

推荐 (维持)

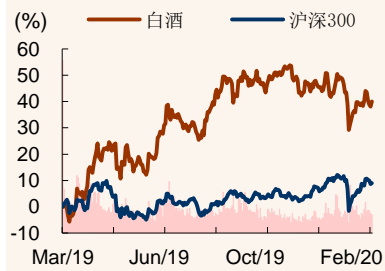
地产白酒的突围之道

2020年02月29日

白酒行业专题报告

上证指数	2880
行业规模	占比%
股票家数 (只)	20 0.5
总市值 (亿元)	24574 4.0
流通市值 (亿元)	24117 4.9

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.4	-1.0	51.5
相对表现	-4.4	-8.1	40.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《白酒景气行至何处——本轮白酒行情复盘、启示与展望》2020-02-19
- 2、《白酒企业快速响应，落实政策应对疫情——食品饮料行业复工专题报告》2020-02-16
- 3、《白酒 2020 春节旺季 19 家经销商跟踪专题——疫情下动销断档，渡险滩天地尽宽》2020-02-02

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
S1090519020001

地产白酒，又名区域名酒，在白酒行业中扮演重要角色，回顾过往牛股层出不穷。本轮白酒周期中，消费结构的异化，让地产白酒踏上高端化快车道，股价也随之戴维斯双击。本轮周期中，价格天花板虽有所降低，但需求结构更显理性，龙头品牌仍然依靠产品升级、份额提升，打开自身想象空间。本文从竞争格局、产品结构、机制改革、区域扩张四要素，分析地产白酒的现状与未来，揭示地产白酒投资规律，同时也建言企业，揭示地产白酒的突围之道。投资建议上，强烈推荐古井/今世缘/口子，关注洋河预期低点。本文数据翔实、分析客观，推荐阅读！

- **地产酒定义：1) 何为地产酒：**指在当地生产，主要在本省及周边省份销售，尚未实现全国化的酒企，主力价格带在 100-300 元。**2) 地产酒特征：**地缘情结，渠道见长；多为国有企业，肩负当地税收和 GDP 重任。**3) 为什么研究地产酒？**回顾过往牛股层出不穷 (09-11 年洋河/古井表现靓丽，13 年以来古井涨幅居行业第三)。
- **地产酒发展现状：1) 收入：**省内收入为主，体量存在差异；**2) 分化：**龙头持续增长，二三线份额被挤压；**3) 价格：**地区差异较大，主力攻占中档；**4) 渠道：**精细化程度高，深度分销与总代模式共存。
- **地产酒核心竞争力：1) 扎根当地文化，主打地缘情结。**地产酒是对地缘文化的独特承载，当地消费者对地域品牌有长时间的认知，具有地缘情结，这是地产酒相对于一线名酒的优势；**2) 渠道精耕细作，强势掌控终端。**高端白酒靠品牌，中档白酒靠渠道，地产酒是渠道拉动的产品，善于打巷战，相比于全国性名酒，地产酒在当地区域渠道精细化程度较高。
- **地产酒的突围之道 (省内市场)：“升级+集中”。1) 换挡升级，发力高端。**江苏当前升级到 300 元以上，安徽是向 200 元以上升级，西部地区升级到 100 元以上。展望未来，地产酒需紧握升级趋势，提前卡位更高价格带，防止被升级趋势甩下，同时用高端产品利润去做市场，不断加强品牌和渠道壁垒。从价格天花板上，地产白酒龙头需要依靠渠道深耕及地缘情节，突破全国性次高端白酒的价位封锁；**2) 省内集中度提升。**地产酒需依靠渠道巷战+提升结构，持续提升市场份额，若有并购机会，龙头公司需牢牢抓住。此外，此次疫情有望加速行业洗牌，区域龙头集中度进一步提升。
- **地产酒的突围之道 (省外市场)：“区域扩张”。1) 泛区域化：从本省向周边市场辐射。**地产酒在省外扩张最顺畅的方式是泛区域化，在周边省份市场以高端产品导入，持续进行品牌渠道投入，培育消费氛围。典型案例是洋河，在行业上行期顺势而为，通过拔高产品价格带，把高端产品推向周边省份如鲁豫皖浙等；**2) 外延并购：中国版帝亚吉欧。**若公司管理能力强大，可通过省外并购，利用自身管理能力赋能被并购企业，进而扎根当地市场。古井是典型案例，16 年收购黄鹤楼进行外延扩张，但这种方式协同难度大，需不断摸索测试。
- **投资建议：看好地产白酒龙头在价位与区域的双重突破，继续强烈推荐古井/今世缘/口子窖，关注洋河拐点。古井贡酒：**进入省内份额收割期，后百亿战略清晰，业绩弹性值得期待，继续强烈推荐，三年市值空间 960 亿。**今世缘：**品牌与渠道工作扎实，渠道势能明显，21-22 年仍将维持高增，继续强烈推荐，三年市值空间 590 亿。**口子窖：**品牌积淀深厚，风格稳健务实，期待营销更加积极。**洋河股份：**理性认识短板，精准施策调整，强大品牌力及管理能力的依旧领先，紧盯经营拐点。**迎驾贡酒：**紧盯消费升级，高端洞藏放量，维持审慎推荐。**金徽酒：**长期目标清晰，压力动力并存，维持审慎推荐。**老白干酒：**基本面仍然承压，期待改革红利加速释放。
- **风险提示：**终端需求疲软、省内竞争加剧、省外拓展不及预期。

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一、地产酒定义与现状.....	7
1.1 地产酒两问.....	7
1. 何为地产酒？.....	7
2. 为什么研究地产酒？.....	8
1.2 地产酒现状.....	10
1. 收入：省内收入为主，体量存在差异.....	10
2. 分化：龙头持续增长，二三线份额被挤压.....	11
3. 价格：地区差异较大，主力攻占中档.....	12
4. 渠道：精细化程度高，深度分销与总代模式共存.....	13
5. 机制：国企民营均有，机制多样化.....	14
二、地产酒核心竞争力：渠道精耕，地缘情结.....	15
2.1 渠道精耕细作，强势掌控终端.....	15
2.2 扎根当地文化，主打地缘情结.....	17
三、地产酒的突围之道.....	19
3.1 省内“升级+集中”.....	19
1. 产品结构升级.....	19
（1）大众消费升级，白酒价格带上移.....	19
（2）换挡升级：地产酒增长的核心驱动力.....	20
（3）如何看待地产酒价格天花板？.....	22
2. 集中度提升.....	23
（1）依靠渠道巷战+提升结构，持续提升市场份额！.....	23
（2）若有并购机会，龙头公司需牢牢抓住！.....	25
（3）疫情有望加速行业洗牌，区域龙头集中度进一步提升.....	25
3.2 省外扩张.....	25
1. 泛区域化：从本省向周边市场辐射.....	26
（1）洋河案例：行业上行期，成功将品牌推向全国.....	26
（2）泛区域化建议：品牌投入、高端先行.....	27
2. 中国版帝亚吉欧：外延并购，异地扩张.....	28
（1）古井案例：行业平稳期，管理输出式并购.....	28

(2) 并购建议: 省内深耕、省外管理输出、复制成功模式.....	29
四、投资建议: 强烈推荐古井/今世缘/口子窖, 关注洋河拐点	30
4.1 白酒市场空间测算 (江苏、安徽、甘肃)	30
4.2 重点公司	32
1、古井贡酒: 省内份额收割期, 后百亿战略清晰, 三年看 960 亿市值.....	32
2、今世缘: 省内势能不减, 高增势头延续, 三年看 590 亿市值.....	33
3、口子窖: 稳健风格不改, 期待加大营销	34
4、洋河股份: 精准施策调整, 紧盯经营拐点.....	35
5、迎驾贡酒: 紧盯消费升级, 高端洞藏放量.....	36
6、金徽酒: 长期目标清晰, 动力压力并存	37
7、老白干酒: 基本面仍然承压, 期待改革红利加速释放	38
五、风险提示	38

图表目录

图 1: 洋河古井在 10-11 年大涨成为牛股	8
图 2: 各地产酒 18 年省内外收入占比	11
图 3: 各地产酒 18 年收入对比	11
图 4: 安徽古井口子份额提升, 金种子份额持续萎缩	12
图 5: 湖北枝江酒业收入利润持续下滑 (单位: 亿元)	12
图 6: 18-19 全国规模以上白酒企业数量减少明显	12
图 7: 地产酒管理层 2018 年薪酬对比 (整体: 民营>多元化>国企)	14
图 8: 三通工程概览.....	15
图 9: 三通工程目标.....	15
图 10: 2010 年以来, 洋河持续强化深度分销.....	16
图 11: 地产酒销售人员数量比例远高于一线名酒	16
图 12: 销售费用率: 厂家主导深度分销>经销为主/直销为辅>总代模式>买断经销模式	17
图 13: 各地产酒企业广告宣传费与促销费对比.....	17
图 14: 口子窖在省内的冠名、赞助与助学活动.....	18
图 15: 河北电视台《百姓大舞台·民间达人》在衡水老白干酒厂录制	18
图 16: “古井贡酒·年份原浆”冠名高铁.....	18

图 17: 古井已连续四年冠名央视春晚	18
图 18: 全国/江苏/安徽/甘肃 GDP 增速	19
图 19: 全国/江苏/安徽/甘肃人均可支配收入对比	19
图 20: 江苏、安徽、甘肃经济发展水平对比	20
图 21: 江苏、安徽、甘肃居民收入水平对比	20
图 22: 16 年以来洋河梦之蓝增长迅速	21
图 23: 今世缘特 A+ 产品增长迅速, 占比不断提升	21
图 24: 16 年以来古 8 及以上产品加速增长	21
图 25: 口子 10 年以上产品增速较快	21
图 26: 剑南春主要产品, 其中水晶剑体量最大, 为核心大单品	22
图 27: 古井赞助春晚, 提升品牌形象	23
图 28: 洋河赞助央视梦想星搭档	23
图 29: 近年来地产酒广告宣传费提升明显 (单位: 亿)	24
图 30: 地产酒前五大经销商占比整体呈下降趋势	24
图 31: 地产酒销售人员占比整体呈上升趋势	24
图 32: 09-12 年洋河广告宣传费逐年提升 (百万元)	27
图 33: 09-12 年, 洋河省外市场增长迅猛	27
图 34: 18 年黄鹤楼首次在 CCTV1、CCTV3 投放广告	29
图 35: 白酒行业历史 PE Band	39
图 36: 白酒行业历史 PB Band	39
表 1: 全国地产酒代表企业及主流产品	7
表 2: 重点白酒企业营收增速 (%)	8
表 3: 重点白酒企业净利润增速 (%)	8
表 4: 10-11 年古井年份原浆大幅放量, 产品结构升级明显, 17-18 年产品结构升级速度慢于上轮周期	9
表 5: 11-12 年洋河蓝色经典大幅放量, 产品结构升级明显, 17-18 年产品结构升级速度慢于上轮周期	9
表 6: 09-10 年汾酒青花系列大幅放量, 产品结构升级明显, 17-18 年产品结构升级速度慢于上轮周期	10
表 7: 地产酒主力攻占中档, 江苏价格带最高, 安徽其次, 西部最低	12

表 8: 地产酒 4 种渠道模式 (厂家管理能力由高到低)	13
表 9: 2 种主要渠道模式对比 (厂家主导深度分销模式 VS 总代模式)	13
表 10: 地产酒机制对比	14
表 11: 洋河渠道及营销模式创新	16
表 12: 江苏南京市婚宴用酒升级趋势	19
表 13: 安徽省婚宴用酒升级趋势	20
表 14: 09-12 年洋河营销事件 (从海之蓝向天之蓝、梦之蓝层层递进)	26
表 15: 苏酒市场结构规模测算 / 亿元 (出厂口径)	30
表 16: 徽酒市场结构规模测算 / 亿元 (出厂口径)	31
表 17: 甘肃市场结构规模测算 / 亿元 (出厂口径)	31
表 18: 古井贡酒盈利预测表	32
表 18: 今世缘盈利预测表	33
表 18: 口子窖盈利预测表	34
表 18: 洋河股份盈利预测表	35
表 18: 迎驾贡酒盈利预测表	36
表 18: 金徽酒盈利预测表	37
表 18: 老白干酒盈利预测表	38

前言: 地产酒是酒行业重要组成部分,本轮白酒周期,地产酒龙头增长迅猛,表现亮眼。经过了几年的高增长后,市场对其未来的发展空间及增长的持续性较为关心。我们结合多地调研与思考,本篇报告系统的梳理了地产酒当前的现状、竞争格局及未来的突围之道,对省内发展及省外扩张均做了详细讨论与分析,并基于此提出投资建议。

具体分析回答以下问题:

- 何为地产酒?
- 上轮周期地产酒业绩和股价弹性较大,原因是什么?未来还会出现吗?
- 地产酒当前的现状?竞争格局、价格带、渠道模式、机制等有何不同?
- 相比于全国性名酒,地产酒的核心竞争力是什么?
- 地产酒未来的省内发展空间还有多大?增长驱动力是什么?地产酒价格升级的天花板在哪里?当主流价格升级到 300 元以上,地产酒和全国性名酒正面竞争时,谁能够胜出?
- 地产酒省外扩张应当如何做?有哪些扩张方式,成功概率有多大?
- 投资视角,诸多地产酒企业中,哪些公司的增长确定性更高,投资价值更大?

