

第一创业研究所

李镜池 S1030209080561

电 话：0755-82481099

邮 件：lijingchi@fcsc.cn

食品饮料深度报告（之二）：白酒行业的需求特质分析

- **独到见解：**与大多数的供给端的行业分析不同，作为直接满足消费者需求的消费品行业，我们认为需求端的差异决定了行业的经济属性和回报的差异，企业调整营销、组织以适应需求的变化；从感性元素—心理倾向来分析需求差异以及解释由此造成的回报差异，从宏观大环境、整体商业环境等的变迁来理解企业的营销模式、渠道模式的变化。
- 不同消费品行业，不仅短期回报率差异显著，中长期的资本回报率的依然差异明显，白酒的资本回报率和投资回报率都是最高的。**供给端的解释是一方面，但更深层的因素是需求端，需求属性分析的基础之上加上供给端分析，才构成消费品行业的立体、动态的分析框架。**
- **心理特质及倾向是行业需求特质的主要影响因素，决定消费品行业的经济属性，心理倾向的不同决定了不同行业的盈利能力和回报，这是行业天生的，是先天“基因型”的。而供给端的塑造是后天“改进型”的，对行业影响是渐进的。对消费者行为产生重要影响的心理倾向，我们以喜欢热爱倾向、简单联想倾向、避免不一致倾向、社会认同倾向、奖励超级反应倾向为例进行分析。**
- 相比啤酒、软饮料、乳品等，白酒、葡萄酒受心理倾向、感性因素的影响更大，盈利能力要强很多；不同文化、制度下的需求特质是有差异的，奢侈品、高端酒水在亚洲能得到更高的利润率，消费迅速上升。**需求特质是比产业结构更重要的盈利驱动因素。**
- **白酒尤其是高端白酒是典型的通胀受益型的行业，不仅表现在成本传导能力、涨价能力强，还在于消费弹性在通胀中会被放大。事实证明，通胀上升期和滞涨期，白酒行业尤其一线高端白酒的业绩增长会加快；通缩期，白酒行业业绩增速会明显下滑，一线白酒表现相对稳定；二线白酒在周期中的业绩弹性更大。高通胀环境改变了白酒通常的消费规律，造成了“淡季不淡”，预收账款不降反升。**
- 营销模式不是单因素决定的，最优模式更不是唯一的，主要取决于两个层面，一是经济发展、需求变化影响着营销模式、渠道方式的演进；另外是营销模式要匹配需求特质，不同定位产品需要不同的营销模式。
- **对行业的判断：**高端白酒价格继续走高，高端与次高端会逐渐拉开空间；未来 2-3 年，白酒板块的投资回报率和超额收益仍将居食品饮料行业之首，看好茅台、五粮液、洋河股份、山西汾酒；2012 年上半年，白酒行业景气度很可能下降，一线白酒稳健性更好；两个层面从经济周期和行业需求特质来思考食品饮料的行业配置，行业需求特质的变化会改变行业在经济周期中的表现。
- **行业风险：1、长期性风险；2、周期性风险。**



目 录

1、行业回报是不平等的：消费品行业的比较.....	4
2、供给端的解释是一方面，但并不完美.....	5
3、行业的需求特质分析.....	6
3.1、需求特质：心理倾向的解释.....	7
3.2、需求特质反映了文化、制度的差异.....	13
3.3、消费群体是需求特质的载体.....	14
4、需求特质是比产业结构更重要的盈利驱动因素.....	16
5、白酒的需求特质与行业景气度.....	18
6、需求特质影响下的白酒营销模式、渠道方式.....	21
6.1、需求变化影响着营销模式、渠道方式的演进.....	21
6.2、营销模式要匹配需求特质，不同特质产品需要不同的营销模式.....	24
7、需求特质与白酒企业的战略选择.....	25
7.1、区域主导模式还是价位主导模式.....	26
7.2、市场整合方式的选择.....	26
8、对白酒行业认识的主要观点.....	27



图 表

图表 1 消费品中不同行业的 ROE 比较.....	4
图表 2 饮料行业中不同子行业的 ROE 比较.....	4
图表 3 过去 5 年饮料各子行业的投资回报率.....	5
图表 3 需求特质的心理倾向影响因素分析.....	8
图表 4 不同饮料类别的心理倾向分析.....	12
图表 5 06-10 年食品饮料子行业不同的销售毛利率.....	12
图表 6 06-10 年食品饮料子行业中不同的投资回报率.....	12
图表 7 08-11 年茅台累计提价幅度.....	12
图表 8 2000-11 年茅台出厂价、终端价、终端-出厂价.....	12
图表 9 不同文化、制度下的心理倾向差异.....	14
图表 10 爱马仕在亚洲的盈利水平显著高于其他地区.....	14
图表 11 爱马仕、普拉达在亚太地区的收入占比不断提高.....	14
图表 12 资本市场是财富分配的重要途径.....	15
图表 13 房地产市场是财富分配的重要途径.....	15
图表 14 张裕 A 与全球第一、第二葡萄酒公司的盈利能力比较（5 年均值）.....	17
图表 15 茅台、洋河与帝亚吉欧的盈利能力比较（5 年均值）.....	17
图表 16 美国烈性酒的行业集中度远高于国内.....	17
图表 17 美国葡萄酒的行业集中度远高于国内.....	17
图表 18 高档葡萄酒价格变化.....	18
图表 19 普通葡萄酒价格变化，以美国为例.....	18
图表 20 高通胀环境，白酒通常的消费规律改变，预收款不降反升.....	20
图表 21 不同时代需求的变迁推动渠道模式的变化.....	21
图表 22 全国财政收入、支出增长.....	22
图表 23 财政收入/GDP 的比重持续十年稳步上升.....	22
图表 24 02 年开始，税收、企业盈余的占比不断提升.....	23
图表 25 从 02 到 11 年，工业企业利润增速平均为 31.5%.....	23
图表 26 住宿和餐饮单位个数变化，02-07 年大幅增长 7 倍.....	23
图表 27 03-08 年住宿和餐饮从业人数增长近 5 倍.....	23
图表 28 不同价位产品的需求特质、营销模式分析.....	24
图表 29 部分白酒上市公司营销模式对比.....	25



从投资的角度,行业研究有两个维度:一是行业配置,联系宏观与行业,衡量的是该行业与市场中其他行业的相对重要性问题,行业在经济周期中的表现;二是行业经济属性,是从中观、微观的角度来分析行业特质,寻找行业的驱动因素,从而对行业中长期的发展趋势和远景有更加清晰的把握和理解。

我们对食品饮料行业的行业配置已经做过一些探讨,通过对比成熟度高的美国、日本市场来揭示食品饮料行业在经济周期中的配置规律。本文作为上面研究线索的延续,对食品饮料中受关注度最高的子行业—白酒行业的经济属性进行了分析,希望能给投资人提供一个更长期的投资视角。后续我们还将对葡萄酒、啤酒行业进行分析。

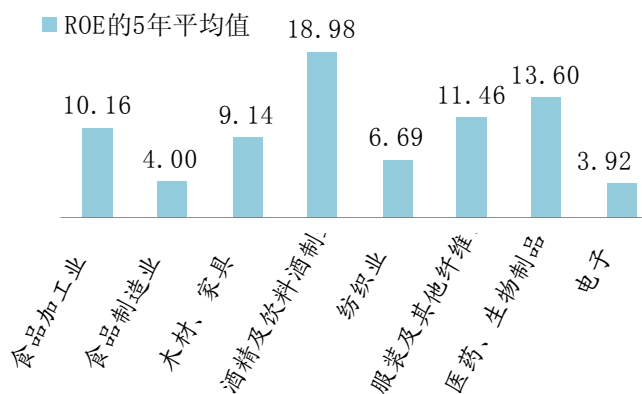
与大多数的行业供给端的分析不同,作为直接满足消费者需求的消费品行业,我们认为需求端决定了行业的经济属性和造成了回报的差异,企业调整营销、组织以适应需求的变化;从感性元素—心理倾向来分析需求差异以及解释由此造成的回报差异,从宏观大环境、整体商业环境等的变迁来理解企业的营销模式、渠道模式的变化。

1、行业回报是不平等的：消费品行业的比较

消费品中,不同行业的资本回报率是不相同的,不同的行业有各自不同的天命。从理论上,在竞争性的市场环境中,资本会从低回报率向边际回报率高的行业移动,那么最终各行业的回报率会趋向社会的平均回报率。但在实际生活中,需求不是无差异的而是可能有显著的差异性,供给方的要素组合也是差异性的,由此会对整合要素资源的资本的回报率产生重要影响。

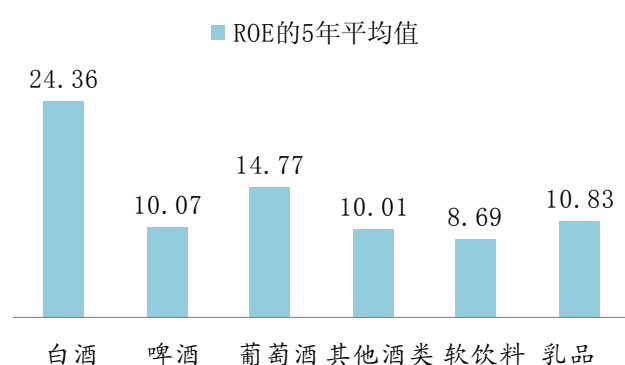
不仅短期回报率差异显著,从中期5年的资本回报率看,差异依然非常明显。酒精类饮料类最高,其次是医药,食品加工要高于食品制造,服装要高于纺织;在饮料中,白酒行业的资本回报率最高,其次是葡萄酒,啤酒、其他酒类、乳制品以及软饮料基本上差别不大。

图表 1 消费品中不同行业的 ROE 比较



数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表 2 饮料行业中不同子行业的 ROE 比较

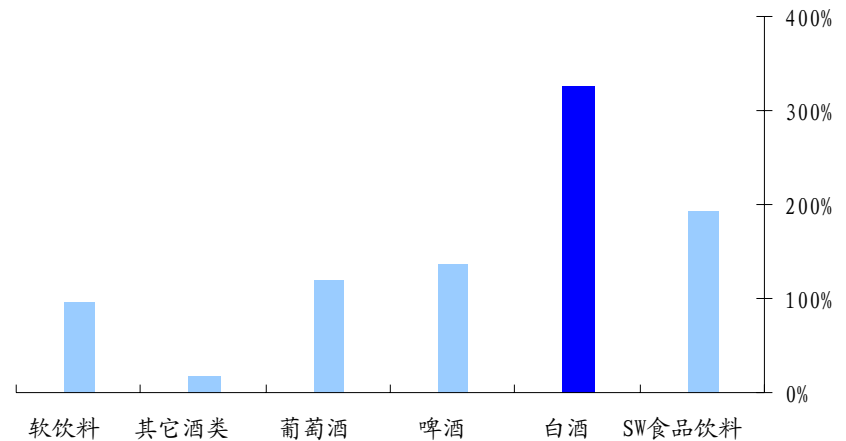


数据来源: wind 第一创业证券研究所



资本回报率的差别决定了中长期不同的投资回报。过去 5 年，投资人若投资白酒，回报率超过 300%，其次为啤酒、葡萄酒，回报率超过 100%，软饮料接近 100%。

