古井贡酒（000596.SZ）

稳扎稳打，步步为营，期待再上台阶

老八代名酒几经起落，王者归来。古井贡酒具有 1700 余年的历史，四次蝉联全国白酒评比金奖，是我国浓香型白酒的代表。公司的前身为明代正德十年（公元 1515 年）的公兴槽坊，1959 年转制为国营亳县古井酒厂，1996 年古井贡酒正式登陆 A 股市场。公司深耕安徽省市场，产品定位中高端，主打年份原浆系列，逐渐发展成为徽酒领军者。

2009-2018 年，公司归母净利润增长 11 倍，居上市酒企首位，古井作为地产酒品牌，主要销售区域在省内，为何可以在过去十年表现如此亮眼？我们从内因和外因两个方面分析。

外因：1）**天时：**2008 年公司新管理层对公司开启改革，抓住黄金十年机遇期的尾巴。2）**地利：**安徽省白酒市场规模有 250 亿左右，是典型的产销大省。且安徽省白酒市场区域壁垒高，对地产酒品牌起到保护作用，为省内酒企发展提供良好的土壤。同时，安徽省经济快速增长支撑安徽省白酒市场景气度，也是消费升级的基础。**内因：**1）**管理：**2007 年公司管理层换血，新管理层对公司进行大刀阔斧的改革，使公司重回良性增长轨道。2）**品牌：**古井贡酒是八大名酒之一，品牌历史积淀深厚，90 年代的“降价降度”策略使公司品牌力受到削弱。自 2008 年推出年份原浆以来，公司持续加强品牌建设，品牌力逐渐复兴。3）**产品：**随着省内经济的发展，公司通过加大中高端产品的推广和渠道部署力度来引导省内消费升级，受益省内价格带跃迁，公司产品结构持续优化 4）**渠道：**公司实施三通工程，深耕渠道，同时采取深度分销模式，加强对终端的掌控力度，省内渠道下沉卓有成效。

看未来：省内：安徽省白酒市场扩容主要以价增驱动。目前合肥市已升级到 200 元以上价格带，古 8 成为大流通产品。而周边城市由 120-150 元向 200 元价格带的消费升级持续。长期来看，对标江苏省，安徽省白酒市场空间可以达到 300 亿左右。费用率方面，公司销售费用率据上市酒企首位，随着古 8 在合肥进入成熟期，品牌势能形成，我们预计综合促销费用有下降空间，销售费用率有望下降。**省外：**公司着力布局“安徽+河南+湖北”核心市场，以带动整个华中区域的销售。2019 年，河南作为古井在省外的第二市场，目标增速 35%。2016 年公司收购黄鹤楼酒业 51%股权，双品牌协同下公司在湖北市场有较大发展潜力。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 22.90/27.70/33.10 亿元，对应 EPS 分别为 4.55/5.50/6.57 元，2019-2021 年市盈率 24.7/20.4/17.1 倍。目标价 138 元，对应 2020 年 25 倍 PE。

风险提示：经济增速放缓，省内竞争加剧，省外拓展不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,968	8,686	10,421	11,967	13,397
增长率 yoy（%）	15.8	24.7	20.0	14.8	11.9
归母净利润（百万元）	1,149	1,695	2,290	2,770	3,310
增长率 yoy（%）	38.5	47.6	35.1	20.9	19.5
EPS 最新摊薄（元/股）	2.28	3.37	4.55	5.50	6.57
净资产收益率（%）	17.3	21.7	24.3	23.6	22.7
P/E（倍）	49.2	33.3	24.7	20.4	17.1
P/B（倍）	8.7	7.4	6.2	4.9	3.9

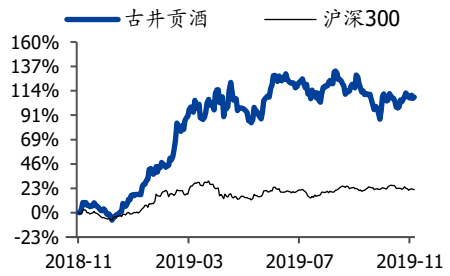
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	
最新收盘价	112.40
总市值(百万元)	56,604.64
总股本(百万股)	503.60
其中自由流通股(%)	76.17
30 日日均成交量(百万股)	1.57

股价走势



作者

分析师　符蓉
执业证书编号：S0680519070001
邮箱：furong@gszq.com
研究助理　李梦鹏
邮箱：limengxian@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,135	9,029	11,422	17,088	20,703
现金	1,484	1,706	3,787	8,774	12,188
应收账款	22	30	33	39	41
其他应收款	15	0	18	3	21
预付账款	42	183	87	222	123
存货	2,064	2,407	3,007	2,978	3,499
其他流动资产	2,507	4,704	4,490	5,072	4,831
非流动资产	4,018	3,481	3,735	3,974	4,256
长期投资	0	5	10	15	20
固定投资	1,792	1,764	1,976	2,130	2,248
无形资产	691	742	807	889	990
其他非流动资产	1,535	970	941	941	998
资产总计	10,153	12,510	15,158	21,062	24,960
流动负债	3,148	4,301	5,366	5,631	6,783
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	436	485	630	602	731
其他流动负债	2,713	3,816	4,736	5,029	6,052
非流动负债	163	179	179	3,379	3,219
长期借款	0	0	0	3,200	3,040
其他非流动负债	163	179	179	179	179
负债合计	3,312	4,480	5,545	9,010	10,002
少数股东权益	382	428	475	548	635
股本	504	504	504	504	504
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295	1,295
留存收益	4,607	5,798	7,365	9,086	11,118
归属母公司股东收益	6,459	7,602	9,137	11,504	14,323
负债和股东权益	10,153	12,510	15,158	21,062	24,960

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	931	1,441	3,102	1,614	4,089
净利润	1,185	1,741	2,338	2,842	3,397
折旧摊销	246	235	212	245	248
财务费用	-26	-52	-84	-130	-210
投资损失	-153	-148	-117	-129	-137
营运资金变动	52	-14	753	-1,214	790
其他经营现金流	-373	-322	0	0	0
投资活动净现金流	-133	-1,126	-349	-354	-393
资本支出	200	307	250	234	277
长期投资	-28	-957	-5	-5	-5
其他投资现金流	39	-1,776	-105	-125	-121
筹资活动净现金流	-302	-504	-671	3,727	-281
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	3,200	-160
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-302	-504	-671	527	-121
现金净增加额	496	-189	2,081	4,987	3,414

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,968	8,686	10,421	11,967	13,397
营业成本	1,643	1,932	2,340	2,586	2,798
营业税金及附加	1,136	1,279	1,534	1,762	1,972
营业费用	2,170	2,683	2,835	3,171	3,416
管理费用	604	645	771	874	965
财务费用	-26	-52	-84	-130	-210
资产减值损失	34	13	0	0	0
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	153	148	117	129	137
营业利润	1,594	2,347	3,143	3,833	4,593
营业外收入	30	35	38	36	35
营业外支出	12	13	11	11	12
利润总额	1,612	2,369	3,171	3,859	4,616
所得税	427	628	833	1,016	1,218
净利润	1,185	1,741	2,338	2,842	3,397
少数股东收益	36	46	48	72	87
归属母公司净利润	1,149	1,695	2,290	2,770	3,310
EBITDA	1,813	2,553	3,300	3,967	4,652
EPS（元/股）	2.28	3.37	4.55	5.50	6.57

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入（%）	15.8	24.7	20.0	14.8	11.9
营业利润（%）	42.7	47.2	33.9	22.0	19.8
归属母公司净利润（%）	38.5	47.6	35.1	20.9	19.5
盈利能力					
毛利率（%）	76.4	77.8	77.6	78.4	79.1
净利率（%）	16.5	19.5	22.0	23.1	24.7
ROE（%）	17.3	21.7	24.3	23.6	22.7
ROIC（%）	17.7	22.2	24.7	17.6	17.6
偿债能力					
资产负债率（%）	32.6	35.8	36.6	42.8	40.1
净负债比率（%）	-21.7	-21.2	-39.4	-39.6	-54.7
流动比率	1.9	2.1	2.1	3.0	3.1
速动比率	1.3	1.5	1.6	2.5	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.77	0.75	0.66	0.58
应收账款周转率	401.0	332.7	332.7	332.7	332.7
应付账款周转率	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标（元/股）					
每股收益（最新摊薄）	2.28	3.37	4.55	5.50	6.57
每股经营现金流（最新摊薄）	2.59	0.49	6.16	3.21	8.12
每股净资产（最新摊薄）	12.83	15.10	18.14	22.84	28.44
估值指标（倍）					
P/E	49.2	33.3	24.7	20.4	17.1
P/B	8.7	7.4	6.2	4.9	3.9
EV/EBITDA	30.6	21.7	16.1	13.2	10.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1、徽酒龙头，大单品迭代稳健增长 5
1.1 股权结构 5
1.2 产品结构 5
1.3 公司发展历史 6
2、为何公司近十年来业绩涨幅居行业首位？ 7
2.1 外因：安徽省白酒容量大，随经济发展持续消费升级 8
2.1.1 天时：抓住白酒黄金发展机遇期 8
2.1.2 地利：安徽省白酒市场规模大，区域壁垒高，主流价格带随经济发展持续跃迁 8
2.2 内因：产品，渠道，品牌共振，公司逐步成长为省内龙头 10
2.2.1 品牌：老八大名酒品牌积淀深厚，品牌建设持续投入拉开差距 10
2.2.2 渠道：古井在深度分销模式下实现份额的快速扩张 12
2.2.3 产品：聚焦年份原浆，定位中高端，积极引导消费升级 14
削减产品线，资源聚焦年份原浆，瞄准中高端市场 14
龙头企业积极引导主流价格带跃迁，率先享受省内消费升级红利 15
2.2.4 产品，渠道，品牌改善的背后是优秀的管理 16
3、省内市场分析 17
3.1.公司省内高增速是否可维持? 17
3.1.1 如何看待省内市场空间? 17
3.1.2 如何看待省内品牌竞争？ 19
3.1.3 如何看待全国化酒企品牌力盖帽问题？ 21
3.2 费用率探讨：费用率是否有下降空间？ 22
4、省外市场分析 23
4.1 河南市场："再造一个新安徽" 24
4.2 湖北市场：并购黄鹤楼，目标双品牌双百亿 25
5、盈利预测 26
6、风险提示 27

图表目录

图表 1：古井贡酒股权结构（截至 2019 年三季报） 5
图表 2：公司产品结构 6
图表 3：公司发展历程 7
图表 4：2010 年至今酒企涨跌幅 8
图表 5：各酒企 2009 年营收业绩与 2018 年对比 8
图表 6：1999-2018 年 GDP 与增速 8
图表 7：固定资产投资额及增速 8
图表 8：主要白酒消费大省市场规模及人口，经济情况 9
图表 9：2018 各省白酒产品产量排名（万千升） 9
图表 10：安徽十大白酒消费城市 9
图表 11：合肥房价 9
图表 12：主要白酒消费大省 2015-2018 年 GDP 复合增速 10
图表 13：安徽省人均可支配收入增速高于全国 10
图表 14：五届中国名酒评选 11
图表 15：古井口子广告费用对比 12
图表 16：古井主要品牌活动 12

图表 17: 深度分销模式和大商模式对比 12
图表 18: 古井口子销售人员数量对比（人） 13
图表 19: 古井口子销售费用率 13
图表 20: 古井三通工程 13
图表 21: 古井口子促销费用对比 13
图表 22: 裸价和控价模式对比 14
图表 23: 古井贡酒产品体系变化 14
图表 24: 安徽地区主流价格带变迁 16
图表 25: 四家公司毛利率对比 16
图表 26: 四家公司吨价对比（万元/吨） 16
图表 27: 2008 年公司新管理层履历 17
图表 28: 省内 4 家白酒公司销量之和（万吨）及增速 17
图表 29: 安徽省白酒产量及其增速 17
图表 30: 古井贡酒吨价及增速 18
图表 31: 口子窖吨价及增速 18
图表 32: 江苏省白酒市场结构 19
图表 33: 安徽省产品结构 19
图表 34: 安徽人均 GDP 是江苏省 2009 年的水平 19
图表 35: 安徽，江苏省烟酒人均消费支出 19
图表 36: 安徽省各价格带主要品牌 19
图表 37: 2016 年以来古井口子与其他酒企营收拉开差距 20
图表 38: 古井口子营收之和占四家上市公司营收占比提升 20
图表 39: 江苏省竞争格局 20
图表 40: 安徽省竞争格局 20
图表 41: 各酒企在安徽市场的动作 21
图表 42: 上市酒企销售费用率对比 22
图表 43: 2019H1 公司销售费用率各明细项目占比 22
图表 44: 广告费增速和综合促销费用增速与收入增速对比 23
图表 45: 四家酒企管理费用率 23
图表 46: 上市酒企管理费用率对比 23
图表 47: 公司省外布局 24
图表 48: 河南省市场开拓历程 25
图表 49: 湖北省白酒企业 2017 年营业收入 25
图表 50: 业绩承诺 26
图表 51: 公司收入与业绩预测重要假设（亿元） 27
图表 52: 可比公司估值比较 27