一、地产酒定义与现状

1.1 地产酒两问

1. 何为地产酒？

地产酒：又名地产白酒、区域名酒，是指在当地生产，主要在本省及周边省份销售，省外市场占比仍然不高，主力价格带在 100-300 元的白酒企业。中国人讲究地缘文化、历史情结，有三里不同风、十里不同俗之说，不同区域对于白酒的消费口味及习惯（香型、度数、口感）也迥然不同，这也使得地产酒成为我国白酒市场上的靓丽风景线。我国地产酒众多，每个省份均有自己的代表酒企，相对于全国性名酒而言，地产酒的地域性更加明显，主要在本省及周边省份销售，尚未实现全国化，价格也更加亲民，主流价格带普遍低于全国性名酒。地产酒往往以渠道见长，擅长精耕细作，消费者地缘情结较重。

表 1：全国地产酒代表企业及主流产品

区域	企业	2018 年规模	主流产品	主流价位
江苏	洋河	241.6 亿	海之蓝、天之蓝、梦之蓝 3、梦之蓝 6	130、300、400、550
	今世缘	37.4 亿	国缘对开、国缘四开	300、460
安徽	古井贡酒	86.9 亿	献礼、古 5、古 8	85、120、220
	口子窖	42.7 亿	5 年、6 年、10 年	90、130、260
	迎驾贡酒	34.9 亿	银星、金星、洞 6、洞 9	70、90、110、220
	金种子酒	13.1 亿	柔和种子酒	60
河南	仰韶酒业	30 亿	献礼、天时、地利	80、100、300
	宋河酒业	14 亿	国字 3、国字 6	100、300
河北	衡水老白干	35.8 亿	大小青花、十八酒坊 8 年、15 年	60、90、130、260
山东	景芝酒业	33 亿	景阳春、一品景芝、景芝年份	60、100、300
	花冠酒业	20 亿	金钻、蓝冠、柔酒大师	80、100、300
湖北	白云边	45.8 亿	9 年、12 年、15 年、18 年	80、120、200、300
	毛铺苦荞	30 亿	黑荞、紫荞、玉荞	110、200、300
江西	四特酒业	43 亿	弘韵、雅韵、国韵	200、400、500
陕西	西凤集团	50.2 亿	6 年、15 年陈酿、华山论剑系列、国花瓷、旗帜、酒海	80、100、300
甘肃	金徽酒	14.6 亿	三星、四星、五星、柔和	50、80、100、200
新疆	伊力特	21.2 亿	特曲、小老窖、大老窖	50、70、100

资料来源：草根调研、wind、招商证券整理

地产酒特征：

1) **地缘情结，渠道见长。**地产酒产于当地、销于当地，当地的消费者对其产品有长时间的认知，再加上这么多年形成的口感偏好，消费者对地域品牌有天然的亲切感，具有地缘情结，这是地产酒相对于一线名酒的优势，这么多年来始终保有自己的一席之地。同时地产酒深耕于本埠市场，往往以渠道见长，相对于全国性名酒更擅长终端渠道建设，对终端的管控和营销非常重视，渠道精耕细作，而全国性名酒的下沉由于缺乏配套终端地面工作，渠道精细化程度远不如地产酒。

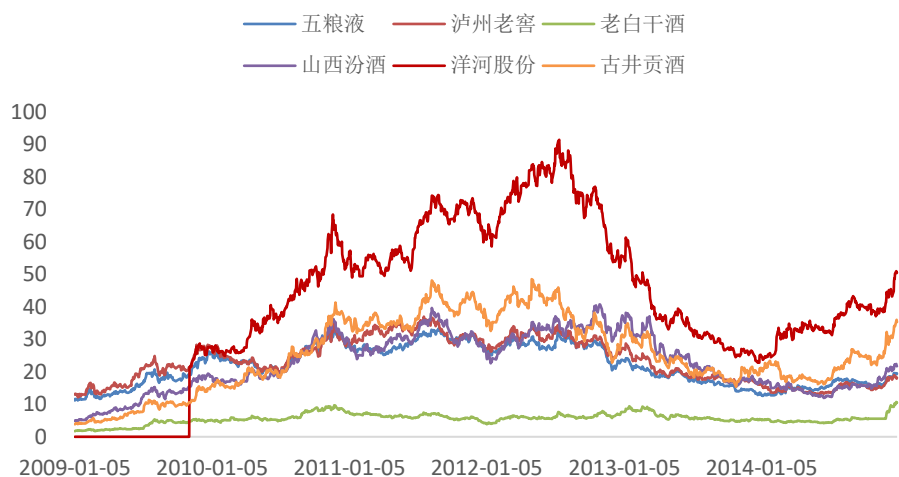
2) **地产酒多为国有企业，肩负当地税收和 GDP 重任。**受历史发展和基本国情影响，多数地产酒为国有企业，承担着当地税收和 GDP 的重大责任，地产酒的发展对于当地

经济发展有着莫大的推动作用，因此政府对其发展极为重视，也尽力为其提供相应的支持，比如指定区域品牌作为当地政府的接待用酒等。所以白酒区域格局的情况明显，这也是地产酒发展壮大的重要背景。

2. 为什么研究地产酒？

地产酒历史上股价弹性较大，曾出过牛股。最典型的案例是，上一轮白酒周期，在四万亿投资的驱动下，10-11年地产酒业绩迎来爆发式增长，洋河与古井贡股价也随之大幅上涨，洋河在一年左右时间股价大涨218%，古井则从12左右一路上涨至47，股价翻了近四倍，成为当年的大牛股。13-14年行业深度调整后，次高端酒企水井、沱牌等遭遇严重打击，洋河与古井仍然凭借良好的内部表现平稳过渡。

图 1：洋河古井在 10-11 年大涨成为牛股



资料来源：wind、招商证券

表 2：重点白酒企业营收增速 (%)

营收增速	2007	2008	2009	2010	2011	2012
贵州茅台	47.6	13.9	17.3	20.3	58.2	43.8
五粮液	-0.9	8.2	40.3	39.6	30.9	33.7
泸州老窖	51.9	29.8	15.1	22.9	56.9	37.1
山西汾酒	20.9	-14.2	35.3	40.7	48.8	44.4
酒鬼酒	4.4	54.5	11.8	53.6	71.6	71.8
沱牌舍得	2.5	-3.2	-16.9	23.7	41.9	54.4
水井坊	24.7	17.4	42.0	8.6	-18.5	10.4
古井贡	24.7	14.8	-8.4	39.9	76.0	26.9
洋河股份	64.5	52.2	49.2	90.4	67.2	35.6
金种子酒	1.8	-16.0	58.0	32.0	27.9	30.0

资料来源：wind、招商证券

表 3：重点白酒企业净利润增速 (%)

净利润增速	2007	2008	2009	2010	2011	2012
贵州茅台	83.5	34.9	13.8	17.3	73.2	51.4
五粮液	25.2	24.2	89.5	31.6	40.2	61.6
泸州老窖	139.7	64.2	33.5	34.8	34.0	48.7

净利润增速	2007	2008	2009	2010	2011	2012
山西汾酒	30.7	-24.2	45.6	31.4	53.6	50.0
酒鬼酒	126.9	-34.1	41.6	35.2	144.5	156.8
沱牌舍得	102.8	0.3	29.7	42.1	155.4	89.5
水井坊	95.1	55.2	0.8	-27.5	38.8	5.7
古井贡	227.6	1.9	319.5	123.8	80.5	28.1
洋河股份	114.2	98.2	68.7	83.4	80.0	48.7
金种子酒	41.6	-11.2	227.7	136.5	116.4	53.5

资料来源: wind、招商证券

结构大幅升级带来上轮地产酒高弹性。上轮周期中, 09-11 年地产酒崛起, 主要系经济驱动, 上轮白酒周期由于商务、投资活动较多, 政务和商务消费主导中高端白酒的需求, 对价格敏感度较低, 表现出消费层次和产品价格不断提升, 推动地产酒产品结构快速升级, 核心产品快速放量。古井年份原浆系列 10-11 年销量增速超 100%, 收入占比从 09 年的 26% 迅速提升至 11 年的 64%; 洋河梦之蓝 11-12 年销量增速分别为 120%、36%, 海、天也保持两位数增长, 蓝色经典系列 12 年占比达 73%; 汾酒青花系列 09-10 年销量增速分别为 122%、25%, 占比从 09 年的 22% 提升至 11 年的 29%, 产品结构升级明显, 带来业绩高弹性。

本轮大众消费驱动, 业绩弹性较弱, 但红利周期更久。2014 年后白酒消费者结构发生较大变化, 驱动因素也在变化, 由投资变为居民持续的收入和财富增长。消费回归理性, 价格温和上涨, 本轮周期各白酒企业产品结构升级速度相对较慢。17-18 年古井 8 年及以上产品销量增速分别为 45%、67%, 洋河梦之蓝增速 40%、46%, 汾酒青花系列 16 年则没有增长, 17-18 年增速 40%、55%, 高端产品增速相较上轮周期较慢, 整体呈现稳步升级的态势。本轮消费回归理性, 大众消费需求有一个比较强的支撑, 升级趋势稳定, 红利周期可看更久。

表 4: 10-11 年古井年份原浆大幅放量, 产品结构升级明显, 17-18 年产品结构升级速度慢于上轮周期

	上轮周期				本轮周期			
	价格提升		销量提升		价格提升		销量提升	
	2010	2011	2010	2011	2017	2018	2017	2018
年份原浆 8 年以上	0%	10%	120%	30%	5%	6%	45%	67%
年份原浆 8 年以下	15%	10%	150%	100%	3%	4%	8%	17%
中低端白酒	5%	0%	-	50%	-21%	2%	14%	3%

资料来源: 草根调研、wind、招商证券

表 5: 11-12 年洋河蓝色经典大幅放量, 产品结构升级明显, 17-18 年产品结构升级速度慢于上轮周期

	上轮周期				本轮周期			
	价格提升		销量提升		价格提升		销量提升	
	2011	2012	2011	2012	2017	2018	2017	2018
梦之蓝	10%	10%	120%	36%	5%	6%	40%	46%
天之蓝	-	4%	15%	35%	2%	3%	15%	9%
海之蓝	-	6%	10%	35%	2%	3%	14%	9%
珍宝坊	10%	4%	30%	25%	2%	2%	1%	3%
双沟大曲+洋河青花瓷	7%	5%	35%	5%	1%	2%	1%	2%

普通白酒	-22%	20%	44%	-7%	7%		8%	
------	------	-----	-----	-----	----	--	----	--

资料来源：草根调研、wind、招商证券

表 6: 09-10 年汾酒青花系列大幅放量，产品结构升级明显，17-18 年产品结构升级速度慢于上轮周期

	上轮周期				本轮周期			
	价格提升		销量提升		价格提升		销量提升	
	2009	2010	2009	2010	2017	2018	2017	2018
青花系列	-4%	15%	122%	25%	5%	5%	40%	55%
老白汾系列	14%	15%	0%	15%	0%	2%	30%	28%
波汾	0%	0%	-	-	0%	0%	36%	36%

资料来源：草根调研、wind、招商证券

1.2 地产酒现状

1. 收入：省内收入为主，体量存在差异

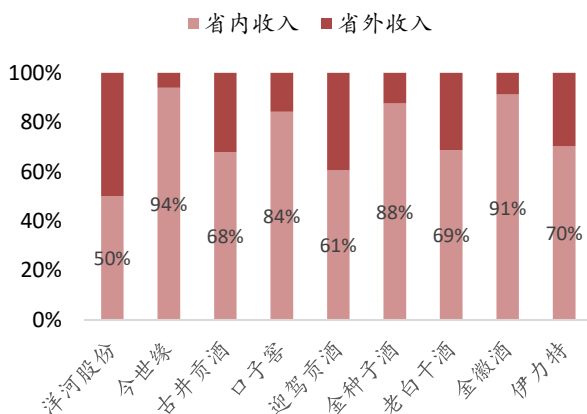
深耕省内市场，省内收入占比较高。除洋河、迎驾贡外，各地产酒省内收入占比均较高，今世缘、古井、口子窖、老白干、金徽酒、伊力特等 18 年省内收入占比分别为 94%、65%、83.4%、68.7%、91.2%、70.3%，收入绝大部分来自省内市场，其中古井和老白干省内收入比重略低于其他地产酒，主要系省外并购所致，古井收购了湖北黄鹤楼，老白干收购了丰联酒业，致省内收入占比略有下降。洋河与迎驾贡省内收入比重低于其他地产酒，主要系：洋河过去是地产酒，在白酒黄金十年上行期通过拔高产品价格带，把高端产品推向全国，实现了准全国化，当前省内省外收入基本呈现五五开态势；迎驾除了安徽大本营，省外主要聚焦江苏市场，98 年便开始布局江苏，百年迎驾等产品在江苏销售良好使得其省外占比近四成。这里说明一点，追溯更早，其实所有的白酒都是地产酒，高端酒最初也是地产酒，后来是通过走高端路线，较早实现了覆盖全国，剑南春等次高端也是经过多年的耕耘、利用价格带的错位优势实现全国化，洋河的高端化时间慢于茅五泸剑，但是快于其他地产酒，在白酒上轮周期中通过拔高产品价格带，把高端产品推向全国，实现了全国化。

地产酒体量差异较大，与省内市占率及全国化程度有关。洋河体量最大，其 18 年收入达 241.6 亿，仅次于茅台、五粮液，收入排名第三位，为准全国化品牌，省内省外收入五五开，省内市占率较高（35%），省内份额提升空间已不大，近几年省外市场贡献较大。而其他地产酒收入均不过百亿，除古井外（86.86 亿），其他收入均在 50 亿以下，规模较小，省内市占率也相对较低，份额提升仍有空间，同时省外拓展进度也较慢。按照规模从大到小，可以把地产酒企业分为 4 类（18 年数据）：

- 规模 200 亿以上（实现全国化，省内份额提升空间有限）：洋河（241.6 亿），规模较大，省内市占率较高（35%），省内份额提升空间有限，公司在上轮白酒周期通过拔高产品价格带，把高端产品推向全国，目前实现了准全国化，省内省外收入五五开。
- 规模 50-100 亿（省内份额仍有提升空间，省外拓展进度良好）：古井（86.86 亿），安徽省当前正在向 200 元价格带升级，公司作为省内龙头，正处于省内份额收割期，市占率仍有较大提升空间；省外方面，公司一是收购湖北黄鹤楼，做并购尝试，二是做泛区域化布局，进行周边省份开拓，当前省外拓展进展良好。

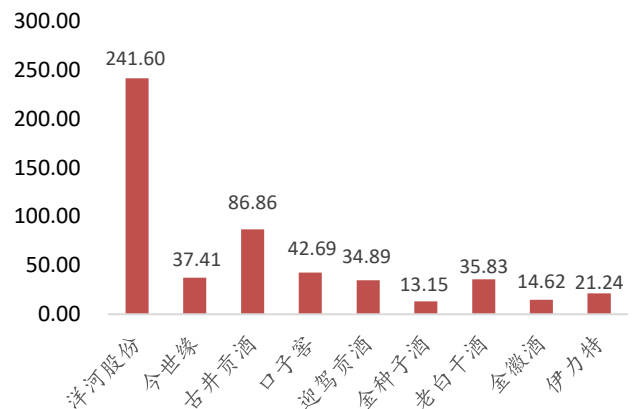
- **规模 30-50 亿（省内份额仍有提升空间，省外拓展初露头角）：今世缘（37.41 亿）、口子窖（42.69 亿）、老白干（35.83 亿）等。**这几家酒企省内市占率相对不高，提升空间仍大，同时省外均有所布局，当前虽省外占比不高，但布局已有所成效。今世缘主要进军山东市场，18 年下半年开始布局，19 年增速较快，表现亮眼；口子窖则是对安徽周边省份进行点状布局，经过前两年的经销商调整后，省外开始恢复增长；老白干则是通过收购丰联酒业进行省外布局。**迎驾贡酒（34.89 亿）**虽然收入也在 30-50 亿，但省外占比近 4 成，这个主要跟公司布局早有关，公司 98 年便开始布局江苏、上海等市场，省外拓展进度相对今世缘、口子窖等要更快一步。
- **规模 30 亿以下（省内份额仍有提升空间，省外进展较慢）：金种子（13.15 亿）、金徽酒（14.62 亿）、伊力特（21.24 亿）等。**这几家酒企收入规模相对较小，省内市占率也较低，份额提升仍有空间，省外进展相对较为缓慢，目前无明显亮点。

