

加仓好时机、坐等明年 1Q 收益

推荐 维持

主题研究

➤ **从李宁和中国动向成长命题失败看白酒企业的未来:** 近期白酒一些公司由于发展过快, 改革当中遇到某些亟待解决问题, 导致市场对其成长性有了担忧, 为此我们研究了李宁和中国动向的成长经历, 发现厂商和经销的关系主要存在以下关系:

- 李宁高速成长期发生在全国化过程中, 在此阶段厂家和经销商处于共同做大市场蛋糕的阶段, 厂家会提供各种有利政策帮助经销商共同成长, 经销商有利可图为厂家带来的是市场份额和销售规模的双重提升;
- 李宁成长放缓甚至出现负增长的直接原因是在全国化默契甚至国际化过程中、品牌重塑计划失败导致经销商客户数量流失严重, 深层次原因是改革措施大量扼杀了经销商业绩动力、当经销商无利可图时便会到头转向, 继而厂商市场份额的萎缩甚至规模的下降是必然趋势。

投资建议及投资标的

➤ **只要经销商和厂商利益一致、厂商使经销商有利可图, 即便短期在成长过程中出现一些问题, 但长期看厂商增长的持续性可期。**未来 6-12 个月我们对于板块的观点由以下两条建议:

- 投资板块里安全边际足、成长性确定的成长股, 明年成长性在 40% 左右的大市值股, 当前估值一定要在 20X 以下; 明年成长性 50% 以上的股票, 当前估值一定要在 25X 以下。推荐酒鬼酒、山西汾酒、古越龙山、汤臣倍健;
 - 推荐明年一季度原材料价格回落带来盈利水平的改善、需求相对稳定且公司成长性可期的伊利股份、好想你。
- **10 月白酒行业产量继续维持高增长态势:** 白酒当月产量增长 37%, 葡萄酒当月产量减少 11%:
- 10 月白酒产量 100.2 万千升, 同比增长 37%; 1-10 月累计产量 810.3 万千升, 同比增长 30%。累计增速相比其他饮料品种最快;
 - 此外, 葡萄酒 10 月份产量 10.6 万千升, 同比减少 11%; 1-10 月累计生产 91.0 万千升, 同比增长 12%, 本土市场受到挑战。

食品饮料行业

联系人:

苏青青

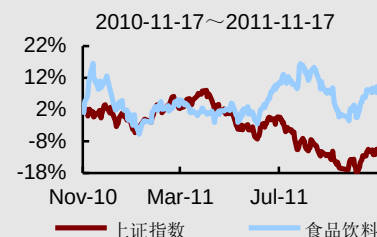
电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师:

邴彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

- 1《食品饮料_0818_宏源证券行业周报 食品饮料行业周报: 第十二期: 静待三季报行情启动食品饮料行业苏青青》, 2011.10
- 2《食品饮料(0818) 宏源证券行业报告 品牌食品饮料, 由少数人的奢侈品变为多数人的必需品食品饮料行业苏青青》, 2011.10
- 3《食品饮料(0818) 宏源证券行业报告 食品饮料 2011 年四季度策略报告: 品牌食品饮料, 由少数人的奢侈品变为多数人的必需品食品饮料行业苏青青》, 2011.10
- 4《食品饮料(0818) 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报: 第十一期: 限价约谈影响有限食品饮料行业苏青青》, 2011.10

目录

主题研究：从李宁的兴亡历史看渠道经销管理.....	3
一、10月产量数据及点评	5
1、10月白酒产量增长37%，葡萄酒产量减少11%	5
2、10月茅台全国平均终端价格环比小幅上涨.....	6
二、9月进口数据及点评	7
1、9月葡萄酒进口增速23%，当月进口纸烟、奶粉数同比下降.....	7
2、进口价格方面，酒类、葡萄酒、纸烟环比降幅较大，葡萄酒同比增幅较大	7
三、10月主要产品产量及同比增速变化图.....	8