图表 3 过去 5 年饮料各子行业的投资回报率



资料来源：wind 第一创业证券研究所

当前理解白酒行业的发展大致有两条主线：一是需求主线，需求端是中国经济发展下的消费需求的多元化和升级，表现为总量的扩大和结构的提升，04 年达到最低点之后白酒产量开始呈温和上升趋势，一线超高端白酒的不断提价后，次高端、中高端价位区间的增大，次高端、中高端的价位区间上移；另一条主线是供给端的变化，企业作为联系终端的生产者，主要表现在营销、渠道模式的不断自我突破，表现在企业引导和满足市场需求的方式上不断创新，可以理解为企业的创造力、生命力主导和改变行业内的游戏规则和格局。

然而我们更愿意从需求特质和产业动态论的角度来解释白酒行业的发展：从感性元素—微观心理特质来分析需求差异以及解释由此造成的盈利能力差异；从宏观大环境、整体商业环境等的变迁来理解企业的营销模式、渠道模式的变化，即适应环境变化的企业会取得成功，不顺应新环境的企业会衰弱。

2、供给端的解释是一方面，但并不完美

高毛利率、高 ROE 长期维持的背后因素是什么？可以说是巴菲特所称的“护城河”。从供给端的行业壁垒角度，对不可复制的资源整合度高的行业往往能得到更高的资本回报率。由企业构成的行业也可看成是多种资源的整合体，资本之外还有自然资源、文化资源、历史资源和技术、制度资源，企业还有个性化的人力资源。尽管资本能够流动，可无论自然资源还是文化资源，都是有限的和不可移动、不可复制的，难以如同资本那样有高的自由度，由此，行业的供给端的差异决定了从中长期看不同行业资本的回报也是不相同的，不可移动的资源整合度高的行业往往能得到更高的资本回报率。

另外，从供给端的组织结构角度，产业组织结构会影响企业行为，竞



争行为会影响行业的利润，这是典型的产业结构主义的分析逻辑（SCP 范式）。随着集中度的提升，行业内的竞争会趋缓，企业的盈利能力会得到提升。

我们需要对事物进行简化,但不能过于简单。就对消费品供给端的分析,我们还需要思考和解释的是:

1、持续多年中国高端酒水的消费价量齐升，仅用收入增长和消费升级来解释有足够的说服力吗？欧美收入、消费水平要明显高于国内很多，但烈性酒的盈利水平反而远不及中国。

2、美国、澳大利亚的葡萄酒行业集中度很高，那么按理其盈利水平应该会比较稳定而且保持较高水平吗？可实际上，其毛利率、ROE 都远低于国内的葡萄酒。

3、为何集中度低的白酒行业的毛利率、ROE 要高于集中度很高的葡萄酒、啤酒？国内啤酒行业集中度继续提升，其毛利率、ROE 会出现大幅提升吗？

是供给创造需求还是需求创造供给呢？这是经济学中的两个争论不休的理论，我们认为不同于两难问题的“二者必选其一”，两个都只是复杂问题的不同视角，两者之和或许才是问题的完整描述，也可以说两种不同的理论在相当程度上是互补的，每一种理论都提供了解释行业驱动因素的不同线索。

需求属性分析的基础之上加上供给端分析,才构成消费品行业的立体、动态的分析框架。就食品饮料行业而言，供给端的变化往往容易观察和发现，企业的兴衰更迭也会不时出现，因此，市场对行业供给端给予了很多的关注，研究分析报告也有不少，供给的变化分析主要集中在产品线、营销模式、产业组织等；需求端由于不易觉察而且不直观，在大的时间跨度上和空间跨度上才会表现出来，人们在“吃”方面有相当好的习惯和文化的传承，由此生产创新是最慢的而且需求端的研究不多见。我们认为，消费品是用来直接满足人们的某种需求的，**需求特质分析和需求变化分析更为符合行业的特点和本质**，而生产技术等并不构成行业的重要壁垒或主要驱动因素，其实消费品企业对特殊资源和要素的整合，是企业为了满足人们的一些特殊需求，而行业集中度的提升也是市场和消费者选择的结果。

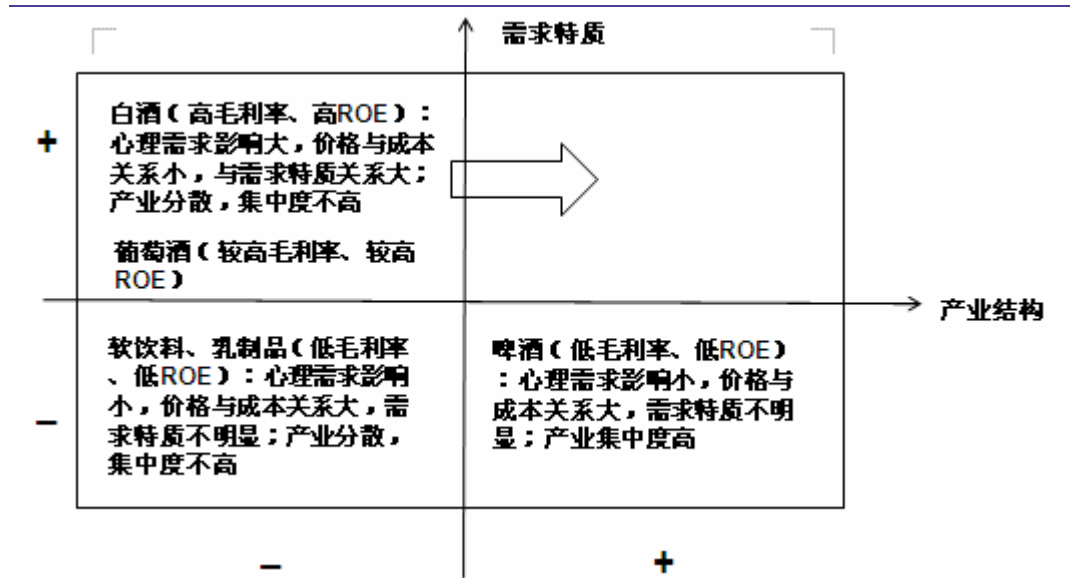
3、行业的需求特质分析

不同消费品行业的盈利水平差异是什么决定的？可以说是不同类型的消费需求以及消费需求背后的心理很大程度上决定了消费品行业不同的需求属性，从而影响企业和行业的盈利能力。由此，**心理特质及倾向**决定消费品行业的需求属性，心理倾向的不同决定了不同行业的盈利能力和回报，是需求特质的最主要影响因素，这是行业天生的，是先天“基因型”的。因此，**需求端的差异造成不同消费品行业的盈利能力是有明显区别的、是跳跃式的，而供给端的塑造是后天“改进型”的，对行业影响是渐进的。**



按需求特质与产业结构来构建消费品的分析框架，划分为四个象限，向上、向右表示盈利能力的提升，需求特质决定消费品行业的需求属性，进而决定了不同行业的盈利能力和回报。白酒、葡萄酒、软饮料、乳制品、啤酒分别属于不同的象限。

图表 4 消费品行业的分析框架



资料来源：第一创业证券研究所

白酒是中国文化下的特质性的消费品，一线白酒的强文化属性、资源性铸就其稀缺性，使其具有成为中国本土奢侈品的潜质，心理需求为主且表现出典型的心理特质，高端白酒的价格与成本关系小，与需求特质关系大，尽管产业分散，集中度不高，行业仍表现出高毛利率、高 ROE。国内资本对白酒起着最主要的定价权作用，其影响力随着中国国力尤其是文化影响力的扩散而扩大。反之，处于对面象限的啤酒，消费受心理需求的影响较小，价格与成本关系大，需求特质的表现不明显，尽管产业集中度已经高，行业表现出相对低的毛利率、低 ROE。

3.1、需求特质：心理倾向的解释

消费需求包括生理上的和心理上的，而当今越来越多的消费品早已超出了低层次的生理需求，而是为了满足高层次的心理、精神和文化需求。从需求方消费者看，不同类型的需求心理和消费动机决定了愿意支付的产品价格，从供给方企业看，企业发现这种需求，整合自己的资源来满足消费者的心理需求，来表现消费者的某种特质。

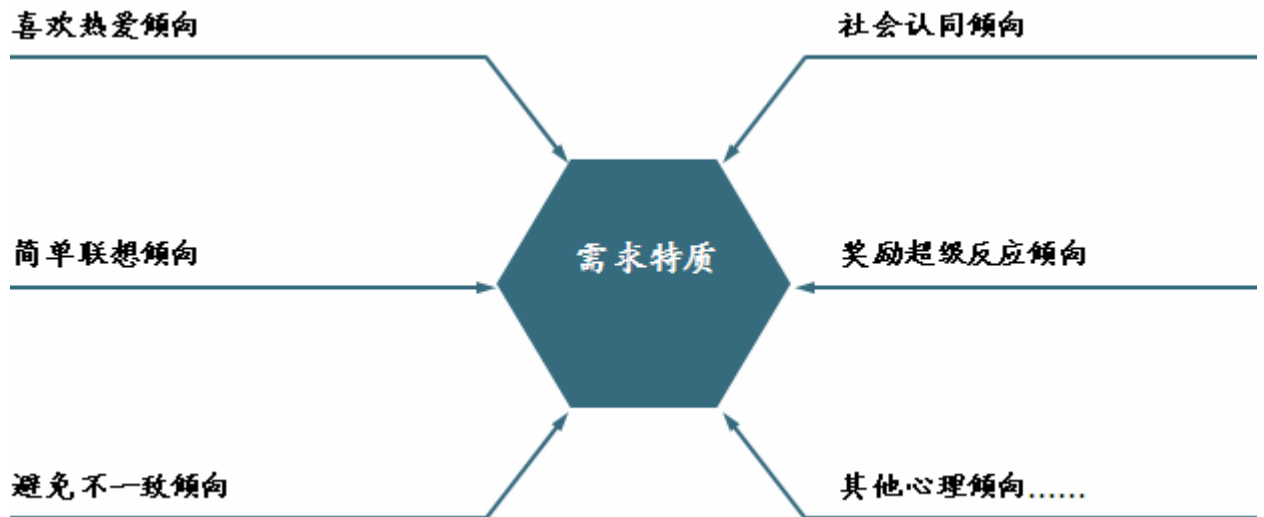
我们从大多数的成熟的心理特点来分析不同消费品的需求属性，大多数是指大概率的情况，不排除微观个体的心理差异，成熟的是指主力的消费人群，而不是个性化的小众消费人群。我们尝试以食品饮料为例去揭示影响消费行为的心理倾向，用心理倾向来解释不同类别消费品的需求特质，以及表现出来的价格差异。我们发现，不同的消费品会激发不同的心理倾向，从而产生不同的心理需求；不同文化下具有类似但差异化的心理倾向，



会激发类似但程度不一的行为反应。

对需求特质进而对消费者行为产生重要影响的心理倾向，下面我们以喜欢热爱倾向、简单联想倾向、避免不一致倾向、社会认同倾向、奖励超级反应倾向为例进行分析：

图表 5 需求特质的心理倾向的影响因素分析



资料来源：第一创业证券研究所

1、喜欢热爱倾向

在遗传因素的作用之下，刚孵出来的小鹅在破壳而出后将会“热爱”并跟随第一个对它和善的生物，那几乎总是它的母亲。但是，如果小鹅孵出来那一刻，出现的并不是母鹅，而是一个人，那么小鹅将会“热爱”并跟随这个人，把他当做自己的母亲。同样，对于配偶和孩子，人类也天生就是喜欢和热爱的。人们对某些商品也会产生这种感情倾向，像对待配偶和自己的孩子一样，比如一些产品一旦贴上了“民族”、“传统”的标签，人们会更倾向购买。

