

饮料制造

汾酒洋河五粮液多元增长模式推动其持续

高成长

 评级: **增持**

 前次: **增持**

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

xingtz@r.qlzq.com.cn

xiegang@r.qlzq.com.cn

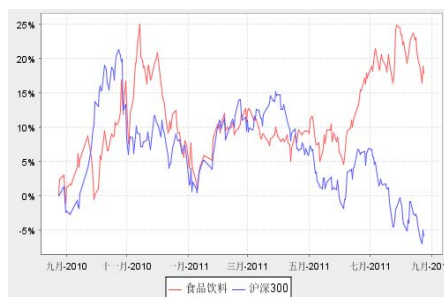
2011 年 9 月 13 日

2011 年 9 月 13 日

基本状况

上市公司数	33
行业总市值(百万元)	890121.46
行业流通市值(百万元)	713306.60

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
山西汾酒	股价(元)	79.68	92.00	136.80
	摊薄每股收益(元)	1.14	2.14	3.42
	总股本(亿股)	4.33	4.33	4.33
	总市值(亿元)	344.95	398.29	592.34
洋河股份	股价(元)	144.10	170.00	241.15
	摊薄每股收益(元)	2.45	4.26	6.89
	总股本(亿股)	9.00	9.00	9.00
	总市值(亿元)	1296.90	1530.00	2170.35
五粮液	股价(元)	38.90	61.00	82.83
	摊薄每股收益(元)	1.16	1.78	2.51
	总股本(亿股)	37.96	37.96	37.96
	总市值(亿元)	1476.63	2315.54	3144.22

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 多品牌多价位增长模式是下一轮白酒企业享受行业结构性扩容的核心竞争力, 成为投资价值评价的核心;
- 预计到 2015 年行业容量达到 8017 亿, 而中高端、次高端和高端分别达到 2806、2001 和 1202 亿, 这三块细分市场内部的价位继续多元化, 白酒行业将继续维持量价齐升态势, 吨酒价格预计 2011 年达到 3.46 万元/吨, 按照行业高成长趋势, 到 2015 年只有 4.86 万元/吨, 仍然处于较低水平, 行业空间巨大;
- 高端白酒价格突破千元后, 白酒高端和次高端进入快速发展通道;
- 行业结构性扩容+次高端集中度提升是名酒发展的核心机遇; 其中次高端的集中度持续提升, 山西汾酒、洋河股份、郎酒将成为核心受益者;
- 高端白酒新一轮的增长 70% 的比例来自量, 30% 来自价位升级, 我们看好五粮液既能提价又能放量, 并且在中高端和次高端两个细分市场的巨大机遇和现实增长动力, 增长的模式基本确立;
- 次高端中我们认为汾酒和洋河股份具备多品牌多价格带的增长模式, 并且根据地市场和全国化基础能够进一步推动两大企业抢占 2000 亿的次高端市场空间; 山西汾酒和洋河股份比 04-05 年茅台和五粮液具备更大的成长空间和规模基础;
- 中高端市场一方面在稳定扩容, 同时竞争极为复杂。区域名酒会受益于扩容, 但全国化次高端和超高端名酒的规模优势和品牌优势、网络优势会进一步推动他们在中高端市场抢占份额; 区域品牌中酒鬼酒具备三个细分市场的省内深耕和全国化次高端优势;
- 综合推介: 山西汾酒、洋河股份、五粮液、酒鬼酒; 张裕 A; 青岛啤酒。

内容目录

白酒行业持续结构性扩容，行业景气刚刚开始	3 -
白酒行业维持量价齐升，吨酒价格偏低暗示空间巨大	3 -
名酒突破千元后，白酒高端和次高端结构性扩容已成趋势	4 -
结构性扩容带动价位多元化，名酒享受多价位成长空间	6 -
白酒价格带的多元化趋势明显，老名酒的机遇更大	6 -
中高端、次高端和高端市场扩容和集中度提升是名酒持续高速发展的两大引擎	7 -
多品牌多价位增长模式是公司持续高成长的核心动力和保证	9 -
多品牌多价位增长模式保证公司持续高成长	9 -
五粮液为高端扩容最大受益者，同时受益次高端和中高端的行业集中	9 -
汾酒、洋河股份和郎酒最大化享受行业在三个细分市场的扩容与集中	10 -
中高端市场将会形成最激烈的竞争，行业集中度偏向于高端和次高端龙头	10 -

