

白酒

证券研究报告

2023年02月20日

徽酒升级扩容加速，次高端乘风破浪正当时

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《白酒-行业深度研究:行业专题研究:五转轮回尽有时,破浪启赋再出发》2023-02-09
- 2 《白酒-行业点评:老白干酒:22Q3实现归母净利润1.71亿同增36.56%,不断优化产品结构,深化市场建设》2022-11-09
- 3 《白酒-行业点评:老白干酒:22Q3预计实现归母净利润1.7亿同增36%,聚焦次高端产品品牌塑造未来可期》2022-10-13

酒业产销大省安徽市场百舸争流,升级扩容趋势明朗

安徽为酒业产销大省,2020年白酒产量全国排名第五,达28万千升,占全国白酒产量的4%;在销售收入上,2017-2019年安徽销售收入连年攀升,2019年规模以上白酒企业销售达到260.3亿元,全国占比为4.63%,2021年市场规模已在350亿元左右。竞争方面,省内酒类制造业企业数量近3000家,市场划分为皖北中南,四杰市占率之和超50%,省内品牌占主导,“东不入皖”未过时,一超两强格局稳固,在渠道、口感偏好和消费能力上构筑壁垒。从消费能力看,2014-2021年安徽城镇、农村、全体居民人均可支配收入逐年上升,CAGR分别为8.16%、9.21%和9.10%,2020年人均食品烟酒消费支出6年CAGR为7.79%,占人均消费支出16.66%,驱动白酒消费水平持续提升;从主流消费带看,当前安徽主流价位在100-300元区间,但在可支配收入上升等经济因素的推动与更注重饮酒健康的消费观念的双重加持下,对于高端、次高端白酒的需求将愈加旺盛,主流价位带将移向300-800元。需求方面,消费场景由政务转向个人与商务,在消费升级与大基建、大投资的政策推动下,省内白酒消费需求有望持续扩容。

四杰内外表现各异,产品齐发力次高端,渠道+营销打法侧重不同

2021年古井贡、口子窖和迎驾贡的省内外营收均创新高,深化省内市场同时向外拓展,金种子调整产品结构实现省内好转,省外放出向好信号。四杰皆发力布局次高端产品,古井贡主推古16/20,口子窖推出仲秋和兼香518,迎驾贡继续主推洞9和推进洞16/20布局,金种子推出核心单品馥合香。渠道与营销各有千秋,古井贡采取大商制+战略5.0,高投入营销宣传;口子窖转向“1+N”与“利润共享”,持续发力宣传;迎驾贡小商搭配“1+1+1+N”深度分销,推行扁平化,多样化营销;金种子坚持下沉省内,着力创新营销。

对标苏酒:消费市场前景可观,主流消费带有望突破300元

江苏与安徽在地理情况、白酒消费氛围、偏好口味和竞争格局上极具相似性,使两省白酒市场具有可比性。对标苏酒市场,历史情况看,安徽消费水平滞后江苏4-5年,但在经济与居民消费水平稳增长下,消费实力将向江苏看齐。安徽向苏迁徙人口众多,2020年在苏人口占比上升至3.62%,或形成“新安徽市场”,提供了省外扩张机遇。并且,徽酒与苏酒市场的主流价位带几乎同步,参照江苏情况与苏酒企业产品迭代历程,预计未来徽酒主流价位带有望突破300元,徽酒企业主攻次高端以推动产品力提升。

复盘徽酒发展历史,展望未来发展格局

复盘徽酒龙头变迁史,徽酒市场主要经历了4个阶段,龙头企业发生了4次轮换,最终古井贡重返龙头,稳坐至今。在经济、需求双增长和新出台的“五年计划”支持下,徽酒发展空间广阔。古井贡稳抓省内市场同时,通过并购省外品牌以扩张影响力,完成全国化目标,冲刺200亿。口子窖打法较为稳健,但仅依托内耗严重的安徽市场非长久之道,迈向省外是必然需求。迎驾贡在差异中迅速成长,若下一步成功打造次高端放量产品,加强开拓省外市场,深挖“生态洞藏”潜力,有望实现“百亿迎驾”。金种子正遭受着来自徽酒与全国性白酒的双重挤压,主推的馥合香系列或能帮助抢抓新一轮消费升级机会,使其脱颖而出,再度振兴。

投资建议:2021年来疫情对徽酒的影响主要体现在商务政务用酒方面的延缓效应,省内消费升级趋势明显,白酒趋于高端化、次高端化。古井贡酒作为省内龙头,古8在省内持续放量成为市场主力消费品,次高端古16/20有望受益徽酒次高端市场扩容,进一步放量。迎驾贡酒生态洞藏系列产品高速增长,势能有望继续释放。**重点推荐古井贡酒、迎驾贡酒。**口子窖发展稳健,近年来在产品、渠道、营销端的新行动提供新机遇。华润集团投资金种子酒,或将通过渠道、营销、管理能力等方面助力金种子酒发展。**建议关注口子窖、金种子酒。**

风险提示:宏观经济下滑、食品安全风险、市场扩张不达预期、市场竞争加剧、疫情反复影响消费等。

内容目录

1. 安徽白酒市场现状	6
1.1. 市场规模：产销大省，白酒市场容量巨大.....	6
1.2. 市场特点：省内白酒消费升级势不可挡，主流消费带体现出上移趋势.....	6
1.3. 竞争格局：地产酒内卷严重，一超两强格局稳固，区域壁垒凸显.....	8
1.4. 行业需求：个人、政商务消费需求旺盛，省内白酒需求预期见涨.....	11
2. 安徽上市白酒企业市场表现	14
2.1. 总体：徽酒企业营收呈三级阶梯分化.....	14
2.2. 徽酒四杰省内、省外市场表现存在差异.....	14
2.2.1. 古井贡酒：加强省内外布局，省内市场稳赢，快速进军华北市场.....	14
2.2.2. 口子窖：对内深化下沉市场，向外稳步扩张.....	15
2.2.3. 迎驾贡酒：刺激省内份额提升，积极辐射周边华东市场.....	16
2.2.4. 金种子酒：省内表现持续好转，省外显现向好信号.....	17
2.3. 产品体系：产品体系覆盖完整，主力聚焦次高端白酒.....	18
2.4. 经销模式：徽酒四杰渠道+营销各有侧重.....	22
2.4.1. 古井贡酒：大商制+战略 5.0，多方位、高调营销宣传.....	22
2.4.2. 口子窖：渠道端采取“1+N”+“利润共享”模式，持续发力宣传.....	23
2.4.3. 迎驾贡酒：小商搭配“1+1+1+N”，扁平化拓展渠道，执行多样化营销.....	25
2.4.4. 金种子酒：坚持下沉省内市场拓展渠道，着力创新营销模式.....	26
3. 苏酒 vs 徽酒	27
3.1. 安徽白酒消费力滞后于江苏，未来市场规模可对标苏酒.....	28
3.2. 安徽向苏迁徙人口众多，未来或在苏形成“新安徽市场”.....	29
3.3. 徽酒市场消费升级前景广阔，苏徽产品力持续提升.....	30
4. 复盘徽酒发展历史，展望未来发展格局	32
4.1. 徽酒龙头变迁历程，尽显激烈竞争之态.....	32
4.2. 经济、需求、政策助力安徽白酒市场发展.....	33
5. 投资建议：展望前景，四杰发展各异	33
5.1. 展望徽酒四杰发展前景.....	33
5.1.1. 古井贡酒：立足次高端聚焦全国化，业绩“双百亿”目标有望实现。.....	33
5.1.2. 口子窖：产品结构升级，渠道改革助力新品导入.....	34
5.1.3. 迎驾贡酒：立足生态聚焦洞藏，乘势增长未来可期。.....	35
5.1.4. 金种子酒：华润系入局，为发展带来助力。.....	35
5.2. 投资建议.....	36
5.2.1. 古井贡酒.....	37
5.2.2. 迎驾贡酒.....	37
5.2.3. 口子窖.....	37
6. 风险提示	38

图表目录

图 1: 2013-2021 年全国规模以上白酒酒企产量	6
图 2: 2013-2021 年安徽省规模以上白酒酒企产量	6
图 3: 2021 年白酒行业全国销售收入达 6033 亿元	6
图 4: 安徽白酒销售收入连年攀升	6
图 5: 安徽城镇居民人均可支配收入情况	7
图 6: 安徽农村居民人均可支配收入情况	7
图 7: 安徽全体居民人均可支配收入情况	7
图 8: 安徽全体居民人均食品烟酒消费支出情况	7
图 9: 徽酒市场当前大众消费带位于 100-300 元	8
图 10: 安徽省白酒品牌分布图	9
图 11: 2021 年安徽白酒市场格局 (营收占比)	10
图 12: 2016-2021 年全国 GDP 与安徽省生产总值	11
图 13: “三公” 以后白酒个人消费场景占比大幅提升	11
图 14: 2022 年安徽高考报名人数创新高	12
图 15: 近 3 年安徽中考报名人数整体持续增长	12
图 16: 安徽固定资产投资完成额快速增长	13
图 17: 2022Q1-Q3 徽酒四杰营收情况	14
图 18: 2022Q1-Q3 徽酒四杰利润总额情况	14
图 19: 2016-2022H1 年古井贡酒华中地区营收情况	15
图 20: 2016-2022H1 年古井贡酒华中地区盈利情况	15
图 21: 2016-2022H1 古井华北地区盈利表现	15
图 22: 2016-2022H1 古井华南地区盈利表现	15
图 23: 2016-2022Q3 年口子窖省内外经销商数量	15
图 24: 2016-2021 年口子窖省内盈利情况	15
图 25: 2016-2021 年口子窖省外盈利情况	16
图 26: 2016-2022Q1-Q3 口子窖省内外营收增速情况	16
图 27: 2016-2022 年 Q3 迎驾贡酒省内外经销商数量	16
图 28: 2016-2021 年迎驾贡酒省内盈利情况	16
图 29: 2016-2021 年迎驾贡酒省外盈利情况	17
图 30: 2016-2022H1 迎驾贡酒省内外营收增速情况	17
图 31: 2016-2022Q3 金种子酒省内外经销商数量	18
图 32: 2016-2021 年金种子酒省内盈利情况	18
图 33: 2016-2021 年金种子酒省外盈利情况	18
图 34: 2016-2022H1 金种子酒省内外营收增速情况	18
图 35: 2021 年古井贡酒各系列营收占比	19
图 36: 2022 年 Q1-Q3 口子窖各档次产品营收占比	20
图 37: 2022 年 Q1-Q3 迎驾贡酒各档次产品营收占比	20
图 38: 2022Q1-Q3 金种子各档次产品营收占比	22
图 39: 古井销售人员体量逐渐壮大 (单位: 人)	22

图 40: 古井人均薪酬情况	22
图 41: “三通工程” 执行流程	22
图 42: 战略 5.0 具体策略	22
图 43: 古井营销端投入占比稳定 50%以上	23
图 44: 古井贡酒赞助 2022 央视春晚	23
图 45: “一地一商” 转向 “1+N”	24
图 46: 口子窖销售人员体量低于其他三家上市酒企	24
图 47: 口子窖销售费用与销售费用率情况	24
图 48: 口子窖省内外经销商数量	24
图 49: 口子窖宣传费用情况	24
图 50: 口子窖 2022 年亮相央视 “品牌强国工程”	24
图 51: 迎驾销售人员数量情况 (单位: 人)	25
图 52: 迎驾销售费用与销售费用率情况	25
图 53: 从三方面执行扁平化策略	26
图 54: 迎驾省内外经销商数量	26
图 55: 金种子销售人员数量 (单位: 人)	26
图 56: 金种子省内外经销商数量 (单位: 家)	26
图 57: 金种子打造馥合香三级体验场景	27
图 58: 高频率开展 “馥香盛宴”	27
图 59: 21 年苏酒市场营收分布情况	28
图 60: 21 年徽酒市场营收分布情况	28
图 61: 江苏与安徽经济水平比较	28
图 62: 江苏与安徽全体居民人均可支配收入情况	29
图 63: 江苏与安徽人均食品烟酒消费支出情况	29
图 64: 安徽省流动人口流向	29
图 65: 来自安徽省外来人口在江苏省占比情况	29
图 66: 安徽省会合肥 GDP 仅高于江苏第四名的南通	29
图 67: 江苏与安徽主流消费带迭代历程	30
图 68: 四段时期下的徽酒龙头变迁历程	32
图 69: 古井贡酒和黄鹤楼 “四双战略”	33
图 70: 古井贡酒产能利用率	34
图 71: 迎驾贡酒 “424” 发展战略	35
表 1: 2020 年全国白酒产量前五排名	6
表 2: 安徽白酒市场价格带分布	8
表 3: 安徽省主要白酒品牌香型	8
表 4: 安徽省分区域市场规模	9
表 5: 安徽省分区域 2020 年 GDP 水平及白酒市场特点	9
表 6: 2021 年各徽酒品牌省内经销商数量 (单位: 家)	11
表 7: 2021 年中国华东地区省份生产总值排名	11
表 8: 2021 年安徽省结婚登记对数与出生人口数均位于全国第六	12

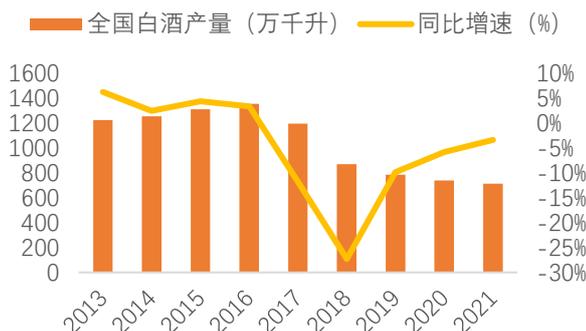
表 9: 国家与地方政府强调加大基建投资	13
表 10: 安徽省重点项目数量与投资额逐年增长	13
表 11: 古井贡酒产品体系	18
表 12: 口子窖产品体系	19
表 13: 迎驾贡酒产品体系	20
表 14: 金种子酒产品体系	21
表 15: 古井营销端主要行动	23
表 16: 口子窖营销端主要行为	25
表 17: 迎驾贡酒营销端行为	26
表 18: 金种子酒营销端行为	27
表 19: 苏酒、徽酒品牌香型	28
表 20: 苏酒市场主要产品迭代历程	31
表 21: 徽酒市场主要产品迭代历程	31
表 22: 安徽政府出台白酒“五年计划”	33
表 23: 口子产业园建设情况	35
表 24: 安徽金种子酒业股份有限公司“十四五”发展战略规划	36
表 25: 金种子集团董事、监事和高级管理人员成员变动情况	36

1. 安徽白酒市场现状

1.1. 市场规模：产销大省，白酒市场容量巨大

安徽产酒大省，总体产量出现回弹。2013-2016 年全国白酒产量连年增长，处于白酒行业快速发展时期，而在“三公政策”、反腐以及“严查酒驾”等政策出台以后，白酒行业受到冲击，规模以上白酒企业产量于 2016 年达到峰值后连年缩减，2021 年白酒产量达到 716 万千升，同比下降 3.34%。安徽作为中国产酒大省之一，虽然在相关政策的冲击下，其白酒产量在 2015-2021 年期间呈现下降趋势，但仍在 2020 年位居全国省份白酒产量第五，占全国白酒产量的 4%，截至 2022 年 11 月酒类制造业企业数量达到近 3000 家。

图 1：2013-2021 年全国规模以上白酒企业产量



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2013-2021 年安徽省规模以上白酒企业产量



资料来源：《安徽省统计年鉴》，wind，天风证券研究所

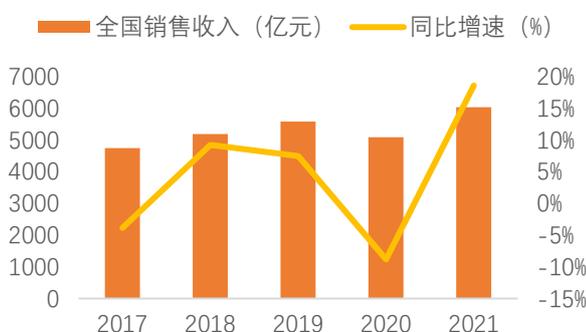
表 1：2020 年全国白酒产量前五排名

排名	省份	白酒产量 (万千升)	产量占比 (%)
1	四川	367.58	49.62%
2	河南	66.38	8.96%
3	湖北	35.87	4.84%
4	北京	34.13	4.61%
5	安徽	28.21	3.81%