喜欢/热爱倾向有很多来自于第一次的体验。对于第一次的记忆，人类会放到特殊的记忆区域里，有如初恋是任何人都不会忘记的，传统的事物、文化也正是通过第一次的体验、记忆而一代代的口口相传。因此，经常被提及的、知名度高的商品会被更多的人接受和认可，受到更多人的喜爱，如白酒中的茅台、五粮液，葡萄酒中的法国拉菲。人们对地产的白酒、啤酒也会有很深的情感，“家乡酒”的情怀很多也都自于第一次的体验和日后的适应。

喜欢/热爱倾向造成的两种非常具有现实意义的后果就是，其一是心理调节工具，促使人们忽略其热爱产品的缺点，对其更加喜爱和忠诚，对价格敏感度降低。其二是行为调节，因为喜爱，人们会花更多的时间和精力来倾注于此。中国人之于白酒；法国人之于葡萄酒；英国人之于威士忌；德国人之于啤酒，因此，中国人对白酒的喜爱，会注重传统的工艺和历史，酿造出各种不同的香型；法国人对葡萄酒的喜爱，法国葡萄酒品种更多注重庄园血



统，不同于新世界的葡萄酒，手工酿造的程度最高，工艺更具个性化，回报自然要高于规模化酿造的新世界葡萄酒；德国人对于啤酒的喜爱也是一样。

2、简单联想的倾向

品牌的想象。茅台让人想到的就是“国酒茅台”，政务和高端商务第一用酒的地位无可撼动；五粮液让人联想到的是五谷杂粮的精湛工艺；国窖1573 让人联想到的是悠久的酿造历史；而洋河蓝色经典抛弃了传统，将蓝色的高雅，绵柔的口感和宽广博大的胸怀完美的结合，塑造了全新的品牌形象。

提高价格的销售策略对奢侈品而言尤其有效。因为那些付出更高价格的顾客因此而展现了他们的美好品味和购买力，所以通常能够获得更高的地位。高价格容易让人联想到的是高品质、高品位。

品牌之间会形成区隔，而不是连续性的，由此价格会产生空白地带。人们会对不同的品牌进行分类投射，每类形象最多容纳 2-3 个品牌，这一类品牌有着相似的关联，但不同类别会有明显的心理区隔。因此，产品价格不会是连续变化的，而是会出现价格空白带。

未来随着高端白酒价格的进一步上涨，高端白酒与次高端的价格差距会拉开，形成价位区间的空白带，次高端价格上移的空间不主要是由高端酒价格上移的空间决定的，而是由其本身的需求特质决定的。

3、避免不一致倾向

人类头脑强烈地趋向于与此相同的结果。人们倾向于保留如下几种东西的原样：以前的结论、忠诚度、身份、社会认可的角色等。正如凯恩斯指出的，新思想之所以很难被接受，并不是因为它们本身太过复杂，新思想不被接受，是因为它们与原有的旧思想不一致。

发达国家保持较为稳定的社会阶层，人们受到避免不一致倾向的影响，尽力保持着符合身份的消费，从而制约了高端品、奢侈品的发展，但是，这种力量在中国却不成气候，因此不足以阻碍人们对奢侈品的追逐。

扁平化的社会阶层，差异化的收入分配，对更高身份的热烈追求。与其他阶层更为分明的发达国家比较起来，中国社会阶层的结构是扁平的，中国是近 20 年才正式的放弃平均主义而走向差异化的收入分配，并完成个人和家族的财富积累。社会、生活在发生快速的变化，但缺乏阶层差异，这让所有人几乎都站到了奔向成功的相对平等的同一起跑线上，对代表着更高生活水准的消费流露着自然的好奇和向往，因此，当前中国人对高端品和奢侈品的消费超前是有这一心理为基础的。

整体上中国人的消费心理倾向是两者的结合：一方面是“先富阶层”对身份、忠诚度认同的消费，快速的经济发展下更多的人也进入到了富裕阶层，他们心理需要的是避免不一致倾向；另一方面是大多数人并没有受“避免不一致倾向”影响，从而表现出对高端、奢侈品有浓厚的兴趣而引致高的超前消费倾向，会经常的进行尝试性消费、超前消费。在这两类心理倾向同时存在的情况下，当然是对奢侈品（包括高端酒水）更强劲的需求，形成了不断上升的刚性需求，这不仅表现出对高端品价格的敏感度低，甚至是对价格上涨的追逐。



这种心理倾向的异化性还表现在消费的两级上：一方面是超出理性购买力的对高价品、奢侈品的追逐，对高端品价格上涨的容忍度高；另一方面是对基本商品价格上涨的厌恶，对食品等基本消费品价格上涨的容忍度低。

4、社会认同倾向

如果一个人自动依照他所观察到的周围人们的思考和行动方式去思考和行动，那么他就能把一些原本很复杂的行为进行简化，而且这种从众的做法往往是有效的。

中国人乃至东方人的行为模式中的趋众的比重更大，表现为赌性更强，不仅是股票跟风买入，商品买卖也如此。文化基因中缺少独立、自由的启蒙思想，在社会行为上，大多表现为个人心理更易受大众心理的影响进而做出与大众趋同性的行为，感性有余而行为背后的理性思考不足。因此，在中国，乃至日本，人们更容易受到奢侈品、时尚品的吸引，对高端品的这种心理需求更大。

国人面子消费观可算是社会认同倾向下的一种行为反应。“有样学样”是一句老话，它指的是这种情况：李四看到张三做了某件事，或者拥有某样东西，于是强烈地希望自己也去做那件事，或者拥有那样东西。

趋众的心理倾向往往与听从权威的心理倾向是朝同一方向发挥作用的，这也就使得原本分散的个体行为表现出了一致性。大多数人生下来就要跟随领袖，人类社会的结构文化增强了人类天生就有的追随领袖的倾向。在商业社会里，高端品牌会首先注重与意见领袖的沟通，培养忠于自己品牌的消费领袖。90年代中后期上一轮白酒行业过冬之时，五粮液大力借助当时正在兴起的商超渠道的东风，夺得“酒王”称号，而将茅台抛在身后；2000年开始茅台率先大力发展团购，建设专卖店网络，直接服务于政界、商界的意见领袖，才有了今天茅台无可撼动的“国酒”地位，尽管之后五粮液、泸州老窖也开始投入专卖店网络建设，但先机已失，只能是亡羊补牢，岂能用对手的招数来制服对手。

不难理解，为何国内酒厂提价的理由有“满足身份的需要”。喝的是哪种酒已不单单是个人的喜好，还有着更重要的符号意义，高端白酒真正的消费群体不是大众百姓而是核心的意见领袖，这才有“越贵越有身份”而不是越便宜越好。可见，高端白酒的价格相继不断上涨根本不是成本上涨的推动而主要是“心动”使然。

5、奖励超级反应倾向

自然界存在一种重复出现的、普遍的伟大行为算法：“重复有效的行为”。在一个权力、资源的分配没有制度作保障和缺失民主化程序的社会中，寻租与腐败就必然成为这一体制下受到奖励的共生性行为，充当这一行为的载体自然不能缺少奢侈品、高端品，高端酒水也是润滑剂。

不同体制下，理性人是一样的，但理性人的行为大不同。在奖励的反应倾向下，奢侈品、高端品的购买者（不能称之为消费者，是自己购买别人消费）对商品价格是不敏感的，而对“投其所好”是最敏感的，往往与喜欢热爱倾向、避免不一致倾向等共同作用，进而有利于达其所愿，得到预期的奖励。



高端酒水用于公务、商务消费的比重在 90%以上甚至更多，剩下的私人消费无几。可以看到，2005 年至今高端酒水的价量齐升，与整个经济环境的“国进民退”，每年政府财政收入、土地收入的大幅增长是几乎同步的，而实际上是大幅超越了居民收入的增长。政府在经济中的支配作用越大，“投资+出口”的经济模式越强化，在奖励超级反应倾向的驱动下，高端酒水扮演的角色作用就会越大，需求自然就会更加旺盛。

值得寻味，茅台今年初出厂价上调 120 元，零售价从去年中的 800 多、900 多一路上涨到了 1500 元甚至 1800 元以上，销量旺盛终端仍然还见不到货，而五粮液、1573 受茅台涨价带动零售价从 700 左右略涨到 900 多，终端价的差距拉开了近一倍。答案可能是以下几种因素引起的：1、奖励超级反应倾向，茅台身份突出，奖励的作用自然也不同，这是茅台作为政务、商务第一用酒的强大品牌力的展示；2、社会认同倾向下的投资性需求，茅台的销量是由 5 年前的生产决定了，保值稀缺性使茅台具有投资功能，从批发到零售环节，价格更高，趋利者更众；3、社会认同倾向、避免不一致性倾向下的“维持现状消费”，价格上涨显示的个人身份更高贵，更特殊。

无疑心理倾向之间不是孤立存在的，各种心理倾向会结合，多种心理倾向的相互作用会产生更重要的影响。而在上述心理倾向中，我们认为，奖励超级反应倾向对需求特质的影响是最大，它是心理倾向与经济动机的结合无疑起着核心驱动作用。

（上面例举的 5 种心理倾向并不是个人对心理学的研究，它是来自于查理·芒格的发现和总结，他例举了一份影响个体思考和行为的 25 种心理倾向的清单，而我们做的工作只是感悟大师的劝诫，提取出认为会对消费行为产生重要影响的这些心理倾向。芒格不认为这份清单穷举了所有的心理倾向，当然我们也不认为穷举了所有对消费行为产生影响的心理倾向，只能是力求寻找到触动心理影响消费行为的重点。）

消费品的需求特质是基本的生理需求之外的感性差别，本质是不同的心理倾向。白酒、葡萄酒尤其是高端的酒水能够激发心理倾向的能力是最强的，无论是个人型的消费倾向还是社会文化型的消费倾向，自然对价格的敏感度降低，盈利能力自然要高于其他的消费品，行业内生性的增长也会更快；而啤酒、黄酒、软饮料和乳制品激发心理倾向的能力要弱许多，盈利能力自然是一般，相当于社会平均回报率而已，其内生性增长也会不足，要提高股东回报需要借助外延式扩张辅助。

激发心理倾向的能力越低，说明需求的层次越低，产品同质性就越高，价格主导购买行为，越难获得超额收益，啤酒、黄酒、软饮料和乳制品都是这种情况；激发心理倾向的能力越高，说明需求的层次越高，产品的同质性越低，个人主观感受主导购买行为，通过差异化获得超额收益的可能性越大，如高端白酒、高端葡萄酒；

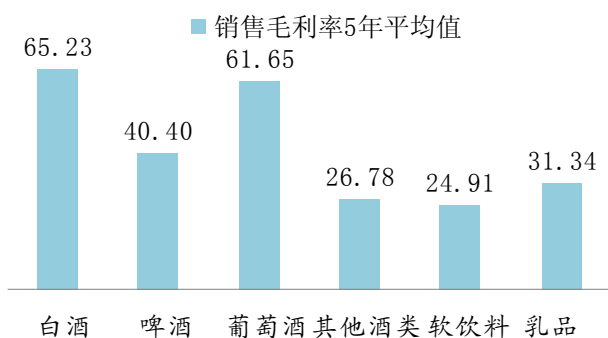


图表 6 不同饮料类别的心理倾向分析

		白酒	红酒	啤酒	黄酒	软饮料	乳制品
个人倾向	喜欢热爱倾向	强	强	中	中	中	中
	简单联想倾向	强	强	中	中	中	中
	避免不一致倾向	强	强	中	中	中	中
社会倾向	社会认同倾向	强	中	弱	弱	弱	弱
	奖励超级反应倾向	强	中	弱	弱	弱	弱

