

## 行业深度报告

## 复盘系列之四：复盘徽酒变革，洞察升级趋势

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之2012-2021年白酒春节行情总结 20211220
- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之美国70年代滞胀期食品饮料行业表现 20211117
- 【平安证券】食品饮料行业深度报告-复盘系列之我国三次食品涨价潮启示录 20211103

## 证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号  
S1060521030001  
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

## 研究助理

陈昕晖 一般证券从业资格编号  
S1060121090034  
CHENXINHUI167@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **白酒消费大省需求强韧，量减价增结构升级。**安徽省饮酒文化浓厚，属于白酒产销大省，在2018年全国白酒产量排序中位列第五。近年来，安徽白酒市场规模持续稳定增长，其增长动力主要来源于行业消费升级带来的结构性升级和价格提升。从消费能力来看，安徽省人均可支配收入增速、人均GDP增速都领先于全国水平，经济拉动表现良好，为白酒消费提供了强劲支撑。从餐饮发展来看，安徽餐饮收入增速排名全国第二，17-20年复合增速达10.79%，仅次于山东。从行业趋势上来看，安徽白酒呈量减价增、结构升级趋势。安徽作为全国白酒宴席重点市场，宴席用酒价格带上移明显，因而徽酒受行业消费升级趋势影响较大，价位带不断上移。
- **竞争加速品牌集中，一超二强格局显现。**按照2020年安徽白酒市场规模约330亿进行测算，省内四家上市酒企：古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒在省内白酒市场份额分别为21.8%、9.6%、6.1%、1.8%，CR4为39.3%，头部集中度较高。省内白酒市场呈现出市场份额向品牌集中、向品质集中、向文化集中、向原产地集中的趋势，强者愈强，分化复苏。徽酒龙头经历几番易主，从“四朵金花”演变为当前以古井为首，口子窖、迎驾贡酒为第二梯队的“一超两强”格局，古井凭借其“年份原浆”系列的优质产品力和“三通工程”的稳固渠道力，稳居徽酒龙头。
- **渠道模式各有千秋，提质增效产能升级。**古井采用深度分销的管理模式，直控渠道终端，经销商仅负责配送、仓储等辅助性工作，销售费用率明显高于同行。口子窖则采用大商模式，实行分区域、分品类管理，放权经销商进行市场主体运作，厂商仅负责指导。从经销商利润来看，口子利润普遍高于古井，主要原因在于，口子采用裸价的操作模式，让利于经销商，使其拥有较高的毛利率，长期合作实现厂商利益共赢模式。古井和口子的渠道模式各有利弊，根据现状不断迭代。此外，为提升优质产能，近年来安徽省内白酒企业积极建设扩产项目，实现提质增效产能升级。
- **主流价位带持续升迁，对标江苏看未来空间。**消费升级趋势推动徽酒价格带不断升级，目前主流价位带在200-300元区间。随着价格带的升迁，各酒企纷纷由低端向中高端转变，产品升级与全国化战略并行。目前次高端已经分化出更高的细分价格带，未来600元价位带将成为各酒企厮杀的主战场，300-400元将成为目标消费者日常饮用的产品。对标江苏市场，我们认为苏酒是徽酒的消费升级标杆，居民消费水平领先安徽省约3-4年，伴随着安徽省经济持续高增长，白酒消费结构将向江苏市场进一步看齐，产品结构升级空间广阔。我们预计安徽省白酒市场扩容将优于全国，次高端放量加速，承接中端价位带的需求升级，成为增长最迅速的价格带，预计2024年安徽白酒市场规模将突破400亿。

- **投资建议：**今年春节动销情况呈现区域分化，河南、陕西等局部地区受疫情影响损失了全年销量的 10%-15%左右，而安徽、江苏等无疫情区域表现好于预期，其中徽酒表现尤为亮眼，回款进度快于往年，渠道利润丰厚，市场批价坚挺，经销商库存水平位于合理区间，整体基本面依旧向好。近年来徽酒地产酒强势、渠道掌控力强，消费规模和档次有望向苏酒看齐，我们看好徽酒未来表现，建议关注口子窖、古井贡酒、迎驾贡酒等。
- **风险提示：**1) 政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。2) 白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。3) 行业竞争加剧。白酒行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。4) 食品安全风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			
		2022-02-09	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
口子窖	603589.SH	76.02	2.13	2.73	3.34	3.92	35.8	27.9	22.8	19.4
古井贡酒	000596.SZ	226.80	3.68	4.50	5.67	6.87	61.6	50.4	40.0	33.0
迎驾贡酒	603198.SH	69.98	1.19	1.69	2.10	2.54	58.7	41.4	33.4	27.6

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：2021-2023 年 EPS 数据为 Wind 一致预期）

# 正文目录

<b>一、 行业分析：白酒消费大省需求强韧，量减价增结构升级</b>	<b>6</b>
1.1 区域白酒群雄逐鹿，消费升级助力规模攀升	6
1.2 安徽白酒结构升级，行业呈量减价增趋势	8
<b>二、 竞争演变：渠道变革产能扩张，竞争加速品牌集中</b>	<b>10</b>
2.1 徽酒龙头几番易主，一超二强格局显现	10
2.2 古井深度分销直控终端，口子大商制利润丰厚	13
2.3 积极建设扩产项目，提质增效产能升级	15
<b>三、 消费升级：主流价位带持续升迁，对标江苏看未来空间</b>	<b>16</b>
3.1 安徽白酒主流价格带升级复盘	16
3.2 对标江苏市场，看未来升级空间	20
3.3 各价位带市场规模及未来空间测算	23
<b>四、 重点公司：古井稳坐徽酒龙头，口子迎驾争奇斗艳</b>	<b>25</b>
4.1 古井贡酒：徽酒龙头，百亿征程	25
4.2 口子窖：徽酒榜眼，大国兼香	27
4.3 迎驾贡酒：徽酒探花，生态洞藏	29
<b>五、 投资建议</b>	<b>31</b>
<b>六、 风险提示</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图表 1	2017-2020 年我国主要白酒大省产量（万千升）	6
图表 2	2017-2020 年全国与安徽人均 GDP 增速（%）	7
图表 3	2017-2021 年全国与安徽人均可支配收入增速（%）	7
图表 4	2018-2020 年我国各省餐饮业收入（亿元）	7
图表 5	2018-2020 年各省餐饮业收入复合增速（%）	7
图表 6	2016-2021 年安徽白酒市场规模（亿元）	8
图表 7	大众、商务消费成为白酒消费主流	8
图表 8	2016-2020 年安徽白酒产量及增速	9
图表 9	2016-2020 年口子窖销量及吨价增速	9
图表 10	2016-2020 年古井贡酒销量及吨价增速	9
图表 11	2016-2020 年迎驾贡酒销量及吨价增速	9
图表 12	2017-2020 年口子窖营业数据（亿元）	10
图表 13	2017-2020 年古井贡酒营业数据（亿元）	10
图表 14	2017-2020 年迎驾贡酒营业数据（亿元）	10
图表 15	2017-2020 年金种子酒营业数据（亿元）	10
图表 16	2020 年安徽省省内白酒市场份额占比情况	11
图表 17	徽酒龙头演变复盘及大事纪要	11
图表 18	省内 4 家上市企业 2012-2021Q3 营收（亿元）	12
图表 19	省内 4 家上市企业 2012-2021Q3 营收同比(%)	12
图表 20	2012-2021Q3 安徽省内四家白酒上市公司占比情况	12
图表 21	2017-2021Q3 口子和迎驾营收及净利润（亿元）	13
图表 22	2017-2021Q3 安徽省内上市酒企营收及净利润（亿元）	13
图表 23	古井贡酒和口子窖渠道对比	14
图表 24	古井贡酒和口子窖经销商利润率对比	14
图表 25	古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒销售费用率对比	15
图表 26	2011-2020 古井贡酒成品酒产量（万吨）	15
图表 27	2015-2020 年口子窖、迎驾成品酒产量（万千升）	16
图表 28	安徽白酒主流价格带升迁复盘	17
图表 29	产品推出时间及所处价格带	17
图表 30	口子窖古井贡酒产品升级速度比较	18
图表 31	迎驾贡酒将洞藏系列作为宣传重点	19
图表 32	金种子酒将馥合香打造为战略单品	19
图表 33	迎驾贡酒产品结构变化	19

图表 34	金种子酒产品结构变化.....	19
图表 35	区域酒企相继打造 600 元价位带战略单品 .....	20
图表 36	未来各酒企战略单品集中在 600 元价位带 .....	20
图表 37	安徽省与江苏省人均可支配收入的对比（元） .....	21
图表 38	安徽省与江苏省人均食品烟酒消费的对比（元） .....	21
图表 39	安徽省第二产业固定资产投资同比变化（%） .....	21
图表 40	安徽省限额以上餐饮业营业额变化（亿元） .....	21
图表 41	2020 年安徽省及江苏省主要酒企规模对比 .....	22
图表 42	2020 年安徽省白酒市场竞争格局.....	22
图表 43	2020 年江苏省白酒市场竞争格局.....	22
图表 44	安徽省白酒消费结构.....	23
图表 45	江苏省白酒消费结构.....	23
图表 46	安徽省分地区白酒消费特点.....	23
图表 47	江苏省分地区白酒消费特点.....	23
图表 48	安徽白酒分价格段市场规模预测（亿元） .....	24
图表 49	安徽白酒分价格段市场结构预测 .....	24
图表 50	古井贡酒品牌荣誉 .....	25
图表 51	古井贡酒主要产品系列及代表产品 .....	25
图表 52	古井贡酒“三通工程”精细化渠道建设.....	26
图表 53	2011-2020 年古井贡酒营收及增速情况 .....	27
图表 54	2011-2020 年古井贡酒归母净利润及增速情况 .....	27
图表 55	口子窖品牌荣誉.....	27
图表 56	口子窖主要产品系列及代表产品 .....	28
图表 57	口子窖省内外渠道改革齐头并进 .....	28
图表 58	口子窖省内外经销商数量（家） .....	28
图表 59	2011-2020 年口子窖营收及增速情况.....	29
图表 60	2011-2020 年口子窖归母净利润及增速情况.....	29
图表 61	迎驾贡酒六位一体全生态产业链 .....	29
图表 62	迎驾贡酒主要产品系列及代表产品.....	30
图表 63	迎驾采取“1+1+N”的营销模式.....	30
图表 64	迎驾省内外经销商数量不断攀升 .....	30
图表 65	2011-2020 年迎驾贡酒营收及同比情况 .....	31
图表 66	2011-2020 年迎驾贡酒归母净利润及同比情况 .....	31
图表 67	重点公司估值表.....	31

## 一、行业分析：白酒消费大省需求强韧，量减价增结构升级

### 1.1 区域白酒群雄逐鹿，消费升级助力规模攀升

**区域白酒群雄逐鹿，徽酒产量全国第五。**从白酒产量地域来看，四川、江苏兼具人口和经济优势，居民高收入水平拉动白酒消费档次，市场规模领先；根据 2018 年白酒产量排序，安徽位列全国第五，近年来徽酒地产酒强势、渠道掌控力强，地区产量不断攀升，消费规模和档次有望向苏酒看齐；山东、河南为白酒消费大省，省内地产酒品牌众多，但集中度不高，山东经济体量及白酒规模遥遥领先，河南白酒发展迅速；湖北地产名酒品牌众多，表现强势；河北人口红利优势明显，市场容量较大；北京总体白酒消费档次较高。区域白酒群雄逐鹿，地方酒企的旺盛发展有助于带动白酒行业整体市场规模提升。

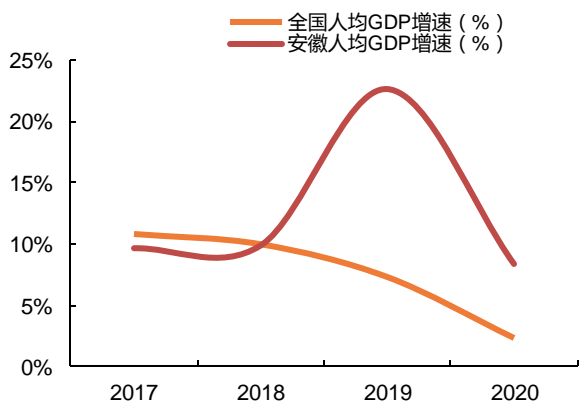
图表1 2017-2020 年我国主要白酒大省产量（万千升）

排名	省份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1	四川	372.4	358.3	366.8	367.6
2	江苏	92.4	69.2	20.6	18.3
3	湖北	62.0	56.0	63.0	35.9
4	北京	29.74	46.45	/	/
5	安徽	43.9	43.1	32.0	28.2
6	河南	117.18	42.91	/	/
7	山东	106.3	40.6	43.7	20.9
8	河北	23.6	16.1	/	/
9	广东	20.7	14.7	14.5	10.1
10	天津	2.75	2.89	/	/

