广告驱动的招商汇量推动企业业绩提升:** 酒鬼酒一季报显示 1-6 月份完成营业收入 3.98 亿元, 实现净利润 6085.7 万, 实现每股收益 0.2008 元, 同比分别增长 68.97%、23.41%、23.42%; 驱动酒鬼酒业绩快速增长的有两大原因: 一是广告力度增强驱动招商汇量增长; 二是省内市场全面布局实现良性的发展。
- 2. 品牌基础好, 带动企业进行恢复性增长:** 酒鬼酒具备优质的品牌基础, 在行业分化市场向优势品牌集中的趋势下, 酒鬼酒的业绩尚处于低谷, 市场空间巨大, 恢复性增长可期。
- 3. 产品分享次高端扩容式增长:** 酒鬼酒的主导产品为 300-700 元价位, 在名酒提价和消费结构升级的前提下, 次高端价位未来发展潜力巨大, 价格升级、市场扩容, 酒鬼酒业绩将受益于次高端空间的升级。
- 4. 组织驱动营销落地, 强化招商能力和推广能力:** 成立三大营销中心负责省内和重点版块市场的运作, 通过细化组织增加人员的方式覆盖重点运作市场, 推动营销落地, 对企业业绩增长和持续发展起到催化作用。
- 5. 定向增发驱动企业品牌提升、招商推进和市场深耕:** 企业非公开发行股票的数量不超过 3838 万股, 募集资金上限 44,317.70 万元, 资金投向除增加产能和包装能力之外, 1.2 亿的费用将投向品牌建设和营销网络建设。我们认为对于酒鬼来说, 在既有品牌基础, 通过广告的投放有利于形象提升和消费者认知, 大大促进企业在全国市场的招商进展以及后续的市场持续发展。
- 6. 盈利预测与投资评级:** 我们给予公司 11 至 13 年分别为 0.38 元, 0.57 元和 0.81 元的盈利预测。对应 PE 为 58.29, 38.21, 26.91 倍, 首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示

1. 市场基础薄弱, 影响力差;
2. 恢复性增长, 市场尚在探索期, 业绩持续增长需要系统的调整;
3. 主导产品不是很清晰, 品牌力和资源被分散。

证券分析师: 高利
执业编号: S0360209120018

联系人:
Tel:
Email:

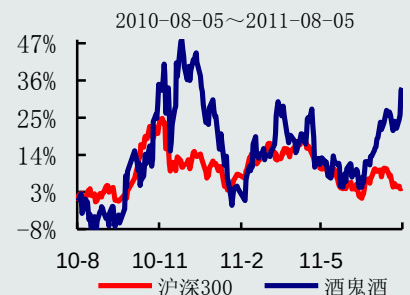
投资评级

投资评级: 强推
评级变动: 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	30305
流通 A 股/B 股(万股)	20560/0
资产负债率(%)	36.41
每股净资产(元)	2.70
市盈率(倍)	109.25
市净率(倍)	8.14
12 个月内最高/最低价	25.71/15.45

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

饮料制造

泸州老窖 (000568. SZ) / 47.10 元

重走长征路

主要观点

- 重新打造“中国品味”的超高端定位：**老窖 1573 的当年成功依赖两点：一是其高于茅台和五粮液的价格定位，满足了部分高端核心消费人群的心理需求；二是针对高端人群和核心终端的公关推广。但是随着其市场的成功，其公关团购和核心终端的运作开始减少，同时伴随茅台五粮液的提价导致其超高端定位优势丧失；现公司开始重新走其原来成功的路线，重点打造“中国品味”。
- 创新营销模式保证市场推广运作：**分事业部：组建不同的销售组织专门负责产品的推广，多产品多组织分事业部的运作模式。“群狼战术”的运作模式：通过品牌和产品整合更多的经销商和渠道资源，并通过“柴泉模式”释放经销商运作市场运作动力，市场销售深度和持续性更强。
- 提价和销售组织扩张带动高档酒和中高档酒快速增长：**通过直接提价和重推“中国品味”提价的操作，其高端酒市场销售增长比较明显。中高端市场对特曲和头曲产品重新包装和定位，重视对中高端市场的运作。专门负责运作头曲、二曲和金奖特曲的博大公司目前组织队伍主管以上人员已经超过四百人，市场销售同比增长 100% 以上。
- 盈利预测和投资评级：**我们认为公司营销模式的创新能够更好的激励渠道销售，从而带来销售量的提升。我们给予 11 年 EPS 2.06 元，12 年和 13 年 EPS 2.71 元和 3.40 元的业绩预测，对应 PE 分别为 22.92 倍、17.37 倍、13.84 倍。首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示

- 高端酒中国品味推广不力；
- 中高端和次高端在增长遇阻；
- 传统强势区域市场受到竞品挤压。

证券分析师：高利
 执业编号：S0360209120018
 Tel：010-59370899
 Email：gaoli@hczq.com
 联系人：
 Tel：
 Email：

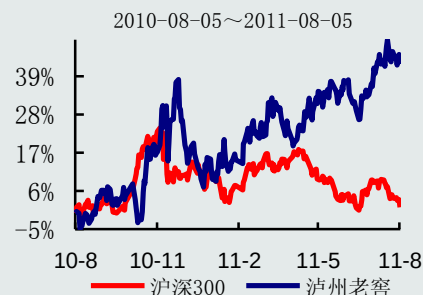
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	139424
流通 A 股/B 股(万股)	71534/0
资产负债率(%)	27.50
每股净资产(元)	4.62
市盈率(倍)	73.28
市净率(倍)	10.19
12 个月内最高/最低价	50.08/32.31

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801