图 2：各地产酒 18 年省内外收入占比



资料来源：wind、招商证券

图 3：各地产酒 18 年收入对比

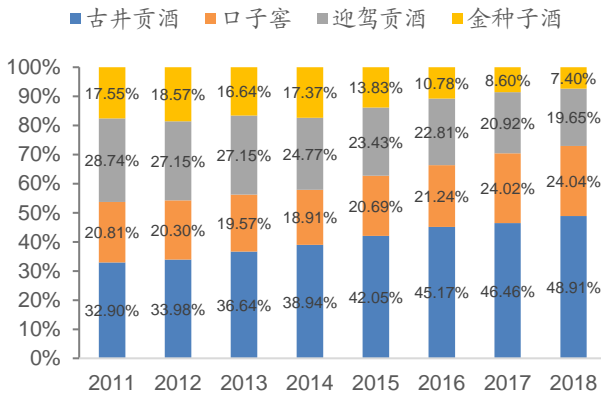


资料来源：wind、招商证券，单位：亿

2. 分化：龙头持续增长，二三线份额被挤压

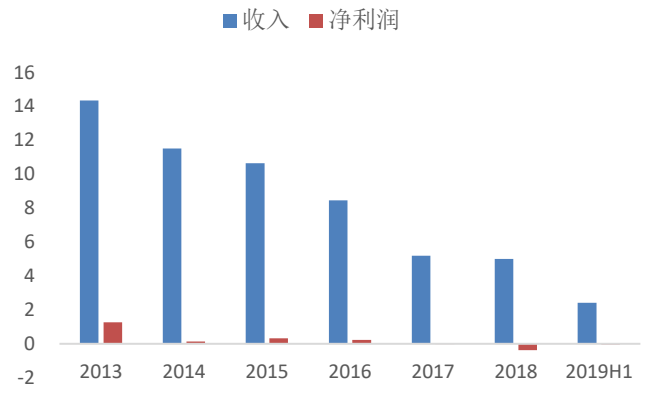
区域市场分化明显，龙头持续增长，二三线品牌份额被挤压，中小酒企数量减少。本轮周期以来，区域市场分化严重，地产龙头连续多年持续增长，而区域二三线则被挤压市场份额，销量萎缩，难以翻盘。以安徽为例，15 年至今，四家白酒上市公司里，古井口子两大龙头的份额持续提升，其他酒企份额在下降。再比如湖北，龙头白云边销售额持续增长，2018 年收入达 45.82 亿元，而湖北枝江酒业，13 年被维维收购后，收入利润逐年下滑，份额持续萎缩，其他中小酒企的日子则更难过。统计局数据显示，2017 年中国白酒行业规模以上企业数量为 1593 个，2018 年规模以上白酒数量为 1445 家，比上一年减少 148 家，2019 年 4 月最新数据显示，规模上企业进一步减少到 1176 家，相比 2018 年底减少了 269 家，亏损企业数量进一步扩大。

图 4: 安徽古井口子份额提升, 金种子份额持续萎缩



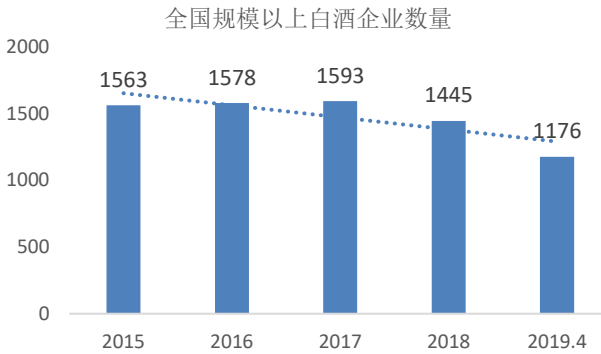
资料来源: wind、招商证券

图 5: 湖北枝江酒业收入利润持续下滑 (单位: 亿元)



资料来源: wind、招商证券

图 6: 18-19 全国规模以上白酒企业数量减少明显



资料来源: 国家统计局、招商证券

3. 价格: 地区差异较大, 主力攻占中档

地区差异较大, 主力攻占中档。不同区域的经济水平与白酒消费档次差异较大, 整体来看, 东部消费档次高于西部, 东部几省里, 江苏消费档次又为最高, 价格全国领先。以洋河、今世缘为代表的苏酒主流价格带已升级到 300 元以上, 以古井、口子窖为代表的徽酒正在向 200 元以上升级, 西部地区经济基础较为薄弱, 以金徽酒为代表的甘肃、伊力特为代表的新疆当前由 100 元以下向 100 元以上升级, 主流价格带仍在百元以下。

表 7: 地产酒主力攻占中档, 江苏价格带最高, 安徽其次, 西部最低

区域	企业	主流产品	主流价位
江苏	洋河	海之蓝、天之蓝、梦 3、梦 6、梦 9	130、300、400、550、750
	今世缘	国缘对开、国缘四开	300、460
安徽	古井贡酒	献礼、古 5、古 8、古 16、古 20	85、120、220、350、550
	口子窖	5 年、6 年、10 年、20 年	90、130、260、380
	迎驾贡酒	银星、金星、洞 6、洞 9、洞 16	70、90、110、220、300
甘肃	金徽酒	三星、四星、五星、柔和	50、80、100、200
新疆	伊力特	特曲、小老窖、大老窖	50、70、100

资料来源: 草根调研、招商证券整理。注: 蓝色表示占比最大价格带, 红色表示增速最快价格带。

4. 渠道：精细化程度高，深度分销与总代模式共存

高端白酒靠品牌，中档白酒靠渠道，渠道对于中档白酒的重要性是不言而喻的。按照厂家管理能力由高到低，可以划分出 4 种渠道类型：厂家主导深度分销模式、经销为主/直销为辅模式、总代模式、买断经销模式。

- **厂家主导深度分销模式：**主要是“厂家主导+经销商配送”的模式，厂家直控重点市场和终端，代表企业为洋河、古井贡和老白干。洋河是典型的厂商“1+1”模式，厂家直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转，厂商与经销商密切配合，明确分工，实现渠道深度扁平化；古井贡与洋河类似，强调厂家派出营销团队与经销商共同开发和维护市场，而在合肥、北京、郑州、深圳等地都设有直营公司，由公司的营销团队直接做终端市场；老白干酒则在河北和其他省份进行了区分，在河北每个地级市都设立了大区，渠道下沉到县乡，经销商的职能被弱化为物流、垫资、客户服务，运作核心市场主要依靠厂家。这种模式厂家控制终端的能力较强，属于控价模式，经销商职能被弱化，利润相对较低。
- **经销为主，直销为辅模式：**主要代表是今世缘和金徽酒。厂家主要依靠经销商进行市场开发，酒企制定指导性政策，市场交经销商运作，产品依托经销商资源推广；同时公司在部分重要区域设有直营公司，辅助开发市场。
- **总代模式：**公司在每个城市设有独家总经销，强化以经销商为主体负责公司产品的销售，主要代表是口子窖。公司给予经销商一定的指导，销售费用打包给总代，由经销商负责大部分市场运营工作，经销商利润高，属于裸价模式。
- **买断经销模式：**主要代表是伊力特。经销商买断产品销售权，酒企集中精力负责生产，做好对经销商的服务和管理；而经销商负责品牌的包装运输、渠道推广等市场运营，自主制定销售价格。

其中厂家主导深度分销模式与总代模式是两种最典型的销售模式，以苏酒和徽酒为代表，虽然模式不同，但都在所在市场取得了成功，两种模式各有所长。

表 8：地产酒 4 种渠道模式（厂家管理能力由高到低）

渠道模式	代表企业
厂家主导深度分销模式	洋河、古井贡、老白干
经销为主，直销为辅模式	今世缘、金徽酒
总代模式	口子窖
买断经销模式	伊力特

资料来源：招商证券

表 9：2 种主要渠道模式对比（厂家主导深度分销模式 VS 总代模式）

	厂家主导深度分销模式	总代模式
内容	公司直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转	公司给予经销商一定的指导，由经销商负责大部分运营工作
经销商利润	小	大
终端掌控程度	厂家直接掌控，力度大	由经销商负责，厂家力度小
优点	利于渠道深耕及提高终端控制力	利于快速有效开拓市场，做大规模
操作模式	控价模式	裸价模式

资料来源：招商证券

5. 机制：国企民营均有，机制多样化

地产酒股权结构主要分为三种：国有性质、民营性质、多元化股权结构，整体来看，国有性质的地产酒企业更多，而民营酒企及多元化股权结构的酒企激励机制相对更加完善，管理层积极性较高，激发内部活力，经营效率更高。由于地产酒承担着当地税收和 GDP 的重大责任，无论是国企还是民营，政府支持力度都相对较大。

1) 地产酒国有企业居多，如古井贡、金种子、老白干等，其中古井贡管理层能力最强，08 年整改后优化人员结构与绩效体系，提升内部效率，焕发新的生机，老白干和金种子混改进展较慢，高管及员工平均薪酬远低于其他酒企，激励机制较弱。

2) 民营企业典型代表是口子窖、金徽酒，体制灵活性强、经营管理完全自主，激励到位，人事稳定，发展稳健。

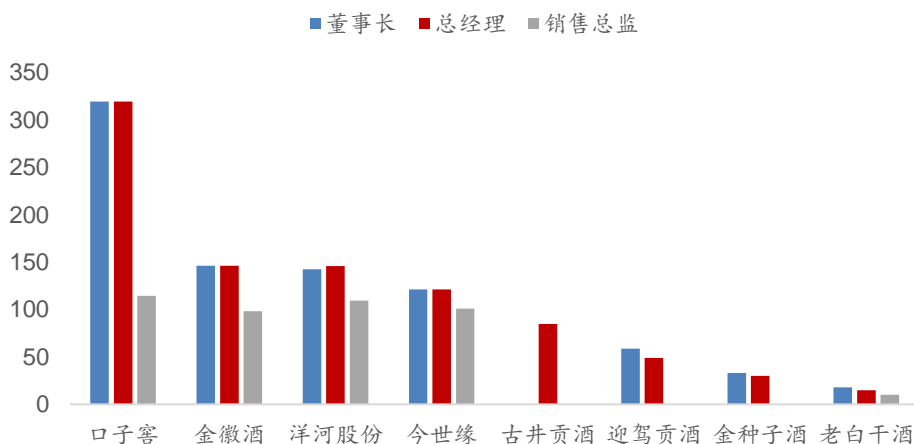
3) 多元化股权结构，主要以洋河和今世缘为代表，洋河经过两次改制成为上市白酒企业中为数不多的由管理层和经销商持股的公司，今世缘股权结构也十分多元，除涟水县人民政府持主要股权外，高管持股占比超 15%，同时各部门领导及片区经理通过今生缘贸易与吉缘贸易持有股份（各持股占比 3.28%），管理层、员工利益和公司发展充分绑定，大大提高管理层的积极性，激发内部活力，提升经营效率。

表 10: 地产酒机制对比

股权结构	公司	特点
国有性质	古井贡酒	内部整改焕发生机，管理层能力强
	老白干	混改进展慢、平均薪酬低
	金种子	国企改革进展慢、激励机制弱
民营性质	口子窖	机制灵活、激励到位、人事稳定
	金徽酒	机制灵活、激励到位、管理层动力足
多元化股权结构	洋河股份	管理层和经销商持股、利益充分绑定
	今世缘	高管和中层领导均有持股，提高管理层积极性，激发内部活力

资料来源：招商证券

图 7: 地产酒管理层 2018 年薪酬对比（整体：民营>多元化>国企）



资料来源：wind、招商证券（注：口子窖、今世缘董事长和总经理为同一人，古井董事长和销售总监薪酬未披露，迎驾贡、金种子销售总监薪酬未披露）单位：万元

二、地产酒核心竞争力：渠道精耕，地缘情结

2.1 渠道精耕细作，强势掌控终端

高端白酒靠品牌，中档白酒靠渠道，渠道力是地产酒的核心竞争力之一。地产酒是渠道拉动的产品，相较于一线名酒，地产酒的优势主要体现在区域渠道上的精耕细作，终端上的强势掌控，并借助渠道优势在主市场达到滚雪球效应，从而在一个区域做到最精细、最大化，可谓更善于打巷战。而一线名酒的下沉（以川贵为例），主要是通过把价格拉高，给渠道创造较高的价差利润，来进行产品推广，但是终端地面工作相对欠缺，精细化程度远不如地产酒。

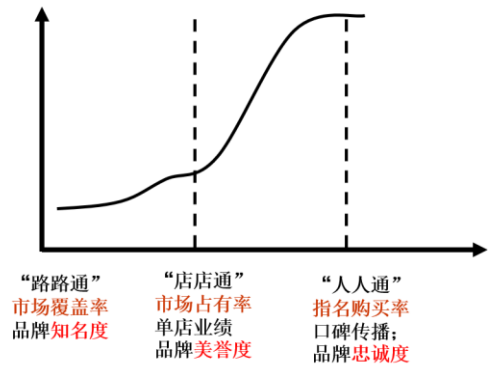
古井、洋河最有代表性，都是把深度分销做到极致，从而不断提升省内市场份额。

1) 古井强力直控渠道，三通工程助力渠道下沉，弱化经销商职能。古井原本采取“大区经理-各地办事处-销售人员”销售体制，08年整改后，开始整合经销商资源，将原来的近1000家客户压缩到400余家，将安徽内销售大区从12个增加到19个，撤销城市办事处，对大区经理充分授权，实现了扁平化管理。同时09年推出三通工程，保证了公司对渠道的细致控制，也奠定了公司在合肥、亳州等核心市场的绝对领先优势。三通工程就是“路路通，店店通和人人通”，即小区域、高占有，在选定的区域内集中资源，建立规划、执行、督导三位一体的执行体系，通过精细化的网点建设和核心消费者意识的培养，构建渠道和消费者的良性互动，达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化，先在局部区域做到第一，然后进行成功复制，逐步扩大市场占领率，将版块连成一体，最终全面打开目标市场，做到市场销量领先。

图 8：三通工程概览



图 9：三通工程目标



覆盖率第一，陈列第一，推荐率第一，指名购买率第一，销售第一！

资料来源：招商证券

资料来源：招商证券

2) 洋河创新提出厂商“1+1”模式，渠道深度分销，增强终端把控能力。02-03年，洋河在困境中学习口子窖“酒店盘中盘”的模式，运作重点酒店渠道（B类酒店以上），走出了困境。后由于酒店的进店费、开瓶费等各种费用越来越贵，加上顾客自带酒水现象严重，洋河提出了以“消费者盘中盘”为核心的新思路，将“终端”的概念从“终端的核心酒店”前移到了“核心消费者”，从而构造了以“团购公关”为核心思想的“启动小盘”模式。同时洋河还引入了快消品理念进入白酒销售渠道，打破酒企的大经销商制传统，创新性采用独特的厂商“1+1”模式、“4×3”后终端营销模式等，深耕渠道，

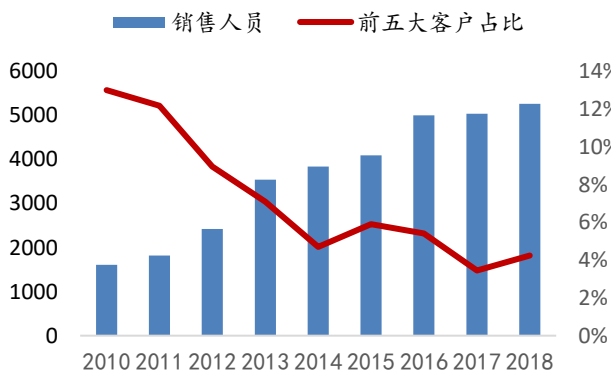
取得了良好的效果。“1+1”模式让洋河实现渠道深度扁平化，省内至县、省外至地级市实现了一级经销商的全面布局，有效解决了终端营销针对性不强、效率不高的问题，摆脱了数年来由于终端恶性竞争造成的白酒混战，实现了渠道深度扁平化，增强了企业掌控市场的能力，在全国化的征途上把诸多对手甩在了身后。

表 11：洋河渠道及营销模式创新

分类	模式选择	内容
1. 经销商管理	-	1+1 模式 公司直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转
2. 营销模式	中高端产品	前期：“盘中盘”模式 以核心酒店为营销起点，动员其力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好 后期：“4×3”营销模式 保持目标消费群不变，但在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位，具体措施包括： 三方（集团消费、核心酒店、媒体）联动； 三位（重点客户部、酒店部、品牌推广部）一体； 三大标准（选择经销商的标准，指品牌理念、社会背景、资金实力）； 三者关系（公司与经销商责任、权利、义务关系）
	低端产品	深度分销 与经销商合作，直接开发商超等零售终端，以争取销售较多数量的白酒产品