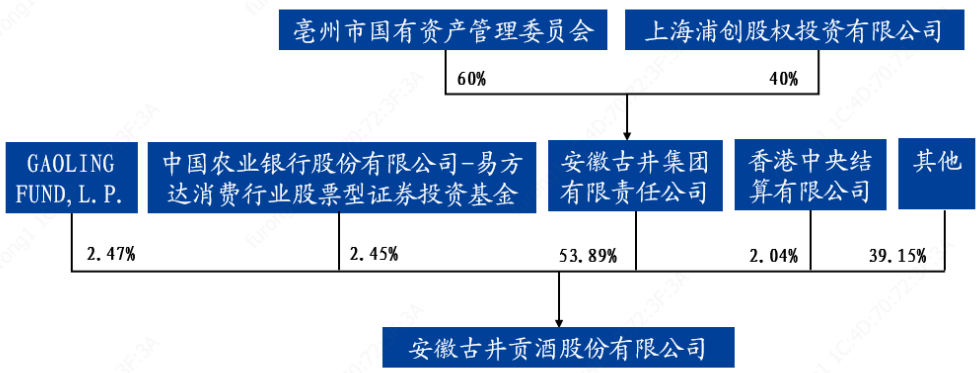
1、徽酒龙头，大单品迭代稳健增长

古井贡酒产自安徽省亳州市，是我国浓香型白酒的典型代表。古井贡酒具有 1700 余年的历史，其渊源始于建安元年（196 年）曹操将家乡亳州产的“九酝春酒”和酿造方法进献给汉献帝刘协，自此，该酒便成为历代皇室贡品。古井贡酒以“色清如水晶、香纯似幽兰、入口甘美醇和、回味经久不息”的独特风格，四次蝉联全国白酒评比金奖，荣获中国名酒称号。公司的前身为明代正德十年（公元 1515 年）的公兴槽坊，1959 年转制为国营亳县古井酒厂，1996 年古井贡酒正式登陆 A 股市场。公司深耕安徽省市场，营业收入的 70%以上来自省内，是安徽省地产酒的龙头。产品定位中高端，主打年份原浆系列，原浆系列占比 80%左右。

1.1 股权结构

公司的前身为起源于明代正德十年（公元 1515 年）的公兴槽坊，1959 年转制为国营亳县古井酒厂，1992 年集团公司成立，1996 年公司先后发行 B 股及 A 股，于深交所上市，古井贡酒是中国第一家同时发行 A、B 两支股票的白酒类上市公司。公司实际控制人是亳州市国资委，属于地方性国企，亳州市国资委通过亳州运营公司持有古井集团 60%的股权。2009 年 7 月，亳州市国资委引入战略投资者，转让 40%古井集团股份给民营企业上海浦创股权投资公司。

图表 1：古井贡酒股权结构（截至 2019 年三季报）



资料来源：wind，国盛证券研究所

1.2 产品结构

2018 年公司将产品分为两个系列，百元以上的年份原浆（中国香），和百元以下的 V 系列。年份原浆占比 80%以上，包括年份原浆献礼版、古 5、古 8、古 16、古 20、古 26 等，其中献礼版和古 5 合计占比约 60%，古 8 及以上占比约 20%。百元以下称为老名酒（V 系列），包括 V3，6，9 等产品，公司形成了高中低全覆盖的产品矩阵。

图表 2：公司产品结构

价格带	品牌	单品	终端成交价（元）	主要竞品
百元以上	中国香（古系列）	古26	1000以上	高端形象产品，主要竞品包括飞天茅台、五粮液、国窖1573
		古20	500	口子窖20年、梦之蓝M6
		古16	320	迎驾贡洞藏16年、梦之蓝M3
		古8	220	口子窖10年、天之蓝、水晶剑
		古7	180	迎驾金星，洞藏6
		古5	120	迎驾金星、洞藏6、口子窖6年等
		献礼版	85	迎驾银星、口子窖5年等
百元以下	老名酒（v系列）	v6	80	高炉家，宣酒，明光（红钻），金坛子
		v3	50	

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

1.3 公司发展历史

公司历史悠久，发展历程几经起落。1989 年国家限制白酒公务消费，时任董事长王效金提出降度降价措施，带领古井走向辉煌。1989-1997 年古井贡酒曾稳居白酒行业利税排名前三。1998-2007 年，由于亚洲金融危机，中国经济疲软等外部因素，以及多元化战略和改制受阻的影响，公司业绩遭受重创。随着 2007 年新管理层上任，公司迎来转折，新管理层在产品、营销、品牌等方面进行大刀阔斧的变革，开发年份原浆系列定位中高端，开创“三通工程”为核心的深度营销模式，使得高端品牌形象逐步回归，公司业绩重回增长轨道，并逐步与省内其他酒企拉开差距，稳坐徽酒龙头宝座。

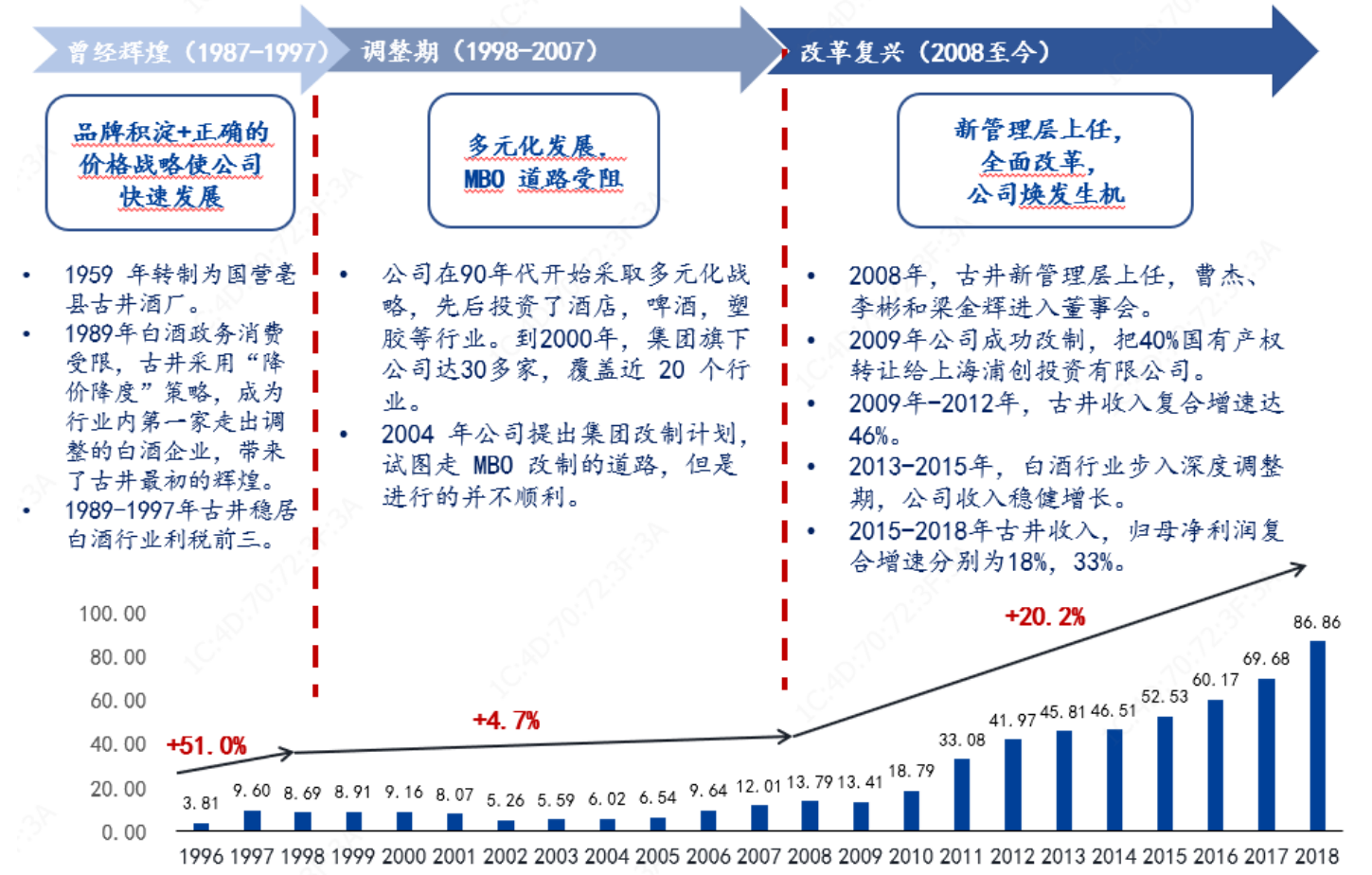
1、1987-1997：**品牌积淀+正确的价格战略使公司快速发展。**古井前身为明代正德十年的公兴槽坊，1959 年转制为国营亳县古井酒厂。1989 年中央出台政策限制白酒政务消费，白酒行业步入调整，时任董事长王效金采取 “降度降价”策略，名酒变民酒，使古井成为行业内第一家走出调整的白酒企业。降价降度策略带来了古井最初的辉煌，1989-1997 年古井稳居白酒行业利税前三。

2、1998-2007：**多元化发展，MBO 道路受阻。**公司在 90 年代开始采取多元化战略，先后投资了酒店，啤酒，塑胶等行业。到 2000 年，集团旗下公司达 30 多家，覆盖近 20 个行业，多元化使得公司白酒业务遭到弱化。此外，降价降度战略虽然促进公司销量快速上升，但也导致中低端产品在公司产品结构中占比较大，削弱公司品牌力。另一方面，2004 年公司提出集团改制计划，试图走 MBO 改制的道路，但是进行的并不顺利，改制一度中止。

3、2008 年至今：**新管理层上任，全面改革，公司焕发生机。**2007 年，古井集团高层换血。新管理层大刀阔斧采取了一系列改革措施。2008 年以来公司持续清理多元化业务，以加强白酒主业为主要战略。渠道端：时任销售公司总经理梁金辉提出“三通工程”，持续进行省内渠道的深耕与下沉，并确立了古井“营销铁军”的执行文化。产品端：公司重新调整产品结构，定位中高端，并吸取口子窖的成功经验，提出年份原浆概念，品牌拉力提升，公司重新回归名酒行列。2009 年公司成功改制，把 40%国有产权转让给上海浦创投资有限公司，释放了公司的内生活力，业绩表现进一步改善。2009 年以来公司收入业绩重回良性增长轨道。2009 年-2012 年，古井收入复合增速达到 46%，到 2012 年实现营收高达 42 亿元。2013-2015 年，白酒行业步入深度调整期，公司产品价格切合当地大众主流价格带，需求具有较强的刚性，是 19 家白酒企业中为数不多逆势取得收入稳健增长的企业。2015 年以来行业重新步入上行周期，公司收入，业绩快速增长，

2015-2018 年古井收入，归母净利润复合增速分别为 18%，33%。

图表 3：公司发展历程

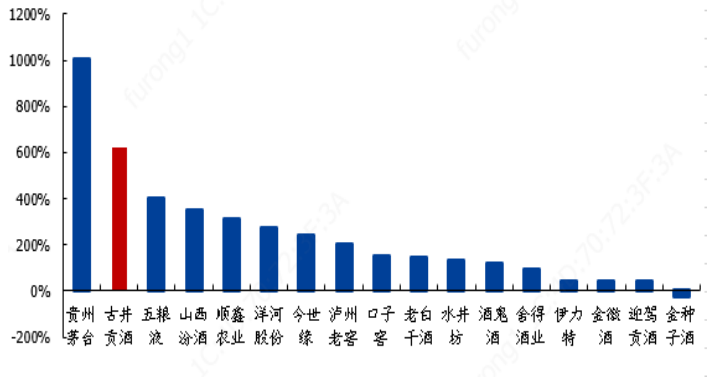


资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

2、为何公司近十年来业绩涨幅居行业首位？

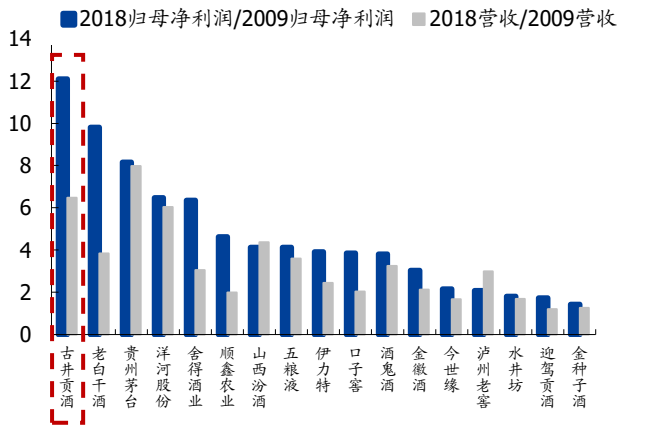
从股价表现看，2010 年至今，古井股价涨幅仅次于茅台，在白酒行业排名第二。（茅台十年股价上涨 10 倍，古井 6 倍）。从公司经营情况看，2009-2018 年，公司归母净利润增长 11 倍，居上市酒企首位，营收收入增长 5.5 倍，仅次于茅台。古井作为地产酒品牌，主要销售区域在省内，为何可以在过去十年表现如此亮眼？我们从内因和外因两个方面分析。