图表目录

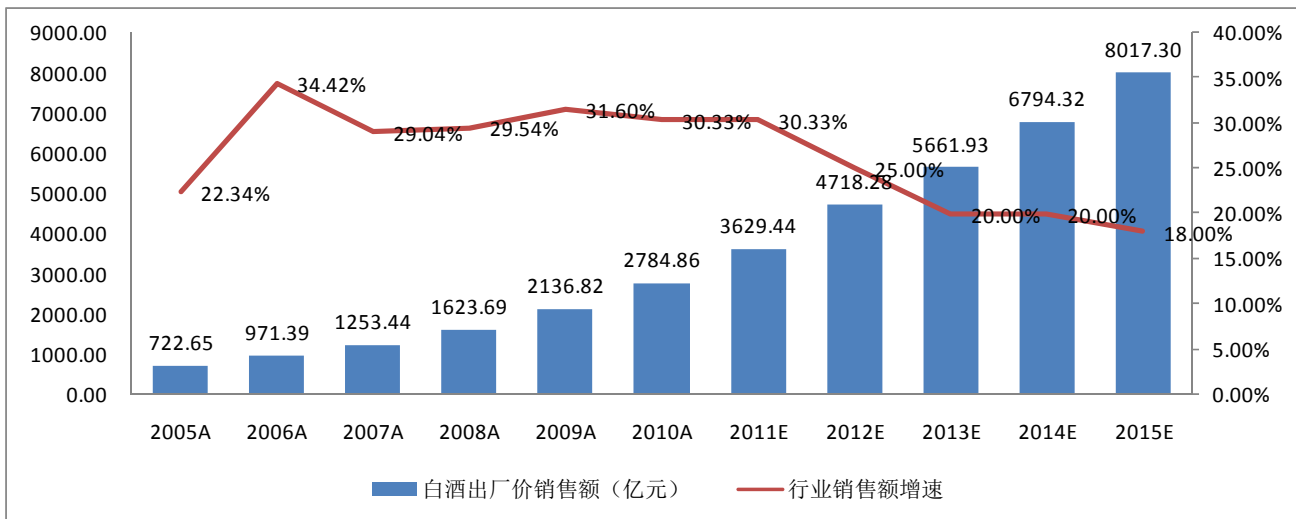
图表 1: 白酒行业营收与增速测算（亿元）	3 -
图表 2: 白酒行业销量及增速预测表	3 -
图表 3: 白酒行业吨价及增速（万元/吨）	4 -
图表 4: 超高端白酒的容量测算（亿元）	4 -
图表 5: 高端白酒销量占比（吨）	5 -
图表 6: 次高端白酒容量与行业占比（亿元）	5 -
图表 7: 中高端白酒的容量与行业占比（亿元）	6 -
图表 8: 高端酒集中度下降趋势	6 -
图表 9: 次高端价格带主导品牌分布图	7 -
图表 10: 中高端价位品牌的分布图	7 -
图表 11: 行业中高端市场集中度趋势	8 -
图表 12: 次高端白酒集中度	8 -
图表 13: 2010 年主流名酒营收增速与多价位增长关系图	9 -
图表 14: 一线名酒多品牌多价位增长模式分析	9 -
图表 15: 二线名酒多元化运营能力分析	10 -
图表 16: 白酒及葡萄酒行业综合推介表	11 -
图表 17: 2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告	12 -