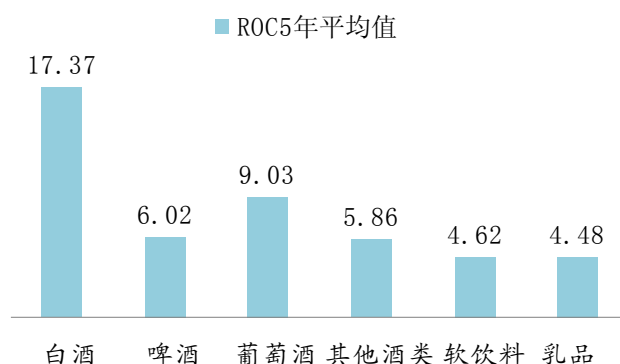
数据来源：第一创业研究所

图表 7 06-10 年食品饮料子行业不同的销售毛利率



数据来源：wind 第一创业证券研究所

图表 8 06-10 年食品饮料子行业中不同的投资回报率



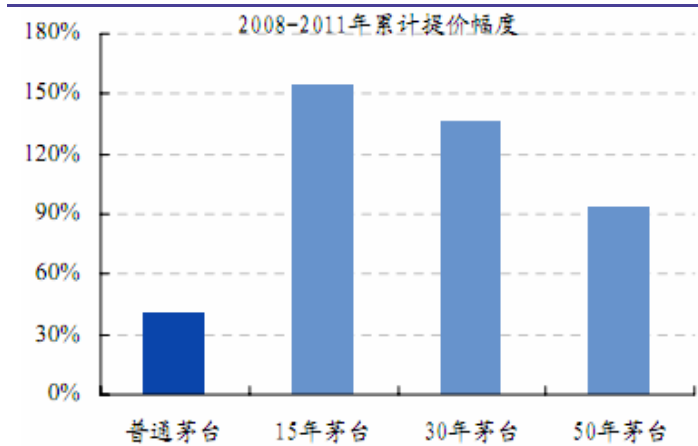
数据来源：wind 第一创业证券研究所

白酒的投资需求是需求特质下的新表现形式。高端白酒易储藏、体积小，收藏的时间价值高，使之具备了投资品属性。在高通胀的环境下表现最为明显，拥有高品质、稀缺性和悠久文化底蕴的一线白酒不断增值和涨价的预期吸引越来越多的渠道和消费者提前囤酒，刺激了对高端白酒的囤积和投资，进一步扩大了高端白酒的（尤其是茅台酒）需求，新增的投资性需求又继续强化了涨价预期（反身性理论，预期的自我实现）。高端白酒已不仅仅是满足心理需求的消费品，而且部分具备了投资品的属性，投资性需求会更容易受到心理倾向的影响。

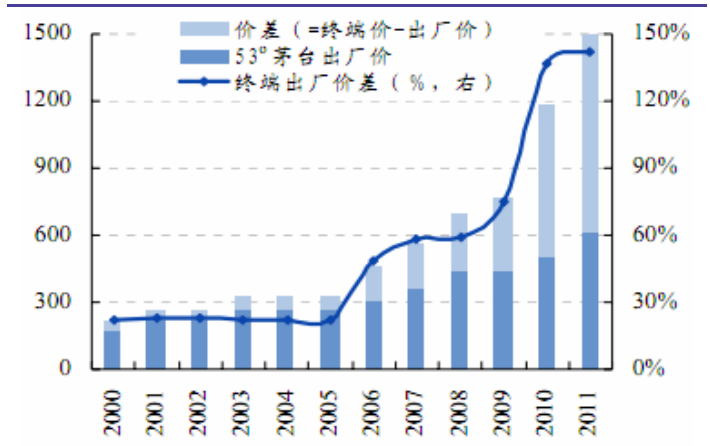
从投资属性上看，茅台无疑是最强的。社会认同倾向、奖励超级反应倾向下，人们相信茅台酒的投资回报的确定性是最强的。2009 年底开始茅台的终端-出厂价差大幅拉开了与五粮液的差距，这与流通渠道和终端的囤货不无关系。今年至 2011 年 06 月已进行 7 次茅台酒的拍卖，6 月歌德拍卖公司在陈香盈袖·中国名酒拍卖专场拍卖茅台酒 260 件拍品，总成交 7449 万元，创下白酒单场成交纪录。

图表 9 08-11 年茅台累计提价幅度

图表 10 2000-11 年茅台出厂价、终端价、终端-出厂价



数据来源: wind 第一创业证券研究所



数据来源: wind 第一创业证券研究所

利用现代金融工具,放大商品的投资属性,让更多的投资者参与进来,分享白酒保值增值的收益。仅在今年年内,原酒产权交易、酒类专门交易所、白酒期权理财产品纷纷上马。9月16日,国内首家白酒现货交易平台——四川联合酒类交易所正式落户中国“白酒之都”宜宾。4月末,中国工商银行湖北省分行发售了首款白酒期权理财产品,最高年化收益率为4.7%。7月20日,泸州老窖公司的200吨国窖1573大坛定制原浆酒,正式通过北京产权交易所旗下的网上竞价平台——金马甲网上产权交易平台进行公开交易。按底价计算,这一项目的总交易额达5.52亿元。

奢侈品、艺术品等都深受影响,其实白酒投资势头渐猛也不过是国人投资潮流中的一朵浪花。

3.2、需求特质反映了文化、制度的差异

不同文化、制度下的需求特质是有差异的。与西方文化相比,东方文化强调集体而西方强调个体;中国的市场经济中,政府更多的直接干预经济,是改革的引领者和执行者,担当重要的资源分配角色;西方市场经济中,政府较少的直接干预经济,更强调服务职能,权力受到有效的监控,资源分配主要依靠市场;中国依法治国中的“法”之外的“关系文化”根源于中国的传统文化,是影响中国社会运行的重要规则。因此,不同的文化属性下,同样的消费品激发的心理倾向是有差异的,会表现出不一致的需求特质,产生不一样的定价能力,进而影响投资回报。国内白酒、葡萄酒的盈利能力要高于美国、英国、澳大利亚等。



图表 11 不同文化、制度下的心理倾向差异

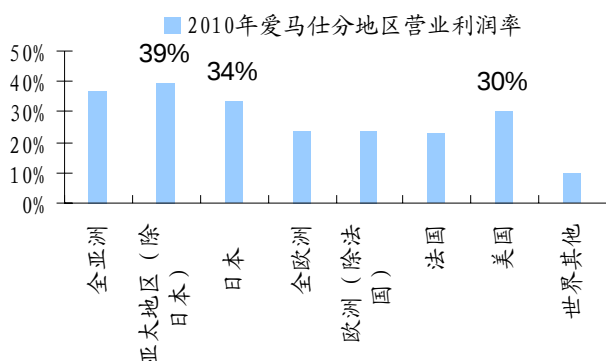
		中国	美国
个人倾向	喜欢热爱倾向	相似	相似
	简单联想倾向	相似	相似
	避免不一致倾向	弱	强
社会倾向	社会认同倾向	强	弱
	奖励超级反应倾向	强	弱

数据来源：第一创业研究所 wind

奢侈品在亚洲得到更高的利润率，消费迅速上升。爱马仕在亚洲地区的盈利水平在全球所有地区中是最高的，而亚太地区（主要是中国，不包括日本）又要高于日本。从销售增长看，亚太地区（含中国）无疑也是最快的，最近三个财政年度，爱马仕、PRADA 在亚太地区的收入占比迅速上升，分别上升了 15、8 个百分点。

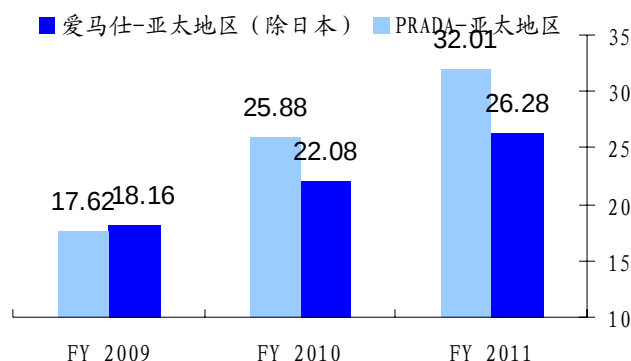
奢侈品在中国的快速增长，其实与高端白酒有类似的需求特质，而且也反映了东西方文化、制度上的差异对消费需求的影响。

图表 12 爱马仕在亚洲的盈利水平显著高于其他地区



数据来源：wind 第一创业证券研究所

图表 13 爱马仕、普拉达在亚太地区的收入占比不断提高



数据来源：wind 第一创业证券研究所

3.3、消费群体是需求特质的载体

国内奢侈品包括高端白酒的消费群体在快速扩容。2010 年 11 月 9 日，全球知名战略咨询公司贝恩公司发布了一份关于中国奢侈品市场的调研报告，报告显示，在 2010 年中国内地奢侈品市场的增长中，约有 67%来自于新增消费者，奢侈品消费显示出了强劲的发展势头。从年龄来看，国内富裕人群相较于日本与美国，他们平均年轻了 20 岁，在现有的中国奢侈品消费者中，超过一半的人是从 2005 年才刚刚开始涉足这个领域。这说明初次购买正成为国内奢侈品包括高端白酒的重要需求来源，国内对于奢侈品的消费和体验还处于初级和入门阶段。随着中国新富阶层的不断壮大以及消费需求的升级，白酒的奢侈化的消费基础正在不断被夯实，市场对于奢侈化的高端



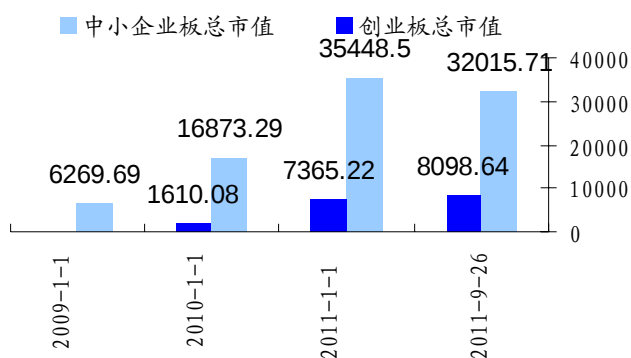
白酒接受能力正在不断提升，高端酒水的奢侈化趋势日益明显。

根据《群邑智库·2011 胡润财富报告》中所提供的数据，截止 2010 年底，全国有 96 万千万富豪和 6 万亿万富豪，分别比去年增长 9.7%和 9.1%。根据招商银行和贝恩公司联合推出的《2011·中国私人财富报告》中所披露的数据，截止 2010 年中国的高净值人群数量达 50 万人，与 09 年相比增加了 9 万人，年增长率为 22%。高收入人群快速增加对高档品的需求形成有力拉动。

富裕阶层的快速增长是当前分配领域的特征，未来一段时期内还将持续。相比大多数人看好的中产阶级的崛起，我们认为，现阶段的富裕阶层以及新富阶层的增长可能更快，在未来一段时期内也还将持续。从收入分配看，从 2000 年开始，我国基尼系数已越过 0.4 的警戒线，2006 年已升至 0.496，2007 年为 0.48，目前基尼系数可能徘徊在 0.5 左右，收入分配差距未有缩小趋势；从财富分配看，资本市场和房地产市场成为财富重新分配的工具，财富重新分配的趋势仍然是集中。