图表 4：2010 年至今酒企涨跌幅



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 5：各酒企 2009 年营收业绩与 2018 年对比



资料来源：wind，国盛证券研究所

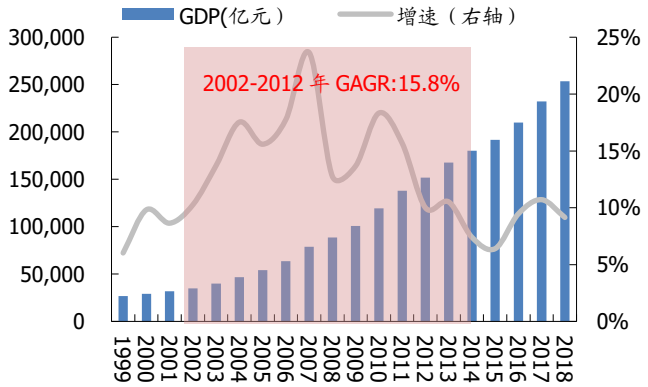
2.1 外因：安徽省白酒容量大，随经济发展持续消费升级

2.1.1 天时：抓住白酒黄金发展机遇期

2003 年加入 WTO 以后，中国经济高速增长，基础设施建设速度加快。2002-2012 年中国 GDP 复合增速达 16%，固定资产投资复合增速达 27%。政商活动的活跃带动白酒行业迈入量价齐升的黄金十年，2002-2012 年白酒行业产量复合增速 11.8%。

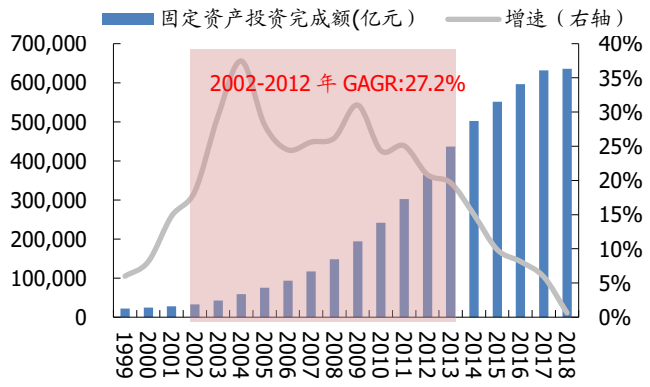
许多优秀白酒企业抓住白酒黄金十年的机遇，成功打造出大单品，使得公司取得了跨越式的发展。2003 年，洋河推出蓝色经典，以海之蓝作为主打产品，卡位当时全国的主流价位段 100-150 元。海之蓝收入从 2004 年的 0.8 亿元快速增长至 2012 年的 42 亿元，复合增长率达到 56%。水晶剑牢占 300-400 元价格带，2012 销售额达到 50 亿元左右。2008 年，古井推出“年份原浆”系列，聚焦中高端，通过广宣以及渠道促销费用的高举高打，不断拔高公司品牌力。年份原浆获得巨大成功，公司经营重回良性增长轨道。

图表 6：1999-2018 年 GDP 与增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 7：固定资产投资额及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

2.1.2 地利：安徽省白酒市场规模大，区域壁垒高，主流价格带随经济发展持续跃迁

安徽省饮酒文化浓厚，是典型产销大省，徽酒“六朵金花”主导主流价格带。据中商产业研究院数据显示， 2018 年安徽省白酒产量 44 万千升，在全国 31 个省市中排名第

五，连续 8 年居全国前十。2017 年安徽省平均每人日均饮酒 33.7 毫升，位列全国各省市日均饮酒第七，白酒市场规模约 250-300 亿元。

从消费区域看，安徽省内不同区域白酒消费价、量差异变化比较大，根据消费白酒价格，基本可以把安徽省分割为三个部分。**皖北（以阜阳为代表）：量高价低，**消费水平相对较低，主要消费价位段为百元以内的中低端价位段白酒。但是饮用频次和单次饮用量较高，饮酒之风更甚。**皖中（以合肥为代表）：量少价高**。中部经济发展和消费水平较高，近年来消费升级明显，目前合肥地区喜宴和商务宴请价格带基本集中在 200 元以上，同时合肥白酒消费对整个安徽省白酒消费有引领带动作用。饮酒量上相对北部板块的彪悍饮酒风格有所内敛，单次饮酒量和饮用频次相对较少，基本以聚饮为主。**皖南（以芜湖和安庆为代表）：量少价中**，消费档次基本介于中部和北部之间，多集中在 60 元-150 元价位带，饮酒频次和单次饮酒量也相对较少，整个皖南由于多山地，人口相对较为疏散，所以白酒市场容量相对较小。

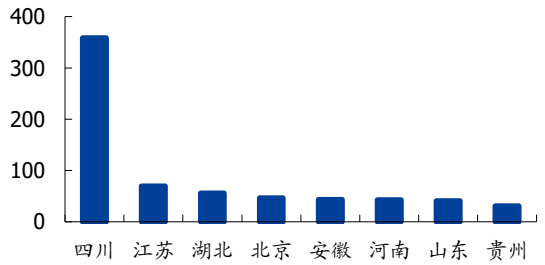
安徽省白酒市场有较强的区域壁垒，对于省内品牌的发展提供了良好的土壤。白酒行业素有“东不入皖，西不入川”的行话，反映出安徽白酒市场较高的进入壁垒。其原因在于两个方面：1、**渠道封锁：**安徽酒企渠道封锁能力较强，外来酒企难以突破。安徽白酒企业众多，激烈的竞争下，徽酒品牌极为重视对渠道模式的创新和渠道的封锁。著名的盘中盘模式就起源于安徽。本地酒企通过买断，陈列奖励，免费铺货等手段加强对终端的掌控，对于有威胁的外来竞品主动进行终端拦截，导致安徽市场本土品牌份额占比在 50%以上。此外省内存在一批长期从事白酒销售的老经销商，在当地具有强大的人脉和资源，在省内渠道下沉至各个乡镇，并对终端具有很强的控制力。2、**区域文化认同：**地产酒品牌起源于当地，省内居民对其具有较深强烈的品牌认同感，作为纳税大户，政府也对当地的酒企有一定的保护。从渠道封锁和品牌认同两方面来看，外省品牌想争夺安徽白酒市场的份额有一定的困难。

图表 8：主要白酒消费大省市场规模及人口，经济情况

省份	市场规模	常住人口数量（万人）	人均可支配收入（元/人）	主流价位段
江苏	600亿	8050.7	38095.8	300以上
河南	500亿	9605	21963.5	80-120
山东	300亿	10047.2	29204.6	100-200
安徽	270-300亿	6323.6	23983.6	150-200
湖南	270亿	6898.8	25240.8	80-120
河北	150-200亿	7556.3	23445.7	80-120

资料来源：wind，中国产业信息网，酒说，佳酿网，国盛证券研究所

图表 9：2018 各省白酒产品产量排名（万千升）



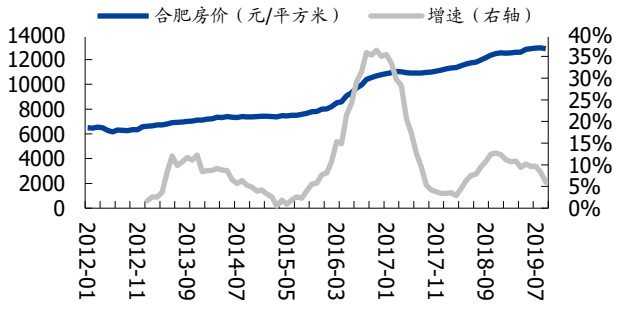
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 10：安徽十大白酒消费城市

城市	市场规模（亿元）	销售额居前列的品牌
合肥	25	古井、口子、洋河
芜湖	10	古井、口子、洋河
蚌埠	10	古井、口子
淮南	6	古井、口子、宜酒
淮北	10	古井、口子、迎驾贡酒
铜陵	6	古井、口子、迎驾
安庆	10	古井、口子、金种子
阜阳	15	古井、金种子
六安	14	古井、口子、迎驾贡酒
池州	8	古井、口子
十大市场合计	114	

资料来源:wind，国盛证券研究所

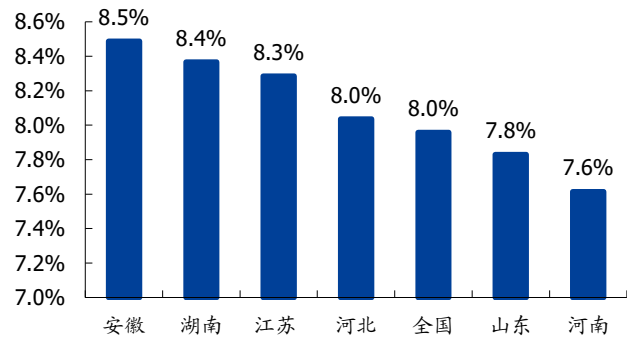
图表 11：合肥房价



资料来源：wind，国盛证券研究所

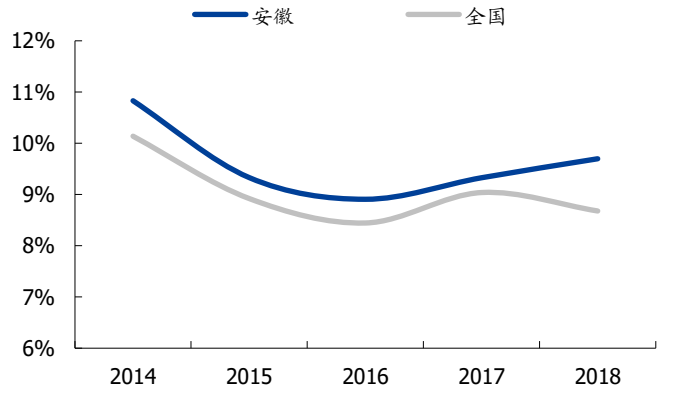
安徽省经济快速增长支撑安徽省白酒市场景气度，也是消费升级的基础。近十年来，安徽省经济发展迅速，房价攀升，人均可支配收入持续提高。2015-2018 年安徽省 GDP 复合增速达 8.5%，在白酒消费大省（安徽，江苏，山东，河南，湖北，河北）中增速最快，并且快于全国平均水平（8.0%）。2015-2018 年安徽省城镇居民可支配收入增速均在 8.0%以上，明显高于全国平均水平；以合肥为代表的核心城市房价的快速上升也为省内白酒消费升级提供了良好的基础。

图表 12：主要白酒消费大省 2015-2018 年 GDP 复合增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 13：安徽省人均可支配收入增速高于全国



资料来源：wind，国盛证券研究所

2.2 内因：产品，渠道，品牌共振，公司逐步成长为省内龙头

2008 年，新管理层上任以来，对公司的产品，渠道，营销进行全方位改革，公司在积极改革下，面貌焕然一新。**产品方面**，公司大幅削减中低端产品线，推出年份原浆，瞄准中高端市场。随着省内消费升级，主力单品进行迭代，持续提供增长动力。**渠道方面**，公司实施三通工程，深耕省内市场，渠道下沉至县级和乡镇市场。配合三通工程，公司采取深度分销模式，厂家直接做市场，承担市场开发、维护、品牌推广和消费者教育等工作，大大增强对终端的掌控力。**品牌方面**，公司作为老名酒具有先天的品牌优势，同时近十年来公司通过品牌建设的大幅投入，品牌价值持续提升。

2.2.1 品牌：老八大名酒品牌积淀深厚，品牌建设持续投入拉开差距

复盘古井和口子窖的品牌力演变历史来看，古井是八大名酒之一，品牌历史积淀深厚，90 年代的“降价降度”策略使古井品牌力受到削弱。1998 年口子窖打出“窖藏年份”概念，后来居上实现品牌力的超越，2009 年古井推出年份原浆，定位中高端，同时持续加强品牌建设，品牌力逐渐复兴。

60-90 年代：古井作为老名酒具有先天的品牌优势。古井贡酒具有 1800 多年的酒文化历史，据考证，古井贡酒始于建安元年（196 年），当时的魏国丞相曹操将家乡亳州特产“九酝春酒”及酿造方法献给汉献帝，自此，该酒便成为历代皇室贡品，于是亳州产美酒名声延绵至今。1963 年，古井贡入选八大名酒之一（老八大），四次蝉联全国白酒评比金奖，1987 年被人民大会堂选为国宴用酒，品牌力积淀深厚。相较而言，口子窖两次与中国名酒失之交臂，品牌力不具备先天优势。

图表 14：五届中国名酒评选

年份	评选	品牌
1925	四大名酒	茅台酒，汾酒，泸州大曲酒，西凤酒
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
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
1984	十三大名酒	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
1989	十七大名酒	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