白酒行业持续结构性扩容，行业景气刚刚开始

白酒行业维持量价齐升，吨酒价格偏低暗示空间巨大

- 行业的出厂营收保持较快增长，主要来源于行业结构性升级过程，这一增长的路径会较为持久，预计到 2015 年行业整体营收达到 8017.3 亿元。

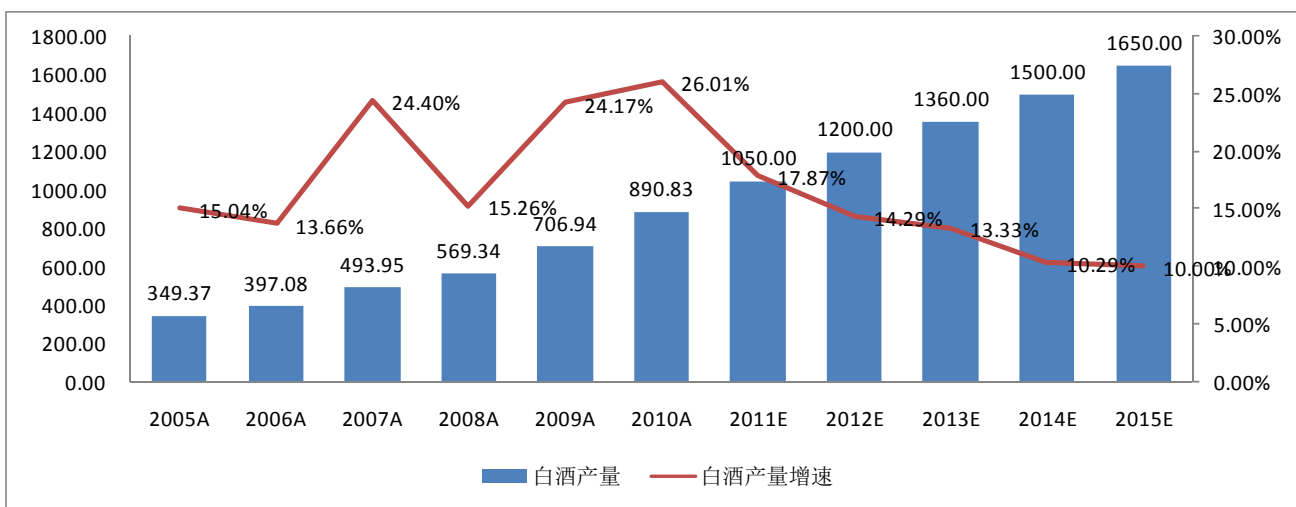
图表 1：白酒行业营收与增速测算（亿元）



来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

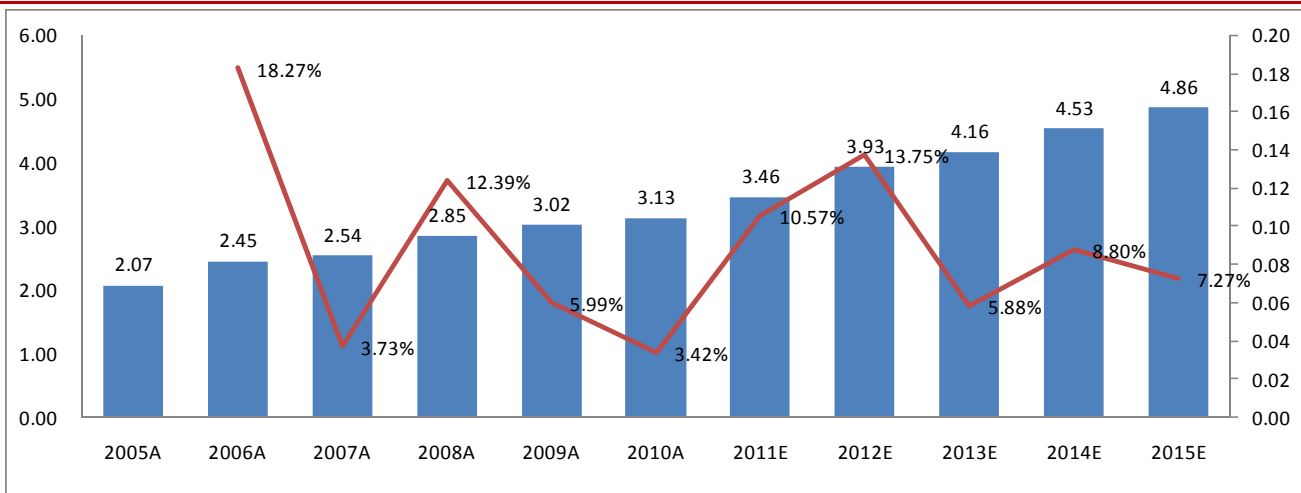
- 谨慎假设白酒行业的销量增长开始放缓，结构性升级机遇要大于整体机遇，企业能否升级成为上市公司发展的核心，否则竞争的压力会持续加大，营销费用投入也会持续加大，我们预计到 2015 年白酒行业销量可以达到 1650 万吨。

图表 2：白酒行业销量及增速预测表



来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

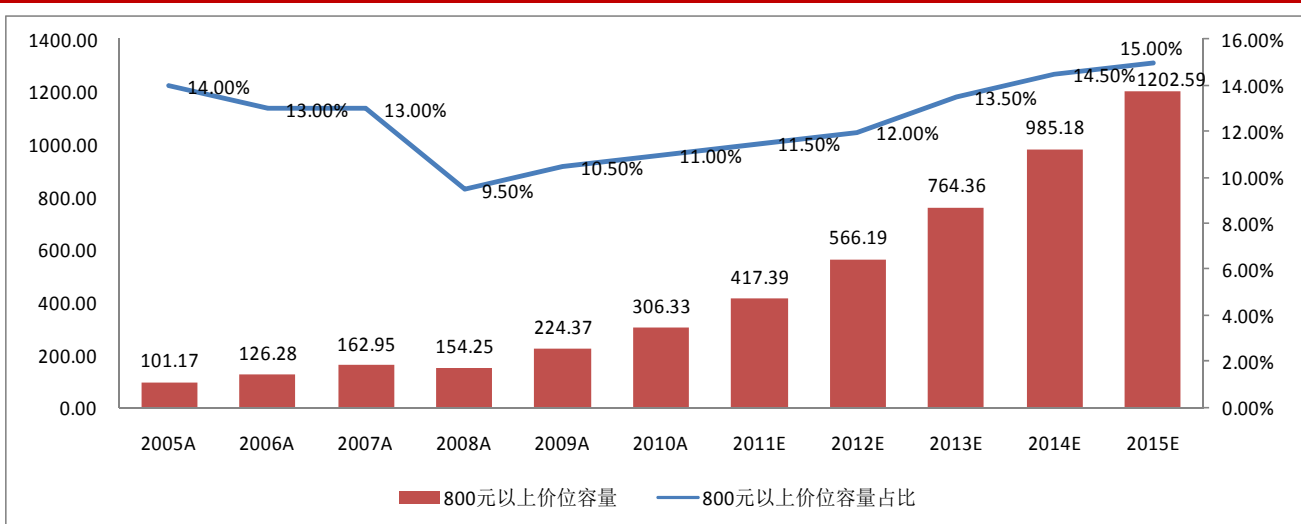
- 2011 年预计行业吨酒价位为 3.46 万元/吨，出厂价格只有 17 元/瓶，随着行业渠道结构的扁平，出厂价格提升对零售价格提升的弹性持续降低。出厂价格具备更强的提升能力。预计到 2015 年达到 4.86 万元/吨出厂价，即单瓶 24.3 元/瓶，考虑到酒精的稀释作用，实际也只有 20 元/瓶左右。