资料来源：各省统计局，平安证券研究所（注：河南、北京、天津 2017 年白酒产量数据截止至 11 月）

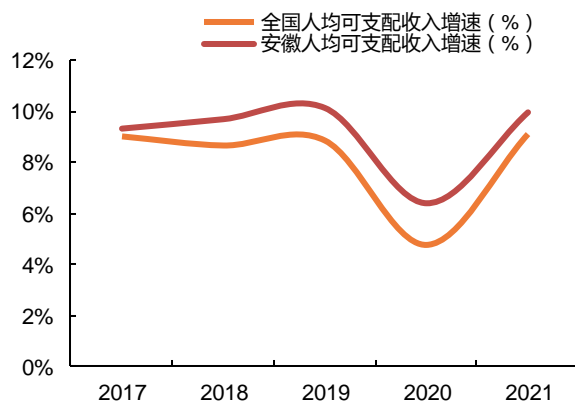
**安徽省内经济消费向好，人均 GDP 增速领先全国。**从消费能力来看，全国居民人均可支配收入、人均 GDP 逐年递增，2021 年我国居民人均可支配收入达到 3.51 万元，比上年实际增长 9.13%，两年平均增长 6.93%，与经济增长基本同步，达到居民收入稳步增长的要求。在 2017-2021 年间，安徽省人均可支配收入增速都超过了全国整体增速，其中 21 年增速为 9.97%，经济拉动表现良好。2021 年我国人均 GDP 达到 8.10 万元，受疫情影响同比增速有所回落，但整体向好趋势不改。2019 及 2020 年，安徽省人均 GDP 增速分别为 22.60%、8.43%，同期全国人均 GDP 增速为 7.32%、2.38%，安徽省人均 GDP 增速显著领先于全国。

图表2 2017-2020年全国与安徽人均GDP增速(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

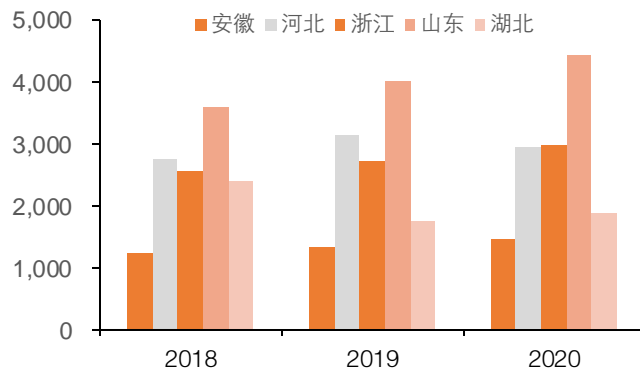
图表3 2017-2021年全国与安徽人均可支配收入增速(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

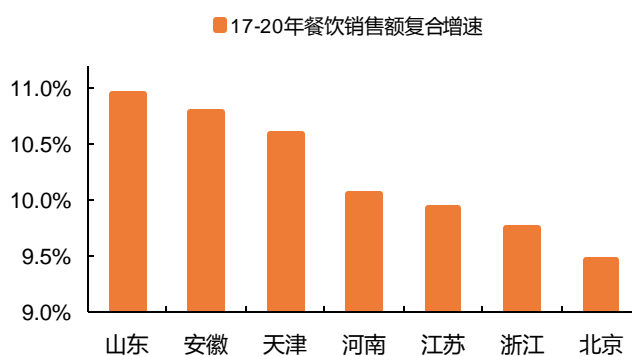
**餐饮发展态势旺盛, 安徽增速全国第二。**受大众消费与政商务消费共同催化, 2018-2020年中国餐饮业市场规模不断扩大, 整体发展态势旺盛, 消费升级趋势明显; 次高端逐步成为行业增长最快的价位带, 承接中高端消费升级。随着疫情防控形势好转, 消费场景得到恢复, 市场需求呈回暖态势, 带动白酒行业整体增长, 拉动白酒次高端需求扩容并分化, 其中安徽增速排名第二, 17-20年复合增速达到 10.79%, 仅次于山东。总体来看, 河北、浙江、山东等省份餐饮业贡献表现突出, 山东、安徽、天津、河南、江苏、浙江等地出现稳步增长现象。

图表4 2018-2020年我国各省餐饮业收入(亿元)



资料来源: 中国饭店协会, 平安证券研究所

图表5 2018-2020年各省餐饮业收入复合增速(%)

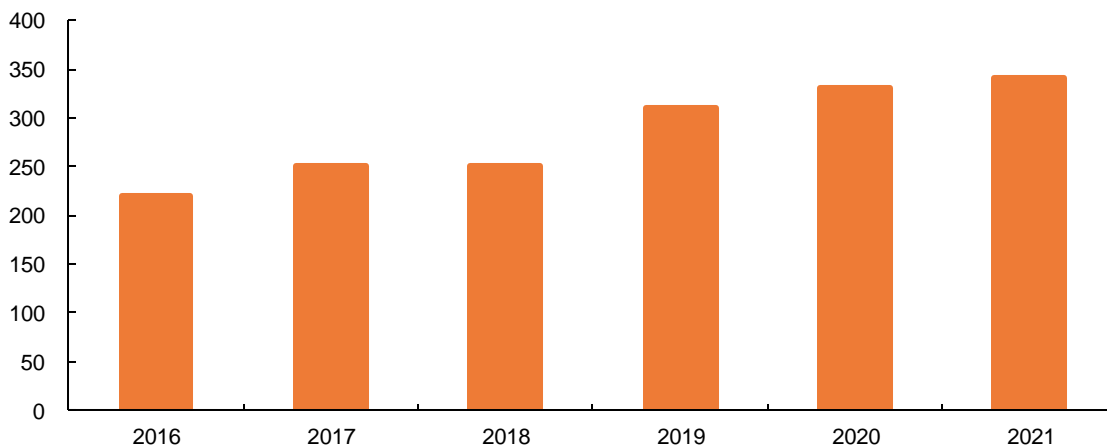


资料来源: 中国饭店协会, 平安证券研究所

**安徽白酒产销大省, 市场规模稳步上升。**安徽省饮酒文化浓厚, 属于白酒生产大省。2016年-2021年安徽白酒市场规模持续稳定增长, 其增长动力主要来源于行业消费升级带来的结构性升级和价格提升。据渠道调研, 2016年安徽白酒在财富效应和技术效应驱动下市场规模达到 220 亿左右; 2017年市场销售规模进一步扩大到 250 亿左右; 2018年同比 2017 年持平; 2019年消费升级延续, 市场规模增至 310 亿左右; 2020年, 安徽省白酒市场规模达 330 亿左右。2021年受消费升级、次高端需求快速扩容、徽酒单价快速提升影响, 我们预计安徽省白酒市场规模将进一步增长至 340 亿左右。总体来看, 安徽白酒市场空间广阔, 未来规模有望继续上升, 预计未来 3 年复合增长率为 6% 左右。



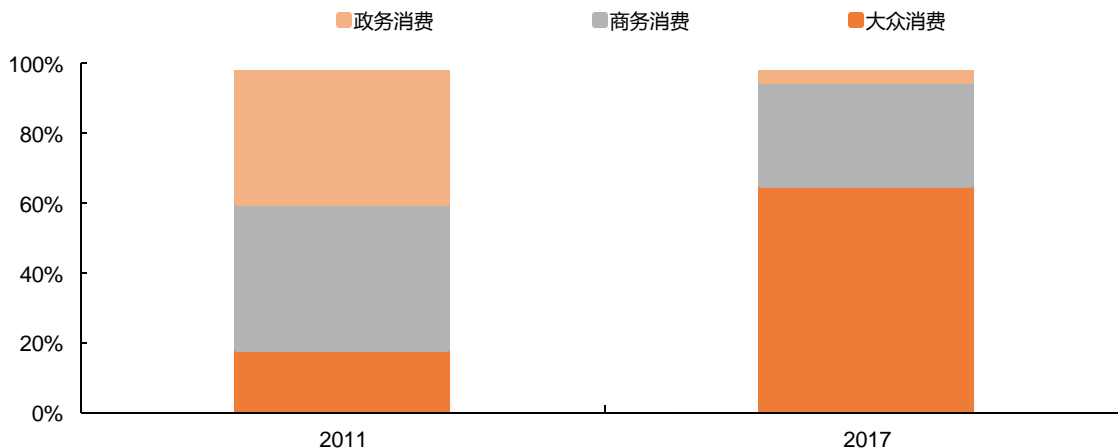
图表6 2016-2021年安徽白酒市场规模(亿元)



资料来源：渠道调研，平安证券研究所测算

**大众消费成为白酒主流，安徽宴席用酒价格带上移。**白酒消费结构主要为商务消费、政务消费、个人消费构成，目前以大众消费为主；随着人均可支配收入不断增长、三公限制政策推动，个人消费占比逐渐从2011年的18%提升至65%。大众消费升级推动行业发展升级，白酒消费整体依旧保持高增长。目前我国白酒已步入量减价增挤压式增长阶段，价增代替量增贡献行业主要增长，而安徽作为全国白酒宴席重点市场，宴席用酒价格带上移明显，因而徽酒受行业消费升级趋势影响较大。

图表7 大众、商务消费成为白酒消费主流



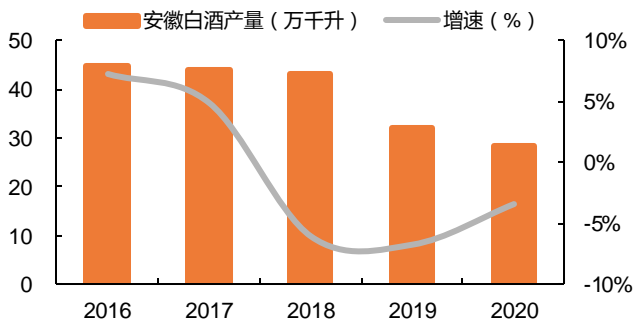
资料来源：糖酒快讯，平安证券研究所测算

## 1.2 安徽白酒结构升级，行业呈量减价增趋势

2016-2020年间安徽白酒产量不断下降，2020年产量降至28.21万千升，增量空间有限。2015-2020年间，口子窖、古井贡酒、迎驾贡酒价格不断上升，近五年吨价复合增速平均为9.25%、10.21%、7.81%，而销量复合增速分别为0.05%、3.89%、-3.65%。2020年，口子窖、古井贡酒、迎驾贡酒销量年增速分别为-19.13%、-3.75%、-13.51%，总体呈现量减价增趋势；未来市场空间主要增长动力为白酒行业整体消费升级带来的结构性转型升级机会和白酒产品提价带来的利润增加。

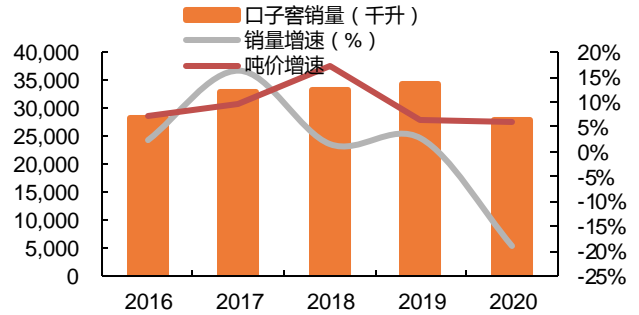


图8 2016-2020年安徽白酒产量及增速



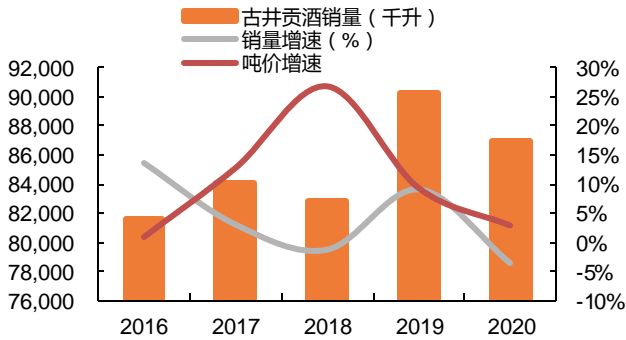
资料来源：安徽省统计局，平安证券研究所

图9 2016-2020年口子窖销量及吨价增速



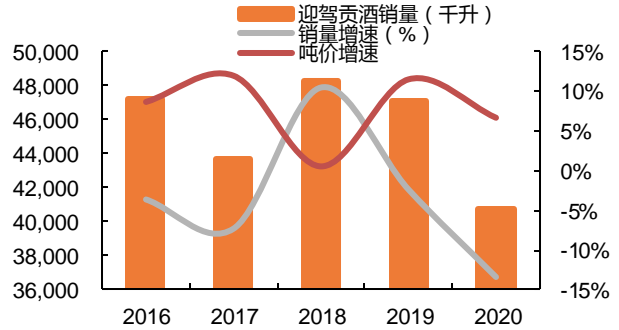
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图10 2016-2020年古井贡酒销量及吨价增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图11 2016-2020年迎驾贡酒销量及吨价增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