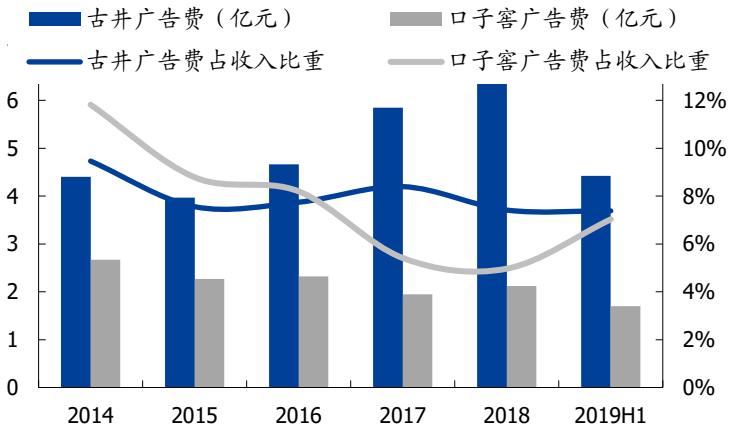
资料来源：酒说，国盛证券研究所

1998-2008：口子窖首创“窖藏年份”概念，省内率先定位中高端，营销方面重视对核心消费者的培育，完成品牌价值的腾飞。20 世纪 90 年代中期，古井品牌力达到顶峰，利税收入曾经连续多年排在行业前三甲，1997 年更是紧随五粮液之后，排名第二。但由于 1989 年开始公司采取降价降度的策略，使得公司产品结构以中低端产品为主，品牌力受到削弱，此外随着由于多元化战略以及公司改制的问题，公司经营陷入低谷，品牌美誉度逐渐下滑。古井品牌力历史积淀深厚，为后期重新腾飞提供了必不可少的条件。

1998 年，为增强品牌及品质的差异性，在安徽省内 60 元以下的低端酒占主流的时候，口子推出核心大单品兼香型白酒口子窖 5 年，首创了“窖藏年份”的概念，并成功将大众白酒推上 80 元以上价格带，成功打造品牌的差异化并在中高端价格占据先发优势。同时，口子窖开创酒店盘中盘模式，即通过培育小型酒店，零售终端等小盘的意见领袖消费者，辐射整个大盘。凭借出色的大单品，差异化的品牌打造，中高端定位以及盘中盘模式的新型营销路径，口子窖收获一批稳固的核心领袖消费者，完成了品牌价值的腾飞。

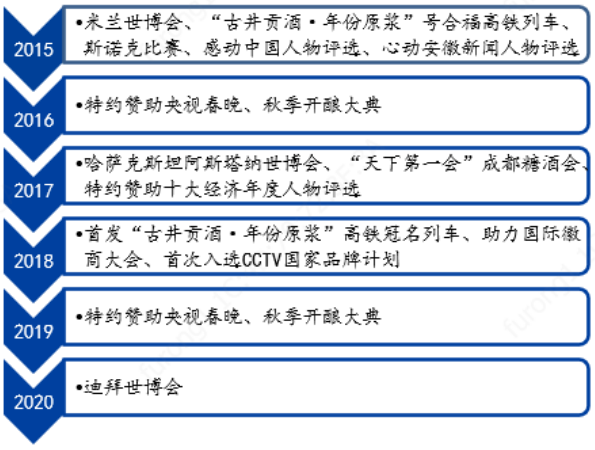
2009-2019：古井在品牌建设方面高举高打，重新实现超越。古井自 2009 年推出年份原浆系列，定位中高端后，在品牌建设方面高举高打，通过广告投放，赞助大型活动等方式，持续拔高品牌力，逐渐与省内其他酒企拉开差距。公司独家总冠名 2013 年和 2014 年斯诺克世界公开赛；连续四届携手世博会，成为 2012 年丽水世博会中国馆、2015 年意大利米兰世博会中国馆、2017 阿斯塔纳世博会中国馆、2020 年迪拜世博会中国馆指定用酒。自 2016 年起公司连续四年赞助央视春晚，多年冠名 CCTV 感动中国年度新闻人物评选；2017 年入选“中国品牌 100 强”；2018 年入选 CCTV 国家品牌计划。古井广告费用由 2009 年 1.06 亿上升至 2018 年的 6.44 亿，复合增速 22%。而口子窖费用政策较为平和，品牌投入较小，广告费用由 2014 年的 2.67 亿下降至 2018 年的 2.12 亿。随着品牌建设持续投入，公司整体品牌力悄然提升，省内消费者对古井本土第一品牌的认可度在逐渐增强，省外市场对老八大名酒古井的认知度也在不断延伸，公司品牌力逐渐实现复兴。

图表 15：古井口子广告费用对比



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 16：古井主要品牌活动



资料来源：wind，云酒头条，酒说，国盛证券研究所

2.2.2 渠道：古井在深度分销模式下实现份额的快速扩张

由于体制的区别，古井注重收入和份额的考核，而口子窖主要追求利润的稳健增长，相应的古井采取较为激进的渠道拓展策略。体现在报表上，古井的销售费用率从 18%（2009 年）上升至 31%（2018 年），而口子窖采用平和的政策延伸，销售费用从 18%（2014 年）下降至 8%（2018 年）。

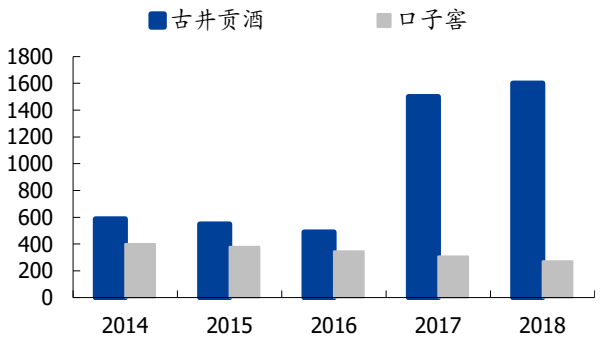
渠道模式：古井深度分销模式，口子窖采用大商模式。口子窖采用大商制，一般而言一个业务员负责 2-3 个经销商，主要由经销商去做市场，厂家只对经销商进行战略指导，配置少量人员，一方面，厂家对经销商控制不强，价格体系容易混乱，进而导致串货等问题，另一方面，大经销商往往会为了追求资金周转率而低价出货，不利于挺价。深度分销模式实现了渠道的扁平化，厂家派驻业务代表入驻经销商，甚至是在经销商的主导市场设立办事处，并匹配一定数量业务员。厂家的分公司或办事处直接做市场，承担市场开发、维护、品牌推广和消费者教育等工作，经销商主要起物流和打款作用。厂商对经销商的掌控程度高，对市场的风向变化较为敏锐，有效减小了串货、乱价的风险。

图表 17：深度分销模式和大商模式对比

	深度分销模式	大商制
模式简介	厂家向经销商派驻业务经理，并匹配一定数量业务员，以厂家为主或共同开拓市场	经销商负责目标市场的开拓，厂家制定指导性政策，人员配置少
厂商分工	厂家开拓客户和维护终端，经销商主要承担打款、物流	经销商为主运作市场
经销商利润	靠价差+返利盈利，毛利率低	主要靠价差，毛利率高
终端掌控情况	厂家直控终端	厂家对终端掌控力较弱
操作模式	一般是控价模式（古井，洋河）	一般是裸价模式（口子窖等）

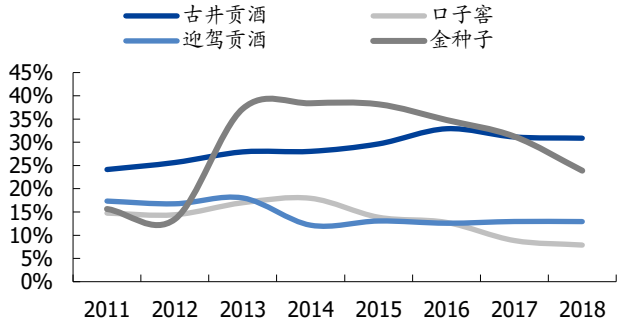
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 18：古井口子销售人员数量对比（人）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 19：古井口子销售费用率



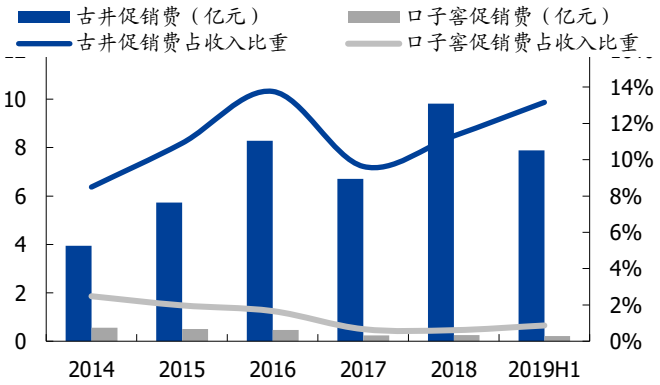
资料来源：wind，国盛证券研究所

古井实施“三通工程”，深耕省内市场，渠道下沉至乡镇。公司于 2009 年推出三通工程，贯彻至今。三通工程是指“路路通、店店通、人人通”，在局部的小区域实现高占有率，然后进行复制，逐步扩大市场占有率，最终将板块连成一体，全面打开目标市场。路路通，即追求覆盖率第一。店店通，即市场占有率第一，覆盖烟酒店、酒店，商超。对不同级别烟酒店，酒店，商超提出对进店产品，陈列，店面宣传，促销活动的不同要求，例如要求商超形象店全产品进店，有长期堆头，驻场促销员，对消费者采取买赠等促销。要求烟酒店产品集中陈列，数倍于竞品，有驻场人员和促销活动支持。人人通有两方面内容，一是消费者盘中盘，即通过品鉴会、公关赠酒等方式抓住意见领袖带动消费氛围。二是团购，通过开发团购单位，合作核心团购分销商来扩大团购市场的份额。深度分销模式下，在公司对渠道具有强大的管控能力，三通工程的各项精细指标得以被有力执行，省内渠道下沉卓有成效，其中五年下沉到县级市场，献礼下沉到乡镇市场。

图表 20：古井三通工程

资料来源：百度文库，国盛证券研究所

图表 21：古井口子促销费用对比



资料来源：公司公告，wind，国盛证券研究所

价格策略：口子窖裸价模式，古井半控价模式，对渠道各环节掌控能力更强。口子窖经销商利润空间较大，总代理毛利率达 25%左右，古井毛利率 8%-12%。口子窖采用裸价模式，裸价代理模式是指厂家提供品牌和产品，给经销商一个底价，市场完全交由经销商运营，厂家对市场的控制较弱。裸价模式实现顺价销售，因此经销商风险较小，对公司忠诚度较高，但同时进取心相对较弱，由于利润率较高，即使量少也可以实现盈利。而古井采用控价模式，费用投入较大，经销商在得到返利以后才实现盈利，因此经销商对销量要求较大，更有进取心。控价模式的建立使得公司对渠道各环节价格的掌控力更强，减少了产品串货的风险。

图表 22：裸价和控价模式对比

	控价模式	裸价模式
操作方法	固价销售，经销商赚返点和买赠等活动费用	顺价销售，经销商赚价差
市场运作主体	厂家为主做市场，费用厂家承担	经销商为主做市场，费用主要由经销商承担
市场掌控力	市场投入力度大，持 续性强	厂家对市场掌控力度差，依靠经销商做市场
代表品牌	古井贡酒	口子窖

资料来源：wind，酒说，国盛证券研究所

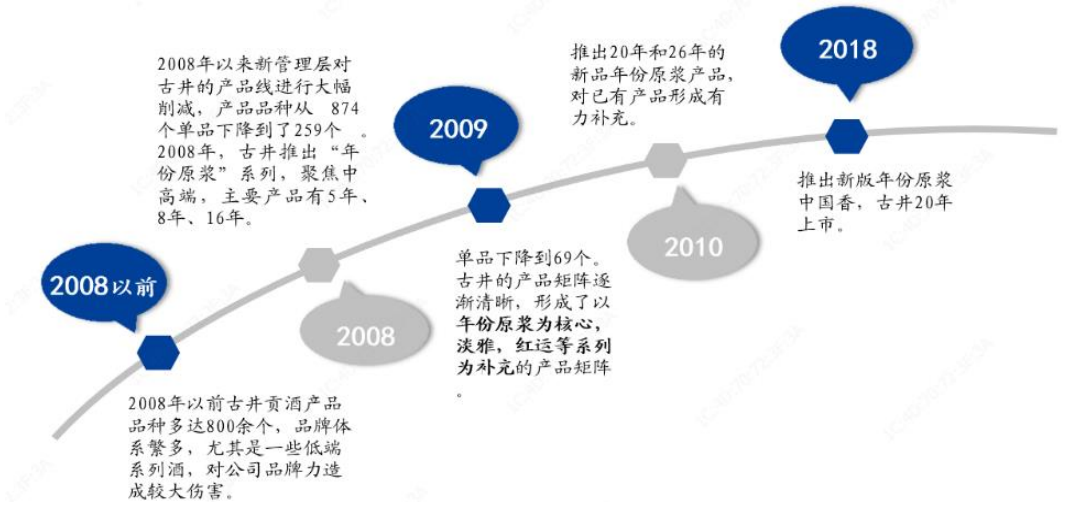
2.2.3 产品：聚焦年份原浆，定位中高端，积极引导消费升级

削减产品线，资源聚焦年份原浆，瞄准中高端市场

“冗长的品牌战线是古井贡之前裹足不前的重要原因”——刘敏曾指出。2008 年以前古井贡酒产品多达 800 余个，品牌体系繁多，尤其是一些低端系列酒，对公司品牌力造成较大伤害。 2008 年以来管理层对古井的产品线进行大幅削减，产品条目从 874 个单品下降到了 259 个，2009 年下降到 69 个，经过产品线的清理和聚焦，古井的产品矩阵逐渐清晰，形成了以年份原浆为核心，老名酒系列为补充的产品矩阵。

