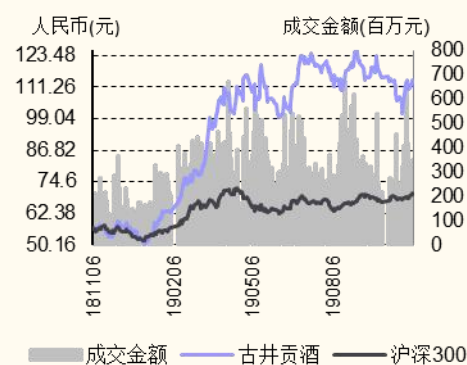


市场价格(人民币): 112.17元
目标价格(人民币): 147.00-147.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.04
已上市流通A股(亿股)	3.84
总市值(亿元)	568.97
年内股价最高最低(元)	115.38/101.12
沪深300指数	4003
深证成指	9939



产品渠道双引擎发力, 助推区域龙头二次腾飞

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	2.28	3.37	4.61	5.87	7.32
每股净资产(元)	12.83	15.10	17.86	21.38	25.77
每股经营性现金流(元)	2.75	3.69	7.90	6.20	7.68
市盈率(倍)	28.79	16.03	23.89	18.77	15.05
净利润增长率(%)	38.46%	47.57%	36.93%	27.30%	24.04%
净资产收益率(%)	17.78%	22.30%	25.80%	27.44%	28.39%
总股本(百万股)	503.60	503.60	503.60	503.60	503.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **徽酒龙头再振兴, 专注变革助成长。**古井贡酒是安徽白酒龙头, 中国老八大名酒企业之一。2007年新管理层上任后进行自我调整回归主业, 2008年推出主打产品年份原浆系列, 进行渠道的精耕细作与产品结构优化。2019Q1-3营收82.03亿元, 同比+21.31%; 归母净利润17.42亿元, 同比+38.69%。
- **卡位次高端市场, 产品结构持续升级。**安徽省内经济增长稳定, 市场的主流消费价格带上移, 次高端扩容。公司作为徽酒龙头, 聚焦次高端市场, 成功实现了产品结构升级和放量。公司一抓产品结构升级, 古8及以上实现高增长, 占比持续提升; 二抓献礼古5控量保价, 稳定省内价盘及渠道利益, 三抓部分县级渠道市场, 进一步提升市场竞争力。
- **渠道、产品、品牌三力齐发, 造就核心竞争力。**(1)渠道方面, 古井贡酒自2009年实施“三通工程”, 直接接触终端网络。古井保证了对渠道价格的掌控能力, 并且建立了稳固的厂商关系, 在渠道上也尝试创新, 采取“区域保护+分渠道操作”模式实现新产品的快速布局。(2)产品方面, 以年份原浆为绝对主力, 产品覆盖面广, 而随着消费升级, 古井贡酒不断调整优化自身产品结构且进行产品创新, 强化高端占位。(3)品牌方面, 一方面古井贡酒大力宣传品牌, 销售费用逐年走高以建立品牌制高点, 另一方面古井集团深入实施5.0战略与追求国际化并进, 助推品牌新高度。
- **国企改革释放新活力, 省外扩张加速。**2019年亳州市国资委将持有的古井集团60%股权, 无偿划转至亳州市国资运营公司, 促进内部机制更加灵活, 推动古井贡酒的发展。“年份原浆+黄鹤楼”双品牌运作持续发力, 河南处于上升发力期, 仍是主攻战场持续下沉; 江浙沪大商模式推行, 品牌势能提升; 湖北市场, 双品牌运作下, 黄鹤楼协同效应加速显现, 收入规模持续扩大。

投资建议

- **盈利预测:** 预计2019-2021年收入107.50/130.76/155.44亿元, 同比+23.76%/21.64%/18.87%; 归母净利分别为23.21/29.55/36.84亿元, 同比+36.93%/27.30%/24.04%; 对应EPS分别为4.61/5.87/7.32元, 给予公司20年25倍市盈率, 目标价147元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 食品安全风险、宏观经济下行、行业竞争加剧

刘宸倩 联系人
liuchengqian@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、千年美酒再振兴，专注变革助成长.....	4
1.1 主要产品：产品结构清晰，品牌发展强势.....	5
1.2 经营业绩：营收增长稳定，迈向全新成长阶段.....	5
1.3 同行对比：经营稳定，发展趋势强劲.....	8
二、市场发展潜力大，区域龙头优势明显.....	10
2.1 大环境：次高端白酒处于蓝海，结构性增长成为地产酒的核心动力.....	10
2.2 市场潜力：白酒产销大省，消费水平提升叠加消费结构升级.....	12
2.3 竞争格局：东不入皖竞争激烈，区域龙头地位稳固.....	13
三、产品渠道双轮驱动，三力造就核心竞争力.....	16
3.1 渠道：深度分销掌控终端，渠道高效运作.....	16
3.2 产品：产品定位明确，结构持续升级.....	18
3.3 品牌：大国浓香，千年美酿，品牌张力不断提升.....	19
四、国改持续释放新活力，省内省外加速发展.....	20
4.1 机制改革：国改持续进行，释放古井新活力.....	20
4.2 省内市场：产品结构优化借力消费升级，主攻次高端蓝海.....	22
4.3 省外市场：古井+黄鹤楼双品牌运作，渠道力助推发展.....	26
五、投资建议.....	29
六、风险提示.....	30

图表目录

图表 1：古井贡酒历史复盘.....	4
图表 2：2006-2018 年业务营收占比.....	4
图表 3：古井贡酒产品.....	5
图表 4：2014 年以来营业收入稳定增长.....	6
图表 5：公司归母净利润维持较高增速.....	6
图表 6：2018 年古井贡酒分产品的营收占比.....	6
图表 7：2018 年古井贡酒分地区的营收占比.....	6
图表 8：2016 年以来古井贡酒的提价情况.....	7
图表 9：2019 年三季报白酒企业毛利率（部分）.....	7
图表 10：2009 年以来古井贡酒的毛利率变化.....	7
图表 11：2017 年后，营收增速超过销售费用增速.....	7
图表 12：2008 年以来古井贡酒的净利率与费用率.....	8
图表 13：2019Q1-3 古井收入增速为 21.31%.....	9
图表 14：2019Q1-3 古井利润增速为 38.69%.....	9
图表 15：毛利率对比：古井最高.....	9

图表 16: 净利率对比: 古井上升空间大.....	9
图表 17: 古井贡酒的资产负债率低于山西汾酒, 高于口子窖和洋河.....	10
图表 18: 白酒消费群体结构发生变化.....	10
图表 19: 2015 年后, 五粮液 (52 度) 的价格逐渐回升.....	11
图表 20: 2015 年后, 茅台 (53 度) 的价格逐渐回升.....	11
图表 21: 地产酒情况 (部分)	12
图表 22: 2010-2018 上半年前十名白酒产量省份.....	12
图表 23: 安徽白酒主流消费价格持续上移 (单位: 元)	13
图表 24: 吨价提升明显 (万元/吨)	13
图表 25: 古井贡酒营收增长, 金种子酒营收下滑.....	14
图表 26: 金种子酒的净利润持续下滑.....	14
图表 27: 徽酒三大梯队.....	15
图表 28: 2018 年古井贡酒营收占比提高.....	15
图表 29: 古井贡酒的线上销售量增长.....	17
图表 30: 古井贡酒产品结构与定位.....	18
图表 31: 古井贡酒销售费用 (单位: 百万元)	19
图表 32: 古井贡酒与山西汾酒的业绩对比-2017 年改革后汾酒赶超古井贡酒 (单位: 亿元)	21
图表 33: 古井贡酒与山西汾酒的市值差异 (单位: 亿元)	21
图表 34: 江苏市场领先安徽市场 3-4 年 (单位: 元)	22
图表 35: 安徽市场与江苏市场的消费升级.....	23
图表 36: 古井贡酒与洋河股份发展阶段.....	24
图表 37: 古井贡酒与洋河股份产品.....	24
图表 38: 2018 年安徽白酒产量位居全国第五.....	25
图表 39: 洋河在江苏省内份额达 35%.....	26
图表 40: 古井贡酒安徽省内 200-300 元价位份额达 47%.....	26
图表 41: 特制黄鹤楼酒两次入选“中国名酒”.....	26
图表 42: 黄鹤楼酒业业绩承诺 (单位: 万元)	27
图表 43: 部分地区营业收入-华中市场依旧是古井贡酒主要领地 (单位: 亿 元)	27
图表 44: 古井贡酒在河南部分市场情况.....	28
图表 45: 古井贡酒产品结构拆分.....	29
图表 46: 古井贡酒盈利预测.....	30
图表 47: 白酒行业公司预期.....	30

一、千年美酒再振兴，专注变革助成长

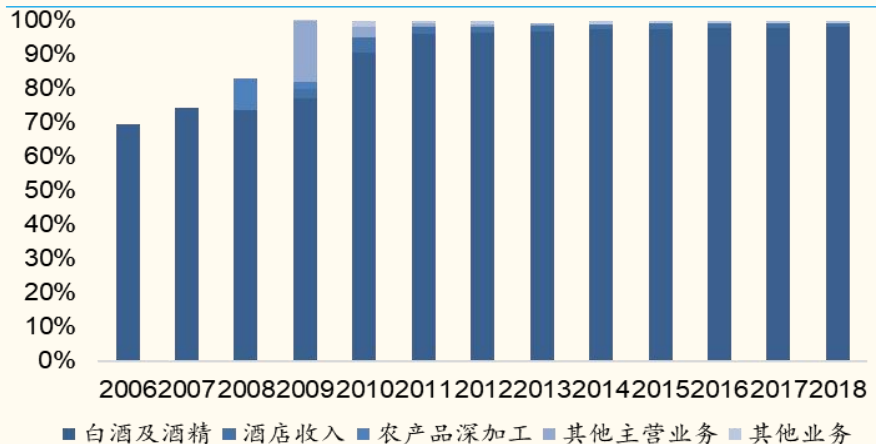
古井贡酒，安徽省白酒龙头，是中国老八大名酒企业之一。1992年集团公司成立，1996年古井贡酒股份公司上市，致力于打造以白酒产业为核心的“制造业平台”、以地产和商旅为主的“实业平台”、以金融集团为主的“金融平台”和以酒文化、酒生态、酒产业、酒旅游为核心的“文旅平台”。深度复盘公司兴衰历史，一方面可以通过寻找历史拐点总结往期扰动因素，另一方面，以史为鉴可以对未来公司发展前景进行前瞻性预判。公司历史主要分为三个阶段：1) 20世纪90年代为高峰期；2) 1997-2007十年沉寂期；3) 2007年至今回归主业。

图表 1：古井贡酒历史复盘



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 2：2006-2018 年业务营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

2014 以来，在新一轮白酒周期下，古井贡酒通过产品结构优化与销售调整再振兴。2014 年下半年，梁金辉出任董事长，进行了一系列改革。产品方面，以年份原浆为核心，将其分成献礼版、5 年、8 年、16 年、26 年来实现产品结构的优化。销售方面，重提百亿战略规划，加大费用投放，调整销售公司组织架构。公司与各级营销中心经理签订了百亿目标军令状深耕省内市场，并于 2016 年收购了湖北名酒黄鹤楼进军省外市场。

1.1 主要产品：产品结构清晰，品牌发展强势

- 丰富产品结构，主导古井贡酒“年份原浆”，浓香为主，兼有清香和兼香，细分出子系列。古井集团白酒产品以浓香为主，兼有清香和兼香。七大系列产品：年份原浆系列，窖龄系列，老名酒系列，大坛系列，健康开坛系列，淡雅系列，红运系列，还有新产品系列。年份原浆是公司主导产品，在保证浓香纯正的基础上，避免了酒体的兼香混杂，可细分为献礼、古 5、古 16、中国香等多个子系列。2017 年，年份原浆贡献了 70% 左右销售额，单系列销售额 40 亿左右。
- 建立品牌制高点，进一步增强品牌驱动力。2018 年，古井贡酒荣获“世界烈酒名牌”称号，在“华樽杯”中国酒类品牌价值评议活动中，“古井贡”品牌价值达到 1018.65 亿元。

图表 3：古井贡酒产品

古井贡酒：



黄鹤楼酒：



来源：公司官网，京东，国金证券研究所

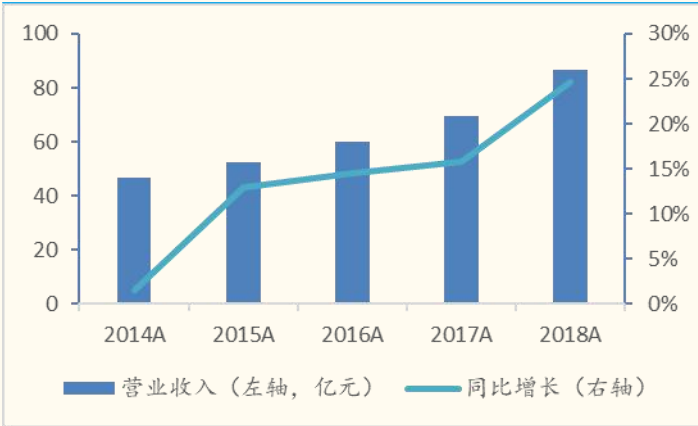
1.2 经营业绩：营收增长稳定，迈向全新成长阶段

►古井贡酒近年来业绩稳定增长，营收同比+24.66%，归母净利同比+47.52%

- 2018 年度，公司实现营业收入 86.86 亿元，同比+24.66%；归母净利润 16.95 亿元，同比+47.52%，每股收益 3.37 元/股。

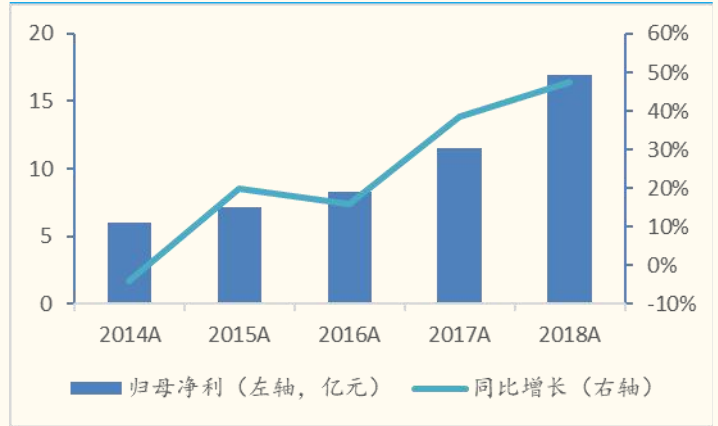
- 公司近年来营收与归母净利年均复合增长率稳步提升。2014-2018年，公司营业收入始终保持正增长，从46.51亿增长到86.86亿元，年均复合增长率为13.31%；归母净利润从5.97亿元增长至16.95亿元，年均复合增长率为22.2%。
- 营收增长主要来自白酒业务，华中地区营收占比高、增长快。公司2018年实现营业收入86.86亿元。分产品看，白酒业务的营业收入约为85.20亿元，营收占比为98.09%，同比+24.89%。分地区看，华中地区的营业收入约为78.67亿元，占比达90.57%，同比+25.47%；华北地区、华南地区和国际的营收占比分别为5.03%、4.23%和0.17%。

