

作者 | 鲁哲之 编辑 | 寒彦

考虑到近千亿的预期市值，从茅台化债到习酒化债是贵州必然选择。

“你们都是来争夺第二名的吗？”1988年NBA全明星三分赛，2米06绰号“大鸟”的拉里·伯德在环顾了一圈对手之后，淡淡说道。

在中国的酱酒赛道之上，茅台也会发出这样的疑问。拉里·伯德或许不关心谁会成为第二名，可茅台并不一样——一直以来关于习酒将从茅台集团出走自立门户，并企图一跃成为酱香酒第二股的传言，从未消逝。谁能成为这个第二，对于茅台来说，现在很重要。

终于，7月15日，贵州习酒投资控股集团有限责任公司正式成立，注册资本为37.5亿元。其实在7月12日，茅台集团已在官网发布公告，称拟将所持习酒公司82%股权无偿划转贵州省国资委持有，由省国资委履行出资人职责。仅仅三天之后，习酒便正式独立。而前习酒舵手张德芹在离开四年之后重出江湖，担任党委书记、董事长。

本次习酒成功脱茅，被外界认为是其在上市之路上迈出至关重要的一步。继国台酒业与郎酒相继折戟IPO之后，中国酱香酒第二股的名头，看来依旧是个香饽饽。

习酒不是这一竞争序列的外来户，相反，它从来都是热门选手。早在2014年，贵州省国资委就曾表示：争取让习酒在当年上市。但由于与茅台存在同业

竞争问题，这一愿望未能落地。

在2021年年底，坊间再度传出习酒将从茅台集团中独立的消息。但是时茅台相关工作人员的回应是“消息不属实，一切以官方通知为准”。外界有一种猜测，习酒预估2021年营收超百亿，茅台不会轻易放弃这头“现金牛”。可持反对意见者则表示——单飞只不过早晚的问题，无非就是股权怎么划分、账怎么算还没谈拢。

现在看来后者眼光更毒辣，但是将82%的股权悉数交给贵州省国资委多少还是出人意料。那么，这一次茅台到底拱手让给了贵州省多少钱？

不妨算算账：白酒业整体毛利率75%，净利率30%，而习酒前东家茅台分别为91%与48%。习酒2022年销售目标为177亿，如果净利率取二者中位（毕竟多少有点茅台血统），则2022年其净利率将达到69亿元。若以相关上市公司中PE最低者洋河的13倍估值为基础测算，习酒市值将达897亿。这也意味着，只要稍微“努力”一下，习酒几乎可以做到甫一上市即迈入千亿俱乐部。

茅台等于送了贵州一家千亿市值的企业。而截至目前，全国仅有13座城市拥有一家以上千亿市值企业。

而且，这已经不是茅台第一次无偿向贵州省做出自己的贡献。早在2019年12月25日，茅台集团就曾通过无偿划转方式将持有的上市公司5024万股股份(占总股本的4.00%)划转至贵州国资运营。这也在当年一度催生出了一个热词：茅台化债。

根据后续官方披露，贵州国资在次年三季度减持1675.76万股，持股比例降至2.67%，至2020年12月25日进一步降至0.96%，即半年时间合计减持3817万股，套现近700亿元。

如法炮制，2021年，茅台集团再次向贵州国资无偿划5024万股，以2020年12月31日1976.92元/股均价计，该笔股份价值993亿元。

仅仅是高价售股当然远远不够。茅台化债的第二种方式，是以自己的强大经营现金流

、极优秀的企业信用低息发债定向投资。比如在2020年9月16日，茅台就以2%~3.5%——堪比国债的利率发行150亿企业债，所得款项则主要投资贵

州高速公路集团。至于后者，为全省高速公路业龙头，但至当年一季度末负债已高达2773亿元，且持续出现经营亏损。此外，同是在2020年，贵州银保监又特批茅台集团财务公司拥有投资地方政府债等固定收益类有价证券的资质。其意图，不言自明。

俗语说，“家有偃子不败家”，其实有一个无比听话又发财有道的儿子，就更是喜事。截止2019年12月31日，贵州以16769.34亿元的GPD在中国31个省级行政单位（不含港澳台）中排名22位，却以8849.81亿元的负债位居全国第六。虽然当年贵州的负债相较位居榜首江苏的13285.55仅有其六成，但是却以59.77%的负债率高居全国第一，而排在第二的云南省负债率也只有39.93%。并且，根据近年来贵州省委省政府相关文件，通过资本市场来化解贵州省政府以及城投债务的风险，已经基本成为比较明确的方向。