“年份+原浆”，瞄准中高端市场。降价降度策略让古井走上低价的民酒路线，虽销售额迅速扩大，但品牌力受到削弱。1998 年山西假酒事件震惊全国，让消费者对“勾兑”一词避之不及。敏锐嗅到消费者对“不勾兑”的白酒需求，2001 年古井推出原浆酒，以“原汁原味原浆酒，找回过去感觉”作为广告语，受到市场热捧。2001 年古井贡原浆酒销量突破 3 万件。2007 年，古井推出“年份＋原浆”的组合，2015 年“年份原浆”商标正式注册成功。在对年份原浆的定位中，公司首次提出“原生态基酒”概念，强调传承古井贡酒独门秘籍“九酝酒法”工艺、采千年古井之“无极水”、用阳春三月“桃花曲”制曲、通过“择层取醅”、“择时取酒”方法得到最精华的原酒，并以“不是所有的年份酒都是原浆级年份酒”作为广告语，品牌高度与安徽当地的迎驾贡、文王贡等拉开了差距。

图表 23：古井贡酒产品体系变化



资料来源：wind，酒说，国盛证券研究所

龙头企业积极引导主流价格带跃迁，率先享受省内消费升级红利

随着安徽省经济迅速发展，房价攀升，人均可支配收入的提高，安徽省白酒市场价格带持续上移。例如 2001-2004 年，主流价格带 50 元-60 元，省内大单品为高炉家，老光明，金种子等。2008 年，公司推出年份原浆献礼版，卡位 80 元主流价格带。2008-2010 年省内主流价格带上移至 60-80 元。2011 年，公司推出古井 5 年，通过持续的渠道投入引导省内主流价格带跃迁至 100-150 元左右，2015-2017 古 5 接替献礼成为公司主要的增长驱动力。2016 年白酒行业复苏以来，合肥地区主流价格带向 200 元以上迁移，古 8，口 10 等产品销售额快速增长。

省内主流价格带的跃迁带来大单品的崛起和落幕，一方面产品结构升级成为龙头公司的成长驱动力，另一方面使得省内二线品牌逐渐被古井和口子拉开较大差距。两者在省内较其他酒企提前 5-10 年布局中高价位核心产品，最先享受省内消费升级的红利。而迎驾贡酒，金种子定位中低端，推出中高端产品较晚，本轮景气期收入和利润增速表现整体差于核心价格带 100 元以上的口子窖和古井。

对比古井和口子窖来看，古井主动引导消费升级，享受消费升级红利更充分。古井对于渠道投入更加积极主动，通过加大中高端产品的推广和渠道部署力度来引导省内消费升级，在省内消费升级的过程中通常引领作用，口子窖渠道投入较少，但由于定位中高端，同样享受消费升级红利。古井相较而言享受先发优势，受益消费升级红利更充分。例如 2011 年，省内主流价格带 50-80 元，古井敏锐感知省内消费升级的空间，推出古井 5 年，卡位 120 元价格带，通过持续的渠道，广宣投入，古井 5 年受到省内消费者的广泛认可，销量快速增长。2012 年口子窖推出口子窖 6 年，但已经难以撼动古 5 在 120 元价格带的优势。

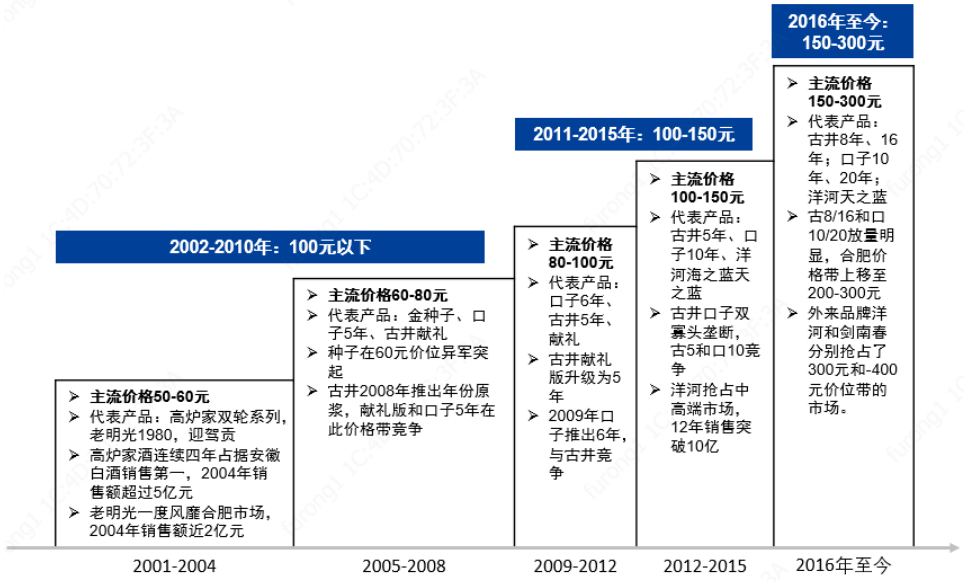
1）2008-2015：古井献礼，卡位 80 元价格带。2008 年份原浆最初推出时，首批主要产品有 5 年、8 年，零售价格分别为 128 元/瓶、268 元/瓶。而 2008 年安徽省主流价格带还是 80-100 元，因此古井调整产品结构，推出献礼版，定价 80 元左右，通过渠道的精耕细作以及费用的持续投入，献礼版逐渐成长为 80-100 元价格带的主流大单品。

2）2015-2017：古井 5 年，卡位 120 元价格带。2011 年古井以古 5 卡位 120 元价格带，彼时口子窖没有 120 元的产品，只有 85 元的御尊口子窖和 100 元左右的口子 5 年。古井通过不断的渠道推广引导消费升级，使得口子 5 年的消费者向古 5 转移，在此情况下，2012 年口子窖推出口子窖 6 年，但已经难以撼动古 5 在 120 元价格带的优势。2015-2017 年古 5 持续保持 30%以上的高增，在核心城市逐步对献礼实现替代。

3）2018 至今：古井 8 年，卡位 200 元价格带。2018 年伴随省内消费升级，合肥地区主流价格带升级至 200 元左右，古 8 成为公司新的增长极。古 8 成交价 220-230 左右，承接合肥地区 120-150 元主流价格带的消费升级需求，精准卡位 200 元价格带，成为该价格带的大流通产品。省内 200 元价格带除了古 8，特曲以外，没有其他主流产品，口子 6 年成交价 150-180 元，口子 10 年 320-350 元价格带，口子 20 年处于 500 元价格带。古井凭借古 8 精准定位再次进行大单品迭代，逐步拉开与省内其他酒企的差距。

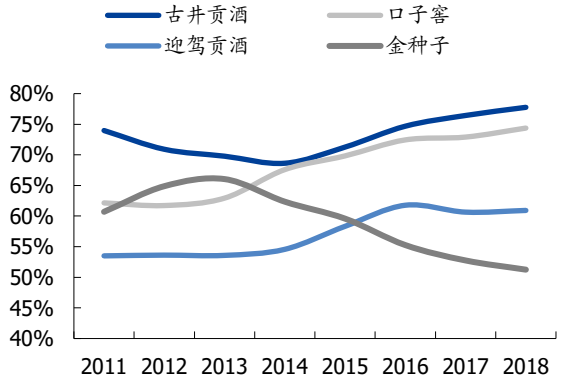
从财务表现看，公司享受省内消费升级红利充分，产品结构持续优化，近三年公司吨价增速和毛利率上涨幅度均高于省内其他酒企。2015-2018 古井贡酒吨价复合增速 13%，高于口子窖（11%），迎驾贡酒（7%），金种子（6%），2015-2018 年古井毛利率增长 6%，高于口子窖（5%），迎驾贡酒（3%），金种子（-8%）。

图表 24：安徽地区主流价格带变迁



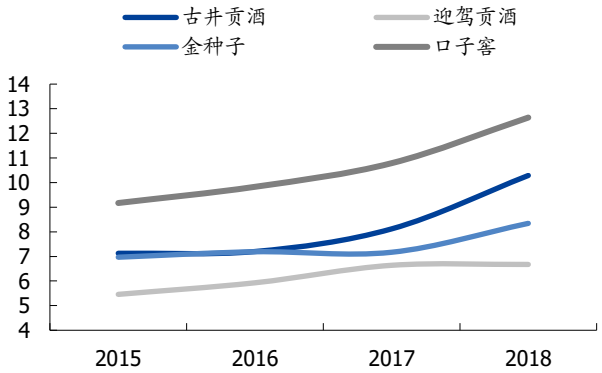
资料来源：徽酒，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

图表 25：四家公司毛利率对比



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 26：四家公司吨价对比（万元/吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

2.2.4 产品，渠道，品牌改善的背后是优秀的管理

公司产品，渠道，品牌全面改善的背后是优秀的管理。2007 年，古井集团高层换血，在产品，渠道，品牌方面对公司展开大刀阔斧的改革。梁金辉于 1997 年加入古井，长线服务营销一线，曾担任过亳州古井销售有限公司市场总监、总经理，公司副总经理、总经理，对白酒行业以及公司经营发展情况有深刻的理解。刘敏是职业经理人，曾经担任陕西西凤酒股份有限公司董事、总经理，万基集团酒类事业部总经理，金威啤酒集团西安公司总经理，酒类经营经验丰富。在优秀的管理层的领导下，公司进行大刀阔斧的改革，经营大幅改善，营业收入与从 2007 年的 12 亿增长到 2012 年的 42 亿，净利润更是从 3400 万增长到了 7 亿。

图表 27：2008 年公司新管理层履历

姓名	职务	工作经历
王锋	公司董事长，古井集团董事	历任亳州古井酒厂团委书记、经济开发处副处长、企管处副处长古井集团资产管理部经理和公司董事会成员、董事会秘书、副总经理、总经理、董事长。
曹杰	公司董事、古井集团董事长、总裁	历任亳州市税务局科长，亳州市地方税务局副局长；历任古井集团财务部副经理，合肥古井大酒店有限责任公司执行董事、总经理，安徽古井酒店（集团）有限责任公司董事长，古井集团副总经理，古井集团副总裁。
刘敏	公司董事、总经理	曾调任陕西西凤酒股份有限公司董事、总经理；万基集团酒类事业部总经理职务；任金威啤酒集团西安公司副总经理、总经理，2007年12月任公司总经理。
梁金辉	公司董事、副总经理，亳州古井销售公司总经理	历任公司市场发展部副经理、公司第二届监事会监事和市场发展部经理兼市场研究与监管中心主任。
李彬	公司董事，安徽瑞福祥食品有限公司董事长	历任主管会计、财务部秘书、企业规划与管理部经理、副总会计师、财务部经理、总会计师。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

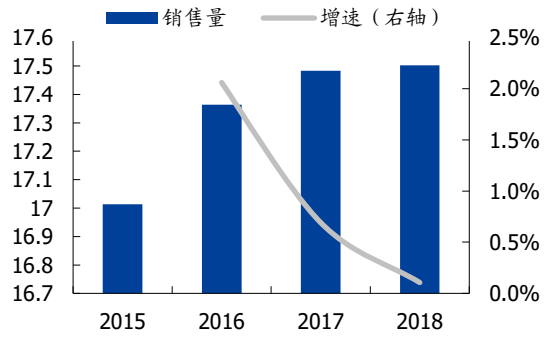
3、省内市场分析

3.1.公司省内高增速是否可维持?

3.1.1 如何看待省内市场空间?