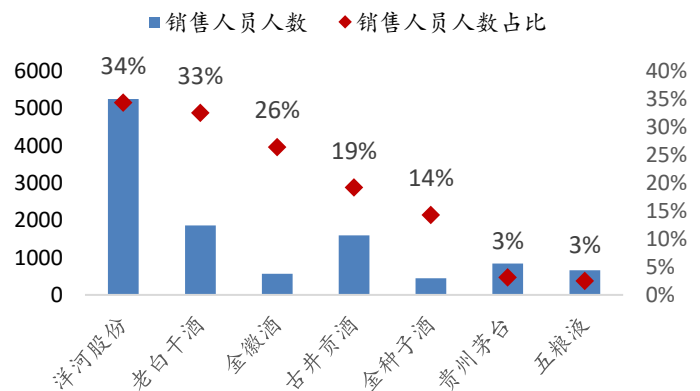
资料来源：公司公告、招商证券

图 10：2010 年以来，洋河持续强化深度分销



资料来源：wind、招商证券

图 11：地产酒销售人员数量比例远高于一线名酒



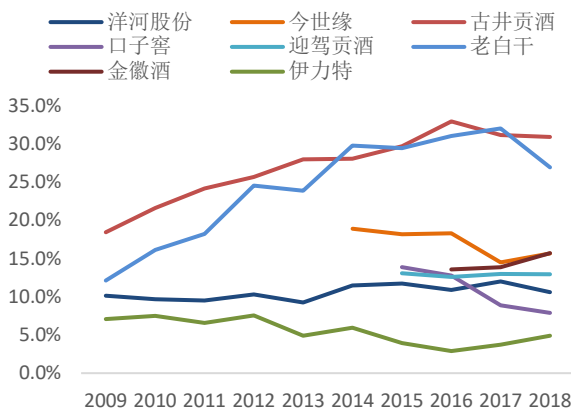
资料来源：wind、招商证券

其他地产酒的深度分销不如古井洋河，但整体精细化程度仍高于一线名酒。古井洋河是把深度分销做到极致，其他地产酒精细化程度稍弱，但仍好于一线名酒，这是地产品牌能够存在的重要原因之一。

- 根据渠道模式不同，地产酒可分为：厂家主导深度分销模式（古井、洋河、老白干）、经销为主/直销为辅模式（今世缘、金徽酒）、总代模式（口子窖）、买断经销模式（伊力特），厂家掌控力度及深度分销程度由高到低。除古井洋河外，老白干也是厂家主导深度分销，在河北每个地级市都设立了大区，渠道下沉到县乡；今世缘/金徽酒主要依靠经销商进行市场开发，同时公司在部分重要区域设有直营公司，辅助开发市场，重点区域精细化程度很高，比如今世缘在南京渠道十分精细，烟酒店覆盖率高；口子窖为总代模式，由经销商去做市场，口子经销商均具有丰富的经验，精细化程度也较高，但终端把控力度弱于古井；伊力特较为特殊，为买断经销模式，渠道精细化程度相对较弱。

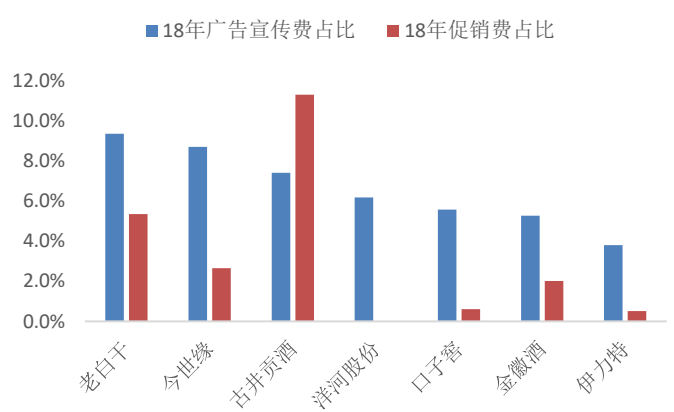
- 费用端，整体表现为：厂家主导深度分销>经销为主/直销为辅>总代模式>买断经销模式，古井老白干销售费用率较高，今世缘/金徽酒其次，口子窖较低，伊力特最低，其中洋河虽为厂家主导深度分销模式，但公司费用控制较好，销售费用率一直维持在较为稳定水平。拆分销售费用细项来看，老白干、今世缘、古井的广告宣传费占收入比较高，口子窖、金徽酒、伊力特较低；促销费上，古井占比最高，老白干、今世缘、金徽酒紧随其后，表明其促销力度较大，口子窖、伊力特促销费占比较低，促销费用投放相对较少（洋河报表中将广告宣传费与促销费合并为一项，广告促销费，故无法拆开来对比）。

图 12: 销售费用率：厂家主导深度分销>经销为主/直销为辅>总代模式>买断经销模式



资料来源：wind、招商证券

图 13: 各地产酒企业广告宣传费与促销费对比



资料来源：wind、招商证券（注：洋河报表中将广告宣传费与促销费合并为一项“广告促销费”）

除上市酒企外，其他非上市的中小地产酒企，也非常重视当地区域的渠道深耕。以安徽为例，比如宣酒，借鉴宗庆后的“非常可乐”模式，深入广大县级、乡镇市场，通过人海战术，在县级市场成立办事处，主攻中低价位，让宣酒在当地家喻户晓，同时借力宣城“文房四宝之乡”的历史，中高端定位“宣城特产”，并资助乡镇小学和慈善事业，逐步建立企业公信力，赢得当地政府、消费者的关注与支持，虽然省内其他区域发展有难度，但在宣城以及周边，宣酒市场稳固，优势明显。对于中小地产酒企来说，做到全省深耕难度较大，但做好大本营市场的精耕细作相对较为容易，中小酒企应利用自身优势，把区域进一步细化，在当地市场做深做透。

2.2 扎根当地文化，主打地缘情结

地产酒扎根当地文化，消费者地缘情结较重。“地缘”即“地理缘由”，地缘品牌的兴起是伴随着地缘经济、文化、地位的变化为背景的。地产酒是对地缘文化的独特承载，它们是当地文化和风俗特色的反应，是一个地方民俗和饮酒习惯发展的产物，这些是全国性品牌无法取代的。当地的消费者对地域品牌有长时间的认知，再加上多年形成的口感偏好，消费者对地域品牌有天然的亲切感，具有地缘情结以及身份认同感，这是地产酒的独特优势。具有地缘属性的品牌更凸显消费者个性的情怀、商务的需求、身份的认可：

- 个性情怀：本质为本地化的情怀，如本地人认可本地企业、本地产品、本地文化，更高层次理解为“个人情感”等同于该品牌或产品的情怀诉求，即本地品牌等于本人，故而达成了内心的共识。
- 商务需求：本质为消费的理性化，相对于全国品牌，本地品牌具有更高性价比。

➤ **身份认可**：本质为资源的稀缺性，随着经济的发展消费，已经不单纯停留在产品本质基础上了，消费更多地开始重视体验感。对于身份的认可定位了具体的受众，资源的稀缺性使得受众获得了更好的身份认可。

地产酒擅长利用地缘情结，进行地缘资源的抢占、加成、区隔。区域性品牌的价值往往在于其地区性的诉求和身份，地方性的习惯和风俗是阻击全国性品牌的有利武器，更是强大自身的有利武器。地产酒一般在本埠市场拥有一批忠实的消费群体，地产酒也擅长利用这种地缘情结，强调历史发源和文化脉络，并不断通过在当地媒体连续性的广告投放与赞助活动等巩固推广品牌，强化品牌好感度和文化认同感。

图 14: 口子窖在省内的冠名、赞助与助学活动



资料来源：互联网、招商证券

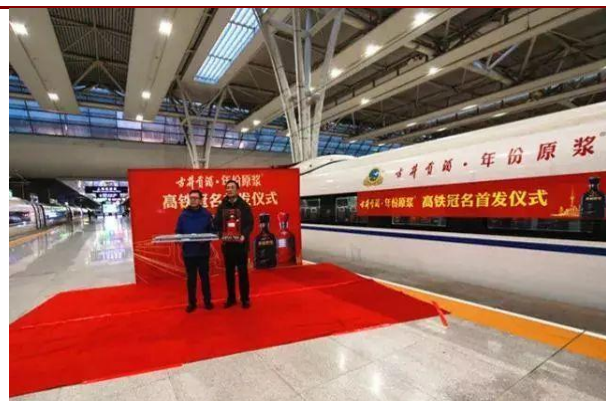
图 15: 河北电视台《百姓大舞台·民间达人》在衡水老白干酒厂录制



资料来源：互联网、招商证券

未来随着高铁开通、人口流动加大，部分消费者地缘情结会有所下降，地产酒应重视高铁赞助及全国性媒体的投放等。随着高铁开通、交通越来越便捷，区域间的人口流动加大，尤其对于劳动人口输出的省份，以安徽为例，很多安徽人常年定居在上海江苏浙江，长期下来会受到居住地的文化影响，对老家的地缘情结会有所下降（比如一些安徽人常年在江苏打工，受到当地影响喝酒会选择洋河等），因此地产酒品牌应重视对高铁列车等的赞助，同时加大对高端产品的卡位，加大全国性媒体广告的投放等，巩固维护家乡人的地缘情结，强化对品牌的认知度，这一点上古井做的比较好，值得其他地产品牌学习。同时人口流动也有好处，能够带动安徽白酒走到周边其他省份，利于省外拓展。

图 16: “古井贡酒·年份原浆”冠名高铁



资料来源：互联网、招商证券

图 17: 古井已连续四年冠名央视春晚



资料来源：互联网、招商证券

三、地产酒的突围之道

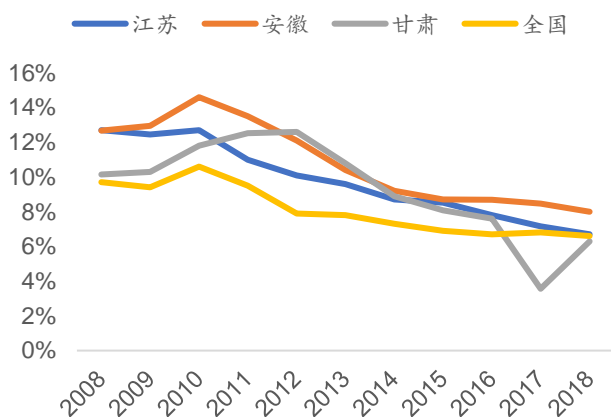
3.1 省内“升级+集中”

1. 产品结构升级

(1) 大众消费升级，白酒价格带上移

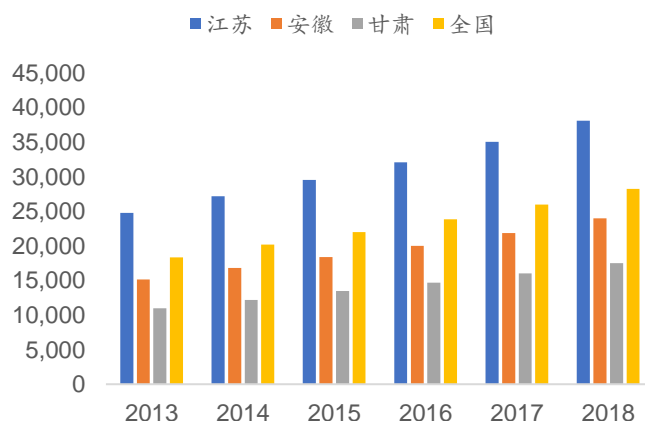
人均收入提升，大众消费持续升级。自 15 年白酒行业复苏以来，消费结构发生转变，消费需求由政商主导变为大众消费主导，经济发展、个人收入的提升使得主流消费价格带不断上行。近几年全国 GDP 仍保持稳健增长，增速在 6.5% 以上，人均可支配收入也逐年提升，分省份来看，江苏人均可支配收入水平在全国一直处于前列，2018 年突破 3.8 万元/年，同比增长 8.77%。安徽稍弱于全国水平，18 年收入水平达到 2.4 万元/年，同比增长 9.70%。甘肃 1.7 万元/年虽低于全国水平，但维持着 9% 左右的高增长率，支撑消费能力进一步提升。

图 18: 全国/江苏/安徽/甘肃 GDP 增速



资料来源: wind、招商证券

图 19: 全国/江苏/安徽/甘肃人均可支配收入对比



资料来源: wind、招商证券

江苏已实现大众消费核心价格带向 300 元以上的升级。以经济较为发达的江苏省为例，当前江苏省已实现了大众消费核心价格带向 300 元以上的升级，江苏白酒核心消费价格带从 2010 年的 100-200 元提升至 2017 年 250-400 元。以江苏南京婚宴用酒为例，2010 年，当地婚宴用酒核心价位带为 100 元左右，主要代表产品为口子窖、普通苏酒（洋河海之蓝等）；13 年开始升级到 200 多价位段，主流产品是天之蓝；16 年之后，婚宴用酒升级到以梦 3 和梦 6 为代表的 300 元以上价位段。

表 12: 江苏南京市婚宴用酒升级趋势

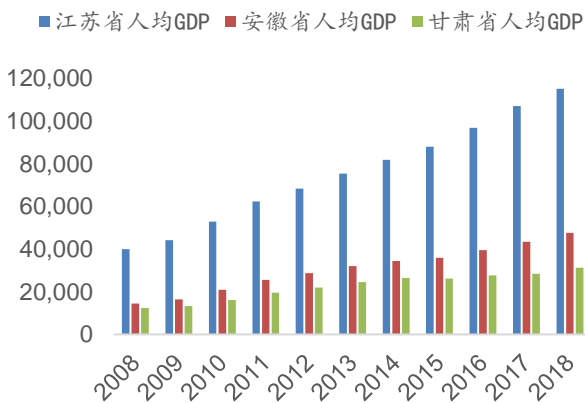
阶段	时间	核心价位	核心品牌
1	10-12 年	100 左右	口子窖、普通苏酒（洋河海之蓝等）、五粮
2	13-15 年	200+	天之蓝为主，少量国缘双开
3	16 年至今	300+	M3, M6, 国缘 K3/K5/四开等

资料来源: 草根调研、招商证券

周边省份（鲁豫皖鄂湘等）有望复制江苏升级之路，甘肃、新疆等西部地区有望复制安

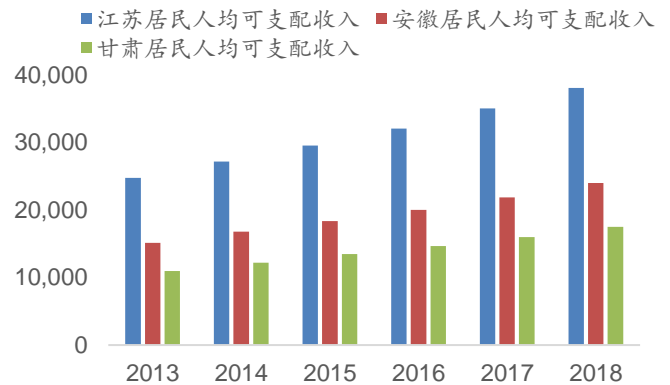
徽升级之路。当前，安徽经济发展水平与江苏 2011 年、2012 年左右的经济发展水平相当，安徽省 2018 年 GDP 达 30007 亿元，位列全国各省第 13 名，人均 GDP 47712 元，居民可支配收入 23984 元。随着古井、口子价格培育及人均消费能力提升，高端产品占比将近进一步提升，价格带有望继续上移，预计未来 100-300 元价格带将在徽酒市场中占比最大，同时 200-500 元价格带将成为增长新引擎。未来白酒消费结构有望遵循江苏省的消费升级趋势，迎来产品结构的进一步升级。类似的情况有望在山东、河南、湖北、湖南发生。西部地区经济发展速度较慢，当前甘肃、新疆等西北地区已升级到 100 元以上，未来有望复制安徽升级之路，向 200 元以上价格带迈进。