图表4：2014年以来营业收入稳定增长



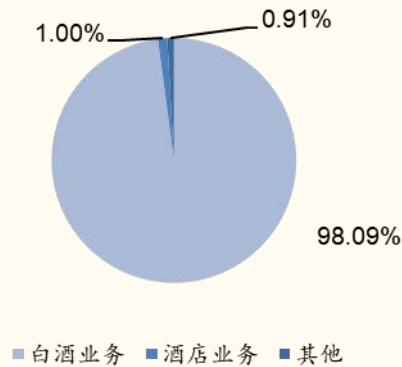
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：公司归母净利润维持较高增速



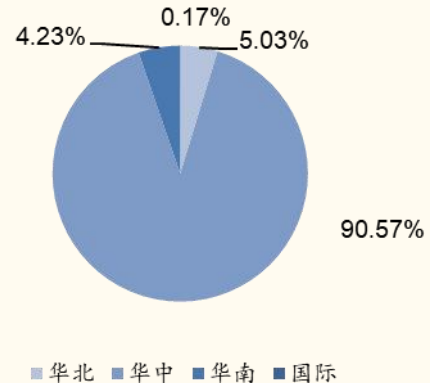
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：2018年古井贡酒分产品的营收占比



来源：古井贡酒2018年报，国金证券研究所

图表7：2018年古井贡酒分地区的营收占比



来源：古井贡酒2018年报，国金证券研究所

►未来业绩增长：产品结构升级带动提价，费用率下降有望实现新增速

- 省内动销突出，省外产品价格带升级，产品结构升级稳步推进全国化布局、提价政策与毛利率上升。公司战略性布局迈向高端与次高端，产品升级更上一层楼，预计未来次高端价格带稳步扩容。渠道调研反馈，省内重点市场2019年春节期间古16和古20增长势头强劲，春节动销突出；省外市场，公司在地产酒竞争激烈的河南市场也逐步实现了产品价格带的升级。年份原浆系列推出十余年后，产品升级再上一个台阶，次高端价格带更好占位将利于公司全国化布局稳步推进。产品结构升级促进了古井贡酒的提价政策，实际上，从2016年以来，古井贡酒就多次提高产品价格，2018年的4月份旗下大量产品都进行了较大幅度的提价。价格带上移与公

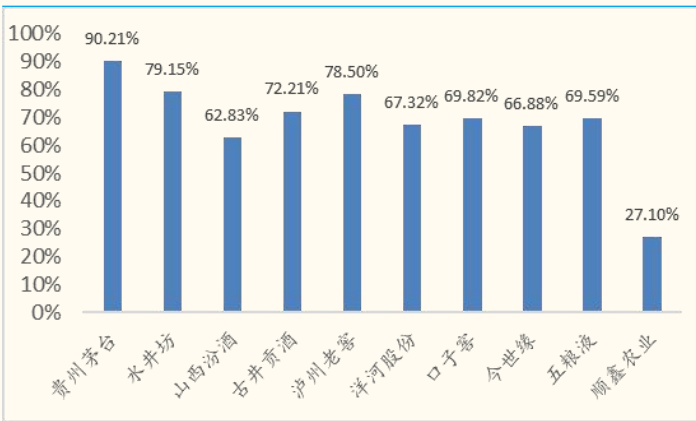
司提价政策的双重作用进一步推动了毛利率的上升，从2014年的68.63%提高到了2018年的77.76%。

图表 8：2016 年以来古井贡酒的提价情况

时间	提价情况说明
2016 年 4 月	年份献礼版、5 年实际成交价不得低于 85 元与 120 元； 年份原浆 5 年的出厂价和市场价同步提价 10 元
2016 年 8 月	对合肥市场的古井贡酒年份原浆献礼版、年份原浆 5 年、年份原浆 8 年的渠道进货价进行了微调，涨幅从 2 元/瓶到 5 元/瓶不等
2017 年 4 月	终端零售网点献礼版零售价 340 元/箱； 年份原浆 5 年 120 元/瓶，480 元/箱
2018 年 4 月	年份原浆献礼版上调 20 元/箱，终端零售价 360 元/箱； 年份原浆 5 年上调 40 元/箱，终端零售价 500 元/箱； 年份原浆 8 年上调 80 元/箱，终端零售价 1000 元/箱； 年份原浆 16 年上调 240 元/箱，终端零售价 2160 元/箱；
2018 年 10 月	对安徽市场的古井贡酒年份原浆 8 年终端成交价进行提价，上调 10 元/瓶

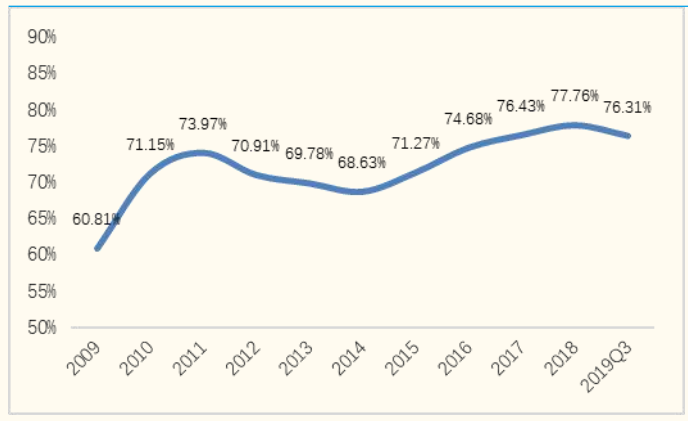
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：2019 年三季报白酒企业毛利率（部分）



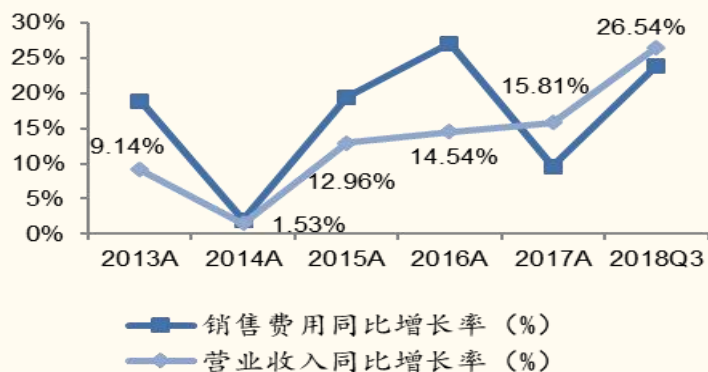
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2009 年以来古井贡酒的毛利率变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：2017 年后，营收增速超过销售费用增速



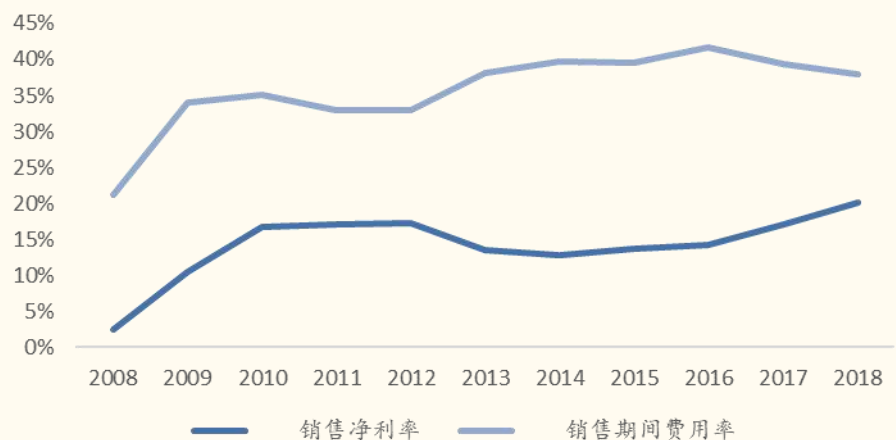
来源：Wind，国金证券研究所

投入品牌推广取得初步成效。近年来，公司加强品牌宣传，不断增加广告费投入，带动公司销售费用持续增加。2016-2018 年，公司销售费用分别为 19.80 亿元、21.70 亿元和 26.83 亿元，公司广告费支出分

别为 4.66 亿元、5.85 亿元和 6.44 亿元，同比增速不断提高，分别为 17.17%、25.52%和 10.15%。公司品牌推广已经取得初步成效，自 17 年，公司营业收入增速反超销售费用增速，17 年和 18 年营收增速分别为 15.81%和 24.65%。

- 前期费用投资进入收获期，精确有效把控费用，费用率下降，毛利率与净利率逐步上升。渠道投入进入收获期，净利率加速提升。古井省内以直营方式进行渠道建设，销售费用远高于省内其他 4 家上市公司，大量的渠道投入带来了超强的渠道力。17 年下半年以来省内逐渐进入收获期，公司加强对费用的管控，费用率持续下降，增强了费用投放的精准性有效性。得益于公司营收扩大的规模效应以及公司对费用的把控，公司“一降双升”效应明显，即毛利率和净利率升，费用率降。18 年公司销售费用率降低 1.44pct，销售净利率提高 3pct，预计 2019 年净利率继续提升。

图表 12：2008 年以来古井贡酒的净利率与费用率



来源：Wind，国金证券研究所

►古井贡酒业绩迈向全新成长阶段

- 冲刺百亿营收，营收与归母净利增速高增，全年任务已完成 80%，五项举措打造“新古井”。2019 年 Q1-3，古井贡酒实现营收 82.03 亿元，同比 +21.31%；归母净利润 17.42 亿元，同比 +38.69%；经营性现金净流量净额 22.41 亿元。前三季度完成全年任务的 80%，全年任务完成无虞。
 - 为推进目标完成，2019 年前三季度，古井贡酒通过五项举措，不断深化“新古井”的打造：一是持续加强品牌建设与投入，推进品牌复兴工程；二是推动数字化古井、国际化古井、法治化古井建设，打造智能型管理企业；三是积极探索内部创新机制，打造“小微平台”和盈利中心；四是加强安全环保管理，确保公司生产安全平稳有序；五是加强企业文化建设，深化党管一体化。

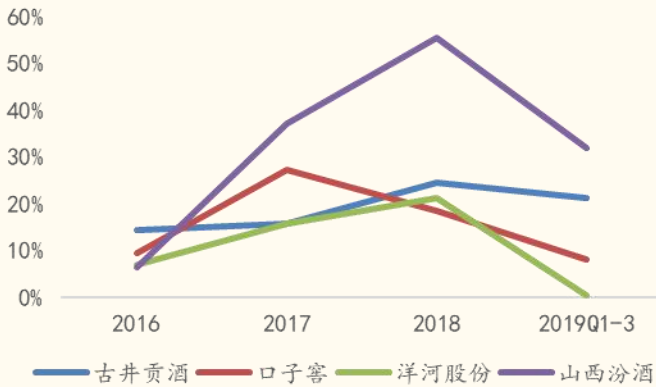
1.3 同行对比：经营稳定，发展趋势强劲

►营收、净利润增速对比：增长势头稳定且强劲

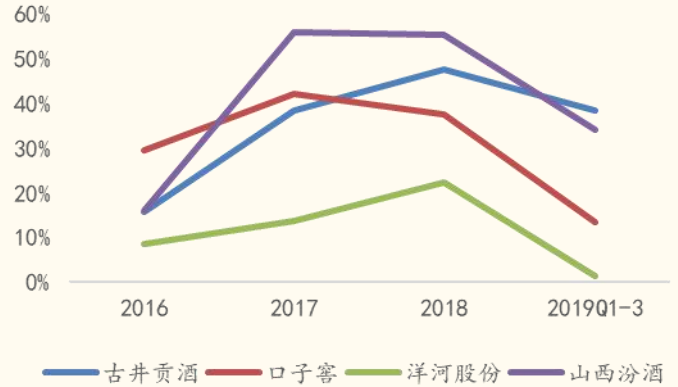
- 近年来古井贡酒在营业收入同比增长和净利润同比增长方面，都呈现出稳定且强劲的势头，空间大。营收方面，2016-2019Q1-3 营收同比分别为 +14.54%、+15.81%、+24.65%、+21.31%。其中 2019Q1-3 营收均高于口子窖 (+8.05%)、洋河股份 (+0.63%)，低于山西汾酒 (+25.72%)。净利润方面，2016-2019Q1-3 净利润同比分别为 +15.94%、+38.46%、+47.57%、+38.69%，2019Q1-3 净利润增速高于山西汾酒 (+33.36%)、口子窖 (+13.51%)、洋河股份 (+1.53%) 的增

速。从近三年来营收、净利润增长的情况可以看出古井贡酒营收、净利润增长势头稳定且强劲，增长空间大。

图表 13：2019Q1-3 古井收入增速为 21.31%



图表 14：2019Q1-3 古井利润增速为 38.69%



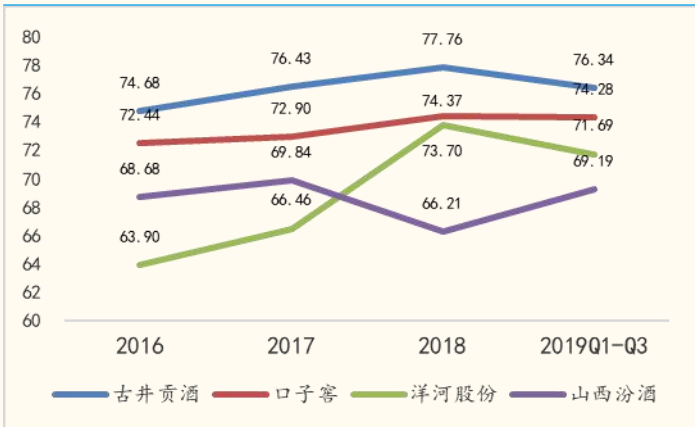
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

