

省内势不可挡，后百亿征程可期

投资评级：买入（首次）

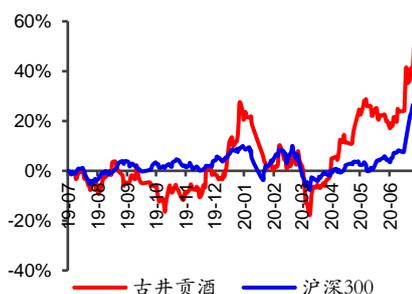
主要观点：

摘要

古井贡酒作为安徽地方白酒龙头，中短期内立足省内产品结构升级、提升市场份额仍可望量价齐升；中长期有望依托次高端细分行业，发力区域市场持续扩容。当前公司仍处于成长期核心阶段，中长期价值凸显。

报告日期：	2020-07-13
收盘价（元）	180.74
近 12 个月最高/最低（元）	180.74/99.01
总股本（百万股）	383.60
流通股本（百万股）	383.60
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	782
流通市值（亿元）	693

公司价格与沪深 300 走势比较



安徽地产酒龙头，跻身百亿俱乐部

古井是徽酒龙头，2008 年推出年份原浆系列，依托小区域、高占有、滚动发展的“三通工程”渠道营销模式，成功实现了名酒复苏，重塑了安徽地产酒品牌形象，2008~2019 年公司营业收入及归母净利润复合增速分别约为 22%、51%，于 2019 年突破百亿营收规模，古井产品结构显著上移，近 5 年吨价复合增速约为 12.1%。

后百亿全新征程，聚焦发力次高端

行业：白酒看结构性增长，次高端及以上扩容。近三年白酒行业内部分化，根据测算，近三年高端白酒、次高端白酒细分行业规模复合增速分别为约 25%、37%，与中低档白酒负增长形成鲜明反差。我们预判未来三年次高端以上白酒扩容速度将持续领跑白酒产业，是白酒行业优选赛道，古井年份原浆系列古 8 及以上增量产品卡位次高端，有望顺应行业持续成长。

产品：深谙产品生命周期，产品联动结构升级。次高端白酒聚焦产品联动升级，古井依托年份原浆实现由古 5、献礼版至古 8、古 20 的产品升级，核心产品生命周期互相借力，中长期有望保持增长动力。古 20 经过控量挺价、消费者培育后，进入高速成长期，2020 年销售规模有望实现约 10 亿元，接近翻倍增长。当前古 8 以上次高端产品占比仅有约 30%，对比洋河天之蓝以上产品占比仍有较大成长空间。

渠道：聚焦渠道分销建设，利润恢复省内起势。古井三通工程，小区域高占有滚动发展，公司销售队伍规模较大，销售团队能力领先。古井正推动渠道考核机制改革，聚焦渠道动销及利润，当前古井省内渠道利润正逐步赶超口子，已逐步起势，预计中期有助于激发经销商铺货动力、并在渠道利润稳固的情况下提价增利。

格局：省内消费升级明确，省外环安徽省招商。份额端，安徽省内龙头集中度持续提升，古井优势地位愈发凸显，以省会合肥为例，公司市占率约 40% 高于省内综合份额的约 30%，反应低线市场下沉空间仍大。价格端，对标江苏省，顺应消费升级潜力巨大。综合来看，古井中长期省内市场仍可量价齐升。古井省外发展战略明确，瞄准次高端谋求全国化，目前持续推进环安徽省招商。

分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

投资建议

古井贡酒进入后百亿时代，产品端，聚焦年份原浆系列产品联动升级，古8及以上顺应次高端白酒行业发展，产品结构有望持续升级，为第二个百亿提供核心增长动力；渠道端，聚焦新一轮渠道建设，省内渠道利润正逐步赶超口子，已逐步起势；格局端，基于省内份额提升仍有空间及消费升级，中短期仍可望量价齐升，省外瞄准次高端谋求全国化目标明确，持续推进环安徽省招商。我们预计公司2020~2022年收入分别为114.7、135.1、155.3亿元，同比分别+10.2%、+17.7%、+15.0%，归母净利润分别为23.2、28.0、32.7亿元，同比分别+10.7%、+20.6%、+16.6%，当前股价对应2020~2022年P/E分别为39.0x、32.2x、27.6x，公司作为徽酒龙头，依托省内市场、及泛全国化发展，中长期业绩确定性较高，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

年份原浆系列动销不及预期；省内渠道下沉、省外全国化扩展不及预期等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10417	11440	13479	15515
收入同比(%)	20%	10%	18%	15%
归属母公司净利润	2098	2333	2826	3296
净利润同比(%)	24%	11%	21%	17%
毛利率(%)	76.7%	77.0%	77.4%	77.7%
ROE(%)	22.9%	21.1%	21.0%	20.1%
每股收益(元)	4.17	4.63	5.61	6.55
P/E	43.39	39.02	32.21	27.61
P/B	10.18	8.40	6.89	5.64
EV/EBITDA	22	27	21	18

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

一 安徽地产酒龙头，跻身百亿俱乐部.....	6
1.1 品牌：数获名奖的徽酒龙头.....	6
1.2 历史：调整复兴跨百亿门槛.....	7
1.3 产品：聚焦次高端年份原浆.....	9
1.4 股权：老国企亟待深化改革.....	12
1.5 高管：一线骨干为中坚力量.....	13
二 后百亿全新征程，聚焦发力次高端.....	14
2.1 行业：白酒看结构性增长，次高端及以上扩容.....	14
2.1.1 次高端及以上增速领先.....	14
2.1.2 地产酒龙头决胜次高端.....	16
2.2 产品：深谙产品生命周期，产品联动结构升级.....	16
2.2.1 次高端产品看联动升级.....	16
2.2.2 古井年份原浆轮动升级.....	18
2.2.3 古 20 进入高速成长期.....	20
2.3 渠道：聚焦渠道精细建设，利润恢复省内起势.....	21
2.3.1 古井渠道三通工程，销售团队水平领先.....	21
2.3.2 分销大商各有利弊，古井持续深耕分销.....	23
2.3.3 推新一轮渠道建设，省内起势效果显现.....	24
2.4 格局：省内消费升级明确，省外环安徽省招商.....	25
2.4.1 省内消费升级明确，份额提升空间仍大.....	25
2.4.2 省外推进招商布局，为中长期做好准备.....	29
2.4.3 黄鹤楼并购显成效，验证古井团队能力.....	29
三 后疫情机危并存，看业绩稳健增长.....	30
3.1 前百亿双位数高增长，一季度疫情影响可控.....	30
3.2 后百亿机遇挑战并存，2020 挑战双位数增长.....	30
投资建议.....	33
风险提示.....	33
财务报表与盈利预测.....	34

图表目录

图表 1 古井贡酒多次获得名酒称号	6
图表 2 2020 年古井贡酒品牌价值居同业高位	6
图表 3 古井贡酒品牌活动主推品牌力建设	7
图表 4 古井贡酒发展历程演变	8
图表 5 2008~2019 年白酒上市企业收入复合增速	9
图表 6 2008~2019 年古井领跑白酒净利润复合增速	9
图表 7 2008~2019 年古井收入排名上升	9
图表 8 2008~2019 年古井利润排名大幅上升	9
图表 9 古井贡酒公司产品结构梳理	10
图表 10 古井贡酒各产品系列占比梳理	10
图表 11 古井贡酒各产品系列营收增速梳理 (2016~2019)	10
图表 12 古井贡酒销量稳健增长, 复合增速约为 5.9%	11
图表 13 古井贡酒均价持续增长, 复合增速约为 12.1%	11
图表 14 2016 年以来古井贡酒各产品提价梳理	11
图表 15 古井贡酒加强费用管控, 近年费用率持续下降	12
图表 16 古井贡酒毛利率净利率稳步上行	12
图表 17 古井贡酒股权结构 (截至 2020 年一季度末)	13
图表 18 白酒消费升级趋势有望延续	14
图表 19 中国人均可支配收入持续增长	15
图表 20 白酒消费大省主流价位段升级趋势	15
图表 21 各档次白酒规模扩容复合增速回顾及预估	15
图表 22 主流次高端产品对比	16
图表 23 高端白酒与次高端白酒对比差异	17
图表 24 白酒产品生命周期研判	17
图表 25 白酒产品生命周期特点梳理	18
图表 26 安徽省内价格带上移	19
图表 27 古井与口子窖产品结构对比	20
图表 28 古井次高端产品占比较洋河仍存在较大差距	20
图表 29 古 20 达到 10 亿规模的重要抓手	21
图表 30 不同阶段三通工程原理	22
图表 31 直分销结合增加销售渠道, 增强产品深度帮助产品占领市场	22
图表 32 深度分销模式细节	22
图表 33 古井贡酒与口子窖渠道模式对比	23
图表 34 古井贡酒与口子窖销售人员数量对比	24
图表 35 古井新一轮渠道建设动作及效果	24
图表 36 安徽省内地产酒份额	25
图表 37 古井贡酒与其他地产酒龙头省内份额对比	25
图表 38 古井和口子省内集中度不断提高	26
图表 39 主流白酒省份人均可支配收入	26
图表 40 2015~2019 年主流白酒省份人均可支配收入增速	26
图表 41 2019 年合肥市区白酒市场份额 (亿元)	27

图表 42 古井省内产品结构持续升级、叠加份额提升有望实现量价齐升	28
图表 43 古井贡酒 P/E TTM	31
图表 44 公司细分业务盈利预测	32

一 安徽地产酒龙头，跻身百亿俱乐部

1.1 品牌：数获名奖的徽酒龙头

古井贡酒源于“九酝春酒”，拥有“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，公司主打产品古井贡酒“年份原浆”，营收占比约 80%，主要聚焦安徽省内市场，在竞争激烈的省内市场以 24% 的份额领跑。古井贡酒是中国老八大名酒企业、具备先天的品牌知名度，曾四次蝉联全国白酒评比金奖，先后获得了巴黎十三届进博会金奖、全国质量标杆、全国重点保护单位等荣誉，同时公司注重品牌价值建设，2015 年至今参加三届世博会并赞助两届春晚、央视国家品牌计划与各品酒会，积极提升品牌知名度与曝光度。至 2020 年，在中国酒业金樽奖品牌价值评比中，古井贡酒居酒品类第 8 位，品牌价值达 224.4 亿元。

图表 1 古井贡酒多次获得名酒称号

时间	称号	品牌
1952 年 第一届	老四大名酒	茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、泸州老窖特曲
1963 年 第二届	八大名酒	茅台酒、五粮液、 <u>古井贡酒</u> 、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、山西汾酒、董酒
1979 年 第三届	八大名酒	茅台酒、山西汾酒、五粮液、剑南春、 <u>古井贡酒</u> 、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984 年 第四届	老十三优名酒	茅台酒、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、 <u>古井贡酒</u> 、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲酒、黄鹤楼酒、郎酒
1989 年 第五届	十七大名酒	茅台酒、山西汾酒、五粮液、洋河大曲酒、剑南春、 <u>古井贡酒</u> 、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲酒、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

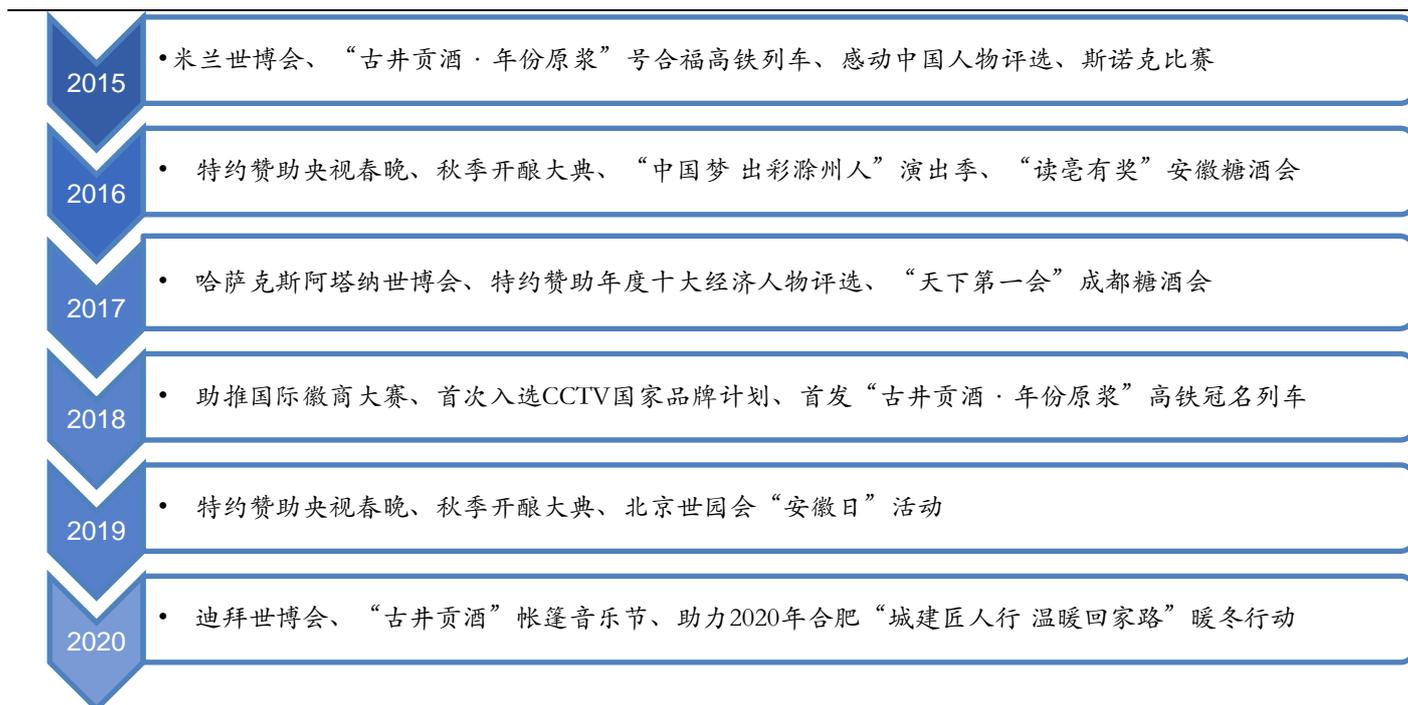
资料来源：华安证券研究所

图表 2 2020 年古井贡酒品牌价值居同业高位

排名	证券简称	品牌价值 (亿元)	排名	证券简称	品牌价值 (亿元)	排名	证券简称	品牌价值 (亿元)
1	贵州茅台	3449.11	11	口子窖	142.13	21	金徽酒	30.31
2	五粮液	1369.84	12	今世缘	125.01	22	百润股份	28.87
3	洋河股份	814.05	13	张裕 A	123.53	23	古越龙山	28.87
4	华润啤酒	597.14	14	迎驾贡酒	88.11	24	酒鬼酒	27.54
5	青岛啤酒	435.17	15	水井坊	77.43	25	会稽山	22.54
6	泸州老窖	395.78	16	重庆啤酒	61.93	26	青青稞酒	22.31
7	顺鑫农业	237.78	17	珠江啤酒	59.03	27	金种子酒	16.3
8	古井贡酒	224.4	18	伊力特	46.98	28	通葡股份	11.58
9	山西汾酒	204.9	19	老白干酒	43.06	29	金枫酒业	10.59
10	燕京啤酒	169.34	20	舍得就业	32.54	30	威龙股份	8.52