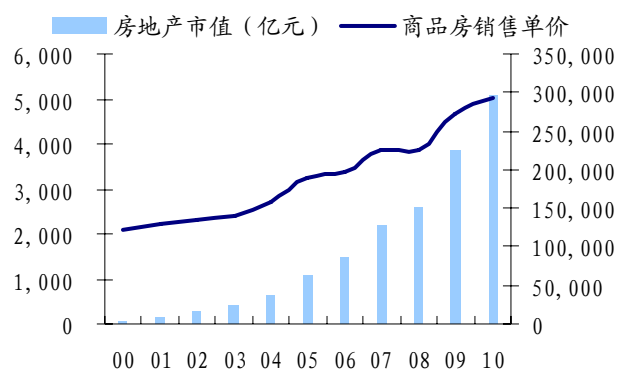
中小板、创业板的 IPO 为民营资本实现了财富的大幅增长，中小板和创业板的总市值已超过了 4 万亿，其上市企业数量超过了 880 家，由此而受益的公司股东和高管人数估计超过万人。近几年房价的大幅上涨也实现了个人资产的升值和集中，以 2000 年以来的房地产销售面积计，中国的房地产市值已经超过了 30 万亿，是国内最大的资产蓄水池。尽管房地产调控下房地产市场的财富分配功能有所下降，但收入分配和资本市场分配的局面并未改变，而且新的财富分配的渠道（包括白酒投资、艺术品、奢侈品等）在出现，富裕阶层的快速增长在未来一段时期内还将持续，这将支撑高端需求的增长，高端白酒仍然会需求旺盛，继续通往奢侈品之路。

图表 14 资本市场是财富分配的重要途径



数据来源：wind 第一创业证券研究所

图表 15 房地产市场是财富分配的重要途径



数据来源：wind 第一创业证券研究所

小结： 1、心理特质及倾向是影响需求特质的最主要因素，心理倾向的不同会对消费者行为产生重要影响，主要有喜欢热爱倾向、简单联想的倾向、避免不一致倾向、社会认同倾向、奖励超级反应倾向；

2、消费品不同行业的盈利能力差异主要是由需求特质的差异决定的，相比啤酒、软饮料、乳品等，白酒、葡萄酒受心理倾向、感性因素的影响更大，



盈利能力要强很多；

3、不同文化、制度下的需求特质是有差异的，奢侈品、高端酒水在亚洲能得到更高的利润率，消费迅速上升。

4、国内富裕阶层的快速增长在未来一段时间还将持续。

4、需求特质是比产业结构更重要的盈利驱动因素

波特提出的竞争优势理论，将产业的发展归结为产业结构的变化，产业结构中的五种重要力量（竞争者、购买者、供给者、新进入者、替代者）以及决定其行为的潜在因素决定了产业的发展。人们也常用产业集中度作为产业结构的分析工具，用集中度指标来测度行业中前几位最大企业的市场份额。

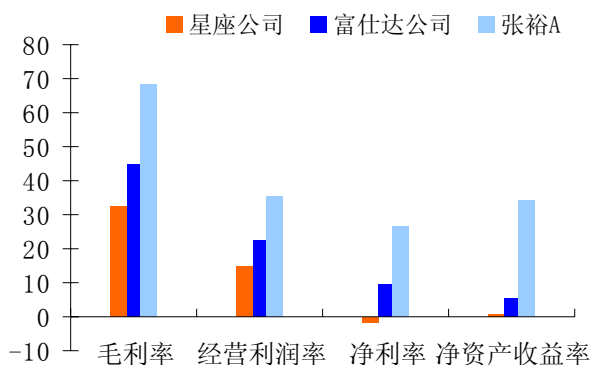
国内中高档葡萄酒（张裕）的盈利能力和投资回报要明显高于全球葡萄酒行业规模第一、第二的星座、富仕达公司，分别位于美国、澳大利亚。葡萄酒虽起源于国外，国内消费经历的时间不长，消费群体仍是小众，但国内葡萄酒的需求特质与国外存在明显的差异，从而决定了国内葡萄酒的盈利能力和投资回报要高于国外。而产业结构只是供给端的改良，相比需求特质对盈利的影响是次要的。

国内中高档葡萄酒很大部分是用于宴请、送礼，消费者对葡萄酒的感性成分考虑更多，“高端消费”的比重大，而对葡萄酒本身的辨别力不够，避免不一致倾向、社会认同倾向与奖励倾向结合在一起，消费者对价格的敏感度低；而澳洲、美国葡萄酒主要用于自饮、聚会，大众的辨识力强，消费量很大，消费者通常购买 3 加仑、5 加仑盒装的葡萄酒满足自饮需求，对价格敏感度高。

无独有偶，烈性酒更是如此。国内众多白酒公司的盈利能力和投资回报都要优于世界最大的烈性酒公司帝亚吉欧。白酒更为适应中国的文化，作为中国文化、制度下的感情润滑剂，决定了国内白酒企业比帝亚吉欧有更高的毛利率、净利率，但在净资产收益率上，帝亚吉欧要高于茅台，原因在于帝亚吉欧的权益杠杆高，资产负债率达到 75%，而茅台的现金留存巨大，而现金的回报率很低，降低了资产的使用效率，另外权益的杠杆比率低，资产负债率接近为零，由此可见茅台的 ROE 要低并非先天造成而是人力为之，大力度的分红有利于提升茅台的 ROE，提高股东价值。（见上图）

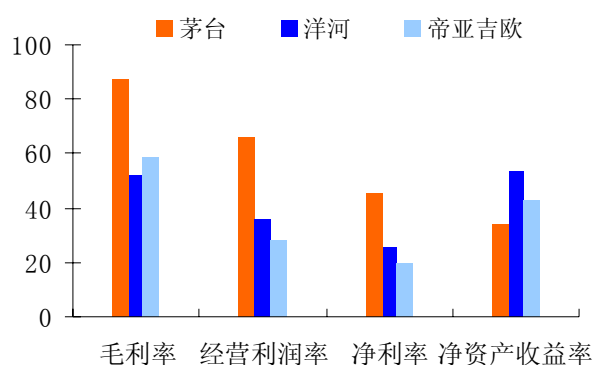


图表 16 张裕 A 与全球第一、第二葡萄酒公司的盈利能力比较（5 年均值）



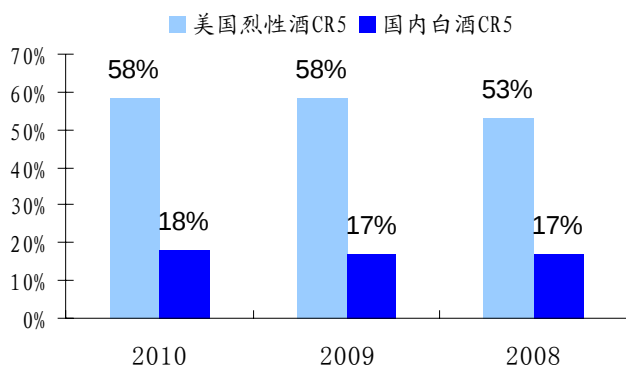
数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表 17 茅台、洋河与帝亚吉欧的盈利能力比较（5 年均值）



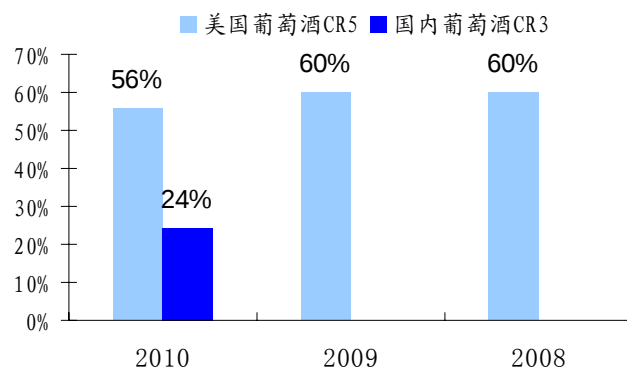
数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表 18 美国烈性酒的行业集中度远高于国内



数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表 19 美国葡萄酒的行业集中度远高于国内

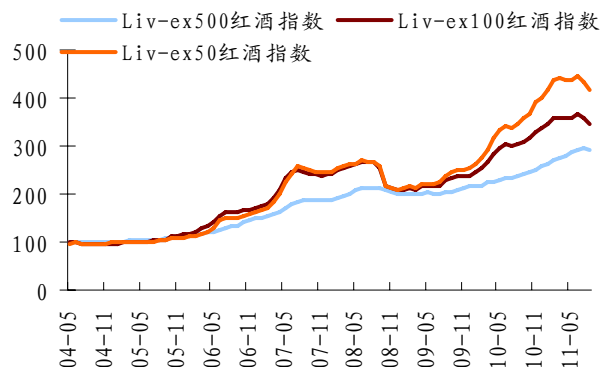


数据来源: wind 第一创业证券研究所

国外经验显示，高档酒因其需求特质，价格长期大幅跑赢通胀，盈利能力和投资回报要高于普通酒精饮料。以葡萄酒为例，Liv-ex 高级葡萄酒 50、100、500 指数是葡萄酒业界的领先基准，其代表着 50、100、500 种最受关注、二级市场活跃的高级葡萄酒的价格走势，该指数每月计算一次，指数的成份品种多为波尔多葡萄酒，其中也包括勃艮第、罗纳、香槟和意大利的葡萄酒品种。04 年至今，Liv-ex 葡萄酒 100 价格指数上涨了 2 倍以上，而且从涨幅看，50 指数要超过 100 指数，100 指数超过 500 指数，也反映了不同投资级葡萄酒的需求特质的差异，其中涨幅最小的 500 指数也上涨了 1 倍以上，价格大幅跑赢了通胀，而普通饮用的葡萄酒，以美国为例，过去 20 年才上涨了 60% 多，基本是与通胀相当。

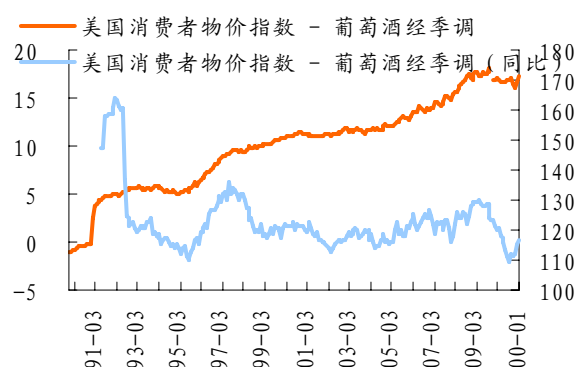


图表 20 高档葡萄酒价格变化



数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表 21 普通葡萄酒价格变化, 以美国为例



数据来源: wind 第一创业证券研究所

5、白酒的需求特质与行业景气度

2011 年白酒无论一线还是二、三线销售都非常好, 以及中高端葡萄酒 (张裕) 业绩都出现了大幅增长, 从 1 季报到中报都接连超出之前的市场预期。投资人不禁提出疑问: 1、在严惩酒驾、进口葡萄酒冲击下, 为何白酒行业增长还会加快? 2、2 季度往年是白酒消费和企业业绩的淡季, 结果出现淡季不淡, 我们是否应该调整白酒淡季消费的概念, 进而调整淡旺季消费预期带来的投资机会抉择? 3、今年的高增长是否可持续, 到了 2012 年还会继续上演高增长吗?