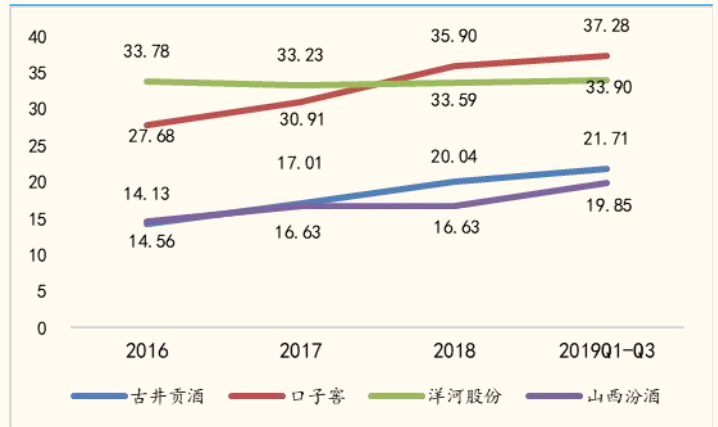
► 毛利率、净利率对比：毛利率处于行业较高水平，净利率上升空间大

- 古井贡酒毛利率处于行业较高水平，净利率上升空间大。在毛利率方面，2016-2019Q1-3，古井贡酒毛利率分别为 74.68%、76.43%、77.76%、76.31%。2019Q1-3 古井贡酒的毛利率为 (+76.31%)，均高于山西汾酒 (+69.19%)、口子窖 (+74.27%)、洋河股份 (+71.67%) 的毛利率，说明古井贡酒获利能力较高。在净利率方面，古井贡酒在 2016 到 2019Q1-3，净利率分别为 16.80%、20.32%、23.50%、21.23%。虽然净利率水平低于行业竞争对手，结合古井贡酒的发展趋势以及毛利率的增长态势，未来古井贡酒净利率上升空间较大。

图表 15：毛利率对比：古井最高



图表 16：净利率对比：古井上升空间大



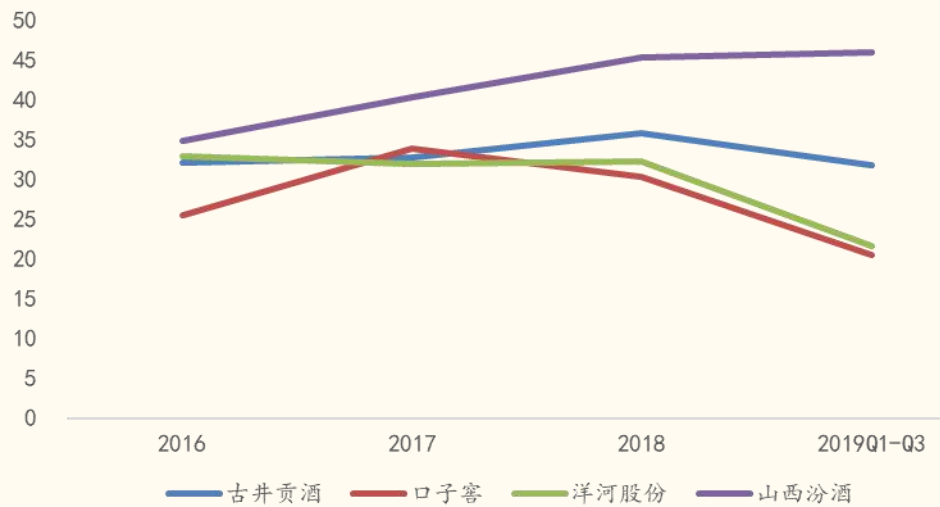
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

► 资产负债率对比：古井低于行业平均水平且充分利用外部资金

- 古井低于行业平均水平，财务风险低，且充分利用外部资金。2016-2019Q1-3，古井贡酒资产负债率分别为 32.00%、32.62%、35.81%、31.74%，基本高于口子窖和洋河股份，但是低于山西汾酒，也基本低于行业平均值。结合古井贡酒的国企背景来看，意味着在低于行业平均财务风险的水平下，古井贡酒充分利用外部资金。

图表 17：古井贡酒的资产负债率低于山西汾酒，高于口子窖和洋河



来源：Wind，国金证券研究所

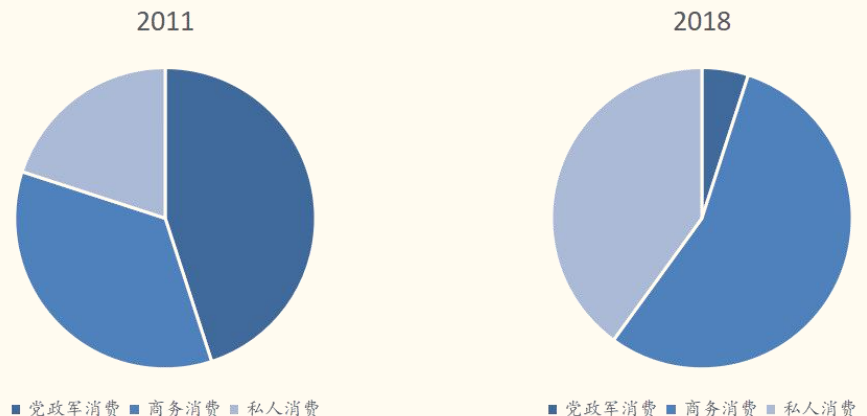
二、市场发展潜力大，区域龙头优势明显

2.1 大环境：次高端白酒处于蓝海，结构性增长成为地产酒的核心动力

➢消费升级，次高端白酒处于蓝海阶段

- 在消费结构方面，大众消费占比提升至 95%，抗风险能力增强。2015 年起，白酒行业重点从高端政商消费向由“消费升级”为特征的大众消费转型。2012 年前，白酒消费结构中，政务消费占比较高，达 45%。2012 年，三公消费受限后，白酒消费需求出现断崖式下跌，2012-2015 年，个人消费及商务消费逐渐取代政务消费。2018 年，个人消费占比提升至 40%，商务消费占比提升至 55%。此次白酒行业复苏，根基更加夯实，其根基在于消费群体由原来的三公消费群体转向消费升级所带来的商务、大众消费群体。

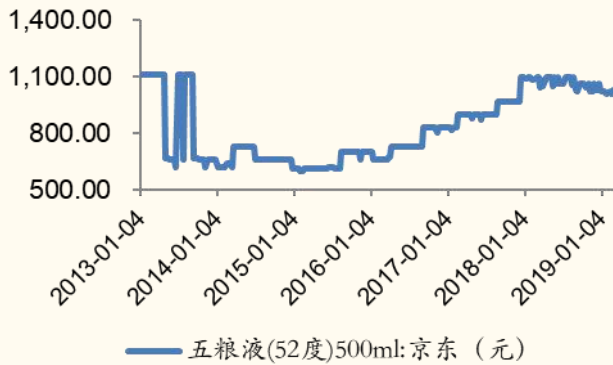
图表 18：白酒消费群体结构发生变化



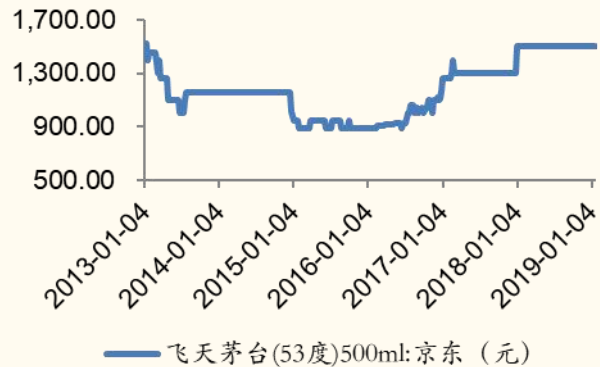
来源：Wind，国金证券研究所

- 在白酒大众消费的时代下，受益于人均可支配收入增长，消费升级趋势明显，我国白酒主流消费价格带上升加快，上升周期缩短。自 2015 年，高端白酒开始逐步提价，茅台、五粮液等高端白酒的批价及零售价稳步上行。一方面拉高白酒行业价格天花板，另一方面提高了中高端白酒的性价比，刺激中高端白酒需求。

图表 19：2015 年后，五粮液（52 度）的价格逐渐回升



图表 20：2015 年后，茅台（53 度）的价格逐渐回升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 现阶段次高端市场尚未形成类似于高端白酒市场的稳固格局，具备渠道拓展能力及营销能力的品牌更具优势。次高端白酒目前市场主流认同的酒企有洋河股份、酒鬼酒、水井坊、山西汾酒、舍得酒业、剑南春及郎酒等。从市占率看，剑南春基于其强大的品牌力和产品力，占次高端市场 25%。其他名酒依靠各自品牌、渠道、产品力，形成挤压式竞争格局。

► 结构性增长成为地产酒增长的核心动力

- 地产龙头持续增长，换挡期持续，利润大增，结构性增长成为核心动力。地产酒是酒行业重要组成部分，企业数量占比 70% 以上。本轮增长过程中，地产龙头企业增长迅猛，持续性强，在目前白酒升级的背景下主要具有以下特点：地产龙头连续多年持续增长；全国区域地产酒都处于第四次大众消费换挡期，换挡期还在继续；近年来，地产酒利润大幅增长，迎来改观；结构性增长成为地产酒增长的核心动力。
- 白酒个性化、消费者地产酒情结、强大的渠道优势将会是地产酒持续复兴的原动力。未来五年甚至更长远的时间里，地产酒复兴将会得到延续并加强。地产酒的持续复兴除了消费者的地产酒情结以及政府支持之外，还有各地产酒已经发现了自强的路径。强大的、外来品牌无法比拟的渠道优势，再结合消费者的地产酒情结，构建一张无形的网，保护着自己发展，抵挡外来品牌的进攻。白酒个性化时代已经来到，除了那些区域强势品牌如江西四特、山东景芝正在强势复兴以外，一些渠道优势明显的地产酒品牌也在获得复兴的机会。

图表 21：地产酒情况（部分）

9	区域	企业	2018 年规模（亿元）	主流产品	主流价位
1	安徽	古井贡酒	86.86	献礼、古 5、古 8、古 16	85、110、220、350
2	安徽	口子窖	42.69	5 年、6 年、10 年、20 年	85、110、220、350
3	安徽	迎驾贡酒	34.89	洞 6、洞 9、洞 16、洞 20	110、220、350
4	河南	仰韶酒业	30	献礼、天时、地利、人和	80、100、300、400
5	河南	宋河酒业	14	国字 3、国字 6、国字 9	100、300、500
6	河北	衡水老白干	35.83	十八酒坊 8 年、15 年、20 年、5 星、古法 20 年	130、260、400、700
7	湖北	白云边	45.82	9 年、12 年、15 年、18 年	80、120、200、300
8	湖北	毛铺苦荞	30	黑荞、紫荞、玉荞	110、200、300
9	江西	四特酒业	43	弘韵、雅韵、国韵	200、400、500
10	山东	景芝酒业	33	景阳春、一品景芝、景芝年份	60、100、300
11	山东	花冠酒业	20	金钻、蓝冠、柔酒大师、鲁雅香	80、100、300、400
12	江苏	今世缘酒业	37.41	对开国缘、四开国缘、国缘 K3、国缘 K5	200、300、400、500
13	陕西	西凤集团	50.16	6 年、15 年陈酿、华山论剑系列、国花瓷、旗帜	80、100、300、400
14	甘肃	金徽酒业	14.62	18 年、柔和、五星、三星、四星	50、100、200、300

来源：公开资料整理，国金证券研究所

2.2 市场潜力：白酒产销大省，消费水平提升叠加消费结构升级

►安徽市场潜力巨大，市场空间仍在增长

- 安徽是白酒产销大省。自 2010 年，安徽一直是我国白酒产量前十名的省份，2018 年安徽省白酒（折 65 度）产量达 4.31 亿升，排名全国第 5。销量方面，安徽的白酒市场容量大，16 年达到 220 亿左右。

图表 22：2010-2018 上半年前十名白酒产量省份

年份	前十名省份
2010	四川、山东、河南、辽宁、江苏、安徽、吉林、湖北、内蒙古、河北
2011	四川、河南、山东、辽宁、江苏、内蒙古、吉林、安徽、河北、湖北
2012	四川、山东、河南、江苏、辽宁、湖北、内蒙古、吉林、安徽、黑龙江
2013	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、辽宁、黑龙江、安徽
2014	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、辽宁、安徽
2015	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2016	四川、河南、山东、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2017	四川、河南、山东、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2018	四川、江苏、湖北、北京、安徽、河南、山东、贵州、吉林、山西

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

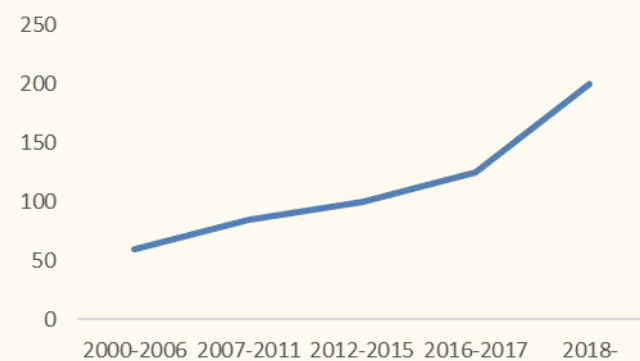
- 省内人口数增加，经济增长稳定，消费水平上升动力大。近年来，安徽省人口数不断增长，由 13 年的 6029.8 万人增长为 18 年的 6323.6 万人，年复合增长率为 0.96%。同时，安徽地区生产总值保持较高速增长，16 年后增速超过全国 GDP 增速；18 年安徽省 GDP 达到 30007 亿元，13-18 年的年复合增长率为 9.31%。GDP 增长带动居民人均支出增加，从 14 年起，安徽省城镇居民和农村居民的人均消费支出均保持正增长，并且农村居民支出的增速明显高于城镇居民。
- 安徽区域差异性大，皖中发展空间大，消费价格带提升，消费场景、偏好稳定。安徽地域范围跨度广，以淮河为界，皖南皖北在消费习性上呈现出明显差异。发展空间较大的皖中以合肥为代表，消费水平较高。近年消费