资料来源：中国酒业金樽奖，华安证券研究所

图表 3 古井贡酒品牌活动主推品牌力建设



资料来源：华安证券研究所整理

1.2 历史：调整复兴跨百亿门槛

古井贡酒历史悠久超过 1700 年，于建安元年开始流传，公司前身为明代正德十年的公兴槽坊，1959 年转为国营亳县古井酒厂，1996 年古井贡酒正式登陆 A 股市场。古井集团公司成立至今过程中有起有落，第一个高峰在 20 世纪 90 年代，后因经济不景气与公司多元发展战略不利等因素逐渐衰落，在 2007 年进行改革后，明确以“年份原浆”白酒为核心产品，逐渐迎来了第二次发展。

1987~1997 年：利用品牌影响力积极降价促发展。自 1959 年改制为国营亳县古井酒厂后，积极谋求发展，在 1989 年政府宣布“限制公务消费”时，采取降价策略，抓住了消费需求从公务需求向个人消费需求转移的趋势，获得了一大批消费者，销量迅速上升，1989~1997 年古井贡酒稳居行业息税前利润前三，1996 年顺势在 A、B 股上市，成为第一支上市 A、B 股的白酒股，得益于此 1997 年利税收入全国第二，仅次于五粮液，公司发展良好。

1998~2007 年：多元化战略与 MBO 改革不利致衰落。上世纪 90 年代后，公司逐渐走向多元化发展战略，先后涉足酒店、啤酒、葡萄酒、矿泉水、证券、塑胶、IT 等行业，至 2000 年集团旗下公司达 30 多家、覆盖近 20 个行业，分散的投资策略虽有助于分散行业风险，但也分散了公司资源致使白酒主业遭到弱化，没能抓住“白酒黄金十年”的起点，错失先发优势。此外，受降价策略影响，公司品牌力有所削弱，同时受 1998 年亚洲金融危机与政府税收政策影响，公司发展受阻。管理层于 2004 年提出 MBO 改革，但并不顺利，最终以失败收场。在 1998~2007 的十年间，古井贡酒从全国性品牌退居安徽市场，成为区域性“地产酒”品牌。

2008 年至今：股权改革后推出年份原浆开启新一轮成长。2007 年，公司新管理层接管公司业务，开始逐步变革公司产品体系与营销体系，2008 年确立以“年份原浆”白酒为核心业务方向，开始剥离非核心业务。2009 年，公司开始“混合所有制改革”，引入战略投资，由 100% 国有转至部分国有（60%），开启“三通工程”，渠道扁平化。彼时安徽省内主流酒企以酒店买断式为主，古井资金实力相对不足，因此公司**聚焦终端烟酒店，与酒店买断式做差异化竞争，并依托团购启动市场。**精细化渠道销售体系带动销量快速提升，公司同时积极推出新品类，2011 年重心向古 5 转移成功突破了百元价位段，2016 年收购黄鹤楼，积极推进品牌全国化。2017 年以来，公司推出古 20，聚焦次高端市场，次高端产品占比开始逐步提升。管理层更替带来的策略变革以及以“年份原浆”为核心产品的方针使得古井贡酒再次步入稳健发展白酒企业行列。

图表 4 古井贡酒发展历程演变



资料来源：华安证券研究所整理

年份原浆系列带动业绩快速增长。回顾古井贡酒自 2008 年推出“年份原浆”系列以来业绩表现，公司营业收入由 2008 年的 13.8 亿元增长至 2019 年的 104.17 亿元，年复合增速约 22%，位于白酒上市公司第三位，略低于洋河与茅台；利润端，公司归母净利润由 2008 年的 0.35 亿元增长至 2019 年的 21.0 亿元，年复合增速约 51%，大幅领跑白酒上市公司。

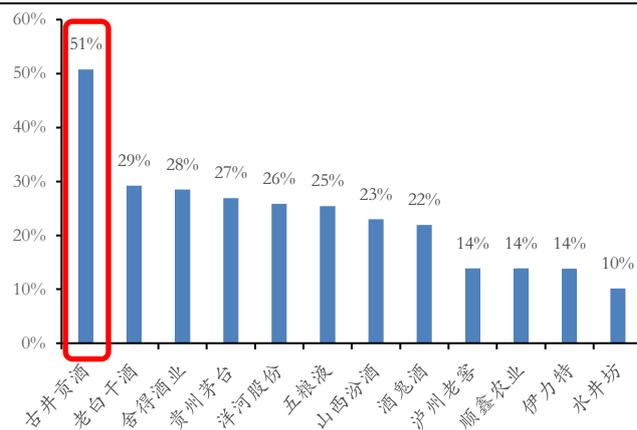
业绩高质量增长，利润增速快于营收。营收规模上看，2019 年古井贡酒实现营业收入 104.2 亿元，YoY+20%，营收规模位于白酒上市公司第 6 位；实现归母净利润 21 亿元，YoY+24%，归母净利润规模由 2008 年的第 11 位大幅上升至行业第 5 位，“年份原浆”系列推出后，产品结构上移、利润率上行特点显著。我们认为，公司在 2007 年新管理层上任、2008 年推出“年份原浆”后，依托小区域高占有滚动发展的“三通工程”渠道营销模式，成功实现了名酒复苏，重塑了安徽地产酒品牌形象，业绩在低基数下快速且高质量成长。

图表 5 2008~2019 年白酒上市企业收入复合增速



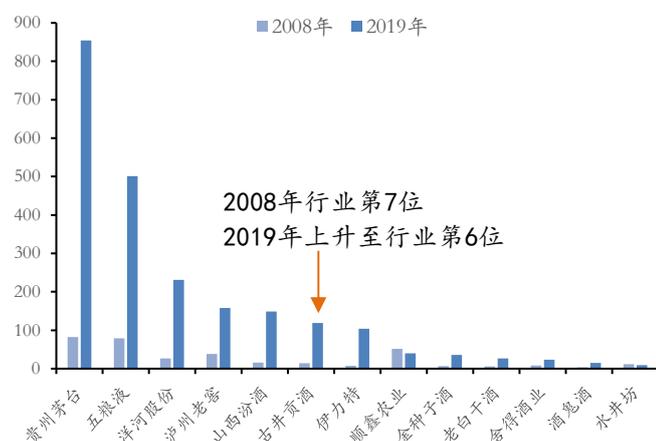
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 2008~2019 年古井领跑白酒净利润复合增速



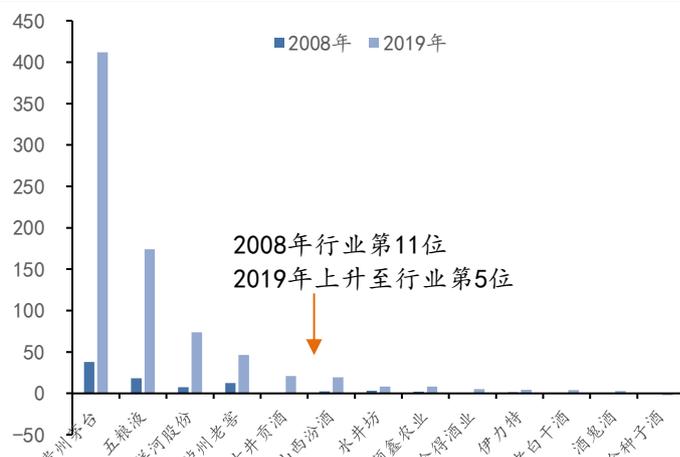
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2008~2019 年古井收入排名上升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 2008~2019 年古井利润排名大幅上升



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 产品：聚焦次高端年份原浆

古井聚焦年份原浆，价格带基本全覆盖。古井贡酒主打浓香型白酒，基本实现全价格带覆盖。2008年古井以“古5、古8、古16、古26”年份原浆系列产品进入市场，当前已形成基本全价格带覆盖的产品结构：定位高端的古26（定位千元以上），聚焦政商务消费场景；定位次高端的古20、古16、古8（定位300~600元），聚焦政商接待、宴请、送礼等消费场景；定位中高端的古5、献礼版（定位100~200元），聚焦城镇大众消费市场。其他产品系列包括定位在300元以上的大坛系列，定位百元的窖龄系列和红运系列，以及定位百元以下的淡雅系列和老名酒系列。随着大众“健康养生”的消费观念日渐增强，公司顺应趋势，将药材与酒进行结合，研制出了具有多种功能成分的“健康白酒”37° C毫菊。

黄鹤楼酒主打兼香型，主要产品有大清香系列、陈香系列、生态系列、更上层楼系列，定位中低端。公司于2016年收购湖北省名酒品牌黄鹤楼酒业51%股权，此举有望与黄鹤楼形成协同效应，加速推进品牌全国化、深耕湖北及周边市场。

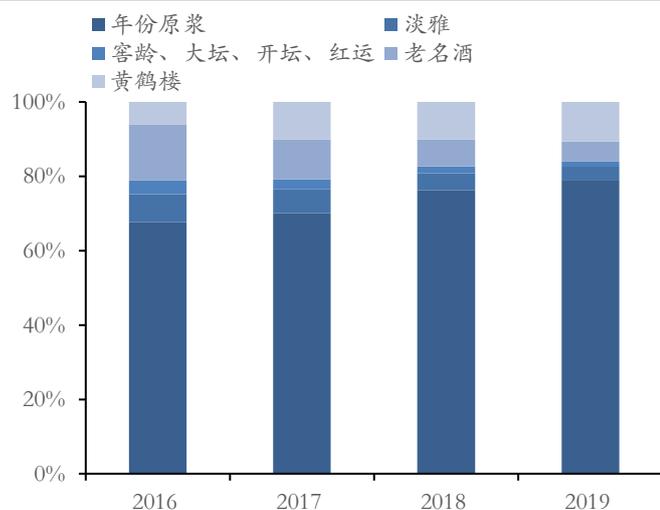
图表9 古井贡酒公司产品结构梳理

价格带	产品	定位	京东零售价 (元)	2019 年销售占比
古井贡酒				
高端	年份原浆 古 26	形象产品	1000+	约 30%
次高端	年份原浆 古 20	增量产品	788	
	年份原浆 古 16		588	
	年份原浆 古 8		428	
中高端	年份原浆 古 5、献礼版	主销产品	100~300	约 47%
	窖龄、大坛、开坛、红运健康开坛		100~300	约 2%
低端	淡雅 (青花、蓝花、红花)	地段根基性产品	<100	约 4%
	老名酒 (老玻贡、乳玻贡、古井醇香)		<100	约 6%
黄鹤楼				
中低端	大清香系列、陈香系列，生态系列，更上层楼系列等			约 11%

资料来源：华安证券研究所整理

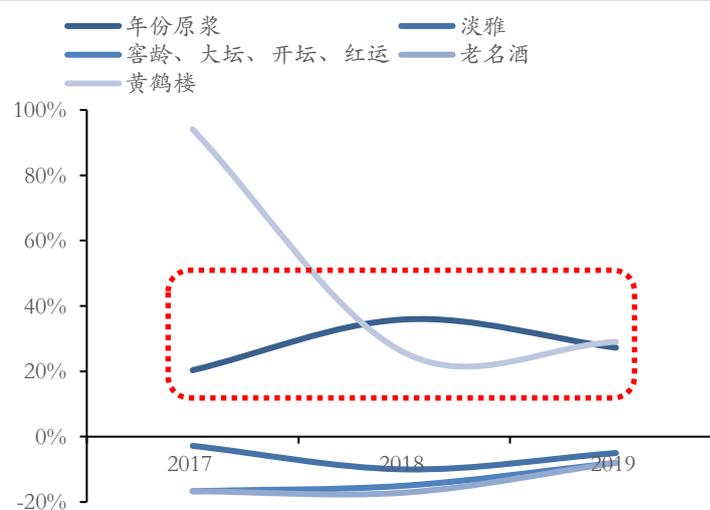
产品结构上移，年份原浆持续放量。白酒为古井贡酒的主营业务，对公司营收的贡献常年在 97% 以上。细分各产品系列，自 2008 年开始，公司着重发展“年份原浆”系列，2016 年以来，年份原浆系列业绩有明显增长，营收占比由 2016 年的 68% 增至 2019 年的约 77%。聚焦中低端的淡雅、窖龄、大坛、开坛、红运及老名酒系列占比呈逐年下降的趋势，我们预估 2019 年这六大系列酒营收占比合计约为 12%。黄鹤楼自 2016 年并购之后，2017、2018、2019 年连续超额完成业绩承诺，营收占比由 2016 年的 6% 增至 2019 年的 11%。

图表10 古井贡酒各产品系列占比梳理



资料来源：渠道调研，华安证券研究所

图表11 古井贡酒各产品系列营收增速梳理 (2016~2019)