如此高额的债务通过“茅台化债”方式的确巧妙地化解了一部分，可是只靠茅台就能一劳永逸吗？到了2020年底，贵州省政府债务继续增加到了1.1万亿，显然仅茅台一家肯定已无法解决困境。同时，无限的资本化势必导致茅台的控制权发生变化——这是贵州省无法接受的。

所以，贵州省将习酒这个“孙公司”一举变成与茅台同辈份的“子公司”，恐怕也是为了下一轮资本化铺路。毕竟贵州传统的煤电烟酒四大支柱产业中前三个都属战略资源，牵一发则动全身，能够在大刀阔斧的同时又有相对厚实家底的，也只剩酒了。

这也正是外界目前看好习酒上市的最关键原因之一。或许几年之后，“习酒化债”与“茅台化债”一起比翼双飞。

从另一个维度来说，习酒自身是个年销售破百亿的企业，与此同时又携带着强烈的茅台印记，还背靠贵州省国资委这个新靠山，其从独立伊始便引发了各方关注。

借壳上市，这是外界大多数之于习酒下一步计划的猜测。就在7月12日后，二级市场随即给出了直接反馈：贵州本地股集体爆发。数据显示，2022年7月12日至21日连续五个交易日，贵绳股份、贵广网络股票价格累计涨幅为64.27%，62.87%。如此火热的上涨趋势，只因为上述

两家公司被市场认定是习酒借壳上市的备选“壳资源”。

股价上涨当然是一件好事，但却把这些公司吓得赶紧辟谣。贵绳集团分别在7月16日与7月21日发出对股价异常的函复与公告，表示并不存在筹划涉及上市公司的应披露而未披露的重大事项，包括但不限于重大资产重组、股份发行、收购、债务重组、业务重组、资产剥离、资产注入、股份回购、股权激励、破产重整、重大业务合作、引进战略投资者等重大事项。贵广网络更是在7月15日当日连发三份公告对其股价异常上涨做出说明，随后也在7月21日再次澄清不会存在借壳上市这类情况。虽然两家公司都以最快的速度做出反应，但是依然没能迅速止住市场的狂热。

自7月12日开始至这两家公司第二次发布股价异常相关公告的7月21日，贵绳股份报收23.38元/股，上涨85.26%；贵广网络当日报收11.31元/股，上涨64.79%。虽然连着多封公告之后止住了疯狂上涨的势头，但是截至7月29日，贵绳股份与贵广网络依旧相较7月12日分别上涨了32.57%与58.29%。并且，贵广网络还在7月21日盘中报12.1元/股，为其52周最高股价。

不得不说，和“茅”但凡沾点边的都能让外界狂热，更不要说习酒这个和茅台一起发展了24年的酒企。虽然并不太指望它能成为第二个茅台，但是从股价上哪怕能够复制茅台的十分之一，也依旧等于一个五粮液。

习酒与茅台一样，都是用赤水河的水酿造而成。而这二者分别于1952年和1951年通过改组成为国企。在最初时光，这两家共享一条母亲河的兄弟酒厂差别并不大。上世纪90年代初，习酒、习水大曲一度畅销全国，1993年，习酒营收高达2.5亿元，其规模与当时的茅台、五粮液旗鼓相当。意气风发时，时任习酒厂厂长陈星国还曾豪言“收购茅台”。但就是在这样的豪迈之下，习酒开始大兴土木，到后来却落得个债台高筑濒临破产。直到1998年，习酒反倒加入了茅台麾下。在习酒被当地政府主导并入茅台的前夜，也失去了自己的创始人：时年47岁陈星国开枪自杀。而同时失去的，还有独立的外包装。至此之后，习酒的一切都被打上了茅台的印记。

习酒被兼并后，于1998年迎来了第一个外派领导，来自茅台的刘自力。彼时的茅台为了上市必须规避同业竞争，由此习酒只能充当茅台的浓香基地而放

弃原有的酱香型产品。然而此时的习酒却也暗流涌动，虽说茅台的入主将习酒从死亡边缘拽了回来，但是工人们却将公司的同仁从此划分为两类：习酒的人、茅台的人。刘自力之后，2012年接任习酒一把手的依旧是茅台的人，不过此人却是对习酒的发展至关重要的一位——张德芹。

1973年出生生肖属牛的张德芹，自1995年大学毕业之后便加入茅台工作，称得上是一位地道的“茅台人”。但是有传言称，张德芹之所以被习酒上下接纳，是因为其辗转找到陈星国的故交，打听到陈氏墓地并亲自前往祭奠；同时又缘于身上的茅台标签，于是博得公司内部两派的好感。