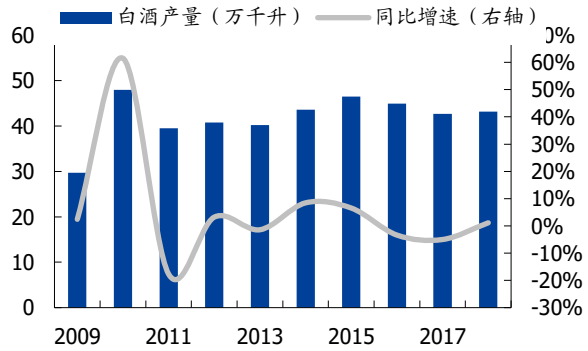
量增有限，主要以省内消费升级带来的价增为主。1）量：从产量看，2016 年以来，安徽省白酒行业呈现产量稳中有降的趋势，2016，2017 年分别同比下降 3.4%，5%，2018 年同比上升 1.1%。**从销量看，**2016 年以来，省内 4 家上市白酒企业的销量保持平稳，预计未来安徽白酒市场的产销量将维持平稳或略下降。**2）价：**在产品结构升级以及提价的影响下，2013-2018 年，古井和口子窖的吨价显著提升，古井吨价从 2013 年的 6.89 万元/吨提升至 2018 年 10.29 元/吨，复合增速 8.4%；口子窖吨价从 2013 年的 7.54 万元/吨提升至 2018 年的 12.64 万元/吨，复合增速 10.9%。

图表 28：省内 4 家白酒公司销量之和（万吨）及增速



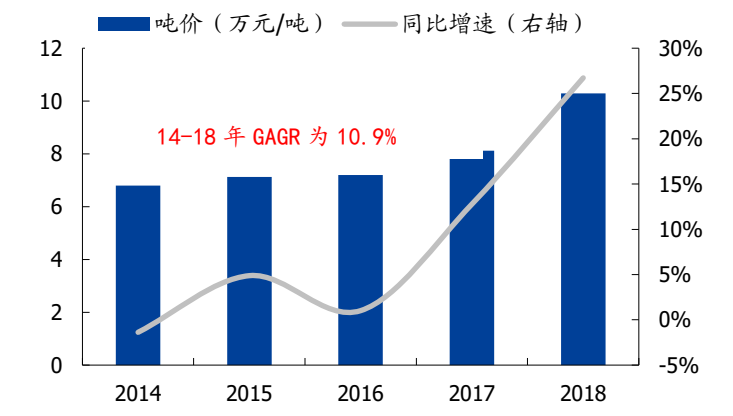
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 29：安徽省白酒产量及其增速



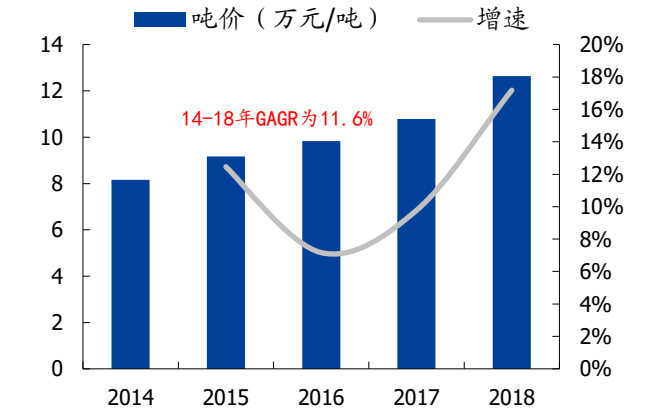
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 30：古井贡酒吨价及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 31：口子窖吨价及增速



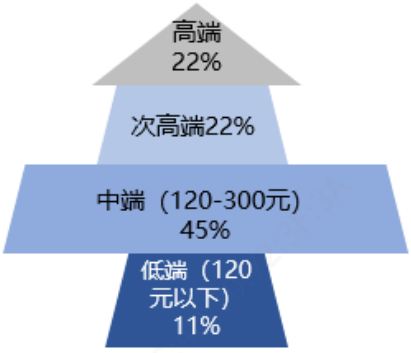
资料来源：wind，国盛证券研究所

消费升级通常呈现出“跨越式”而非“渐进”的特点。跨越式是指 1）**价格：**省内主流白酒价格不是线性提升，而是跨越式提高，例如 2018 年以来合肥地区主流价格带从 120 元左右直接升级至 200 元以上。2）**时间：**消费升级不是在一段时间内缓慢进行，而是短时间内的爆发。其主要原因在于白酒的面子消费属性，一旦有人用了更高档次的酒以后，出于攀比心理其他人便会开始模仿，从而产生价格带的快速跃迁。**消费升级通常持续 3 年后，进入平稳期，为下一次价格带的跃迁蓄力。**复盘安徽和江苏省的白酒主流价格带变迁的历程来看，消费升级通常持续 3 年左右。本轮消费升级始于 2015 年，2015-2017 年古 5 快速增长，逐渐取代献礼成为主流产品。2017 年，公司开始缩减献礼版费用投入、加大对 5 年特别是 8 年的费用支持，随着合肥地区主流价格带升级至 200 元以上，2018 年以来合肥地区实现古 8 的快速爆发，古 8 增速达 70%左右。

如何看待公司未来增速？合肥地区古 8 增长进入平稳期，周边城市消费升级仍在持续。目前合肥地区古 8 占比达 40%，古 16 及以上产品占比 35%，占比已经较高。我们认为未来古 8 的增长主要来自于合肥周边城市的消费升级。合肥周边城市主流单品由古 5 向古 8 迭代，有望驱动古 8 持续增长，预计古 8 增速在 15%-20%左右。2018 年公司管理层在股东大会上提出公司产品结构目标是古 8 及以上产品占比 60%。对标古 5 成长历程来看，若安徽省整体主流价格带上移至 200 元以上，则古 8 有望占公司营收的 40%左右（2017 年古 5 占整体营收约 40%）。

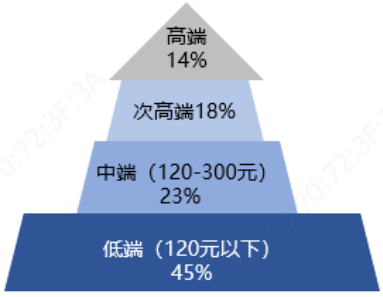
对标江苏省，长期来看省内消费升级还有较大空间。江苏和安徽同属于白酒消费大省，地缘相近，在本轮白酒上升周期中均实现了省内白酒市场消费结构的升级，对安徽省有较大的借鉴意义。由于经济水平相对领先，江苏省白酒消费结构优于安徽省，目前江苏省 300 元以上产品占比 45%左右，其中 300-600 元占比约 22%，600-1000 元占比 15%左右，1000 元以上占比 7%左右。安徽省 120 元以下占比 45%，120-300 元占比 23%，300-600 元占比 18%，高端产品占比 14%左右。我们认为长期来看随着安徽省经济水平发展和人民生活水平的提高，白酒消费结构有望向江苏省看齐。对标江苏省来看，安徽省 2018 年人均 GDP 相当于江苏省 2009 年的水平。2018 年安徽省食品烟酒人均消费支出 5416 元，江苏省为 6529 元，较安徽省高 20.3%，2018 年安徽省食品烟酒人均消费相当于江苏省 2014 年的水平。若假定安徽省白酒市场规模增速与人均烟酒食品消费支出增速一致，则预计 2022 年安徽省白酒市场规模达 300 亿元左右。

图表 32：江苏省白酒市场结构



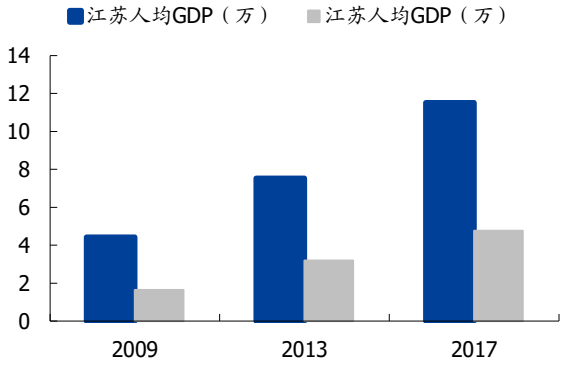
资料来源：wind，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

图表 33：安徽省产品结构



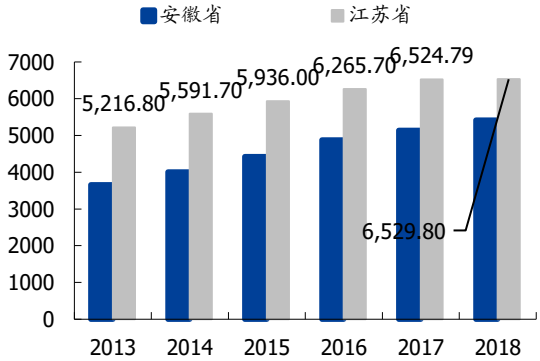
资料来源：wind，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

图表 34：安徽人均 GDP 是江苏省 2009 年的水平



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 35：安徽，江苏省烟酒人均消费支出



资料来源：wind，国盛证券研究所

3.1.2 如何看待省内品牌竞争？

安徽省有四家白酒上市公司，古井贡酒，口子窖，迎驾贡酒和金种子。省内 300 元以下价格带被地产酒品牌分割。省内消费主流价格带 100-300 元，该价格带被古井和口子窖寡头垄断，主要产品为古井贡酒年份原浆、口子窖年份酒、迎驾银星、金星等。50-100 元以迎驾、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。300-600 元的次高端价格带形成省外酒企与地产酒共同争夺的局面，主要产品有古井 20 年，口子 20，以及省外品牌洋河梦之蓝、剑南春、水井坊等，目前次高端市场扩容持续进行，各酒企跑马圈地竞争激烈。高端酒主要以省外品牌为主，茅台、五粮液市场容量 30 亿左右，占比约 10%。

图表 36：安徽省各价格带主要品牌

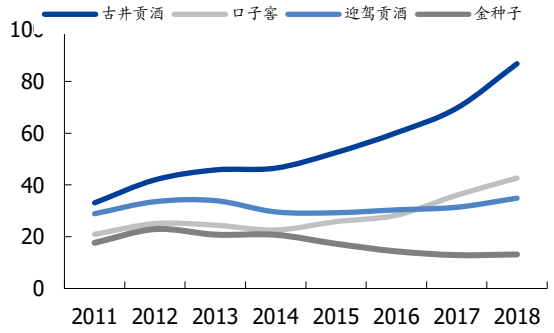
价格带	竞争特点	主要品牌
高端（800 元以上）	省外品牌竞争	茅台，五粮液，国窖
次高端（300-800 元）	省外品牌竞争，省内品牌所占份额较小	洋河梦之蓝，老窖，郎酒、剑南春、口子窖 20 年、古井 16 年原浆
中高端（100-300 元）	地产品牌强势，口子窖和古井双寡头垄断	古井 5 年原浆、口子窖 5 年、迎驾金星、洋河海之蓝
中低端(50-100 元）	品牌分散	迎驾银星、宣酒、高炉家、种子酒
低端（50 元以下）	省外品牌竞争，省内品牌所占份额较小	老村长、红星二锅头、文王贡、金种子

资料来源：wind，国盛证券研究所

古井，口子窖定位中高端，随消费升级持续挤压中低端酒企市场份额。2015 年以来安徽省内白酒消费主流价格从 50-80 元提升至 100-150 元，2018 年以来合肥地区主流价格带上移至 200 元以上，带动周边城市消费升级。古井和口子窖定位中高端，受益省内消费升级红利，产品结构持续优化，古 8 及以上，口 10 及以上占比持续提升。而金种子酒、迎驾贡酒推出中高端产品较晚，未把握住消费升级的窗口，市场份额逐渐被古井和口子侵蚀。我们预计未来省内品牌分化会愈发明显，古井和口子窖作为省内中高端品牌，较其他地产酒企的领先优势将逐渐扩大。

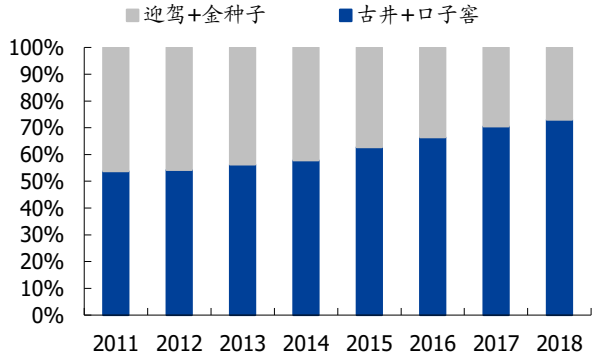
公司作为徽酒龙头，近年来通过加强品牌建设，渠道持续深耕与下沉，强化对终端的控制，在省内积累了深厚的品牌美誉度和渠道优势。2009 年以来，古井一骑绝尘，营收和业绩逐渐与省内其他酒企拉开差距，稳坐徽酒头把交椅。古井在 2009 年古井的营收体量 33 亿，是口子窖的 1.6 倍，迎驾的 1.1 倍，金种子酒的 3.2 倍。而 2019 年前三季度古井营收 82 亿，是口子窖的 2.3 倍，迎驾的 3 倍，金种子酒的 11.8 倍。

图表 37：2016 年以来古井口子与其他酒企营收拉开差距



资料来源：wind，国盛证券研究所

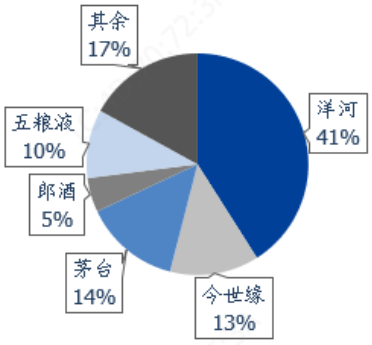
图表 38：古井口子营收之和占四家上市公司营收占比提升



资料来源：wind，国盛证券研究所

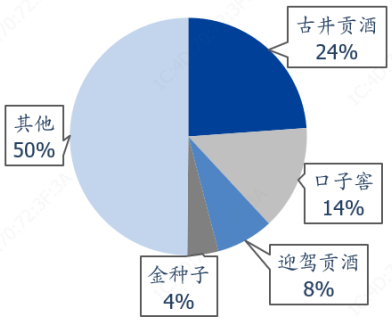
部分地产酒强势区域，或地产龙头的份额普遍较高，或同第二名差距拉的非常开。古井和口子窖虽然是安徽省内寡头垄断的两家龙头白酒企业，但市场份额并不突出，古井贡酒占省内市场的 24%，口子窖省内占比 14%左右。对比来看同样是地产酒龙头的山西汾酒、西凤酒、洋河，在山西，陕西，江苏的省内市占率分别达到 45%，60%和 40%。我们认为未来随着主流价格带的持续跃迁，古井和口子窖有望承接消费升级的需求，完成大单品的迭代，持续挤占定位中低端的金种子，宣酒等中小地产酒的市场份额。目前古井营收体量在口子窖的 2 倍左右，品牌势能已经形成，有望保持领先优势，进一步扩大市场份额，稳固龙头地位。

图表 39：江苏省竞争格局



资料来源：wind，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

图表 40：安徽省竞争格局



资料来源：wind，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

3.1.3 如何看待全国化酒企品牌力盖帽问题?