图 20: 江苏、安徽、甘肃经济发展水平对比



资料来源: wind、招商证券

图 21: 江苏、安徽、甘肃居民收入水平对比



资料来源: wind、招商证券

表 13: 安徽省婚宴用酒升级趋势

阶段	时间	核心价位	核心品牌
1	07-10 年	40-50	柔和种子、迎驾银星、高炉家
2	10-12 年	60	宣酒柔和
3	13-15 年	80	古井献礼/口子 5 年
4	16-17 年	120	古井 5 年/口子 6 年
5	18 年	200+	古井 8 年/口子 10 年

资料来源: 草根调研、招商证券

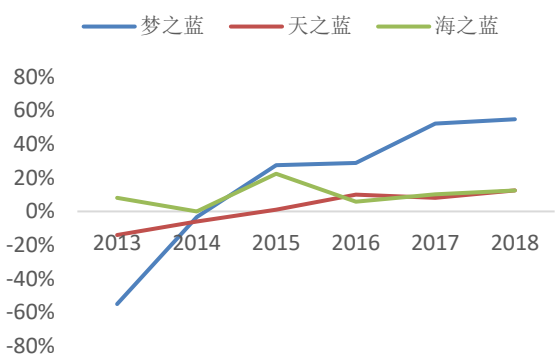
(2) 换挡升级: 地产酒增长的核心驱动力

本轮周期以来，换挡升级为地产酒增长的核心驱动力。江苏经济全国领先，本轮周期洋河、今世缘率先升级到 300 元以上价格带；古井、口子窖升级到 200 元以上价格带，迎驾贡同样受益产品升级，但 200 元以上价格带发力仍有难度，与古井口子相比还有一定差距；西部地区金徽酒、伊力特则升级到 100 元以上价格带。

- **洋河梦之蓝、今世缘国缘系列保持高增长。**16 年白酒行业复苏以来，江苏省内白酒大众消费升级至 300 元以上，洋河次高端梦系列、今世缘国缘系列均保持较高速增长。17-18 年梦之蓝增速均在 50% 以上，19 年受竞争加剧及渠道调整影响，梦系列增速下降至 20% 左右，仍远高于海天增速；17-19 年国缘系列增速一直保持在 40% 以上。展望未来，江苏省内消费升级趋势不改，国缘和梦系列有望继续保持较高增速，成为推动公司收入利润增长的核心驱动力。
- **古井 8 年、口子 10 年以上产品增长迅速。**草根调研反馈安徽省内消费升级趋势明

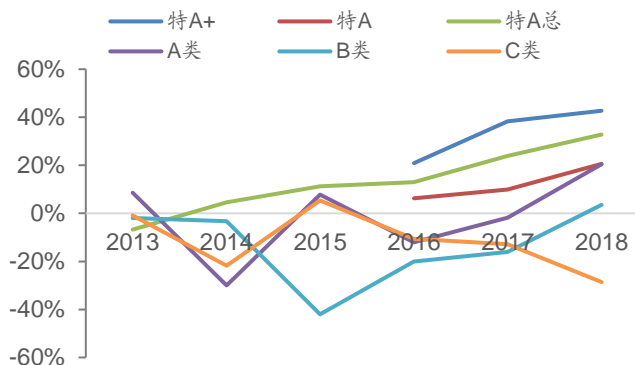
显, 200 元以上产品增长迅速, 18 年古 8 及以上增速超 70%, 产品结构持续升级, 高端占比不断提升, 年份原浆 18 年收入占比已近 80%, 古 8 及以上占比近 30%; 口子 10 年等 200 元以上产品增长迅速, 18 年口子 5 年及 6 年占比由 17 年的 60%+ 下降至 50%+, 小池窖及以上 (小池窖、口子 10 年 20 年等) 占比提升至 45% 以上, 预计 10 年及以上产品占比在 35% 以上, 产品结构升级明显。未来预计安徽将看齐江苏市场, 300 元价格带放量, 古 8、口子 10 年及以上产品预计仍将保持较快增速。

图 22: 16 年以来洋河梦之蓝增长迅速



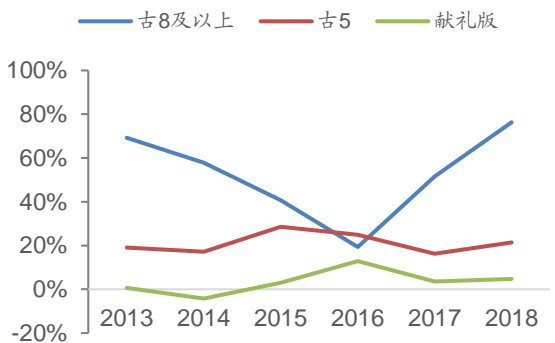
资料来源: 草根调研、招商证券

图 23: 今世缘特 A+ 产品增长迅速, 占比不断提升



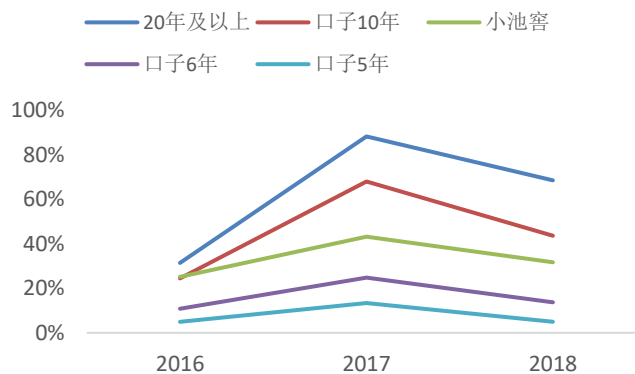
资料来源: 草根调研、招商证券

图 24: 16 年以来古 8 及以上产品加速增长



资料来源: 草根调研、招商证券

图 25: 口子 10 年以上产品增速较快



资料来源: 草根调研、招商证券

展望未来, 地产酒需紧握升级趋势, 提前卡位更高价格带。对于地产酒企业来说, 需紧握升级趋势, 提前卡位更高价格带, 防止自己被升级趋势甩下。以安徽为例, 古井口子窖都是提前卡位 200 元以上产品, 从而在省内消费升级到 200 元以上时产品能够快速放量, 而金种子由于没有提前布局中高价位产品, 本轮升级被甩下, 建议公司加快布局, 早日实现反转。因此, 地产酒企业应提前做好布局, 同时利用高端产品利润去做市场, 不断加强自己的品牌和渠道壁垒, 比如古井提前布局 500 元价格带的古 20, 并利用古 8 的高利润持续加强市场和广告投入, 拉升品牌高度的同时, 加强渠道壁垒, 巩固市场地位。

(3) 如何看待地产酒价格天花板？

高端价位可布局，但应避免以剑南春为代表的全国性次高端价格带。次高端之王剑南春作为全国知名酒企，品牌形象深入人心，其核心产品水晶剑牢牢占据 400 元价格带。对于地产酒来说，高端价位产品可布局，但应避免以剑南春为代表的全国性次高端价格带，价格可以略高一些，如古井布局 500 价格带的古 20，正好与剑南春的 400 元价格带错开，取得了良好的效果，19 年古 20 销售近 10 亿（销售口径）。同时，地产酒应发挥地缘情结做好品牌营销，不断提升品牌力，提高次高端产品本土市场接受度。

图 26: 剑南春主要产品，其中水晶剑体量最大，为核心大单品



资料来源：京东，招商证券

若未来大众主流价格带升级到 300 元以上，区域名酒与全国性名酒产生正面竞争，区域龙头将大概率胜出。当前除江苏已升级到 300 元以上，其他东部省份正处于向 200 元价格带升级过程中，区域龙头的核心价格带（100-200）与全国性名酒（300-600）仍处于错位竞争。随着消费的不断升级，若未来 300 价格带成为主流，区域龙头与全国性名酒发生正面竞争时，是否一定是全国性名酒取胜？我们认为不必然，区域龙头有很大可能将胜出。

- **区域龙头的品牌力不断提升，进攻高价位的能力在增强。**这一轮白酒周期已进入品牌时代，地产酒企业在重视渠道的同时，也开始重视品牌发展。比如，古井连续 4 年冠名春晚，今世缘在央视冠名“今世缘·等着我”栏目，不断提升品牌力，同时公司也提前卡位更高价格带，古井推出古 20，今世缘推出 V 系列等。随着地产酒品牌不断的宣传与广告投放，更高价位段的布局，经过几年的培育，消费者对品牌的认知度也在不断提升。当区域龙头市场规模、品牌力做起来后，进攻高价位的能力也随之增强，比如古井，19 年古 20 在控货的情况下做到近 10 亿（销售口径），这在以前是不敢想象的。
- **区域龙头的资源投放更加聚焦一个省份，费用投放比上高于全国性名酒。**当前由于主流价格带还未升级到 300 元以上，区域龙头的费用投入集中在 200 元价格带，若未来 300 元成为主流放量价格带，区域龙头一定会加大资源和费用投入，与全国性名酒展开正面博弈。对于区域龙头来说，如果失去大本营就是失去了全部，所以会用所有的资源去抢全国性名酒的份额，同时区域酒也具备渠道优势，而全国性名酒的逻辑是汇量，全国每个省份都有量，因此不可能在某一个省份投入大量资源去跟当地强势的区域龙头竞争，费效比相对较差，他们会选择更加容易的省份去做。（可参考江苏市场，江苏主流价格带率先升级到 300 元以上，省内 300-600 价格带几乎被洋河今世缘垄断，无论水井坊、剑南春还是郎酒，在江苏量都很小）

我们认为，若区域龙头重视品牌力的提升，提前卡位次高端价格带，当未来升级到更高

价格带时，区域龙头是有能力与全国性品牌进行抗争的，利用自己的渠道力和本地市场的优势，可以进行更多投入，有望抢占更多的份额。

2. 集中度提升

地产酒省内市占率提升主要有两种途径：一是依靠渠道巷战+提升结构，持续提升省内市场份额，二是省内并购，如洋河收购双沟、老白干收购河北板城等，若有并购机会，龙头公司需牢牢抓住。

(1) 依靠渠道巷战+提升结构，持续提升市场份额！

地产酒核心是做好省内市场。相对于全国性名酒而言，地产酒应发挥自身的优势，将品牌力和渠道力在大本营市场发挥到最大化，从激烈纷争的市场中收割份额以获得自身的成长。我们认为，对于地产龙头来说，依靠品牌力和渠道力挤压其他酒企份额，实现内涵式增长，应是其提升份额的核心做法。

1) 品牌要不断往上走，立势能。品牌力一是需要历史积淀，比如曾经是国家名酒或省内老大等，二是现在不断的广告营销投入。在 12 年之前，徽酒普遍在终端投入上较大，在品牌战略上投入较少，主要是过去的营销是渠道为王的时代，保证产品的通路通达，就能实现终端动销，终端营销活动也耗尽了企业几乎全部的精力和智慧。现在消费升级趋势下，消费者的话语权显著提升，消费行为从渠道易获取转向品牌认可，对品牌产品的选择越来越集中，倒逼市场份额加速向品牌企业集中。因此地产酒需重视品牌建设，持续进行品牌投入，拔高品牌高度，以洋河、古井为例，洋河是品牌投入典范，无论是产品设计，还是品牌标识、媒体宣传、事件营销，都是行业经典案例，从海之蓝到天之蓝到梦之蓝，品牌持续提升，值得所有企业学习，而古井作为“老八大名酒”，近年来对品牌建设工作也是越来越重视，通过赞助春晚等活动，不断提升品牌形象。

图 27：古井赞助春晚，提升品牌形象



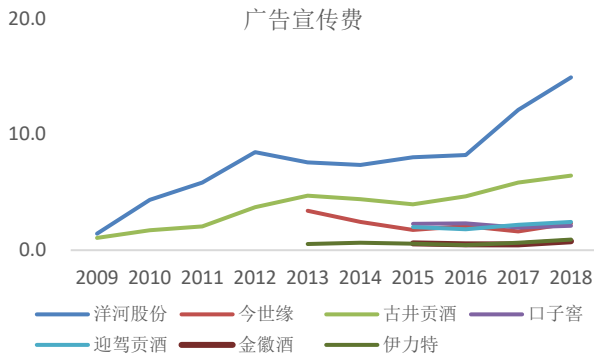
资料来源：互联网、招商证券

图 28：洋河赞助央视梦想星搭档



资料来源：互联网、招商证券

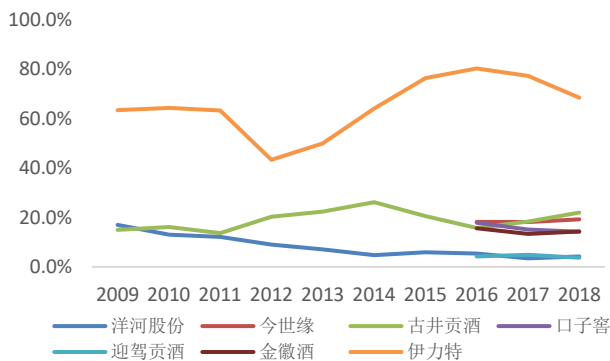
图 29：近年来地产酒广告宣传费提升明显（单位：亿）



资料来源：wind、招商证券

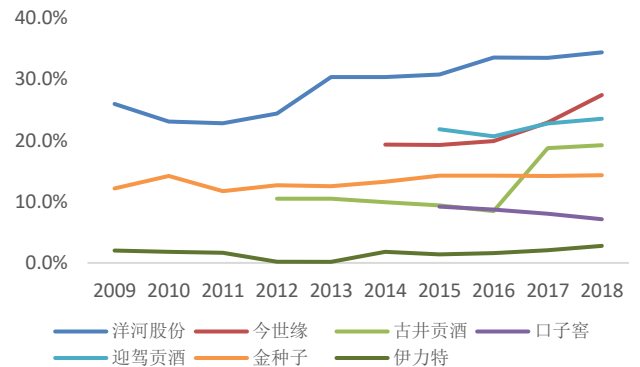
2) **渠道要不断往下沉，接地气。**上文已就洋河、古井为例，对地产酒的深度分销能力进行了详细阐述，在此不再赘述。地产酒是渠道拉动的产品，相较于一线名酒，地产酒的优势主要体现在区域渠道上的精耕细作，终端上的强势掌控，并借助渠道优势在主市场达到滚雪球效应，从而在一个区域做到最精细、最大化，不断提升市场份额。地产酒需做好渠道下沉、深度分销，所带来的是经销商数量的增长、销售人员数量的增长，这一点在洋河上体现尤为明显，2009-2018 年，洋河的前五大经销商占比持续下降，销售人员比例持续增长，18 年前五大经销商占比仅为 4.2%，销售人员占总人员比例达到 34.4%。古井受平台公司影响，前五大经销商占比有所波动，但近年来整体呈下降趋势，销售人员比例也进一步增加，18 年占比达 19.2%。而伊力特由于是买断经营模式，前五大经销商占比较高，销售人员数量也较少，完全由经销商去做市场，渠道较为粗放，与洋河形成鲜明的对比。苏酒和徽酒的精耕细作能力在全国酒企中遥遥领先，其他区域酒企可以学习参考其渠道模式。