图表 3：白酒行业吨价及增速（万元/吨）


来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

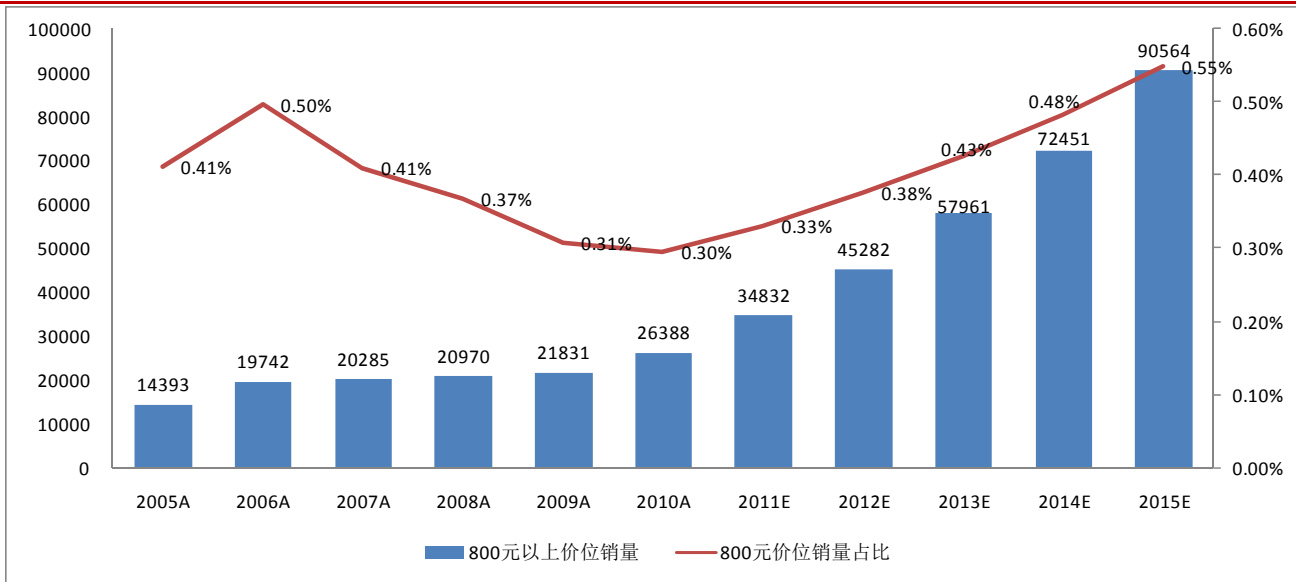
名酒突破千元后，白酒高端和次高端结构性扩容已成趋势

- 超高端白酒将面临历史性机遇，对超高端品牌的追求将使得总量持续稀缺，超高端的量即使如测算的高增长，占行业的比重仍会保持一个较小的比例。

图表 4：超高端白酒的容量测算（亿元）


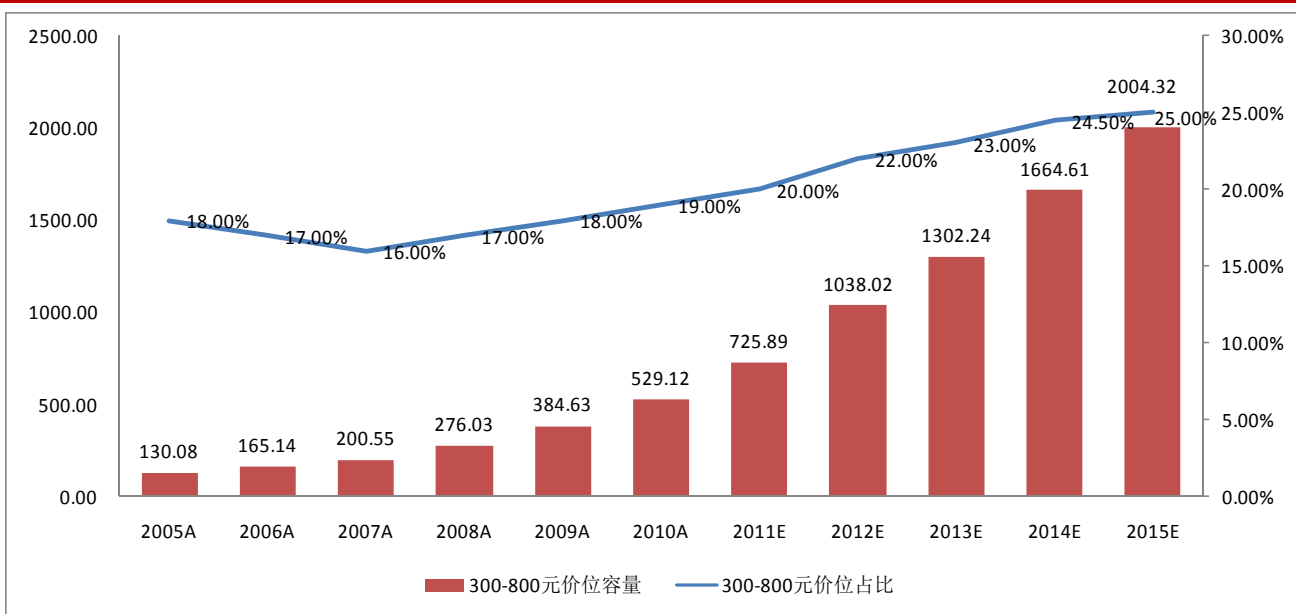
来源：齐鲁证券研究所 注：茅台、五粮液、国窖三者持续列入统计范围

- 按照我们的测算，**高端白酒的销量占比正在进入新一轮提升期**，也代表着高端白酒的快速扩容，从 2010 年开始的占比低谷开始进入以量为核心的结构性扩容期，预计到 2015 年，高端白酒销量达到 0.55%，稀缺性仍然强烈。