资料来源：渠道调研，华安证券研究所

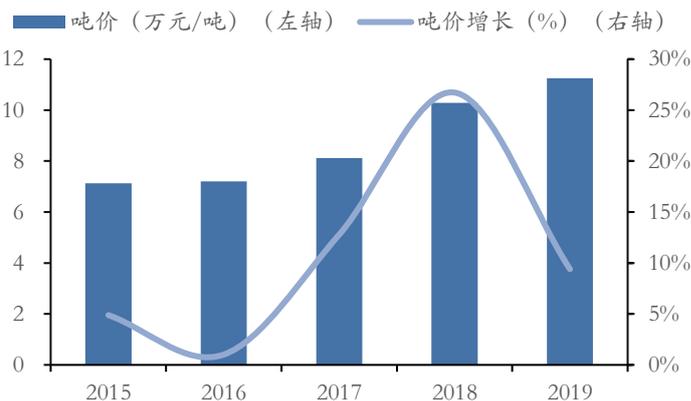
把握省内消费升级红利,增量提价带动毛利上升。自 2015 年来,受益于量价齐增,公司营收快速增长,年复合增速约为 19%;毛利率由 2015 年的 71.3%增长至 2019 年的 76.7%。其中公司白酒销量由 2015 年的 7.18 万吨增长至 2019 年的 9.03 万吨,年复合增速约为 5.9%,古井吨价由 2015 年的 7.13 万元/吨增长至 2019 年的 11.3 万元/吨,年复合增速约为 12.1%,价增贡献大于量增。公司充分把握省内消费升级红利、持续升级产品结构,自 2016 年以来多次提价,推动了毛利率的上升。

图表 12 古井贡酒销量稳健增长,复合增速约为 5.9%



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 古井贡酒均价持续增长,复合增速约为 12.1%



资料来源: wind, 华安证券研究所

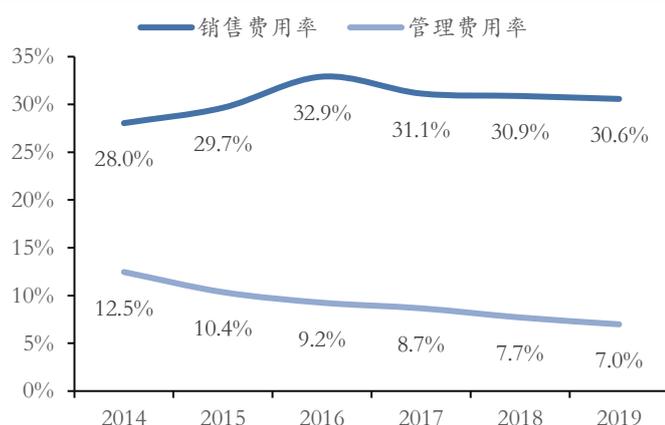
图表 14 2016 年以来古井贡酒各产品提价梳理

产品	调价日期	调价内容
年份原浆 献礼	2016 年 4 月	实际成交价不得低于 85 元
	2017 年 4 月	终端零售定价 340 元/箱
	2018 年 4 月	终端零售价上调至 360 元/箱, 上涨 20 元
	2019 年	终端零售价不得低于 90 元/瓶
年份原浆 古 5	2016 年 4 月	实际成交价不得低于 120 元, 出厂价和市场价同步上调 10 元
	2017 年 4 月	终端零售价 120 元/瓶, 480 元/箱
	2018 年 4 月	终端零售价上调至 500 元/箱, 上涨 20 元
	2019 年	终端零售价不得低于 125 元/瓶
年份原浆 古 8	2018 年 4 月	终端零售价上调至 1000 元/箱, 上涨 80 元
	2018 年 10 月	终端成交价上涨 10 元/瓶
	2019 年	终端零售价不得低于 240 元/瓶
年份原浆 古 16	2018 年 4 月	终端零售价上调至 2160 元/箱, 上涨 240 元

资料来源: 华安证券研究所整理

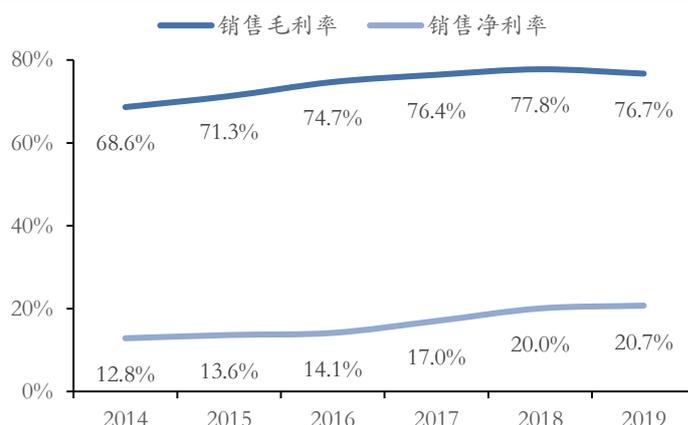
费用率优化,净利率上行。经过近年来持续提价和对成本的有效管控,公司毛利率由 2014 年的 68.6%提升至 2019 年的 76.7% (2019 年促销费用确认方式略有变化:部分促销费转为折扣体现在销售收入中,导致综合毛利率同比略有下滑)。费用率方面,2017 年前,公司为了宣传品牌、刺激消费,投入大量广告和促销费用;2017 年以来,随着品牌推广逐步取得成效,公司加强费用管理、重视精准投放、优化费用结构、强化费用审计,2017~2019 年销售费用率连续下降,叠加管理费用率逐年下降,公司净利率由 2014 年的 12.8%提高至 2019 年的 20.7%。

图表 15 古井贡酒加强费用管控，近年费用率持续下降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 古井贡酒毛利率净利率稳步上行



资料来源：wind，华安证券研究所

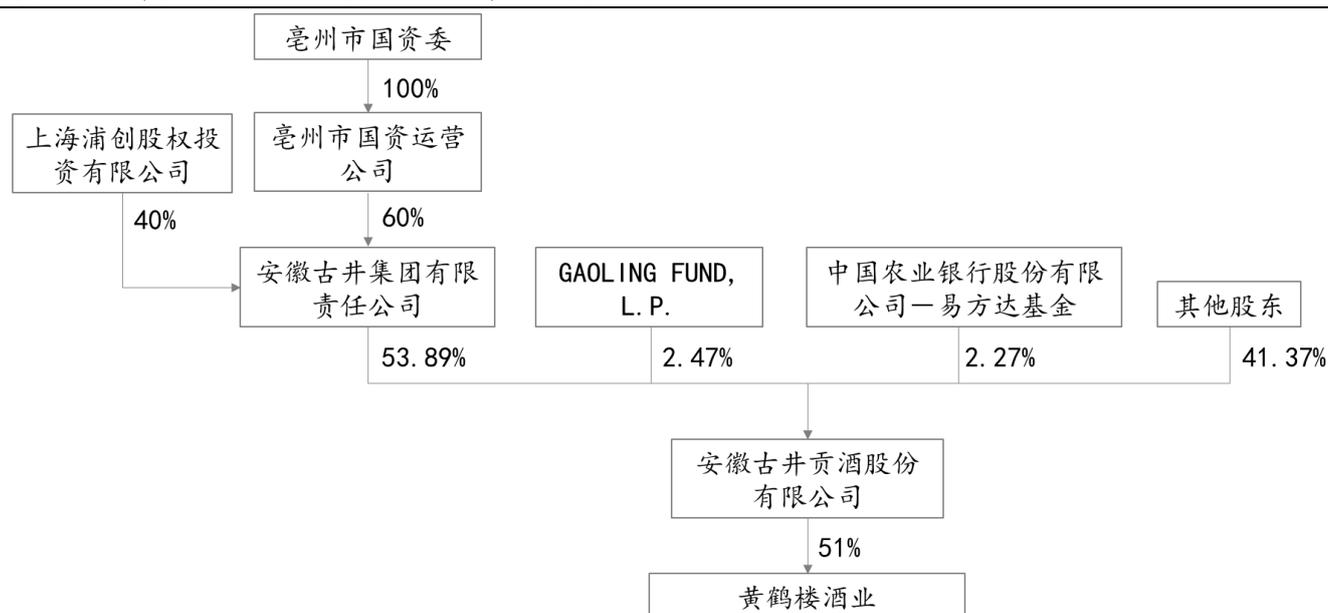
1.4 股权：老国企亟待深化改革

国资委借子公司间接控股。古井贡酒隶属于古井集团，集团持股占比 53.89%，为控股股东。2009 年之前，古井集团由亳州市国资委全资控股，亳州市国资委为实际控制人；2009 年 7 月，亳州市国资委向上海浦创投资有限公司转让 40% 的股权；2019 年 3 月，亳州市国资委将持有的古井集团 60% 股权无偿划转至其全资控股的亳州市国资运营公司，亳州市国资委通过国资运营公司和古井集团间接持有公司 32.33% 股权，仍为公司实际控制人。其他主要股东持股比例在 1~3% 左右。

从股权架构来看，公司仍由国资委控股，尚未引入员工或经销商持股。我们认为，后续公司在股权激励方面存在较大开拓空间，若引入员工（管理层）、经销商持股等股权激励模式，有助于进一步激发公司层面、及渠道层面动力，将多方利益进行绑定，效仿五粮液、山西汾酒等企业，推动公司可持续发展。

收购黄鹤楼，打响“双品牌”。2016 年，公司收购黄鹤楼酒业 51% 股权，上市公司主体内同时拥有双名酒品牌。此次收购将有利于和黄鹤楼形成协同效应，一方面黄鹤楼可以学习和借鉴公司先进的管理经营模式，另一方面公司可以丰富产品体系、扩大销售规模、深耕省外市场。

图表 17 古井贡酒股权结构 (截至 2020 年一季度末)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.5 高管：一线骨干为中坚力量

任用基层老将，持续改革创新。2007年，古井集团选举新管理层，成员多为销售和生产基地出身，对生产、销售方面的运营管理有着丰富经验和深刻认知，现任高层中仍有多位是当年上任的元老级人物。新高管上任后立即对产品、渠道、品牌方面进行改革，经营得到大幅改善。现任董事长梁金辉进入古井工作已二十余年，曾任销售公司总监及总经理、股份公司总经理等职务，2008年上任销售公司总经理后，大力支持改革，积极推进“三通”工程，2015年提出“围绕战略5.0，打造管理五星级”的目标，从思想、行动、管理、服务、安全按五个维度进行全面创新和升级。2020年古井贡酒第九届董事会上，梁金辉获得董事长职位连任，梁董事长在任期内带领古井贡酒完成业绩突破百亿，将在未来3年继续带领公司朝200亿目标奋斗。

调整组织架构，提拔年轻骨干。2019年，古井贡酒对其销售公司组织架构进行重大改革，建立了5大战区、18个省级大区的一线作战司令部指挥体系，并选拔一批年轻骨干升任管理岗位，优化决策流程，提升管理效率，有利于推行实施改革创新方案。

二 后百亿全新征程，聚焦发力次高端

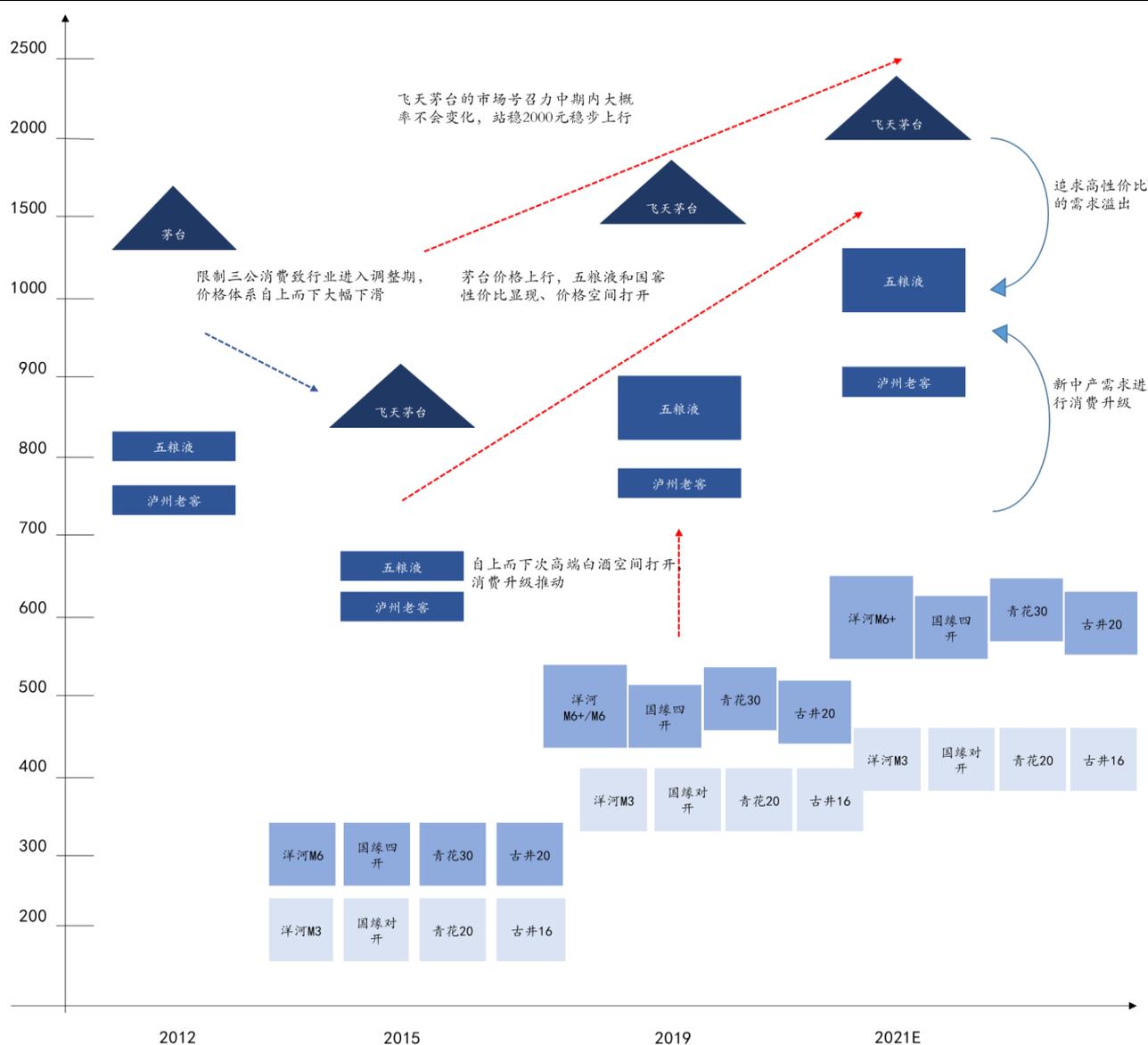
2.1 行业：白酒看结构性增长，次高端及以上扩容

2.1.1 次高端及以上增速领先

我们认为，以3年为周期的中期发展过程中，次高端及以上（高端、次高端）白酒扩容速度将领跑白酒产业，是白酒行业的优选赛道，主要原因有：

- 1) 次高端及以上产品持续升级。2012 年限制三公消费政策出台后，白酒行业进入深度调整期，过程中白酒消费结构得到充分调整，为白酒自上而下开启新一轮成长提供了条件。2016 年以来，龙头飞天茅台批价开启上行通道，自上而下带动五粮液、国窖批价上行，进而打开下方次高端白酒市场空间，次高端地方龙头酒企随之进入快速发展期；