图 30：地产酒前五大经销商占比整体呈下降趋势



资料来源：wind、招商证券

图 31：地产酒销售人员占比整体呈上升趋势



资料来源：wind、招商证券

未来地产酒龙头应继续坚持深耕大本营市场，发挥渠道优势，打好渠道巷战，同时不断提升品牌力，提前卡位更高价位段，为下一波升级做好准备，不断收割省内份额。品牌力和渠道力做的好，一是省内市占率自然就能不断提升，二是有了品牌势能与财力，省外扩张也水到渠成、更加容易。

(2) 若有并购机会，龙头公司需牢牢抓住！

省内直接并购酒企，可以快速提升市占率，但我们认为，成功的省内并购需要多方面因素的配合：既要有支持并购的客观环境，也需要双方就并购事宜达到一定程度的契合，两者在产品、渠道上能够达到一定的协同作用，所谓天时地利人和缺一不可。**洋河收购双沟、老白干收购板城两起案例具有一定的共性。**

- **特殊背景：**两起并购案例均有其特殊的背景。洋河收购双沟前，苏酒受到川贵名酒的强烈进攻，为了重振苏酒，洋河和双沟携手可共同对抗川贵名酒。河北省比较特殊，白酒市场一分为三，外来品牌强势，同时本地品牌割据，老白干主要在河北南部强势，想全省化较为困难，收购河北板城将有助于公司打开北部市场。
- **合适标的：**被收购标的均是省内排名靠前的拥有品牌力和消费基础的酒企，且对收购企业在产品线、香型等方面有不同程度的互补作用。

总结：省内并购需要天时地利人和，同时对收购企业自身的管理能力要求也很高。洋河收购双沟后，之所以能达到 1+1>2 的效果，很大程度上是其运作得当，在组织架构、产能布局、产品定位及渠道建设上形成了优势互补，从而在省内抢占竞争制高点。老白干并购河北板城后，具有一定的协同效应，但公司在管理上略逊于洋河，期待公司能够提升管理能力，不断加强与板城的协同效应，进一步提升省内份额。

(3) 疫情有望加速行业洗牌，区域龙头集中度进一步提升

短期疫情冲击，有望加速行业洗牌，区域龙头集中度进一步提升。对于依赖春节旺季集中销售的部分地方酒企而言（很多地方中小酒企的春节销售占比很高，约在 60-70%），此次疫情对其冲击较大。而龙头企业抗风险能力更强，具备较强的管理能力、资金实力及规模优势，面对疫情能够快速做出反应，采取各种措施帮助经销商共渡难关，最大可能地减少疫情对销售带来的影响，同时提前为疫情过后的反弹性消费做好准备，这些都是地方中小酒企难以做到的。此次疫情，有望加速行业洗牌，区域龙头企业市占率有望进一步提升。

3.2 省外扩张

地产酒在省内市场发展一定程度后，营收增速可能触及天花板，为了企业长期的发展，便需要考虑省外扩张。**地产酒省外拓展一般有两条路径：**

- **一个是靠自身的品牌走出去。**行业上行期可以全国化，平稳期可以周边泛区域化，前者典型案例是洋河，后者目前古井、口子窖、今世缘等地产酒均在尝试。
- **一个是通过外延并购方式。**如古井并购黄鹤楼、今世缘与景芝洽谈合作、老白干收购丰联酒业等。

1. 泛区域化：从本省向周边市场辐射

(1) 洋河案例：行业上行期，成功将品牌推向全国

洋河在白酒行业上行期，成功将品牌推向全国，实现准全国化。洋河是目前为止唯一一个走出本省的地产品牌，其成功的主要原因是顺势而为——在白酒黄金十年上行期通过抬高产品价格带，把高端产品推向全国，具有先发优势。

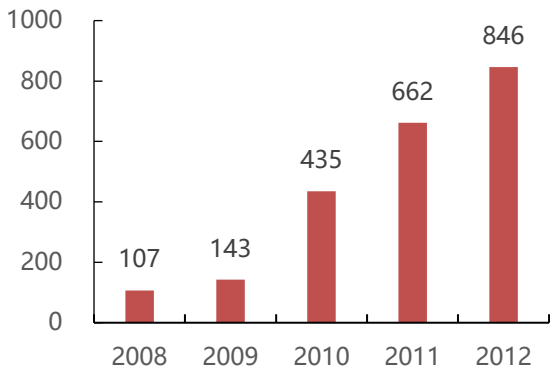
- 洋河全国化的成功离不开当时的时代背景。09-12年是洋河省外扩张、全国化布局的关键时期，08年四万亿投资启动，固定资产投资和房地产市场再次注入强心剂，各个地方政府相继推出投资计划，地产投资和房价快速回升，地产酒迎来高速增长期，为洋河09-12年的省外扩张奠定了坚实的基础。
- 洋河自身的努力，让自己脱颖而出，通过内外共振、地空结合的营销方式持续提升品牌力。公司通过事件、外加场外传播（如演唱会）协同地面促销多角度推进品牌建设，通过加强与央视合作，并选择位置好的区域、覆盖面大、上档次的优质媒体进行宣传营销，进一步塑造洋河品牌形象，提升内容价值和品牌价值，打造民族品牌。公司08年广告宣传费约为1亿元，到12年高达8.5亿元，年均复合增速达68%。洋河当时高广告费用的投放方式成效显著，在白酒市场刮起一股蓝色风暴，2011年省外市场实现销售同比增长84.56%，在全国34个省级市场中，有22个省级市场全年销售超亿元，亿元地级市场由2010年的1个增加到2011年的7个，亿元县级市场从2010年的4个增加到33个，成功实现准全国化。此外，洋河在品牌打造上也很值得借鉴，洋河的蓝色经典系列层层递进，海之蓝—天之蓝—梦之蓝，构建了海一天一梦的概念，有很深的文艺内涵，也容易让消费者产生美好的联想，同时品牌宣传上也是按照海一天一梦的顺序依次来推进。

表 14：09-12 年洋河营销事件（从海之蓝向天之蓝、梦之蓝层层递进）

年份	营销事件
2009	洋河蓝色经典在央视《经济半小时》与《晚间新闻》间特约播映 庆祝新中国成立 60 周年，天之蓝以“海天梦想，中国力量”诉求携手央视直播国庆大典 梦之蓝通过目标消费群阅读率较高杂志，如《时尚先生》、《座驾》、《中国航空》进行宣传
2010	天之蓝独家冠名第十四届青歌赛
2011	蓝色经典广告在重要城市间的高速路上选择收费站、服务区、互通立交处进行长期投放；在全国主要的机场高速、重要城市中心、5A 级景区、知名门户网站、公交车进行大规模广告投放 独家冠名《蓝色经典·天之蓝 2010 年 CCTV 中国经济年度人物评选》和《蓝色经典·天之蓝 2010 年 CCTV 感动中国年度人物评选》 “中国梦·梦之蓝”独家冠名王菲 2011 巡回演唱会
2012	蓝色经典与浙江卫视打造战略合作伙伴关系 “蓝色经典·梦之蓝”被选为伦敦奥运会中国体育健儿壮行庆功专用白酒 “2012 中国梦·梦之蓝 CCTV 寻找最美乡村医生”大型公益活动 2012 年“蓝色经典·梦之蓝”冠名央视春晚

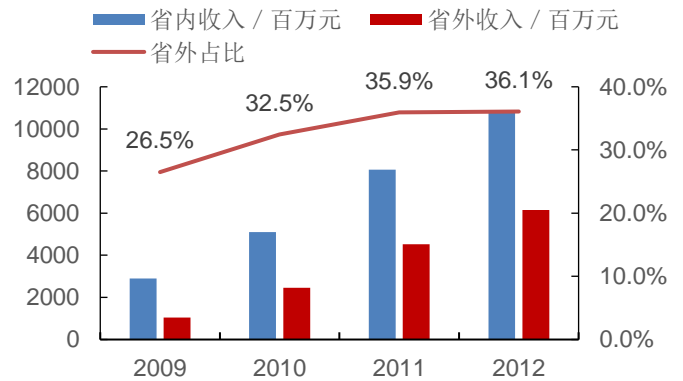
资料来源：公开资料、招商证券

图 32: 09-12 年洋河广告宣传费逐年提升(百万元)



资料来源: wind、招商证券

图 33: 09-12 年, 洋河省外市场增长迅猛



资料来源: wind、招商证券

(2) 泛区域化建议：品牌投入、高端先行

当前, 不少地产酒企业都在进行省外布局, 包括今世缘、古井、口子窖等。目前靠自身品牌成功走出省外并全国化的区域酒企只有洋河, 洋河成功有其时代背景的原因, 即在白酒黄金十年上行期通过拔高产品价格带, 把高端产品推向全国, 具有先发优势。现在行业平稳期, 地产酒想通过自身品牌进行全国化将难度较大, 建议地产酒企业选择周边泛区域化的方式逐步进行省外扩张, 相对执行难度较低、实现概率较大。对于地产酒周边泛区域化布局, 我们有如下几点建议:

- **需持续进行品牌渠道投入, 培育消费氛围。**公司需持续不断的在省外进行品牌打造、广告宣传, 不断提升品牌力, 逐步占领消费者心智, 培育消费氛围, 做好长期投入的准备。同时渠道上借鉴省内的深耕模式, 聚焦省外周边重点区域, 做深做透, 以点带面, 从量变到质变, 从而慢慢打开省外市场。
- **价格上打错位战, 高端产品先行。**对于地产酒来说, 往周边省份拓展的过程中, 必然会遇到当地区域酒企的竞争, 若产品价格带与当地区域品牌一样, 则无任何竞争优势, 当地消费者会更认可当地的品牌, 对于公司来说投入产品不成正比。建议公司可以适当拔高价格带, 利用高端产品去拓展周边市场, 一是与当地区域品牌主流价格带错开, 二是高端产品更利于树立品牌形象, 提升公司品牌力。比如洋河上轮白酒周期中, 主要靠天之蓝、梦之蓝等次高端价位去做省外拓展, 省外品牌高举高打, 错开当地区域品牌主流价格带, 取得了良好的效果。
- **随着高铁开通、人口流动加大, 利用本省消费者的地缘情结把产品推到周边省份。**随着高铁开通、交通越来越便捷, 区域间的人口流动加大, 尤其对于劳动人口输出的省份, 如安徽, 很多安徽人在周边省份工作, 因此地产酒可以利用本省消费者的地缘情结把产品推广到周边省份, 公司应重视对高铁列车等的赞助, 同时加大对高端产品的卡位, 加大全国性媒体广告的投放等, 巩固维护家乡人的地缘情结, 强化对品牌的认知度。

2. 中国版帝亚吉欧：外延并购，异地扩张

(1) 古井案例：行业平稳期，管理输出式并购

洋河的全局化与当时的时代背景息息相关，当前错过白酒行业上行期机遇，地产酒再想凭借自身的品牌实现全局化较为困难，可选择外延并购的方式来实现在省外扩张，可参考古井收购黄鹤楼的案例。

1) 古井错过行业上行期机遇，品牌在省外发展遇瓶颈

以古井在河南市场的探索为例，古井从 90 年代起开始进入河南市场，但一直未见起色，中高端也做得不尽人意，不管是市场份额还是价格带上均没有太大突破，我们尝试总结原因如下：

- **古井品牌尚未具备覆盖全国的品牌优势。**河南市场上众多本土地产酒有相对稳定的受众，外来一线品牌“茅五剑”影响力根深蒂固。古井虽然在安徽省内知名度较高，但相对于一线名酒来说品牌仍不占优。
- **初期以低端产品导入河南，未提前卡位中高端。**古井初期以低端产品打入河南市场，集中做 50 元以下的产品，给河南消费者造成一种中低档产品的认知，导致之后推更高端的产品时消费者认可度不高。同时，古井中高端产品进入河南市场较晚，缺乏先发优势，洋河蓝色经典系列于 05 年开始在河南进行投放，09-12 年期间品牌高举高打，在河南成功站稳中高端价格带，而古井年份原浆在 10 年才开始布局河南，比洋河晚了 5 年。战略和品牌的定位失误使得古井在河南市场一直不温不火，反而是江苏、浙江等省份没有受此问题的影响，近两年增长速度较快。

2) 收购黄鹤楼，进行管理输出

古井于 16 年收购黄鹤楼，开始走外延扩张路线。古井对黄鹤楼采取的是管理输出的方式，对其进行组织再造，帮助其重振品牌、恢复增长。

- **对黄鹤楼进行品牌重塑。**作为湖北老牌地产名酒，黄鹤楼有着“老十七大名酒”的桂冠，但近年来声望已大不如前，品牌亟待唤醒和重塑。被古井收购后，黄鹤楼在酒店进场及省内大小城市的公交、地铁、高铁上的广告投放明显增多，着力打造“空中有声音+地面有画面+全年有活动”的立体化营销模式。18 年 8 月起，黄鹤楼首登央视，国家平台赋能黄鹤楼酒提升品牌力。
- **产品聚焦、市场聚焦、资源聚焦。**黄鹤楼之前的产品系列太杂，古井入驻后，聚焦“一楼三香”产品；市场上也采取聚焦战略，聚焦武汉、随州、咸宁三个核心市场，然后逐步放开，到湖北其他重点市场；最后是聚焦资源，把产品资源放到重点市场上去。
- **协助黄鹤楼做好渠道管理。**古井对黄鹤楼经销商的管理跟内部员工一样，按季度、月、周分派目标任务，且定期考核评比，赏罚分明。对经销商的各项支持力度加大，保障渠道利润，机制也更加灵活，面对面沟通增多。

图 34: 18 年黄鹤楼首次在 CCTV1、CCTV3 投放广告



资料来源：互联网，招商证券

(2) 并购建议：省内深耕、省外管理输出、复制成功模式

周边市场渗透、泛区域化，相对而言，执行难度较低、实现概率较大，而省外并购执行难度较高，涉及到与并购标的磨合与协同，对公司管理能力要求很高，需要公司不断总结经验。关于省外并购，我们对地产酒企业有如下几点建议：

- **省内市场是基础，稳定大本营是重中之重。**地产酒大部分收入都来自省内，省内大本营是公司省外扩张坚实的基础，若省内市场受到影响份额下降，公司的省外扩张也不能顺利进行。因此，稳定大本营是重中之重，地产酒企业应持续深耕省内，不断巩固自身优势和地位。在省内稳固的基础上，再稳步进行省外扩张。
- **若公司自身管理能力强大，可通过管理输出，来推进并购。**在行业平稳期，管理输出式并购是外延扩张的一种较好的方式，但此方法对公司的管理能力要求较高，不是所有地产酒都有能力管理输出，只有具备强大内部管理能力的，才能做到管理输出。公司可根据自身情况来选择，若本身管理能力足够强，在品牌运营、渠道建设上均有所长，则可以学习古井收购黄鹤楼的案例，在并购之后通过管理输出方式，助力并购标的发展。
- **复制成功模式，成功一个、复制一个，避免多头作战。**在管理输出的运作方式下，对公司管理能力要求极高，多头作战难以集中精力和资源投放，同时兼顾多个并购标的难免顾此失彼。因此，省外并购扩张上不可操之过急，应当成功一个、复制一个，稳扎稳打，避免多头作战。