图表 5：高端白酒销量占比（吨）


来源：齐鲁证券研究所

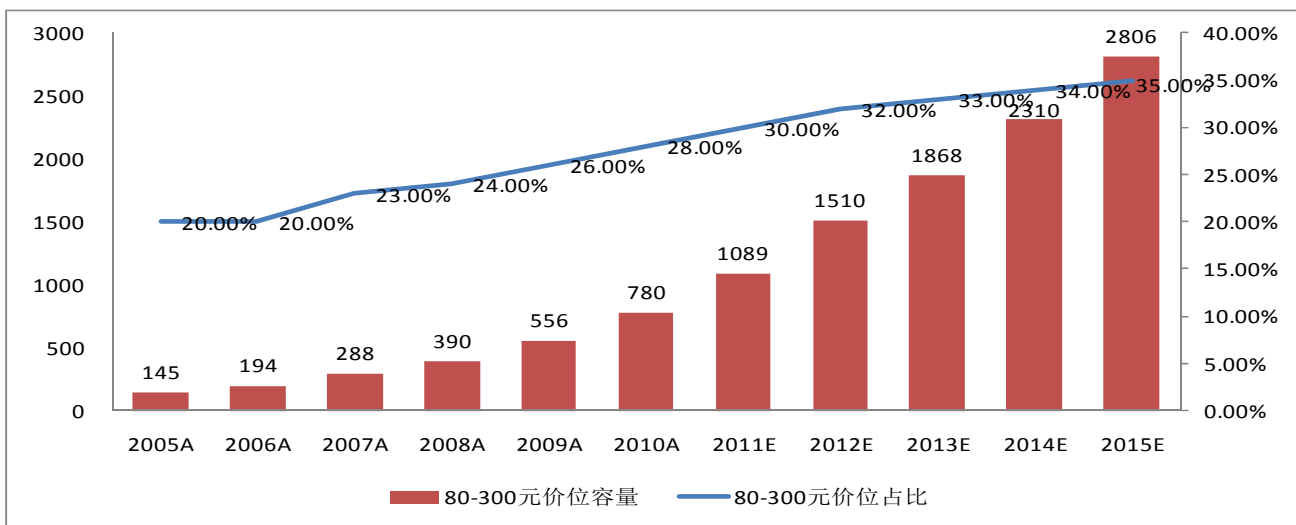
- 次高端白酒发展迎来量价快速提升的黄金时期，预计到 2015 年次高端容量静态测算达到 2004.32 亿元，占行业总容量的 25%，这一价位的名酒将充分受益。

图表 6：次高端白酒容量与行业占比（亿元）


来源：齐鲁证券研究所

- 中高端白酒将成为行业结构占比最大的一块细分市场，只是这一价位的竞争最为激烈和复杂，区域名酒核心发展这一价位，同时行业龙头将依赖自身品牌和规模优势，在这一价位释放低端基酒，形成核心增长点。

图表 7：中高端白酒的容量与行业占比（亿元）



来源：齐鲁证券研究所

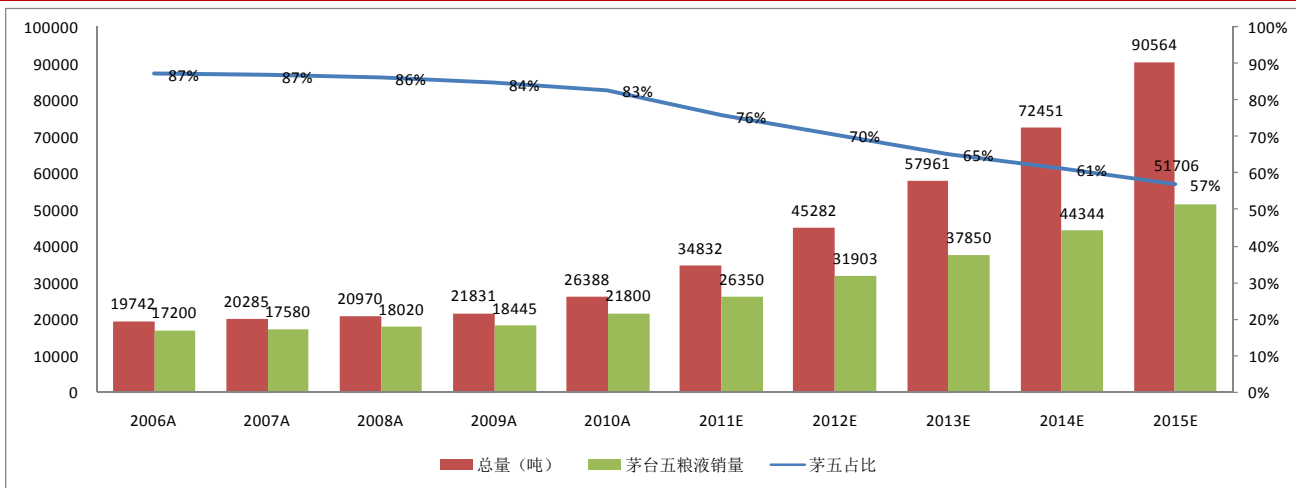
- 结论：我们认为一线名酒将继续保持在高端的优势；次高端名酒有能力和基础在中高端、次高端和高端三个核心细分市场保持竞争力，区域名酒主要参与中高端细分市场，下文将予以细化分析。

结构性扩容带动价位多元化，名酒享受多价位成长空间

白酒价格带的多元化趋势明显，老名酒的机遇更大

- 高端品牌已经逐步不存在价位单一集中，而存在品牌的单一集中，茅台和五粮液仍将是高端白酒最主流的品牌，参见齐鲁证券研究所《五粮液-量价乘积最大，增长动力多极》。

图表 8：高端酒集中度下降趋势



来源：上市公司报告 齐鲁证券研究所

- 次高端白酒的价位已经从原有的 300-500 元提升到 300-800 元，预计到 2012 年底继续拉长到 300-1000 元，单一价位已不能满足消费者需求，需要多层次价位和细分品牌满足次高端需求。