资料来源：中国轻工业联合会，天风证券研究所

安徽消费大省，市场容量充裕。近 5 年全国白酒销售收入在整体上呈放大趋势，而安徽省作为白酒消费大省，饮酒氛围浓郁，近三年省内白酒销售收入连年攀升，在 2019 年规模以上白酒企业销售收入达到了 260.3 亿元，全国占比约 4.67%。据酒食汇披露，2021 年安徽省整体白酒市场规模在 350 亿元左右，拥有相当大的白酒消费市场。

图 3：2021 年白酒行业全国销售收入达 6033 亿元



资料来源：微酒公众号，天风证券研究所

图 4：安徽白酒销售收入连年攀升



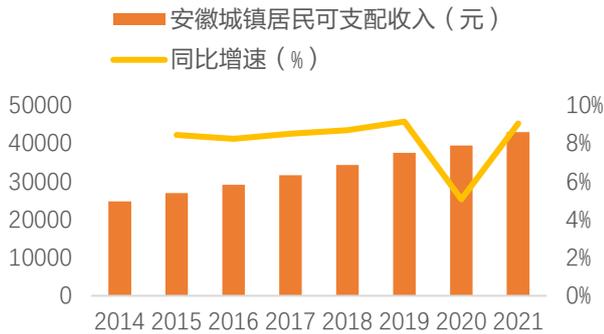
资料来源：《中国食品工业年鉴》，天风证券研究所

1.2. 市场特点：省内白酒消费升级势不可挡，主流消费带体现出上移趋势

人均收入稳定增长，白酒市场持续扩容，消费升级势不可挡。随着省内居民可支配收入逐年提升，白酒消费水平实现了进一步升级，虽在八项规定颁布和新冠疫情背景下，白

酒消费场景受到局限，白酒行业受到一定影响，但在有限的场合下，消费者表现出更愿意选择更好的酒类的倾向。

图 5：安徽城镇居民人均可支配收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

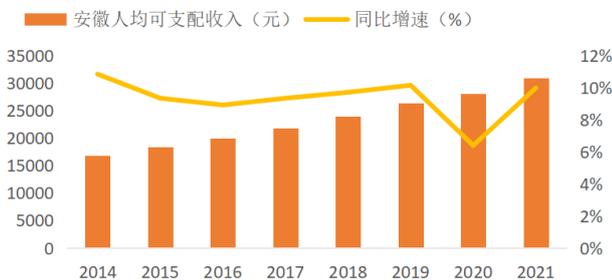
图 6：安徽农村居民人均可支配收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

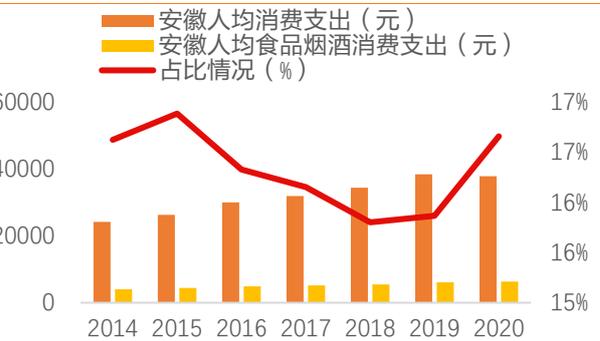
从城镇和农村居民人均收入水平看，最近 8 年城镇与农村居民人均可支配收入均呈现放大趋势，在 2021 年可支配收入分别达到 43009 元和 18368 元，而 2014-2021 年的复合增长速度分别达到了 8.16%和 9.21%，保持较快的增长速度，展露安徽城镇与农村白酒市场扩张与下沉潜力，未来安徽白酒市场容量有望实现全面扩容。从全体居民角度看，安徽全体居民人均可支配收入年从 2014 年的 16795.52 元上升到 2021 年的 30904 元，总量突破 3 万元，实现年复合增长 9.10%，而全体居民人均食品烟酒消费支出 2014-2020 年间从 4003.1 元增长到 6280.4 元，年复合增速为 7.79%，2020 年占人均消费支出的比重为 16.66%，这两项指标的稳步增长有望进一步助推安徽白酒市场扩容，驱动安徽白酒消费水平持续提升。

图 7：安徽全体居民人均可支配收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：安徽全体居民人均食品烟酒消费支出情况



资料来源：wind，天风证券研究所

主流消费带向次高端移动，产品结构持续升级。从各细分价格带来看，在低端市场（100 元以下）中，徽酒品牌并没有把运营重心放在该价格带上，在 30 元以下的低端价格带，牛栏山、老村长和玻汾占据了较大市场份额。

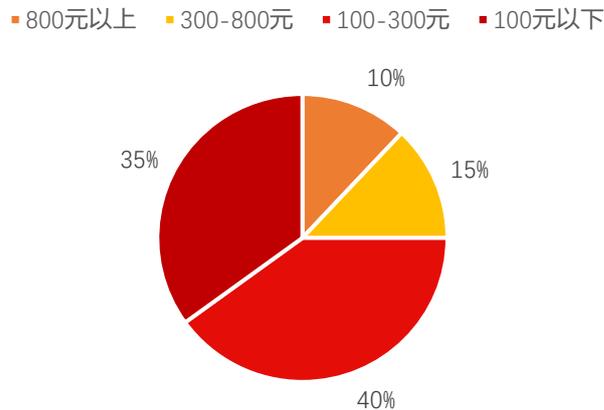
大众消费市场（100-300 元）作为当前安徽白酒市场竞争最激烈的价格带，市占率达到 40%，对应市场规模为 140 亿元左右，古井贡、口子窖、迎驾贡三大徽酒品牌面对外来品牌强势进攻表现强势，把控着安徽大众消费市场的秩序。

次高端市场（300-800 元）市场规模占徽酒市场规模 15%左右，徽酒品牌在该市场中与外来品牌竞争激烈，不断加强布局次高端市场，预计在居民可支配收入持续增长的支撑下，未来次高端市场份额有望实现翻倍扩大至 100 亿规模，推动省内主流消费带向次高端移动。

高端白酒市场（800 元以上）市场规模占徽酒市场规模 10%左右，省外品牌茅台、五粮液和泸州老窖占据主要地位，安徽地产酒在高端市场势力相对较弱，同时其他外来品牌也在入局，比如习酒、青花郎等也加强了在安徽市场的布局，进一步加速安徽白酒市场产品结构升级。

除了居民可支配收入上升的推动以外，消费者消费观念的升级转变也在推动省内白酒消费带向上移动，比如更关注安全、健康、享受等，对于健康的高端、次高端白酒的需求愈加旺盛，倒逼白酒企业不断进行产品升级以满足消费需求。

图 9：徽酒市场当前大众消费带位于 100-300 元



资料来源：酒食汇公众号，天风证券研究所

表 2：安徽白酒市场价格带分布

价格带	产品定位	市占率	代表品牌	代表产品
800 元以上	高端	10%	茅台 五粮液 泸州老窖 郎酒 习酒 古井贡酒	53° 飞天茅台 第八代五粮液 国窖 1573 青花郎 君品习酒 古 26
300-800 元	次高端	15%	剑南春 洋河大曲 泸州老窖 习酒 金沙窖酒 古井贡酒 口子窖 迎驾贡酒	剑南春系列 梦 6+ 泸州老窖特曲 窖藏 1988 摘要 古 20 口子窖 20、兼香 518 洞藏 20/16
100-300 元	大众消费	40%	古井贡酒 口子窖 迎驾贡酒	古 5/7 口子窖 6/10 洞藏 9/6
100 元以下	低端	35%	牛栏山 老村长 汾酒	牛栏山系列 老村长系列 玻汾系列

资料来源：各品牌京东自营官方旗舰店、各品牌京东自营店，酒食汇公众号，佳酿网，酒说公众号，天风证券研究所 注：价格统计截至 2023 年 2 月 17 日

1.3. 竞争格局：地产酒内卷严重，一超两强格局稳固，区域壁垒凸显

地产酒企竞争激烈，占据省内市场主导地位。截止 2021 年底，安徽省内酒企数量已达 500 家以上，其中规模以上工业白酒企业达 110 家，省内仅上市酒企就有古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒和金种子酒 4 家，在全国省份中并列第一，上市酒企分别以亳州市、淮北市、六安市和阜阳市为大本营，非上市品牌还包括宣酒、高炉家酒和临水酒等，在省内中低端价格带厮杀激烈，并且每个品牌以所在市县为核心市场向省内其它市县逐渐拓展，安徽省内基本实现了“一市一酒”市场格局。

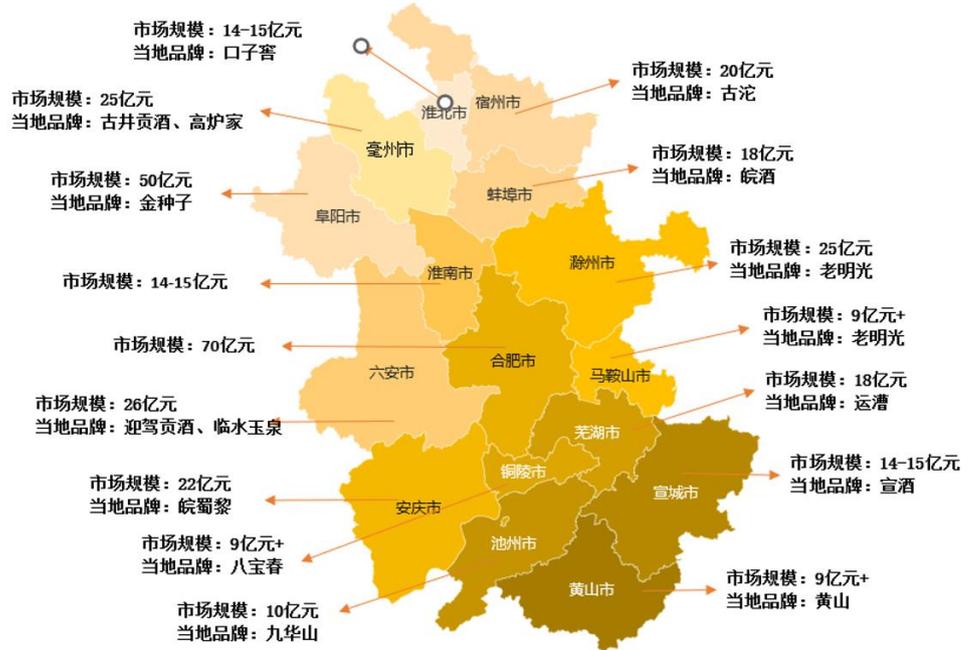
表 3：安徽省主要白酒品牌香型

徽酒品牌	香型	徽酒品牌	香型
------	----	------	----

古井贡酒	浓香型	高炉家	浓香型
口子窖	兼香型	明光酒	浓香型
迎驾贡酒	浓香型	文王贡酒	浓香型
金种子酒	浓香型	临水酒	兼香型

资料来源：各公司官网，金种子酒京东自营旗舰店，天风证券研究所

图 10：安徽省白酒品牌分布图



资料来源：佳酿网，酒食汇公众号，各企业官网，知酒网等，天风证券研究所 注：市场规模为 2021 年数据

表 4：安徽省分区域市场规模

	皖北	皖中	皖南
市场规模（亿元）	141-143	143	69-70
省内占比	39-40%	40%	20-21%
省内市场规模总和（亿元）	353-356 亿元		

资料来源：佳酿网，酒食汇公众号，天风证券研究所 注：市场规模为 2021 年数据

安徽省内皖中、皖北、皖南三大区域的消费习惯、市场特点等各不相同，主流消费带呈现三级阶梯分布。皖北地区经济水平位于第二位，但人口基础最为庞大，并且该地区饮酒风格彪悍，据《2021 中国白酒消费洞察白皮书》数据显示，安徽全省整体平均饮酒频率达每月 4-5 次，人均每月饮酒量达 5.6 两，可基于当前常住人口数推算出安徽省内年白酒消费量达 410793.6 万两，而皖北地区在其中饮酒次数与饮酒量全省最高，并且饮酒场景丰富，形成较大白酒市场规模，主流消费带在 120-200 元；以合肥为代表的皖中地区经济水平最发达，拥有一定规模的常住人口数，饮酒风格较皖北较为内敛，饮酒场景多为聚饮，消费水平对整个安徽省的白酒起到引导和辐射作用，市场规模大，主流消费带在 200-300 元；皖南地区经济基础和人口基础在三个地区最为薄弱，虽然人均白酒消费档次高，但是由于人口密度低和饮酒量与频次低，导致该地区白酒消费能力较低，市场容量较小，主流消费带在 150-200 元。

表 5：安徽省分区域 2020 年 GDP 水平及白酒市场特点

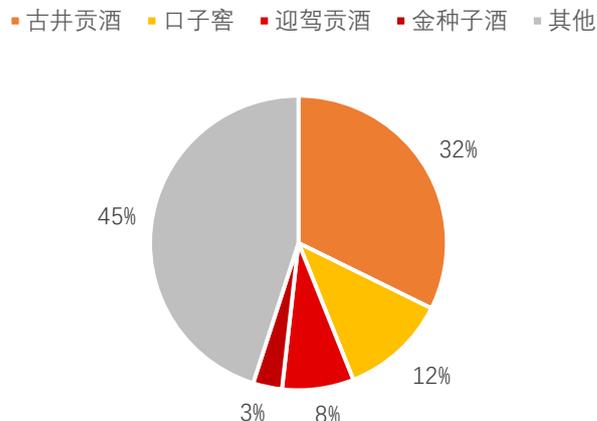
	GDP (亿元)	常住人口 (万人)	人均 GDP (元)	消费习惯	市场特点	主流消费带 (元)
皖北	11195	2682	41739	饮酒之风盛行，饮用频次和单次饮用量全省最高，饮用场景相较中部和南部更多	酒企主要集中地，经济水平相对皖中较低，白酒消费水平较低，人口基数大，市场容量较大	120-200
皖中	17215	2191	78549	饮酒场景以聚饮为主，单次饮酒量和饮用频次相对较少，饮酒风格相对内敛	经济基础好，消费水平相对较高，消费升级趋势显著，对全省白酒消费起到引领带头作用，市场规模大	200-300
皖南	10270	1228	83570	白酒消费档次较高，但饮酒频率与单次饮酒量相对较少	经济基础薄弱，人口密度低，白酒消费力基本介于北部与中部之间，白酒市场容量相对较小	150-200

资料来源：Wind，酒说公众号，佳酿网等，天风证券研究所

将省内与省外品牌分开来看，据酒业家报道，在 2021 年徽酒 350 亿市场容量中，古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒等徽酒品牌在消费端占据了省内市场容量 66%左右，其中徽酒四杰省内总营收为 192.3 亿，占比 54.9%。由此可见，在安徽市场省内品牌仍然占绝对主导，白酒行业中“东不入皖”的说法并未过时。

省内市场头部效应显著，一超两强格局已经确定。从市场格局分布来看，古井贡酒占据安徽省白酒市场龙头，市占率达到 32%，口子窖和迎驾贡酒市占率分别为 12%和 8%，古井贡酒市占率水平甚至超过其他两家市占率总和，而金种子酒由于战略部署问题导致其盈利能力削弱和市场空间受到挤压，在省内市占率仅有 3%，远远落后于古口迎三家徽酒，一超两强的徽酒格局十分显著。