插图

图1：李宁品牌重塑计划、经销商改革计划对公司的业绩影响示意图	3
图2：李宁与中国动向直销缘分对比分析表.....	4
图3：李宁发展阶段与经销商管理轨迹匹配图	5
图4：白酒10月产量增长37%，累计增速30%，葡萄酒10月产量下降11%，累计增长12%（万千升）	5
图5：食品行业10月产量数据及同比增速对比表（万吨）	6
图6：10月53度飞天茅台相比9月全国均价看小幅上涨，而天之蓝价格环比9月下降48%（元/瓶）	6
图7：10月葡萄酒价格监测显示，国内葡萄酒终端价格仍面临压力	6
图8：食品行业10月产量数据及同比增速对比表（元/瓶）	7
图9：9月进口量数据及同比增速对比表.....	7
图10：9月进口价格及同比增速对比表.....	8
图11：10月白酒产量及同比增速图（万千升）	8
图12：1-10月白酒产量及同比增速图（万千升）	8
图13：10月啤酒产量及同比增速图（万千升）	8
图14：1-10月啤酒产量及同比增速图（万千升）	8
图15：10月葡萄酒产量及同比增速图（万千升）	8
图16：1-10月葡萄酒产量及同比增速图（万千升）	8
图18：1-10月液体乳产量及同比增速图（万千升）	9

主题研究：从李宁的兴亡历史看渠道经销管理

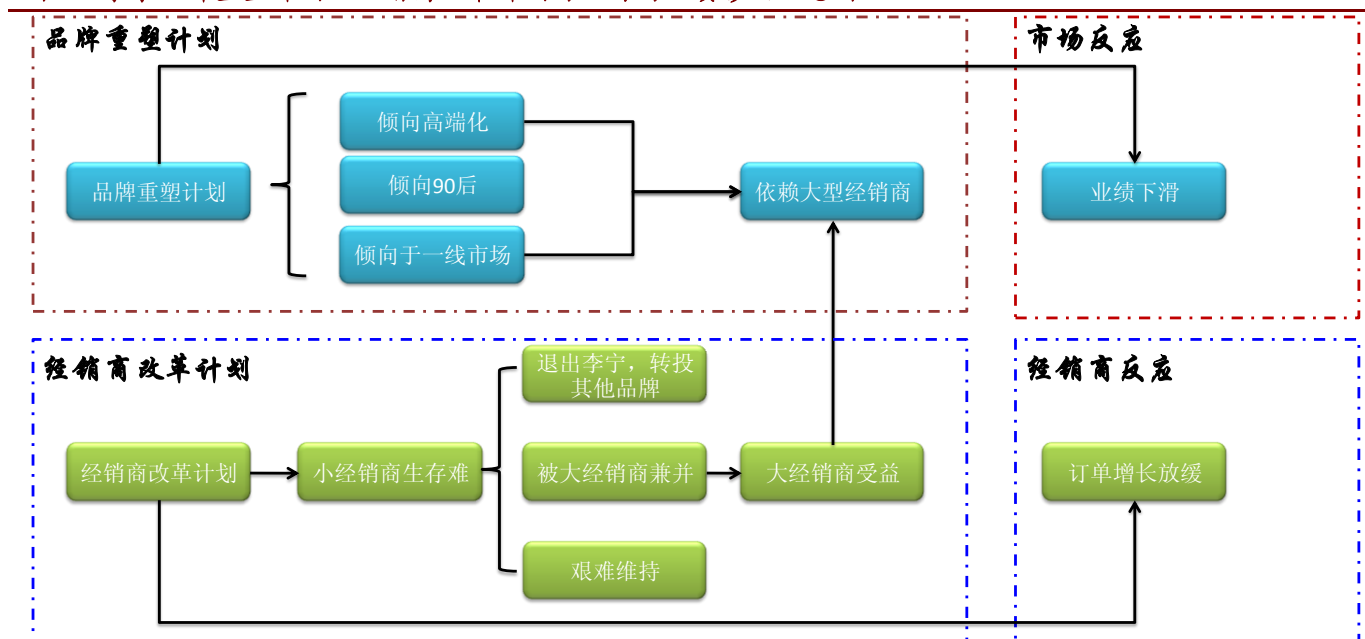
1、李宁滞销主要原因在于品牌重塑和经销商改革不成功

李宁 2011 年中报营业收入 42.9 亿，近五年来首次出现负增长，同比减少 4.8%。为减缓滞销影响，加快经销商货流速度，李宁不同寻常的采取回购存货的方式。针对此种现象，我们认为主要原因在于：