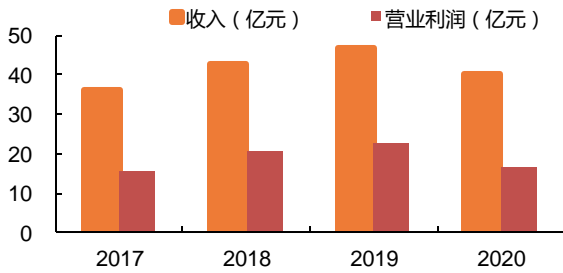
**1) 口子窖：**在地理分布上，省内构建三级市场体系，淮北地区实现全渠道覆盖，梯度顺次发展，针对安庆、马鞍山等消费水平较高地级市推广 518、10 年、20 年产品，对于其他地级市采取大商稳步改革策略；省外重点布局省会城市，聚焦二三线城市的团购渠道。2021 年，口子窖推出的“兼香 518”战略大单品聚焦次高端价格带，在安庆、芜湖、淮北、滁州等地热销。在营业收入上，2017-2020 年口子窖实现平均营收 41.39 亿元，最高收入 46.72 亿元，2021 年前三季度实现营收 36.29 亿元。在营收利润上，2017-2020 年口子窖实现平均利润 18.97 亿元，最高实现利润 22.78 亿元。

**2) 古井贡酒：**在地理分布上，公司坚持“十四五省内外五五开，全国化+次高端双驱动”战略，2018 年以来公司高举高打主推古 20，省内合肥地区产品认可度逐步上升，省外采取大商模式，围绕江苏、河北、河南、山东等核心区域积极投入，江苏、河北地区势头良好，河南地区表现突出。在营业收入上，2017-2020 年古井实现平均营收 90.91 亿元，最高收入 104.17 亿元，2021 年前三季度实现营收 101.02 亿元，公司规划至 2024 年实现收入目标 200 亿，未来结构升级和省外扩张战略将持续推进。在营收利润上，2017-2020 年古井实现平均利润 23.00 亿元，最高实现利润 28.23 亿元。

**3) 迎驾贡酒：**在地理分布上，公司省内加强渠道建设和下沉，增加核心终端数量，着力培育大单品；六安、淮安等地势头已起，紧跟省内消费节奏，聚焦利润更厚的中高端以上市场；省外聚焦江苏、上海等核心市场，以中低端市场为主，近年来开始加强高端洞藏系列布局。在营业收入上，2017-2020 年迎驾实现平均营收 34.64 亿元，最高收入 37.77 亿元，2021 年前三季度迎驾实现营收 31.80 亿元。在营收利润上，2017-2020 年迎驾实现平均利润 11.22 亿元，最高实现利润 12.72 亿元，整体利润呈逐年上升状态。

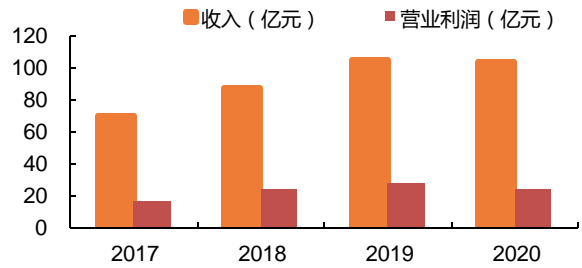
**4) 金种子：**在地理分布上，公司省内全力打造阜阳根据地市场，重点启动宿州、淮北、蚌埠、淮南、滁州、安庆、宣城、芜湖等区域市场；省外选点运作永城、九江等市场，打造样板市场，以点带面形成联动效应，为全市场布局打下坚实基础；公司目标于 2025 年将阜阳核心市场打造为 20 亿级别体量。在营业收入上，2017-2020 年金种子实现平均营收 11.39 亿元，最高收入 13.15 亿元，2021 年前三季度金种子实现营收 8.07 亿元，目标在 2025 年实现销售收入 50 亿元。在营收利润上，2017-2020 年金种子实现平均利润 0.15 亿元，最高实现 1.29 亿元，2019 年出现亏损，2021 年前三季度均处于负利状态。

图表12 2017-2020年口子窖营业数据(亿元)



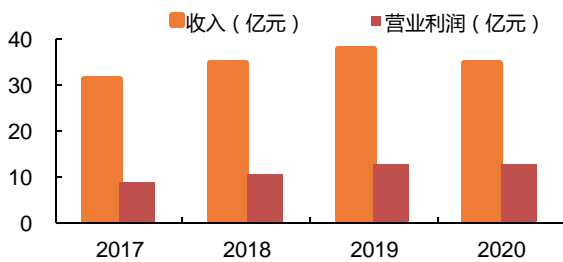
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 2017-2020年古井贡酒营业数据(亿元)



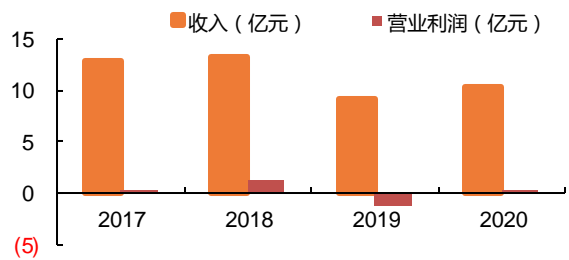
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 2017-2020年迎驾贡酒营业数据(亿元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 2017-2020年金种子酒营业数据(亿元)



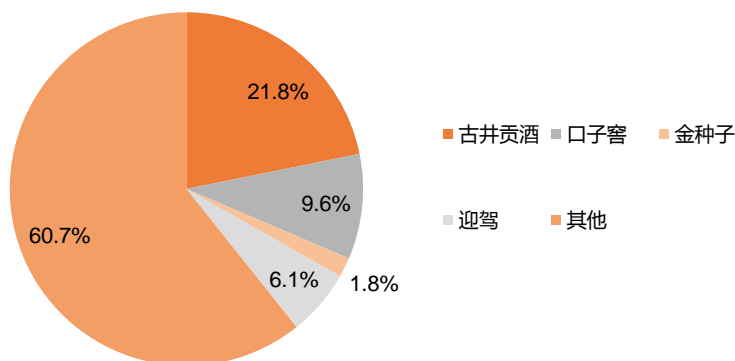
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 二、 竞争演变：渠道变革产能扩张，竞争加速品牌集中

### 2.1 徽酒龙头几番易主，一超二强格局显现

省内酒企高集中度，马太效应凸显。我们假设2020年安徽白酒市场规模约330亿，对省内四家上市酒企的市场份额进行测算，按照古井在安徽省内收入占比70%，口子窖根据年报披露的省内收入，迎驾、金种子全国化程度较低按照年报披露的总营收，计算得到古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒在省内白酒市场份额分别为：21.8%、9.6%、6.1%、1.8%，CR4为39.3%，头部集中度较高。其中古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒在省内基础上，均延伸布局省外市场，积极推行全国化扩张。省内白酒市场呈现出市场份额向品牌集中、向品质集中、向文化集中、向原产地集中的趋势，白酒行业的“一超二强”趋势明显，强者愈强，分化复苏。

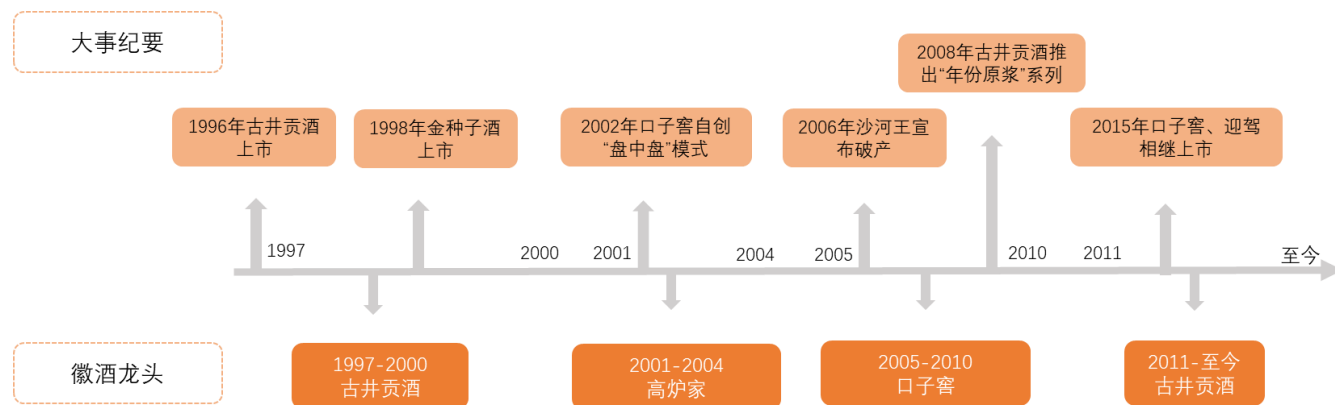
图表16 2020年安徽省省内白酒市场份额占比情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所测算（注：估算安徽白酒市场规模为330亿，市场份额按照公司公告营收/安徽白酒市场规模计算）

**徽酒龙头几番易主，十年磨砺奠定今日格局。**回顾徽酒发展历程，大致可以分为以下阶段：1) 1997年-2000年，全国白酒利税前二十名安徽省占四席，分别是古井贡酒、金种子酒、高炉家酒和沙河王。2) 2001年-2004年，高炉家酒凭借“家文化”连续四年销售量位居省内白酒类第一名。2003年，高炉家酒在安徽的销量达到4亿元，其中仅合肥市就有1.6亿元，占同档次酒的销量的60%—70%。与此同时向南扩张，延伸至江西、福建、广东等地。3) 2005年-2010年，2002年口子窖自创“盘中盘”销售模式，依靠主打商务、政务市场而带动大众消费，一跃成为徽酒龙头。4) 2011年-至今，2008年前后，古井贡酒集团经过大的变故后推出了年份原浆系列，销量呈爆发式增长，同时开展“三通工程”，一举成为徽酒龙头。

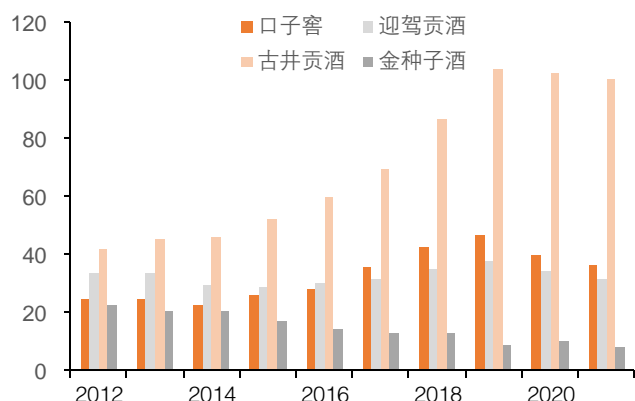
图表17 徽酒龙头演变复盘及大事纪要



资料来源：公司网站、平安证券研究所

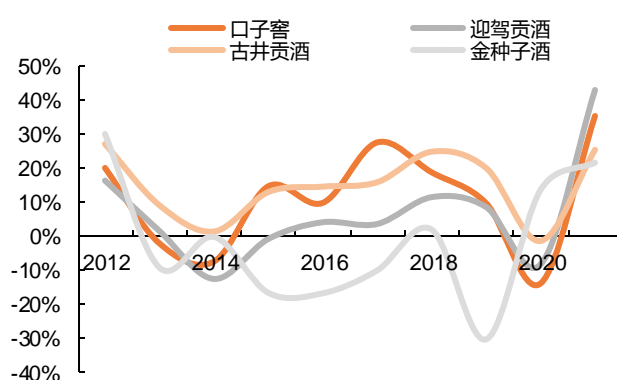
**行业沉浮数载，“四朵金花”到“一超多强”。**2012年古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、金种子的营收分别为41.97亿元、33.54亿元、25.07亿元、22.94亿元，位列全省前四名，“四朵金花”格局维持。自2013年之后，金种子连年亏损，并在2019年跌破10亿大关，逐渐不再具备与其余三家上市公司竞争的实力。2017年口子窖白酒业务营收为36.03亿元，迎驾贡酒营收为31.38亿元，口子窖超越迎驾成为“皖老二”。2020年，古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子分别实现营业收入102.92亿元、40.11亿元、34.52亿元、10.38亿元，古井贡酒成功突破百亿大关，安徽省内“一超多强”格局显现。2021年，“一超多强”格局延续，截止2021Q3，古井贡酒营收101.02亿元，口子窖营收为36.29亿元，迎驾贡酒营收为31.80亿元。

图表18 省内4家上市企业2012-2021Q3营收(亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