图表 9：次高端价格带主导品牌分布图

主流价位	竞争品牌	发展趋势
300-400	天之蓝（省内）、古井年份原浆 16 年、	逐步减少，主要为区域名酒填补，数量众多，但是品牌集中度极低；
400-600	天之蓝（省外）、汾酒青花瓷 20 年、红花郎、酒鬼酒、剑南春	逐步主流，继续年度提价升级；品牌集中度较高
600-800	汾酒青花瓷 30 年、梦之蓝 M3、新酒鬼酒、水井坊、剑南春珍藏版	老名酒高端品牌主流品牌价位，重点打造品牌，政商务主流品牌价位，品牌集中度较高；
800-1000	国窖 1573、梦之蓝 M6、20 年封坛酒鬼酒	逐步靠近一线名酒，有一定的消费群，并呈现稳健扩容趋势，极少数品牌能够占有，也是名酒升级的方向

来源：齐鲁证券研究所

- 中高端 80-300 元价位品牌同样凸现了价位多元化的趋势。这一价位正在成为区域名酒升级集中发展的最核心价位，古井贡酒的成功就是在 100-200 元价位的突破，并小幅上移带动其持续高增长；这一价位的激烈竞争和费用高投入特征极为明显。

图表 10：中高端价位品牌的分布图

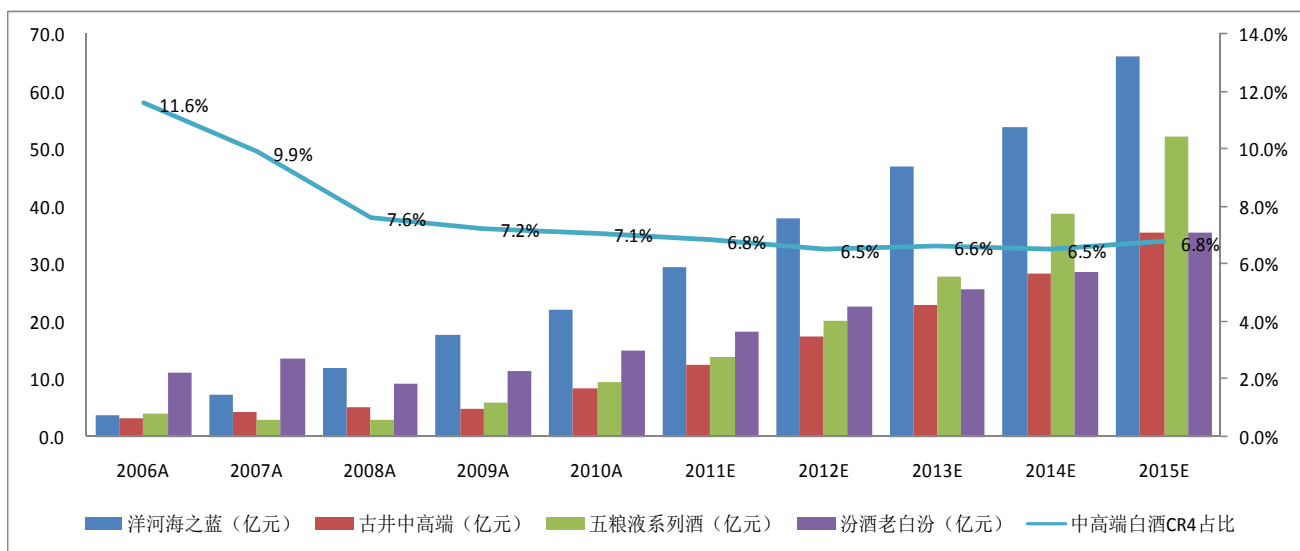
主流价位	主流全国和区域品牌	发展趋势
80-120	种子酒、双沟青花瓷、古井贡酒、口子窖 大量区域品牌如老白干、宋河、迎驾等	区域名酒竞争最为激烈；
150-200	洋河海之蓝、年份原浆 5 年、老白汾 10 年 老白汾 15 年	最主流的大众商务和中低端礼品消费
200-300	较少品牌，成为区域品牌升级的方向	零星品牌销售，成为低价位升级的方向

来源：齐鲁证券研究所

中高端、次高端和高端市场扩容和集中度提升是名酒持续高速发展的两大引擎

- 三个细分市场扩容一方面通过结构升级实现，第二是通过增量实现，高增量主要被名酒切分，大量的区域品牌处于边缘化状态，例如安徽的迎驾高端酒、河北老白干、北京牛栏山，他们在中高端市场为主流，但是在次高端和高端份额上表现难有突破，且难度越来越大。
- 2010 年中高端市场集中度 CR4 约为 7.1%，我们预计到 2014 年 CR4 将下滑到 6.5%，之后开始回升；中高端市场的集中度提升会更晚一些，主要依赖细分市场扩容。