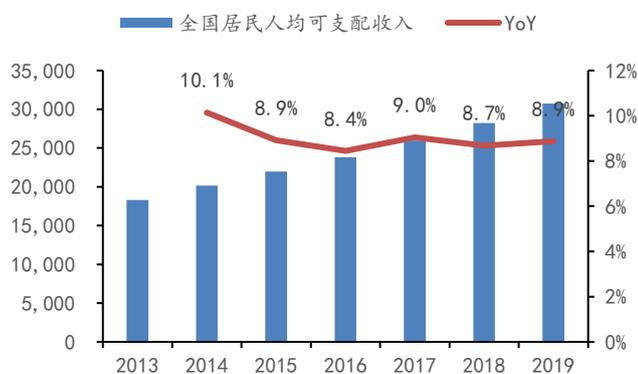
图表 18 白酒消费升级趋势有望延续



资料来源：华安证券研究所整理

2) **中国经济发展助力白酒消费结构上移。**展望中长期，受益于中国人均可支配收入持续增长、及CPI增长带动通胀，消费升级是持续、且必然的趋势，随之带动次高端白酒领跑行业快速扩容。以白酒大省为例：江苏市场主流消费价格带由过去上升至300~600元价格带；安徽市场主流消费价格带由过去上升至目前的200~500元价格带，消费升级明显；

图表 19 中国人均可支配收入持续增长



资料来源：wind，华安证券研究所

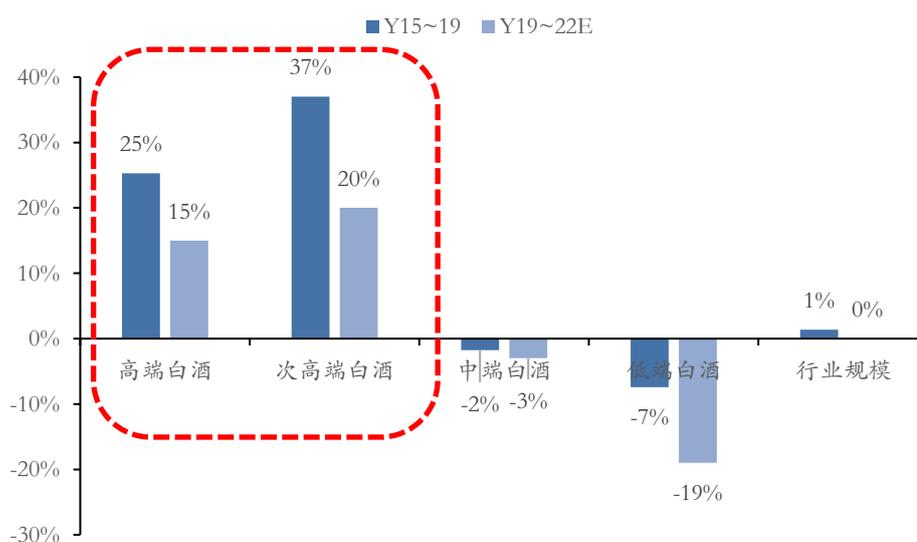
图表 20 白酒消费大省主流价位段升级趋势



资料来源：华安证券研究所整理

3) **次高端容量基数仍低。**高端白酒、次高端白酒市场规模分别由2015年的约500亿元、200亿元增长至2019年末的约1,200亿元、600亿元，年化复合增速分别为约25%、37%，而同期中端、低端白酒市场容量年化复合增速约为-2%、-7%，市场集中度头部集中效应明显。我们预计白酒行业头部集中、消费升级趋势将持续，**高端白酒在核心大单品稳步提价放量过程中实现量价齐升，次高端白酒在头部企业产品结构升级、稳健放量过程中亦能在低基数下实现量价齐升。**我们预计至2022年高端白酒、次高端白酒规模将分别达到约1,800亿元、1,000亿元，年化复合增速分别约为15%、20%，是中长期白酒行业优选的细分赛道。

图表 21 各档次白酒规模扩容复合增速回顾及预估



资料来源：华安证券研究所整理

2.1.2 地产酒龙头决胜次高端

次高端竞争加剧，地产酒决胜次高端。回顾白酒行业近3年发展规律，可以发现，白酒行业主战场已经由2017年的全国高端名酒，逐步向以地产酒龙头为代表的次高端白酒转移：

2017年，全国名酒辉煌的一年（包括全国一线名酒和二线名酒）；

2018年，以古井为代表的地产名酒奋起直追的一年；

2019年，不分阵营只分深度的一年，竞争格局被打破，以古井为代表的地产龙头对名酒大举反攻的一年，300元激战正酣、500元快速发展（难点在于外部环境更加复杂，300元战役的模式不像百元价位那样容易提炼）

次高端胜出是地产酒全国化前提。随着高端白酒价格体系上移，次高端行业快速扩容，各品牌陆续布局次高端产品，包括全国二线名酒（水井坊、舍得酒业）、区域龙头（山西汾酒）、及地产酒龙头（古井贡酒、今世缘、洋河股份、口子窖）。**我们认为，唯有次高端产品胜出的地产酒龙头企业才具备了全国化的基础，因此地产酒企业对次高端价格带产品的布局十分重要。**

图表 22 主流次高端产品对比

占比超30%	品牌	古井贡酒		茅台	五粮液	口子窖	洋河
	产品	市场成交价	定位	产品			
高端	古26	1000元+	形象产品	飞天茅台	普五	口子30年	手工班、M9
次高端	古20	500元+	增量产品		低度五粮液	口子20年	M6
	古16、古8、古7	200~400元				仲秋初夏	M3、M1、天之蓝
中端	幸福版、献礼版	100~200元	主力产品	酱香系列酒	系列酒	口子6年、5年	海之蓝
低端	V系列V6、V3	低于100元					蓝瓷、青瓷

资料来源：华安证券研究所整理

2.2 产品：深谙产品生命周期，产品联动结构升级

2.2.1 次高端产品看联动升级

系列全国化模式，产品结构联动升级。以茅五剑为代表的名酒以单品全国化模式为主，即通过大单品提价实现升级；相较而言，以洋河、古井、口子窖为代表的区域龙头酒企以系列全国化模式为主，即聚焦产品结构轮动升级。

高档白酒：大单品可持续性提价。高端白酒作为消费品具备消费品的稀有溢价属性，消费者价格敏感性较低，具备社交属性，消费场景以商务宴请、礼品消费为主，因此高端白酒的定价水平较高。同时，高端白酒市场以寡头竞争为主，进入壁垒较强，主要玩家以茅五泸为主，具备消费者认知的特殊性，聚焦核心大单品如飞天茅台、经典五粮液、国窖1573等。高端白酒聚焦大单品迭代更新、或通过控制渠道增量来顺应渠道终端价格上涨以实现提价效应，所以产品生命周期特点在高端白酒中并不凸出，高端白酒的特点主要在于对于渠道库存进行管控，使其具备稀缺性以维持品牌形象，高端白酒市场较稳定，因而高端白酒主要聚焦库存周期带来的市场波动。

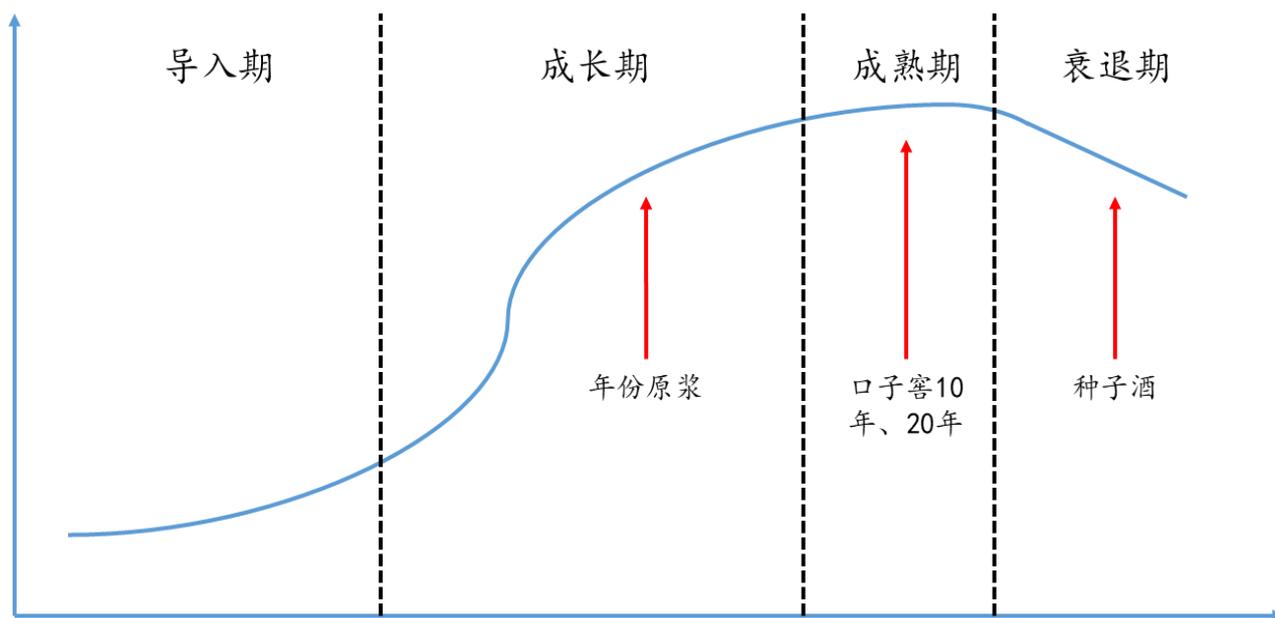
次高端白酒：聚焦产品联动升级。次高端白酒尚未形成具备全国知名度的企业，多以区域龙头为主，品牌力方面各家差异不大，市场空间虽大但竞争十分激烈、且消费者价格敏感性较高，因而企业的提价能力较弱，若次高端品牌追求大单品，虽能中短期实现量增，但产品生命周期过程中，单品价格提升有限，成熟期后期易产生渠道经销商利润趋薄等问题，经销商逐利将逐步放弃利薄的大单品，产品易进入衰退期。**因此我们认为，与高端白酒大单品不同，次高端及中高端白酒需关注产品生命周期波动。**

图表 23 高端白酒与次高端白酒对比差异

因素	高端白酒	次高端白酒
行业状况	寡头	区域性龙头
竞争状况	格局稳定	竞争激烈
品牌力	强	一般
属性	社交、消费、礼品	消费
场景	会谈、宴请	宴请、自饮
消费者忠诚度	忠诚度高	区域高，整体低
提价能力	提价能力强	不具备提价空间
销售额增加方式	提价控量，增加稀缺性	提量或推出新产品线
产品生命周期影响	大单品战略，几乎不影响	产品联动升级，需关注产品生命周期

资料来源：华安证券研究所整理

图表 24 白酒产品生命周期研判



资料来源：华安证券研究所整理

图表 25 白酒产品生命周期特点梳理

时期	特点
导入期	产品推出初期，销售额小增长缓慢，销售费用高，渠道利润偏低
成长期	消费者接受度逐步提升，销售规模迅速攀升，渠道利润显著提高，竞争加剧
成熟期	销售规模增速放缓趋于稳定，渠道利润逐步收窄
衰退期	销售规模进入下滑，渠道利润水平微薄甚至亏损

资料来源：华安证券研究所整理

2.2.2 古井年份原浆轮动升级

回顾年份原浆发展，产品结构联动升级。回顾古井贡酒 2008 年推出“年份原浆”系列以来的产品推出节奏，一窥公司对于产品生命周期管理的认识、及在产品联动结构升级方面所做出的布局。我们重点分析安徽省内消费结构变化：

2008 年起，古 5 及献礼版上市。在此前古井品牌力大幅受挫的背景下，公司新任管理层上任，开启战略回归、开启复兴之旅：确认了“产品聚焦（年份原浆）”、“市场聚焦（苏鲁豫皖浙冀）”、“人员聚焦（重点市场重点产品）”、“传播聚焦（全国一个声音一个画面）”。2008 年起公司逐步剥离非白酒业务，重新聚焦白酒主业。产品层面，**2008 年古井以“古 5、古 8、古 16、古 26”年份原浆系列产品进入市场**，彼时安徽省内主流白酒价格带处于 50~60 元价格带向 60~80 元价格带提升的过程中。初期古井首先聚焦古 5，定位 110 元，与彼时安徽省内主流价格带（口子 5 年约 85 元）有所脱离，公司迅速做出反应，2009 年推出年份原浆·献礼版，定价 95 元，通过“三通工程”小区域高占有滚动发展的渠道模式及费用投入，逐步将年份原浆献礼版培养成古井在安徽省内的大单品；