近年来省外酒企加速对安徽省的布局，竞争日益激烈。据酒业家，2018 年安徽省茅台（含系列酒）销量约 15 亿，五粮液（含系列酒）接近 15 亿，洋河约 20 亿（2018 年茅五洋销售额约 50 亿元，而 2015 年为 30 亿元），泸州老窖（含国窖 1573）约 3 亿，郎酒约 2 亿，水井坊、习酒都有近 1 亿的销量。

五粮液依托“百城千县万店”工程，17 年在安徽举办了超过 100 场低度五粮液品鉴会，当年 42 度五粮液销量增长超 300%。**泸州老窖**通过消费者品鉴+终端标准化建设深入渠道建设，挖掘城郊空白网点。对于中高端产品，老窖组织“城市大会战”形成集中性市场爆点。如 2018 年 8 月，老窖在合肥组建百人销售团队，采取百日会战的方式拿下合肥 2000 多家终端网点，并扩展直营专卖店至 20 家。2018 年，泸州老窖安徽市场销售额约 2 亿元，实现两年销量翻一番。**洋河**较早布局安徽地区，主要以梦系列产品为主。2018 年海天梦达到 4:2:4 的竞争格局，洋河在安徽销售额达 22 亿元。**剑南春**专注于婚宴和陈列，近两年一改粗放代理模式，在安徽省各个地区设立代理商，进一步实现渠道下沉。2018 年剑南春在安徽市快速增长，销售规模达到约 4 亿元，增速达 30%。

从边际变化看，安徽省白酒市场的壁垒在逐渐弱化，其原因在于 **1）渠道封锁减弱：**徽酒传统渠道与终端战略在互联网碎片化时代逐渐失效。省外品牌如洋河，泸州老窖，郎酒与古井相互学习渠道模式，重视陈列，消费者培育，徽酒对于渠道的封锁在弱化。**2）消费者品牌意识增强：**随着安徽省经济的持续发展，居民可支配收入的提高，消费者品牌意识逐渐增强。当主流价格带持续上移，品牌拉力的重要性逐渐强于渠道推力，渠道投入的边际效用递减，品牌力重要性凸显，全国化品牌有相对优势。

300 元价格带古井具备竞争优势，古 20 有望打开价格天花板。我们认为全国化酒企品牌力优势主要在 600 元以上价格带体现，目前合肥周边城市尚处于向 200 元价格带升级的过程中，对标江苏省来看，预计安徽省主流价格带消费升级到 300 元左右尚需 5-10 年，目前无需过分担忧。公司于 2018 年 10 月推出古 20，定价 500 元以上，今年公司对其进行资源倾斜，通过在央视投广告等方式提高古 20 品牌知名度。2018 年古 20 荣获中国白酒感官质量奖，产品质量和品牌受到广泛认可，省内销量呈现跳跃式增长态势，开局表现良好。公司布局 400-500 元价格带体现其对拔高品牌力，进军次高端价格带的决心，安徽省内次高端价格带主要有古 20，剑南春，洋河天之蓝梦之蓝等产品，竞争激烈。消费者对于古井在次高端价格带的品牌力认可度如何需接受市场检验，我们期待公司通过深度挖掘品牌价值，在强大的营销团队的运作下，能够在次高端价格带亦有亮眼表现。

图表 41：各酒企在安徽市场的动作

公司	时间	在安徽市场采取的动作
洋河	2017年7月	针对团购渠道推出洋河梦想家，差异化竞争，进行市场培育
	2017年-2018年	实行价格双轨制，通过多轮提价政策，快速提升梦系列占比
	2018年	在安徽举办多场“梦之蓝·筑梦大讲堂”，打造洋河“新国酒”品牌影响
剑南春	2018年	取消安徽总代，在各个地区设立代理商，进一步实现渠道下沉
泸州老窖	2017年至今	通过消费者品鉴+终端标准化建设模式对安徽所有乡镇进行地毯式拜访，深入渠道建设
	2018年8月	组织“城市大会战”，在合肥组建百人销售团队，通过百日会战拿下逾2000家终端网点和20家直销专卖店
五粮液	2017年	在安徽举办超过百家低度五粮液品鉴会
	2018年	五粮人家正式上市，采取“品牌+渠道”双重推进，着力培养高端核心消费群体，截至目前五粮人家已在安徽举办超2000场一桌式品鉴
今世缘	2019年4月	与安徽百川名品供应链管理公司，签署战略合作协议，标志国缘品牌在安徽市场打响第一枪

资料来源：wind，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

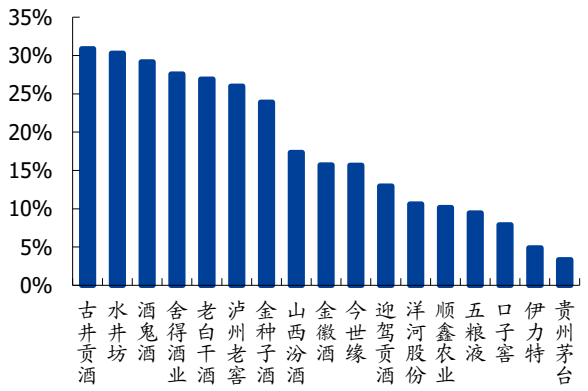
3.2 费用率探讨：费用率是否有下降空间？

古井销售费用率居上市酒企首位，有较大下降空间。2009 年以来，公司以收入和份额为导向，采取以厂商为主导的渠道模式，厂家负责费用的投放，市场宣传，经销商只负责物流和打款。公司始终保持费用的高举高打，伴随公司的渠道下沉和市场开拓以及广告费用的持续投入，销售费用率从 18%（2009 年）上升至 31%（2018 年）。目前古井贡酒销售费用率在上市酒企中位居首位。省内对比来看，由于销售费用率高企，公司毛利率高于其他三家省内上市酒企，而净利率低于口子窖和迎驾贡酒。

古井的销售费用来自两个方面，一方面是高投入，包括广宣投入，消费者培育（品鉴会），以及渠道费用（陈列，进场费用）。**另一方面是人海战术**，2018 年古井销售人员的数量达 1600 人左右，远高于口子窖的 272 人。2017 年以来，随着公司费用投入进入收获期，公司销售费用率连续两年下降，2017，2018 年分别同比下降 1.77pct 和 0.26pct。费用率的下降来源于两个方面，一方面是公司通过加强费用控制，增强费用投放的精准性，资源聚焦核心网点，提高费效比，另一方面是公司加强对费用使用的审计，对经销商进行督导验收，提高费用使用效率。此外，公司改变费用投入结构，减少陈列等促销费用，加大消费者建设投入。

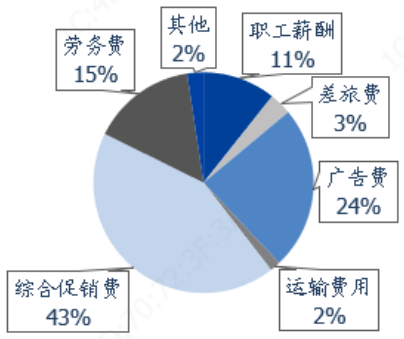
具体来看，销售费用中占比较大有两个项目，综合促销费用（2019H1 在销售费用中占比 36%）和广告费用（2019H1 在销售费用中占比 24%）。2017 年公司销售费用率下降 1.77pct，主要系综合促销费用（宣传促销+样品酒费用）同比下降 19%。 2018 年公司销售费用率下降 0.26pct，主要系广告宣传费用增速（10%）慢于收入增速（25%），而综合促销费用同比提升 46%，远高于收入增速。**综合促销费用的变化与产品的发展阶段有关**，2017 年综合促销费下降的原因在于古 5 基本完成对献礼的替代，成为省内大流通产品，不需要较多投入便可自然动销，而 2018 年综合促销费用大幅增长主要系公司通过加强对古 8 的促销宣传投入来增强曝光度，从而引导消费升级，提高销量。目前古 8 已成为合肥地区大流通产品，品牌势能已形成，公司促销宣传费用有较大下降空间，2019 上半年公司综合促销费用 7.88 亿元，同比下降 19%。**广告费用方面**，一方面，与次高端其他竞品如洋河，剑南春，汾酒相比，公司品牌力尚不具备优势，若公司想在次高端市场站稳脚跟，需要持续进行品牌建设投入，拔高品牌力。2019 上半年公司广告费用同比增长 30%，我们预计未来 2-3 年，次高端酒企将持续分化，公司广告费用仍将保持较快增速。另一方面，广告费用属于公司固定费用，即不会随着公司销售额的变化而变化，随着公司规模扩大，对广告费用占收入的比重有摊薄作用。2019 前三季度销售费用率 29.4%，同比下降 1.4pct，公司销售费用率有望进一步下降，净利率有较大提升空间。

图表 42：上市酒企销售费用率对比



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 43：2019H1 公司销售费用率各明细项目占比



资料来源：wind，国盛证券研究所

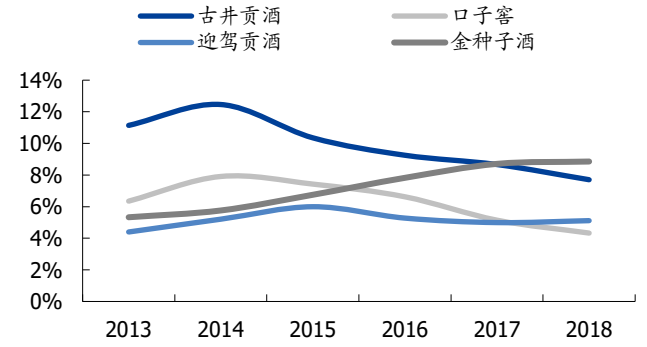
图表 44：广告费增速和综合促销费用增速与收入增速对比

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
广告费增速	63%	19%	81%	26%	-7%	-10%	17%	26%	10%	30%
综合促销费增速	85%	168%	18%	26%	-20%	45%	45%	-19%	46%	-19%
收入增速	40%	76%	27%	9%	2%	13%	15%	16%	25%	25%

资料来源：wind，国盛证券研究所

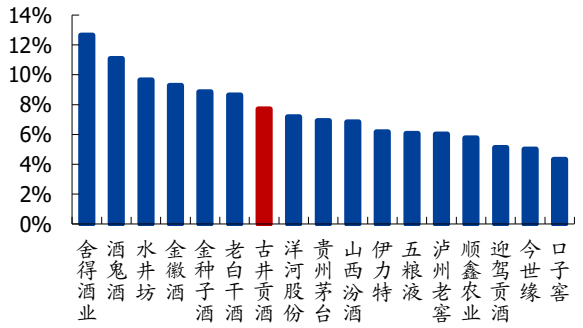
收入规模扩大有摊薄效应，管理费用率仍有下降空间。2013 年以来公司管理费用率持续下降，从 2013 年的 11.1%下降至 2018 年的 7.7%，同比下降 3.4pct。一方面是由于公司收入规模扩大对费用有摊薄效应，一方面来源于公司提高管理效率，增加费用的精细化管理，精准投入。横向对比其他地产酒而言，公司管理费用率仍有下降空间，2018 年公司管理费用率 7.7%，高于口子窖（4.3%），今世缘（5.0%），迎驾贡酒（5.1%），洋河股份（7.2%），预计公司管理费用率将维持稳步下降趋势。

图表 45：四家酒企管理费用率



资料来源：国盛证券研究所

图表 46：上市酒企管理费用率对比



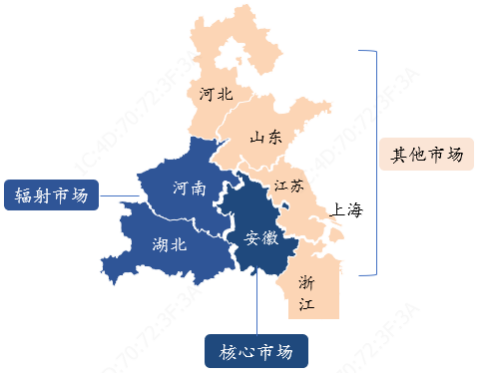
资料来源：国盛证券研究所

4、省外市场分析

目前公司省外市场仍处于推广阶段，省外销售占比约为 30%。地产酒的省外拓展的主要困难在于其省外的品牌力不足，品牌传播与人口流动有关，故地产酒的省外拓展通常采取“临近扩面”的策略，选取基地市场周边的人文差异较小的省份进行市场培育。例如洋河的新江苏战略，汾酒的环山西战略。公司同样把省外市场开拓的目标放在安徽省周边市场，着力布局“**安徽+河南+湖北**”核心市场，以带动整个华中区域的销售。古井曾蝉联 4 届中国名酒称号，品牌历史悠久，在省外拓展中较其他地产酒品牌有一定的优势。