直觉上, 今年白酒的高增长受益于消费升级, 终端市场供不应求, 这一消费态势在明年很可能还会延续, 不会马上出现大的转变。需求特质决定了行业的经济属性, 即消费需求和投资需求在经济周期中的变化。

我们认为, 白酒尤其是高端白酒是典型的通胀受益型的行业, 不仅表现在成本传导能力、涨价能力强, 还在于消费弹性在通胀中会被放大。原因在于: 1、通胀上升的环境下, 政策会紧缩, 政府对资源分配的干预力度会增大, 行政措施对经济的干预也会增强, “关系资源”在经济中的作用会显得更为重要, 白酒充当联系感情、沟通关系的润滑剂的角色作用更加凸显, 消费需求增加; 2、通胀环境下, 高端白酒相应的提价预期增强, 渠道和消费者的囤货增加, 即流通环节和终端的存货上升, 相应进入补库存阶段, 消费者也提前“低价”购买以备不时之需; 3、投资渠道缺乏, 存钱是负利率、房子限制不让买、进入股市被套牢, 黄金、白银价格炒到这么高了, 甚至大蒜、绿豆、蔬菜都玩遍了, 所以在通胀环境下, 涨价预期强、高品质、稀缺性、易储藏的高端白酒具备了投资品属性, 市场的供不应求受到了投资性需求的影响。因此, 高端白酒需求已不仅仅是满足心理需求的消费品, 而且部分具备了投资品的属性, 受益于高通胀, 需求波动与通胀走势是息息相关的, 属于通胀敏感性行业, 而且变化的弹性更大。

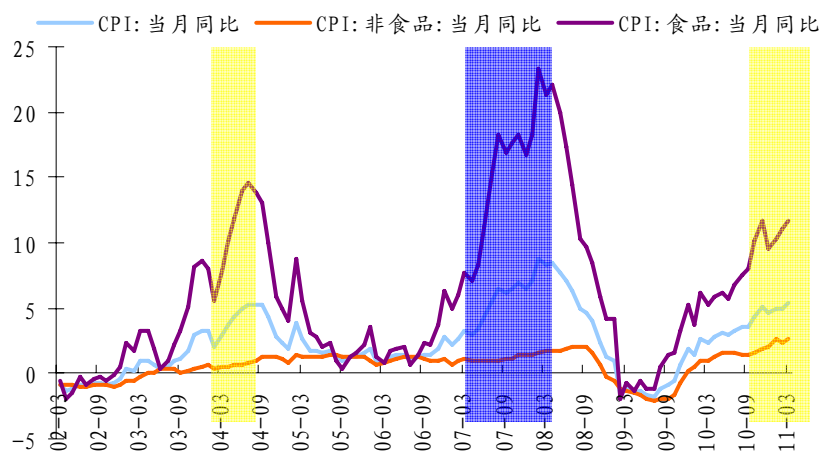
事实证明, 通胀上升期和滞涨期, 白酒行业尤其一线高端白酒的业绩增长会加快。通胀走高的年份如 2004 年、2007 年、2010 年下半年至今, 白酒行业的业绩增长明显加快, 利润增长均超过 40%; 上市白酒企业的业绩增长也明显提速, 均超过 50%。但投资人可能要问: 为什么 06 年通胀刚刚



开始走高还未超过 3%，上市白酒公司利润同样出现了高增长？原因在于：一方面来自于行业因素，06 年一线的茅台、五粮液相继进行了提价；另一个重要原因是股改，主要的白酒上市企业泸州老窖、茅台、五粮液相继在 06 年完成了股改，上市公司有业绩释放的动力。在通胀条件下，二线白酒的业绩弹性更足，主要是因为利润基数低，经营杠杆更大。

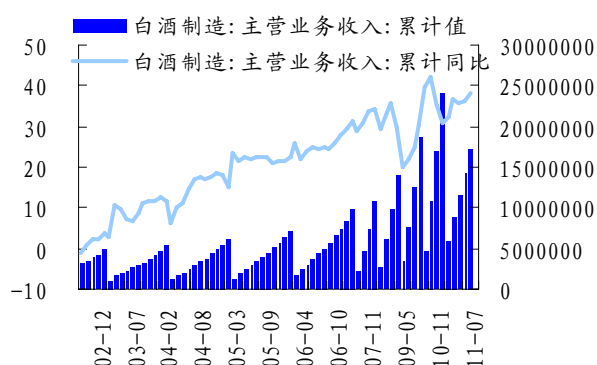
通缩期，白酒行业业绩增速会明显下滑，一线白酒表现相对稳定。明显的例子是 05、08 年，通胀出现了急速的下降并转为通缩，白酒行业的利润增速大幅下降，增速下降超过了 30 个百分点，一线白酒的利润增速相对稳定，但 08 年下半年也出现了较大幅度的下降，而二线白酒的下滑幅度要更大，变成了负增长，并且出现下滑的时间要提前。

图表 20 高通胀的年份：04 年、07 年、11 年，CPI 不断走高



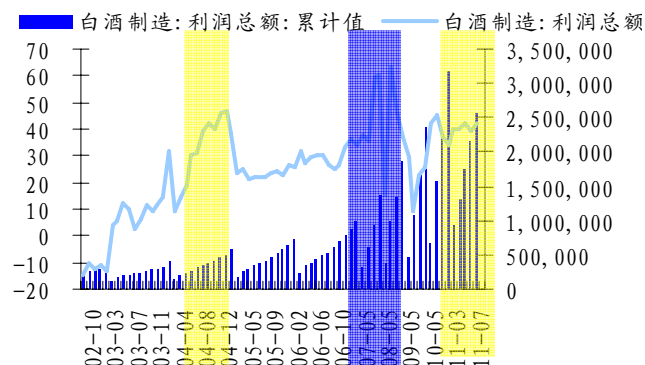
资料来源：wind 第一创业证券研究所

图表 21 2011H1 白酒收入增速达到历史高位



数据来源：wind 第一创业证券研究所

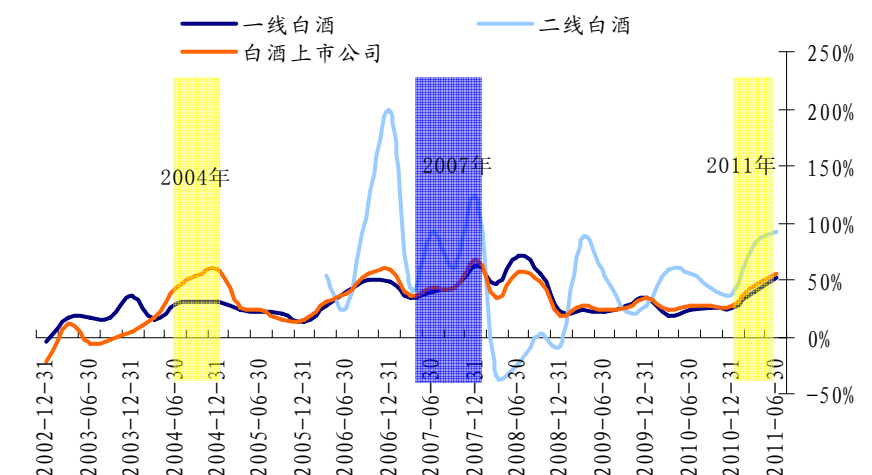
图表 22 白酒行业高增长的 3 个阶段：04、07、11 年



数据来源：wind 第一创业证券研究所



图表 23 高通胀的年份，白酒上市企业的利润增速出现不俗表现



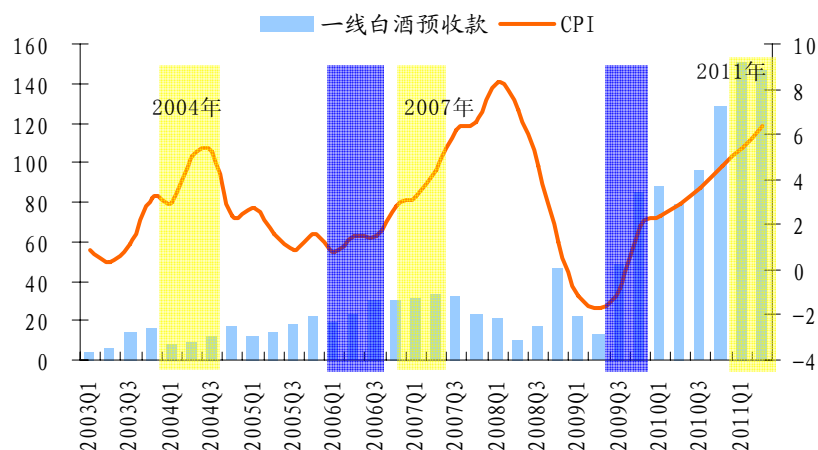
资料来源：wind 第一创业证券研究所

注：一线包括茅台、五粮液、老窖；二线包括其他白酒上市公司除洋河以外；白酒上市公司也不包括洋河（同比数据太短，其他白酒都在 03 年前上市）；以下同上。

通胀上行，预收账款增加，反映白酒景气度的提升。预收账款可以看成是白酒行业景气度的先行指标。今年上半年除了业绩增长的超预期外，投资人对白酒行业的预收账款变化也感到吃惊，之前如 08、09 年以及 10 年的 1、2 季度，由于 1 季度企业节前给经销商的发货，2 季度的白酒消费进入淡季，预收账款往往会在 1、2 季度出现下降，年中的预收款要低于上年末，但 11 年上半年预收款不降反升。

其实这早已不是新鲜事，过去发生过，只是近几年不曾发生了。在通胀环境下，白酒行业的消费规律发生了变化，预收账款的变化也会随之发生改变。在通胀走高的年份，04 年 2 季度的预收账款出现过上升，07 年 1-3 季度几乎都不曾下降，而 10 年下半年通胀快速上升的情况下，预收款也出现大增。因此，**高通胀环境改变了白酒通常的消费规律，造成了“淡季不淡”，预收账款不降反升。**

图表 22 高通胀环境，白酒通常的消费规律改变，预收款不降反升



资料来源：wind 第一创业证券研究所



6、需求特质影响下的白酒营销模式、渠道方式

纵观白酒行业发展的历程，营销模式、渠道运作模式主导着行业的变迁和企业的兴衰。前面的需求特质分析主要涉及微观层面，表现为个体心理、行为的差异；另一层面是宏观层面，表现为经济发展下，消费需求的变化。深刻洞察行业需求特质和适应消费需求变化的企业，通过要素资源的再配置尤其对营销要素的调整在市场竞争中胜出，成为一个时代的领导者和标签，每一轮的创新都树立了一个成长典范。

6.1、需求变化影响着营销模式、渠道方式的演进

我们对 90 年代以来的行业发展做一个划分，分成四个阶段，以反映当时的时代需求变化。当然，这一演进不是单一变化的，因此，阶段的划分是有重叠的，以反映需求的扩散和多元化。

图表 23 不同时代需求的变迁推动渠道模式的变化

时间跨度	社会经济背景（需求变化）	代表品牌	市场运作方式
90年代中期到2003	经济发展摆脱短缺经济进入过剩经济，消费多元化的发展趋势，新富阶层出现	五粮液、酒鬼酒、水井坊	总代，注重商超渠道，通过文化和历史塑造，以品牌力拉动产品开发买断，嫁接渠道营销
2002年到2008年	高端政商务活动发展，接待、礼品	茅台	专卖店、团购直销模式
2000年到2006年	餐饮渠道兴起	口子窖、高炉家、迎驾	直控终端，盘中盘，区域市场滚动发展
2006年至今	经济发展进入新时代，中产阶层增长	洋河、古井贡、山西汾酒、郎酒	深度分销，系统营销制胜，注重政务接待，注重餐饮、团购

数据来源：第一创业研究所

90 年代到 2003 年，高端白酒产生，经销商独领风骚的年代。88 年物价闯关、酒价双轨制，五粮液允许涨价，逐渐销售价格超过茅台，满足了改革开放之后的新富阶层的奢侈消费，奠定了高端第一品牌的地位。此后 97 年左右出来了酒鬼酒，价格超过了茅台、五粮液，当时茅台、五粮液卖两百多块钱，酒鬼酒卖 388 左右。四川全兴酒推出水井坊，价格 500-600 元，当时茅台、五粮液才卖 300 多元，在广东取得了成功，迅速向全国发展，引领一时高端白酒的发展。2002 年泸州老窖重新打造“国窖 1573” 迅速跟进。