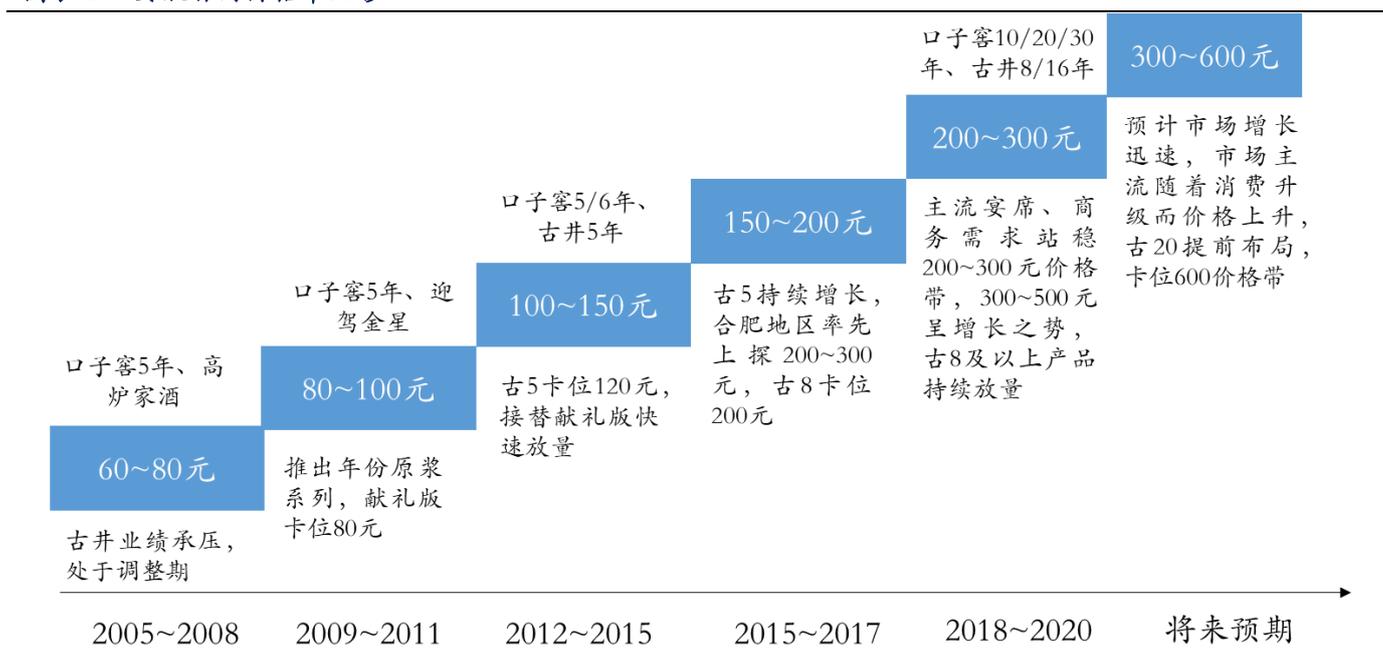
2011 年起，古 5 顺应消费升级。安徽省内主流白酒价格带站稳 60~80 元价格带、且有进一步上移至百元的趋势。彼时古井年份原浆献礼版占销售收入约 70%，公司顺应将古 5 提价至 120 元/瓶，提前卡位 120 元价格带，叠加渠道投入带动省内进行消费升级，2011~2015 年古 5 销量快速增长；

2015 年起，古 8 卡位 200 元价位。随着安徽省内主流白酒价格带提升至 120~150 元区间，2015~2017 年古 5 复合增长约 30%，古 5 顺利实现对献礼版的替代。古井顺势聚焦古 8，再次提前卡位 200 元价格带；

2017 年起，省内消费升级加速。宴席及商务需求迅速走向 200~300 元价格带，以合肥为代表的地区 200~300 元价格带增速快于百元价格带，彼时安徽省内 200~300 元价格带主流产品有限，省内主流消费带逐渐向古 8、口子 10 年升级，古 8 顺应消费升级接替古 5 实现新一轮增长；

2018 年至今，古 8 以上占比提高。安徽省内次高端价位 200~500 元低基数下有快速增长之势，根据渠道数据，以合肥地区为代表 200~300 元价格带产品呈现约 50% 的高速增长，古井产品结构亦持续向古 8 及以上产品升级，未来预计随着消费升级与省内人均 GDP 的增长，次高端价格带将继续上移，古 20 提前卡位 600 元价格段，现已逐步进入快速增长期。

图表 26 安徽省内价格带上移



资料来源：华安证券研究所整理

142 产品结构，高中低价格带全覆盖。经过古井“年份原浆”系列近 10 年的发展，目前古井贡酒产品结构形成了聚焦以“142”为代表的、覆盖高端、次高端、中高端的品牌体系：

- “1”指 1 大高端形象产品：古 26；
- “4”指 4 大次高端战略单品（“年份原浆”品牌）：古 7、古 8、古 16、古 20；
- “2”指 2 大中端战略单品（“古井贡酒”品牌）：献礼版、古 5。

产品联动结构升级，核心产品接替成长。古井产品策略主要在于做好产品联动和结构升级、保持产品线持续更迭，以达到保持核心产品持续快速成长的目的。例如在年份原浆献礼版占比达到 70% 的情况下，第二年往上升级到古 5，后续延续此战略陆续推出古 8、古 16，并在 2017 年底顺势推出古 20，费用投放动态变化，产品结构逐步上移。**2019 年古 8 及以上产品占比超过 30%，预计 2020 年占比将持续提升，中长期次高端以上产品销售占比目标提升至 70%，**古井将持续推动产品升级、有望享受消费升级红利。反观口子窖，目前口子 10 年、20 年大单品省内渠道渗透已相对充分、逐步进入成熟期，后续口子窖面临产品生命周期进入成熟期的问题。

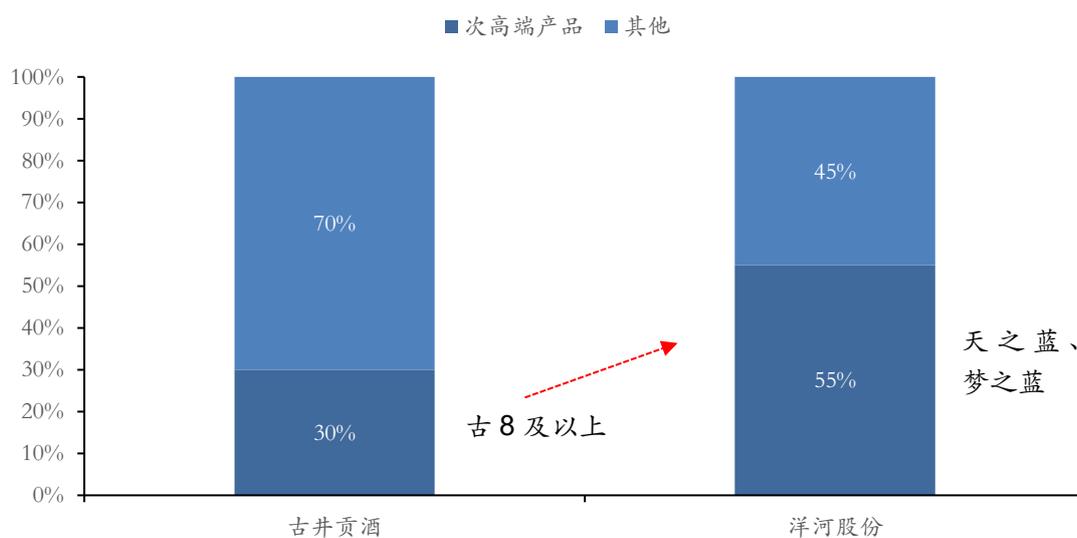
图表 27 古井与口子窖产品结构对比

	品牌	古井贡酒	品牌	口子窖
	产品	市场成交价	产品	市场成交价
高端	古26	1000元+	口子30年	1000元+
次高端	古20	500元+	口子20年	350元
	古16、古8、古7	200~400元	仲秋初夏	200~300元
中端	幸福版、献礼版	100~200元	口子10、6、5年	100~200元
低端	V系列V6、V3	低于100元		

资料来源：华安证券研究所整理

对标洋河天之蓝以上，古井次高端占比提升空间大。2019年古井古8及以上次高端产品收入占比约30%，较洋河天之蓝、梦之蓝（天之蓝是280元价位段次高端入门产品）次高端产品收入占比约55%存在较大提升空间。古井目标后百亿时代次高端以上产品销售占比提升至约70%，中长期省内省外次高端产品结构比例达到1:1。

图表 28 古井次高端产品占比较洋河仍存在较大差距

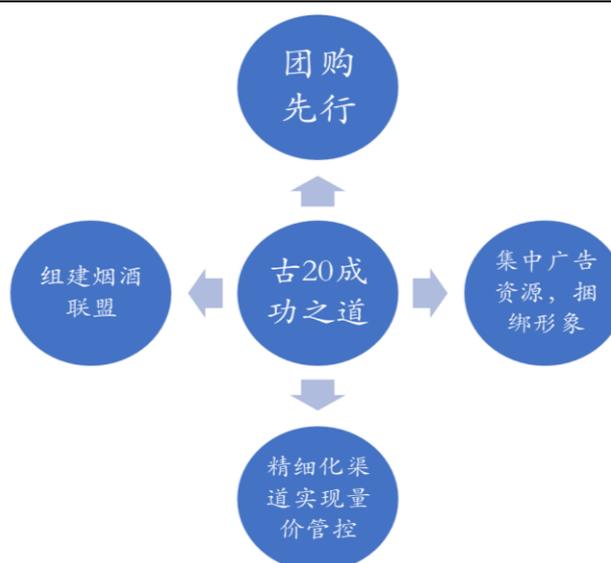


资料来源：华安证券研究所整理

2.2.3 古20进入高速成长期

古20进入高速成长期，规模快速放量。2017年底，古井推出古20，成交价约500元，推出至今成为安徽市场500元价位段领军品类。古20作为古井贡酒提升品牌力的重要抓手之一，是公司坚持定位次高端之路，从品牌、品质、品位全方位做提升、推出的年份原浆次高端产品。古20产品推广初期实行配额制，以控量保价、做品牌的思路为优先，短期不追求放量，避免在产品推出初期伤害产品渠道价格体系。在配额制、控量保价的渠道运作体系下，古20渠道利润超过同价位竞品，2019年古20销售额整体翻倍达到约6亿元，2020年销售规模有望实现约10亿元。

图表 29 古 20 达到 10 亿规模的重要抓手



资料来源：华安证券研究所整理

古 20 依托渠道策略，“三通工程”精细化管控。作为提升古井贡酒整体品牌力的重要产品，自 2017 年底古 20 上市以来，始终坚持“一个声音，一个画面”，在各广告媒介中大力推荐古 20，有助于提升古井贡酒的整体形象，从而帮助其在次高端市场中逐渐建起护城河。此外，古 20 自上市起就采取“团购先行”的渠道策略，在不占有原先经销商份额的同时，通过锁定意见领袖来促进团购的方式，以快速获得消费者，并且选取了与古 20 价格定位一致的烟酒店组成烟酒联盟体，通过给予烟酒店一定的区域空间的方式来达到统一供价与统一卖价，从而达成控量保价的目的。

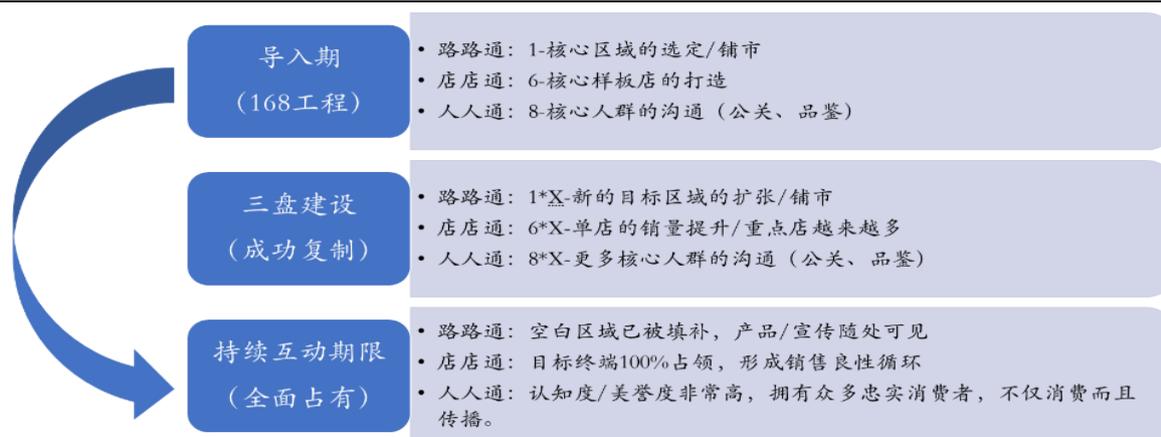
2.3 渠道：聚焦渠道精细建设，利润恢复省内起势

古井安徽省内以小区域、高占有、滚动发展的分销模式为主，厂家主导市场，承担品牌推广、市场开发维护等工作，经销商紧密配合，经销商职能简化为打款、物流和客户服务等。省外市场以大商顺价制为主，借力发力推进全国化。互联网线上以直营模式为主，渗透各大电商平台。