图 11：2021 年安徽白酒市场格局（营收占比）



资料来源：Wind，天风证券研究所 注：古井贡酒以华中地区营业收入计算

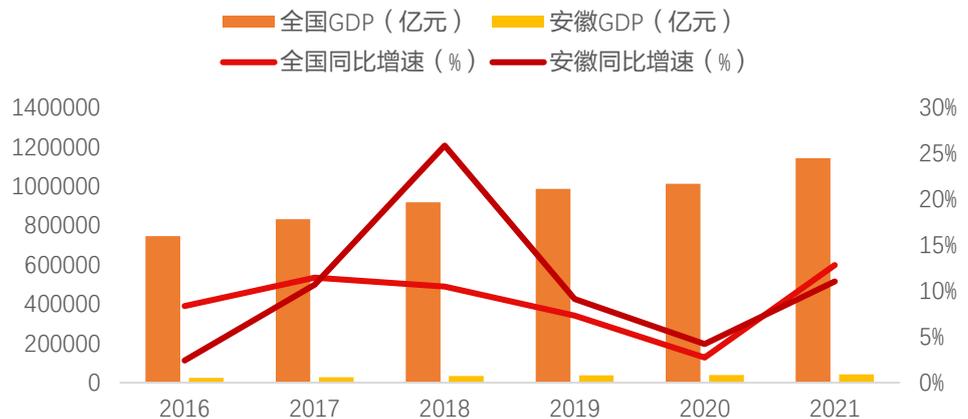
区域壁垒坚韧，“入皖”难度系数高。从渠道上看，白酒行业竞争激烈，无论是品类延伸，还是品牌创新，皆要依靠渠道实现，高质量渠道是厂家渠道建设目标，截至 2021 年底古井贡、口子窖、迎驾贡和金种子在省内分别拥有 2538 家、468 家、643 家和 351 家经销商，具备庞大的省内渠道队伍，因此安徽地产品牌在面对外来品牌的攻势时，能够依靠渠道商数量优势在各自根据地市场对渠道进行封锁，组织起一道道严密防线以增加“入皖”难度。从口感偏好上看，安徽白酒企业大多以生产浓香型白酒为主，消费者消费习惯已经养成，酱香或清香型白酒难以进入安徽白酒市场，对外形成超强的区域品牌壁垒。从消费能力上看，虽然安徽省 GDP 连年攀升，2021 年 GDP 总量在全国排名 11 名，但在华东区域中仍属于经济欠发达地区，因此在本土白酒品牌于中高端、次高端消费带竞争十分激烈情况下，该价格带或定价更高的白酒更难在安徽白酒市场中夺得一席之地。

表 6：2021 年各徽酒品牌省内经销商数量（单位：家）

徽酒品牌	省内经销商数量
古井贡酒	2,538
口子窖	468
迎驾贡酒	643
金种子酒	351

资料来源：各公司年报，天风证券研究所 注：古井贡数据为华中区域经销商数量

图 12：2016-2021 年全国 GDP 与安徽省生产总值



资料来源：wind，安徽统计局，天风证券研究所

表 7：2021 年中国华东地区省份生产总值排名

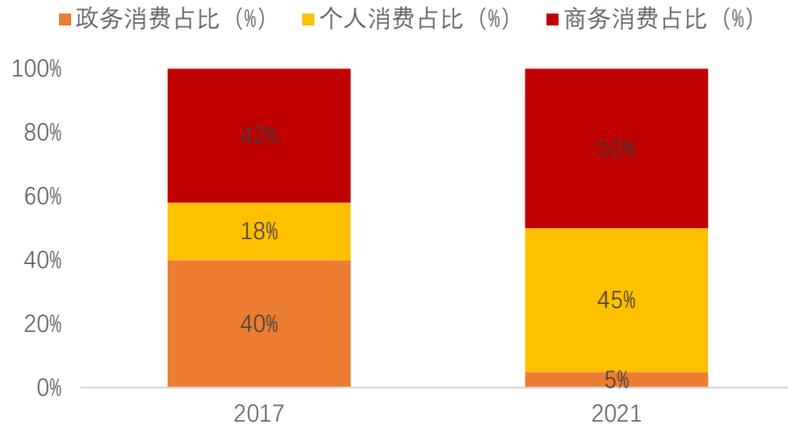
华东区域排名	华东省份	地区生产总值（亿元）
1	江苏	116364.2
2	山东	83095.9
3	浙江	73515.8
4	福建	48810.4
5	上海	43214.9
6	安徽	42959.2

资料来源：地方统计局，天风证券研究所

1.4. 行业需求：个人、政商务消费需求旺盛，省内白酒需求预期见涨

主要消费场景由政务消费转向个人消费、商务消费。由于自身所具备的浓厚社交属性，白酒成为了国内主要的社交用酒，宴席、赠礼、政商务宴请等场景皆是其主流需求市场。在 2014 年“三公”限制政策出台以后，中国白酒主要消费场景由政务消费转向个人消费（宴席、赠礼、自饮等）和商务消费。据微酒披露，从 2017 年至 2021 年，白酒政务消费占比由 40% 降至 5%，个人消费占比由 18% 大幅提升至 45%，商务消费上升至 50%，为白酒最主要消费场景。

图 13：“三公”以后白酒个人消费场景占比大幅提升



资料来源：微酒公众号，天风证券研究所

宴席消费受疫情影响，存在一定回补空间。当前中国白酒宴席市场超过 2000 亿元，占白酒总市场的 40%以上，为白酒个人消费的主要场景之一。在疫情的大背景下，婚宴、满月宴、谢师宴等宴席消费受到一定影响，但 2022 年全国疫情防控不断优化，且安徽省内疫情影响减弱，因此我们认为安徽宴席消费会出现一定的回补，宴席消费场景有望加速恢复。

从结婚登记情况来看，2021 年安徽结婚登记对数为 42.1 万对，位列全国第六名，形成足够庞大的婚宴消费市场；

从新生儿出生情况来看，2021 年全省出生人口达 51.58 万人，在目前所公布的 29 个省份中位列第六，或为满月宴提供较为夯实的市场基础；

从中高考人数情况看，2022 年安徽省高考报名人数再创新高，达到 60.1 万人，较上年增加近 6 万人，且近 4 年呈现逐年递增的趋势，2022 年安徽省中考毕业生人数达 73.47 万人，较上年增加 6.4 万人，省内庞大的中高考生数量或为谢师宴、升学宴消费提供了充足的增长空间；

在居民收入水平快速增长、越来越重视健康饮酒的双加持下，安徽宴席用酒价位明显提高，将持续推动安徽省内白酒需求增长，加速白酒消费升级。

表 8：2021 年安徽省结婚登记对数与出生人口数均位于全国第六

结婚登记对数情况		出生人口数情况	
排名	省份	排名	省份
1	河南	1	广东
2	广东	2	河南
3	四川	3	山东
4	江苏	4	四川
5	山东	5	河北
6	安徽	6	安徽

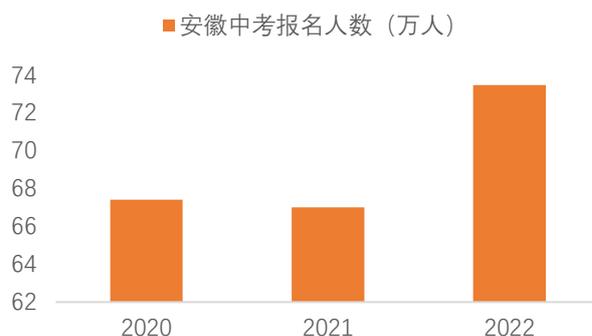
资料来源：华经产业研究院公众号，中国宁波网，天风证券研究所

图 14：2022 年安徽高考报名人数创新高

图 15：近 3 年安徽中考报名人数整体持续增长



资料来源：中国教育网，安徽省教育招生考试局，天风证券研究所



资料来源：中考资讯网，安徽新闻网，天风证券研究所

此外，在疫情影响减弱的背景下，个人消费中家庭、朋友小聚的自饮消费场景得到增多。由于消费者聚饮相比于白酒品牌名声，往往更加注重于酒水价格与品质间的性价比，因此自饮场景的增多将为大众消费带、中低端白酒需求的扩容创造机会。而在安徽消费升级的大趋势下，讲究品牌的赠礼、收藏消费场景的消费档次也得到提升，从而进一步推动次高端、高端白酒市场扩容。

在行业消费结构发生变化后，政商务宴请仍为当前最主流的白酒消费场景。我们认为，近年来基建投资的高增或将会通过拉动政商务消费，以推动各品类、各价位白酒的量价齐升，进而为白酒销售扩容创造新机遇。

2021年7月30日，中共中央政治局强调“十四五”时期要加强以5G为代表的新型基础设施建设，2022年《政府工作报告》指出要加大基础设施投资，2022年安徽省政府相关规划与会议也均强调要扩大有效投资，尤其是扩大固定资产投资规模。

表 9：国家与地方政府强调加大基建投资

规划与会议	相关内容
2021年7月中共中央政治局会议	会议强调“十四五”时期要加强以5G为代表的新型基础设施建设，以促进稳增长、调结构、惠民生
《政府工作报告（2022）》	《报告》指出要围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资，积极扩大有效投资
《安徽省有效投资攻坚行动方案（2022）》	《方案》指出加快实施2022年省重点项目投资计划，确保全年省重点项目完成投资1.6万亿元以上，公布《2022年省级协调调度重点基础设施项目清单》
2022年8月安徽省政府专题会议	会议强调，全省要坚守全年固定资产投资增长目标不动摇，促进各地进一步加大双招双引力度，加快项目建设进度

资料来源：微酒公众号，中国政府网，安徽省人民政府，天风证券研究所

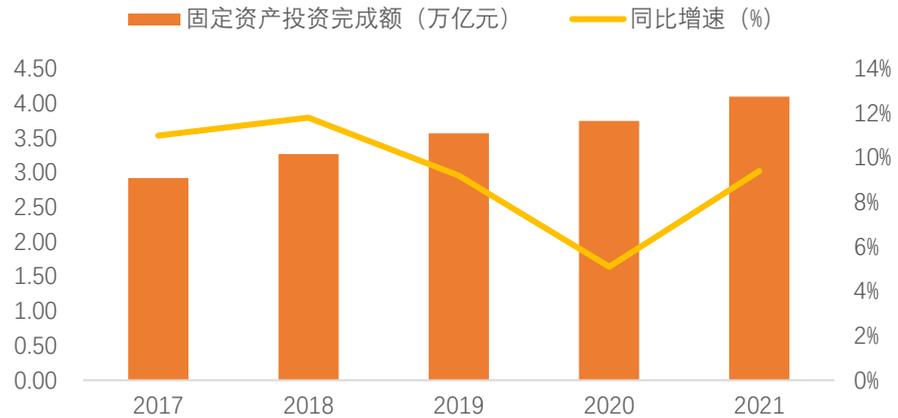
从重点项目投资情况看，2022年安徽重点项目总数达8897个，续建项目和计划开工项目分别为5642个和3255个，年度计划投资额为1.66万亿元，全项目近3年内实现连年增长。从固定资产投资额来看，2021年安徽固定资产投资完成额达到4.10万亿元，较上年增长9.40%，在近5年保持着持续扩大的趋势。

表 10：安徽省重点项目数量与投资额逐年增长

年份	计划项目总数	续建项目	计划开工项目	年计划投资额
2022	8897个	5642个	3255个	1.66万亿元
2021	7851个	4941个	2910个	1.48万亿元
2020	6878个	4295个	2583个	1.31万亿元

资料来源：《安徽省2022/2021/2020年重点项目投资计划》，“国家发改委，安徽发改委，天风证券研究所

图 16：安徽固定资产投资完成额快速增长



资料来源：安徽省统计局，天风证券研究所

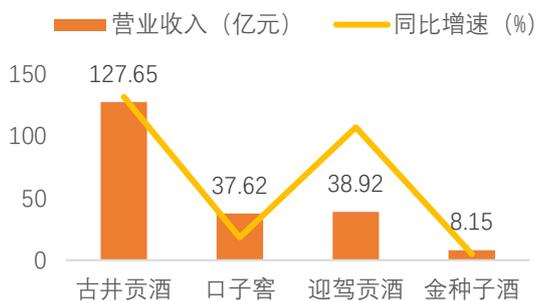
在宏观政策的影响下，大基建、大投资持续活跃，再加之安徽商务宴请价格带不断攀升，政商务消费或将会成为加速省内白酒消费需求扩容的主力。

2. 安徽上市白酒企业市场表现

2.1. 总体：徽酒企业营收呈三级阶梯分化

古井一骑绝尘，榜眼争夺激烈。从安徽四家上市酒企的营收与利润总额表现来看，位于第一级阶梯的古井贡酒营业收入与其他三家酒企拉开 2 倍以上的差距，在省内白酒市场稳居第一位置，2021 年营业收入突破百亿规模，计划 2022 年实现营业收入 153 亿元，较上年增长 15.30%，实现利润总额 35.50 亿元，较上年增长 11.94%。2022 前三季度，古井贡营收达 127.65 亿元，同比增速达到 26.35%，利润总额也在四家酒企中处于领先地位，达 36.57 亿元，同比增长 35.11%，已超过 22 年全年计划实现额。古井贡第二级阶梯的口子窖与迎驾贡酒彼此间竞争激烈，2022 前三季度，迎驾贡酒在营收和利润总额表现上领先于口子窖，但两者之间差距并不悬殊。第三级阶梯的金种子酒在 2022 前三季度的营业收入和利润总额上与前三者差距较大，虽然净利润还处于亏损状态，但已经出现了同比增长，并且 2022 年华润入住正式成为其母公司金种子集团的第二大股东，金种子酒或许不仅能依靠华润丰富的商超渠道资源来带动产品销售，增加营收，还能借力华润充盈资金、拓宽市场、升级品牌，为金种子酒后续发展带来更多可能。

图 17：2022Q1-Q3 徽酒四杰营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：2022Q1-Q3 徽酒四杰利润总额情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 徽酒四杰省内、省外市场表现存在差异

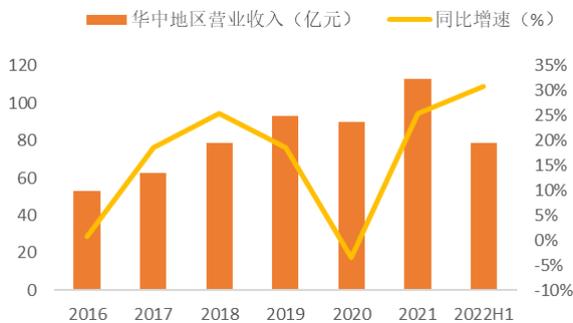
2.2.1. 古井贡酒：加强省内外布局，省内市场稳赢，快速进军华北市场

公司主推古 20 作为公司核心产品，在省内稳居“一强”位置，在省内渠道覆盖面大，目前正不断朝乡镇级别市场持续下沉深耕；在省外市场中，公司主推以古 16、古 20 为主的次高端产品，在江苏、河北省取得不错的拓展效果。在未来，公司将继续坚持“十四五”规划目标，即实现省内：省外占比 5：5，意味着公司将继续加大对省外的布局强度，

加快古井在省外市场的发育速度。

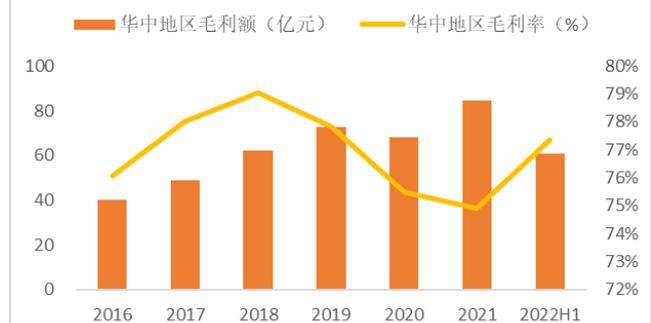
省内营收稳增，企业持续盈利。古井贡酒在省内市场依旧保持着稳定增长态势，2016 到 2021 年华中地区营收增长 60.25 亿元，CAGR 为 16.43%。在盈利方面，古井贡酒在过去 6 年内毛利额总体呈上升趋势，CAGR 为 16.07%，2021 年毛利额为 84.74 亿元，毛利率为 74.92%，在华中地区白酒市场持续盈利。

图 19：2016-2022H1 年古井贡酒华中地区营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：2016-2022H1 年古井贡酒华中地区盈利情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

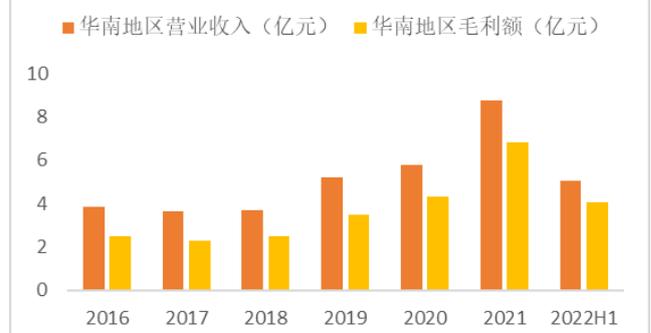
古井省外市场发展迅速，存在充足上升空间。截至 2021 年底古井贡酒在华北和华南地区分别铺下 1005 家和 452 家经销商，营收分别为 10.71 亿元和 8.78 亿元，并以 54.49%和 51.38%增速快速增长，2016-2021 年 CAGR 分别达到 25.36%和 18.05%，毛利额分别为 8.01 亿元和 6.83 亿元，于华北和华南省外市场呈现“双增长”趋势。古井在省外市场的良好表现得益于其在省外积极导入古 16/20 次高端产品，成功培育了一批 10-20 亿元市场，如江苏、河北、河南、山东等地。在未来，古井继续加快“全国化、次高端”推进速度，我们预计省外市场有望持续快速扩容。