升级明显，档次逐渐提升至中高端，消费价格带约 150-200 元。消费场景以聚饮为主，偏好稳定，宴会、应酬、亲朋小聚和自酌饮风格差别甚小。

►消费升级，主流消费价格带上移，次高端扩容

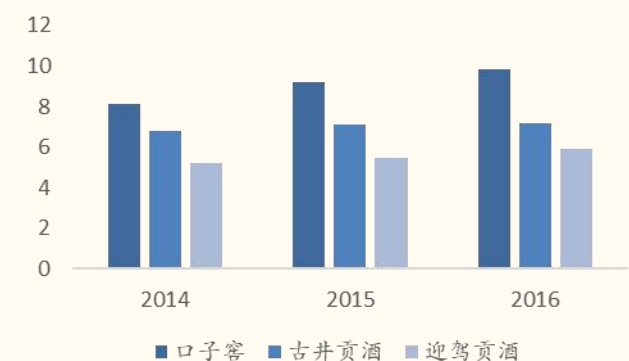
- **安徽白酒消费升级加快。**安徽白酒整体市场容量约 250 亿元，消费档次不高，当前消费升级趋势明显。在 250 亿元的市场规模中，80 元及以上价位的白酒占一半以上，2015 年之后白酒市场整体回暖，消费升级加速。
- **价格带方面，价格带上移明显，200-300 元价位高增长，消费者倾向品牌力较强的龙头公司。**14 年春节后，合肥市场大婚宴用酒从 80 元左右价格带向 100 元以上价位升级。2016 年，合肥市场消费者偏好逐步向古井 8 年(409 元)过渡，乡镇市场也逐步从 20 元以下价格带向 30-60 元品牌产品集中。目前，对于 100 元以上的中高端产品，消费者更倾向于品牌力较强的龙头公司，因此公司较为受益。而 2017、2018 年之后安徽市场全面走向 300 元价位的主流宴席和商务消费，古井贡酒成为包括茅台五粮液在内的居民面子消费追逐的品牌，中部的合肥等地的 200~300 元价位开始呈现 40~50% 的爆发增长，增速远超过 100 元价位。
- **消费属性方面，白酒的消费主力人群越来越多地向大众转移。**据统计，当前亲友聚会和个人自饮在消费者购酒动机中占比较高，超 60% 的消费者购酒出于这两种原因。商务宴请和送礼需求合计占比约 35%，政商群体作为白酒消费需求方的影响力正在逐渐变小。
- **城乡地域方面，安徽乡县市场白酒消费的主流区间已上行至 60-80 元，白酒消费向口子五年、古井献礼升级；城市主流消费价格带在百元左右，产品逐渐向口子 6 年、10 年、古井 8 年升级。**
- **上市公司披露数据方面，近三年口子窖、迎驾贡酒吨价提升明显，古井贡酒吨价小幅上涨。**2015 年口子窖白酒吨价同比提升 12.59% 达 9.18 万元/吨，2016 年同比+7.04% 提升至 9.82 万元/吨；迎驾贡酒也连续提升，2015、2016 年分别提升 4.37%、8.68% 达 5.93 万元/吨，古井贡酒吨价近两年也有小幅提升。

图表 23：安徽白酒主流消费价格持续上移（单位：元）



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 24：吨价提升明显（万元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

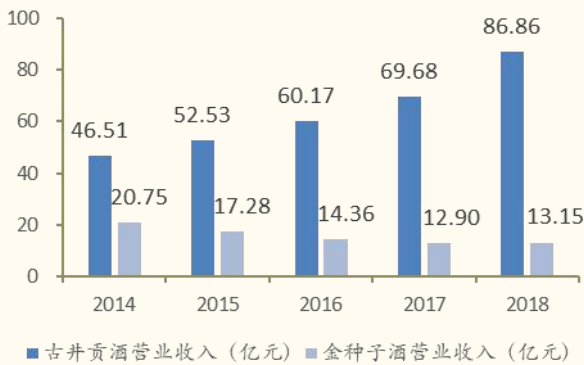
2.3 竞争格局：东不入皖竞争激烈，区域龙头地位稳固

- **“东不入皖”，消费者认可与忠诚本土品牌，省内市场相对封闭，皖北本土品牌众多且集中。**白酒行业中有“东不入皖，西不入川”的讲法，意思是指安徽和四川是行业内公认的竞争激烈的省份。一方面，安徽省内的酒企拥有较强的渠道和营销，且白酒价格已经形成了较为成熟的体系，消费者对于本土品牌也拥有较高的认可度和忠诚度。另一方面，安徽省内各个地区白酒有地方保护，因此外省白酒在安徽的发展十分受限，省内市场处于一个相对封闭的状态。安徽本土白酒品牌众多，皖北强势品牌较为集

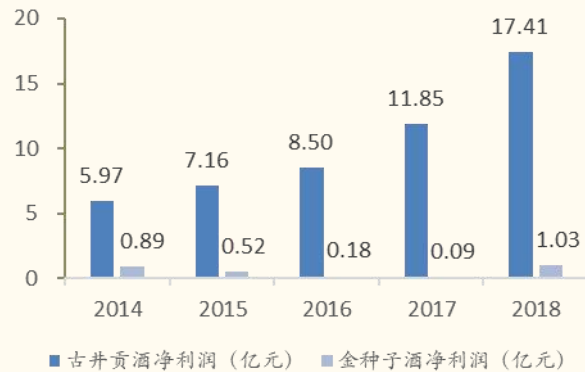
中。规模靠前的品牌当中，除古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒四家上市公司外，还包括高炉家、宣酒、皖酒、文王贡酒、九华山、明光酒等品牌。

- **本土品牌凭借产区优势与消费惯性在 50-300 元价格带表现强势，而省外品牌在 300 元以上的次高端/高端市场和 50 元以下的低端市场相对占优。**一方面，300 元以上价格带具备重品牌的消费属性，品牌力不足导致徽酒在次高端及以上市场处于弱势，故该价格带虽然有本土品牌(如古井 16 年、口子 20 年等)，但体量非常小，基本被茅台、五粮液等省外名酒占据。另一方面，50 元以下低端市场的利润空间相对较小，而以营销见长的徽酒通常具备较高的营销成本，并不热衷于拓展低端市场，故该价格带主要以二锅头、老村长等省外品牌为主。因此，在品牌需求相对弱且利润空间相对大的 50-300 元价格带，徽酒凭借产区优势、消费惯性等成为当地消费的主品牌。
- **安徽白酒市场竞争激烈，公司逐渐形成分化的竞争格局，古井营收净利高增，而金种子酒有所下滑。**14 年到 18 年，古井贡酒的营收分别为 46.51 亿元、52.53 亿元、60.17 亿元、69.68 亿元、86.86 亿元，净利润基本保持正增长，而金种子酒营收和净利润在 2014-2017 年期间则不断下降。

图表 25：古井贡酒营收增长，金种子酒营收下滑



图表 26：金种子酒的净利润持续下滑



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- **徽酒价格带划分清晰，古井贡酒和口子窖形成双寡头竞争。**徽酒价格带相对固定，省内白酒消费者对于白酒品牌认知比较强烈且短时间内不会改变。徽酒基本可划分为三个梯队，呈现出“100-300 元以古井和口子寡头垄断、50-100 以迎驾/宣酒/高炉家等品牌为主、50 元以下以金种子/文王贡等品牌为主”的分层竞争格局。经过长期的混战后，徽酒各品牌形成了较为明晰的价格带划分：
 - **古井和口子聚焦 100-300 元价格带，形成良好的双寡头垄断竞争格局：**100-200 元区间主要以古井原浆 5 年、口子 6 年、洋河海之蓝为主，是当前省内消费的主流价格带，且古井 5 年和口子 6 年占比大。200-300 元以古井原浆 8 年、口子 10 年、洋河天之蓝、五粮春为主，但总体量不大，是未来省内消费升级的方向。2017 年和 2018 年，公司和口子窖的业绩均保持正增长：公司分别实现营收 69.68 亿元和 86.86 亿元，同比+15.81%和+24.56%，净利润分别为 11.85 亿元和 17.41 亿元，同比+38.46%和+47.57%；口子窖分别实现营收 36.03 亿元和 42.69 亿元，同比+27.29%和+18.50%，净利润分别为 11.14 亿元和 15.33 亿元，同比+42.15%和+37.62%。
 - **50-100 元价格到品牌多且竞争激烈，消费需求向两端转移。**50-100 元价格带主要以古井献礼版、口子 5 年、迎驾贡银星、宣酒、高炉家等本土品牌为主，品牌数量多且竞争激烈，其中古井献礼版和口子 5 年份额相对较大，这一价格带部分需求在向 100 元以上和 50 元以下转移。

- **50元以下本土品牌比重小，压力大。**而50元以下的本土品牌主要以金种子的祥和系列、文王贡的正一品系列为主，但占比较小，生存空间受到消费升级和省外品牌替代冲击的双重打压。

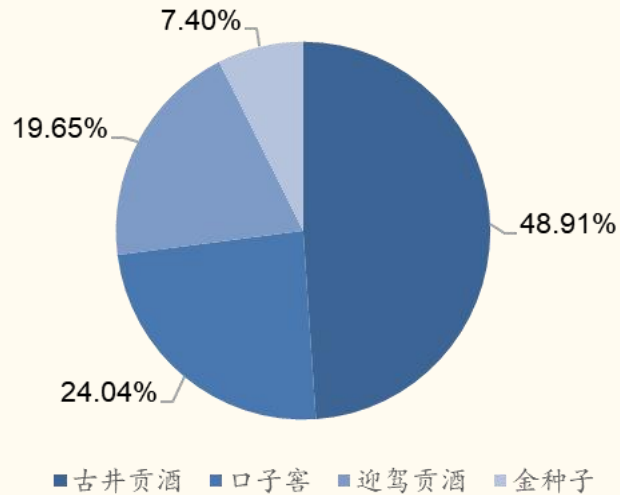
图表 27：徽酒三大梯队

梯队	主要价格带	品牌
第一梯队	80-300元	古井贡酒、口子窖
第二梯队	40-80元	迎驾贡酒、金种子酒、高炉家酒、宣酒等
第三梯队	40元以下	文王贡酒、金坛子等

来源：京东，公开资料整理，国金证券研究所

- **公司省内发展空间大，营收占比最大且提升，徽酒龙头地位稳固。**近年来，公司市占率一直居省内首位，并处于上升通道。2018年，安徽四大白酒上市公司营收合计为177.59亿元，其中古井贡酒占比最大，达48.91%，高于17年的46.46%，龙头地位稳固。未来，受益于省内消费升级和省外扩张，公司省内仍有发展空间。

图表 28：2018年古井贡酒营收占比提高



来源：Wind，国金证券研究所

三、产品渠道双轮驱动，三力造就核心竞争力

3.1 渠道：深度分销掌控终端，渠道高效运作

➤ “三通工程”精耕细作，铸就最强堡垒

- 自 2009 年起，古井开始实施“三通工程”，重点推广年份原浆系列，下大力进行渠道精耕，提升局部市占率与目标市场销量。所谓“三通工程”就是路路通、店店通和人人通。即小区域、高占有，在选中的区域内集中资源，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。相较于依赖经销商拓展渠道的酒企，古井的“三通工程”做到了非常高的局部市场占有率。首先做到局部区域第一，然后进行成功复制，逐步扩大市场占有率，将板块连成一体，最终全面打开目标市场，做到市场销量第一。
- 公司通过直接打通终端网络的独特渠道策略，精细化建设网点与接近消费者，渠道与消费良性互动，稳定龙头地位与年份原浆系列成功基础。古井的渠道策略直接指向的是终端网络，与其他厂商通过经销商开拓终端网络的战略不同。公司在选定区域内集中资源，建立规划、执行、督导三位一体执行体系，通过精细化的网点建设和核心消费者意识培养，构建渠道和消费良性互动。先在区域做到第一，然后进行成功复制、逐步扩大市场占有率，将板块连成一体。此外，古井贡酒的产品绝大部分定位在中低端大众消费，公司借助“三通工程”将古井的产品和品牌最大限度地呈现在大众日常生活中。在安徽省内的亳州、淮北、蚌埠等多个城市，古井的市占率均高居前两名，为奠定古井徽酒龙头地位以及年份原浆系列的成功夯实了基础。

➤ 渠道控价，贵在掌控力

- 控价模式的建立使得古井对渠道各环节价格的掌控力更强，保证经销各环节利润水平的稳定，减少产品窜货的风险。古井贡酒从 2011 年 11 月开始调整渠道价格模式为控价模式。控价模式的核心是强调厂商对于白酒代理、经销商以及终端价格的掌控力，经销商利润模式也随即调整，从差价盈利调整到差价盈利+返点盈利。控价模式下的经销商价=开票价+票折返利：
 - 票折返利通过季返和年返两种方式兑现，可以返现金，也可作为货款使用
 - 一级经销商考核销售额以“开票价”为准，各种费用支持的基础也以“开票价”为准
 - 一级经销商参照同样的控价方式，对分销商采取季返、年返的方式进行控价管理

➤ 建立稳固的厂商关系

- 公司加强良好厂商关系建设，严格选择与督导经销商，实行一体化运营、管理与考核机制，执行效率高。多数酒企都存在厂商沟通成本高、业务队伍执行力不强等问题。而古井贡酒将“钱”“心”“管”相互结合，严把经销商的选择和督导，选择与古井贡酒共同进退的经销商；建立厂商一体化运营机制，对厂商队伍进行一体化管理和考核，并实施厂家嵌入式管理，从而减少沟通成本，提高执行效率。
- 积极调整经销商制度，提高动销，加速市场拓展。目前白酒行业处于转型的关键时期，五粮液、茅台等白酒巨头纷纷调整经销商政策。公司也不断调整经销商政策：将经销商库存指标纳入业绩考核范围，这一措施是渠道