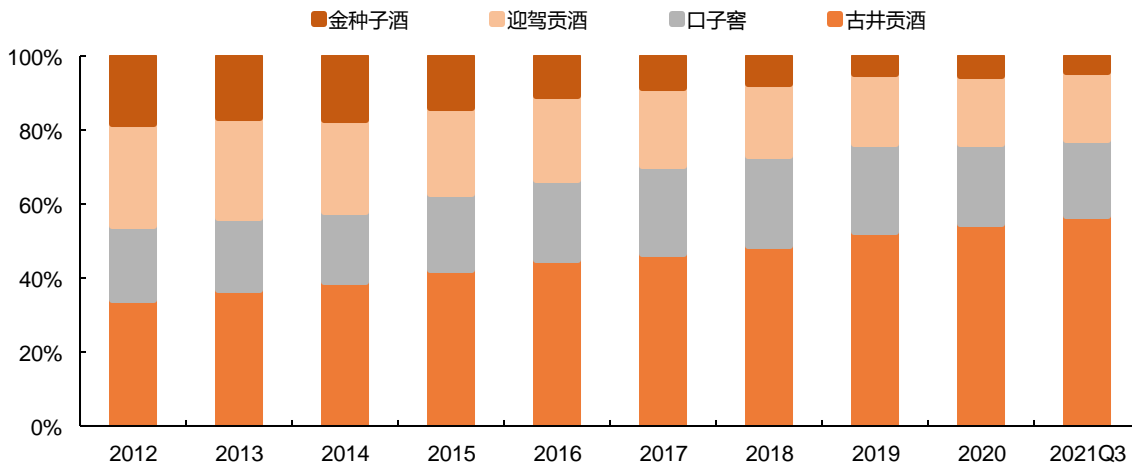
图表19 省内4家上市企业2012-2021Q3营收同比(%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

古井“一超”局势稳固，“一超多强”逐渐演变为“一超二强”。古井2020年营收、归母净利润分别为102.92亿元、18.55亿元，口子窖、迎驾贡酒、金种子酒的营收分别为40.11亿元、34.52亿元、10.38亿元，归母净利润分别为12.76亿元、9.53亿元、0.69亿元。对比2019年数据，古井与其他三家徽酒企业的营收总额进一步拉大，“一超”格局进一步深化。与此同时，金种子酒于2013年营收开始负增长，近两年业务涉及范围有医药等，2020年营收虽突破10亿，但其白酒销售收入只有5.92亿，且医药收入占比约41.6%，“一超多强”逐渐演变为“一超二强”局面。

图表20 2012-2021Q3安徽省内四家白酒上市公司占比情况



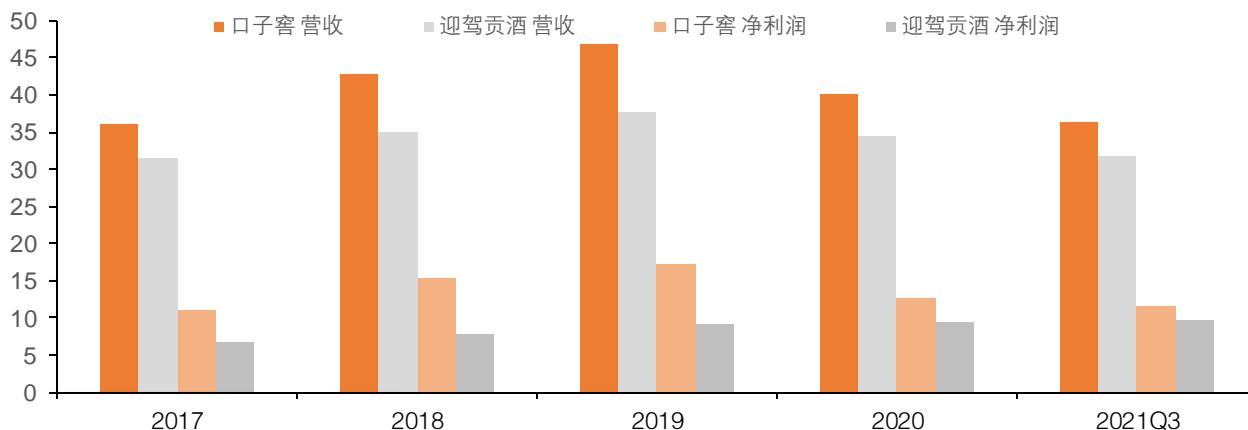
资料来源: Wind、平安证券研究所

政策环境积极推进，支持省内酒企发展。安徽省市场监督管理局于2017及2020年相继出台相关法规，其中2020年出台的《促进安徽白酒产业质量发展的若干意见》明确提出，2025年安徽白酒企业实现营收500亿元，酿酒总产量50万千升，培育年营收超过200亿元的白酒企业1家，超过100亿元的企业2家的目标。在省内消费升级+政策集中大环境下，古井市占率有望持续提升。

榜眼之争白热化，口子迎驾各施所长。古井贡酒“一超”的地位已十分稳固，但迎驾和口子窖一直对“皖老二”的归属进行拉锯战。2017年，口子窖在营收上领先了迎驾贡酒，差距不断拉大，但随着迎驾生态洞藏系列的推出和放量，徽酒的榜眼之争再次进入白热化。截止2021年Q3，迎驾贡酒与口子窖的营收分别为31.80亿及36.19亿，相差5亿；净利润分别为

9.65 亿和 11.50 亿，相差不到 2 亿。但迎驾贡酒的营收增速与净利润增长均高于口子窖。2021 年 H3 迎驾贡酒披露其酒类收入为 10.31 亿元，同比增长 27.3%；其中中高档酒销售收入达 7.37 亿元，同比增长 44.0%，相较 2019 年同期增长 77.2%，主要系洞藏系列发力明显。

图表 21 2017-2021Q3 口子和迎驾营收及净利润（亿元）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 22 2017-2021Q3 安徽省内上市酒企营收及净利润（亿元）

酒企	营收情况	2017	2018	2019	2020	2021
古井贡酒	目标	努力实现增长	14%	18%	11%	16.59%
	实现	15.81%	24.65%	19.93%	-1.20%	25.19%（前三季度）
口子窖	目标	稳定增长	稳定增长	稳定增长	持平	“百亿口子”
	实现	27.29%	18.50%	9.44%	-14.15%	35.05%（前三季度）
迎驾贡酒	目标	业绩稳步增长	业绩稳步增长	业绩稳步增长	业绩稳步增长	业绩稳步增长
	实现	3.29%	11.17%	8.26%	-8.60%	42.62%（前三季度）
金种子酒	目标	——	——	——	——	——
	实现	-10.14%	1.89%	-30.46%	13.55%	21.58%（前三季度）

资料来源：Wind、平安证券研究所

## 2.2 古井深度分销直控终端，口子大商制利润丰厚

**古井深度分销，直控程度最强。**古井采用厂商统一管理，渠道扁平精细化的深度分销模式，经销商仅负责配送、仓储等辅助性工作。深度分销是古井的核心竞争力，公司采取省外大商、省内小商的模式，省内渠道下沉终端掌控力较强，消费者对本土产品的忠诚度和认可度比较高，古井作为徽酒龙头在营销和渠道方面优势明显。2009 年起，实施“三通工程”，即路路通、店店通、人人通，着力精耕渠道，更好地实现渠道下沉。先在局部实现高占有率，然后进行复制，通过点-线-面-体的方式进行市场推进。古井经销商毛利率在 8%-12% 左右。

**口子大商模式，渠道利润丰厚。**口子采用大商模式，实行分区域、分品类管理，通常在一个城市选择一个符合当地市场特征的总经销商代理一个品类。放权经销商，让其进行市场主体运作，厂商仅负责指导。相较于古井，口子经销商情绪更为积极。口子奉行“价格刚性、顺价销售”，认为每个经销层级有其合理的利润空间，从而制定定价标准。大商模式下，口子和经销商实现了深度合作，省内经销商合作时长基本都在 10 年以上。口子窖一级经销商毛利率约为 20%。

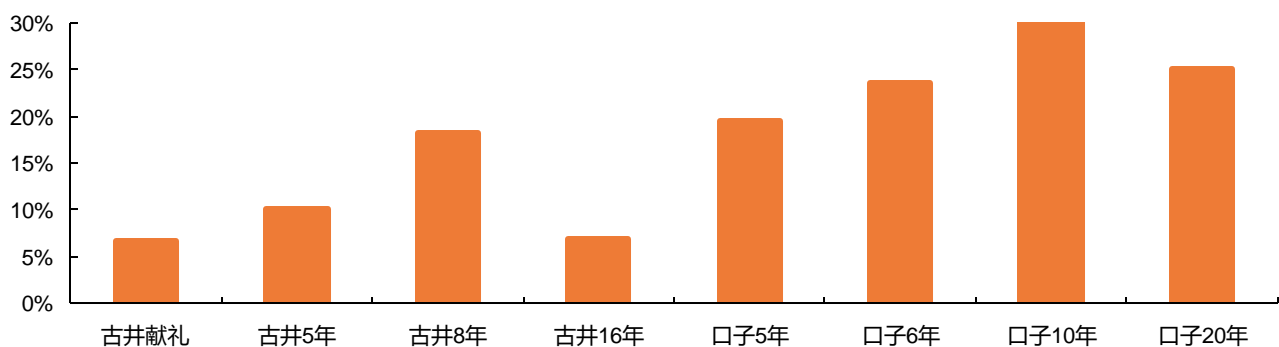
图表23 古井贡酒和口子窖渠道对比

	古井	口子窖
渠道策略	渠道扁平化、直控终端，实施政策分配内部及经销业务员确保每项指令都落到实处	一个区域，一个品类，一个经销商
业绩管理	自上而下，层层下达任务	自下而上，层层上报，厂家再做调整
经销商利润	较少	较多
新区域开拓	复制	点状发散
操作模式	控价模式	裸价模式
优点	终端控制力强，有利于渠道深耕	与经销商深度合作，有利于扩大规模，开拓市场
缺点	费用高	无法保证厂商与总代发展意愿相同
现状	受益消费升级，市场份额明显提升	受益消费升级，但部分渠道面临激烈竞争

资料来源：Wind、平安证券研究所

口子渠道利润明显高于古井。从经销商利润来看，口子利润普遍高于古井，主要原因在于，口子采用裸价的操作模式，让利于经销商，使其拥有较高的毛利率，长期合作实现厂商利益共赢模式。据测算，古井贡酒系列产品中，古8经销商利润率及终端利润率最高；口子窖系列产品中，口子10年经销商利润率最高。

图表24 古井贡酒和口子窖经销商利润率对比



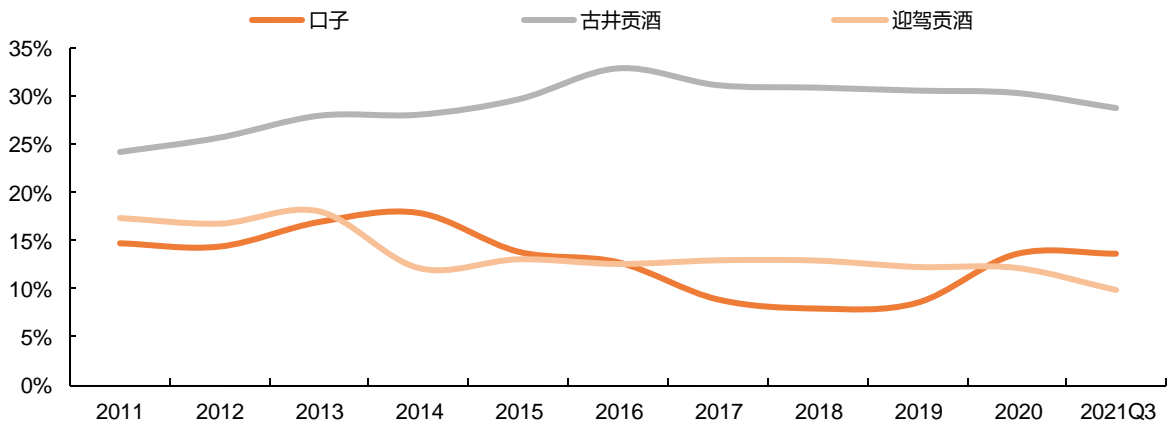
资料来源：渠道调研、平安证券研究所测算

古井销售费用率明显高于同行，预测未来中长期将下行。由于古井采用厂商为主的深度分销模式，故企业本身销售人员数量和经销商队伍规模远大于同行业平均水平。再加上近年来采取高费用投放方式，拉升品牌和抢占市场份额，以及国企体制、快速开拓省外市场等原因，整体销售费用率居高不下，2016年达到峰值32.91%。随着市占率的不断提高，高费用投放方式的边际收益递减，费用投入有所减少，2017年后费用率逐渐下行，预测中长期下降趋势确立，截至2021年第三季度，费用率降至28.74%。

口子注重消费者培育，销售费用率上行。在大商模式下，企业的销售团队移至经销商环节，因此销售人员数量远小于古井。但近年来，该模式也产生了一定的问题，由于口子大单品已经成熟，盈利性较强且稳定，经销商推新积极性降低，费用投放力度减弱。2019年后，口子进行了相应的渠道变革，强化经销商考核，推进有效网点建设，以激发经销商的积极性，提高销售费用投入，共同完成消费者培育，因此，销售费用率有所上行，截至2021年第三季度，费用率增至13.65%。