- ◆ 公司战术层面，在于经销商改革过于盲目，经销商缺乏必要的支持。
- ◆ 公司战略层面，在于品牌重塑计划效果较差，产品定位不被市场认可，调整仍需时间。

公司自 2010 年推行品牌重塑计划和经销商改革。推出新标“Make the Change”，品牌主动向 90 后靠拢，定位更趋向一线城市、高端化、年轻化。同时为契合品牌重塑推行经销商改革，渠道重心更加青睐于大经销商，让最有实力的一百余家大经销商并购掉单点收入过低的经销商，这也意味着近 1/3 最弱的分销商，要么被大经销商收购，要么转投其他品牌。但目前看来，公司两项改革并没有取得理想效果。

图 1：李宁品牌重塑计划、经销商改革计划对公司的业绩影响示意图



资料来源：宏源证券研究所

2、中国动向中报亏损的直接因素也是经销商倒戈转向

为深入挖掘其中的逻辑，我们引入同为中报亏损的中国动向作比较分析，二者滞销的共同点在于：

- ◆ 宏观经济化境恶化、店面租金和人力成本上涨导致低成本扩张模式不可持续；
- ◆ 品牌概念模糊：李宁没有赋予品牌明确价值，中国动向无法做到“时尚”和“运动”的平衡；

◆ 市场定位错误：产品高端定位与二三线市场购买力不匹配。

二者滞销的根本原因，更多在于战略层面上对于品牌经营的失误。而战术层面上经销商的倒戈和市场的不可认可，也只是战略上失误的必然结果。

图 2：李宁与中国动向直销缘分对比分析表

	影响因素	李宁	中国动向
公司基本面	店面成本	受到租金上涨和人力成本上涨影响	受到租金上涨和人力成本上涨影响
	开店速度	关闭亏损店面 500-800 家	2011 年上半年减少 249 家
	市场定位	二三线为主，目前着力于一线	二三线为主
	品牌模式	独创品牌，经营 20 年成为一线品牌	无独创高端品牌，代理国外高端品牌
	品牌概念	概念模糊不清	时尚+运动，但目前有所走偏，忽略运动
	管理层变动	近期多位高管离职	CEO 离职
滞销分析	滞销原因	品牌重塑不被认可	二三线城市不足以支撑高端品牌发展
	滞销采取措施	大量回购存货	回购存货，取消订单
	滞销原因是否消除	短期难以消除	短期难以消除
后续调整	对经营的调整	关闭亏损店面，提高单店利润	强化品牌，明确品牌核心价值
	对市场的调整	继续渗透一线城市，高端化，年轻化	巩固二三线市场，升级一线市场