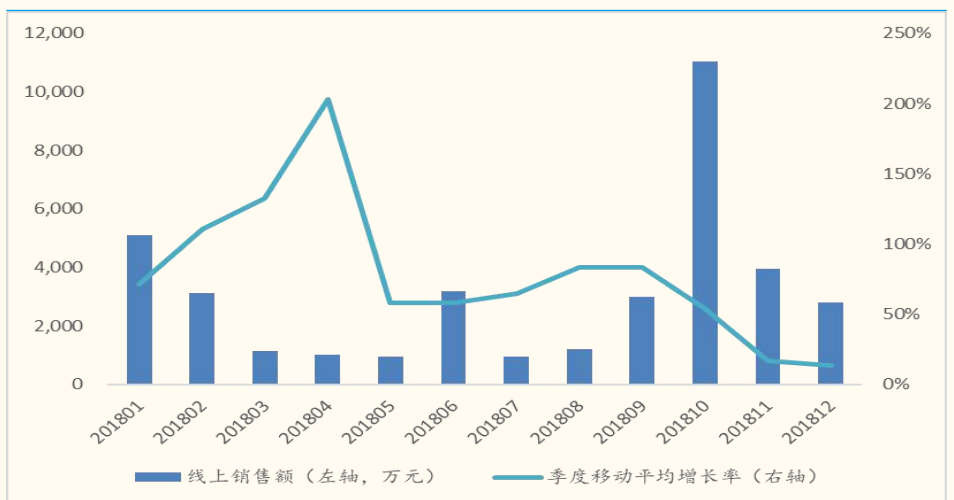
管理上的延伸。19年7月20日，公司的新任董事长梁金辉在安徽亳州首次召开经销商大会。在经销商政策上，以梁金辉为核心的领导团队对经销商态度开放，对渠道管控严格。因此，公司将对经销商政策做出积极调整，这有利于加速市场拓展，提高动销。

➤采取“区域保护+分渠道操作”模式，实现新产品的市场快速布局

- 以古井贡酒新产品37°C亳菊为例，在市场运作过程中，公司采取“区域保护+分渠道操作”的模式，实现市场快速布局。以县级市场为单位，建立区域保护制度；根据经销商的市场管理能力、渠道能力的不同，分常规渠道和团购渠道进行招商，实现渠道的精细化运作。并根据市场的实地调研，制定“一地一策”的全方位线下推广方案。如在六安市场运作过程中，古井贡酒·37°C亳菊团队抓住六安餐饮渠道发达的特点，在市场推进过程中以餐饮渠道为核心进行大众消费渠道全覆盖。同时锁定团购渠道深沟通能力，深挖传统渠道及核心消费者的背后资源。在消费者培育上，以地方特色餐饮店、形象较好的优质餐饮终端为载体，开展消费者免品活动，增加产品曝光度，速抢占健康白酒市场份额；围绕核心消费者意见领袖开展“常态化、多频次、一桌式”的品鉴会以及公关赠饮，平均每个月核心消费者品鉴会达500场次以上。
- 营造网点氛围，优化消费体验，提升品牌形象，拉动消费，快速打造样板市场。在流通渠道，以网点开发为基础，落实网点氛围营造工作，一年时间覆盖优质终端网点1000多家，为消费者提供“可视、可感、服务便捷”的消费体验。新开网点动销率达70%，首月二次进货率达30%以上。在品牌传播上，古井贡酒·37°C亳菊以高端活动赞助、终端标准化体系建设、健康消费理念培育，促进品牌形象高端化升空。并匹配以社区、写字楼、公交等为主的宣传媒介的制高点，加强市场品牌建设，拉动消费。短短不到一年时间，六安市场在所有市场中脱颖而出，成为古井贡酒·37°C亳菊样板市场之一。

➤融合互联网，推进数字化营销

图表 29：古井贡酒的线上销售量增长



来源：Wind，国金证券研究所

高增，促进营收增长。随着互联网的快速发展，“互联网+”已成为大趋势，信息化工具助力酒企和经销商向数字化、移动化转型，电商也由传统简单的销售职能向数字化营销和推广职能转型，新兴渠道不断成熟壮大，

传统渠道也在加速互联网化。目前，酒水行业的新零售趋势已经出现，逐渐实现按需智能供货。18年1月到18年12月，古井贡酒线上销售额增长持续，季度移动平均增长率均高于39%，最高增速达203.1%。通过经销网络与互联网的深度融合，不断创新营销，公司的网上销售额有望继续高速增长，进一步带动公司营收增长。

3.2 产品：产品定位明确，结构持续升级

➢ 以年份原浆为绝对主力，产品覆盖面广

- **产品结构上移，聚焦100元以上中高端产品，年份原浆成为核心。**公司08年推出年份原浆系列，得益于省内大众消费升级，年份原浆的营收占比不断提高，17年达82%。年份原浆已成为公司核心大单品。
- **古井贡酒的白酒产品，覆盖浓香、清香和兼香三大香型，主要包括七大系列：**年份原浆系列、窖龄系列、老名酒系列、大坛系列、健康开坛系列、淡雅系列、新品系列。而老名酒和淡雅系列在公司营收中的占比仅次于年份原浆系列。

➢ 产品结构持续升级，布局持续优化

- **产品结构优化调整，品牌升级，占位高端。**随着消费升级，古井贡酒不断调整优化自身产品结构，持续推进品牌升级，强化高端占位。目前古井贡酒在产品布局上已表现出相当明显的结构性优化组合。
 - **一方面，以古8、古16为核心的古井贡酒在中高档的产品实力强劲。**为了满足不断提升的消费新需求和新趋势，2017年古井贡酒重点聚焦古8、古16两大主力产品，进行优势资源的集中投入，这也大大提升了古井贡酒的品牌实力和对核心消费者的影响力。例如在合肥当地，古8已经成为当地宴请和礼品市场首选；同时，受合肥省会资源的带动和辐射效应，古8在安徽省内的其他地市，聚焦宴席请客、礼品赠送等核心消费场景并逐渐积蓄品牌势能和产品影响。
 - **另一方面，以古26为核心的年份原浆系列的高端化实力不断凸显。**特别是以古26为核心的高端产品不断发挥着价值引领作用，也将进一步带动古井全系产品的产销两旺，品牌价值卡位高端提供了强大助力，据酒说文章报道称古井贡酒·年份原浆成为很多专业人士和消费者极力推荐的白酒高端品牌。其中，古井贡酒·年份原浆古26更是不少人心中的高端酒代表产品。

图表 30：古井贡酒产品结构与定位

产品	档次定位	价格	主要竞品
年份原浆 26 年	高档	1329	茅台、五粮液、国窖 1573
年份原浆 20 年	高档	839	口子窖 20
年份原浆 16 年	高档	629	迎驾贡洞藏 16
年份原浆 8 年	次高档	439	口子窖 10、天之蓝、梦之蓝
年份原浆 7 年	次高档	339	剑南春金剑南
年份原浆 5 年	中档	178	迎驾金星、洞藏 6、口子窖 6
年份原浆献礼版	中档	105	口子窖 5、迎驾银星
淡雅、红运系列	低档	45-100	柔和、祥和种子酒

来源：京东，公开资料整理，国金证券研究所

➢ 产品创新，“健康好酒”37°C毫菊有望成为超级单品

- **加强研究白酒健康因子，推出“健康好酒”37°C毫菊，打造细分品牌与超级单品。**随着消费升级，消费者的年龄结构及消费习惯不断变化，消费者对健康饮酒、文明饮酒日益重视。公司顺应消费趋势，根据“品质化”和“健康化”的消费理念，推出继年份原浆之后的另一战略核心产品——古

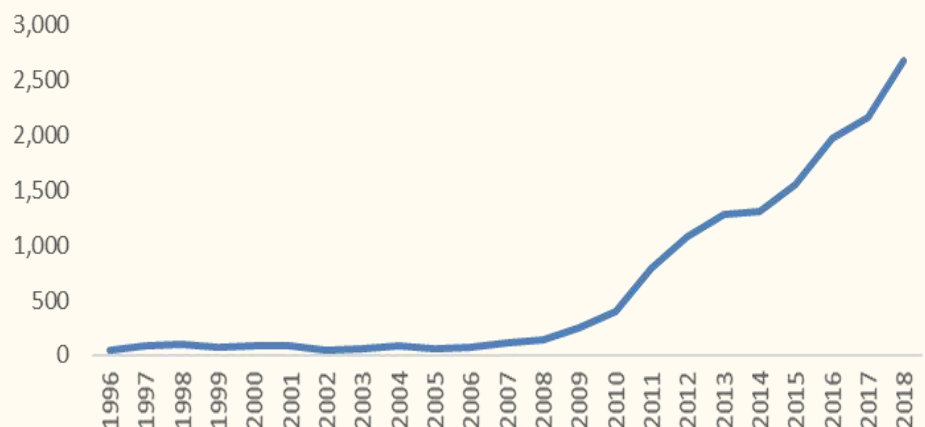
井贡酒 37°C 毫菊，开创健康白酒市场。基于消费者的“功能细分”与“价值细分”是中国白酒未来发展的重要方向。古井贡酒·37°C 毫菊蕴含着十分丰富的“细分基因”，奠定了打造超级细分品牌与超级单品潜质。

- **37°C 毫菊兼具品牌与品质，有望成为超级单品。**古井贡酒 37°C 毫菊酒集地道药材、地道名酒和地道名医于一身，通过品牌创新（健康首度）、工艺创新、科技创新，深度挖掘药食同源植物的附加值，将三种地道药材与酒进行融合，实现了多种健康功能成分的完美组合。
- **在消费者细分定位上，37°C 毫菊也具备广泛的普适性。**据权威机构调研，中国亚健康人群达 70%，其中 25 岁~45 岁社会中坚人群占 63.7%，而 85% 以上的企业管理者处于亚健康状态。这些人有消费能力且对健康生活方式愈发关注，是古井贡酒·37°C 毫菊的目标人群。

3.3 品牌：大国浓香，千年美酿，品牌张力不断提升

- **聚焦次高端和高端产品，销售费用增长，加快品牌建设，提升产品结构与价格体系。**古井贡酒作为中国八大名酒之一，起源可追溯至三国时期，历史悠久，源远流长。曾四次蝉联全国白酒评比金奖，有“酒中牡丹”之美誉。2018 年开始深度聚焦次高端产品，推出古井 20 年，费用投入也一度高升，2015-2018 年，古井贡酒的销售费用分别为 15.58 亿元、19.80 亿元、21.70 亿元、26.83 亿元，逐年走高。古井集团加大战略节点市场推广力度，建立品牌制高点，加快产品结构上移，向次高端和高端产品发力，制造品牌壁垒，努力把握行业红利实现价格体系的跃迁。

图表 31：古井贡酒销售费用（单位：百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

- **古井集团深入实施 5.0 战略，不断探索“白酒+文化旅游”模式，提升品牌高度。**2019 年三月份，第二届桃花春曲节成功举办，这是古井贡酒依托“酒产业、酒文化、酒生态”发力“酒旅游”的一次尝试。通过两年的运作，“桃花春曲节”已成为古井独具特色的品牌活动和文化 IP。2019 年 6 月，古井贡酒《品牌故事》与《品牌人物》宣传片亮相央视频道，宣传片从多个角度解码古井贡酒优质的品牌基因，讲述古井贡酒背后的独特酿造工艺和匠心精神。2019 年 6 月 9 日-11 日，北京世界园艺博览会迎来为期三天的“安徽日”，“千年古井贡酒酿造工艺”活动，作为“安徽日”唯一参展的白酒工艺非遗项目，古井现场进行了酿酒工艺活态展演与精品展示。被载入吉尼斯世界纪录的“九酝酒法”在不断释放经济活力的同时，也助推了古井贡酒的品牌高度。
- **在追求“国际化”方面，古井贡酒更是以酒为媒，结缘世界。**2019 年 5 月 24 日，上海合作组织地方经贸合作青岛论坛暨上海合作组织国际投资贸易博览会在青岛胶州盛大开幕。古井贡酒作为唯一应邀参展的中国白酒品牌亮相，赢得好评不断。近年来，古井贡酒的国际化伴随着一带一路高峰论坛

坛、世园会、亚洲文化旅游展、上合组织地方经贸合作青岛论坛等国际盛事，点亮中国白酒这张靓丽名片。

四、国改持续释放新活力，省内省外加速发展

4.1 机制改革：国改持续进行，释放古井新活力

►古井贡酒国改进程与意义

- **公司产权制度改革，收入增速提高明显，发展动力增强。**截至 2019 年一季度，安徽古井集团有限责任公司共持有古井贡酒 53.89% 的股权，是公司的控股股东。2009 年之前，古井集团由亳州市人民政府 100% 控股，产权结构单一，发展动力远低于口子窖等民营企业。2009 年 7 月 30 日，亳州市国资委与上海浦创股权投资有限公司签署合同，将其持有的古井集团 40% 股权转让给上海浦创，古井集团公司由国有独资公司变为国有控股公司。产权制度改革后，公司收入增速明显提高。
- **古井集团旗下古井酒店完成员工持股试点改革，期待白酒业务后续混改成功。**2018 年 11 月 29 日，古井集团旗下古井酒店完成员工持股试点改革，战略投资者、古井酒店核心员工、瑞景商旅集团和古井集团共同持股成功获得工商变更认定。员工持股试点改革共融资 3930 万元，其中 2 户战略投资者出资 917 万元，核心员工出资 209.076 万元，古井酒店母公司瑞景商旅集团出资 2803.924 万元。引入的战略投资者是古井白酒产业链上的重要白酒运营商。
- **古井贡酒进行进一步的改革，促使内部机制更加灵活。**2019 年 3 月 16 日，公司发布公告，亳州市国资委决定将持有的古井集团 60% 股权，无偿划转至亳州市国资运营公司。此次划转完成后，亳州市国资运营公司将持有古井集团 60% 股权，并通过古井集团间接持有公司 32.33% 的权益，成为公司间接控股股东。
 - 亳州市国资委为国资运营公司出资人及实际控制人，持有国资运营公司 100% 股权。国资运营公司于今年 3 月 5 日成立，成立时间仅 1 个多月，截至目前不存在参股或控股的其他企业。而国资运营公司本身并不会从事具体的生产经营，仅仅是作为国有资本市场化运作的平台。
 - **内部机制更为灵活，借力当地政府进行资本运作。**此次划转的实施不会导致公司控股股东和实控人发生变化。此次股权无偿划转前，国资运营公司未持有古井贡酒股份，古井集团直接持有古井贡酒 2.71 亿股，持股比例为 53.89%，为古井贡酒控股股东。完成后，国资运营公司直接持有古井集团 60% 股权，并通过间接获取的 2.71 亿股，成为古井贡酒间接控股股东。此举将促使古井贡酒内部机制更为灵活，可借助当地政府背景进行资本方面的运作。
 - 国资运营公司主要以提升国有资本运营效率、提高国有资本回报为目标，以财务性持股为主，通过股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式，盘活国有资产存量，引导和带动社会资本共同发展，实现国有资本合理流动和保值增值。