2.3.1 古井渠道三通工程，销售团队水平领先

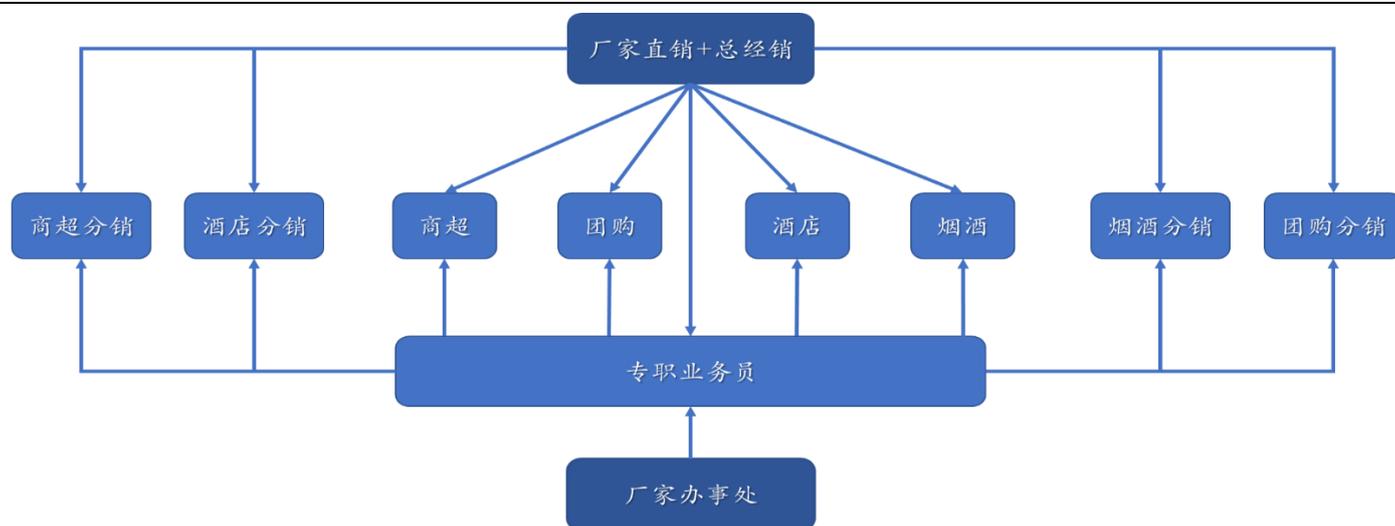
古井贡酒三通工程，小区域高占有滚动发展。深度分销模式主要是白酒企业重视渠道为王，对渠道进行精耕细作，由厂家派出营销团队与经销商一起开发和维护市场，并进行厂商联动，以期在适度掌控终端的基础上扩大销售半径，实现较快的市场扩张，通过深度开发市场，达到充分分解销售到终端每个点的过程。2008~2009 年，彼时安徽省内主流酒企以酒店买断式为主，古井资金实力相对不足，因此 2009 年，公司大力推动落实“三通工程（路路通、店店通、人人通）”，即小区域、高占有、滚动发展，聚焦终端烟酒店，与酒店买断式做差异化竞争，并依托团购启动市场。古井在选定的区域内集中资源，通过精细化的网点建设和消费者意识的培养，构建渠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，以点及面，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，将板块连成一体，最终全面打开目标市场。

图表 30 不同阶段三通工程原理



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 31 直分销结合增加销售渠道, 增强产品深度帮助产品占领市场



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

深度分销渠道扁平, 直控终端精细管理。在深度分销模式下, 主要分为定人、定线、定点、定时、定量几方面, 即公司将渠道建设的掌控权把握在自己手中, 渠道扁平, 便于精细化管理。近年古井将宴席模式持续向其他区域推广裂变, 实现了“人人通”的升级, 公关引领意见领袖、宴席引领大众消费, 有助主销产品保持消费热度。

图表 32 深度分销模式细节

种类	细节
定人	管理人员方面, 厂家向经销商派驻业务经理, 确保渠道管理权; 底层业务人员通常从地方招聘
定线	由厂家按区域制定拜访区域及路线, 统筹规划、并分配业务员, 增加终端业务员效率
定点	由厂家对业务员负责网点制定拜访周期, 亦增强终端推广效率
定时	按照拜访周期, 细化到每周、每天的跑点计划, 业务员渠道建设有的放矢
定量	由厂家对跑点业务制定销量目标, 有根据同期销量来定, 也有根据市场总量来定, 可相对灵活调整目标

资料来源: 华安证券研究所整理

2.3.2 分销大商各有利弊，古井持续深耕分销

口子窖大商制，白酒传统渠道模式。大商制指厂家将当地市场开发责任交给经销商，厂家专注于产品生产及品牌的总体宣传，不再针对每个区域市场进行深度的渠道开拓。这一模式包括五粮液的“大商制模式”、口子窖的“区域总代模式”、以水井坊为代表的“新总代模式”（经销商主导、厂家配合）、以及以伊力特为代表的“买断式模式”。

渠道初期大商受益，中长期亦有弊端。大商制是白酒厂商将渠道交由大商负责区域内销售工作，所需销售人员相对较少，渠道大商自主权较大，在渠道建设前期阶段大商依托高利润充分带动积极性。行业成长初期，大商制确实是激发了渠道商的积极性，但当渠道商规模扩大后：1) 厂家易对渠道大商依赖，2) 渠道库存、价格和市场动态对于厂家不透明，易造成厂家对形势的误判；3) 渠道建设进入中后期，易现渠道商低价甩货、区域间窜货等问题。我们横向对比采用深度分销模式的古井贡酒与采用大商制的口子窖渠道优劣势：

古井深度分销模式**优势在于**：酒企将渠道建设的掌控权牢牢把握在自己手中，渠道扁平，直控终端，减小窜货风险，便于精细化管理，有助于长期可持续发展；**劣势在于**：渠道利润相对较薄弱，需依靠厂家推行渠道政策来保证渠道利润，上市公司报表层面渠道建设成本相对更高。

口子窖大商制**优势在于**：在品牌 0~1 过程中放量迅速，依托渠道相对丰厚的利润大商积极性较高；**劣势在于**：中长期发展过程中，酒厂易受大商制约，大商主导或产生渠道利润体系混乱。

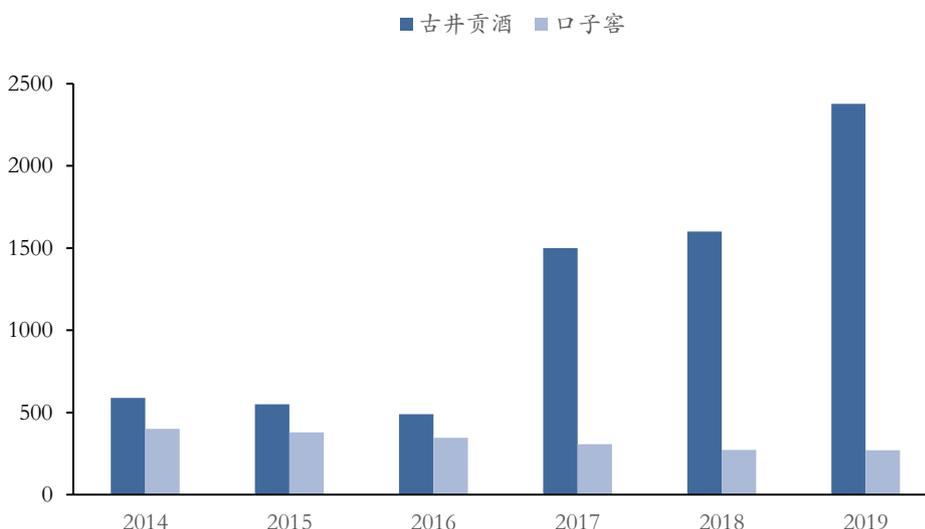
图表 33 古井贡酒与口子窖渠道模式对比

类别	古井贡酒 深度分销模式	口子窖 大商制
模式梳理	渠道人员以酒企体内员工为主，直接向公司汇报、并由公司统一管理	渠道基本由大经销商控制，酒企提供战略方向，大商负责具体运营
渠道掌控力度	酒企直控终端，渠道扁平化，酒企精细化管理	渠道大商主导，渠道各类信息对酒企不透明，管理难度较大
渠道投入	酒厂直控终端，厂家直投，渠道投入通常较高	酒厂对渠道建设投入较少
渠道利润	以渠道达成酒企制定的销售任务、收获返利为主，渠道利润相对较弱	大商自行调整销售策略，依靠价差获利，渠道利润相对丰厚
优势	终端掌控力度强，减小窜货风险，具备可持续发展基础	从 0~1 过程中放量迅速，渠道积极性较高
劣势	长期渠道低利润率，经销商动力不足	酒厂易受大商制约，大商主导或产生渠道混乱
适用阶段	成熟品牌深耕现有市场	新品 0~1 铺货，追求渠道高利润

资料来源：华安证券研究所整理

古井销售人员数量领先。比较古井与口子窖销售队伍，基于古井聚焦渠道深度分销模式，口子窖采用大商制，古井销售队伍持续快速扩张，根据年报显示，2019年销售人员约2300人，大幅领先口子窖的约300人，渠道人员规模优势构建中长期竞争壁垒。

图表 34 古井贡酒与口子窖销售人员数量对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3.3 推新一轮渠道建设，省内起势效果显现

渠道考核机制改革，聚焦渠道动销及利润。根据我们渠道调研了解，公司目前正在渠道考核机制改革，由过去考核回款转为目前考核前端动销，聚焦渠道、开启新一轮渠道建设。根据我们调研了解，在渠道建设方面，公司策略是对省内年份原浆献礼版、5年稳步提价，重点聚焦渠道利润持续恢复，维持基本盘。

图表 35 古井新一轮渠道建设动作及效果

政策	政策细节	实行效果
核心烟酒店奖励政策改革	由以往的与单店年销售额直接挂钩，改为只跟价格、秩序管理等指标挂钩	1) 近一年以年份原浆献礼版、5年为代表的稳价和渠道利润恢复成效明显
强化渠道管理检查力度	核心聚焦市场价格和秩序管理检查力度，公司政策和费用“直投+专款专用”	2) 省内消费者进门对古井询价显著增多，从终端烟酒店视角来看古井已然起势

资料来源: 华安证券研究所整理

渠道利润优化助力激发渠道动力。目前古井贡酒聚焦价格管理，对各个价位段产品进行利润管控，通过管道优化、费用直投等策略提升各个产品终端均价，渠道利润持续优化;并通过对返利模式进行优化，提高渠道运作效率。随着渠道建设持续投入，目前古井省内渠道利润已逐步赶超口子窖，预计后续古井管道利润丰厚有助于激发经销商铺货动力，中期来看有助于在管道利润稳固的情况下提价增利。

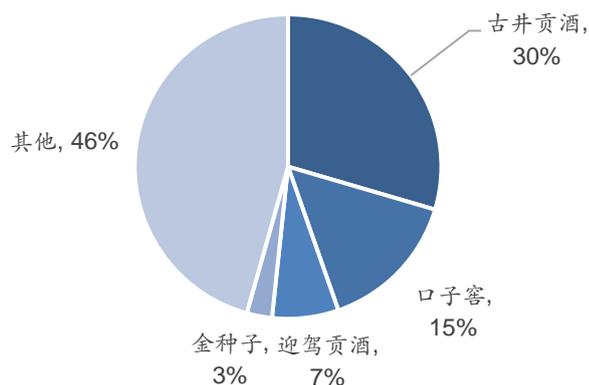
总体来看，安徽省内古井渠道团队操作能力强于同业，动销持续起势，经销商积极性提振，对省内竞品口子窖优势进一步增强，虽短期报表层面吨价不直接提升，但对量会有贡献，同时为中期提价提供空间。

2.4 格局：省内消费升级明确，省外环安徽省招商

2.4.1 省内消费升级明确，份额提升空间仍大

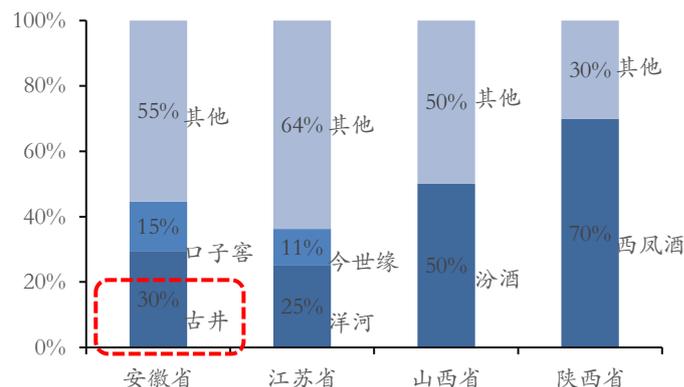
安徽省内竞争激烈,行业集中度相对较低。根据公开数据测算,目前安徽省内四家白酒上市企业市场份额分别约为:古井贡酒 30%、口子窖 15%、迎驾贡酒 7%及金种子酒 3%。安徽省内集中度 CR2 约 45%,对标有强势地产酒品牌的山西省、江苏省、陕西省,山西省内汾酒市场份额约 50%、江苏省内洋河、今世缘 CR2 市场份额约 36%,其中洋河份额约 25%,陕西省内西凤酒市场份额约 70%。安徽省内市场竞争相对激烈,头部企业仍具有份额提升空间。