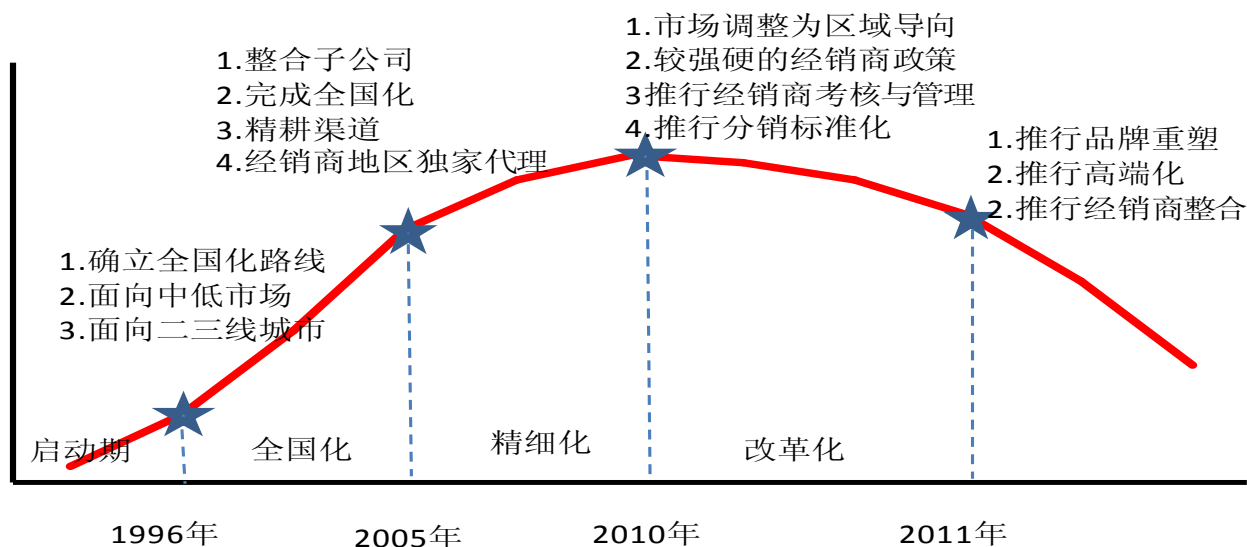
资料来源：宏源证券研究所

3、李宁经销商管理发展轨迹概况

在近二十年的合作过程中，李宁各个阶段对于经销商的态度均有所不同，形成了“培育——精细化——强硬管理与考核——整合”的独特渠道经营轨迹：

- ◆ 第一阶段：启动阶段。在这一阶段李宁明确了先全国化，而后国际化的发展目标。并且率先在全国建立特许专卖体系，初步铺开全国化渠道。
- ◆ 第二阶段：全国化阶段。李宁分别整合旗下子公司，营销中心迁至北京，加强全国化管理。更加强调渠道的精细化和独占性。在每个二三线城市和县，李宁会找一家经销商进行总代理，并依靠子公司进行统一管理。
- ◆ 第三阶段：精细化阶段。加快经销商订货频率、设立订货底线、对过季产品不予退货，将库存压力转移给经销商；加强对经销商库存、销售收入考核，定期上门拜访沟通，确保经销商与李宁发展保持一致；引入 SAP 全球 ERP 系统、在 400 余家门店全面启动 EPOS 系统，实现产品链下游的信用管理和财务管理，加快市场反馈速度，加强经销商管理力度。
- ◆ 第四季度：改革化阶段。推行品牌重塑，明确市场定位，使产品更加高端化、一线化、年轻化。为配合品牌重塑计划，公司推出新口号“Make the Change”，同时对产品进行提价。相应的，鉴于一线城市开拓市场更依赖大经销商的现状，李宁推行经销商改革，提高经销商生存能力，以大经销商并购的模式，削减旗下小型经销商，减少经营状况较差的店面数量。

图 3: 李宁发展阶段与经销商管理轨迹匹配图



资料来源：宏源证券研究所

一、10 月产量数据及点评

1、10 月白酒产量增长 37%，葡萄酒产量减少 11%

10 月白酒行业产量继续维持高增长态势（增速环比 9 月份提升 8 个百分点），一方面是由于行业持续高景气带来蛋糕整体变大，另一方面也由于很多小企业被并入到大企业中导致规模以上企业的统计口径变大所致：

- ◆ 10 月白酒产量 100.2 万千升，同比增长 37%；1-10 月累计产量 810.3 万千升，同比增长 30%。累计增速与其他饮料品种相比最快；
- ◆ 此外，葡萄酒 10 月份产量 10.6 万千升，同比下降 11%；1-10 月累计生产 91 万千升，同比增长 12%，符合我们对葡萄酒行业整体市场容量将逐渐变大的判断。

图 4: 白酒 10 月产量增长 37%，累计增速 30%，葡萄酒 10 月产量下降 11%，累计增长 12%（万千升）

饮料	白酒	啤酒	葡萄酒	软饮料	瓶（灌）装饮用水	饮料酒
10 月	100.2	341.2	10.6	907.1	431.3	470.6
YOY	37%	9%	-11%	14%	33%	14%
1-10 月	810.3	4296.6	91.0	9856.3	4029.3	5362.5
YOY	30%	9%	12%	21%	27%	12%

资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

食品行业 10 月份主要数据如下，其中乳制品行业上半年增长速度符合我们在之前乳制品

行业报告中对未来三年将保持 13%左右增长速度的观点:

- ◆ 10 月份乳制品、液态乳、方便面、食用植物油以及酱油产量分别为 208.5 万吨、179.9 万吨、74.1 万吨、372.3 万吨和 57.9 万吨，同比增速分别为 10%、9%、14%、7%和 7%;
- ◆ 1-10 月乳制品、液态乳、方便面、食用植物油以及酱油累计产量分别为 1937.6 万吨、1678.1 万吨、676 万吨、3443.6 万吨和 526.4 万吨，同比增速分别为 13%、13%、23%、18%和 18%;
- ◆ 增速对比看，速冻米面增速领先食品其他子行业增长速度，而糖果本月同比增速也较为抢眼;
- ◆ 乳制品行业 1-10 月份产量同比增速为 13%，液态乳为 13%，符合我们之前对“行业未来三年将保持 13%左右的增长速度”的观点相符。