图表25 古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒销售费用率对比

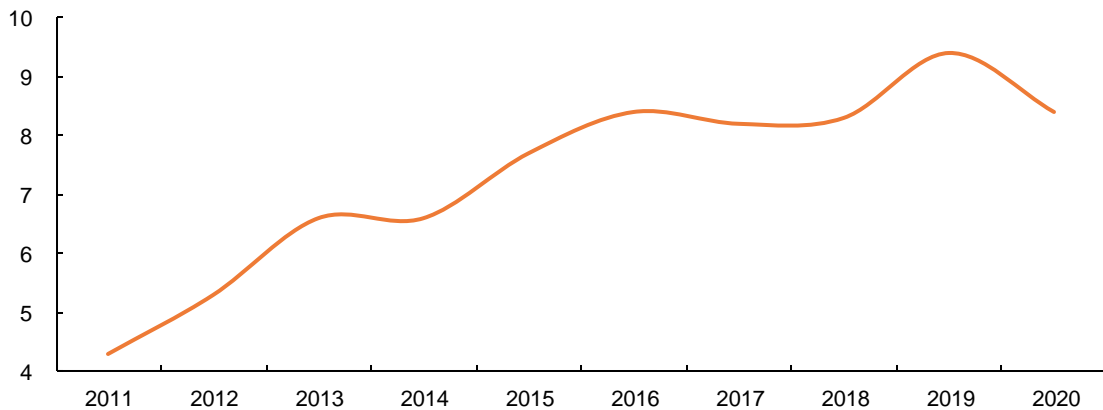


资料来源: Wind、平安证券研究所

### 2.3 积极建设扩产项目，提质增效产能升级

1) 古井贡酒：2011 年定增后，古井贡投资 23 亿建设占地 1205 亩的古井贡白酒产业园区；提升原 8,000 吨基酒品质的技改（优质基酒增加 8,000 吨，同时普通基酒减少 8,000 吨。）；新建 8 个酿酒车间；新增 9 万吨成品酒包装生产能力。2020 年，公司项目计划募资 50 亿元，投资 89 亿，占地 1830 亩，建设 7 个酿酒车间，11,420 口窖池，形成 6.66 万吨原酒的生产能力；另外建设 28.4 万吨的基酒储存能力及 13 万吨的灌装能力。预计于 2025 年开始投入使用，可以达到设计产能的 80%，2026 年及以后各年可以达到设计能力的 100%。项目 5 年达产后，公司整体成品酒产能将在目前 11.5 万吨的基础上增加 13 万吨，达到 24.5 万吨。

图表26 2011-2020 古井贡酒成品酒产量（万吨）



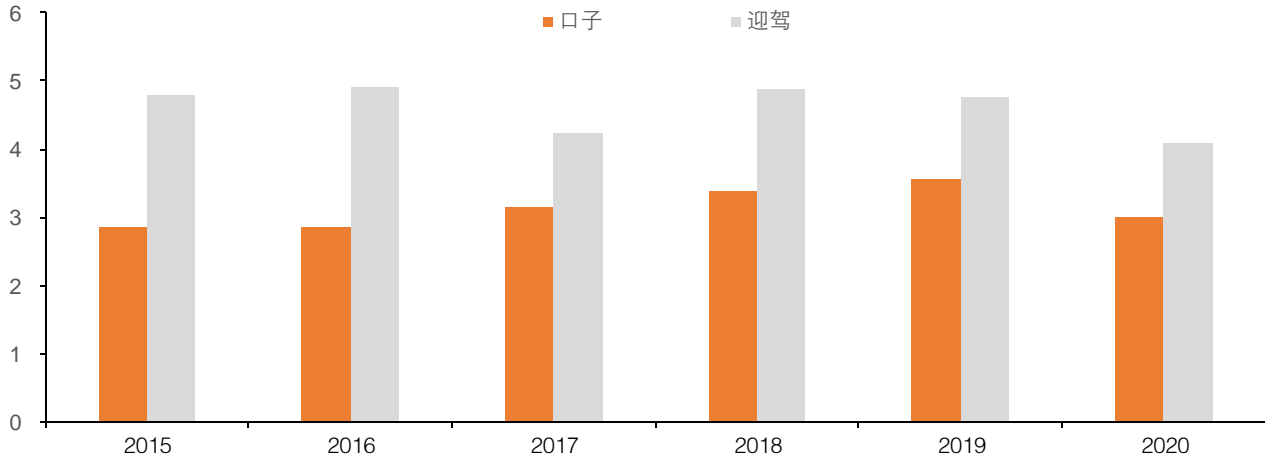
资料来源: Wind、平安证券研究所

2) 口子窖：2020 年，公司宣布，为缓解优质白酒产能不足，自筹资金 13.6 亿元投资建设 2 万吨大曲酒酿造提质增效项目，即口子产业园二期。项目产能将实现年产原酒 2 万吨，项目包括制曲、酿酒、储存三大工艺，是优质原酒产能规模的进一步提升。口子产业园一期 5 栋酿酒厂房已于 2020 年全部投产，口子产业园二期 2 万吨优质原酒建设已经全面展开，预计到 2025 年，口子酒业产能将突破 7 万吨。



3) 迎驾贡酒：2015 年公司逆势扩产，公司 IPO 募资主投向是产能升级。根据迎驾贡酒招股书，募集资金主要用于优质酒配套设施技术改造项目、营销网络建设项目和企业技术中心建设项目，预计拟投入募集资金 8.84 亿元。募资项目实施后，在保持公司现有成品酒总体生产能力不变的前提下，对原有部分普通白酒灌装生产线实施升级改造，将其中 1.5 万吨普通白酒相关生产能力调整为 1.5 吨中高档白酒相关生产能力。

图表27 2015-2020年口子窖、迎驾成品酒产量（万千升）



资料来源：Wind、平安证券研究所

## 三、消费升级：主流价位带持续升迁，对标江苏看未来空间

### 3.1 安徽白酒主流价格带升级复盘

消费升级趋势推动徽酒价格带不断升级，目前主流价位带在 200-300 元区间。徽酒的核心单品生命周期很长，50-100 元的价格升级周期接近 10 年。复盘近二十年的徽酒，徽酒的价格带抬升过程大致可以分为四个阶段：1) 20 世纪初，主流价格带集中在 40-80 元，高炉家酒是省内龙头。古井 2008 年推出年份原献礼，卡位 80 元价位带，2011 年主推年份原浆古 5，提前卡位 120 元价位带。2012 年，口子窖从口子 5 年升级至口子 6 年，跟随性布局 100 元价位带。2) 2013-2016 年，在古井 5 年和口子窖 5 年的推动下，安徽主流价格提升为 80-150 元。2015 年，古井主推年份原浆古 8，提前卡位 200 元价位带。3) 2016 年，口子窖主推小池窖、口子 10 年等更高端的产品逐步普及，安徽主流价格带上升为 150-250 元。4) 2021 年各酒企纷纷制定十四五战略，聚焦中高端单品，稳定在了 200-300 元的价格区间。长期来看，我们认为价格带升级趋势仍将延续，白酒主流价格带将与收入水平的提升相匹配。

图表 28 安徽白酒主流价格带升迁复盘



资料来源：公司网站，平安证券研究所

随着价格带的升迁，各酒企纷纷由低端向中高端转变，产品升级与全国化战略并行。对徽酒的“四朵金花”的战略重点变革进行复盘，可以发现公司的战略单品与主流价格带的变化相辅相成。率先定位主流价格带的酒企拥有相对竞争优势。2016年起，省内两龙头古井贡酒和口子窖相继推出新品并提价，迎驾贡酒紧接其后用洞藏系列抢占中高端市场。同时，各酒企也都通过收购其他品牌、拓宽营销渠道等方式，进军省外市场。

图表 29 产品推出时间及所处价格带

产品	推出时间	所处价格带
口子坊	2002	30-100元
高炉家	2002	30-100元
迎驾金星、迎驾银星	2003	30-100元
口子6年	2008	100-300元
口子30年	2008	800元以上
古5	2008	100-300元
古8	2008	100-300元
古16	2008	300-800元
献礼版	2009	100-300元
口子美酒	2014	800元以上
生态洞藏 20	2018	300-800元
古20	2018	800元以上
迎驾贡酒大师版	2020	800元以上
金种子馥合香	2020	300-800元
兼香 518	2021	300-800元

资料来源：徽酒，酒业家，平安证券研究所

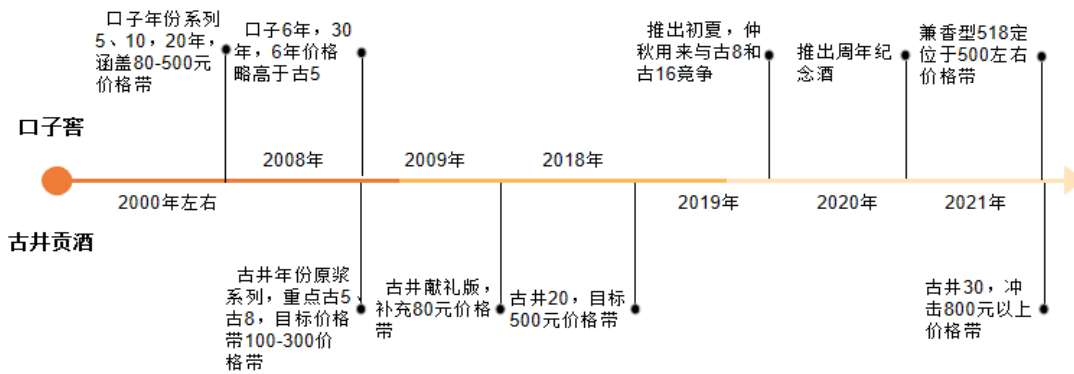
### 1) 古井贡酒：王者回归，强势扩张

1998-2007，古井在辉煌之后开始涉足多元化经营，先后投资矿泉水、啤酒、葡萄酒等近 20 个行业，产品线繁多。2008 年调整管理层，提出了“回归主业白酒、回归市场高端、回归到古井历史辉煌位置”的回归与振兴战略。在这一战略下，公司推出定位中高端的战略产品“年份原浆”，分为 5 年、8 年、16 年，零售价分别为 128 元、268 元和 418 元。2009 年-2012 年，公司实行聚焦战略，年份原浆稳固核心产品地位。2012 年以后公司坚定“全国化、次高端”战略，大力推动古 20 省外扩张，提高品牌影响力。

### 2) 口子窖：稳扎稳打，兼香 518 打造品牌特色

1998 年口子窖开创盘中盘模式，凭借着优质经销商的中高档酒店资源，配合口子 5 年抢占中高档价位，此后公司一直保持着在中端市场的优势，与古井贡酒展开竞争。与古井贡酒不同，口子窖采取的是稳扎稳打、逐步扩张的模式，着重于省内市场，全国化速度低于古井贡酒。2021 年公司战略明确提出要采取差异化竞争战略，以兼香型口子窖系列白酒为核心，建设高端白酒品牌，提高公司核心竞争力。

图表30 口子窖古井贡酒产品升级速度比较



资料来源：公司网站，平安证券研究所

### 3) 迎驾贡酒：生态洞藏，大有可为

2012 年之前，迎驾贡酒以中低端产品为主，定价不高，主力单品渠道利润低。2012 年公司推出生态年份系列，争夺徽酒中高端和次高端市场。2015 年公司推出生态洞藏系列，在消费升级的趋势下对中高端产品多次提价，实现对省内龙头古井的价格追随。同时，公司采取错位竞争的战略，避开古井与口子窖主要发力的 300 元以上的次高端产品，卡位在省内 100-300 元主流价格带，同时也有迎驾之星和其他酒系列补充百元以下价格带，以承接其消费需求。另外，公司推行生态酿造理念，持续打造生态白酒领军品牌形象。

### 4) 金种子：主动调整，发力中高端

2009-2012 年是金种子酒的巅峰时期，爆款单品柔和金种子一年销售量就过亿瓶，创造了白酒行业的奇迹。2010 年金种子开始策划新品“微蕴·金种子”6 年、10 年和 20 年系列，试图进入 200 元以上中高端市场，与原有百元级“地蕴醉三秋”中端品牌进行双品牌运作。2013，为应对限制三公消费的禁令，金种子对公司战略做出调整，降低高端产品比例，继续发力中低端市场。将老产品进行升级，推出金柔和、红柔和系列，定位在百元以下低端市场。2016 年公司扩展健康酒领域，推出和泰苦荞酒，健康酒核心战略产品。2020 年，公司顺应白酒主流价格带的上升，推出融合三种风味的金种子馥合香系列，意在将其打造为安徽次高端白酒战略大单品，战略重心重新回到中高端品牌。但由于 2020 年疫情影响，宴席等消费场景有所下降，公司品牌力不及省内龙头酒企，需求受限下其中高端酒份额被名酒企挤压，新品尚未放量，公司加大了普通白酒的