图表 36 安徽省内地产酒份额



资料来源: wind, 华安证券研究所

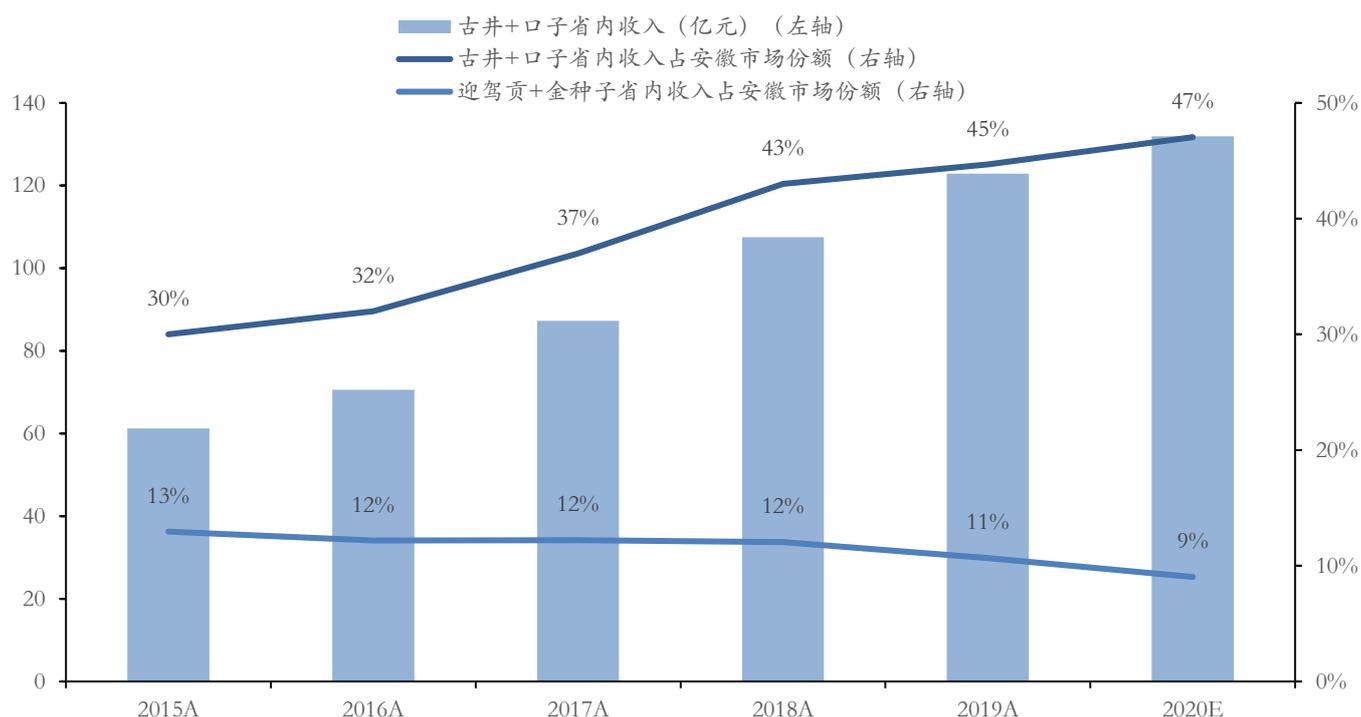
图表 37 古井贡酒与其他地产酒龙头省内份额对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

省内龙头集中度持续提升,古井优势地位愈发凸显。根据测算,古井贡酒与口子窖安徽省内份额之和由 2015 年的 30% 增至 2019 年的约 45%,主要由古井市占率扩张带动;迎驾贡酒与金种子份额由 2015 年的 13% 降至 2019 年的约 11% 左右。可见近年安徽省内酒企头部集中效应明显,因此我们认为徽酒地产酒龙头集中度提高趋势有望延续,叠加全国一线名酒茅五泸在次高端价格带产品布局稍慢,古井有望持续巩固优势地位、在次高端价格带的集中效应将尤为明显。

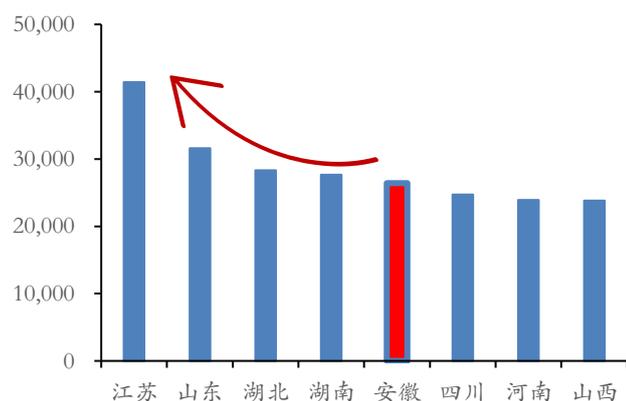
图表 38 古井和口子省内集中度不断提高



资料来源：华安证券研究所整理

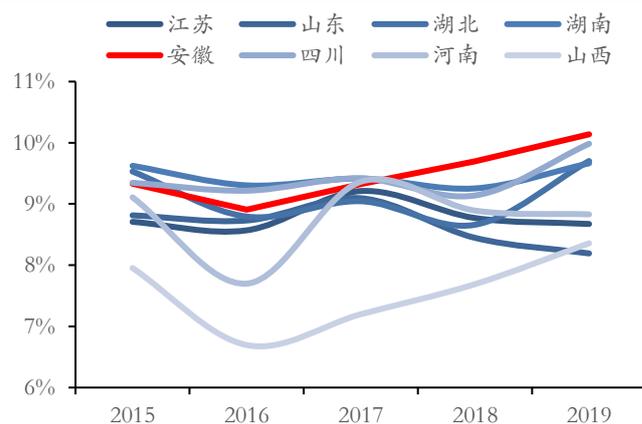
对标邻省江苏白酒市场，安徽省内市场升级扩容潜力大。江苏和安徽都是白酒消费大省，江苏由于经济水平发达、人均收入较高、消费能力较强，白酒消费价格带整体高于安徽。近年来，安徽经济高速发展，人均收入虽较低但增速高于江苏，随着居民消费能力增强，安徽省内白酒市场将持续量价齐升的发展趋势，白酒消费结构持续优化、价格带持续上移。作为省内龙头白酒企业，古井贡酒将充分享受省内消费升级红利，持续升级产品结构。

图表 39 主流白酒省份人均可支配收入



资料来源：wind，华安证券研究所

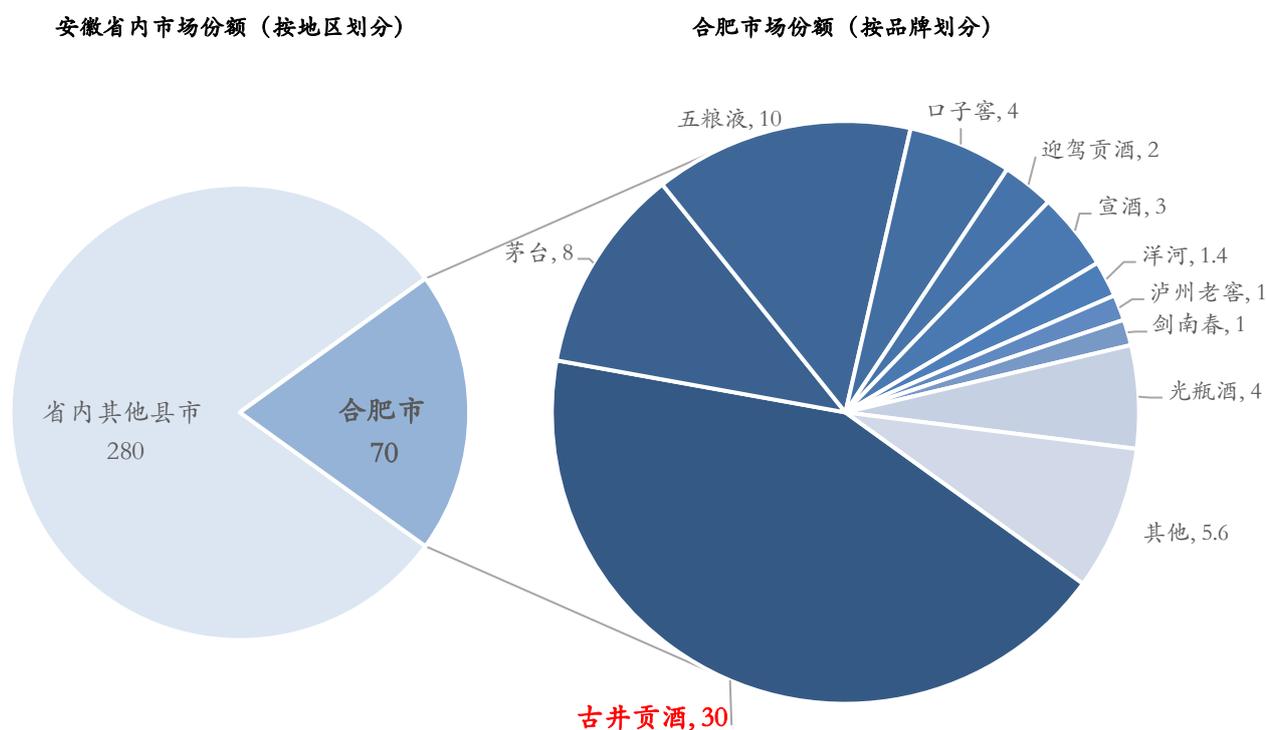
图表 40 2015~2019 年主流白酒省份人均可支配收入增速



资料来源：wind，华安证券研究所

聚焦安徽省会，合肥白酒市场扩容明显。自 2017 年底以来，安徽白酒主流消费价格带明显提升，由约 100 元提升至约 200 元价位，根据测算，安徽白酒市场或已接近约 300 亿元。根据酒食汇数据，此前合肥白酒市场（市区+三县）容量约 45 亿左右；受益于消费升级，合肥白酒市场快速扩容，当前合肥白酒市场（市区+三县+巢湖）容量提升至约 70 亿，其中合肥市区约占 45 亿。2019 年，古井贡酒、茅台、五粮液、口子窖等品牌在合肥市场的销售额均超亿元，其中古井贡酒销售额约 30 亿元、约 40% 市占率。随着合肥次高端主流价格带不断上移、消费不断升级、市场不断扩容，古井贡酒年份原浆系列的古 8 及以上产品的有望保持快速增长，古井贡酒在合肥市场的优势地位将愈发突出。合肥市场作为安徽省内风向标，预计后续省内市场有望持续扩容、价格带稳步上升。

图表 41 2019 年合肥市区白酒市场份额（亿元）

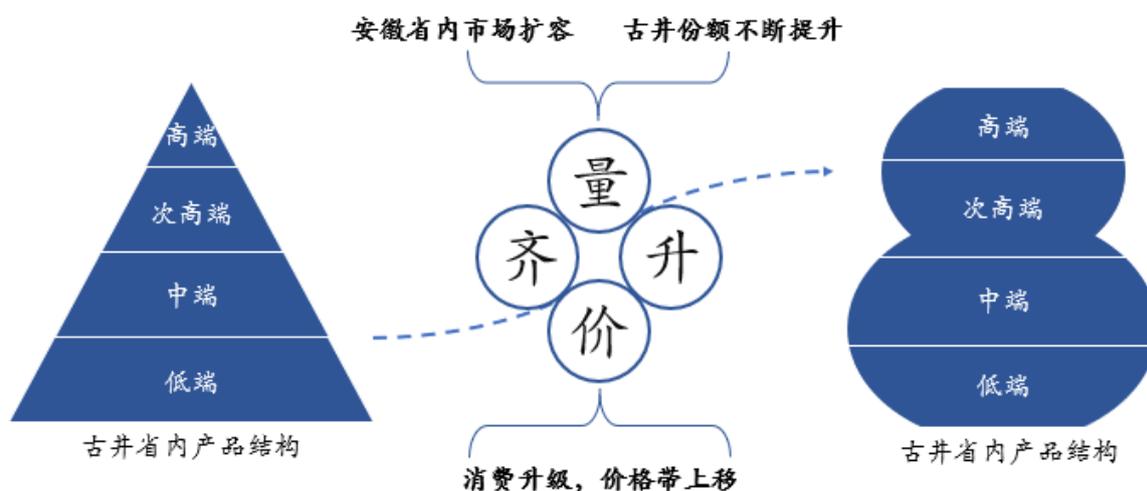


资料来源：华安证券研究所整理

古井省内聚焦产品结构升级。此前市场担心消费者是否能从古5、古8升级到古20，从实际表现看，古20销售额快速增长反应市场接受度较高，反观迎驾银星、种子酒，均处于不增长或下滑通道。古井产品策略上实行“古20次高端较高价位500元，古16次高端中间价位约400元，古8次高端较低价位300元”的组合拳，300元价位的古8已经成为安徽合肥的主流选择，预计未来3年古井可在安徽省持续享受消费升级带动产品升级的利润红利。

再次提前卡位省内未来核心价格带。当前古20定位500元价格带增量产品，古26定位1688元形象产品，随着消费升级红利释放，预计古井后续大概率会尝试布局更高端价位段产品，产品结构提升是未来行业发展的主旋律。预计中期内古井会布局千元产品，有助于提前卡位更高价位段，为中长期区域产品提升做好准备。

图表 42 古井省内产品结构持续升级、叠加份额提升有望实现量价齐升



资料来源：华安证券研究所整理

我们认为，安徽省内 100~200 价位带消费者正处于升级到 300~500 价位带的关键阶段。从安徽省内竞争格局来看，省内金种子酒定位中低档、持续下滑，迎驾贡酒定位中高档、洞藏虽有所起色但整体份额仍低。因此预计中期安徽省可类比江苏省的双寡头格局，叠加目前一线全国名酒茅五泸尚未在次高端价格带充分布局产品，预计省内地产酒次高端产品有望充分受益。中期来看，安徽省内古井贡酒、口子窖有望受益于次高端白酒扩容份额增长，但古井省内份额提升速度将显著优于口子窖，古井贡酒作为省内龙头市场份额仍有较大提升空间，叠加省内白酒主流价格带消费升级，中短期内古井省内市场仍可有望量价齐升。

2.4.2 省外推进招商布局，为中长期做好准备

省外发展战略明确，瞄准次高端谋求全国化。目前古井贡酒省外市场销售收入占比约 20%，低于全国化进程领先的洋河股份、山西汾酒省外收入占比（洋河、汾酒省外收入占比分别约为 50%、55%）。根据调研了解，古井贡酒对于省外发展战略目标明确，公司管理层对于古井省外发展的认识在于：**地产酒龙头下一步必须是走出去，因此古井瞄准“次高端”、谋求“全国化”。**我们认为，中短期内古井发展省外市场的第一步是安徽周边重点省份板块化。从渠道反馈来看，古井持续推进全国化招商布局，2019 年以来进行了大量经销商新增和经销商调整优化，周边省份亦同步发展。

河南江苏快速增长，前期聚焦环安徽发展。公司前期聚焦环安徽市场的恢复性增长，省外以河南和江苏体量最大，2015 年，古井河南市场销售规模超过 13 亿元，但受消费者品牌认知度不足影响，于 2017 年下滑至约 2 亿元，经过 2018 年古井在河南持续进行品鉴会、拔高古井在河南省品牌形象及品牌定位，2018 年河南市场销售规模恢复至约 9 亿元。根据调研，预计 2019 年河南市场增速超 30% 至约 12 亿元、江苏增速超 40%，节奏符合公司预期，目前全国经销商数约 2,000 家，年份原浆客户占比在 70% 以上。我们认为，公司省外发展后续有两大看点：