四、投资建议：强烈推荐古井/今世缘/口子窖，关注洋河拐点

4.1 白酒市场空间测算（江苏、安徽、甘肃）

江苏市场：

2018年苏酒市场总体规模约为335亿，具体推算方法为：18年洋河省内收入116亿，今世缘35亿，两者合计市占率约为45%左右（其中洋河35%，今世缘10%左右），推算江苏整个白酒市场容量约为335亿。

分价格带看，2018年600元以上、300-600元、100-300元、100元以下价格带规模占比分别约为18%、35%、30%和17%。江苏经济增长稳健，经济发展水平处于全国前列，未来随着经济的增长和居民可支配收入水平的提升，白酒消费价格带预计将继续上移，假设高端酒未来三年CAGR 15%-20%，次高端CAGR 20%-25%，中档酒CAGR 5%-10%，低档酒持平甚至下降，2021年江苏市场整体规模将达457-521亿元。

表 15：苏酒市场结构规模测算 / 亿元（出厂口径）

价格带	主要品牌	2018年规模	占比	CAGR (悲观)	CAGR (中性)	CAGR (乐观)	2021年规模(悲观)	2021年规模(中性)	2021年规模(乐观)
600元以上	茅台(24)，五粮液(22)，洋河M9以上(6)	59	18%	15%	17.5%	20%	90	96	102
300-600元	洋河天、M3、M6(70)，国缘对开/四开/K3/K5(22)，剑南春(8)，郎酒(3)，水井坊(4)	116	35%	20%	22.5%	25%	200	213	226
100-300元	洋河(29)、今世缘(12)、郎牌特曲	100	30%	5%	7.5%	10%	116	124	133
100以下	洋河(15)、今世缘(1)、汤沟、高炉家、古井、口子、迎驾	60	17%	-5%	-2.5%	0	51	56	60
总计		335	100%				457	489	521

资料来源：招商证券

安徽市场：

2018年徽酒市场总体规模约290亿，具体推算方法为：高档茅五35亿左右，除高档外，古井省内收入51亿（调整为净收入口径），口子窖36亿，迎驾19.5亿，金种子10.6亿，宣酒高炉家皖酒分别近10亿，洋河近20亿，合计202亿，假设这些公司合计市占率70%，则整体市场容量290亿。

分价格带看，2018年400元以上、200-400元、100-200元、100元及以下价格带规模占比分别约为15%、19%、21%和45%。随着安徽经济持续增长，居民消费能力提升，消费核心价格带预计将继续上移，假设高端酒CAGR 15%-20%，中高端CAGR 25%-30%，中档酒CAGR 10%-15%，低端酒增速放缓甚至下降，2021年安徽市场整体规模将达382-436亿元。

表 16: 徽酒市场结构规模测算 / 亿元 (出厂口径)

价格带	主要品牌	2018 年规模	占比	CAGR (悲观)	CAGR (中性)	CAGR (乐观)	2021 年规模(悲观)	2021 年规模(中性)	2021 年规模(乐观)
400 元以上	茅台 (18), 五粮液 (16), 洋河 M6 (4), 古 20, 口子 30 年	44	15%	15%	17.5%	20%	67	72	76
200-400 元	洋河 (14) 剑南春 (5), 郎酒 (2), 古井 8 年 16 年 (17), 口子 10 年 20 年 (12), 迎驾	55	19%	25%	27.5%	30%	107	114	121
100-200 元	古井 5 年 (22), 口子 6 年、小池窖 (12), 迎驾洞藏	75	26%	10%	12.5%	15%	100	107	114
100 以下	古井献礼及以下 (20) 口子 5 年及以下 (12) 迎驾金星银星、高炉家、宣酒、金种子	116	40%	-2.5%	0	2.5%	108	116	125
总计		290	100%				382	409	436

资料来源: 招商证券

甘肃市场:

2018 年甘肃市场总体规模约 50 亿, 具体推算方法为: 金徽酒 18 年省内收入 13.34 亿, 金徽酒省内市占率 28% 左右, 故整体市场容量约 50 亿左右。

分价格带看, 其中 400 元以上、200-400 元、100-200 元、100 元及以下价格带规模占比分别约为 5%、4%、16% 和 75%。随着甘肃经济的发展, 居民消费能力将持续提升, 未来白酒核心价格带也将往上走, 假设高端酒 CAGR 5%-8%, 中高端 CAGR 8%-12%, 中档酒 CAGR 10%-14%, 低端酒 CAGR 5%-10%, 2021 年甘肃市场整体规模将达 59-68 亿元。

表 17: 甘肃市场结构规模测算 / 亿元 (出厂口径)

价格带	主要品牌	2018 年规模	占比	CAGR (悲观)	CAGR (中性)	CAGR (乐观)	2021 年规模(悲观)	2021 年规模(中性)	2021 年规模(乐观)
400 元以上	茅台 (1), 五粮液 (1)	2	5%	4%	6%	8%	2.3	2.4	2.5
200-400 元	金徽酒 (1.5)、剑南春	2	4%	8%	10%	12%	2.5	2.7	2.8
100-200 元	金徽酒 (4)、九粮液五粮春老窖特曲洋河 (1) 其他地产酒	8	16%	10%	12%	14%	10.6	11.2	11.8
100 以下	金徽酒 (3.6)、红川、滨河、古河州、小白杨、肖尔布拉克、其他地产酒	38	75%	5%	7.5%	10%	44	47.2	50.6
总计		50	100%				59.4	63.5	67.7

资料来源: 招商证券

4.2 重点公司

1、古井贡酒：省内份额收割期，后百亿战略清晰，三年看 960 亿市值

春节前完成回款 40%+，节前动销良好，价格稳定。草根调研反馈，公司一季度要求打款 50%+，节前完成 40%+，回款良好。春节前动销良好，价格同比提升。春节期间及之后的销售受到疫情影响，经销商库存基本与去年持平，终端库存高于去年同期，预计节后及二季度收款有一定压力，公司当前已对经销商打款、订货措施等采取了相应政策，帮助稳定价格、消化库存。

疫情有望加速行业洗牌，古井份额加速提升，竞争格局改善，费用率逐步下行。我们认为，此次疫情对地方中小酒企冲击较大，而像古井这样的龙头抗风险能力更强，省内市占率有望加速提升。同时疫情对春节后用于走亲访友的 100 元价格带产品冲击较大，对古井献礼和 5 年销量略有影响，预计公司将更大力度推广高端产品补量，争取完成年初目标，间接推动产品高端化，产品结构将进一步升级。相较省内竞品，古井营销更为狼性，表现也更为强势，省内竞争格局改善，叠加公司内部提高费用投放效率，公司费用率优化明显，19 年前三季度销售费用率同比下降 3.9%。19 年 10 月 1 号 SAP 系统正式上线，公司内部效率进一步提升，未来费用率有望继续下行，业绩弹性值得期待。

展望未来：步入后百亿时代，坚定发力高端化全国化。古井 2020 年正式步入后百亿时代，公司战略清晰：1) 分产品看，紧抓省内消费升级趋势，规划古 8 以上未来占比达到 40%；2) 分区域看，除省内市场持续深耕外，省外在组织架构和费用投放上积极调整，规划未来省外占比达到 40%，省内规模超过 100 亿。我们认为，公司战略目标清晰，省内精准卡位 200-300 元消费升级价格带，同时提前布局更高价格带的古 20，随着省内消费的持续升级，预计未来 3-5 年古 8 以上占比有望提升至 40%+。省外来看，河南经过 18 年调整后 19 年恢复增长，湖北黄鹤楼 17-18 年完成业绩承诺，19 年实现稳增，同时公司 19 年 6 月将河北、东北、西北统一设立为北方大区，任务完成进度较好，预计后续将持续发力。此外，为完成后百亿目标，公司省内精细化管理需进一步提升，省外拓展也需更进一步（可能继续外延并购），我们看好公司超强的内部管理能力，后百亿目标有望实现。

投资建议：疫情加速洗牌，公司份额加速提升，三年看 960 亿市值，维持“强烈推荐-A”评级。此次疫情对地方中小酒企冲击较大，龙头抗风险能力更强，古井在省内市占率有望加速提升。展望未来，公司持续受益“集中+升级”两大逻辑，稳步向 200 亿迈进，利润端方面，升级+控费，业绩弹性值得期待。预测 20-23 年 EPS 5.26、6.31、7.45、8.64 元，对应 20-23 年 PE 为 23.2、19.4、16.4、14.2x，给予 21 年 24x，一年目标价 151 元，长期来看，给予 23 年 22x PE，三年目标价 190 元，对应市值 960 亿，维持“强烈推荐-A”评级。

表 18：古井贡酒盈利预测表

年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	6,017	6,968	8,686	10,418	11,980	13,778	15,569	17,438	19,530
同比增长	15%	16%	25%	20%	15%	15%	13%	12%	12%
净利润(百万元)	830	1,149	1,695	2,203	2,644	3,172	3,743	4,342	5,002
同比增长	16%	38%	48%	30%	20%	20%	18%	16%	15%
每股收益(元)	1.65	2.28	3.37	4.38	5.26	6.31	7.45	8.64	9.94
P/E(倍)	74.1	53.6	36.3	27.9	23.2	19.4	16.4	14.2	12.3

资料来源：招商证券

敬请阅读末页的重要说明

2、今世缘：省内势能不减，高增势头延续，三年看 590 亿市值

春节前完成回款 30%+，节前动销良好，库存良性。草根调研反馈，春节前渠道打款积极，公司完成全年回款 30%+，重点市场南京回款 35-40%，表现靓丽。节前终端出货同比增长约 20-25%，动销良好，受益于洋河梦 6 停货，1 月下旬国缘四开，包括 K3、K5、甚至部分的 V3 都处于断货状态。库存方面，经销商库存普遍在 2 个月以内，重点市场南京 1-1.5 个月，烟酒店 1 个月左右，整体库存良性。

疫情积极应对，预计影响有限，公司仍处于渠道势能释放期，全年增长确定性仍高。公司从年初二起连续召开会议，支持经销商共渡难关，主要措施为调整发货节奏、简化经销商费用结算流程、给部分资金短缺的经销商进行信用授权等，减轻经销商库存和资金压力。我们认为，此次疫情对白酒行业和公司的影响是短暂的，再加上公司应对及时，预计影响将相对较小，公司全年仍有望保持较高增长：1) 南京国缘消费氛围已形成，渠道处于正循环，增长惯性仍在。虽渠道利润相较之前略有下降，但仍明显高于竞品，竞品渠道调整仍需时间，公司相对优势仍在。2) 展望未来，南京市场基数加大背景下，未来增速放缓属情理之中，公司已提前做好准备：一是产品上，提前布局更高端的 V 系列，作为对国缘产品的补充；二是区域上，省内将进一步加大苏南、苏中县区市场的培育布局，加大资源投入及渠道建设，未来有望接力南京成为增长主力。

展望未来 2-3 年，预计将保持稳健增长。公司经过 17-19 年的高增长，我们预计公司 20 年高增势头仍将持续，再往后看，我们认为，公司增速或将有所下降，一是省内基数增大，增速放缓属情理之中，二是省内竞品经过一年多的渠道调整，20Q4 或能调整到位，省内竞争将再次加剧，但公司省内仍有空白市场可拓展，预计仍将保持稳健增长。省外方面，公司 19 年开始重点布局山东市场，建议公司在山东加大品牌和渠道投入，慢慢培育消费者，培育消费氛围，做好长期投入的准备，短期较难快速放量，经过 3-5 年的培育，预计规模将逐步增大，慢慢打开省外市场。

投资建议：渠道红利持续释放，三年看 590 亿市值，维持“强烈推荐-A”评级。我们认为，公司厚积薄发，产品保持高利润率，持续坚持团购模式培育消费者效果显现，内部团队及经销商回报丰厚，渠道步入正循环。此次疫情公司反应速度处于行业前列，预计受影响较小，公司当前仍处于渠道势能释放期，20 年收入目标仍有望完成，后续预计将继续保持稳健增长。预测 20-23 年 EPS 1.37、1.62、1.86、2.12 元，当前对应 20-23 年 PE 为 21.5、18.2、15.9、13.9x，给予 21 年 23X，一年目标价 38 元，长期来看，给予 23 年 22X，三年目标价 47 元，对应市值 590 亿，维持“强烈推荐-A”评级。

表 19：今世缘盈利预测表

年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	2554	2957	3741	4857	6023	7228	8384	9642	10800
同比增长	5%	16%	27%	30%	24%	20%	16%	15%	12%
净利润(百万元)	754	895	1139	1438	1725	2035	2340	2668	2988
同比增长	10%	19%	27%	26%	20%	18%	15%	14%	12%
每股收益(元)	0.60	0.71	0.91	1.15	1.37	1.62	1.86	2.12	2.38
P/E(倍)	49.2	41.5	32.4	25.6	21.5	18.2	15.9	13.9	12.4

资料来源：招商证券

3、口子窖：稳健风格不改，期待加大营销

公司优势：省内品牌力强，渠道粘性高。口子窖在省内品牌力强大，核心产品口子窖5年推出早（98年底推出），比古井年份原浆推出早了近10年，消费者记忆深刻、粘性较强，拥有忠实稳定的消费群体。同时口子窖采用大商制，渠道利润高，经销商推力强，且经销商也是公司股东，与公司利益充分绑定，激励到位，渠道稳定性高，众多经销商愿意为口子窖做推广，并且努力维护口子窖的品牌。

面临问题：市场环境改变，公司营销积极主动性不够。公司19年以来增速放缓，主要系面对新的竞争环境没有及时调整思路，对营销不够重视，面对竞品的狼性进攻没有及时采取措施。一是本轮没有提前卡位高端产品，且在品牌宣传上弱于竞品，二是公司更为重视产品品质而对市场关注较少，经销商做市场时缺乏公司相应的资源支持，而竞品在营销层面费用投入较大，在酒店、宴席、团购、单位公关上均有大量投入、主动引导，口子更多依靠口碑和自然动销增长，导致增速慢于竞品。

当前改变：19年下半年开始转向市场竞争，加大营销投入。公司19Q3以来连续召开经销商会议，针对问题提出解决措施，公司未来将加大市场费用投入，增加对经销商的资源支持，2020年春节促销活动力度加大，对核心客户做品鉴和抽奖等活动，同时加大新品的推广力度，包括陈列、促销、买断等，给予经销商高于竞品的渠道利润，来抢占市场。此项举措是一个积极的转变，能够激发经销商的积极性，同时表明公司开始转变思路，不再处于完全被动的地位，此次调整预计将给公司带来较为积极的变化。

展望未来：期待公司进一步加大市场投入，更快提升份额，带动估值水平提升。展望未来，安徽省内“升级+集中”趋势不改，200元以上产品将继续保持较高增速，同时消费者对品牌产品的选择越来越集中，倒逼市场份额加速向品牌企业集中，口子将持续受益。但与省内竞品份额提升速度相比，口子策略较为保守，在省内集中度快速提升阶段，份额提升速度更显重要，期待公司营销更加积极，在高端产品卡位及品牌营销投入上更进一步，更快提升市场份额，带动估值水平提升。公司净利率远高于同价位公司，有充足余量进行品牌和渠道投入。

投资建议：公司稳健风格不改，期待营销更加积极，维持“强烈推荐-A”评级。口子管理层目标长远，不追求短期收益，更加注重稳健经营，面对新的竞争环境没有及时应对，致公司19年以来收入增速低于古井，估值也低于板块平均水平。面对问题，公司当前已开始做出调整，加大营销投入，期待公司能够在高端产品卡位及品牌营销投入上更进一步，更快提升市场份额，进而带动估值水平提升至板块中枢以上。预测20-23年EPS 3.17、3.51、3.87、4.22元，当前对应20-23年PE为14.1、12.7、11.6、10.6x，给予21年16x，一年目标价56元，长期来看，给予23年16x PE，对应市值405亿，维持“强烈推荐-A”评级。