至此习酒才算是被拧成了一股绳。这，也赋予了张氏大刀阔斧的机会。公开资料显示，2012年，习酒具有年产浓香型2万吨、酱香型7000吨的生产能力。四年后，习酒酱香型酒的产能达到2万吨，而浓香型酒的产能则缩减为1万吨。毕竟赤水河沿岸的一众酱香酒厂都证明，这条美酒河是酱香酒的摇篮。

张德芹所做的还不止这些。张曾提到，若完全依附茅台，习酒永远不能变得强大。只有得茅台相助而又自强，才能实现习酒的自我价值。基于此，他并力排众议，剥离了习酒产品包装上的茅台标识，令其保持相对独立的市场运作。

或许正是因为又让茅台回归到同业竞争的老问题，以及让习酒在整个茅台产品体系显得过于突兀，2018年，张德芹被一纸调令分配到贵州现代物流产业集团出任党委委员、副总经理。是时，有业内人士将此比作“流放”。

不过好在张已为接下来发展打了一个基础。随后的2018至2021年是习酒的高速发展期，分别实现年营业收入：56亿元、79.8亿元、103亿元、155.8亿元，今年上半年已破百亿，全年目标200亿，连续多年增速均远高于行业平均增速。

而今张氏二进宫接手习酒，估计也是为了兑现其早在10年前就许下的诺言：“一定要上市”。

可问

题是，“

脱茅”就能上市吗

？郎酒2021年的业绩也在150亿左

右，国台酒

2021年同样实现了超100亿收入，可这两家最终折戟IPO。如果习酒真的像贵绳股份与贵广网络辟谣的那样不打算借壳上市，那么摆在眼前的IPO之路也并不会比郎酒和国台酒更轻松。

要知道监管部门对白酒企业上市也一度收紧。2020年6月，深交所提出“原则上不支持”12类行业的公司在创业板上市，2020年12月深交所创业板改革中，明确了不被支持在创业板注册的行业。从“原则上”到“明确”不被支持，白酒都赫然在列。

从产能上来说，习酒也与郎酒不相上下——都在4万吨左右。虽然随着后续产能扩张，习酒预计2026年能达到10万吨产能、54万吨以上储酒能力。但是4年时间要将产能扩充两倍有余，如此的大步前行，虽不像上世纪90年代陈星国“十里酒城”那般豪气，可过往的阴霾带给习酒的是教训还是教材，亦未可知。

与此同时，渠道价格倒挂也是习酒目前难题之一。

现如今头部白酒企业都发现，与其将产品覆盖至所有价格区间，倒不如专注高端产品来得更容易。

习酒在高端路线上主要是“窖藏1988”和“君品习酒”，两大产品销售收入占比超60%，即贡献了其业绩。但是这两款酒的建议零售价分别为1488元以及898元。

君品习酒的标价1498元/瓶，但电商平台到手价仅有950元左右。此外，今日酒价数据显示，其一批价仅有935元/瓶，经销商的利润实在低的可怜。并且有消息称，目前君品习酒的出厂价达到1069元/瓶。也就是对于经销商来说，即便是出厂价也比不过电商价格。这也和郎酒存在同样的问题——渠道端并不挣钱。并且之前在茅台的庇佑下习酒还能进行协同销售，如今选择单飞，只凭现在名气在市场上还有多少吸引力？存疑！

或许习酒和郎酒相比最大的优势，就在于它生在了贵州。而郎酒所在的四川，显然现在并不需要一家酒类上市企业来帮助全省化解财政问题。

都说文无第一、武无第二，就算习酒最终得偿所愿，其股价特别是市值也终

究须对标茅台。而茅台最近却有些尴尬。

据刚亮相的半年报显示，2022年

上半年，贵州茅台

实现营收576.17亿元，同比增长17.38%；实现归属利润897.94亿元，同比增长20.85%，两项数据不仅双双保持两位数增长且均超过2020、2021年同期。然而对于这家日赚1.65亿的第一白酒公司，资本市场的表态却多少显得不冷不热。截止8月4日下午两点半，报1917.99元，较52周低点已反弹27%，但较期内高点仍落后13%。

尽管招商证券

将其目标价定在了2800元，但当下谨慎的分析师似乎更多。以至新上任的董事长丁雄军8月2日不得不亲自出面放话：公司存了价值好多万亿的基酒。

拉里·伯德会去炫耀自己的总冠军戒指数量和三分球成绩吗？对于习酒，这可并不是一个好消息。

文中部分图片来源于网络，若有侵权请联系删除。