►古井国改的必要性：实现弯道超车，更进一步需靠国企改革

- **在酒业竞争的下半场，核心团队激励逐渐成为酒企战争的新阵地。**目前，白酒企业混改不断，老白干酒混改于 2015 年年底完成，五粮液 2017 年混改落地都实现了管理层和经销商持股，2018 年年底，舍得也公布股票激励计划，高达 421 名激励对象和 600% 的高净利增长率引发不小“震动”。而这期间，古井集团层面乃至白酒主业层面混改至今尚未落地。古井仍是国有体制，激励制度不够灵活，导致一些基层员工积极性不足，进取心不强，古井对于高层的激励也很僵化，很多人都是靠复兴古井的使命感在奋

斗，在行业竞争加剧的情况下，古井这种相对落后、僵化的激励机制会影响到古井的发展。

- 对标山西汾酒，古井贡酒更需要进一步进行国改。山西汾酒的国改预示着国改对于白酒企业经营灵活性与业绩增长的重要性。
 - 山西汾酒国改后，激发业绩增长能力，赶超古井；古井业绩增速平稳，维持在 15%-25%。从近年的业绩走势来看，汾酒从 2012 年最高的 64.79 亿元下滑到 2014 年的 39.16 亿元，直到 2016 年也才 44 亿元，而在 2017 年的国改之后 2018 年的业绩迅速赶超古井贡酒，18 年同比达到+47.48%。说明 17 年国改极大激发了山西汾酒的业绩增长能力；而古井贡酒则从 2012 年的 41.97 亿元一直稳定增长到 2018 年的 86.86 亿元，走势平稳，同比增速在近三年都保持在 15%-25% 之间。

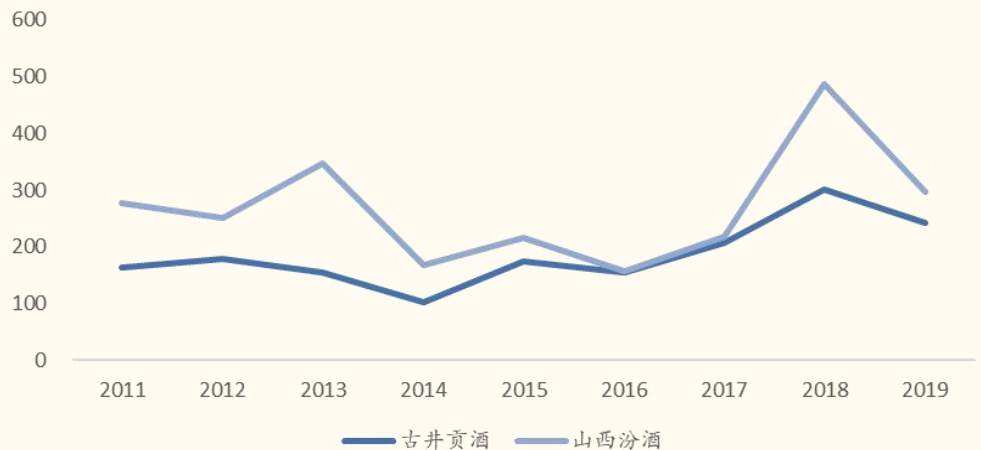
图表 32：古井贡酒与山西汾酒的业绩对比-2017 年改革后汾酒赶超古井贡酒（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- 国企改革打开资本市场预期空间，激发管理团队积极性，提升业绩增长动力。2017 年 3 月份，山西省政府将汾酒树立为山西国企改革的标杆企业，公司管理团队的积极性被激发，业绩增长的动力较强；而古井贡酒属亳州市国资企业，管理团队没有股权方面的激励，业绩增长一直保持行业平均水平。所以汾酒有了国企改革的背书，资本市场的预期空间被打开，这是两者市值差异最大的原因所在。

图表 33：古井贡酒与山西汾酒的市值差异（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

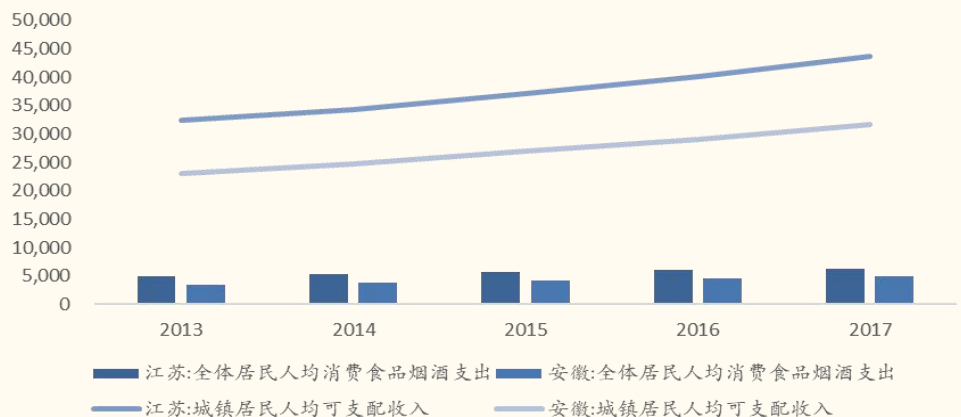
- **古井混改对当地政府税收影响大，且缺乏对管理层的股权激励。**古井改制的决定权在于亳州市政府，与汾酒的情况不一样，山西的重工业比较发达，汾酒是山西省国资委下属企业，在当地税收占比并不是很高，相对来说，汾酒的混改比较顺利；而古井在亳州市是一家独大，每年的税收占财政收入的30%-40%，是亳州市的“长子”，古井混改对当地政府税收的影响很大。另一方面，从古井的股权占比上来看，目前浦创持股40%，亳州市国资委持股60%，从股权比例来说，亳州市国资委的控制权并不强，从根本上来看，主要问题还是在于股权不够集中，大股东不够大，没有对管理层进行股权激励的底气。
- **而随着亳州市政府进一步改革的决心推进，在未来古井贡酒进一步的国改中，政府积极加上浦创进一步推动，古井很可能会有一个飞跃式的大发展。**

4.2 省内市场：产品结构优化借力消费升级，主攻次高端蓝海

►对比消费水平，分析未来安徽市场的消费升级

- **江苏市场领先安徽市场发展3-4年，未来安徽市场消费水平将进一步提升。**安徽和江苏在地域上临近，且都是白酒产销大省，但是在经济发展情况上，江苏人均为白酒消费水平与消费意愿都在安徽之上，通过数据对比我们发现，江苏市场领先安徽市场发展3-4年：
- **江苏城镇居民可支配收入与人均消费食品烟酒支出领先安徽约3-4年，由此预设安徽市场的发展。**2017年安徽城镇居民人均可支配收入为31640.3元，而这与2013年江苏城镇居民人均可支配收入32538元相当；2017年安徽全体居民人均消费食品烟酒支出为4885元，与2013年的江苏全体居民人均消费食品烟酒支出4960.7元相当。江苏市场领先安徽市场发展3-4年，因此我们可以通过分析江苏市场如今的趋势来预设未来安徽市场的发展。

图表 34：江苏市场领先安徽市场3-4年（单位：元）



来源：Wind，国金证券研究所

- **对比消费升级，可以看出明显的消费升级趋势：**
- **江苏市场，300-600元价格带未来有望升级，提升占比，带动次高端价格扩容。**2012年以前行业黄金十年间省内白酒主流价位带是100-150元，2012-2015年逐渐向200元以上过渡，2015年新一轮周期以来省内主流价位带进一步升级至300元以上，与洋河从海之蓝（100+）到天之蓝（200+）再到梦之蓝（300+）升级节奏相一致。因此，随着江苏省经济水平、居民消费水平的不断提升，省内白酒消费升级有望持续，当前300元以下价位带仍占据4成左右的份额，未来

将继续向 300-600 元升级，即便省内白酒市场总体规模维持不变，300-600 元价格带的占比未来有望提升至半数甚至半数以上，消费升级将带动次高端价格带持续扩容。

- **安徽市场，价格带上移明显。**14 年春节后，合肥市场大婚宴用酒从 80 元左右价格带向 100 元以上价位升级；2016 年，合肥市场消费者偏好逐步向古井 8 年(409 元)过渡，乡镇市场也逐步从 20 元以下价格带向 30-60 元品牌产品集中。而 2017、2018 年之后安徽市场全面走向 300 元价位的主流宴席和商务消费，古井贡酒正式成为包括茅台五粮液在内居民面子消费追逐的品牌，中部的合肥等地的 200~300 元价位开始呈现 40~50% 的爆发增长，增速远超过 100 元价位。
- **对比可以发现，未来安徽市场消费升级趋势明显，次高端价格带的扩容强劲。**作为“3-4 年前的江苏市场”，安徽市场的消费升级潜力十分强势。

图表 35：安徽市场与江苏市场的消费升级

时间段	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
安徽市场		80 元		100-150 元		200-300 元	
江苏市场	100-150 元		200+元			300+元	

来源：公开资料整理，国金证券研究所

►省内市场升级加速，公司主攻次高端蓝海

- **2018 年以来安徽省内消费升级趋势加快，白酒消费向高端化趋势明显，消费升级有望带来量的高增。**加上去年公司将市场重点放在古 8 和古 16 上，省内白酒消费从献礼版和古 5 逐渐向古 8 升级。省内渠道反馈，2019 年以来古 8 增速超过 30%，古 8 在 200 元价位带逐渐站稳，且 200 元价位带逐渐成为省内主流消费价位带。古 8 的价格卡位，有望受益消费升级带来的量的井喷。
- **全面提升产品结构。**产品结构上移，聚焦 100 元以上中高端产品。公司 2008 年推出年份原浆系列，得益于省内大众消费升级，年份原浆的营收占比不断提高，17 年达 82%。年份原浆已成为公司核心单品系列。2018 年公司古 26 和古 16 包装进行全新升级并投放市场，古 16 为次高端卡位产品，古 20 作为高端卡位产品，主要通过团购去推动，2019 年有望进一步放量。同时 2018 年公司推出新版年份原浆中国香，小罍子酒、黄鹤楼大清香等新品，提升产品结构。目前古 8 以上产品占销售收入的比重约 25%，公司希望未来古 8 以上产品占比能够超过 40%。
- **积极培育古 20，重点发力次高端，省内品牌力明显。**古井贡酒作为老八大名酒中唯一的徽酒，省内品牌影响力较强，在积极发展古 8、古 16 的基础上，古井贡酒去年积极培育发展古 20，整体产品结构上移，重点发力次高端。从安徽省白酒竞争格局来看，100-200 元/瓶的价位白酒有古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒等地产知名品牌，但在 200-300 元/瓶的价位，古井贡酒作为老八大名酒之一，品牌力显得更胜一筹。古井贡酒对未来省内市场几大抓手思路清晰：
 - **一抓献礼古 5 控量保价，稳定省内价盘及渠道利益；**
 - **二抓结构升级，**十年前，古井贡酒·年份原浆在行业中首次提出“年份+原浆”的概念，这个大单品十年来实现不同价格带的有序卡位，从过去聚焦献礼版和古 5，到现在主抓古 8 和古 16，向次高端全方面推进，产品升级趋势明显。通过古 8 及古 16 积极卡位，市场占比持续提升，去年新上市的古 20，布局有力，积极抢占省内核心次高端消费人群，目前古 8 及以上产品占比 25%，未来规划达 40%；
 - **三抓部分县级及以下渠道市场。**

- **调整渠道、产品结构与利润来源，提升盈利与效率，竞争力增强。**这三大举措从不同的层面进行对渠道，产品结构，利润来源进行了调整，增强了产品价格带的盈利能力和渠道效率，一定程度上提高了古井贡酒在市场的竞争力，且抓住了省内市场消费升级所带来的福利。

►从洋河看古井的发展空间

- **对比发展阶段与现状：2019年Q1-3，古井的营收与归母净利分别同比+21.36%、38.69%，均保持高增；而洋河的营收与归母净利分别同比+0.63%、1.53%，与2018年三季度营收与归母净利分别为24%与26%的同比增速相比下滑明显。**在新一轮白酒周期下，洋河由于面临渠道压力，营收与归母净利的增速受到较大影响。而古井通过产品结构优化与销售调整进行再振兴，保持营收与归母净利较高增速。

图表 36：古井贡酒与洋河股份发展阶段

古井贡酒		洋河股份	
20世纪90年代	高峰期	2003年前	低谷期：产品繁乱，中低档产品占比高，竞争能力下降等问题
1997-2007	十年沉寂期：实施多元化发展战略，进军多项产业而主业徘徊不前	2003-2012	黄金十年：两次改制，推出蓝色经典系列，创新渠道模式
2007-2008	调整期：新管理层，回归主业，主打年份原浆系列进行创新	2012-2015	调整期：理清渠道库存、经销商利润，梦之蓝增长加速
2009-至今	业绩持续爆发	2016-至今	新一轮发展期：梦之蓝实现放量增长，开启新一轮全国化