浓香型白酒“量质摘酒”的生产工艺决定，一般窖龄的窖池，只有 5% 的产量是高端产品，剩下 95% 的酒是中低档酒。大量中低档酒销售，靠自己的力量不行，必须依靠经销商，此时买断品牌开始兴起。五粮液自 90 年代初不断扩产，94 年起开始开发买断品牌，用高端的品牌力拉动开发买断品牌，最著名的是五粮液经销商买断的金六福，浏阳河，高峰期的时候卖到了 10 多亿。这样的—个时间段对中国酒业产生了非常积极的作用，因为这是市场精细化发展过程的开始，囊括和组建了一大批国内优秀的经销商，借助



经销商的力量，打破地方保护，促进了全国性经销网络的建立。

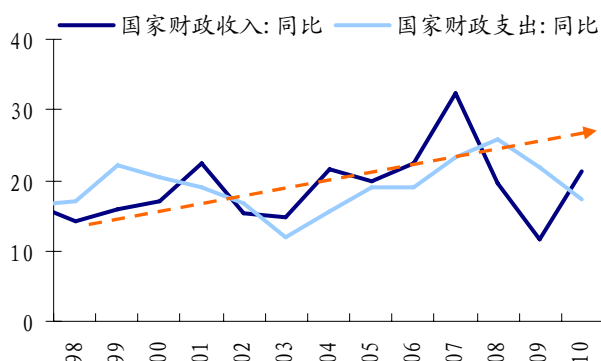
白酒开启市场化、现代商业之后，计划体制下的糖酒公司从坐商变成行商，体制内糖酒公司的老总开始独立发展，创立糖酒商贸公司，个体、私营经济也开始进入酒类批发市场，全国性的酒类批发流通格局在这一时期基本形成。另外一个重要现象，消费呈现多元化发展趋势，新的现代商业业态引入中国，90年代商超大量诞生，五粮液产品借助经销商的渠道在商超货架上联袂出现，对竞品形成强大的挤压。97、98年东南亚金融危机之时，其它酒企的收入都在下降，五粮液的收入不减反增，拉开了与其它公司的收入差距，成为一代酒业大王。

2002年到2008年，高端政商务活动兴起，专卖店、团购直销模式实现赶超。02年后，中国经济进入新的上升周期，一直持续到07年达到高点，08年进入调整期。与之前的上一轮周期1990-2001年不同，上一轮扩张期，财政收入/GDP的比重是下降的，97年进入调整期后又有回升，而这一轮周期从02年扩张期开始到调整期，财政收入/GDP的比重持续十年稳步上升。此外，地方政府的土地出让金也节节上升，10年相当于当年财政收入的25%，地方政府在卖地相关的商务活动、地方建设上活跃了。企业盈余占GDP的占比也快速上升，从不到5个百分点上升到超过25个百分点。这轮周期中，政府税收、企业利润增速保持在30%左右，大大促进了高端政商务活动的兴起。

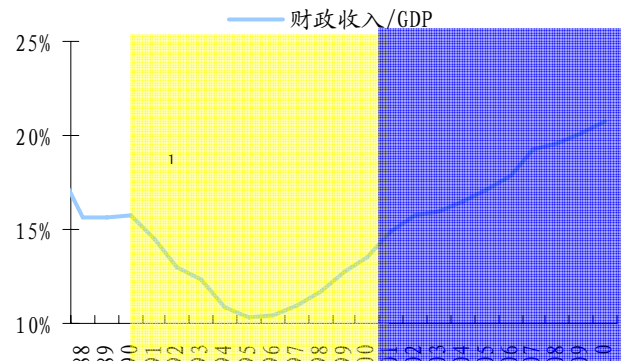
因此，与02年之前不同，在这轮经济增长中，政府在推动经济增长上的作用大大增强，无论是资源的分配还是直接的参与市场活动，而在政府的经济活动中，“关系”成为重要的分配方式，都大大增加了对高端政务、商务的消费，以及送礼，而这一需求被上一轮落下的茅台及时的抓住了。

2000年开始，茅台做了两件影响重大的事情：一是大力开发团购、建立专卖店。不断到军队里面慰问，不断到政府里同相关部门人员做沟通推广，到政府、军队大院附近设立专卖店，缩短了销售环节，成为团购直销的主渠道，又契合了茅台酒的高端形象定位，提出来了白酒健康说，最终取得了一线意见领袖的基本认同；二是开发了年份酒。年份酒的开发进一步提高了茅台酒的身价，显著拉开了与其他高端酒的价格差距，因为稀缺比普通茅台的涨价能力更强，并吸引了小众的更高端的消费人群和刺激了更多的茅台酒的收藏投资活动。2008年是茅台的一个里程碑，茅台的市场价格超过了五粮液，2010、11年是继续拉大差距，市场价分别突破1000元、1500元，为中国高端白酒树立了一个新的标杆。

图表 24 全国财政收入、支出增长



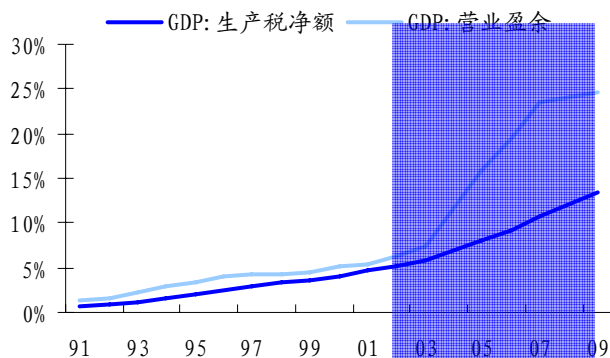
图表 25 财政收入/GDP 的比重持续十年稳步上升





数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表 26 02 年开始, 税收、企业盈余的占比不断提升



数据来源: wind 第一创业证券研究所

数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表 27 从 02 到 11 年, 工业企业利润增速平均为 31.5%

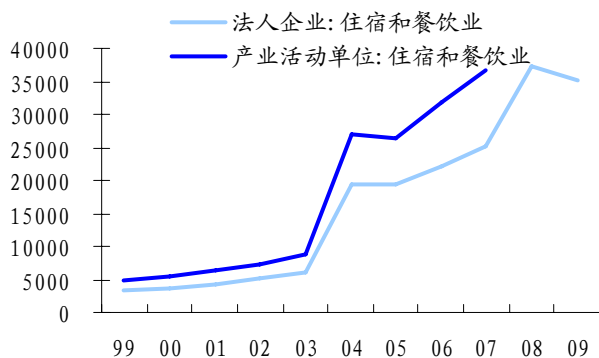


数据来源: wind 第一创业证券研究所

2002 年到 2006 年, 餐饮活动日益增加, “盘中盘” 模式初试四方震惊。02 年开始餐饮业也开始繁荣, 人均收入接近 1000 美元, 在外就餐的需求开始释放, 餐饮消费的档次和频率不断提升。安徽口子窖针对餐饮渠道开创了“盘中盘” 模式, “盘中盘” 模式就是花钱去买断酒类消费的重要场所—餐饮酒店, 不准竞品进入, 形成自己的壁垒。餐饮酒店有众多的白酒消费者, 厂家集中资源做好重点区域的酒店, 形成示范效应, 通过对重点的消费者实行影响, 从而产生对其他消费者的影响, 用小盘带动大盘, 抓住重点。

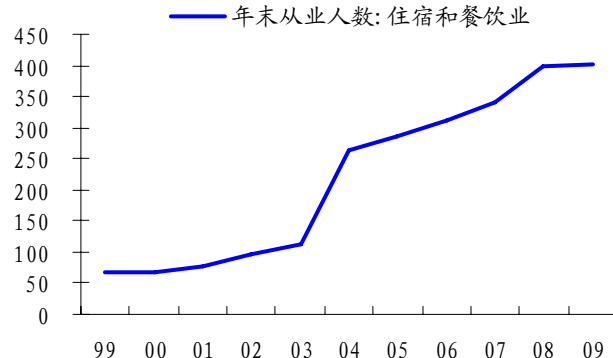
目前“盘中盘” 模式从酒店向核心消费者发展。一方面是酒店“盘中盘” 的门槛不断提高, 进场买断费用的上升挤占了厂商的利润空间; 另一方面是餐饮活动消费日益多元化, 白酒餐饮消费进入后备箱时代(自带酒水)的特征更加明显, “盘中盘” 从酒店转向关注核心消费者, 通过对意见领袖的营销来带动销售。

图表 28 住宿和餐饮单位个数变化, 02-07 年大幅增长 7 倍



数据来源: wind 第一创业证券研究所

图表 29 03-08 年住宿和餐饮从业人数增长近 5 倍



数据来源: wind 第一创业证券研究所

2006 年至今, 消费升级与回归理性, “品牌+营销” 推动老名酒的复兴。



在消费升级的大背景下，茅台、五粮液价格的逐年走高，为次高端留出了更大的空间。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。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，老名酒一个个走向沉寂；最近五年，行业内分化最明显的是老名酒的复兴，以洋河、郎酒、汾酒和古井贡酒为代表，有历史、有品牌的企业开始崛起，主导了行业新的发展格局。一线白酒定位高端，主打全国高端市场，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的竞争核心，而老名酒凭借其品牌力占据优势地位，成为区域市场的领先者，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战略，与一线名酒的全国化相比，渠道力更强，市场运作更有深度。

6.2、营销模式要匹配需求特质，不同特质产品需要不同的营销模式

不同定位的产品对应的是消费者不同的需求，由此造成渠道和营销策略存在较大的差异，需求定位和营销模式能否匹配是产品运作能否成功的关键。

高端酒运作的核心要素是品牌力；需求特质是，消费者在购买之前长期浸染在品牌的影响力之中，甚至往往在饮酒之前就开始了，而意见领袖的影响力和体验是品牌真正进入消费者心智的开始，满足的是消费者对“面子”、“身份”的需求，品牌忠诚度高；通过品牌拉力，自然动销，渠道不拘于一种形式，有专卖店，也有走商超、餐饮，注重品酒会，但目前核心团购是渠道中发展最快的，受到厂商更多的重视。

中高端酒的核心要素是核心终端的掌控和品牌力；需求特质是，通过对意见领袖的影响来拉动消费，对“面子”、“身份”有较强的需求，消费升级下向名酒回归，但品牌忠诚度要低，对价格要敏感；渠道特点是深耕，“盘中盘”策略，渠道控制向厂商主导型转变，注重餐饮酒店、团购，其次商超和烟酒店，团购也是渠道中发展最快的。

中低端的核心要素是网络分销能力；需求特质是，通过品牌知名度来影响消费者，对价格敏感；渠道特点是依靠大流通来提高市场铺货量。

图表 30 不同价位产品的需求特质、营销模式分析

需求特质	消费群体	重点渠道	渠道模式	市场区域	代表品牌
高端 浸染和体验，意见领袖的影响力；品牌力，诉求点为历史、传统、文化、工艺；满足身份、面子的心理需求，注重体验，价格不敏感，品牌忠诚度高；	高端政务、商务，高档礼品	专卖店、核心团购、商超，注重品酒会	品牌力拉动	全国性市场	茅台、五粮液、国窖1573
中高端 口碑，意见领袖的影响力；品牌力和价格，消费升级下向名酒回归，对身份和价格并重，价格比较敏感	餐饮、政商务、礼品	酒店、团购、商超、烟酒店	品牌+渠道	板块市场	洋河、古井贡、泸州老窖、剑兰春
中低端 品牌知名度和网络分销能力，价格敏感	餐饮、礼品	三四线城市流通渠道，依靠大流通提高市场铺货量	大流通	区域市场	金六福、浏阳河、二锅头