销售力度，因此普通白酒占比上升。

图表31 迎驾贡酒将洞藏系列作为宣传重点



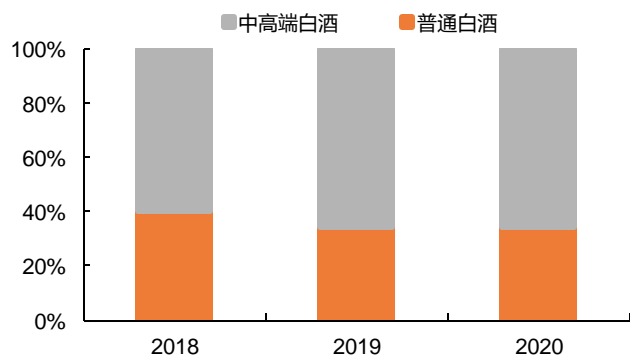
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表32 金种子酒将馥合香打造为战略单品



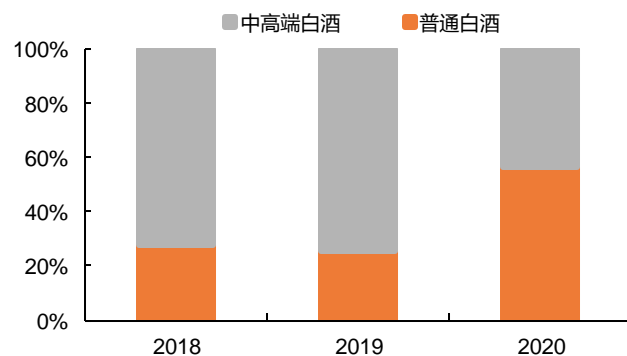
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表33 迎驾贡酒产品结构变化



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表34 金种子酒产品结构变化



资料来源：Wind,平安证券研究所

**未来 600 元价位带将成为各酒企厮杀的主战场。**安徽市场 500 元以上价位正在高速增长，各品牌加大资源投入，加速价格带培育，次高端已经分化出新的更高的细分价格带。过去，安徽省内 600 元以上价位带往往被一线名酒抢占，徽酒由于品牌力限制很难从中分一杯羹。近两年来省内酒企相继打造 600 元价位带战略单品，通过品鉴会等活动逐步培育消费心智，公司品牌力也随之提升。同时，省内酒企通过主推 600 元次高端价格带产品，也带动了 300-400 元产品的增长，300-400 元将成为目标消费者日常饮用的产品。

在各个企业的十四五计划中：古井贡酒将“成为中国白酒的次高端领导品牌之一”列为了重要的发展目标，将年份原浆系列产品作为公司结构调整的主方向,主要服务于高档商务消费以及家庭消费等消费场景。口子窖战略重心为口子 10 年以上产品，通过加大渠道投入提升销售人员积极性，进击 400-600 元价格带。迎驾的产品战略为聚焦生态洞藏产品系列，主要培育洞藏 20 与大师版。金种子酒也调整了自己的战略布局，在保持低端酒市场的优势的同时，将金种子馥合香系列产品打造为安徽次高端白酒战略大单品，目前单品销售额已经突破 2 亿元。

图表35 区域酒企相继打造 600 元价位带战略单品

	目前主流产品	价位带	未来主推产品	价位带
古井贡酒	古 8	200-300 元	古 16/古 20	300-600 元
口子窖	口 10/小池窖	150-300 元	口 20/初夏/仲秋	300-600 元
洋河	洋河 M3	400-500 元	洋河 M6/M6+	600 元+

资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表36 未来各酒企战略单品集中在 600 元价位带



资料来源：酒业家，平安证券研究所

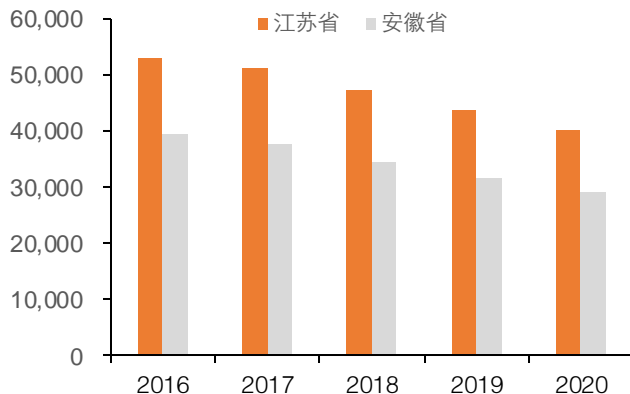
### 3.2 对标江苏市场，看未来升级空间

苏酒是徽酒的消费升级标杆。安徽与江苏地理位置相近，两省人口众多，均为白酒消费大省。但由于经济发展水平存在差异，江苏省中高端酒的销售情况明显好于安徽省，居民的消费意愿也更强，所以苏酒是徽酒市场消费升级的标杆和指引。

江苏省居民消费水平领先安徽省约 3-4 年。在人均可支配收入上，2020 年安徽省城镇常住居民人均可支配收入为 39,442 元，而江苏省在 2016 年居民人均可支配收入就已经达到了 40,152 元。在食品烟酒消费支出上，2020 年安徽省人均食品烟酒消费支出为 7,400 元，而江苏省在 2016 年就已经达到了该水平。近些年，凭借着长三角经济带的政策红利，安徽省内经济发展迅速，2021 年 GDP 同比增速达 9.9%，GDP 总量突破四万亿，人均生产总值突破 1 万美元，跨上标志性台阶，进一步缩小了与江苏省的差距。未来几年安徽省随着经济的不断发展有望达到目前江苏省的消费水平。因此，我们认为江苏省的居民消费水平领先安徽省约 3-4 年，我们可以通过复盘江苏省四年前的消费升级历程来预判安徽省当前的消费升级趋势。

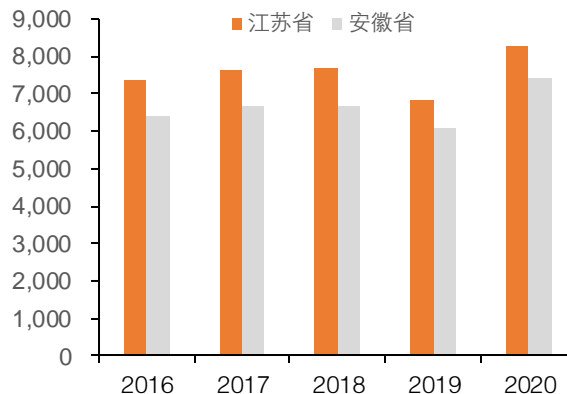
从需求端考虑，安徽省固定资产投资增加与餐饮销售向好拉动政、商白酒消费，人均收入水平和消费水平提升拉动个人白酒消费。2016 年来，安徽省固定资产投资复合增速在 10% 以上，2020 年受疫情影响同比下降，2021 年又恢复到 10.4% 的高增速，省内餐饮销售额达到 184.48 亿，较高的固定资产投资及餐饮销售拉动政商白酒消费。同时人均可支配收入与食品烟酒消费支出的增加也可以进一步拉动个人消费者对于白酒的需求。

图表37 安徽省与江苏省人均可支配收入的对比(元)



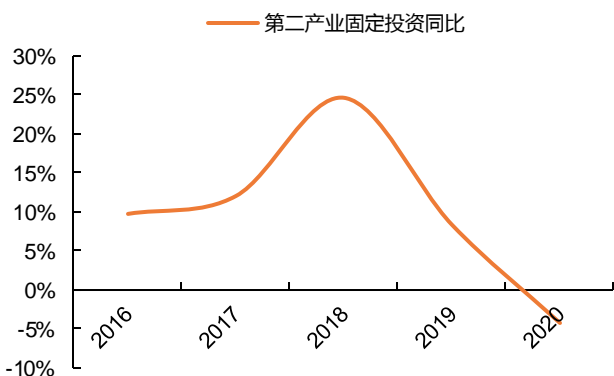
资料来源:国家统计局,平安证券研究所

图表38 安徽省与江苏省人均食品烟酒消费的对比(元)



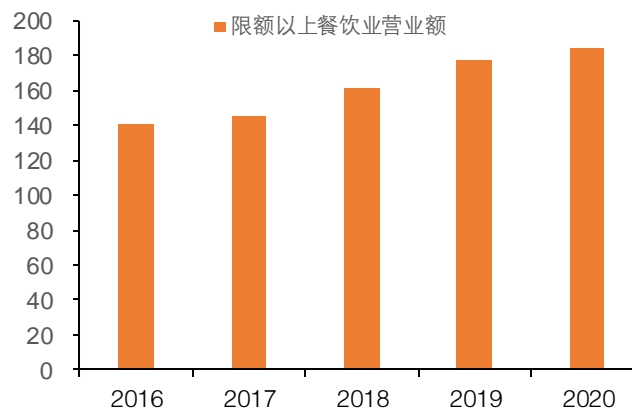
资料来源:国家统计局,平安证券研究所

图表39 安徽省第二产业固定资产投资同比变化(%)



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表40 安徽省限额以上餐饮业营业额变化(亿元)



资料来源:Wind,平安证券研究所

从供给端来看,数量众多的地产酒享受品牌与渠道壁垒,未来规模扩张空间大。

**1) 在数量上:**安徽的上市酒企数量多于江苏省。安徽与江苏均为白酒产销大省,据2018年数据,安徽年白酒产量28万千升,排名全国第五,有规模以上工业白酒企业101家,居全国第三。江苏省白酒产量为69万千升,全国排名第二,仅次于四川省,但规模以上工业白酒企业仅有32家,数量远远低于安徽省。安徽省发布《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》,提出要在2025年,实现安徽白酒企业营收超过500亿元,酿酒总产量超过50万千升的目标。在政府政策支持下,多层次的徽酒品牌将迎来更快的发展,向江苏省看齐。

**2) 在规模上:**江苏省2019年白酒流通规模达到432亿元,且由于居民消费能力强,次高端容量大,2019年占比约为22%。在次高端需求增长的带动下,省内品牌今世缘特A+类产品收入在2015-2020年间持续增长,年复合增长率超过30%。正因如此,省内龙头洋河、今世缘营收规模远远大于徽酒龙头。安徽省与之相比,规模较小,2020年约为330亿,次高端消费产品占销售规模的13%左右,体量约为40亿,有巨大升级空间。未来安徽次高端需求增长将带动古井贡酒、口子窖等总营收规模扩大。



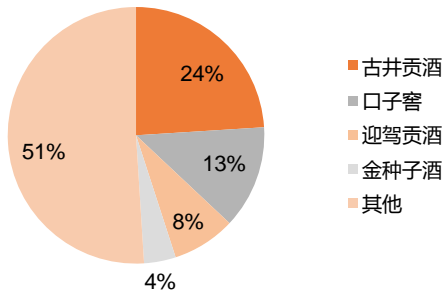
图表41 2020年安徽省及江苏省主要酒企规模对比

省市	酒企	营收规模(亿)	净利润规模(亿)	市场总规模(亿)	市场总净利润
安徽省	古井贡酒	102.92	18.48	187.93	41.52
	口子窖	40.11	12.76		
	迎驾贡酒	34.52	9.57		
	金种子	10.38	0.71		
江苏省	洋河	211.01	74.85	262.23	90.52
	今世缘	51.22	15.67		

资料来源: Wind, 平安证券研究所

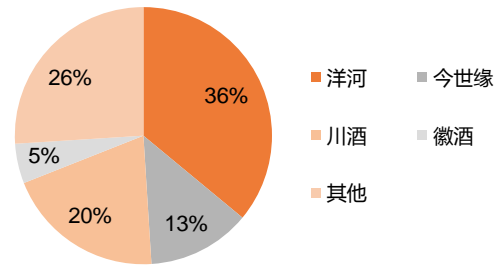
3) 在竞争格局上: 江苏市场相对开放, 苏中、苏南地区和苏北的徐州呈现出苏酒、徽酒、川酒三足鼎立之态。但省内两大龙头仍然占据主导地位, 洋河和今世缘在江苏的合计市占率可达 49%。安徽市场之前由于地产酒有渠道和品牌优势处于相对封闭的状态, 外省白酒在安徽省内发展受限, 有“东不入皖, 西不入川”的说法。近些年随着省内消费升级, 以及传统的渠道与终端战略遭遇天花板, 安徽省不再是半封闭市场, 全国性白酒入侵, 抢占高端酒市场。两龙头古井贡酒与口子窖的市占率为 37%, 有所下滑。针对此现状, 徽酒也在积极布局高端酒, 与全国性白酒正面竞争, 未来市占率有望提高。