对于河南市场，2015 年公司提出三年“再造一个新安徽”战略，2018 年河南销售规模约 9 亿元，预计 2019 年销售将达到 12 亿元。2016 年古井收购黄鹤楼定位中高端，加码湖北市场，黄鹤楼 2018 年销售收入破 10 亿元，完成业绩承诺。目前公司在河北、河南、江苏、山东等重点市场加大推广力度，坚持“大招商、招大商”的营销理念，利用省外大经销商资源进行快速扩张。2019 年公司在省外市场目标增速为 30%，其中河南和山东目标增速为 35%。

图表 47：公司省外布局



资料来源：wind，国盛证券研究所

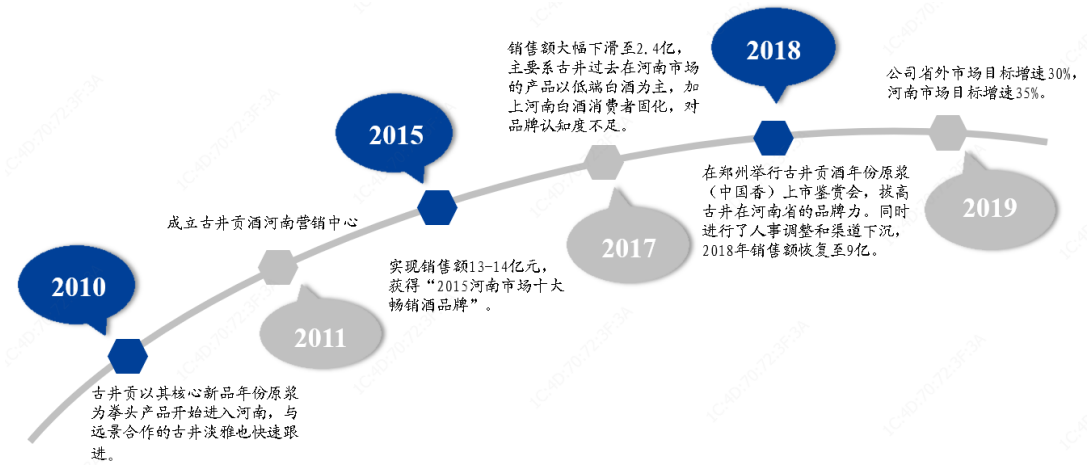
4.1 河南市场："再造一个新安徽"

2015 年公司提出将河南打造成第二个安徽市场。**为什么是河南？**首先，从地理位置来看，安徽和河南毗邻，消费习惯有相似之处。从**市场空间**来看，河南是人口大省，白酒产销大省，且饮酒文化浓厚，消费基础好，是典型产销大省，2018 年常住人口达 0.96 亿，仅次于广东，山东，居全国第三。**从市场格局来看**，河南省 200 元以下的中低端市场被地产酒占据。地产酒数量多而体积小，河南约有 88 个县，几乎每个县都有自己的酒厂，过于分散的地产酒导致龙头的缺乏，河南尚无一家销售额超过 20 亿元的地产酒企。

从价格带来看，河南主流消费价位较低，有望爆发类似江苏，安徽省的价格带跃迁。河南市场白酒价格带集中在百元以内，并且还没有受到消费升级过多的带动，存在较大的升级空间，随着消费升级的持续，多数地产酒品牌面临升级困局，中高端价位带更是缺少领军者。地产酒的弱势为全国化酒企以及古井此类强势地产酒留下发展的空间。

2010 年，当时"少帅"刘敏执掌的古井贡以其核心新品年份原浆为拳头产品开始进入河南，与远景合作的古井淡雅也快速跟进。2011 年，公司集中资源对河南市场进行加码，成立了古井贡酒河南营销中心。2015 年，古井提出把河南打造成第二个安徽市场的，加大费用的投放力度，年份原浆总冠名 2015 河南经济年度人物评选颁奖典礼。2015 年古井在河南销售额 13-14 亿元，年份原浆获得"2015 河南市场十大畅销酒品牌"。2017 年，古井在河南销售额仅为 2.4 亿，出现大幅下滑，主要系品牌形象低端，消费者对品牌认知度不足。2018 年 10 月，古井在郑州举行古井贡酒年份原浆（中国香）上市鉴赏会，改变消费者和经销商认为古井只做低端产品的观念，拔高古井在河南省的品牌力，同时公司在河南进行了人事调整和渠道下沉，2018 年销售额恢复至 9 亿。2019 年，公司提出省外市场增速目标为 30%，河南作为古井在省外的第二市场，目标增速 35%。

图表 48：河南省市场开拓历程



资料来源：wind，酒业家，糖酒快讯，国盛证券研究所

4.2 湖北市场：并购黄鹤楼，目标双品牌双百亿

湖北是白酒产销大省，2018 年白酒产量 56 万千升，仅次于四川和江苏。湖北市场规模约 200 亿元。湖北白酒消费水平提升总体较为缓慢，居民白酒消费价位集中在 120 元以下，作为核心市场的武汉（占据湖北白酒 70%的销售额）和相对富裕的区域（宜昌、荆州、襄阳）近几年才开始逐渐向 120 元-200 元价位升级。湖北省地产酒较强势，200 元以下价格带被地产酒占据，鄂酒“五大家族”，白云边、枝江、劲酒（毛铺苦荞酒）、稻花香、黄鹤楼形成了较为明确的品牌梯队。白云边市场份额最大，已连续 6 年稳定 40 亿以上，劲酒 2017 年突破百亿，其毛铺苦荞酒系列年收入突破 20 亿。

图表 49：湖北省白酒企业 2017 年营业收入

湖北省白酒企业名称	2017 年营业收入（元）
白云边	40 亿
劲牌（毛铺苦荞）	100（20）亿
稻花香	20 亿
黄鹤楼	7-8 亿
枝江	6-7 亿
石花	7-8 亿
珍珠液	2-3 亿

资料来源：佳酿网，国盛证券研究所

黄鹤楼酒成立于 2003 年，作为湖北省和武汉市的六大支柱产业之一，黄鹤楼酒业被纳为湖北省“百年品牌工程”。黄鹤楼曾蝉联两届中国名酒称号，品牌力有历史积淀，是湖北省唯一的中国名酒，主打兼香型。2016 年公司收购黄鹤楼酒业 51%股权。目前公司主营产品定位中低档酒，主要产品系列有大清香系列、 陈香系列、生态原浆系列、楼系列，其中主打产品黄鹤楼酒“陈香 1979/1989”，黄鹤楼生态原浆 15 年，占位 200-350 元区间，深受广大消费者喜爱，2018 年 5 月黄鹤楼推出三款大清香产品，定价 700-1000 元，进军高端价格带。

古井输入优秀管理助力黄鹤楼复兴。黄鹤楼品牌力在湖北省地产酒中优势突出，但由于管理和营销上的不足，近年来公司营收一直表现不佳。而古井在营销和管理上优势明显，

通过对黄鹤楼输出优越的管理和经营模式，有望和黄鹤楼形成协同效应，提高公司经营效率，丰富产品种类、优化渠道模式、扩大市场销售规模，深耕湖北市场。根据业绩承诺，2017-2021 年营业收入（含税）分别达到 8.05 亿、10.06 亿、13.08 亿元、17.01 亿、20.41 亿元。2017，2018 年黄鹤楼实现营收 8.06/8.66 亿元，净利润 0.81/0.99 亿元，完成业绩承诺。公司提出双品牌双百亿的目标，双品牌协同下公司在湖北市场有较大发展潜力。

图表 50：业绩承诺

时间	2017	2018	2019	2020	2021
承诺营收(亿元）	8.05	10.06	13.08	17	20.41
增速		*25%*	*30%*	*30%*	*20%*

资料来源：wind，国盛证券研究所

5、盈利预测

预计未来 1-2 年合肥周边城市将由 120-150 元价格带向 200 元价格带升级。分产品看，古 8 占位 200 元价格带，持续享受省内消费升级红利，古 16/20/26 等次高端产品目前体量较小，预计保持较快增速。古 5，献礼已下沉至县级/乡镇市场，预计未来保持个位数增长。我们预测 2019-2021 年公司营业收入分别为 104.21/119.67/133.97 亿元，同比增长 20.0%/14.8%/11.9%。归母净利润 22.90/27.70/33.10 亿元，同比增长 35.1%/20.9%/19.5%。

我们对公司未来经营情况预测做出如下假设：

■**成长性：1）古 16/20/26：**次高端价格带产品，目前体量较小。随着公司资源的倾斜和省内消费升级的持续，有望保持较快增速，预计 2019 年古 16 及以上产品增速 90%以上。**2）古 8：**目前合肥地区古 8 占比达 40%，占比已经较高。未来增长主要来自于合肥周边城市主流价格带由 120-150 元向 200 元价格带升级。预计 2019 年古 8 营收增速 38%。**3）古 5，献礼：**随着公司近年来的精耕细作，目前古 5 和献礼已成为省内大流通产品，古 5 已下沉至县，献礼下沉至乡镇，预计 2019 年古 5 和献礼维持小个位数增长。

■**盈利性：1）毛利率：**产品结构优化叠加提价因素，毛利率有望提高。我们预计 2019 年毛利率 78.4%，小幅提升。**2）费用率：**公司销售费用率居上市酒企首位。目前古 8 已成为合肥地区大流通产品，品牌势能已形成，公司促销宣传费用有较大下降空间。预计 2019 年销售费用率 27.2%，较 2018 年下降约 3pct。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 22.90/27.70/33.10 亿元，对应 EPS 分别为 4.55/5.50/6.57 元，2019-2021 年市盈率 24.7/20.4/17.1 倍。目标价 138 元，对应 2020 年 25 倍 PE。

图表 51：公司收入与业绩预测重要假设（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	69.7	86.9	104.2	119.7	134.0
YoY	15.8%	24.6%	20.0%	14.8%	11.9%
年份原浆献礼版	21.1	22.2	23.3	24.0	24.5
yoy	7.0%	5.0%	5.1%	3.0%	2.0%
年份原浆古 5	25.2	26.8	28.4	29.5	30.1
yoy	13.0%	6.1%	6.1%	4.0%	2.0%
年份原浆古 8	6.3	9.9	13.6	16.8	19.3
yoy	73.8%	57.5%	37.5%	23.6%	15.0%
年份原浆古 16/26	3.4	6.4	11.7	17.2	22.4
yoy	190.2%	87.0%	84.0%	47.0%	30.0%
黄鹤楼	6.9	8.7	11.3	13.5	15.5
yoy	96.9%	25.7%	30.0%	20.0%	15.0%
销售费用率	31.1%	30.9%	27.2%	26.5%	25.5%
管理费用率	8.7%	7.4%	7.4%	7.3%	7.2%
归母净利润	11.5	17.0	22.9	27.7	33.1
YOY	38.5%	47.6%	35.1%	20.9%	19.5%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 52：可比公司估值比较

代码	简称	股价	EPS				PE				总市值（亿元）
		2019/11/24	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	
600519.SH	贵州茅台	1194.0	21.6	28.0	34.3	40.9	55.4	42.6	34.8	29.2	14999.0
000858.SZ	五粮液	129.0	2.5	3.5	4.4	5.4	50.6	37.1	29.3	23.9	5006.1
000568.SZ	泸州老窖	84.2	1.8	2.4	3.1	3.9	46.8	35.4	27.2	21.6	1233.3
600809.SH	山西汾酒	94.5	1.1	1.7	2.2	2.7	86.7	55.8	43.0	35.0	823.5
002304.SZ	洋河股份	97.9	4.4	5.4	1.5	1.9	22.3	18.2	65.3	51.5	1475.6
603369.SH	今世缘	29.5	0.7	0.9	1.2	1.5	41.4	32.2	25.7	20.4	370.6
603589.SH	口子窖	53.4	1.9	2.6	3.1	3.6	28.7	21.0	17.3	14.8	320.6
603198.SH	迎驾贡酒	21.3	0.8	1.0	1.1	1.2	25.6	21.9	19.2	17.9	170.2
平均值		240.4	4.4	5.7	6.4	7.6	44.7	33.0	32.7	26.8	3049.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所（预测数据采用 wind 一致预期）

6、风险提示

白酒行业发展与经济景气度有较大相关性，若宏观经济放缓，则行业增长有不及预期风险。

目前公司发展重心在于对省内市场的深耕，随着省内消费升级放缓以及外省品牌对江苏市场的布局的加强，省内竞争加剧，省内收入增长有不及预期风险。省外市场拓展尚起步期，面对全国化名酒以及当地地产酒的竞争，公司省外拓展有不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com