- 1) 安徽周边省份持续快速发展；
- 2) 公司提出 2020 年底前基本完成全国主要县市的覆盖。

省外古 8 以上为导向，其中古 20 打形象。渠道战略方面，省外由于市场广，无法像省内实行深度分销、投入大量销售人员的方式深耕渠道，因此需要在省外走顺价销售战略、渠道模式在不同区域市场因地制宜，才能在省外市场进行复制。此外，**地产酒龙头布局省外以高价位带切入，不然易与当地地产酒纠葛，因此省外发展的重点在于品牌形象的提升，**品牌形象提升后有助于推行高价位酒，目前古井持续打造春晚，塑造品牌形象，并通过广告牌持续做品牌建设。全国化过程中消费者教育成本高，省外开拓时间周期更长，中长期来看，一旦品牌力成功提升，有望进入快速放量期。

我们认为，古井全国化可类比汾酒环山西市场战略、及洋河的新江苏战略，从周边板块市场入手、逐步拓展全国化，古井作为地产酒龙头，中长期来看存在较大全国化机遇。

2.4.3 黄鹤楼并购显成效，验证古井团队能力

湖北地产名酒，消费者认可度高。黄鹤楼成立于 2003 年，是湖北省唯一的中国名酒地产酒品牌，在省内品牌力有沉淀、且消费者认知度相对较高。由于此前黄鹤楼缺乏优秀的渠道管理团队，始终未能释放出品牌的真正活力。古井贡酒于 2016 年收购黄鹤楼，对黄鹤楼进行了一系列整合与调整，主营产品定位中高档白酒，主要产品有大清香系列、陈香系列、生态原浆系列、楼系列，主力产品定位 200~350 元价格带，卡位湖北省内中高档市场。

古井团队能力在黄鹤楼得到验证。古井收购黄鹤楼后，将安徽市场的管理、推广经验复制到湖北，迅速打开局面，黄鹤楼 2019 年销售收入破 11.5 亿元，同比增长 33%，完成收购时业绩承诺，反应古井团队的强大管理能力。黄鹤楼在湖北市场的复苏是既有品牌力、渠道、市场、营销多方面管理能力共振的典型成功案例。

我们认为，古井中期发展重点仍需聚焦年份原浆次高端产品的增长表现，**黄鹤楼并购后的快速增长主要验证了古井销售团队的强大做市场、做渠道的能力。**

三 后疫情机危并存，看业绩稳健增长

3.1 前百亿双位数高增长，一季度疫情影响可控

产品结构持续升级，百亿目标顺利收官。2019年，古井贡酒实现营业总收入104.2亿元，同比增长19.9%，其中白酒收入101.6亿元，占比97.5%；实现归母净利润21.0亿元，同比增长23.7%。2019年古井卡位次高端价格带，次高端以上产品（古8、16、20、26）高速增长，在白酒收入中占比超30%；中端主销产品（献礼、古5）仍保持稳健增长，收入占比约47%；淡雅、窖龄、大坛、开坛、红运和老名酒六大系列收入占比约为12%，低端酒有所下滑；在双品牌协同效应下，黄鹤楼收入逐年稳步增长，连续三年超额完成业绩承诺，2019年实现收入11.5亿元，同比增长33%，占比超11%。

短期冲击无可避免，全年目标定位理性。2020年一季度公司分别实现营收、归母净利润32.8、6.37亿元，同比分别下降10.6%、18.7%。我们认为，一季度收入及利润下滑主要因为疫情使短期以宴席、聚饮为主的地产酒消费场景消失，叠加湖北地产酒黄鹤楼受疫情冲击明显，短期终端需求承压，4月以来渠道逐步恢复。

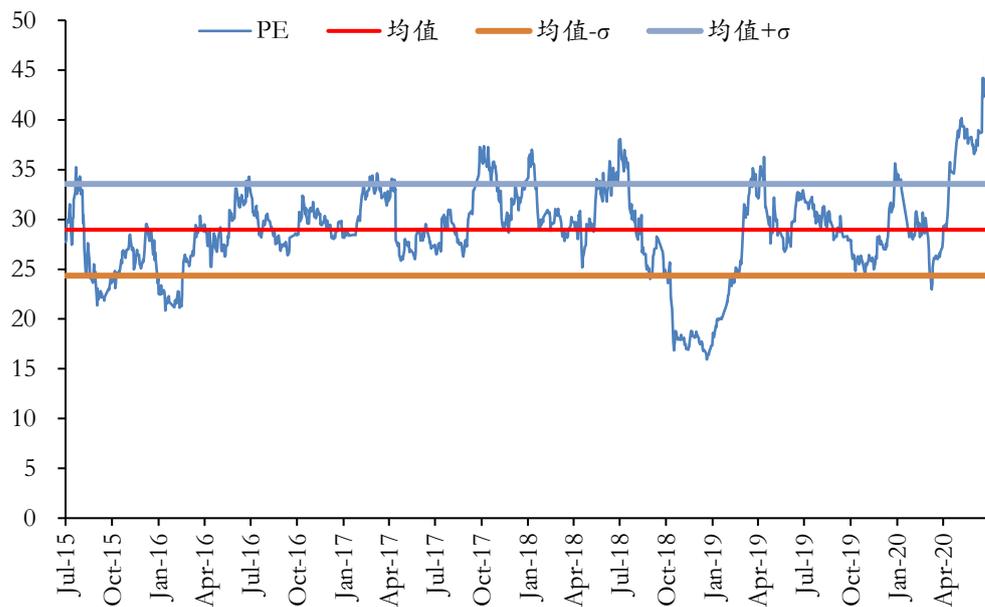
3.2 后百亿机遇挑战并存，2020挑战双位数增长

全年仍挑战双位数增长。对于自有品牌，古井作为安徽省内地产酒龙头，虽然受疫情影响，短期春节后叠加Q2消费端受到显著影响，但部分Q2宴席消费有望后移，古井销售团队能力领先，配合终端推广政策，有望在宴席需求递延、渠道补库存的过程中抢占更多市场份额。

基于省内中端主销产品消费基础稳固，虽受疫情影响、但疫后消费端恢复较快，我们预计2020年古井中端主销产品古5、献礼版销售增速一定程度放缓至8%、仍维持正增长，2021年起恢复至13%双位数增长；基于省内消费升级延续、次高端产品古8、古20快速增长，我们预计2020年古井次高端增量产品有望实现约18%同比增长，2021年起疫情影响退出，有望重回约30%快速增长。

毛利率方面，受益于古井年份原浆次高端以上（古8及以上）产品占比持续提升、均价上移，我们预计公司毛利率将保持小幅度稳定提升，预估2020年毛利率小幅提高至77.0%，较上年提高0.3pct。综合来看，我们预计2020年公司实现营业收入114.4亿元，同比增长9.8%，仍有望挑战全年双位数增长目标，预估2020年公司实现归母净利润23.3亿元，同比增长11.2%。

图表 43 古井贡酒 P/E TTM



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 公司细分业务盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,686	10,417	11,440	13,479	15,515
增长率 (%)	24.7%	19.9%	9.8%	17.8%	15.1%
毛利率 (%)	77.8%	76.7%	77.0%	77.4%	77.7%
其中：白酒					
营业收入 (百万元)	8,520	10,164	11,178	13,206	15,231
YoY (%)	24.9%	19.3%	10.0%	18.1%	15.3%
年份原浆收入					
营业收入 (百万元)	6,501	7,938	8,886	10,668	12,454
YoY (%)	36%	22%	12%	20%	17%
占比 (%)	76.3%	78.1%	79.5%	80.8%	81.8%
年份原浆—中端主销产品： 献礼、古 5					
营业收入 (百万元)	4,147	4,813	5,198	5,874	6,461
YoY (%)	22%	16%	8%	13%	10%
占比 (%)	48.7%	47.4%	46.5%	44.5%	42.4%
年份原浆—次高端以上产品： 古 8、16、20、26					
营业收入 (百万元)	2,354	3,126	3,688	4,795	5,993
YoY (%)	70%	32%	18%	30%	25%
占比 (%)	27.6%	30.8%	33.0%	36.3%	39.3%
淡雅 (青花、蓝花、红花)					
营业收入 (百万元)	386	367	330	330	330
YoY	-10%	-5%	-10%	0%	0%
占比 (%)	4.5%	3.6%	3.0%	2.5%	2.2%
窖龄、大坛、开坛、红运					
营业收入 (百万元)	156	144	129	126	126
YoY	-15%	-8%	-10%	-3%	0%
占比 (%)	1.8%	1.4%	1.1%	1.0%	0.8%
老名酒 (老玻贡、乳玻贡、古井醇香)					
营业收入 (百万元)	610	561	505	490	490
YoY	-17%	-8%	-10%	-3%	0%
占比 (%)	7.2%	5.5%	4.5%	3.7%	3.2%
黄鹤楼					
营业收入 (百万元)	866	1,154	1,327	1,592	1,831
YoY	26%	33%	15%	20%	15%
占比 (%)	10.2%	11.4%	11.8%	12.0%	12.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

投资建议

古井贡酒进入后百亿时代，产品端，聚焦年份原浆系列产品联动升级，古8及以上顺应次高端白酒行业发展，产品结构有望持续升级，为第二个百亿提供核心增长动力；渠道端，聚焦新一轮渠道建设，省内渠道利润正逐步赶超口子，已逐步起势；格局端，基于省内份额提升仍有空间及消费升级，中短期仍可望量价齐升，省外瞄准次高端谋求全国化目标明确，持续推进环安徽省招商。我们预计公司2020~2022年收入分别为114.7、135.1、155.3亿元，同比分别+10.2%、+17.7%、+15.0%，归母净利润分别为23.2、28.0、32.7亿元，同比分别+10.7%、+20.6%、+16.6%，当前股价对应2020~2022年P/E分别为39.0x、32.2x、27.6x，公司作为徽酒龙头，依托省内市场、及泛全国化发展，中长期业绩确定性较高，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

年份原浆系列动销不及预期；省内渠道下沉、省外全国化扩展不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	10,526	13,172	16,490	19,879	
现金	5,620	8,432	11,772	16,164	
应收账款	65	66	79	92	
其他应收款	24	25	30	35	
预付账款	197	249	349	417	
存货	3,033	2,887	3,007	2,848	
其他流动资产	1,588	1,513	1,254	323	
非流动资产	3,345	2,720	2,402	2,150	
长期投资	5	3	4	4	
固定资产	1,723	1,613	1,504	1,395	
无形资产	786	733	684	639	
其他非流动资产	832	370	209	111	
资产总计	13,871	15,892	18,892	22,029	
流动负债	4,247	4,302	4,839	4,957	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	563	657	745	839	
其他流动负债	3,684	3,645	4,094	4,118	
非流动负债	192	192	206	216	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	192	192	206	216	
负债合计	4,439	4,494	5,045	5,173	
少数股东权益	488	556	636	731	
股本	504	504	504	504	
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295	
留存收益	7,145	9,042	11,413	14,326	
归属母公司股东	8,944	10,841	13,212	16,125	
负债和股东权	13,871	15,892	18,892	22,029	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	192	2,607	3,538	4,459	
净利润	2,158	2,333	2,826	3,296	
折旧摊销	263	161	158	155	
财务费用	35	(105)	(152)	(210)	
投资损失	(126)	(126)	(126)	(126)	
营运资金变动	2,509	267	747	1,240	
其他经营现金	(4,646)	78	85	104	
投资活动现金	2,672	127	115	117	
资本支出	0	0	0	0	
长期投资	0	1	(1)	0	
其他投资现金	2,672	125	116	116	
筹资活动现金	(755)	(330)	(304)	(173)	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金	(755)	(330)	(304)	(173)	
现金净增加额	2,109	2,404	3,349	4,403	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	10,417	11,440	13,479	15,515	
营业成本	2,426	2,634	3,049	3,465	
营业税金及附加	1,593	1,673	1,971	2,268	
销售费用	3,185	3,466	4,084	4,701	
管理费用	685	744	849	962	
财务费用	(98)	(105)	(152)	(210)	
资产减值损失	(1)	9	(5)	(1)	
公允价值变动收	18	1	10	10	
投资净收益	126	126	126	126	
营业利润	2,823	3,147	3,819	4,465	
营业外收入	58	58	58	58	
营业外支出	8	8	8	8	
利润总额	2,873	3,196	3,869	4,514	
所得税	715	796	963	1,124	
净利润	2,158	2,401	2,906	3,391	
少数股东损益	60	68	80	95	
归属母公司净利润	2,098	2,333	2,826	3,296	
EBITDA	2,909	3,203	3,826	4,410	
EPS (元)	4.17	4.63	5.61	6.55	

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	19.93%	9.82%	17.82%	15.10%
营业利润	20.31%	11.46%	21.35%	16.91%
归属于母公司净利	23.73%	11.22%	21.13%	16.65%
获利能力				
毛利率(%)	76.71%	76.97%	77.38%	77.66%
净利率(%)	20.14%	20.39%	20.96%	21.24%
ROE(%)	22.88%	21.07%	20.98%	20.12%
ROIC(%)	36.07%	72.01%	59.20%	73.75%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.00%	28.28%	26.70%	23.48%
净负债比率(%)	-12.08%	-35.04%	-52.55%	-65.97%
流动比率	2.48	3.06	3.41	4.01
速动比率	1.76	2.39	2.79	3.44
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.77	0.78	0.76
应收账款周转率	295.41	282.27	302.64	292.81
应付账款周转率	19.87	18.74	19.23	19.60
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	4.17	4.63	5.61	6.55
每股经营现金流	0.38	5.18	7.03	8.85
每股净资产(最新	17.76	21.53	26.23	32.02
估值比率				
P/E	43.4	39.0	32.2	27.6
P/B	10.2	8.4	6.9	5.6
EV/EBITDA	21.57	26.50	21.49	17.77

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。