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **对比产品结构：古井丰富产品结构，更为清晰，品牌发展强势。**洋河的产品线覆盖各个价格带，价格层次清晰，主流价格带覆盖全，产品涵盖了中高端、次高端及高端，在中高端及次高端价格带均有大单品。洋河灵活性更高，抗风险能力较强，有利于推进全国化扩张。而古井开始主导古井贡酒“年份原浆”，以浓香为主，细分出子系列，兼具清香和兼香。2018年“古井贡”品牌价值达到1018.65亿元，建立品牌制高点，进一步提升品牌驱动力。

图表 37：古井贡酒与洋河股份产品

产品价格带	古井贡酒		洋河股份	
	古井贡酒	黄鹤楼酒	洋河系列	双沟系列
100元以下	古井淡雅酒青瓷		洋河大曲蓝瓷、青瓷，洋河美人，洋河敦煌	双沟大曲蓝宝石、金樽、红宝石
100-300元	年份原浆献礼版，古5，毫菊37度	更上层楼一樓	海之蓝，天之蓝	珍宝坊君坊
300-600元	年份原浆古8，古16，古20	黄鹤楼沉香	梦之蓝M3	苏酒帝锦，珍宝坊圣坊
600-900元			梦之蓝M6	珍宝坊帝坊
1000元以上	年份原浆古26		梦之蓝M9，手工班	绵柔绿苏

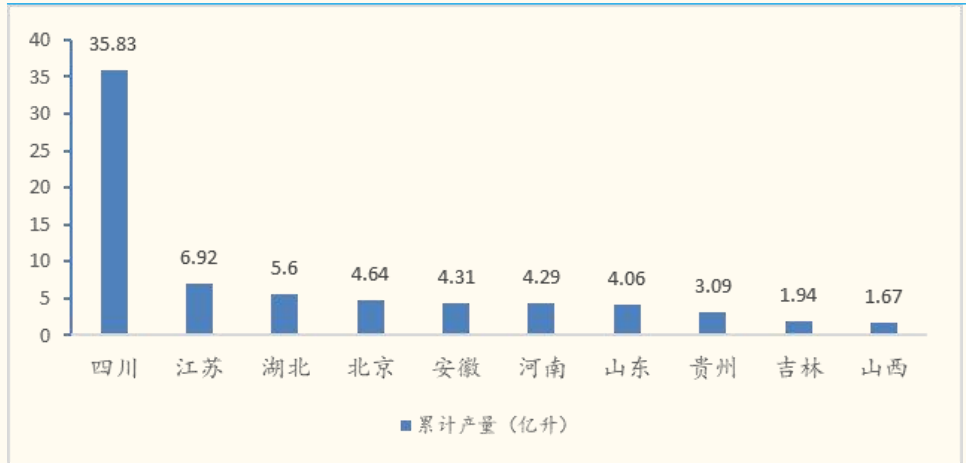
来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **对比渠道模式：均为深度分销模式，古井掌控价格渠道、稳固厂商关系与尝试创新，预防洋河已出现的利润低、推力减弱等渠道问题**
 - 洋河与古井均为渠道分销的模式，但是洋河由于产品价格乱象、成本价格提升、动销压力存在、终端货物分销流向把控问题、终端流失率高等，最近出现了渠道利润较低，渠道推力减弱等问题。面临产品渠道改革压力，需要进一步提高渠道利差。相比之下，古井贡酒自2009

年实施“三通工程”，直接接触终端网络。古井保证了对于价格渠道的掌控能力，同时建立了稳固的厂商关系。并且在渠道上尝试创新，采取“区域保护+分渠道操作”模式，以实现新产品的快速布局，有助于预防洋河在渠道模式上出现的问题。

- **对比未来空间：未来安徽市场有望扩容，竞争格局好，古井发展空间有望提升，产品持续升级**
 - **对比省内市占率：18年洋河江苏省内市占率约40%，古井安徽省内市占率48.91%，古井产品结构升级，省内还有发展空间。**洋河与古井贡酒都是区域性龙头，深耕市场多年。洋河在江苏的市占率为40%左右，但随着省内竞争加剧，洋河面临利润变薄，渠道推力低，产品老化，消费疲劳，以及与今世缘的双寡头竞争格局加剧等问题，市占率受到一定影响。相比之下，古井贡酒在安徽的营收占比最大，18年市占率为48.91%，高于17年的46.46%，加上省内高端白酒价格带在未来2-3年继续上涨，龙头地位稳固，省内还有空间。
 - **对比省内市场容量：安徽作为白酒产销大省，市场潜力巨大，市场空间继续增长。**自2010年开始，安徽一直处于全国白酒产量前十名，2018年安徽省白酒产量达到4.31亿升。近年江苏省与安徽省白酒产量均增长，全国产量排名上升。由2018年江苏省白酒产量位居全国第2，江苏市场领先安徽市场发展3-4年，我们分析安徽省国内产量排名将继续提升，安徽市场容量有望进一步扩大。

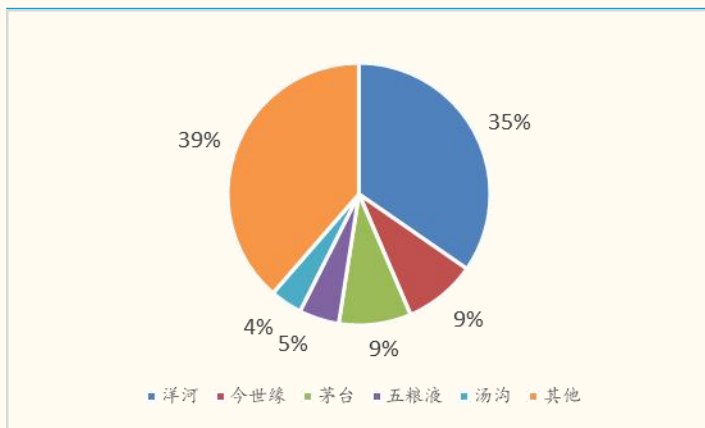
图表 38：2018 年安徽白酒产量位居全国第五



来源：公开资料整理，国金证券研究所

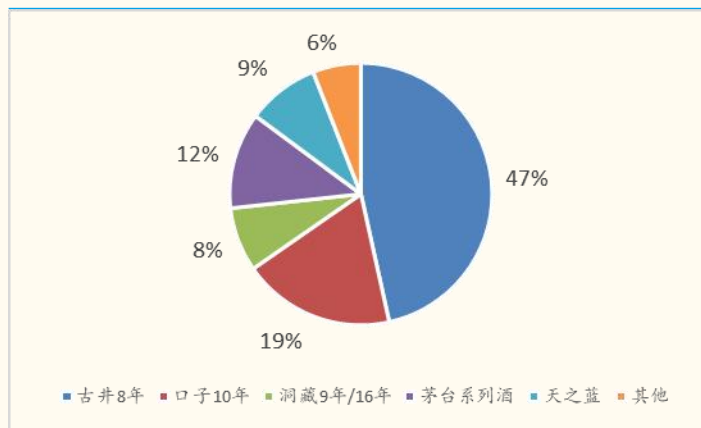
- **对比省内竞争格局：安徽省内竞争格局优化，双龙头份额加速提升。**安徽省内古井与口子窖二者市占率之和从2011年的20%左右，提升至2018年接近40%，其中200-300元价位，双寡头垄断趋势更加明显。竞争格局的优化，使龙头企业分出精力转向品牌打造。而洋河面临今世缘的双寡头竞争格局加剧以及自身问题，二者省内市场份额之和约为40%，省内竞争格局对于未来发展空间有一定影响。

图表 39：洋河在江苏省内份额达 35%



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 40：古井贡酒安徽省内 200-300 元价位份额达 47%



来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **对比省外占比：洋河省外收入占比近 50%，古井省外收入仅占 30%左右，古井省外市场扩张还能进一步加剧。**洋河重点样板市场态势良好，古井仍有较大发展空间。

4.3 省外市场：古井+黄鹤楼双品牌运作，渠道力助推发展

► 双品牌运作模式，全国化进程稳步推进

- **跨产区并购黄鹤楼酒，加速省外市场拓展。**公司省内龙头地位稳固，但省外仍有较大潜在市场。近年来，公司深入推进市场建设，谋划全国化战略布局。2015 年，公司启动河南市场布局。2016 年，公司以 8.16 亿元收购湖北黄鹤楼酒业 51% 的股份，成为全国唯一一家拥有双名酒品牌的跨省际中国名酒公司，开启中国名酒合作新时代。黄鹤楼酒是湖北省内的中国名酒，荣获第四届和第五届全国白酒评酒会金奖，是湖北省经济名片之一；黄鹤楼酒业目前拥有武汉、咸宁、随州三大基地，有利于增加古井贡酒省外基地，加速省外市场扩张。

图表 41：特制黄鹤楼酒两次入选“中国名酒”

评酒会	名酒数量	中国名酒
第一届 (1952)	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届 (1963)	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届 (1979)	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届 (1984)	十三种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届 (1989)	十七种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **黄鹤楼协同效应加速显现，收入规模持续扩大。**根据股权转让协议，黄鹤楼酒业进行业绩承诺，承诺 17 年—21 年的营业收入（含税）分别达到 8.05 亿元、10.06 亿元、13.08 亿元、17.01 亿元和 20.41 亿元，并且每年销售净利率不低于 11%。2016 年 4 月 27 日，古井贡酒与黄鹤楼酒业正式启动双名酒战略，发布古井贡酒、黄鹤楼酒双品牌战略规划。按照规划，两个品牌将在计划时间内分别实现百亿目标。黄鹤楼 2017 年营业收入（含税）8.06 亿元（承诺业绩 8.05 亿元），净利润 0.81 亿元。2018 年营业收入（含税）10.07 亿元（承诺业绩 10.06 亿元），净利润 0.99 亿元，

完成率为 100.07%。随着双名酒战略继续实施，黄鹤楼酒的收入有望继续增长。

图表 42：黄鹤楼酒业业绩承诺（单位：万元）

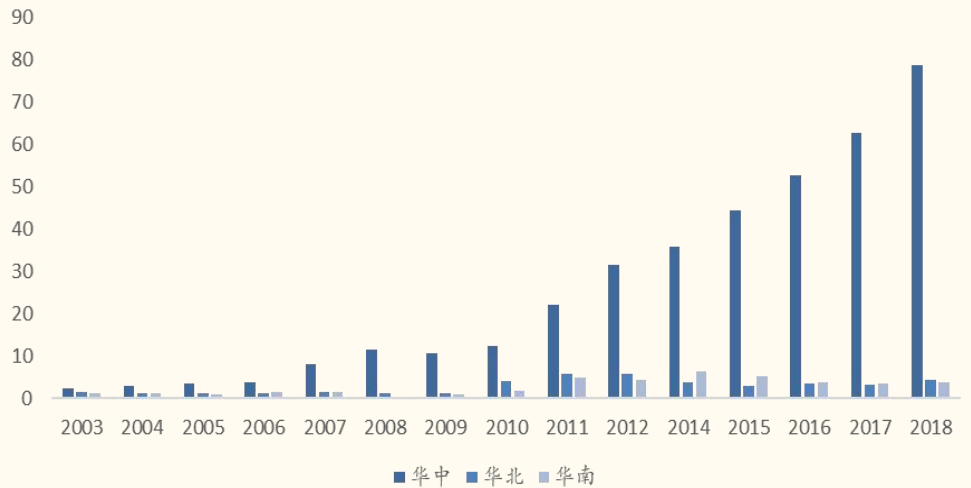
期限	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
承诺营业收入（含税）	80500.00	100625.00	130812.50	170056.25	204067.50

来源：公司年报，国金证券研究所

➤深耕与大商模式并进，强大渠道布局助发展

- **河南市场：发力河南，市场容量大，再造一个新安徽。**河南作为中国白酒包容性最强的省级市场，拥有 280 亿元的巨大市场容量，由于本土企业守土能力较弱，川酒、黔酒、徽酒、苏酒、晋酒、冀酒包括东北低端品牌都把这里作为自己的首选市场。除川酒耕耘河南市场多年外，苏酒龙头洋河、徽酒龙头古井也把河南视为自己在外埠的第一市场。

图表 43：部分地区营业收入-华中市场依旧是古井贡酒主要领地（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- **打造河南成为第二个安徽市场，主打年份原浆系列，流通与团购渠道为主并严把控。**古井要将河南打造成第二个安徽市场。为此，古井专门组建了河南营销中心新团队，以郑州为中心将河南市场划分为九个区域，每个区域各聘一名营销中心总经理。目前郑州市场仍以年份原浆系列为主打产品，主要渠道是流通和团购。据河南一个代理古井贡年份原浆的经销商介绍，古井对渠道的把控很严。古井要求经销商与他们一起运作渠道，并对经销商给予了大力支持，且在酒店、烟酒店等热销渠道上活动较多，带动了消费者的购买。
- **古井贡在河南市场部分重点市场执行了"路路通、店店通、人人通"的"三通"工程。**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，做到市场销量第一。

图表 44：古井贡酒在河南部分市场情况

豫东商丘市场	销量第一名为古井贡，该品牌的铺货率高达 90% 以上，在商超、烟酒店和流通都很常见，年销量超过 3 亿元。
豫西洛阳市场	古井贡销量在 1800 万左右，主销产品为年份原浆幸福版(献礼)、5 年和淡雅。
豫北安阳市场	古井贡为销量第四名，畅销价位为 50--100 元，年份原浆、淡雅、红运均有不错表现，畅销渠道为烟酒店和商超，2015 年销量约 3500 万。
省会郑州市场	古井贡为销量第三名，畅销价位为 50-100 元，年份原浆幸福版、淡雅系列均有很好的表现，市场处于上升期，目前销量约为 2.3 亿元左右，畅销渠道为名烟名酒店、商超。