图表42 2020年安徽省白酒市场竞争格局



资料来源: 酒业家, 平安证券研究所

图表43 2020年江苏省白酒市场竞争格局

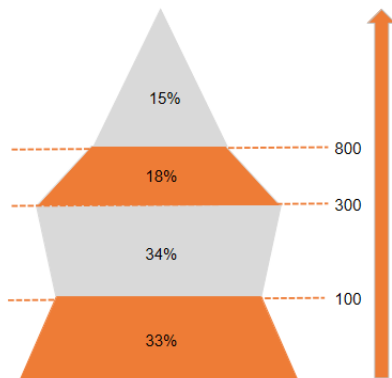


资料来源: 酒业家, 平安证券研究所

参考江苏市场, 安徽未来升级空间巨大。目前江苏省人均白酒消费额为 500 元, 安徽省约为 300 元, 如若四年后安徽市场人均消费额达到江苏水平, 则 2025 年安徽省白酒市场规模有望达到 550 亿元。2018 年江苏白酒主流消费价格突破 300 元大关, 预计在 2022 年安徽省主流价格带有望升至 300 元以上的价格带。从消费结构上看, 当前江苏省次高端及以上白酒占比约 44%, 而同期安徽次高端及以上仅为 33%。伴随着安徽省经济持续高增长, 白酒消费结构将向江苏市场进一步看齐, 产品结构升级空间广阔。

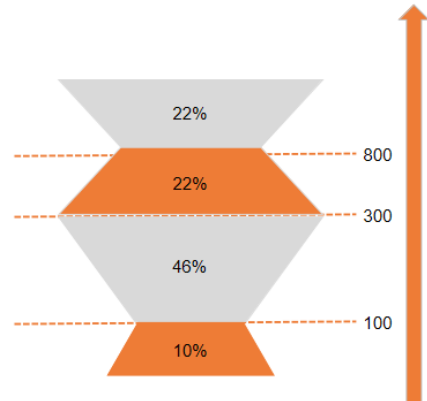


图表44 安徽省白酒消费结构



资料来源：酒业家，平安证券研究所

图表45 江苏省白酒消费结构



资料来源：酒业家，平安证券研究所

省会消费水平领先，皖中有望向苏南比肩。分地区来看，江苏省与安徽省都是省内白酒消费差异显著的地区，北部地区经济基础较为薄弱，消费升级速度慢于其他地区，皖中与苏南是省会所在地，收入水平高，政商消费多，是市场升级与扩张的关键地区。特别是2016年后提出打造合肥都市圈，进一步推动了皖中地区白酒的消费水平，目前皖中主流价位带在200-300元之间，高于皖南的120-200元和皖北的60-120元，未来有望与苏南地区比肩。

图表46 安徽省分地区白酒消费特点

地区	价格带	地域特点
皖北	60-120元	经济基础较弱，人口基数大，饮酒量大，市场容量大
皖中	200-300元	省会经济基础好，居民收入水平高，市场包容性强，政商消费及家宴市场引领消费升级，市场容量大
皖南	150-200元	人口基数小，饮酒量小，家宴及朋友聚饮消费为主，整体市场容量偏小

资料来源：酒业家，平安证券研究所

图表47 江苏省分地区白酒消费特点

地区	价格带	地域特点
苏北	100-150元	市场相对封闭，收入和消费水平较低，人均白酒消费量大，但价位偏低
苏中	200-350元	收入水平相对较高，白酒消费量大
苏南	300-450元	市场较为开放，收入水平高，白酒多以商务消费和婚宴为主

资料来源：酒业家，平安证券研究所

### 3.3 各价位带市场规模及未来空间测算

安徽省白酒市场扩容优于全国，次高端放量加速。白酒行业复苏以来，消费结构发生转变，消费需求由政商主导变为大众消费主导。我们假设全国范围内，高端、次高端以及中端价格带扩容增速分别为10%、15%和5%，由于过去五年安徽省的GDP复合增速高于全国近6.7%，随着人均消费能力的提升，高端与次高端产品的占比将进一步提升，价格带有望进一步上移。我们假设2022年安徽省高端、次高端、中端酒的增长率分别为13%、18%、8%，低端酒下滑6%；2023年后高端产品加速扩张，增速变为15%、20%，中端产品增速回落至5%，低端酒下滑5%。根据目前各价位带的市场容量以及上述假设测算，到2024年安徽省高端、次高端、中端、低端白酒市场体量将分别扩容至74亿、105亿、137亿、90亿。预计未来次高端价格带将不断扩大其在整个价格带中的比重，承接中端价位带的需求升级，成为增长最迅速的部分。

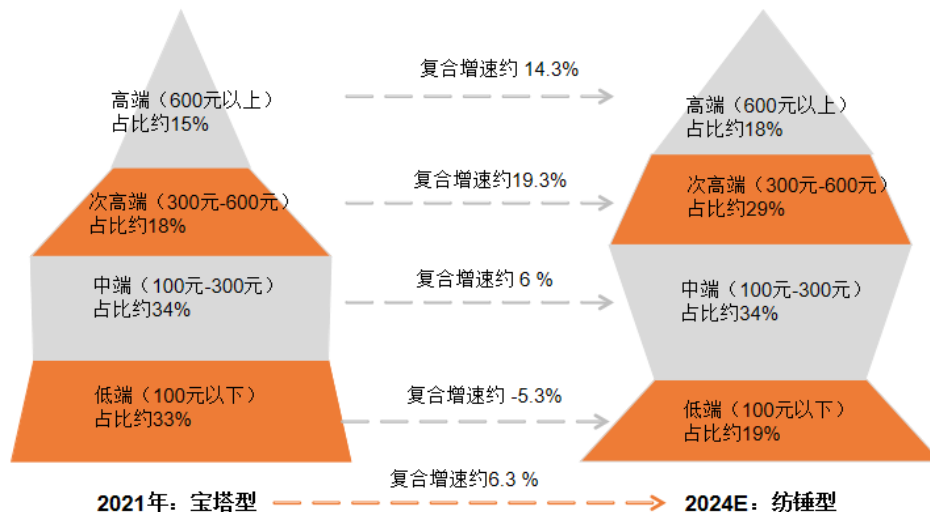
由以上空间测算，我们认为，产品优势使得徽酒可以与名酒在省内的市场战中获胜，享受次高端放量，未来次高端是徽酒的机遇所在。各酒企的渠道优势可以在新品推广中体现，通过深耕渠道优势可以享受消费升级的红利。对于高价位的次高端白酒，各酒企需要跟上脚步，积极布局新产品，打造战略大单品，强化品牌优势。

图表48 安徽白酒分价格段市场规模预测（亿元）

档次	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	未来三年CAGR
高端	30	41	46	50	56	64	74	14.3%
增速（%）		35%	13%	8.0%	13%	15%	15%	
次高端	25	34	43	62	73	88	105	19.3%
增速（%）		38%	24%	45%	18%	20%	20%	
中端	100	122	128	115	124	130	137	6.0%
增速（%）		22%	5%	-10%	8%	5%	5%	
低端	95	116	112	106	100	95	90	-5.3%
增速（%）		22%	-3%	-5%	-6%	-5%	-5%	
合计	250	313	328	338	353	377	406	6.3%

资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表49 安徽白酒分价格段市场结构预测



资料来源：公司官网、平安证券研究所

## 四、重点公司：古井稳坐徽酒龙头，口子迎驾争奇斗艳

### 4.1 古井贡酒：徽酒龙头，百亿征程

1) 品牌：老牌八大名酒之一，品牌优势领先其余徽酒。随着大众消费崛起，品牌力被不断强化，古井贡酒作为老牌八大名酒之一与浓香型代表，受众群体广泛。年份原浆采用九坛酒法这一古老工艺酿造，口感爽净醇厚。此外古井首次提出“原浆级”概念，与“非原浆级”年份酒划分开，并辅之独特的酿造工艺，提升产品价格带。

图表50 古井贡酒品牌荣誉



资料来源：公司官网、平安证券研究所

2) 产品：年份原浆系列主导，高档商务宴席用酒。古井主要产品系列为“年份原浆”、“古井贡酒”、“黄鹤楼”等三大系列。其中，定位高端、次高端、中端的“年份原浆”系列产品是公司结构调整的主方向，主要消费场景为高档商务消费场景、日常聚饮消费、家庭消费场景、与宴席用酒；古井贡酒系列定位中低端价位，是“年份原浆”系列产品之外的有效补充，主要消费场景为部分城区、乡镇宴席用酒、节日礼品消费用酒；黄鹤楼系列聚焦湖北省市场，与公司古井品牌形成协同效应，形成双品牌矩阵。在安徽省内，古井大单品系列认可度高，其中“年份原浆”占据中高端价格带，在长三角等部分核心市场投放，终端渠道的陈列、广宣费用也重点覆盖该产品。

图表51 古井贡酒主要产品系列及代表产品

主要产品系列	主要代表产品	部分产品图片
年份原浆	古 26、古 20、古 16、古 8、古 5、献礼等	
古井贡酒	古井贡酒 V9、古井贡酒 V6、古井贡酒第六代、古井光瓶乳玻贡等	

黄鹤楼

大清香 900、陈香 1979、生态 15 等



资料来源：京东，公司官网，平安证券研究所

**3) 渠道：主打深度分销模式，渠道扁平直控终端。**自从 90 年代末买方市场确立，渠道力作用凸显，古井顺势开启深度分销模式，推进渠道下沉，提升渠道掌控力，通过资源前置与投入加大实现终端制胜。2009 年创立“三通工程”，建设精细化网点并培养核心消费者意识，省内通过渠道扁平化进行渠道精耕，省外则借助大商资源积极外拓，协同推进泛全国化发展。

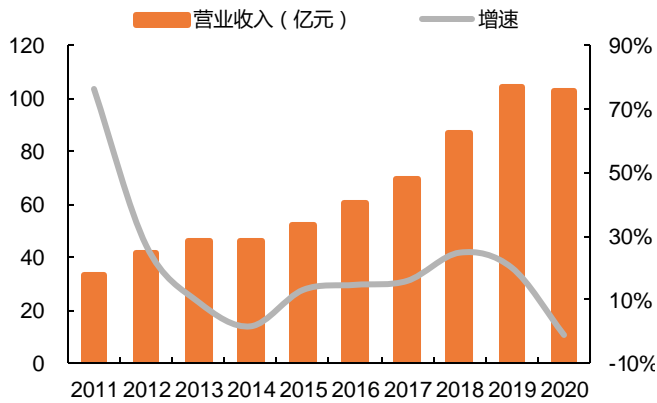
图表52 古井贡酒“三通工程”精细化渠道建设



资料来源：公司官网、平安证券研究所

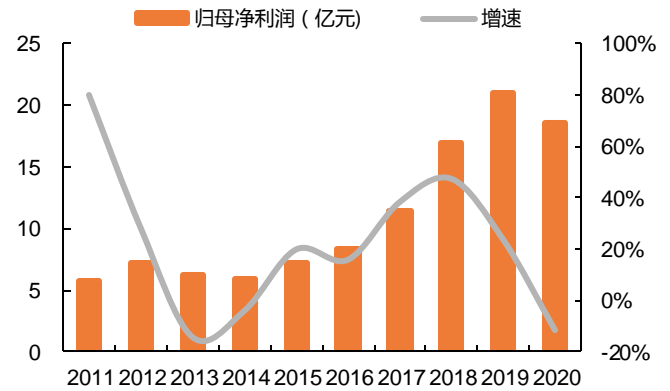
**4) 营收：20年突破百亿大关，24年目标 200 亿。**从营收规模上来看，2020 年古井贡酒营业收入达 102.92 亿元，2021 年前三季度营收已过百亿，达 101.02 亿元，同比增长 25.19%，预计 2021 年全年仍将实现稳定增长。消费升级带来产品结构升级，强分化趋势下品牌势能得以释放，配合提价控费，公司费效比将得到改善，市占率与销售净利率也有望进一步提高。在马太效应加剧的趋势下，作为徽酒头部企业，古井贡酒业绩可期，根据公司规划目标，2024 年营收达到 200 亿势在必行。

图表53 2011-2020年古井贡酒营收及增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表54 2011-2020年古井贡酒归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 4.2 口子窖：徽酒榜眼，大国兼香

**1) 品牌：真藏实窖，大国兼香。**作为兼香型代表，口子窖兼三香、具五味，在省内具有很高的认可度，口子酒具有两千多年的悠久历史，地位稳固品牌力强。2006年，口子牌口子窖酒被中国食品工业协会白酒专业委员会授予纯粮固态发酵白酒标志，口子商标被国家商务部认定为“中华老字号”。2008年，由口子老井、老窖池和酒厂建筑群构成的口子窖遗址，被认定为“第三次全国文物普查重要新发现”，口子老井掘于隋唐之际，老窖池始建于元末明初。2019年以来，公司重点加强公关与营销力度，进行品牌广告重点投放，对全线产品进行品质升级，进一步增强公司的品牌力和品质力。

图表55 口子窖品牌荣誉



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

**2) 产品：年份系列主线，布局兼香 518 等次高端新品。**口子窖原产品体系是以年份为主线，该系列主要对标古井原浆系列，其中口子 5 年定位中高端，自推出便成为经典，畅销二十余年，口子 10 年、口子 20 年则主要定位商务政务消费，口子 30 年作为高端酒的推出，进一步提升了口子窖的品牌力；19 年口子窖开始陆续进行变革，针对古 8/古 16 推出了初夏/中秋珍储两款战术单品；20 年推出周年纪念版产品，再次布局高端价格带，并于 21 年推出战略单品兼香 518 正式参与次高端竞争，其动销强劲潜力巨大，有望成为亿元大单品。