表 20：口子窖盈利预测表

年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	2830	3603	4269	4753	5133	5646	6154	6646	7045
同比增长	10%	27%	19%	11%	8%	10%	9%	8%	6%
净利润(百万元)	783	1113	1531	1730	1903	2112	2323	2532	2709
同比增长	29%	42%	38%	13%	10%	11%	10%	9%	7%
每股收益(元)	1.31	1.86	2.55	2.88	3.17	3.51	3.87	4.22	4.51
P/E(倍)	34.2	24.1	17.6	15.5	14.1	12.7	11.6	10.6	9.9

资料来源：招商证券

4、洋河股份：精准施策调整，紧盯经营拐点

洋河目前实为全国白酒品牌，但省内仍占较高比重，且公司是地产白酒基础及模式发展的典范，对其他地产白酒企业有重要借鉴意义，故纳入本文探讨范围。

本轮问题：刚性考核致省内渠道库存较高，利润变薄后渠道推力弱化。本轮周期以来，洋河面临几点困难：上轮周期中攻城略地的营销优势在被对手学习模仿，产品结构中高端梦之蓝带动整体收入盘较为吃力，省内渠道利润逐步变薄后给予竞品扩大战果机会。公司13年以来通过三公转大众、海之蓝补天梦等产品，并通过加大省内渠道下沉、重视省外投入，尽力支撑报表未现大幅下降，但这也使得公司一直处于负重前行的状态，19年以来公司渠道问题开始集中显现：1)渠道库存较高(尤其海天产品)；2)市场秩序问题，如价格倒挂，市场窜货等；3)厂商关系存在部分不协调现象，渠道推力弱化。

改革措施：调低目标，消化库存，理顺价格，渠道信心逐步恢复。公司从19年6月开始采取措施，省内全面控货，消化库存，理顺价格，帮助经销商解决历史遗留问题。公司调低增长目标，19年中秋及20年春节旺季继续延续控货去库存的政策，不考核销量，而是以价格考核为主导；费用投放政策更加明确，过去市场费用投入中有很多隐形费用，导致价盘不稳定，新任领导上台后价格体系相对标准化，杜绝过去乱价现象；推出新品梦6+，老梦6停货，意在提升渠道利润、调动经销商积极性。

改革效果：渠道调整初见成效，预计2020年下半年调整到位。经过半年多的调整，截止19年底，公司库存已基本消化至合理水平，20年春节公司仍继续控制发货节奏，当前渠道库存水平合理，核心产品价格稳中有升，渠道调整初见成效。我们认为，公司此次的渠道问题是长期累积的结果，海天渠道利润薄、渠道推力差、不合理的刚性考核制度等，恢复渠道信心不是一朝一夕，预计公司需经过两个旺季的时间完成调整，2020年下半年有望逐步调整到位。**调整观察指标：**库存(1个月左右合理水平)；价格(渠道各环节利润合理，至少和竞品持平)；梦6+替代梦6，产品升级成功。

未来展望：仍是业内能力一流公司，预计来年进入稳健增长。洋河过去十年的持续投入和市场运作，已成为全国有名的次高端白酒品牌，尤其梦之蓝在华东及华中诸省有着众多口感养成的忠实粉丝，具备较强品牌力；“洋河+双沟”的双名酒品牌让公司在营销上可以采取更灵活的打法；新任销售公司董事长刘总业内口碑颇高，团队仍然是具备战略眼光和敢想敢为的一流团队。我们认为，本轮调整结束后，海/天基本盘稳住，未来增长将主要靠梦接力升级，若梦6+能成功替代梦6，则能打开海/天/梦3的升级空间。预计未来3年梦复合增速20%+，海天持平微增。预计今年报表季度增速仍有波动，前低后高，来年将进入稳健增长期。

投资建议：压力充分释放，紧盯经营拐点，维持“强烈推荐-A”评级。公司19Q4增速进一步回落，背后原因是公司针对渠道问题精准施策，经营及报表压力充分释放，减轻前行负重压力。目前结合库存及渠道盈利，已见成效，预计下半年有望逐步调整到位。考虑基数效应，预计全年季度增速仍有波动，来年步入稳健增长，继续看好梦之蓝品牌力及一流团队能力。预测20-23年EPS 5.23、5.86、6.56、7.22元，当前对应20-23年PE 18.6、16.6、14.8、13.5x，给予21年20x，一年目标价117元，长期来看，给予23年20x，目标价144元，对应市值2200亿，维持“强烈推荐-A”评级。

表 21：洋河股份盈利预测表

年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	17183	19918	24160	23110	24343	26689	29358	31707	34243
同比增长	7%	16%	21%	-4%	5%	10%	10%	8%	8%
净利润(百万元)	5827	6627	8115	7342	7887	8834	9894	10883	11863
同比增长	9%	14%	22%	-10%	7%	12%	12%	10%	9%
每股收益(元)	3.87	4.40	5.39	4.87	5.23	5.86	6.56	7.22	7.87
P/E(倍)	25.2	22.1	18.1	20.0	18.6	16.6	14.8	13.5	12.4

资料来源：招商证券

敬请阅读末页的重要说明

5、迎驾贡酒：紧盯消费升级，高端洞藏放量

洞藏认可度逐步提升，200 元价格带有望分享红利。公司 19 年洞藏系列高增长，一是来自于省内部分区域洞藏放量，二是来自新拓展洞藏经销商带来的增量。公司近几年省内持续加强渠道建设和下沉，核心终端的掌握数量不断增加，同时不断加大洞藏系列的推广力度和招商力度，开展多种主题促销活动，培育大单品等，省内消费者对洞藏的认可度逐步提升，局部区域已有放量趋势。此外，省外江苏/上海等核心市场过去主要以低端产品为主，近年来也在逐步加大高端洞藏系列的布局。

展望未来：期待公司进一步加大品牌投入，抓住消费升级趋势，更快提升份额。整体来看，在 200 元价格带，与古井、口子窖相比，迎驾洞藏的品牌力仍相对较弱，在百元以上价格带的市场份额也较低。展望未来 2-3 年，安徽省内 200 元以上价格带仍将保持较高增速，受益价格带扩容，洞藏系列有望分享红利，考虑到古井口子在 200 价格带先发优势明显，期待公司能够进一步加大品牌和渠道投入，紧抓消费升级趋势，不断提升洞藏品牌力，持续培育消费者，进一步提升市占率。

投资建议：省内升级趋势不改，期待公司进一步加大品牌投入，暂维持“审慎推荐-A”评级。安徽省内“升级+集中”趋势不改，公司作为省内知名白酒品牌且提前卡位中高端，将持续受益。展望未来 2-3 年，安徽省内 200 元以上价格带仍将保持较高增速，受益价格带扩容，洞藏系列有望分享升级红利，考虑到古井口子在省内核心市场先发优势明显，期待公司能够进一步加大品牌渠道投入，紧抓消费升级趋势，进一步提升市占率。预测 19-21 年 EPS 1.15、1.22、1.28 元，当前对应 20 年估值为 13x，给予 20 年 18x，目标价 22 元，暂维持“审慎推荐-A”评级。

表 22：迎驾贡酒盈利预测表

年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	2927	3138	3489	3768	3946	4065	4187	4270	4356
同比增长	-1%	7%	11%	8%	5%	3%	3%	2%	2%
净利润(百万元)	530	667	779	917	979	1024	1065	1097	1130
同比增长	9%	26%	17%	18%	7%	5%	4%	3%	3%
每股收益(元)	0.66	0.83	0.97	1.15	1.22	1.28	1.33	1.37	1.41
P/E(倍)	24.6	19.6	16.8	14.1	13.3	12.7	12.2	11.9	11.5

资料来源：招商证券

6、金徽酒：长期目标清晰，动力压力并存

草根调研反馈，受益 12 月务工人员返乡，经销商春节备货较为积极，节前动销良好。公司 19Q2 主动调整市场后，Q3 收效明显，在低基数下实现收入高增长，12 月务工人员返乡较多，是甘肃的消费旺季，经销商春节备货整体较为积极，节前动销良好。

五年目标压力动力并存，期待公司抓住省内消费升级机遇，进一步提升市占率。公司当前收入规模仍较小(<20 亿)，我们认为，在白酒行业挤压式增长及分化加剧的背景下，当前最重要的是要收入规模再上一个台阶，加速抢占市场份额是正确做法。公司年中发布《五年规划》与《薪酬奖惩方案》，计划 2023 年实现营收 30 亿，同时高管薪酬与未来五年经营业绩深度绑定，体现了公司的长远考虑与发展决心。近年来，公司不断在做基础工作，省内市场进一步细化，持续推进“深度分销”，建立“万商联盟”体系，强化终端门店掌控力度，同时建立健全绩效考核机制，激发员工积极性。我们认为，公司战略目标清晰，激励机制到位，前几年的布局投入为未来发展奠定了良好的基础，唯考虑到当前行业进入挤压式增长，竞争压力增大，公司完成 5 年目标有一定难度，期待公司抓住省内消费升级机遇，同时加大薄弱市场的投入力度，进一步提升市占率。

投资建议：长期目标清晰，压力动力并存，暂维持“审慎推荐-A”评级。展望未来，在白酒行业挤压式增长及分化加剧背景下，公司最重要的是收入规模再上一个台阶，公司目标 2023 年实现营收 30 亿，高管薪酬与未来五年经营业绩深度绑定，压力与动力并存，体现了公司的长远考虑与发展决心。此次疫情冲击，对 20 年收入业绩有所影响，5 年目标亦有一定难度，期待公司抓住省内消费升级机遇，同时加大薄弱市场的投入力度，进一步提升市占率。预测 19-21 年 EPS 0.72、0.81、0.94 元，给予 20 年 22X PE，目标价 18 元，维持“审慎推荐-A”评级。

表 23：金徽酒盈利预测表

年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	1277	1333	1462	1644	1808	2062	2309	2586	2845
同比增长	8%	4%	10%	12%	10%	14%	12%	12%	10%
净利润(百万元)	222	253	258	283	317	368	419	478	535
同比增长	34%	14%	2%	9%	12%	16%	14%	14%	12%
每股收益(元)	0.79	0.69	0.71	0.72	0.81	0.94	1.07	1.22	1.36
P/E(倍)	18.5	21.2	20.6	20.3	18.0	15.5	13.6	12.0	10.7

资料来源：招商证券

7、老白干酒：基本面仍然承压，期待改革红利加速释放

受去库存和调结构影响，19年主业表现较弱。扣除丰联酒业，公司本部19年前三季度收入增速只有个位数，主业表现较弱，主要系两个原因：一是公司18年开始主动去库存，加速周转，二是公司18年开始加大产品线梳理，SKU由之前的700多个砍到现在的不足100个，去库存和调结构致主业表现低于预期，预计后续受去低端化影响将越来越小，收入增速有望逐步恢复。

长期逻辑不变，调整仍需时间。公司未来的看点主要在于：一是次高端的放量带来收入增长（十八酒坊15年/20年等），二是产品结构提升和费用率下降带来的利润率恢复，三是与板城的协同效应提升，带来河北省内市占率提升。近几年，公司的收入规模上了一个台阶，净利率也有所提升，但由于品牌力短板以及河北竞争格局等问题（河北竞争环境比较特殊，主要竞争对手并不在于省内地产酒，而是来自川酒、汾酒和洋河等外来名酒竞争，行业竞争更加激烈），目前公司基本面仍然承压，还处于恢复过程中，长期调整仍需时间。期待公司能够进一步聚焦省内市场升级和下沉，在次高端上持续发力，同时不断加强与板城的协同效应，进一步提升市占率。此外，除了板城外，其他三个省外并购标的管理难度较大，希望公司在管理上也能够有所侧重，与并购标的加强磨合。

投资建议：基本面仍然承压，期待改革红利加速释放。受去库存和调结构影响，公司19年主业表现较弱，当前基本面尚处恢复过程中，长期调整仍需耐心。期待公司能够进一步聚焦省内市场升级和下沉，在次高端上持续发力，同时不断加强与板城的协同效应，进一步提升市占率。

表 24：老白干酒盈利预测表

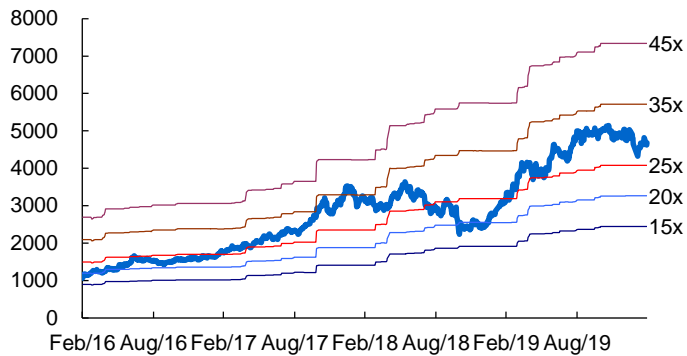
年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	2438	2535	3583	4308	4779	5235	5758	6220	6716
同比增长	4%	4%	41%	20%	11%	10%	10%	8%	8%
净利润(百万元)	111	164	350	457	533	613	686	755	830
同比增长	48%	48%	114%	31%	17%	15%	12%	10%	10%
每股收益(元)	0.25	0.37	0.53	0.51	0.59	0.68	0.76	0.84	0.92
P/E(倍)	37.9	25.6	17.9	18.6	16.1	13.9	12.5	11.3	10.3

资料来源：招商证券

五、风险提示

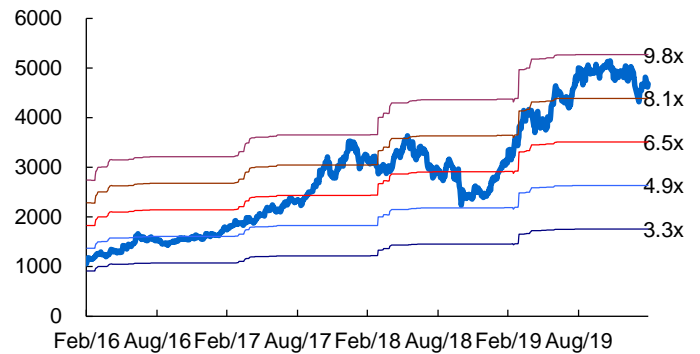
- 1、经济下行，白酒需求回落；
- 2、省内竞争加剧；
- 3、省外拓展不及预期。

图 35: 白酒行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 36: 白酒行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《白酒景气行至何处—本轮白酒行情复盘、启示与展望》2020-02-19
- 2、《白酒企业快速响应, 落实政策应对疫情—食品饮料行业复工专题报告》2020-02-16
- 3、《白酒2020春节旺季19家经销商跟踪专题—疫情下动销断档, 渡险滩天地尽宽》2020-02-02
- 4、《口子窖 (603589) -穿越周期的长跑型选手》2019-06-17
- 5、《今世缘 (603369) 厚积薄发, 步入快速成长期》2019-03-14
- 6、《洋河股份 (002304): 十五年复盘暨展望: 名酒复兴标杆, 再续蓝色传奇》2018-08-09
- 7、《古井贡酒 (000596) -十年复盘暨展望: 回归与振兴的徽酒龙头》2018-06-09
- 8、《放大格局看古井、口子及徽酒发展—安徽白酒市场深度报告》2017-02-19

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。