图 21：2016-2022H1 古井华北地区盈利表现



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：2016-2022H1 古井华南地区盈利表现



资料来源：公司公告，天风证券研究所

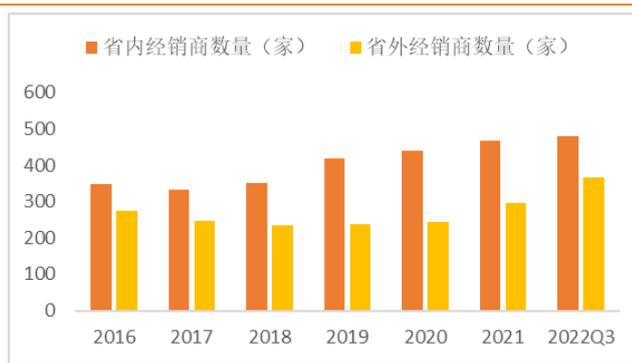
2.2.2. 口子窖：对内深化下沉市场，向外稳步扩张

省内进军次高端，持续夯实省外市场，以百亿营收为目标。口子窖率先在省内导入兼香 518，抢占安徽次高端白酒市场，与口子 20 形成价格带战略组合；在省外市场中，抢抓长三角、京津冀、大湾区等地区发展机遇，进一步强化省外市场基础。公司将继续以“百亿口子”为战略目标，重点实施“六大提升”计划。

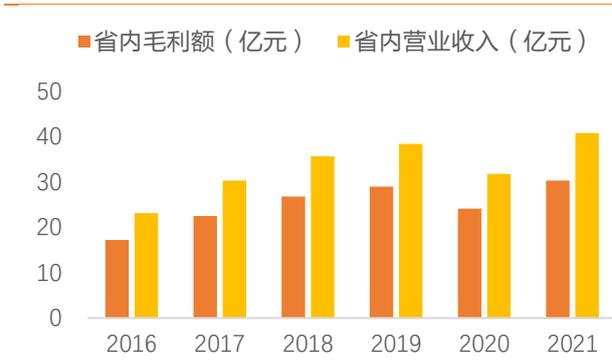
省内市场采取市场深化、下沉策略，向县级及以下市场积极拓展。口子窖省内经销商数量不断增长，2021 年省内经销商数量达 468 家，较 2016 年增长 120 家，省内营收为 40.78 亿元，较 2016 年复合增长 12%，5 年间毛利额波动上升，受益于公司在省内重视乡、县市场，着重强化渠道运营能力，并以差异化产品布局不同级别市场，进行协同式发展。

图 23：2016-2022Q3 年口子窖省内外经销商数量

图 24：2016-2021 年口子窖省内盈利情况



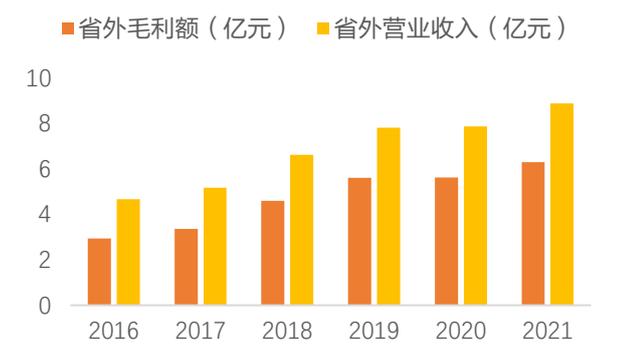
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

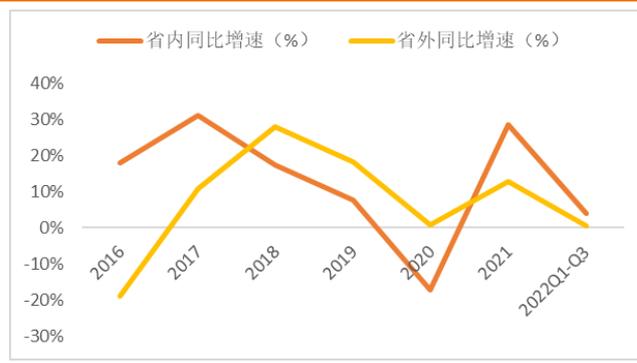
口子窖省外市场开拓运营稳步向好。口子窖公司位于皖北地区，毗邻江苏、山东、河南等白酒消费大省，除安徽市场之外，公司产品在周边省份也具有较强的市场影响力，在 2021 年拥有省外经销商 297 家，营收 8.89 亿元，5 年间营收增长 4.22 亿元，CAGR 为 13.74%，并在 2021 年实现省外营收占比达到 17.7%，毛利额为 6.3 亿元。并且，公司对省外实施分地域、分产品管理和优胜劣汰策略，对于原大商未能覆盖的地区另新招经销商进行市场运营，并剔除省外不具有市场拓展潜力的经销商，虽然省外经销商数量有所下滑，但通过优化渠道运营有效提速省外营收增长，近 5 年省外营收均为正增长，稳步扩张省外市场规模。

图 25: 2016-2021 年口子窖省外盈利情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26: 2016-2022Q1-Q3 口子窖省内外营收增速情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.3. 迎驾贡酒：刺激省内份额提升，积极辐射周边华东市场

省内洞藏主导，省外聚焦江苏、上海市场，向“百亿迎驾”进发。迎驾贡酒在省内市场表现亮眼，洞 6、9、16、20 产品迅速崛起，洞藏系列产品市场份额迅速提升；在省外市场中，迎驾以上海、江苏等作为主打市场。在未来，迎驾将继续聚焦于安徽、江苏、上海核心市场，拓展华中、华北等重点市场和机会市场，主推生态洞藏系列产品，以实行产品升级战略，以“百亿迎驾、百年品牌”为战略目标。

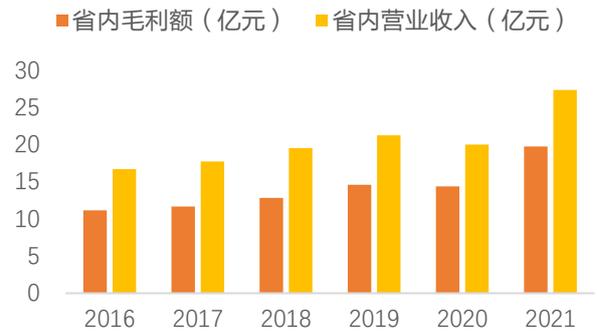
洞藏系列市场爆火，驱动迎驾高速增长。迎驾贡酒截至 2021 年底在省内拥有经销商数量 643 家，并在 2021 年实现创收 27.34 亿元，同比增长 37.53%，2016-2021 年 CAGR 为 10.37%，毛利额 5 年增长 8.6 亿元。迎驾贡酒的高速增长主要得益于迎驾洞藏的火爆，其主打的洞 6/9 契合当前徽酒市场大众消费带的同时，所布局的次高端产品洞 16/20 品牌势能显现，推动迎驾业绩快速增长，也带动其产品结构持续优化。

图 27: 2016-2022 年 Q3 迎驾贡酒省内外经销商数量

图 28: 2016-2021 年迎驾贡酒省内盈利情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

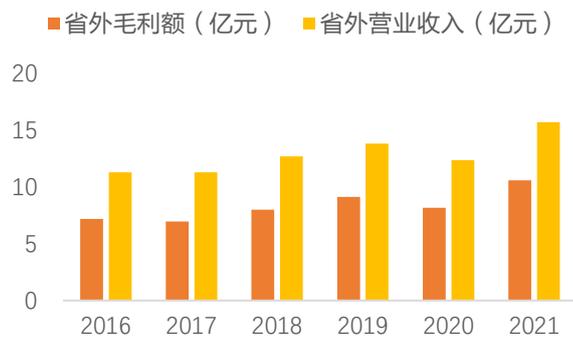


资料来源：公司年报，天风证券研究所

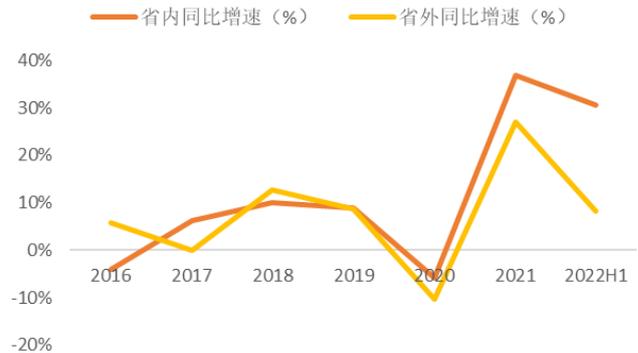
华东市场表现亮眼，助力迎驾全国化布局。从经销商数量看，迎驾贡酒 2021 年拥有省外经销商 632 家，其中 2016-2020 年间省外经销商数量甚至多于省内，体现其强劲省外市场拓展能力。从营收与毛利来看，2021 年迎驾贡酒的省内外营收较去年大幅增长，创下省内外营收分别为 27.34 亿元和 15.71 亿元，5 年间 CAGR 为 10.37%和 6.83%，而省外营收占比高达 34.33%。迎驾贡酒品牌在华东区域内具有较高的知名度、美誉度和市场占有率，已成为区域优势品牌。并且，江沪市场消费能力强盛，有望持续导入次高端白酒产品，加速省外市场的发展，助推迎驾贡酒拓展全国白酒市场。

图 29：2016-2021 年迎驾贡酒省外盈利情况

图 30：2016-2022H1 迎驾贡酒省内外营收增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所



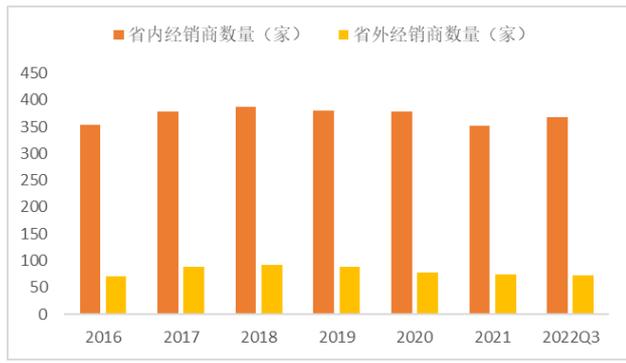
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.4. 金种子酒：省内表现持续好转，省外显现向好信号

省内馥合香表现惊喜，省外抢抓拓展机会，5 年 50 亿市场为目标。在省内市场，金种子以阜阳市场为核心，深耕省内市场，其中 2020 年 8 月推出的馥合香系列销售破亿，并在阜阳、合肥、芜湖、宿州、淮北、淮南等市场收获大批好评，显著推动金种子整体营收实现增长；在省外市场，以长三角、珠三角、京津冀为重点开发区域，探索海南、深圳等空白市场，继续坚持省外机会型运作。在 2020 年这一全面改革元年，金种子正式提出 5 年 50 亿规模的战略计划，并且施行打造“116N”四级市场的区域战略，铸就区域名酒“复兴”新方案。我们认为，当前金种子酒正处于价值洼地，此时具有强大央企背景的华润集团入局金种子，或能在资金端、品牌端、市场端、渠道端和消费端为其提供较大的发展势能，成为金种子酒触底反弹的分水岭，助力金种子酒实现区域“复兴”的同时，加快其高端化、全国化进程。

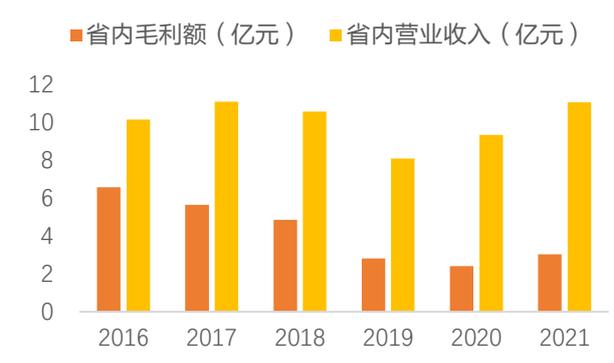
金种子酒调整产品结构，力挽省内市场表现。省内毛利额在 2021 年表现出反弹态势，省内营业收入稳步提升，2021 年营收达到 11.07 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 1.73%。在 2020 年以前，受制于公司产品结构不合理，金种子在安徽省内白酒市场上营收表现不佳，省内市场遭受挤兑。意识到自身问题的金种子酒开始着手调整自身产品结构，2020 年开始推出定位次高端市场的馥合香系列和定位高端市场的醉三秋 1507 系列，目前来看产品结构转型初见成效，2020 年起省内营收增速由负转正，在 2021 年省内同比增速上升至 18.37%，省内市场呈现良好增长势头。

图 31：2016-2022Q3 金种子酒省内外经销商数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

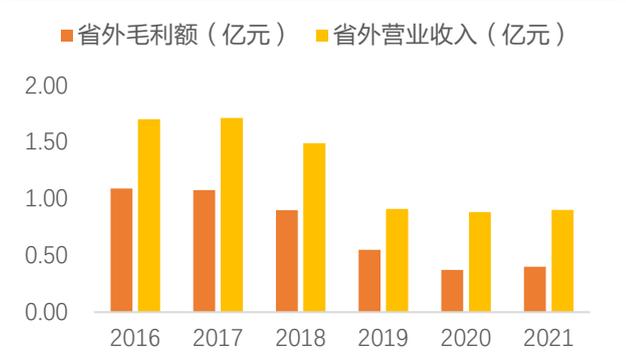
图 32：2016-2021 年金种子酒省内盈利情况



资料来源：wind，天风证券研究所

金种子酒省外表现“触底反弹”。从营收与毛利额数据来看，公司虽然在 2016-2020 年间省外营收规模呈现连年下降态势，但在 2021 年营收和毛利额开始出现反弹，较去年同比增长 2.27%和 4.99%，同时省外同比增速转为正增长，这对金种子酒省外布局成果给予了积极向好的信号。金种子酒在省外市场将继续坚持机会型运作，以长三角、珠三角、京津冀作为重点目标开发区域，稳步开拓全国市场。

图 33：2016-2021 年金种子酒省外盈利情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：2016-2022H1 金种子酒省内外营收增速情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 产品体系：产品体系覆盖完整，主力聚焦次高端白酒

古井年份原浆系列市场表现卓越，贡献大头白酒营收。根据酒说，当前安徽省白酒主流刚需价格带位于 100-400 元，覆盖高、次高和中端的年份原浆系列白酒作为古井贡酒的核心单品，不仅是安徽白酒最受欢迎单品，还是古井开拓全国白酒市场的核心武器。其中，在大众消费带上古 8 表现卓越，在 2021 年春节间占到安徽各大门店销售额的一半以上，而处于次高端价格带上的古 16/20 有望借助消费升级之风推动市场份额的提高。并且，年份原浆系列在安徽省内运作多年，消费氛围浓郁，消费者品牌认可度高，终端渠道铺设面广，年份原浆系列有望持续放量，贡献高额营收。

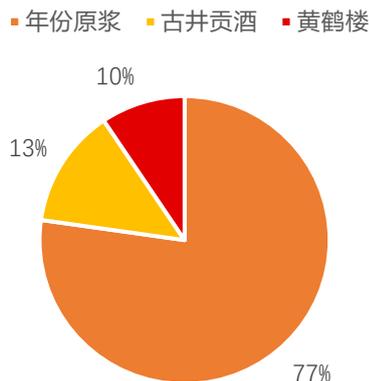
表 11：古井贡酒产品体系

产品定位	主要产品	产品图
高端 (800 元以上)	古 26 年三十 古 20	
次高端 (300-800 元)	古 16 古 8 古 7	



资料来源：古井贡酒公司官网，古井贡酒京东自营旗舰店，天风证券研究所 注：价格统计截至 2023 年 2 月 8 日

图 35：2021 年古井贡酒各系列营收占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

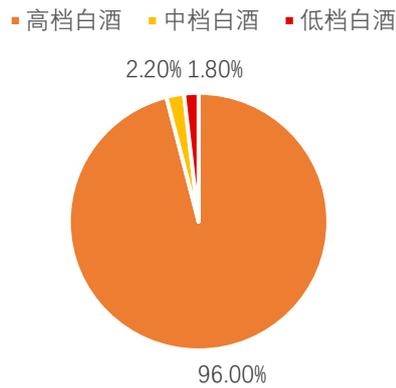
口子窖产品线完备，推出兼香 518 切入次高端市场。口子窖公司产品主要分为口子窖系列、口子酒坊系列、老口子系列、口子美酒系列，其中主力产品为高端线的口子窖系列，口子窖 10/20 在上市期间积累了良好消费基础和口碑，在次高端市场上也有所斩获。口子窖接连推出初夏珍储、仲秋珍储和具有重要战略意义的兼香 518 三款新品，意在卡位次高端消费带，完善产品矩阵的同时，抢占白酒消费升级红利。兼香 518 的推出不仅有力弥补了 300-600 元价格带空缺，在此高端价格带上形成了更严密的竞争力，还实现重大产品创新，在口味上突破传统的“浓兼香”和“酱兼浓”，在“浓头酱尾中间清”的同时融入芝麻香和豌豆香。兼香 518 市场表现优秀，已实现顺价销售，推动口子窖在 500 元价格带树立起新标杆。

表 12：口子窖产品体系

产品定位	主要产品	产品图
高端（800元以上）	口 30	
次高端（300-800元）	兼香 518	
	仲秋	
	口 20	
	口 10	
	口 6	
中高端（100-300元）	口 5	
	初夏	
	口子美酒	
低端市场（100元以下）	口子酒系列	

资料来源：口子窖公司官网，口子窖京东自营旗舰店，天风证券研究所 注：价格统计截至 2023 年 2 月 8 日

图 36：2022 年 Q1-Q3 口子窖各档次产品营收占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

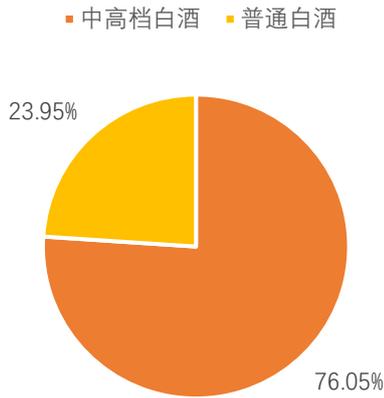
迎驾贡酒产品矩阵结构完整，产品布局以洞藏为主。迎驾现有产品可划分为以洞藏系列、迎驾之星系列为代表的中高档白酒和以百年迎驾、迎驾古坊等系列为代表的普通白酒，其中洞藏系列成为公司产品体系核心产品。迎驾在 2015 年大胆提出洞藏系列新品实现产品结构起跳，布局次高端价格带，以突破上头古井和口子的封锁，当前已然成为迎驾业绩增长引擎。自上市以来，洞藏系列连续保持高增长，以洞藏系列为代表的中高档产品 2021 年实现营收 30.79 亿元，同比增长 44.72%，甚至在 2022 年春节，六安市洞藏全系列处于断货状态，洞 6 也在合肥市场出现断货。迎驾将继续推进产品结构升级，主推洞藏 6、9，推进洞 16/20 的招商布局，将洞藏产品全面布局至安徽、江苏县级市场。

表 13：迎驾贡酒产品体系

产品定位	主要产品	产品图
高端（800 元以上）	迎驾洞藏大师版 洞藏 30	
次 高 端（300-800 元）	洞藏 20 洞藏 16 洞藏 9	
中 高 端（100-300 元）	洞藏 6 迎驾金星	
低端市场（100 元以下）	迎驾银星 百年迎驾贡系列 迎驾古坊系列 迎驾糟坊系列	

资料来源：迎驾贡酒公司官网，迎驾贡酒京东官方旗舰店，天风证券研究所 注：价格统计截至 2023 年 2 月 8 日

图 37：2022 年 Q1-Q3 迎驾贡酒各档次产品营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

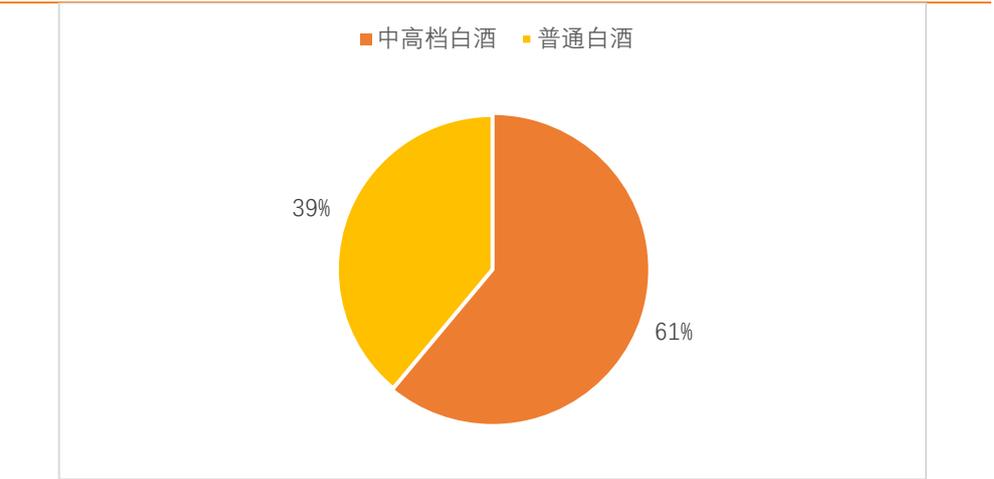
金种子酒逐步进入中高、次高端市场。金种子酒构建以醉三秋 1507 作为公司形象标杆的高端产品、金种子馥合香为核心主推的产品矩阵，逐渐推动公司产品结构升级。其中，2020 年 8 月推出的大众消费带产品金种子馥合香销售突破亿元大关，全面切入安徽省市场主流价位抢占消费升级红利，并持续夯实金种子年份酒及柔和系列种子酒销售，推动成熟产品市场规模稳中有升。

表 14：金种子酒产品体系

产品定位	主要产品	产品图
高端（800 元以上）	醉三秋 1507	
次高端（300-800 元）	馥合香	
中高端（100-300 元）	柔和大师宗师 金种子 6 金种子 10	
低端市场（100 元以下）	柔和种子酒 祥和种子酒 颍州佳酿	

资料来源：金种子酒公司官网，金种子酒京东旗舰店，天风证券研究所 注：价格统计截至 2023 年 2 月 8 日

图 38：2022Q1-Q3 金种子各档次产品营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 经销模式：徽酒四杰渠道+营销各有侧重

2.4.1. 古井贡酒：大商制+战略 5.0，多方位、高调营销宣传

古井深度分销精耕省内，大商模式推进全国化。对于省内市场，古井采取对渠道和终端具有强掌控力的深度分销模式，在 B 端采用大分销模式，为经销商创造充足利润，在 C 端以名烟酒店、团购企业定制模式，有效培育品牌核心消费者。然而，与强掌控力相伴的还有庞大的销售团队和高额的销售费用投入，截止 2021 年，销售人员数量达到 2911 人，在 2016-2021 年的 5 年间新增 2422 人，人均薪酬达 27.7 万元。对于省外市场，古井以古 20 产品为抓手，采用大商模式为主。

图 39：古井销售人员体量逐渐壮大（单位：人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：古井人均薪酬情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

战略 4.0 转向战略 5.0。古井于 2009 年推出并一直坚持执行“三通工程”策略，即路路通（扩大品牌影响），店店通（抢占市场占有率）和人人通（消费者口碑建设），并打造“三通”为核心的战略 4.0 以精细化建设网点和培养核心消费者意识的培养，从而深耕细作省内市场，在前期为公司品牌打下了深厚的市场基础。公司后于 2015 年率先提出战略 5.0 时代，以建立前端引流（管理与使用用户数据）、中端体验（强化实地体验）、末端结算（线上结算）的新模式，积极推进由 4.0 向 5.0 转型，进而对公司全部产业进行一体化打造，推进数字化、国际化、法制化建设。

图 41：“三通工程”执行流程

图 42：战略 5.0 具体策略



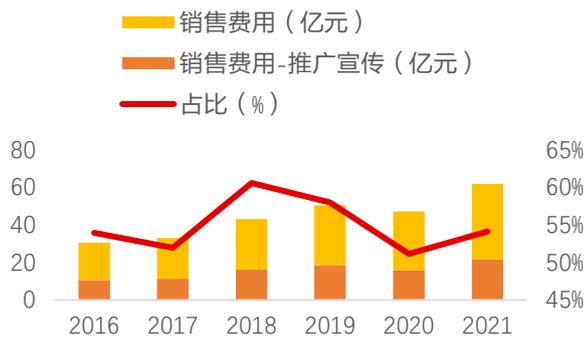
资料来源：古井贡酒公司官网，中为咨询，天风证券研究所



资料来源：古井贡酒公司官网，天风证券研究所

在营销端，古井执行多方位营销策略，持续高额投入宣传活动，推广宣传费用占销售费用比重在 50%以上。在国内市场，古井主要通过投入于央视、省级卫视、高铁、新媒体以及事件活动来推广品牌，在宣传方式上开创白酒高铁车身广告先河，并积极冠名央视春晚、安徽春晚、江苏春晚、2022 中国诗词大会等多项大型晚会活动和综艺；在国际市场开拓上，积极参与重大国际性事项，增加产品曝光和品牌推介，例如 2014 年中国酒文化全球巡礼走进联合国和法国、“2020 迪拜世博会”中国馆指定用酒等。

图 43：古井营销端投入占比稳定 50%以上



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：古井贡酒赞助 2022 央视春晚



资料来源：酒食汇公众号，天风证券研究所

表 15：古井营销端主要行动

	主要宣传活动
国内市场	2016-2022 年央视春晚； 2022 央视春节戏曲晚会； 2022 年独家冠名江苏卫视春晚和安徽卫视春晚； 2022 中国诗词大会； 2021 年“中国酿 世界香”年份原浆古 20 中国品牌之旅
国际市场	2014 年中国酒文化全球巡礼走进联合国和法国； 连续成为 4 届世博会中国馆指定用酒；2012 韩国丽水、2015 意大利米兰、2017 阿斯塔纳、2020 年迪拜

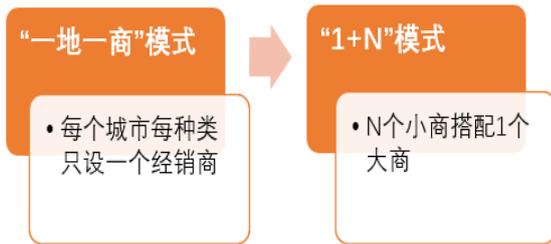
资料来源：酒业家公众号，酒食汇公众号，天风证券研究所

2.4.2. 口子窖：渠道端采取“1+N”+“利润共享”模式，持续发力宣传

摒弃“盘中盘”与单一大商制，引入“1+N”模式。2000 年，口子窖制定了经典的“盘中盘”模式：从酒店切入市场对消费者进行有效拦截，以酒店终端的局部“小盘”为核心，带动其他渠道终端大盘的起量。该模式的诞生，不仅使口子窖在 2005 年一跃成为徽酒龙头，在全国酿酒行业重点骨干企业中升至第 8 位，还推动中国地产酒迎来了蓬勃发展时代。但随着“盘中盘”被越来越多酒企模仿，营销效果见微，口子窖开始采取单一

大商制，继续发挥渠道力，执行在每个城市每种类只设一个经销商的“一地一商”战略，使销售人员数量低于同行。并且在该模式下，所有的渠道、终端管理和市场投放都由经销商负责，虽然这有效降低了口子窖的销售费用，但存在公司对渠道掌控力不足的问题，不利于进一步开拓市场。在意识到先前模式的弊端后，口子窖 2021 年下半年开始对渠道端进行逐步改革，将原先的“一地一商”转变为“1+N”战略，即 N 个小商搭配 1 个大商，通过新增小商覆盖空白区域和渠道，推进渠道建设并强化对渠道与终端掌控力。截止 2021 年，省内外经销商总数达到 765 家，在 2016-2021 年净增长 143 家，特别是省内经销商数量增加迅速，在 5 年间新增 120 家经销商。

图 45：“一地一商”转向“1+N”



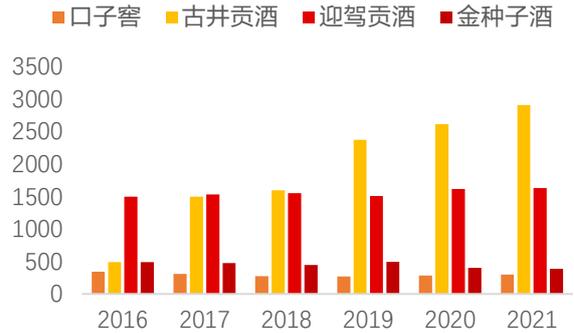
资料来源：酒食汇公众号，酒业家公众号，天风证券研究所

图 47：口子窖销售费用与销售费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：口子窖销售人员体量低于其他三家上市酒企



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：口子窖省内外经销商数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

深度合作转向“利润共享”，“一地一策”稳固市场。此外，原先的深度合作模式为渠道创造了丰厚利润，但是这也使得部分经销商“养尊处优”，对于开拓市场积极性降低。因此，在与经销商的合作方式上，口子窖转为采取优胜劣汰的方式，以“市场共建，利润共享”的合作模式，从意识、实力、队伍、网络、管理五个方面全面考核经销商能力，淘汰低能经销商，对空白区域市场具备经销商条件的客户进行考察后发展。同时，严格执行“一地一策”策略，结合以团购渠道为主、传统渠道为辅的模式，不断提升中高端以上产品市占率，进一步夯实市场基础。在 2021 年，省内外经销商数量分别合计增加 43 家和 70 家，21 年期间分别减少 14 家和 16 家，净增加 29 和 54 家。

在营销端，宣传力度持续加大。在营销策略上，口子窖继续优化品牌文化营销策略，探索线上线下营销、电子商务、个性化定制等新兴营销模式；在品牌建设上，企业开设品牌体验馆、专卖店、高端团购、打造酒业旅游示范区等方式，向外推广传播品牌文化，提升品牌形象；在宣传方式上，口子加大品牌宣传的广告费用投入，比如亮相央视“品牌强国工程”，以强化消费者的品牌印象。

图 49：口子窖宣传费用情况

图 50：口子窖 2022 年亮相央视“品牌强国工程”



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 央视网, 天风证券研究所

表 16: 口子窖营销端主要行为

	主要活动
营销策略	优化品牌文化营销策略+探索新兴营销模式
品牌建设	开设品牌体验馆、专卖店、高端团购； 打造酒文化工业旅游示范区
宣传方式	2020 年亮相央视“品牌强国工程”； CCTV-1、CCTV-新闻《新闻联播》提示收看；CCTV-1 《晚间新闻》全媒体独家特别呈现

资料来源: 公司年报, 口子窖官方公众号, 天风证券研究所

2.4.3. 迎驾贡酒：小商搭配“1+1+1+N”，扁平化拓展渠道，执行多样化营销

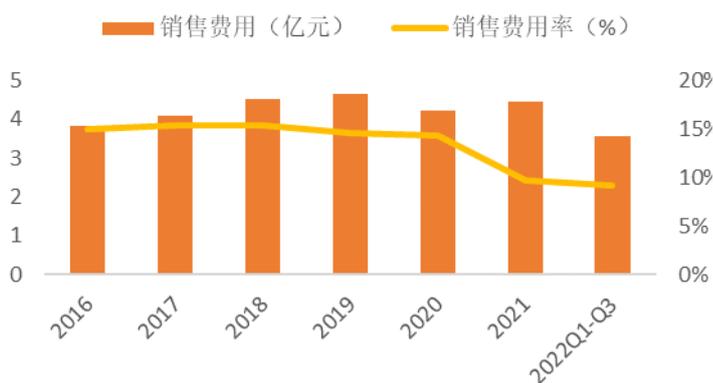
迎驾采取小商制，搭配“1+1+1+N”模式深度分销。该模式是指，以小商合作为基础，采取一位洞藏客户配备一个办事处经理+一个业务经理+N 个业务员（具体配置根据客户厂方和客户共同承担）的服务模式。虽然该模式要求公司投入较高销售费用进行渠道建设，但它为顾客提供了更优质的购买服务体验，并使得厂家销售目标更加明确。从销售人员数量上看，2016-2021 年间销售团队体量从 1501 人扩大至 1632 人，公司渠道开拓和终端管控能力得到强化。从销售费用和费用率上看，2016-2021 年期间销售费用整体上呈增长趋势，而销售费用率稳步降低，得益于营销效率的有效提升。

图 51: 迎驾销售人员数量情况（单位：人）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 52: 迎驾销售费用与销售费用率情况

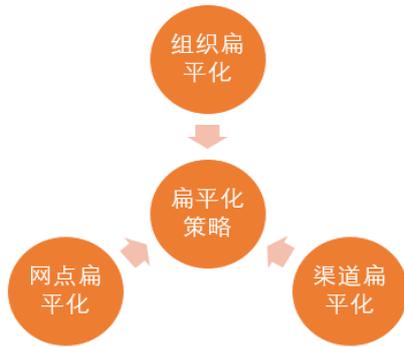


资料来源: Wind, 天风证券研究所

采取扁平化策略，深耕渠道、终端。公司自 2015 年以来在渠道上推行扁平化策略，助力市场渠道深耕细作。扁平化策略主要有 3 方面：1) 组织扁平化上，为优化组织运营效率，公司成立两个销售公司以及多个产品事业部，建立集中统一的营销指挥体系；2) 渠道扁平化上，公司继续执行“小区域、高占有”策略，缩减渠道层级，加强渠道掌控力，通过顺价控价的方式帮助利润合理分配，提升销售推力；3) 网点扁平化上，公司深耕网点建设，不断开拓空白网点，并将促销资源和人力资源直接下放终端，对终端网点分类管理，从而提高市场运作能力，提升网点质量。截止 2021 年，公司经销商数量高达 1,275 家，

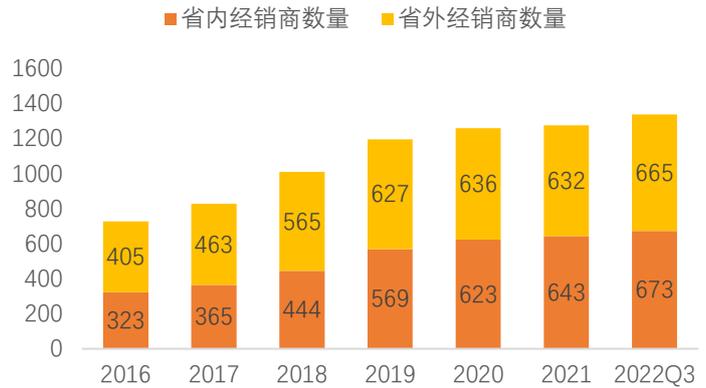
2021 年省内净增加经销商 20 家、省外净减少经销商 4 家。

图 53：从三方面执行扁平化策略



资料来源：酒食汇公众号，天风证券研究所

图 54：迎驾省内外经销商数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在营销端，迎驾贡酒积极采取丰富多样的营销策略和方式。在营销模式上，迎驾在 2018-2021 年期间先后提出“品牌引领、资源聚焦、核心区域高占有”战略、数字化营销和“223”营销战略进行战略升级，聚力提升生态洞藏系列产品影响力；在品牌建设上，公司扎实推进“三大行动”工程，加强传播品牌历史文化和内涵，扩大品牌影响力；在宣传方式上，结合生态体验之旅、白酒鉴赏荟、寻找搅蛋王、迎驾新娘等、人气商铺评选等营销活动持续提升迎驾品牌声誉。

表 17：迎驾贡酒营销端行为

	主要活动
营销模式	2018 年推进“品牌引领、资源聚焦、核心区域高占有”营销战略； 2019 年搭建数字化营销平台； 2021 年全面推进“223”战略
品牌建设	践行“三大行动”：“生态白酒新文化行动+品牌 IP 与营销活动打造”、 “融媒体平台合力行动+内容与话题输出”、“消费者体验行动+品牌互动与口碑营销”
宣传方式	CCTV1《新闻三十分》、《晚间新闻》、CCTV13《国际时讯》投放广告； 开展生态体验之旅、白酒鉴赏荟、寻找搅蛋王、迎驾新娘等、人气商铺评选等活动

资料来源：迎驾贡酒公司官网，公司年报，酒业家公众号，酒食汇公众号等，天风证券研究所

2.4.4. 金种子酒：坚持下沉省内市场拓展渠道，着力创新营销模式

金种子坚持以下沉省内市场为导向，采取“厂商一体化策略”。金种子以将县级市场作为核心阵地，不断细分、拓展乡镇、村一级市场销售渠道，并对经销商实施嵌入式管理模式，构建厂商利益共同体，还要求经销商本土化，以“小区域、高占有”对市场和终端进行排他性占有，在省内形成密集且巨大的渠道网络。截止 2021 年，金种子旗下拥有销售人员数量 386 人，省内经销商数量达到 351 家。同时，金种子还引进“分销+直销”模式，在重点市场采取厂家直销或营销公司直营的方式，进一步强化厂商对重要市场渠道的控制力。

图 55：金种子销售人员数量（单位：人）

图 56：金种子省内外经销商数量（单位：家）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

在营销端，深化模式创新，着力提升营销动能。在营销模式上，完善消费者互动社群营销体系构建，全面打通线上线下融合的直销体系，加快建设“馥香荟”系统，着重构建CRM系统以更优质的服务体验，以激活公司营销动能；在宣传方式上金种子深化品牌与消费者的互动联系，更注重向消费者深度互动层面推广品牌，着重推广馥合香系列产品，自馥合香系列上市以来，公司为其打造三级体验场景，密集开展“馥香盛宴”，万人品鉴馥合香新品以培育消费者群体，未来或将继续加大大媒介、大事件、大活动的投入。

图 57: 金种子打造馥合香三级体验场景



资料来源: 酒食汇公众号, 天风证券研究所

图 58: 高频率开展“馥香盛宴”



资料来源: 酒食汇公众号, 天风证券研究所

表 18: 金种子酒营销端行为

主要活动	
营销模式	完善社群营销体系，构建金种子“馥香荟”会员体系
宣传方式	打造金种子馥合香三级体验场景：总部道场、区域馥香馆以及终端馥香体验店； 高频举办馥香盛宴

资料来源: 酒业家公众号, 酒食汇公众号, 天风证券研究所

3. 苏酒 vs 徽酒

江苏省与安徽省在地理位置上相邻，两省白酒消费氛围浓郁，据《2021 中国白酒消费洞察白皮书》显示，苏皖在 31 个省份“饮酒力”排行中分别位列第九名和第三名，且酒桌上消费者偏好的白酒口味相近，省内主要地产酒品牌香型，如苏酒洋河大曲、今世缘和徽酒古井、迎驾和金种子酒，皆属于浓香型白酒。并且，在白酒市场竞争格局上较为相似，都呈现出省内品牌占据主导和“一超”现象。截至 2021 年，在苏酒市场中洋河大曲与今世缘两大地产酒品牌占据 64% 的市场份额，其中洋河独占了 51% 市场，在徽酒市场中“四杰”占据 68% 市场份额，其中古井贡酒独占 38% 大于其他“三杰”之和，这两大共性

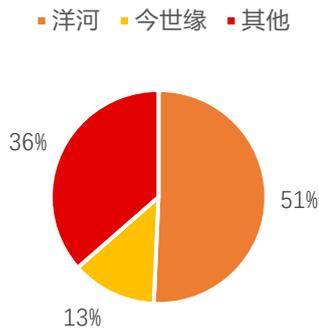
使得两省白酒市场更具有可比性。

表 19: 苏酒、徽酒品牌香型

	江苏	安徽
偏好香型	浓香	浓香 古井贡酒（浓香型）
主要品牌+香型	洋河大曲（浓香型） 今世缘（浓香型）	口子窖（兼香型） 迎驾贡酒（浓香型） 金种子酒（浓香型）

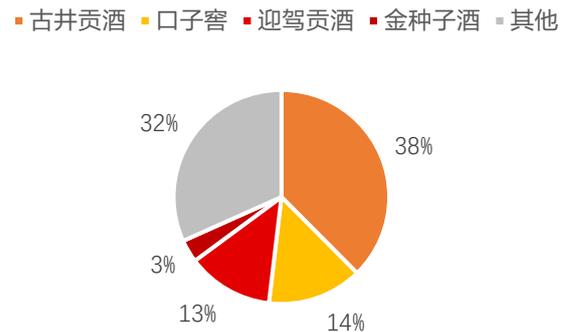
资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

图 59: 21 年苏酒市场营收分布情况



资料来源：微酒公众号，Wind，天风证券研究所

图 60: 21 年徽酒市场营收分布情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 安徽白酒消费力滞后于江苏，未来市场规模可对标苏酒

从经济水平上看，2021 年江苏省与安徽省的 GDP 水平分别为 116,364.20 亿元和 42959.2 亿元，两省经济发展水平差距悬殊，这也意味着经济相对发达的江苏省白酒总体消费能力是胜于安徽省的。江苏省、安徽省 GDP 水平一直保持着正增速，呈现“稳增长”态势，有望继续推动两省白酒市场持续扩容。

对比人均可支配收入与人均食品烟酒消费支出发现，虽然安徽省在居民消费水平上滞后于江苏省，但当前已达到江苏省 2014-2016 年水平，并表现出与江苏省相似的增长趋势。一方面，在人均可支配收入上，安徽省 2020、2021 年的人均可支配收入分别为 28,103 和 30,904 元，才达到江苏省 2014、2015 年 27,172.77 元和 29,538.85 元的水平；另一方面，在人均食品烟酒消费支出上，安徽省 2019 和 2020 年数值分别为 6,080.8 和 6,280.4 元，接近江苏省 2015 和 2016 年 5,936 元和 6,265.7 元的水平。根据历史数据，安徽省内居民消费水平滞后于江苏省大约 4~5 年。

此外，安徽省以上三项经济指标同比增速并不逊色于江苏省，且近些年安徽省经济水平与居民消费水平均呈现稳增长趋势，预计有望实现持续上升，或在未来增长至江苏省当前的经济体量和消费实力。

图 61: 江苏与安徽经济水平比较

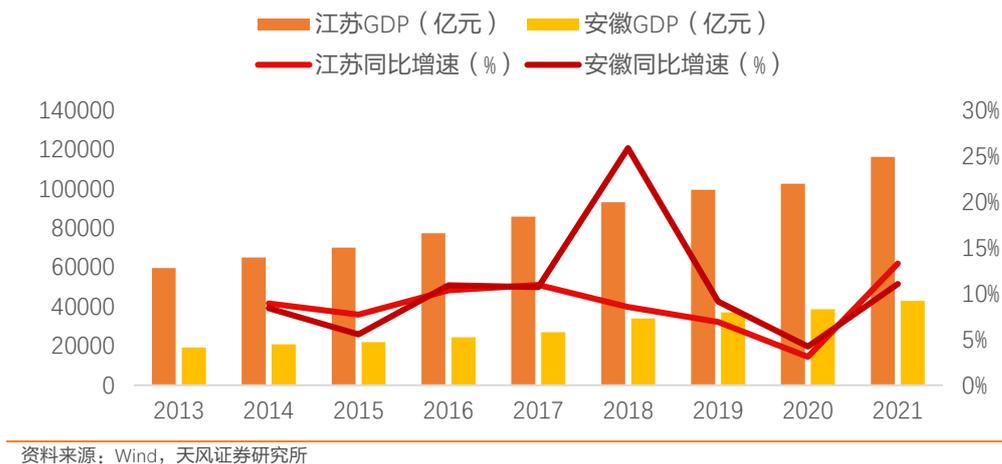


图 62: 江苏与安徽全体居民人均可支配收入情况

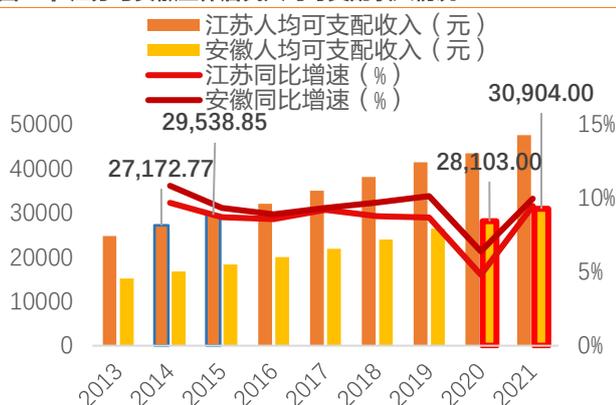
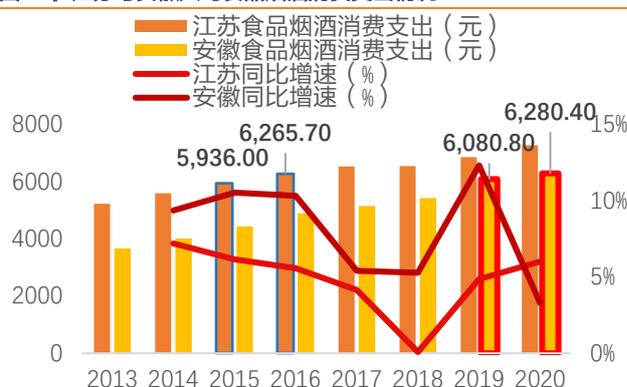


图 63: 江苏与安徽人均食品烟酒消费支出情况



3.2. 安徽向苏迁徙人口众多，未来或在苏形成“新安市场”

从安徽流向省外流动人口的角度分析，除 2016 年以外，2017-2019 年安徽省每年流向省外的流动人口数最主要去向均是江苏省，并且迁往江苏省的流动人口比例正在逐渐拉大与其他省的差距，江苏省已成为安徽省外迁人口主要迁移目的地。从江苏省外来人口数情况看，2021 年江苏省常住人口数 8505.4 万人，其中，来自安徽的外来人口数为 310.4 万人，在常住人口数中的占比达到 3.65%，同时安徽人在江苏省的人口占比呈现持续上升趋势。可以看出，安徽形成一股人口向江苏省外迁的“热潮”。

图 64: 安徽省流动人口流向

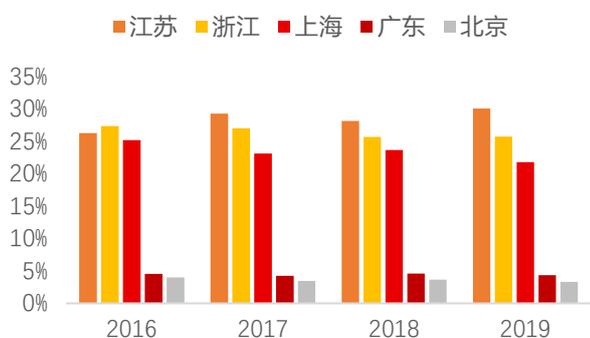


图 65: 来自安徽省外来人口在江苏省占比情况

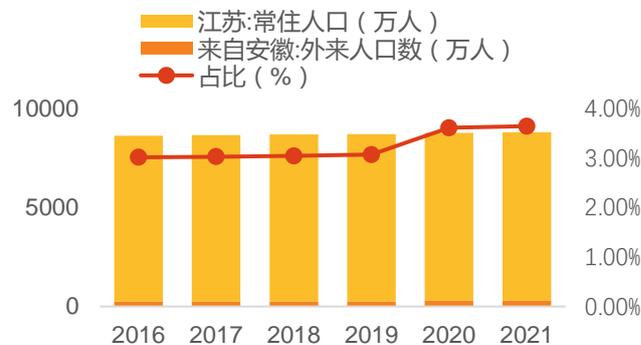
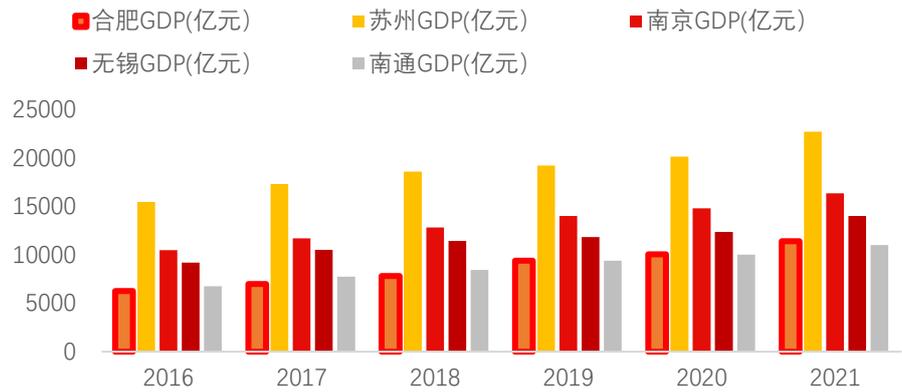


图 66: 安徽省会合肥 GDP 仅高于江苏第四名的南通



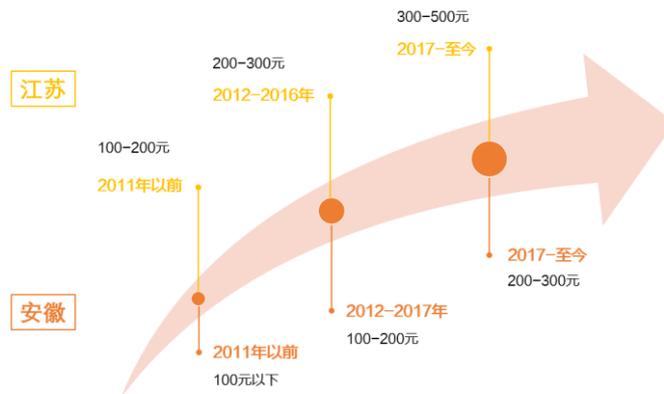
资料来源：安徽统计局，江苏统计局，天风证券研究所

我们预计未来在苏的安徽人口基数或将更进一步扩大，有望在苏形成具有一定规模与影响力的“新安徽市场”。

3.3. 徽酒市场消费升级前景广阔，苏徽产品力持续提升

对标苏酒市场，徽酒市场消主流费带仍有升级空间。江苏市场主流消费带在 2011 年以前位于 200 元以下，2012-2016 年位于 200-300 元间，自 2017 年到现在正处于 300-500 元主流消费带上。安徽市场主流消费带在 2011 年以前是在 100 元以下，后升级至 2012-2016 年的 100-200 元，2017 年至今位于 200-300 元价格带上。整体上看，虽然徽酒市场主流消费带升级迭代几乎同步于苏酒市场，但由于经济水平差异，苏酒市场升级领先徽酒一轮，因此参考江苏升级路径，未来徽酒市场主流价格带有望突破至 300 元以上。

图 67：江苏与安徽主流消费带迭代历程



资料来源：微酒公众号，酒说公众号，酒业报道公众号，天风证券研究所

江苏：顺应主流消费带变化，苏酒企业布局省内高端市场

洋河大曲：洋河于 2003 年推出蓝色经典系列产品，占位 100-200 元价格带，并在 2009 年梦之蓝裂变为 3 大单品 M3、M6、M9 提前布局高端价格带，在江苏省 2011 年以前主流价格带为 100-200 元时，以定价 128 元的海之蓝和定价 258 元的天之蓝卡位 100-200 元价格带；在江苏省 2012-2016 年主流价格带升级至 200-300 元时，仍由海之蓝、天之蓝主导次，但公司主推产品由天之蓝升级到梦之蓝；顺应 2017-2021 年消费升级趋势，公司对天之蓝、海之蓝进行产品升级至 150 元、300-400 元价格带，其所主推的 M3 水晶版、M6+、手工班定位于 500-1000 元以上消费端，进入更高端市场。

今世缘：在江苏省白酒消费升级大背景下，今世缘在 2004 年出国缘品牌，将国缘单开、四开定位于 300-600 元价位，将随后推出的 V6、V9 作为高端与超高端产品；在 2012-2016 年间，公司成功升级置换国缘四开、对开核心形象单品；2017-2021 年江苏主流价

位上升到 300-500 元，公司推出定位 2000 元以上的 V9 清雅酱香型，进一步布局超高端白酒阵营，主推 V3、V6 和 V9 以占位高端和超高端消费端，同时由高端产品 D20、D30 主导。

表 20：苏酒市场主要产品迭代历程

	2011 年以前	2012-2016 年	2017-2021 年
主流消费带	100-200 元	200-300 元	300-500 元
洋河大曲	推出蓝色经典系列，梦之蓝裂变为 M3、M6、M9，先主推海之蓝（定价 128 元），后主推天之蓝（定价 258 元）	主推产品由天之蓝升级至梦之蓝，由海之蓝、天之蓝主导（定位 100-300 元价位）	海之蓝、天之蓝产品升级（定位 150 元价位和 300-400 元价位），M6 升级为 M6+，推出 M3 水晶版，主推 M3 水晶版、M6+、手工班（定位 500-1000 元以上价格带）
今世缘	相继推出今世缘品牌（定位 100-300 元）、国缘品牌的对开、四开系列（定位 300-600 元）、V6（定位高端）和 V9（定位超高端）	成功升级国缘四开、对开系列（定位 300-600 元）	推出并主推国缘水晶 V3、V6 和 V9 清雅淡香（定位 1000-2000 元以上），D20/D30 主导（定位 800 元以上）

资料来源：酒业家公众号，酒食汇公众号，微酒公众号等，天风证券研究所

安徽：主流消费带持续上移，徽酒企业积极抢占次高端市场

古井贡酒：自 2008 年推出年份原浆系列以来，公司皆在主推年份原浆系列，并对其进行不断地迭代升级（古 5、古 8、古 10、古 16、古 20），在安徽省主流价位持续上升情况下，古井贡以不同产品紧跟升级趋势，当前所主推的古 16、古 20 定位于 300-600 元价格带，助力公司进发次高端市场。

口子窖：口子在 1998-2008 年间就已推出较为完备产品矩阵（口子 5、6、10、20、30），提早布局各不同层级价格带，并顺应安徽省主流价位变更趋势来主推不同产品，并在近年推出新产品初夏、仲秋和兼香 518，定位 200-500 元价格带，抢占公司未来在次高端市场的份额。

迎驾贡酒：在 2014 年以前省内处于 100 元以下主流价位时，公司推出且主推低端、中高端产品百年迎驾、迎驾金银星；在省内白酒主流价位迈入 100 元以后，公司前瞻性布局次高端，于 2015 年迎驾推出生态洞藏酒系列（洞 6、9），优化原本以百年迎驾、金银星为主导的产品结构，并在 2015-2017 期间主推洞 6、9 覆盖省内大众消费带；在 2018 年以后，迎驾积极布局高端市场，推出洞 30 和迎驾大师版，主推洞 6、9 的同时聚焦推广洞 16、20，增强迎驾在省内次高端竞争力。

金种子酒：公司在 2017 年以前，公司营收由祥和、柔和系列产品主导，百元以上的“醉三秋”产品推广效果不理想，后集中运作祥和、柔和系列主打低端市场；金种子在 2020 年先后推出醉三秋 1507、馥合香定位高端、次高端市场，其中馥合香上市反馈良好，成为次高端“黑马”，带动营收快速增长，成功助力升级公司产品体系，进军省内次高端市场。

表 21：徽酒市场主要产品迭代历程

	2011 年以前	2012-2017 年	2018-2021 年
主流消费带	100 元以下	100-200 元	200-300 元
古井贡酒	推出古井献礼版（定价 108 元）、古 5（定位 200 元以下），主推古井献礼版	推出古 10，先后主推古 5（定位 200 元以下）、古 8（定位 200 元左右）	主推古 16、20（定位 300-600 元）
口子窖	上市口子 5、6、10、20、30，主推口子 5（定价 68-88 元）	先后主推口子 5、6（定位 80-200 元）和 10、20（定位 200-300 元）	推出初夏、仲秋和兼香 518（定位 200-500 元以上），同时主推口子 10、20（定位 200-300 元）
迎驾贡酒	推出百年迎驾（定位 60-80 元）	先前主推迎驾金银星（定位 60-80 元）	推出洞 30 和迎驾大师版，主推

	元)、迎驾金银星(定位60-130元), 主推迎驾银星	130元), 后主推生态洞藏系列的洞6、9(定位200-300元左右)	洞6、9(定位200-300元左右), 发力洞16、20(定位300-600元)
金种子酒	祥和系列、柔和系列主导(定位35-80元)	祥和系列、柔和系列主导(定位35-120元)	推出醉三秋1507(定价798元)、馥合香系列(定位400-700元), 馥合香主导

资料来源: 酒食汇公众号, 酒业家公众号, 微酒公众号, 酒说公众号等, 天风证券研究所

4. 复盘徽酒发展历史, 展望未来发展格局

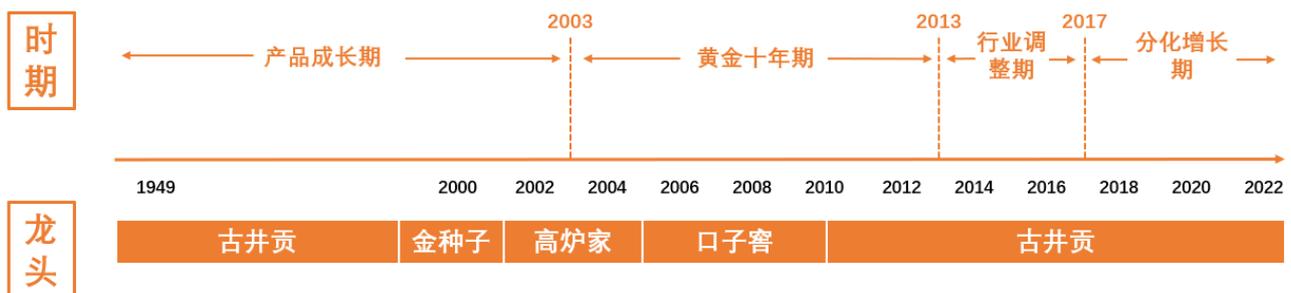
4.1. 徽酒龙头变迁历程, 尽显激烈竞争之态

古井贡由盛转衰, 金种子、高炉家成就高光日期。90年代到2000年前后的中国白酒行业处于产品成长期中, 古井在该时期处于强势阶段, 连续6年排在中国白酒前三名, 其中两年仅败于五粮液位列第二, 并于1997年盈利达到3.14亿巅峰, 当属徽酒龙头。然而, 古井的衰败也是在该时期开始。在90年代末期, 古井集团开始执行多元化产业发展战略, 除酒业以外还涉足酒店、房地产、金融、旅游等行业, 直接拖累其白酒主业的发展, 主营收入开始持续大幅下滑。同样在此时期, 金种子在98年完成上市, 在资本加持下于2000年短暂成为徽酒龙头企业。在金种子之后, 高炉家推出新品高炉家酒, 并且致力于产品宣传、聘请明星作代言人, 使其在2001-2005年销量直线上涨, 成就高炉家的“黄金时代”, 力压古井贡、迎驾和口子窖成为“徽酒老大”。

口子窖“盘中盘”取胜, 古井贡回归霸主之位。2002-2013年是白酒行业的黄金十年期, 在2006-2008年这期间, 高炉家跌落神坛, 口子窖凭借其开创的“盘中盘”模式在徽酒市场中杀出重围, 使口子窖成功在2005-2010年期间稳居徽酒龙头位置。与此同时, 陷入长久低谷期的古井贡酒开始绝地反击, 在2007年提出了“回归与振兴”策略, 并在之后的三年内公司进行积极调整聚焦白酒主业, 在战略上定位中高端白酒, 在运营上推进渠道扁平化, 在产品上将年份原浆系列定位于中高端品牌。在三年调整期后, 年份原浆成为古井贡酒核心增量, 各项财务数据证实公司成功走出低谷并步入快速发展期, 古井贡最终于2010年之后重回徽酒霸主位置。

古井贡稳坐徽酒龙头, 志向全国名酒品牌。在2012-2016年的行业深度调整期后, 白酒消费从政商消费逐渐转变为了场景消费, 同时消费升级趋势加快, 大众白酒开始成为主力, 在古井年份原浆献礼版和古5省内市占率进一步提升, 使其收入增速和净利润增速领先于其他徽酒酒企, 继续稳坐徽酒龙头; 2017年至今的分化增长期表现出量减价增的特点, 并随着徽酒消费力的持续升级, 健康饮酒、理性饮酒的观念更加深入人心, 对于喝更优质白酒的需求愈发强烈, 次高端市场处于黄金发展期。古井在徽酒市场一骑绝尘, 与其他地产酒品牌差距逐渐拉大, 顺势将“加速次高端产品布局”、全国化作为重要战略, 推动核心产品向古7、古8升级, 持续开展“三通工程”, 制定百亿目标, 显示出打造全国性名酒品牌的雄心壮志。

图 68: 四段时期下的徽酒龙头变迁历程



资料来源: 微酒公众号, 酒业家公众号, 天风证券研究所

4.2. 经济、需求、政策助力安徽白酒市场发展

经济增长推动消费升级，政策支持白酒行业发展。在安徽 GDP、人均可支配收入与人均食品烟酒消费支出的三重增长驱动下，安徽白酒消费升级动力充足，徽酒市场正处于消费升级关键节点，未来 300-600 元价格带将成为安徽主战场。此外，安徽政府出台的《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》指出“到 2025 年，实现安徽白酒企业实现营业收入 500 亿元、酿酒总产量 50 万千升”的新“五年计划”，并明确提出，要培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家，打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业，建成全国优质酒生产、研发和原料、包装基地，构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的安徽白酒产业发展体系，提升安徽白酒在全国的品牌影响力，无不表示政府支持白酒行业发展的决心。

表 22：安徽政府出台白酒“五年计划”

主要目标	重点工作
到 2025 年，安徽白酒企业实现营业收入 500 亿元，酿酒总产量 50 万千升	围绕“产区+基地”，优化白酒产业布局
培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家，打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业	围绕“扶优+扶强”，培育一批龙头企业
建成全国优质酒生产、研发和原料、包装基地，构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的安徽白酒产业发展体系，提升安徽白酒在全国的品牌影响力	围绕“数字+智能”，促进企业转型升级
	围绕“低碳+循环”，推动实施绿色制造
	围绕“质量+安全”，持续提升产品品质
	围绕“精品+名品”，重塑安徽白酒品牌
	围绕“创新+创意”，不断优化营销模式
	围绕“领军+工匠”，加强人才队伍培养

资料来源：安徽省人民政府，天风证券研究所

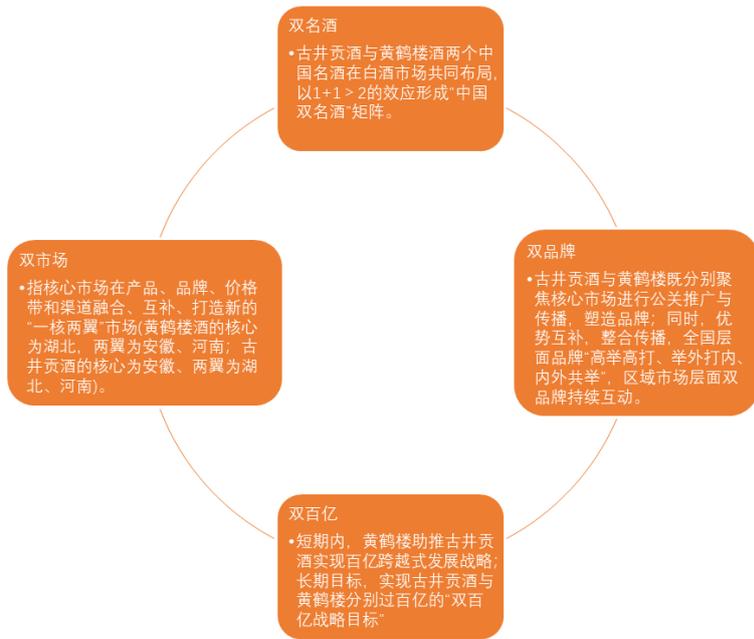
5. 投资建议：展望前景，四杰发展各异

5.1. 展望徽酒四杰发展前景

5.1.1. 古井贡酒：立足次高端聚焦全国化，业绩“双百亿”目标有望实现。

徽酒品牌虽然具备成熟的渠道运作与营销能力，但其较于其它全国性白酒，品牌影响力是较弱的，古井的省外扩张之路将同样会面临这一大问题。在徽酒市场，其主推的古 8 在省内持续放量成为市场主力消费品，定位次高端的古 16、20 在此次徽酒次高端市场扩容形势下有望进一步放量，在深度分销模式下稳固省内市场龙头地位。同时结合外延式并购性增长的路径，古井通过收购省外白酒品牌黄鹤楼实现省外市场增量，扩大全国白酒版图，再通过收购明光酒业，形成多元产品布局，并且在其高度、多方位的营销策略下，古井贡酒品牌影响力会进一步得到增强，助力实现“成为中国白酒的次高端领导品牌之一”的发展目标。古井一边在徽酒市场动销旺盛，另一边积极布局全国化，为其提供强劲的增长动能，有望达到 200 亿目标。

图 69：古井贡酒和黄鹤楼“四双战略”

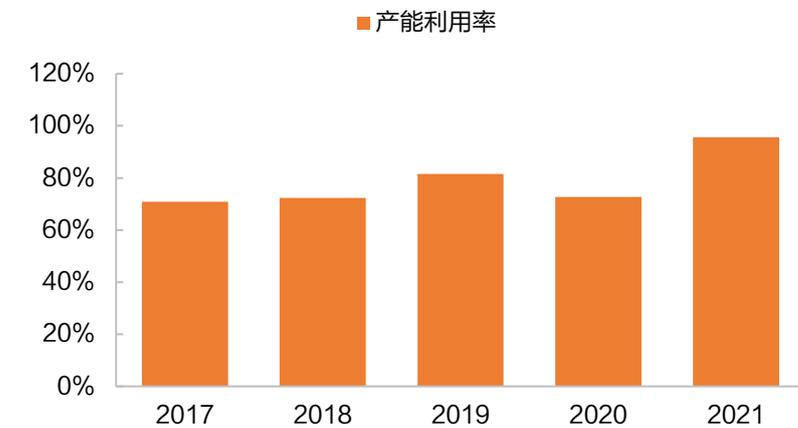


资料来源:中国新闻网,天风证券研究所

2022 年古井贡酒计划实现营业收入 153 亿元,较上年增长 15.30%;实现利润总额 35.50 亿元,较上年增长 11.94%。前三季度,公司实现营业总收入 127.65 亿元,较上年增长 26.35%;利润总额 36.57 亿元,较上年同期增长 35.11%,有望顺利实现全年业绩目标。

另外,近年来古井贡酒的产能利用率逐步提升,在 2021 年达到 95.61%。为支撑公司“双品牌、双百亿”战略目标的实现,古井贡酒 2021 年通过非公开发行 A 股股票募集资金 50 亿元,用于酿酒生产智能化技术改造项目,计划在 2024 年形成年产 6.66 万吨原酒、28.40 万吨基酒储存、13.00 万吨成品灌装能力的现代化智能园区。

图 70: 古井贡酒产能利用率



资料来源:公司年报,天风证券研究所

5.1.2. 口子窖: 产品结构升级, 渠道改革助力新品导入

由于口子窖市场策略风格一直以来较为稳健,对利润要求较高,在销售费用投入、新品开发和市场拓展上相对保守,导致近些年口子窖不仅省内面临迎驾贡酒的“步步紧逼”,省外市场扩容也存在次高端竞品多、渠道薄弱、品牌力不强等问题。但是,口子窖在产品、渠道、营销端所采取的新行动为口子窖提供了新机遇。在产品端,口子推出初夏、仲秋与兼香 518 以进一步分割徽酒次高端价格带红利,尤其是口味作出重大突破的兼香 518 在省内市场反馈良好,兼香品类牌也有利于实现全国化突围;在渠道上,口子窖转变为采取“1+N”战略和“一地一策”策略以增强渠道掌控力与优化渠道布局,加大渠道资源占领;在营销上,口子窖的宣传力度持续加大以优化品牌文化建设和加深消费者品

牌印象，为省外增长打开部分空间。公司继续深入推进“六大提升”计划，力争实现更高质量发展，2022年计划营业收入增长目标为15%。

市场方面，公司将持续以安徽市场为主阵地，以长三角、大湾区为重点进行布局，大范围多元化发展各类经销商，培育经销商。在安徽全渠道、全系列产品强化运营，在安徽以外市场，大力招商育商，有重点的推进团购和酒行核心渠道。

项目建设方面，2020年，口子窖建设了2万吨大曲酒酿造提质增效项目，即口子产业园二期。项目占地近700亩，设计产能2万吨，项目建设正在顺利推进中。随着口子产业园的陆续投产，预计公司65°原酒产能将突破5万吨，储酒规模达到30万吨，形成国内领先的现代化白酒生产基地，为企业更高质量、更可持续发展夯实产能基础。

表 23：口子产业园建设情况

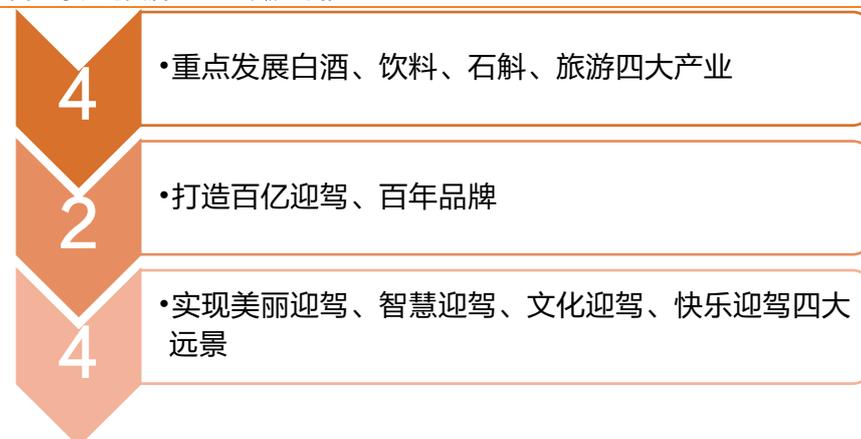
项目名称	建设规模	项目内容
大曲酒酿造退城进区搬迁项目 (口子产业园一期)	年产原酒 18,000吨	新建酿酒原料工作楼、圆桶粮仓、酿酒车间、收酒车间、谷壳清蒸车间以及窖泥培养房等配套设施。项目建成后将形成年产原酒1.8万吨的生产能力(已建成投产)
大曲酒酿造提质增效项目 (口子产业园二期)	年产原酒 20,000吨	本项目占地面积约750亩，总建筑面积：535,762平方米，计容建筑面积717,943平方米，主要建设内容包括制曲、酿酒、储存三大工艺。 (预计2022年建成投产)

资料来源：公司公告，央视网，天风证券研究所

5.1.3. 迎驾贡酒：立足生态聚焦洞藏，乘势增长未来可期。

从产品层面上讲，迎驾贡酒贯彻错位竞争战略，主推中高端产品，逐步布局次高端，打生态洞藏系列旗帜，与其他徽酒酒企的全力抢占次高端、“年份酒”形成差异，在差异化中迅速增长；从渠道层面上讲，迎驾“小区域、高占有”的精细化渠道运作以及扁平化渠道建设有效适应市场发展，提升执行效率，并且通过省内外经销商数据反馈来看，迎驾对省内市场布局进入深度全省化状态，进行省外市场布局和扩张，渠道建设不断增强，成为徽酒全国化主力之一；从营销层面上讲，迎驾为提升品牌影响力，采取“223”战略、各项品牌建设和宣传行动，但其“洞藏”品类潜力尚未完全释放，相比其他主打生态旗帜的酒企，迎驾需继续强化生态品类与品牌标签建设，让生态洞藏在消费者心中占位更加清晰。近些年迎驾贡酒从“稳定型增长”转变为“突破型增长”赋予其充足的发展势能，若下一步迎驾能成功打造次高端放量产品，加大力度开拓省外市场，深挖“生态洞藏”潜力，未来有期实现“百亿迎驾”目标。

图 71：迎驾贡酒“424”发展战略



资料来源：迎驾贡酒公司官网，天风证券研究所

5.1.4. 金种子酒：华润系入局，为发展带来助力。

金种子酒制订了《安徽金种子酒业股份有限公司“十四五”发展战略规划》，明确提出至“十四五”末实现销售收入 50 亿元。规划主要分为三个时期，即 2020-2022 年是战略调整期、2022-2024 年是战略发展期，2024-2025 年是战略腾飞期。如果达成“十四五”计划，公司的营业收入复合增长率应达到 42.54%。其中，规划特别提出聚焦馥合香新品类，培育核心大单品，截至 2021 年底，金种子馥合香市场动销率达 65%以上，已签大商超 70 家，销售额近 2 亿元，充分显示出进一步发展的潜力。

在 2020 年改革元年，金种子主要在产品、渠道和营销上做出努力。在产品方面，金种子推出醉三秋 1507 和馥合香系列以提前卡位徽酒此高端价格带，在渠道方面，金种子选择持续下沉布局省内乡县级市场，不断深挖徽酒市场，形成密集的省内销售网络；在营销方面，金种子围绕馥合香系列建设营销体系、打造消费场景，以提升该产品在消费者群体中的认知度与影响力。

表 24：安徽金种子酒业股份有限公司“十四五”发展战略规划

目标	聚焦馥合香新品类，培育核心大单品，力争五年实现销售 50 亿元。
战略	明晰品牌战略定位，合理规划延伸，重构公司的品牌体系。
品牌	优化传播资源配置，提升品牌形象，不断积聚品牌势能。
人力资源	丰富企业人力资源，变革组织与流程，提升组织效率

资料来源：公司年报、天风证券研究所

2022 年上半年，金种子酒实际控制人阜阳投资发展集团有限公司以非公开协议转让方式将所持安徽金种子集团有限公司 49% 的股权转让给华润战略投资有限公司。**金种子集团股权转让后，多名华润系高管进入金种子集团及金种子酒内部参与管理。**2022 年 6 月，金种子酒的母公司安徽金种子集团有限公司的管理人员大换血，原成员中只保留了董事长贾光明。目前安徽金种子集团有限公司的董事、监事和高级管理人员的七人中有 5 人来自华润系，其中有 4 人来自华润啤酒，1 人来自华润电力。在五人的董事会中华润系占据了三个席位。2022 年 7 月，金种子酒聘任何秀侠为公司总经理，金昊为公司财务总监，何武勇为公司副总经理。金种子酒原总经理张向阳辞去总经理职务、仍担任董事，原财务总监刘锡金被免去职务。金种子酒新聘任的三人也均来自华润系。**可以预见华润系能够对金种子酒未来的发展决策起到指导作用。**

表 25：金种子集团董事、监事和高级管理人员成员变动情况

姓名	职务	原职务	华润系任职情况
贾光明	董事长	董事长兼总经理	无
陈萌	总经理	无	华润雪花啤酒（安徽）有限公司执行董事兼总经理
侯孝海	董事	无	华润啤酒执行董事及首席执行官
魏强	董事	无	华润啤酒执行董事及首席财务官
张昆	董事	无	阜阳华润电力有限公司董事
吴永彬	董事	无	无
李小冬	监事	无	华润雪花啤酒(中国)有限公司监事

资料来源：国家企业信用信息公示系统、天眼查、华润啤酒官网、天风证券研究所

这是继 2018 投资山西汾酒、2021 投资山东景芝以来，华润集团第三次对白酒企业进行投资。**华润集团可以通过渠道、营销、管理能力等方面对金种子酒赋能。**渠道方面，华润与景芝酒业正在推进“啤白融合、双向赋能”的尝试，期待金种子酒也通过这一模式进行渠道的拓展。营销和管理能力方面，金种子酒新任总经理何秀侠曾任华润啤酒安徽区域公司营销中心总经理，深耕安徽市场多年，期待其清晰的营销方法论和多元化的营销方式能弥补原有管理层的不足，为金种子酒全国化高端化的带来重要助力。

5.2. 投资建议

徽酒整体上 2021 年以来受疫情影响较小，主要体现在对商务政务用酒有延缓效应。省内消费升级趋势明显，白酒趋于高端化、次高端化。在此基础上，古井贡酒作为省内龙头企业，年份原浆系列产品古 8 在省内持续放量成为市场主力消费品，定位次高端的古 16、

20 在此次徽酒次高端市场扩容形势下有望进一步放量。迎驾贡酒生态洞藏系列产品高速增长，势能有望进一步释放。**重点推荐古井贡酒、迎驾贡酒。**口子窖发展稳健，利润率维持较高水平，近年来在产品、渠道、营销端所采取的新行动为口子窖提供了新机遇。华润集团对金种子酒进行投资后，或将通过渠道、营销、管理能力等方面对金种子酒赋能，助力金种子酒发展。**建议关注口子窖、金种子酒发展。**

5.2.1. 古井贡酒

古 16/20 为古井贡酒的主推产品，公司以年份原浆古 20 为核心提升产品结构，推高品牌档次；古 8 作为公司主要产品之一占据五成以上销量；古 5 及献礼作为基础性单品自然扩容。2016 年公司收购黄鹤楼进军湖北市场，2020 年受疫情影响，酒业对应经营考核目标相应延后，黄鹤楼作为湖北市场名酒，加上古井贡酒在湖北市场的营销调整，随着疫情缓解，黄鹤楼营收有望继续回升。

公司围绕“战略 5.0、运营五星级”方略，推进企业数字化、智能化，不断提质增效，努力建设数字化新古井。公司持续聚焦“全国化，次高端”，优化产品结构，加强省外布局，构建“双品牌”营销策略。安徽省内新兴产业发展稳步向上，有望推动安徽省内白酒消费升级。随着古井贡酒产品结构的转型与升级，我们认为古井贡酒利润有望持续增长及毛利提升。

盈利预测与投资评级：我们认为白酒行业高端化、次高端化趋势明显，白酒行业进一步向规模化头部企业集中，在消费升级大环境的推动下，我们持续看好公司产品结构升级，带动公司整体毛利提升，省内市场下沉，省外市场拓展。我们预计公司 22-24 年公司营业收入为 154/176/211 亿元，归母净利润为 28/31/37 亿元，公司维持“买入”评级。

5.2.2. 迎驾贡酒

迎驾贡酒迎合趋势，主推洞藏系列，深耕安徽市场、辐射周边市场。资源聚焦洞藏系列，市场导入成功，洞藏系列逐步放量。从省内来看，以消费升级驱动的市场扩容持续进行，我们预计中高档白酒将保持较高增速；对于白酒以外的其他业务，2022E-2024E 按照平均水平给予其平均增速为 4.89%。

盈利预测与投资评级：公司产品结构持续优化，洞藏系列产品快速增长；且公司积极进行品牌、渠道建设，拓展省外市场，预计 2022-2024 年营收 54.89/ 64.47 /74.89 亿元；归母净利润 18.64/ 19.75/ 22.07 亿元；EPS 2.33/ 2.47/ 2.76 元/股。采用可比公司估值法，我们认为迎驾贡酒 2022 年合理估值区间为 30-35X，预计 2022 总市值区间为 559.2-652.4 亿元，对应目标价为 69.90-81.55 元/股，维持“买入”评级。

5.2.3. 口子窖

预计营收增长速度将逐渐恢复至疫情前的水平，保持整体上较为平稳的增长。具体来说，高端白酒将继续保持良好的发展态势，高档白酒整体上会呈现相对高速增长；其中口子窖 5 年与 6 年作为口子窖高档白酒中的两大核心大单品，推出时间较早，具有较高知名度，但由于价格相对高端酒价格带稍低，其增速放缓；高档白酒中的其他白酒中含有 20 年、30 年、兼香 518 等核心大单品，同时补足了高档白酒的价格带，整体上未来会呈现相对高速增长；中档白酒由于大众白酒消费人群的消费升级，将会出现一定的消费空间，因此增长将保持相对稳定；低端白酒由于大众消费者饮酒观念的改变以及消费升级，增速会放缓。基于以上分析我们预计高档白酒 2022-2024 年增速分别为 8.20%、6.20%、7.60%，中档白酒 2022-2024 年增速分别为 6.00%、5.80%、6.00%，低档白酒 2022-2024 年增速分别为 1.00%、2.00%、3.00%。对于其他业务而言，整体所占比重非常小，预计未来增长会相对稳定，预计 2022-2024 年增速分别为 6.45%、7.58%、8.45%。

盈利预测与投资评级：我们认为安徽省内居民可支配收入及支出不断增加，消费升级，而安徽省内政策利好，公司精准化营销，提升产品质量，促进渠道扁平化，考虑相关疫情对白酒动销影响，我们预计公司将保持稳健增长，我们预测 2022-2024 年营收 54.32 亿元、57.64 亿元、61.98 亿元，同比增长 8.02%、6.12%、7.52%；2022-2024 年归母净利润

润 18.71 亿元、20.14 亿元、22.10 亿元，同比增长 8.31%、7.65%、9.76%；EPS 3.12 元/股、3.36 元/股、3.68 元/股，维持“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济下滑：宏观经济环境发生的系统性风险对白酒行业和公司的发展都有可能产生不利的影响。

食品安全风险：食品安全、环境保护等政策对白酒行业以及产品的要求越来越高，公司生产的白酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。

市场扩张不达预期：如果市场竞争加剧或消费者对白酒的消费需求下降，且公司未能及时有效拓展其他市场，将对公司的生产经营活动产生不利,从而影响战略目标的实现。

市场竞争加剧：中国白酒行业总体产能过剩，市场竞争非常激烈，竞品若不断加入市场方面的投入，公司未来抢占全国市场份额将会存在较大挑战。

疫情反复影响消费：新冠疫情反复对消费者的消费行为和习惯的影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com