图 5：食品行业 10 月产量数据及同比增速对比表（万吨）

食品	乳制品	液态乳	冷冻水产品	罐头	速冻米面	方便面	糖果	食物植物油	酱油
10 月	208.5	179.9	566264.4	90.3	33.7	74.1	24.5	372.3	57.9
YOY	10%	9%	20%	15%	44%	14%	38%	7%	7%
1-10 月	1937.6	1678.1	4683548.9	796.1	269.5	676.0	173.8	3443.6	526.4
YOY	13%	13%	19%	19%	27%	23%	24%	18%	18%

资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

2、10 月茅台全国平均终端价格环比小幅上涨

白酒行业性“多米诺骨牌增长因素”依然存在：10 月 53 度茅台全国平均零售价为 1706 元/瓶，较 9 月份 1610 元/瓶的平均价格环比基本持平，同比去年 10 月 961 元/瓶的价格同比涨幅已经 78%。

图 6：10 月 53 度飞天茅台相比 9 月全国均价看小幅上涨，而天之蓝价格环比 9 月下降 48%（元/瓶）

白酒终端价格监测	53 度飞天茅台	52 度五粮液	国窖 1573	52 度水井坊	50 度酒鬼酒	天之蓝	沱牌曲酒
本月	1706	1087	1097	718	451	464	55
上月	1110	1039	1228	748	439	313	55
环比增加	6%	5%	-11%	-4%	3%	48%	0%
去年当月	961	761	758	633	494	360	6.8
同比增加	78%	43%	45%	13%	-9%	29%	709%

资料来源：糖酒快讯，宏源证券研究所

图 7：10 月葡萄酒价格监测显示，国内葡萄酒终端价格仍面临压力

葡萄酒终端价格监测	张裕优选解百纳	王朝解百纳干红	长城 99 年份干红	新天玛纳斯干红	通化高级红
单位：元/瓶					

本月	108.14	73	84		42.45
上月	108	80.5	71.75		31.8
环比增加	0%	-9%	17%		33%
去年当月	77.43	69.98	58	28.9	20.63
同比增加	40%	4%	45%		106%

资料来源：糖酒快讯，宏源证券研究所

图 8：食品行业 10 月产量数据及同比增速对比表（元/瓶）

啤酒终端价格监测

	青岛啤酒	百威啤酒	嘉士伯啤酒	喜力啤酒	燕京啤酒	华润雪花淡爽
本月	3.38	5.88	6.68	6.02		2.88
上月	3.62	5.75	5.99	6.9	1.92	3.04
环比增加	-7%	2%	12%	-13%		-5%
去年当月	3.66	5.7	6.84	6.79	2.13	2.43
同比增加	-8%	3%	-2%	-11%		19%

资料来源：糖酒快讯，宏源证券研究所

二、9 月进口数据及点评

1、9 月葡萄酒进口增速 23%，当月进口纸烟、奶粉数同比下降

9 月份进口酒类、啤酒、葡萄酒、纸烟和奶粉量分别为 49587 千升、6684 千升、35704 千升、388 万条和 1.5 万吨，当月进口量同比增速分别为 28%、16%、23%、-2%和 -22%；

1-9 月进口酒类、啤酒、葡萄酒、纸烟和奶粉量分别为 375860 千升、44639 千升、285069 千升、1274 万条和 36 万吨，累计进口量同比增速分别为 34%、23%、32%、-3%和 18%。

9 月进口葡萄酒继续保持高速增速，但我们调研了解，当前进口葡萄酒虽然量很大，但短期内由于品牌鱼龙混杂，且大多数由于渠道代理层级多，短期内对国产葡萄酒的冲击影响有限。但随着进口葡萄酒在营销方面的不断改革创新、渠道管理方面的逐渐精细，长期看本土品牌或将经历一个阵痛期，对于企业而言既是机遇也是挑战。

图 9：9 月进口量数据及同比增速对比表

进口量对比监测

	酒类	啤酒	葡萄酒	纸烟	奶粉
单位	千升	千升	千升	万条	万吨
9 月	49587	6684	35704	388	1.5
YOY	28%	16%	23%	-2%	-22%
1-9 月	375860	44639	285069	1274	36
YOY	34%	23%	32%	-3%	18%

资料来源：糖酒快讯，宏源证券研究所

2、进口价格方面，酒类、葡萄酒、纸烟环比降幅较大，葡萄酒同比增幅较大

图 10: 9 月进口价格及同比增速对比表

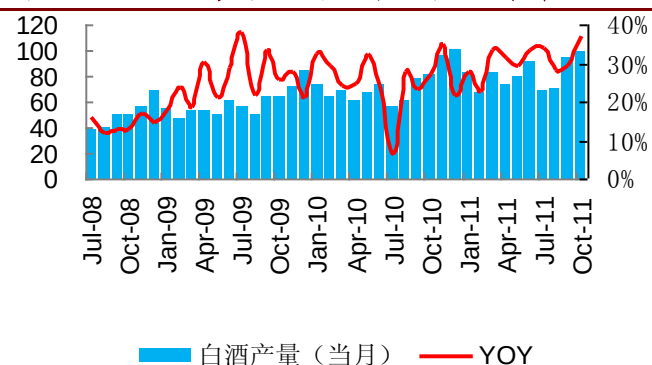
进口均价对比监测

	酒类	啤酒	葡萄酒	纸烟	奶粉
单位	美元/千升	美元/千升	美元/千升	美元/条	美元/吨
本月	4741	1433	5799	3.71	3900
上月	5595	1429	7036	4.76	4063
环比增加	-15%	0%	-18%	-22%	-4%
去年当月	3958	1110	4416	3.74	3705
同比增加	20%	29%	31%	-1%	5%

资料来源: 糖酒快讯, 宏源证券研究所

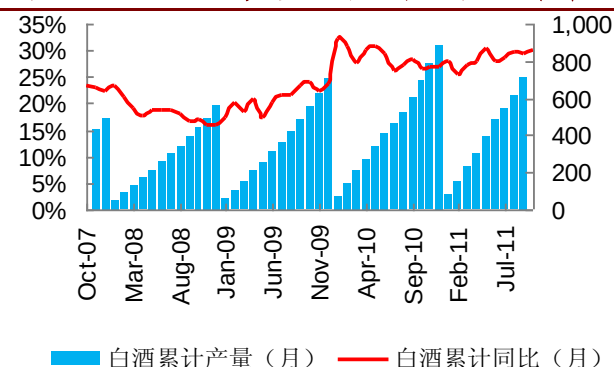
三、10 月主要产品产量及同比增速变化图

图 11: 10 月白酒产量及同比增速图 (万千升)



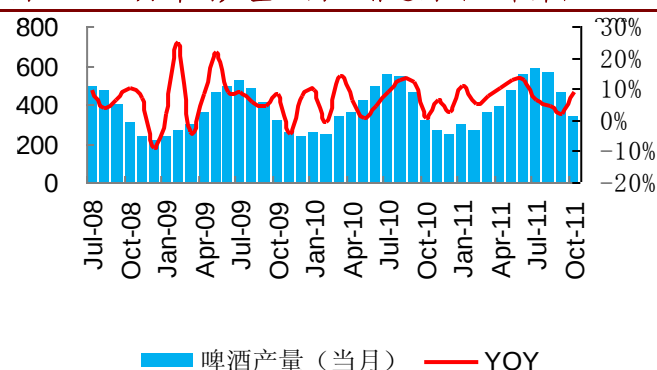
资料来源: 宏源证券研究所

图 12: 1-10 月白酒产量及同比增速图 (万千升)



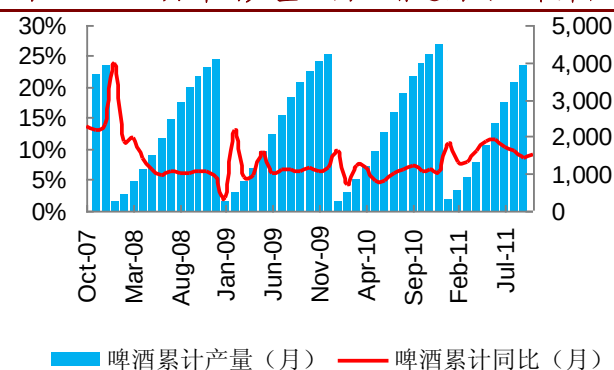
资料来源: 宏源证券研究所

图 13: 10 月啤酒产量及同比增速图 (万千升)