数据来源：第一创业研究所

营销模式也会反过来强化需求特质。茅台酒的终端价格是终端市场的供求决定的，而茅台的网络分销结构中，分销渠道通过两级将市场一分为二，总部团购约占 50%以上，而在区域市场上实现多分销结构，通过省级区域总代理 57 家、专卖店 1046 家、特约经销商 321 家来实现对全国市场终端的覆盖和掌控。团购直销的比重过半，加上茅台酒工艺特点决定的供给刚性，是由 5 年前的产量决定的，造成了终端市场的紧俏，推动了经销商批发价格和市场终端价的齐涨，而终端价格越涨，两级市场的价差越大，又刺激了更多的团购需求，导致更紧张的终端供求关系，进而投资需求也上升，由此形成了独特的需求自加强机制（反射性原理）。2010 年开始，茅台与五粮液的价差显著拉开，由之前的 100 元左右扩大到超过了 500 元，茅台酒的“身份”和“形象”大幅抬升，其它高端名酒只得进行跟随性调价以满足消费者的“身份”需求。可见，高端白酒进行较量的主要渠道不在餐饮、商超，而在于团购。

图表 31 部分白酒上市公司营销模式对比

	需求特质	产品价位	渠道模式	分销渠道
贵州茅台	第一政务酒，国酒身份，独有的自然环境、传统工艺、口感	1500-1800	品牌拉力，自然动销	总部团购+专卖店
五粮液	第一商务用酒，600多年明朝老窖，独有的自然生态环境	900-1100	品牌拉力，自然动销	大型经销商+专卖店
国窖1573	第二政务、商务用酒，品位400多年的历史	900-1000	品牌塑造和终端渠道推广	柒泉模式（区域经销商）
洋河蓝色经典	蓝色文化、男人情怀	100-800	深度分销，掌控终端	小区域代理+渠道分销
山西汾酒	传承国宝、清香久远	100-1000	大区域经销向小区域转型	大经销商运作

数据来源：第一创业研究所

小结：**营销模式不是单因素决定的，最优模式更不是唯一的，对企业来说取决于两个层面，一是经济发展、需求变化影响着营销模式、渠道方式的演进；另外是营销模式要匹配需求特质，不同定位产品需要不同的营销模式。**就像 02 年之前就开发专卖店、“盘中盘”的可能早已成为了先烈，因为入不敷出，而 05、06 之后去做商超的，一定也很难，都关注到了的就难以有大的发展；中低端仅凭广告打高炮，没有严格的渠道体系，难以做到持续的增长，而茅台、五粮液运作“盘中盘”也会是多此一举，用处不大。

7、需求特质与白酒企业的战略选择

需求特质在很大程度上影响和决定了行业属性，产业规则是由行业属性决定的对身在其中的企业的要求，约束着战略性为的范围。白酒产业的基本竞争规则可能是“必须拥有强大的品牌”，或者“必须拥有强大的渠道”。



7.1、区域主导模式还是价位主导模式

区域和价位的不同定位是造成企业竞争模式定位的首要因素。品牌力不够强的白酒企业，用区域深耕、渠道下沉，做到大部分渠道的所有价格体系的全产品覆盖，其中在某一价位体系形成高占有率，先发展根据地市场，再复制根据地市场，扩大形成板块市场；具有较强品牌力的企业，如有老名酒的基因，在板块市场甚至全国市场成为某一价位体系（往往是次高端、高端）的主流产品，打造品牌力，使主力产品的价位体系上移，或是借助品牌拉力，带动其他价位产品的动销，提高占有率。

由此形成三种战略流派：1、以茅台、五粮液为代表的“品牌拉力战略”，通过品牌力驱动，自然动销；2、以口子窖、迎驾、高炉家为代表的“深度分销战略”，通过渠道下沉、“盘中盘”操作来激活区域市场；3、以洋河为代表的“综合派战略”，推拉相结合，塑造全新的品牌力，高端化不断提升主力产品的价位，从海之蓝到天之蓝、梦之蓝，全国化不断复制根据地的市场模式。

7.2、市场整合方式的选择

水平一体化还是水平分散化？白酒行业因为文化差异、地域差异、产品、品牌以及企业盈利水平的原因（这些都与需求特质有关的），注定不能像啤酒行业那样，由几家大企业并购，整合后形成规模化低成本经营。根源在于，在中国白酒行业的要素中，资本不一定占有主导地位，因此白酒行业水平整合的难度较啤酒要大，在啤酒行业中资本优势非常明显，整合就要容易许多。就如同在法国，葡萄酒行业依然分散、集中度不高，而在美国、澳洲，葡萄酒行业却高度集中；德国的啤酒行业也比较分散，而在美国、中国集中度却很高，道理是一样的。

白酒企业的核心资产是品牌？还是公司建立的营销网络？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，由此市场整合的路径大致有两条：一是具有品牌优势、产能又过剩的全国性企业，兼并区域性的营销能力强但原酒产量不足的企业，通过输出原酒产能来提升被收购企业的产品力和进行品牌的升级，五粮液可以考虑这种方式；二是渠道力、营销网络强的企业，兼并有较好的品牌基础但营销薄弱的企业，这些企业往往产能利用不足，通过输出营销和管理来提升被收购对象的渠道力和激活品牌，像洋河收购双钩。

渠道业态是专业化、精细化？还是多业态协同经营？目前中间流通体系由经销商、专卖店、烟酒专卖连锁店、网购平台商构成，多业态协同经营可能会成为酒水流通领域的一个发展方向，经销商、烟酒专卖连锁店或许会涉足网购平台，如银基、华泽、桐枫烟酒；专业化也是一个方向，互联网领域可能出现专业化程度更高的酒水网购平台，如专营葡萄酒的也买酒网，白酒也会出现；或者交叉产生一种新的商业模式。

垂直一体化还是垂直分散化？企业沿着产业链参与到更多的增值活动中去，就是企业朝着垂直一体化方向发展，与此相反，企业从多种类的价值增值活动中撤出并回归到该产业的核心增值环节，就说企业是朝着垂直分散



的方向发展。在行业的繁荣时期，产业链的不同环节会面临重构，除了白酒企业间的并购重组，白酒生产企业与下游的渠道流通环节的运作方式也面临着整合。品牌力强的全国性企业，销售主要靠品牌拉力，对渠道力的要求不高，厂商可能会建立更多的直营终端，渠道趋向于扁平化，像茅台、五粮液，或者厂商参与建立经销公司，如五粮液、老窖；有营销网络的流通企业并购上游的白酒生产企业，像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、陕西太白酒业等 13 家企业。

8、对白酒行业认识的主要观点

1、高端白酒价格继续走高，高端与次高端会逐渐拉开空间

对高端白酒产生作用的心理倾向仍将继续产生作用，富裕阶层的数量还在快速增长，高端白酒提价的趋势仍将持续，品牌力最强的茅台、五粮液，以及国窖 1573 将受益于这一趋势，老名酒中重新塑造新高端品牌的汾酒、洋河也将受益。

由于需求特质的差异，次高端白酒不具备持续跟进的提价能力。一线白酒零售价突破 1000，向 2000 进军，理论上给次高端、中高端品牌扩大了发展空间，但短期内，次高端的主要价格带大幅上升的可能性不大，可能仍将维持在 200-600 元。

2、未来 2-3 年，子行业依次看好的是白酒、红酒，其次啤酒、软饮料，白酒板块的投资回报率和超额收益仍将居食品饮料行业之首，看好茅台、五粮液、洋河股份、山西汾酒

只要中国经济增长的模式不发生变化，在中长期 2-3 年年内，需求特质的差异性还会继续维持和强化，由于各子行业的需求特质的差异性，我们依次看好的子行业是白酒、红酒，其次啤酒、软饮料。

随着富裕阶层、中产阶层的增长和心理倾向的使然，高端白酒消费的量价齐升的这一态势还将延续，提价式增长和扩容式增长是一线白酒的主要增长方式，看好品牌力最强同时具备放量基础的茅台、五粮液；消费升级下次高端和中高端白酒的总量增长更明显，但提价能力要弱，扩容式增长和挤压式增长是企业的主要增长方式，看好渠道力、整合力最强，品牌力在提升的洋河，以及渠道力在改善、品牌力有较大提升空间的山西汾酒。

3、2012 年上半年，白酒行业景气度很可能下降，一线白酒稳健性更好

通胀是白酒行业景气度的重要指标。下半年通胀可能会缓慢回落，但主要是受翘尾因素影响，环比不一定是下降，加上 9 月开始进入消费旺季，白酒行业的高景气度将继续维持。

但由于流动性的紧缩和外围经济风险的上升等，国内经济下滑的风险也在增加。如果 2012 年国内经济增长出现明显下滑，届时通胀在明年上半年



会出现明显缓解，白酒行业景气度下降，相对而言，一线白酒稳健性更好。

4、两个层面从经济周期和行业需求特质来思考食品饮料的行业配置

行业配置的基础是行业比较，而不单是行业自身的变化。虽然前面做出了“2012 年上半年，白酒行业景气度很可能下降”的判断，但不改我们对 4 季度和明年上半年的行业配置的判断。我们认为，4 季度在通胀回落有限、经济回落也不大的情况下，经济仍表现为“类滞胀”，以及欧美经济很可能二次探底，不断出现“黑天鹅”事件，食品饮料建议维持超配；年末和明年上半年，出口、投资拉动的作用都将减弱，通胀和经济很可能出现较明显的回落，不排除有硬着陆的风险，如果经济出现衰退的情况仍将看好食品饮料的相对表现，继续维持超配，看好业绩稳健性更好的一线白酒，五粮液、茅台、泸州老窖。

经济周期与行业需求特质分别提供的是宏观和微观的视角，而行业在经济周期中表现的差异是有微观经济做基础的。在前篇深度报告《经济周期下的食品饮料配置——美、日经验的借鉴》中，我们提到国内食品饮料的配置与美、日市场的两个差异：1、在经济增长的较长阶段，即周期性增长阶段的初、中期，食品饮料都能取得正超额收益，如 2005-2006 年中，因此，A 股的食品饮料更容易取得相对收益，长期的正超额收益更加明显。2、食品与饮料的长期收益表现差异显著，饮料（主要是白酒）的超额收益更大，而食品并不明显。

这一行业配置上表现出的差异性是由行业微观基础决定的。由于需求特质的差异，国内食品饮料（主要是白酒）的盈利能力和增长都要高于国外，从而造成了周期性增长中食品饮料不同的相对表现，白酒与其他子行业不同的相对表现。由于白酒、葡萄酒的需求特质，其盈利能力和成长性要高于国外，因此国内食品饮料在周期性增长的初、中期都有较好的相对表现，在周期中表现出一定的进攻性，而白酒的表现也要优于其它的子行业。因此，从中长期看，行业需求特质的变化会改变行业在经济周期中的表现，若白酒的需求特质出现减弱，应相应的降低食品饮料尤其是白酒在周期增长阶段的配置作用。

行业风险：

1、长期性：需求特质下的心理倾向的弱化是行业中长期最大的风险；出口、投资驱动的经济模式弱化会削弱奖励超级反应的心理倾向；

2、周期性：宏观经济下滑、通缩是行业最大的周期性风险；

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120