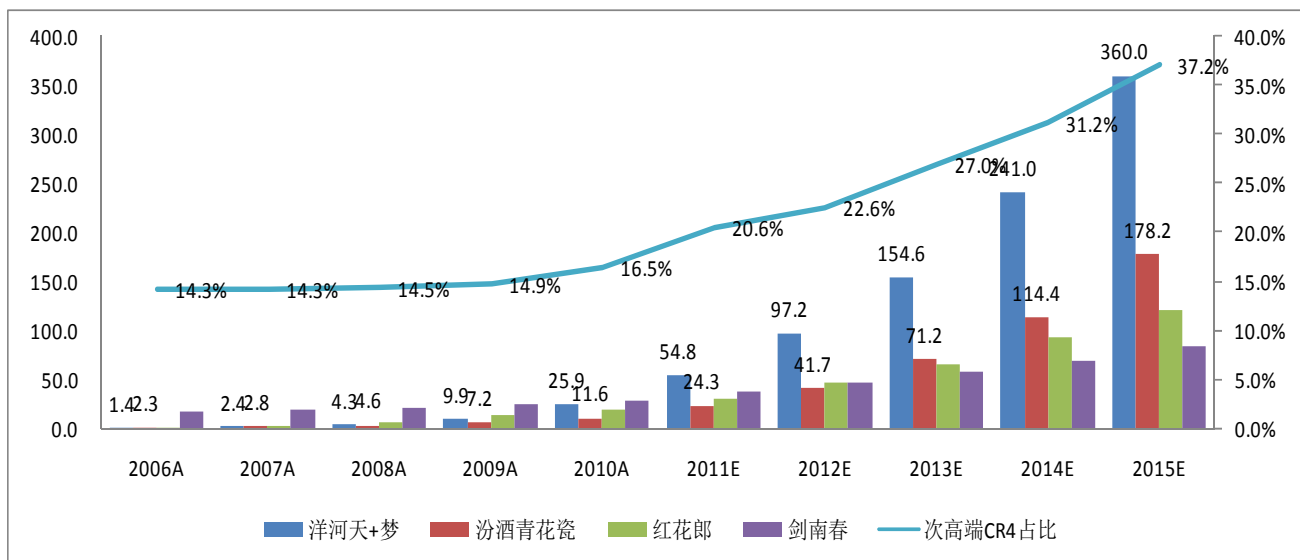
图表 11: 行业中高端市场集中度趋势



来源: 齐鲁证券研究所

- 次高端市场会实现行业快速扩容和集中度上升的两方面发展机遇。由于品牌和规模的竞争壁垒会持续推动山西汾酒、洋河股份和郎酒等企业充分分享这一行业的盛宴，2010 年次高端的集中度只有 16.5%，预计到 2015 年 CR4 只有 37.2%，次高端会继续朝着行业集中的方向快速发展，四大龙头的规模效应更强，未来 5-10 年的持续高成长较为确定。

图表 12: 次高端白酒集中度



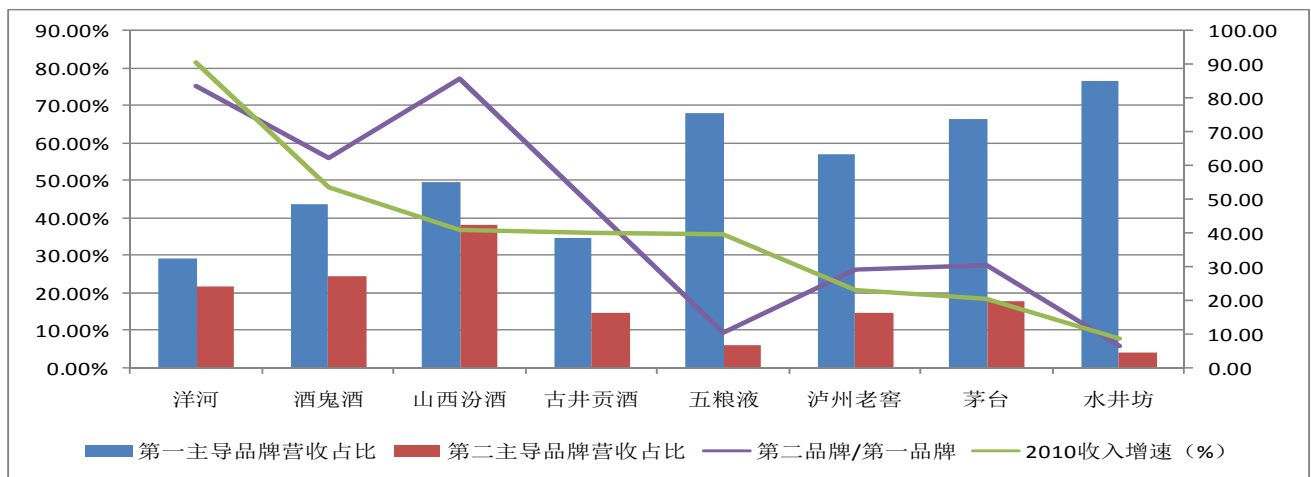
来源: 齐鲁证券研究所

多品牌多价位增长模式是公司持续高成长的核心动力和保证

多品牌多价位增长模式保证公司持续高成长

- 白酒本身是消费品中较为细分的品类，行业的结构性扩容进一步在三个细分市场扩容，每一个细分市场价位进一步细分，所以企业的多品牌多价位增长模式能够保证公司形成持续的高成长品牌梯队。
- 单一的价格增长模式会带来公司过分依赖单一品牌的提价或者挤压式增长，对于已经完成全国化的全国性名酒品牌更为困难。

图表 13：2010 年主流名酒营收增速与多价位增长关系图



来源：齐鲁证券研究所 注：第二品牌/第一品牌比值越高表明企业多品牌多价位增长质量越高

五粮液为高端扩容最大受益者，同时受益次高端和中高端的行业集中

- 通过一线名酒多品牌多价位增长模式分析，我们认为五粮液具备这一增长模式的典型特点，同时其高端品牌继续享受行业高端扩容最大受益。

图表 14：一线名酒多品牌多价位增长模式分析

企业\要素	品牌影响力	消费群基础	多品牌运营	渠道支持多品牌运营	产能供应	综合分析
茅台	强	中性	强 年份+飞天	中性	欠缺	稳健
五粮液	强	强	强 年份+五粮液+系列酒+酱酒	持续增强	具备	强劲
泸州老窖	弱	弱	弱 特曲较弱	变强	具备	中性
水井坊	弱	弱	弱	中性	具备	中性