资料来源: 宏源证券研究所

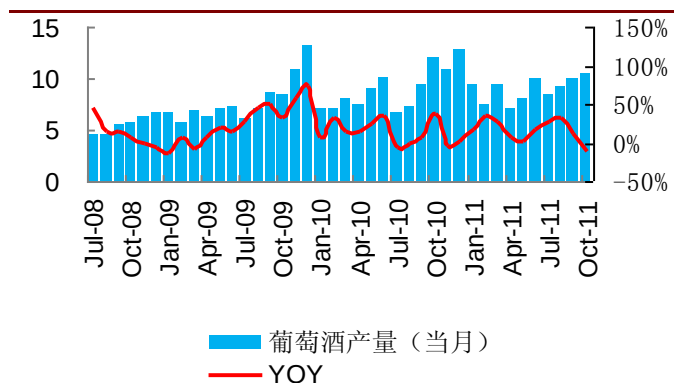
图 14: 1-10 月啤酒产量及同比增速图 (万千升)



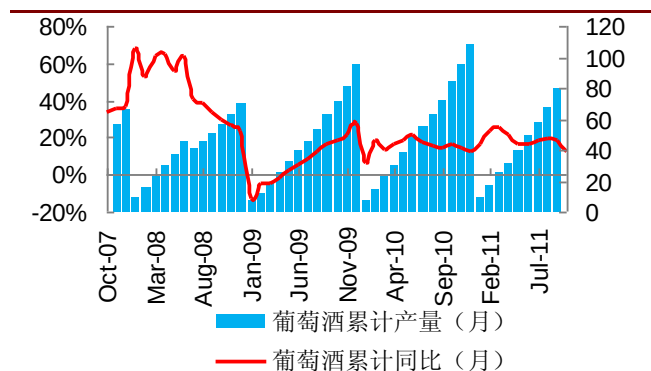
资料来源: 宏源证券研究所

图 15: 10 月葡萄酒产量及同比增速图 (万千升)

图 16: 1-10 月葡萄酒产量及同比增速图 (万千升)

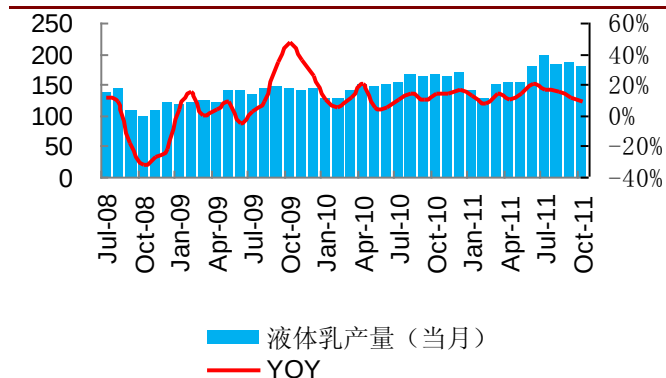


资料来源：宏源证券研究所



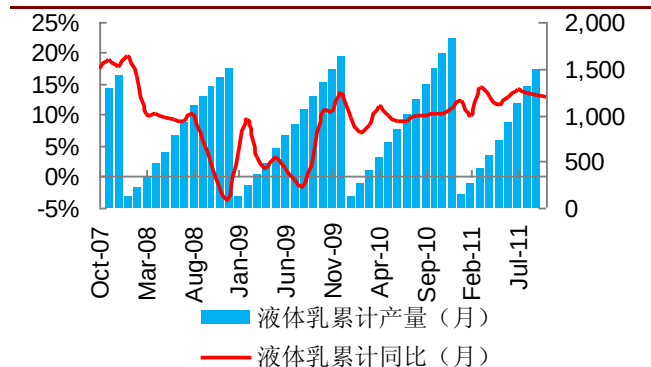
资料来源：宏源证券研究所

图 17: 10 月液体乳产量及同比增速图 (万千升)



资料来源：宏源证券研究所

图 18: 1-10 月液体乳产量及同比增速图 (万千升)



资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年初加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。