图表56 口子窖主要产品系列及代表产品

主要产品系列	主要代表产品	部分产品图片
年份系列	5年、6年、10年、20年、30年等	
战术型产品	初夏珍储、仲秋珍储	
周年纪念酒	口子窖纪年版	
战略单品	兼香 518	

资料来源：京东，公司官网，平安证券研究所

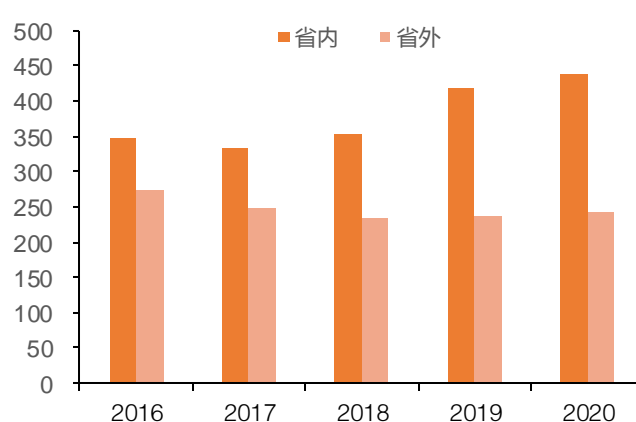
**3) 渠道：“1+N”战略，小商辅佐大商。**口子窖曾经采用大商制模式，市场建设方面严格执行“一地一策”，渠道利润丰厚。大商制虽有利于市场的快速拓展，但存在终端渠道掌控弱的弊端。2019年后，公司对渠道端进行稳步优化改革，调整原有经销商体系，进行精细化管理，从“一地一商”转为“1+N”战略，由小商辅佐大商，全面调动经销商积极性。分市场来看，口子窖省内构建梯度发展市场，进一步实施渠道下沉，夯实省内发展基础；省外则抢抓发展机遇，重点布局发达经济区城市群，积极拓展省外利润增长点。同时，公司积极拓展团购商，加强终端网点建设，产品推广与渠道改革顺利推进，中长期来看发展前景良好。

图表57 口子窖省内外渠道改革齐头并进



资料来源：平安证券研究所

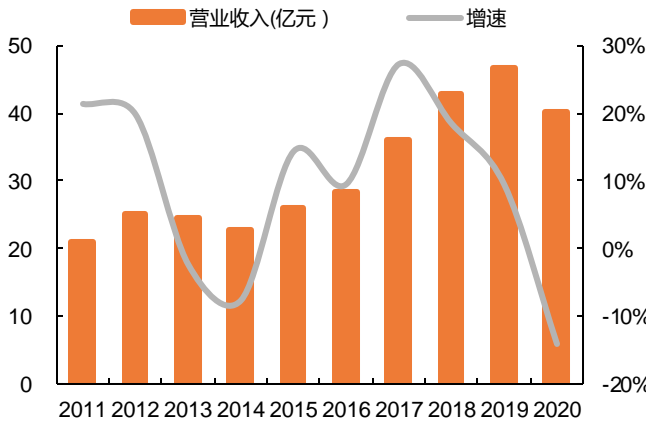
图表58 口子窖省内外经销商数量（家）



资料来源：Wind，平安证券研究所

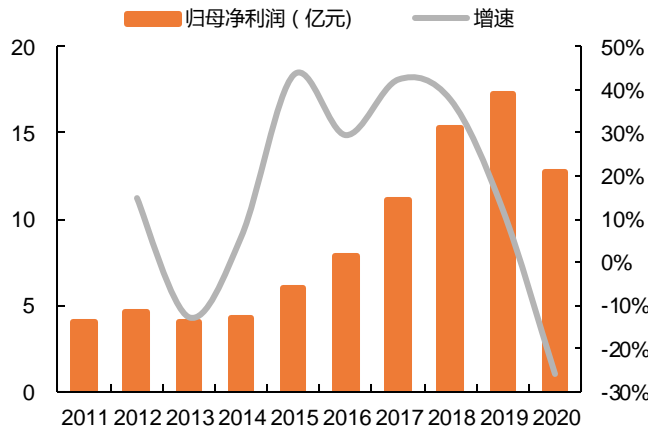
**4) 营收：营收净利高增，未来成长可期。** 2020年口子窖营业收入达40.11亿元，位列安徽省内第二。2021年前三季度口子窖营收已达36.29亿元，同比增长35.05%；归母净利润为11.50亿元，同比增长33.20%。口子窖旗下高档产品占比较高且表现优异，在公司的营收中占比为95%左右。伴随股权激励落地与渠道改革加速，口子窖未来成长可期。

图表59 2011-2020年口子窖营收及增速情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表60 2011-2020年口子窖归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 4.3 迎驾贡酒：徽酒探花，生态洞藏

**1) 品牌：生态白酒领军品牌，发扬生态美酒文化。**迎驾贡酒作为浓香型代表，具有窖香幽雅、浓中带酱、绵甜爽口等特点，借助独特的生态优势，持续输出生态理念，打造六位一体全生态产业链，使生态酿酒、生态酿造与生态洞藏等概念深入人心。自2012年起，迎驾连续五次荣获“中国白酒酒体设计奖”，被誉为中国生态白酒领军品牌。近年来，迎驾积极发扬生态美酒文化，建设生态美酒产区，加大营销费用投入，持续拉高品牌形象。

图表61 迎驾贡酒六位一体全生态产业链



资料来源：公司官网、平安证券研究所

**2) 产品：生态洞藏系列，引领产品升级。**公司目前主要产品系列为生态洞藏系列，定位中高端以上价位带，迎驾金银星系列则定位中端价位，2015年后推出价位更低的小迎驾、迎驾大曲、头曲等产品面向中低档大众消费。其中生态洞藏系列作为产品升级战略下的优化产品，引领公司新发展。为进一步顺应升级趋势，拉升品牌势能，2020年迎驾推出了定价2,180元的迎驾贡酒大师版，为后续产品升级创造空间。



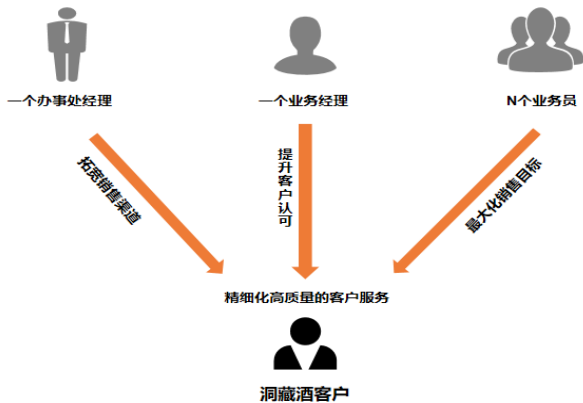
图表62 迎驾贡酒主要产品系列及代表产品

主要产品系列	主要代表产品	部分产品图片
生态洞藏	迎驾贡酒大师版、洞藏 30 年、洞藏 20 年、洞藏 16 年、洞藏 9 年、洞藏 6 年等	
迎驾之星	迎驾金星、迎驾银星	
百年迎驾贡	百年迎驾四星、三星、二星等	
迎驾普酒	佛子岭特区、迎驾头曲、迎驾大曲	
小迎驾系列	精品小迎驾、乐醉、乐淘、小迎驾	

资料来源：京东，公司官网，平安证券研究所

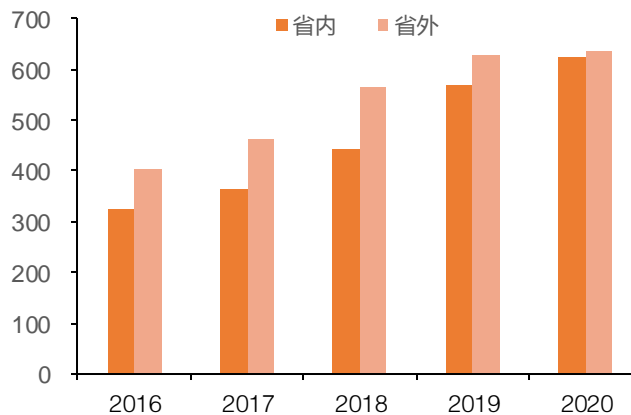
**3) 渠道：小商制模式，渠道扁平化。**迎驾贡酒采取小商制模式，配合深度分销，形成渠道扁平化发展。截止 21Q2，公司经销商数量高达 1,272 家，公司目前实行经销商配额制，配合产品顺价销售，产品渠道利润优势明显，渠道控制力得以增强。迎驾根据区域特点，对经销商进行差异化管理，不断优化城市直销，推进精细化运作。省内深耕精耕网点建设，持续推进双核工程；省外积极开拓核心市场，由点到面加速扩展，形成省内省外双驱动发展格局。

图表63 迎驾采取“1+1+N”的营销模式



资料来源：平安证券研究所

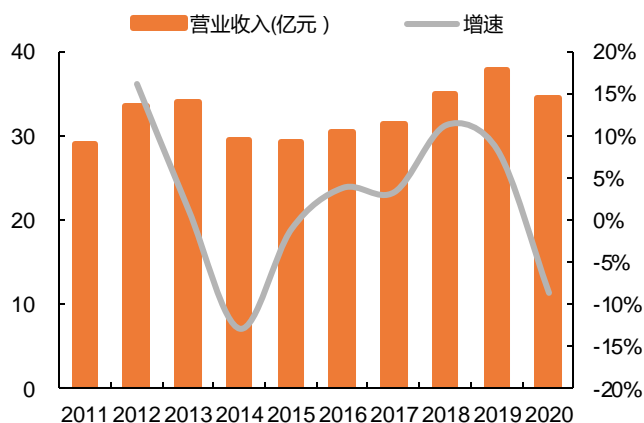
图表64 迎驾省内外经销商数量不断攀升



资料来源：Wind，平安证券研究所

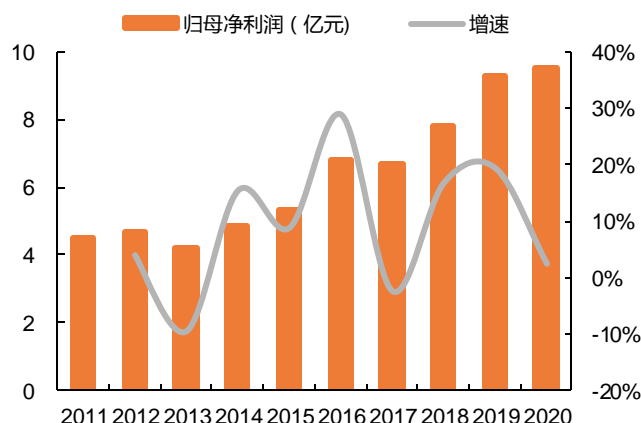
2) 营收：顺势提档升级，带动规模攀升。2020年迎驾贡酒营业收入达34.52亿元，2021年前三季度迎驾营收已达31.80亿元，同比增长42.62%；归母净利润为9.62亿元，同比增长80.84%，增幅显著。产品错位竞争格局下，迎驾渠道营销优势明显，增长确定性相对更大。此外，当前徽酒消费升级加速推进，迎驾贡酒作为安徽省内龙头酒企，顺势推出提档升级、洞藏放量等措施，公司盈利能力有望持续提升。

图表65 2011-2020年迎驾贡酒营收及同比情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表66 2011-2020年迎驾贡酒归母净利润及同比情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 五、投资建议

今年春节动销情况呈现区域分化，河南、陕西等局部地区受疫情影响损失了全年销量的10%-15%左右，而安徽、江苏等无疫情区域表现好于预期，其中徽酒表现尤为亮眼，回款进度快于往年，渠道利润丰厚，市场批价坚挺，经销商库存水平位于合理区间，整体基本面依旧向好。近年来徽酒地产酒强势、渠道掌控力强，消费规模和档次有望向苏酒看齐，我们看好徽酒未来表现，建议关注口子窖、古井贡酒、迎驾贡酒等。

图表67 重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			
		2022-2-9	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
口子窖	603589.SH	76.02	2.13	2.73	3.34	3.92	35.8	27.9	22.8	19.4
古井贡酒	000596.SZ	226.80	3.68	4.50	5.67	6.87	61.6	50.4	40.0	33.0
迎驾贡酒	603198.SH	69.98	1.19	1.69	2.10	2.54	58.7	41.4	33.4	27.6

资料来源：wind，平安证券研究所（注：2021-2023年EPS数据为Wind一致预期）

## 六、 风险提示

- 1) **政策风险。**白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。
- 2) **白酒行业景气度下行风险。**白酒行业景气度与价格走势相关度高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。
- 3) **行业竞争加剧。**白酒行业目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、窜货等不利影响。
- 4) **食品安全风险。**食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。
- 5) **疫情加剧风险。**疫情加剧下白酒消费场景减少，可能对白酒行业景气度造成冲击。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033