来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为一线酒中，五粮液具备了高端核心增长引擎，同时在次高端、中高端两个扩容价位实现渠道和品牌的双重推进，具备了一家高成长企业所有的特性。

汾酒、洋河股份和郎酒最大化享受行业在三个细分市场的扩容与集中

- 当前二线名酒企业细分市场运营情况分析来看，洋河具备多元化的价位和品牌及其成熟的运营模式，郎酒次之，同时汾酒正在构建三个价位的品牌，运营能力在逐步提升；

图表 15：二线名酒多元化运营能力分析

企业\要素	多价位多品牌	品牌支持能力	渠道和品牌运营能力	根据地优势	综合分析
山西汾酒	强 老白汾、汾酒青花瓷、国藏汾酒覆盖三个细分市场	强，清香鼻祖	中性偏强	强	强 具备抢占多个细分市场价位的能力，企业快速全国化和省内多价位运营优势突出
洋河股份	强 海之蓝、天之蓝、梦之蓝、苏酒覆盖三个细分市场	强 老八大名酒，绵柔品类	强 构建了全国化的运营网络，特别是在团购渠道构建	强	极强 具备深度全国化能力，全面地在三个细分市场启动增长引擎
古井贡酒	中性 年份原浆核心覆盖中高端	强 年份原浆有一定的概念	中性偏强	中性	中性偏强 省内全价位覆盖，省外中高端市场全国化
酒鬼酒	中性偏强 新酒鬼、封坛覆盖全国	中性	中性	中性偏强	中性偏强，省内次高端、超高端发力，全国化次高端拓展

来源：齐鲁证券研究所

- 当前的潜力分析来看，汾酒和洋河股份具备了多品牌和多价位全国化扩张的基础，现实的增长空间和价位分析也表明了这两家公司最有潜力成为下一个茅台和五粮液。
- 古井贡酒会继续省内的扩张和价位升级，并进行全国化中高价位的扩张，只是面临的区域竞争难度要大于山西汾酒和洋河股份。酒鬼酒作为区域次高端和高端发展的受益者，在本地深耕的同时，走向全国化是品牌多元化的必然选择。

中高端市场将会形成最激烈的竞争，行业集中度偏向于高端和次高端龙头

- 由于区域名酒的崛起，中高端市场将继续成为行业容量占比最大的细分市场，但是由于难有强势品牌领导行业集中度提升，这一价位的机遇和企业业绩反复的风险并存。
- 次高端和高端名酒具备全国化优势的企业如洋河股份、郎酒、山西汾酒、五粮液等会继续推进这一价位的深度占有，我们更看好名酒企业在这细分市场的增量机遇。

图表 16：白酒及葡萄酒行业综合推介表

证券代码	证券简称	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011EPS 增长率	2012EPS 增长率	评级
002304.SZ	洋河股份	2.45	4.26	6.89	10.51	73.88%	61.74%	买入
600809.SH	山西汾酒	1.14	2.14	3.42	5.6	87.72%	59.81%	买入
000799.SZ	酒鬼酒	0.26	0.44	0.76	1.25	69.23%	72.73%	增持
000858.SZ	五粮液	1.16	1.78	2.51	3.42	53.45%	41.01%	买入
000869.SZ	张裕 A	2.72	3.82	5.18	6.95	40.44%	35.60%	买入
600600.SH	青岛啤酒	1.13	1.41	1.98	2.77	24.78%	40.43%	买入

来源：齐鲁证券研究所

图表 17：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁—酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份—新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》
09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评—业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份：高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》
12	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A：舞台更高更大，价值更优更远》
13	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构，加速高端化全国化》
14	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
15	2011 年 6 月 2 日	《酒鬼酒-三大高端品牌全面启动，迎接 2012 年盈利拐点》
16	2011 年 6 月 20 日	《酒鬼酒-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
17	2011 年 6 月 29 日	《把握白酒结构升级和整合内涵，精准选股实现长期超额汇报》
18	2011 年 7 月 6 日	洋河股份《增长战略清晰，增长质量全面提升》
19	2011 年 7 月 6 日	五粮液《高端白酒扩容的最大受益者》
20	2011 年 7 月 9 日	山西汾酒《业绩延续高增长，搏击一片蓝海》
21	2011 年 7 月 31 日	《酒鬼酒-走在复兴的路上》
22	2011 年 8 月 9 日	《张裕 A-高端聚焦带动全面发展》2011 中报点评
23	2011 年 8 月 12 日	《青岛啤酒-最后的大佬》
24	2011 年 8 月 16 日	《战略性看好五粮液》
25	2011 年 8 月 16 日	《山西汾酒-加速全国化，持续高成长》
26	2011 年 8 月 17 日	《酒鬼酒-拐点清晰，战略增持》
27	2011 年 8 月 22 日	《洋河股份-一片蓝海中持续高成长》
28	2011 年 8 月 24 日	《五粮液-量价乘积最大，增长动力多极》
29	2011 年 8 月 31 日	《五粮液已是一家高成长公司》

来源：齐鲁证券研究所

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:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308