金沙酒收购案复盘：决定性的两大猜想

文/意见领袖专栏作家 三酉资本 肖九郎

1993 年到 2006 年华润啤酒用了 13 年做到全国销量第一；时隔 30 年后的 2023 年初，华润绘完白酒的基本版图，需要多久做到全国第一呢？

“离开茅台镇就产不出茅台酒”，这是茅台老领导季克良在上世纪 90 年代初发表过的一句话，这句话直接将茅台镇 15 平方公里打造成茅台酒不可复制的天然技术壁垒。

2023 年春节前凤凰网旗下出品的“凰家评测”对 12 款平价酱香型白酒对标飞天茅台酒进行了评测，除了茅台旗下茅台王子酒传承 1999 、赖茅端曲 2.0 与飞天茅台酒香气检测结果接近，在距离茅台镇产地约 50 公里的金沙回沙 1985 纪年酒成为唯一一款茅台镇以外的入围产品。

香气其实就是行业内常说的呈香物质，但含量只占白酒的 2%，占绝大部分的 98%是酒精和水，无论品类还是各价格段的白酒 98%的成分都差不多，最大的区别往往都在那极少数的 2%。

贵州金沙窖酒酒业有限公司 (以下简称：金沙酒) 位于贵州省金沙县，1951 年开始国营运营，2023 年初华润啤酒收购金沙酒 55.19%股权，华润啤酒 CEO 侯孝海出任金沙酒董事长，原金沙酒董事长张道红改任副董事长。

此事早在 2022 年初就有传闻，在接近一年的铺垫后，最终宣告华润啤酒 123 亿元完成收购。

近年来飞天茅台酒在市场上一瓶难求，供不应求的市场环境下其他酱酒品牌一改往日的低调，如雨后春笋般相继涌现，各价格段均已满员。

据权图工作室去年发布的酱酒报告显示，2021 年酱酒产能基本与上一年持平，但收入与利润却双双实现超过 20%的增长速度。尽管 2021 年酱酒 1900 亿元的销售收入只占白酒收入三成，但利润占比却高达 45.8%，约 780 亿元。

如此的业绩增长速度，尤其利润回报让新进厂家、经销商、资本甚至投资者都想在其中分一杯羹。

猜想一：收购的表象

金沙酒作为至今 72 年的老企业，自然不缺一定的品牌力，据权图酱

https://www.yunbaogao.cn

酒报告统计显示，金沙酒与珍酒（人称：二茅台）以营收规模 50-100 亿元被划入酱酒企业的第三档，在这两家之上有第一档企业茅台，第二档企业习酒、郎酒、国台，巧合的是第二档企业此前均传出或步入过上市前的流程。

其实从收购可能性分析来看，金沙酒同样是华润的优先选择，甚至是必选项。

首先，华润系此前相继入股清香型老大山西汾酒、芝麻香型山东景芝酒以及浓香型为主的安徽金种子酒，就香型大品类来看，无论是香型补充还是利润回报角度来看，酱香型自然成为必选项。

其次，在收购标的中，排在酱酒第一档的茅台盘子巨大，又为省级国资，华润即使实力雄厚，也难以撼动贵州省的重大支柱；排在第二档的习酒尽管已经名声在外，但已经从茅台剥离，同样已经被贵州省收入囊中，而郎酒国台早已被民营资本捷足先登，现在距离上市只差临门一脚，华润想要此时切入，成本较高；与金沙酒同为第三档的珍酒已被酒业大佬吴向东实控多年，在华润宣布完成收购金沙后不久便向港交所提交了上市申请，如果再往下筛选规模太小，金沙酒此时脱颖而出。

当然华润不可能仅靠上述如此简单的两条逻辑来筛选收购标的，除了收入规模以外，利润回报、业绩增速会成为华润收购金沙酒案第二表象因素。

https://www.yunbaogao.cn

据华润啤酒年初在港交所发布的公告显示，2021 年金沙酒实现收入 36.41 亿元，占酱酒全年收入的 1.91%；实现利润 17.58 亿元，占酱酒全年利润的 2.25%，可见金沙酒在利润创造能力上已经远超酱酒领域整体水平。

业绩增速方面，金沙酒 2020 年、2021 年收入增速均超过 100%，这家 2019 年收入还是 8.78 亿元的酱酒企业，三年后的 2022 年上半年就实现收入超 20 亿元。

相比收入，金沙酒的利润增速则更为惊人，2020 年、2021 年税前利润增速分别高达 395%、107%。可见除上文中提到的金沙回沙 1985 纪年酒，高端旗舰产品金沙摘要酒在近三年增长更为迅猛，甚至已经成为业绩贡献的主力军。

但收入、利润这类基础业绩指标往往只是一家企业的表象，对于一家酱香型白酒企业而言，其未来的潜力更多还需体现在基酒储备量及产能，甚至在大资本进入前的销售费用率的高低上。

猜想二：收购的中国

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51757