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 目前河南市场中价位外来品牌排名前三的分别是泸州老窖、洋河和古井贡。古井贡酒正处于上升发力期，未来河南中价位第一品牌的争夺必然空前激烈。
- 古井在利润方面控制的比较合理，经销商、渠道商都相对比较合理，渠道驱动力明显，这样的利益联合会走的更远。经销商层面，古井采用的大力扶持经销商，在品牌传播和渠道建设、消费培育都给经销商大量政策性支持，采取长远的战略合作模式，共同发展，利益共享。洋河方面的经销商的角色已逐步在向配送上转变，过低的利润可能会失掉一部分经销商的支持。
- 总体来看当前洋河的市场份额大于古井，但古井处于增长的态势，并且产品线很清晰，洋河处于稳中略降的趋势。古井在河南市场形成了以郑州为中心的板块市场，而在豫东的商丘、开封、周口形成了战略板块市场，占据绝对的市场份额，消费口碑较好。
- 产品组合策略使整体增长有动力，主动竞争。从产品组合策略来看，洋河的蓝色经典系列产品价格透明，利润空间缩水，而天之蓝不是主流消费带的产品，且蓝瓷系列、贵宾系列、老字号系列没有推广成功，是导致整体增长乏力的根源。从竞争态势的角度，古井目前以年份原浆献礼版(幸福版)和古 5 构成了战略大单品，以及淡雅系列做补充。这种产品组合策略对洋河形成了夹击竞争，同时这也是洋河从竞争的角度被动于古井的因素。
- 江浙沪市场：推行大商模式，品牌势能提升。古井贡酒在江浙沪市场坚持“大招商、招大商”的营销理念，重点培育大客户。
- 厂商合力发展，扩大市场份额。古井与百川商贸以及和共创远景的合作分别代表了古井厂商合作的典型。古井贡酒·年份原浆上海滩 3、6、9 系列，便是古井专为上海城市精英打造的一款区域战略产品。借助大商的资源，古井在区域市场可以取长补短，运用大商“杠杆”撬动更大的市场份额。未来，古井贡酒计划逐渐从厂商深度合作向厂商一体化发展，将双方的营销团队整合在一起，以形成更大的合力。
- 古井贡酒在江浙沪市场品牌势能提升。在市场深耕的范围上，古井贡酒已经开始向华东地区全面拓展，以年份原浆核心品系、古井贡老名酒 V6 和战略小酒“小罍子”等主力产品向江苏、浙江等重点区域“全系扩军”。

五、投资建议

白酒消费升级，次高端白酒处于蓝海阶段。2018年，白酒消费结构中，个人消费占比提升至40%，商务消费占比提升至55%。此次白酒行业复苏，根基更加夯实，其根基在于消费群体由原来的三公消费群体转向消费升级所带来的商务、大众消费群体。在白酒大众消费的时代下，受益于人均可支配收入增长，消费升级趋势明显，我国白酒主流消费价格带上升加快，上升周期缩短，次高端白酒处于蓝海阶段。

产品定位更加明确、结构更加清晰，收入端，分产品来看，以年份原浆为绝对主力，产品覆盖面广，而随着消费升级，古井贡酒不断调整优化自身产品结构且进行产品创新，持续推进品牌升级，强化高端占位。预计16年，20年，26年等高端白酒，8年白酒，5年及献礼白酒预计营业收入增长，成为公司收入增长的主要来源。预计2019-2021年收入分别为107.5亿元/130.76亿元/155.44亿元。

随着产品深度分销，渠道高效运作，费用端，销售费用率、管理费用率有望下降，未来净利率有望提升。费用率改善有望实现业绩高增长。古井省内以直营方式进行渠道建设，销售费用远高于省内其他4家上市公司，大量的渠道投入带来了超强的渠道力。17年下半年以来省内逐渐进入收获期，费用率持续下降，与此同时公司加强对费用的管控，增强费用投放的精准性有效性。得益于公司营收扩大的规模效应以及公司对费用的把控，公司“一降双升”效应明显，即毛利率和净利率升，费用率降。18年公司销售费用率降低1.44pct，销售净利率提高3pct，预计2019年净利润率继续提升。

我们认为2019-2021年公司归母净利分别为23.21亿元/29.55亿元/36.84亿元，对应EPS分别为4.61元/5.87元/7.32元，给予公司20年25倍市盈率，目标价147元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 45：古井贡酒产品结构拆分

年份	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入合计 (百万元)	5,251	6,017	6,967	8,686	10,750	13,076	15,544
白酒业务	5,116.0	5,876	6,821	8,520	10,578	12,896	15,357
16年, 20年, 26年等高端	210	270	442	817	1,471	2,206	3,089
8年	338	506	770	1,427	2,283	3,196	4,154
5年及献礼	2,400	2,760	3,120	3,599	3,999	4,402	4,754
其他古井酒	2,168	1,985	1,800	1,810	1,678	1,592	1,560
营业成本合计 (百万元)	1,510	1,524	1,624	1,932	2,369	2,789	3,226
白酒业务	1,457	1,451	1,585	1,872	2,307	2,724	3,159
16年, 20年, 26年等高端	29	35	57	106	203	304	426.79
8年	61	91	132	244	422	591	1,046
5年及献礼	528	580	655	771	880	968	468
其他古井酒	835	621	540	525	503	478	450
销量 (吨)							
16年, 20年, 26年等高端	609	771	1,263	2,267	4,080	6,120	8,569
8年	1,500	2,250	3,420	6,156	9,850	13,789	17,926
5年及献礼	20,000	23,000	26,000	29,120	32,032	34,915	37,708
其他古井酒	43,360	39,700	36,000	33,840	30,456	28,324	27,474

来源：国金证券研究所

图表 46：古井贡酒盈利预测

年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,017.14	6,968.33	8,686.14	10,750.40	13,075.96	15,544.26
同比	+14.54%	+15.81%	+24.65%	+23.76%	+21.63%	+18.88%
营业利润 (百万元)	1,117.39	1,594.45	2,346.80	3,131.16	3,976.26	4,948.60
同比	+20.10%	+42.69%	+47.19%	+33.42%	+26.99%	+24.45%
净利润 (百万元)	829.63	1,148.74	1,695.23	2,320.87	2,954.70	3,683.95
同比	+15.9%	+38.5%	+47.6%	+36.93%	+27.30%	+24.04%
每股收益 (元)	1.647	2.281	3.366	4.609	5.867	7.315
P/E (倍)	27.62	28.79	16.03	23.89	18.77	15.05

来源：国金证券研究所

图表 47：白酒行业公司预期

公司	市值 (亿元)	2019E			2020E			2021E		
		EPS	PE	PEG	EPS	PE	PEG	EPS	PE	PEG
古井贡酒	553.96	4.61	23.89	0.65	5.87	18.77	0.69	7.32	15.05	0.61
贵州茅台	15,387.17	34.45	36.00	1.71	41.12	30.00	1.60	48.39	26.00	1.51
洋河股份	1460.27	5.67	17.09	3.22	6.33	15.30	1.31	7.19	13.47	1.00
五粮液	5,175.35	4.35	30.00	1.15	5.44	24.00	0.96	6.73	19.00	0.79
泸州老窖	1,248.12	3.20	28.00	0.93	3.99	22.00	0.81	4.84	17.00	0.65
山西汾酒	859.33	2.24	44.01	1.33	2.80	35.16	1.40	3.40	28.98	1.36
今世缘	389.15	1.15	26.85	1.04	1.45	21.46	0.85	1.76	17.57	0.79
顺鑫农业	387.57	1.43	36.43	0.85	1.89	27.70	0.88	2.41	21.70	0.78
口子窖	325.74	3.04	17.87	0.94	3.53	15.40	0.96	4.09	13.28	0.83
水井坊	284.72	1.57	37.02	1.13	1.97	29.54	1.17	2.40	24.28	1.12
可比公司平均	2,607.14	6.17	29.71	1.29	7.44	23.92	1.06	8.86	19.63	0.95

来源：Wind，国金证券研究所，（古井贡酒、贵州茅台、五粮液、泸州老窖为国金证券研究所预期，其余为 Wind 一致预期）

六、风险提示

- **食品安全风险：**公司产品的市场知名度和美誉度较高，若不法之徒为了追求暴利，生产销售假冒伪劣产品，存在食品安全隐患。
- **宏观经济下行的风险：**白酒消费受宏观经济影响较大，若整体经济下行，消费疲软，预计会对公司业绩造成一定的冲击。
- **行业竞争加剧：**若未来行业竞争更加激烈，会对古井贡酒产品价格带来一定压力，同时动销也会受到影响，公司将加大营销费用投入，公司业绩将受到一定的影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,017	6,968	8,686	10,750	13,076	15,544
增长率	15.8%	24.7%	23.8%	21.6%	18.9%	
主营业务成本	-1,524	-1,643	-1,932	-2,369	-2,789	-3,226
%销售收入	25.3%	23.6%	22.2%	22.0%	21.3%	20.8%
毛利	4,494	5,326	6,754	8,381	10,287	12,319
%销售收入	74.7%	76.4%	77.8%	78.0%	78.7%	79.2%
营业税金及附加	-956	43,777	-1,279	-1,570	-1,909	-2,269
%销售收入	15.9%	11012.0%	14.7%	14.6%	14.6%	14.6%
销售费用	-1,980	-2,170	-2,683	-3,214	-3,700	-4,275
%销售收入	32.9%	31.1%	30.9%	29.9%	28.3%	27.5%
管理费用	-557	-604	-645	-538	-647	-762
%销售收入	9.2%	8.7%	7.4%	5.0%	5.0%	4.9%
研发费用	0	0	-24	-27	-25	-20
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,001	46,329	2,124	3,033	4,037	5,013
%销售收入	16.6%	664.9%	24.4%	28.2%	30.6%	32.1%
财务费用	30	26	52	-22	-119	-159
%销售收入	-0.5%	-0.4%	-0.6%	0.2%	0.9%	1.0%
资产减值损失	-12	-34	-13	0	-30	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	98	153	148	120	120	120
%税前利润	8.5%	9.5%	6.3%	3.8%	3.0%	2.4%
营业利润	1,117	1,594	2,347	3,131	3,976	4,949
营业利润率	18.6%	22.9%	27.0%	29.1%	30.4%	31.8%
营业外收支	33	18	22	10	10	10
税前利润	1,151	1,612	2,369	3,141	3,986	4,959
利润率	19.1%	23.1%	27.3%	29.2%	30.5%	31.9%
所得税	-300	-427	-628	-785	-997	-1,240
所得税率	26.1%	26.5%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	850	1,185	1,741	2,356	2,990	3,719
少数股东损益	21	36	46	35	35	35
归属于母公司的净利润	830	1,149	1,695	2,321	2,955	3,684
净利率	13.8%	16.5%	19.5%	21.6%	22.6%	23.7%

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	533	1,484	1,706	3,433	5,133	7,388
应收款项	560	772	1,421	1,375	1,673	1,989
存货	1,786	2,064	2,407	2,531	2,950	3,412
其他流动资产	1,825	1,814	3,496	1,561	1,584	1,608
流动资产	4,705	6,135	9,029	8,900	11,340	14,397
%总资产	53.9%	60.4%	72.2%	65.3%	70.0%	74.7%
长期投资	412	522	216	216	216	216
固定资产	1,937	1,847	1,857	1,858	1,847	1,826
%总资产	22.2%	18.2%	14.8%	13.6%	11.4%	9.5%
无形资产	1,273	1,239	1,304	1,348	1,390	1,431
非流动资产	4,031	4,018	3,481	4,722	4,853	4,873
%总资产	46.1%	39.6%	27.8%	34.7%	30.0%	25.3%
资产总计	8,736	10,153	12,510	13,622	16,194	19,270
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,618	2,172	3,175	3,142	3,718	4,336
其他流动负债	1,016	976	1,125	840	1,028	1,241
长期贷款	2,634	3,148	4,301	3,982	4,746	5,577
%总资产	30.1%	31.1%	34.4%	29.2%	29.4%	28.9%
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	161	163	179	183	183	183
%总资产	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.1%	0.9%
普通股股东权益	2,795	3,312	4,480	4,165	4,929	5,760
其中：股本	504	504	504	504	504	504
未分配利润	3,503	4,350	5,541	6,934	8,707	10,917
少数股东权益	346	382	428	463	498	533
负债股东权益合计	8,736	10,153	12,510	13,622	16,194	19,270

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.647	2.281	3.366	4.609	5.867	7.315
每股净资产	11.110	12.826	15.095	17.860	21.381	25.770
每股经营现金净流	2.357	2.753	3.689	7.902	6.195	7.678
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.843	2.347	2.926
回报率						
净资产收益率	14.83%	17.78%	22.30%	25.80%	27.44%	28.39%
总资产收益率	9.50%	11.31%	13.55%	17.04%	18.25%	19.12%
投入资本收益率	12.21%	14.95%	19.19%	23.78%	26.42%	27.50%
增长率						
主营业务收入增长率	14.54%	15.81%	24.65%	23.76%	21.63%	18.88%
EBIT 增长率	17.47%	41.45%	50.00%	42.82%	32.06%	24.65%
净利润增长率	15.94%	38.46%	47.57%	36.91%	27.31%	24.68%
总资产增长率	21.62%	16.22%	23.22%	8.89%	18.88%	19.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.5	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	381.3	427.8	422.4	390.0	390.0	390.0
应付账款周转天数	86.1	86.3	87.0	51.0	51.0	51.0
固定资产周转天数	113.2	93.9	74.1	56.5	43.4	33.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.98%	-21.69%	-21.25%	-36.30%	-45.57%	-54.69%
EBIT 利息保障倍数	-33.1	-54.6	-41.2	139.0	33.6	31.3
资产负债率	32.00%	32.62%	35.81%	30.57%	30.44%	29.89%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	850	1,185	1,741	2,356	2,990	3,719
少数股东损益	21	36	46	35	35	35
非现金支出	257	279	248	224	266	253
非经营收益	-122	-130	-118	-140	-130	-130
营运资金变动	202	52	-14	1,540	-6	24
经营活动现金净流	1,187	1,387	1,858	3,980	3,120	3,867
资本开支	-168	-198	-306	-1,441	-358	-258
投资	-1,454	-28	-957	-2	0	0
其他	81	93	138	120	120	120
投资活动现金净流	-1,541	-133	-1,126	-1,324	-238	-138
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-1	1	0
其他	-155	-302	-504	-928	-1,182	-1,474
筹资活动现金净流	-155	-302	-504	-929	-1,181	-1,474
现金净流量	-509	952	228	1,727	1,701	2,255

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	14	14	24	36
增持	0	2	2	9	17
中性	0	0	0	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.13	1.13	1.42	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH