

古井贡酒（000596.SZ）紧抓升级机遇，加速省外扩张

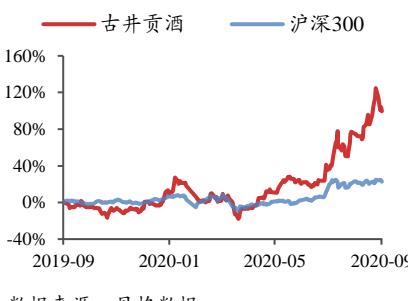
2020年09月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

日期	2020/9/4
当前股价(元)	239.99
一年最高最低(元)	277.58/99.01
总市值(亿元)	1,208.59
流通市值(亿元)	920.60
总股本(亿股)	5.04
流通股本(亿股)	3.84
近3个月换手率(%)	48.17

股价走势图



张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

逢晓娟（联系人）

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790120040011

● 省内增长空间充足，省外持续扩张，成长路径清晰，首次覆盖给予“增持”评级
公司品牌底蕴深厚，营销管理水平突出，省内产品持续升级增长空间充足，省外扩张趋势持续，成长路径清晰。我们预计2020-2022年净利润分别为23.04亿、28.01、33.51亿，同比增长10%/22%/19%；EPS分别为4.57元、5.58元、6.65元，对应PE为53/43/36倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 省内白酒市场消费升级持续，本土企业之间梯队差距拉开，外来名酒布局加速
2018年开始省内白酒主流消费价格开始突破200元价格带，同时正在加速培育300元-600元价格带，为古井贡、口子窖等龙头进一步发展带来机遇。同时，省内白酒市场以古井贡为第一的“一超多强”格局逐渐稳定下来，龙头企业精力从渠道竞争转向品牌打造和省外市场拓展。同时应该注意到，随着在销量层面白酒行业迈入存量竞争时代，叠加白酒消费升级背景，全国化名酒近年来加速布局安徽市场，在300元以上价位段与本土品牌展开错位竞争，安徽市场机遇与挑战并存。

● 省内公司产品持续升级+市场份额提升，增长空间充足

公司在省内成长路径清晰：首先伴随省内消费升级，在省内最具成长力三个价格带（100-200元、200-300元、300-600元）古井贡先发优势明显，配合高效的营销团队、强大的渠道网络有望收割大部分增量份额。第二，公司持续进行渠道精耕建设、引导产品升级，2018年以来在渠道力与品牌高度上与竞品差距加速拉大，省内份额从2011年11%提升至2019年超25%，未来份额提升将是长期趋势。

● 省外基础良好，全国化时机成熟，省外扩张有望加速

古井贡是最具全国化潜力的区域名酒之一，前期由于省内竞争掣肘严重、主力单品价格带处于省外红海市场，省外拓展节奏不快。2018年以来，省内竞争格局拐点确立，公司出省时机显现，同时古20省内打造成功，可以跳出省外竞争红海引领档位。我们预计公司省外成长速度将进一步加快，全国化将成为下一个阶段增长的重要驱动力量。

风险提示：宏观经济下行导致需求下滑、市场竞争加剧、食品安全问题等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,686	10,417	11,630	13,411	15,385
YOY(%)	24.7	19.9	11.6	15.3	14.7
归母净利润(百万元)	1,695	2,098	2,304	2,810	3,351
YOY(%)	47.6	23.7	9.8	22.0	19.2
毛利率(%)	77.8	76.7	77.3	77.8	78.1
净利率(%)	19.5	20.1	19.8	21.0	21.8
ROE(%)	21.7	22.9	21.4	21.5	21.1
EPS(摊薄/元)	3.37	4.17	4.57	5.58	6.65
P/E(倍)	71.3	57.6	52.5	43.0	36.1
P/B(倍)	15.9	13.5	11.5	9.4	7.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 徽酒龙头，志存高远	4
1.1、 中国名酒，底蕴深厚	4
1.1.1、 品牌历史悠久，文化软实力深厚	4
1.1.2、 注重产能建设，产品硬实力突出	4
1.2、 市国资委控股，加大现金激励力度	5
1.3、 历经波折与辉煌，百亿之后再出发	6
2、 消费升级、名酒下沉，安徽市场机遇与挑战并存	8
2.1、 安徽白酒市场空间广阔，消费持续升级	8
2.2.1、 本土品牌市占率极高，各品牌强势价格带划分明晰。	10
本土品牌主导省内白酒市场，在 30-300 元价位段优势明显。安徽酒企皆以营销见长，渠道竞争激烈，过去三十年期间对省外名酒形成有效拦截。我们测算 2019 年本地品牌营收占比约 67%，且龙头优势明显，古井贡、口子窖、迎驾贡三家市占率分别约为 25%、13%、7%，合计占比约 45%。	10
2.2.2、 名酒加速布局安徽市场，对省内品牌后续升级形成高位拦截.....	12
2.3、 升级背景下省内增长空间较大，卡位升级方向的品牌最为受益.....	13
3、 省内竞争优势突出，充分受益消费升级	16
3.1、 引导产品结构升级，逐步迈向次高端	16
3.2、 加大广告投入，提升品牌高度	18
3.3、 发力“三通”工程，强化省内渠道掌控	19
3.4、 判断：省内成长路径清晰，未来有望超百亿.....	20
4、 全国化基础良好，省外扩张持续进行	21
4.1、 最具全国化潜力的区域名酒之一	21
4.2、 省外持续扩张，成为公司成长的重要驱动力量。	23
5、 盈利预测与建议	25
6、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 公司实际控制人为亳州市国资委	6
图 2： 古井贡销售人员平均薪酬位居行业中上水平	6
图 3： 公司销售领导薪酬水平位居同行前列	6
图 4： 白酒业务占比自 2008 年起快速提升	7
图 5： 公司黄金十年一路成长，营业收入突破百亿	8
图 6： 2018 年安徽白酒产量居中国第五（单位：万千升）	9
图 7： 安徽省 2019 年白酒市场规模约 283 亿	9
图 8： 安徽省白酒吨价多数年份高于全国平均水平	9
图 9： 2016 年开始安徽省内白酒吨酒价格逐年提升	9
图 10： 安徽白酒价格带结构呈纺锤型	10
图 11： 100-200 元价位段规模最大（单位：亿元）	10
图 12： 本土品牌市占率约 67%.....	11
图 13： 本土品牌价格主要集中在 30-300 元价位段	11

图 14: 古井贡营收份额加速提升	12
图 15: 200-300 元价位段古井贡优势明显	12
图 16: 80-100 元价位段古井贡、口子窖占比 61%	15
图 17: 80-100 元价位段古井贡、口子窖占有优势	15
图 18: 100-200 元价位段古井贡、口子窖占优势	15
图 19: 100-200 元价位段古井贡、口子窖规模优势明显	15
图 20: 200-300 元价位段古井贡份额最大	16
图 21: 200-300 元价位段古井贡、口子窖规模优势明显	16
图 22: 毛利率与净利率自 2015 年起稳步提升	18
图 23: 吨酒价位自 2014 年起逐年提升 (单位: 万元/吨)	18
图 24: 广告费逐年上升, 增速远高于行业竞争者	18
图 25: 2019 年广告费用占全部销售费用 28%	18
图 26: 连续四年在春晚播出广告	19
图 27: 高铁、冠名等高空地面广告持续投入	19
图 28: “三通工程”终极目标 (五个一)	20
图 29: “三通工程”不同阶段操作要求	20
图 30: 公司销售人员数量大幅增长	20
图 31: 2019 年末公司销售人员数量位居行业前列	20
图 32: 古井贡省内市占率与竞争对手进一步拉大	21
图 33: 卡位次高端, 全国化发力中的企业销售费用普遍处于较高水平	22
图 34: 2019 年公司省外布局情况	23
图 35: 次高端目前仍是白酒中规模最小的价格带	25
图 36: 次高端市场规模从底部快速恢复	25
 表 1: 古井贡酒四次蝉联“中国名酒”称号	4
表 2: 公司注重产能建设	5
表 3: 安徽白酒消费历史阶段梳理	10
表 4: 2018 年安徽本土白酒品牌可划分为三大梯队	11
表 5: 老牌名酒持续推进全国化与渠道下沉	12
表 6: 2019 年 300 元以上价位段参与者以全国化名酒为主	13
表 7: 2019 年 30-50 元价位段参与者以省内品牌为主, 数量多, 竞争激烈	14
表 8: 2019 年 50-80 元价位段参与者以省内品牌为主	14
表 9: 古井贡酒形成了以年份原浆为核心、聚焦“1422”的产品体系	17
表 10: 消费升级带来广阔增长空间	21
表 11: 全国性酒企产品集中卡位在高端及次高端价格带	23
表 12: 区域名酒逐步加入次高端竞争阵营	24
表 13: 收入预测: 白酒板块的增长是公司收入的驱动力	26
表 14: 可比公司估值: 古井贡估值高于行业平均水平	27

1、徽酒龙头，志存高远

1.1、中国名酒，底蕴深厚

1.1.1、品牌历史悠久，文化软实力深厚

古井贡酒产自安徽省亳州市，是我国浓香型白酒的代表品牌之一。追其历史，最早记载可见于建安元年（196年），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，自此此酒成为历代皇室贡品。作为中国老八大名酒之一，古井贡酒以其“色清如水晶，香醇似幽兰，入口甘美醇和，回味经久不息”的独特风格，在1963-1989年四届中国名酒评选中蝉联“中国名酒”称号。公司前身为起源于明德十年的公兴曹坊，1959年转制为过应亳县古井酒厂，1992年集团公司成立，1996年公司成为中国第一家同时发行A、B两支股票的白酒企业，2016年公司战略并购湖北名酒黄鹤楼酒业，与洋河股份比肩成为中国市场上仅有的两家拥有双名酒企业的企业。

表1：古井贡酒四次蝉联“中国名酒”称号

时间	届数	主办方	评选结果
1963	第二届	轻工业部	茅台、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、西凤酒、汾酒、董酒
1979	第三届	轻工业部	茅台、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	第四届	中国食品协会	茅台、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、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒
1989	第五届	轻工业部	茅台、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、双沟大曲、黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：酒业家、佳酿网、开源证券研究所

1.1.2、注重产能建设，产品硬实力突出

公司一直注重产能建设，在90年代就在白酒行业产能领先。2012年9月，古井贡酒生态产业园投产建设。该产业园是安徽省“861”重点建设项目，总占地面积80万平方米，总投资约为23亿元。项目建成后，古井贡酒的原酒总产能每年将达到10万吨，而同时他们的储酒能力将超过30万吨。近年来产销比接近百分之百，随着公司销售量的增加，产能需要进一步扩大，为进一步提升产品质量，提高公司核心竞争优势，2020年3月3日公司发布公告，拟投资实施酿酒生产智能化技术改造项目，项目总投资89.24亿元，项目完成后，将形成年产6.66万吨原酒、28.4万吨基酒储存、年产13万吨灌装能力的现代化智能园区。

由此，古井贡酒不仅具备了强大的原酒生产能力，更积累了数万吨经过长期储存的优质原酒，这才使“年份原浆”能够实现“生产一批、储存一批、销售一批”的良性循环。工艺精益求精，品质始终如一，是“年份原浆”竞争激烈的白酒市场长期胜出的根本保证。

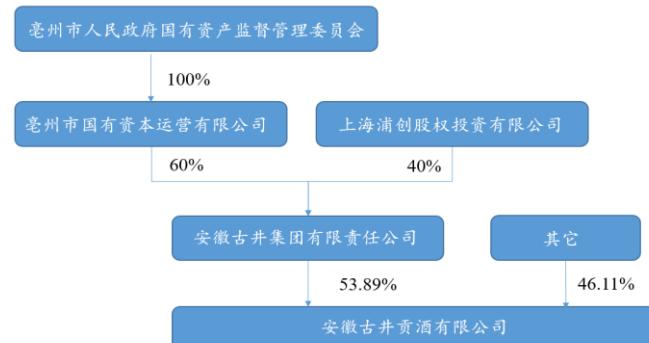
表2：公司注重产能建设

时间	项目	新增年产能 量(吨)	总产量(万吨)
1959 年(成立之初)	-	-	0.006934
	政府投资 15 万元实施技改		
	政府投资 20 万元，新建 144 口窖池及配套酿酒、制曲等车间		
1960-1979	政府投资 110 万，扩建 192 口窖池，增加 38 个班组		1974 年年产能突 破千吨
	“压池子”生产工艺研制成功		
	国家投资 14 万兴建科研楼		
1980-1982	1980 年，国家投资亳县古井酒厂 230 万元，扩建年产 1000 吨大曲酒机械化车间，1982 年 8 月竣工投产。	1000	
1983-1984	国家投资 550 万元，扩建年产 1000 吨大曲酒车间，1984 年建成投产。	1000	
1985-1986	国家拨款 2300 万元，投资亳县古井酒厂第三期扩建工程，扩建年产 3000 吨大曲酒车间，1986 年投产		
1987	国家投资 4500 万元，亳县古井酒厂扩建年产 4000 吨大曲酒车间，1988 年竣工投产		
	年产 2,000 吨大曲酒工程于 1997 年下半年建成投产		
1997-1999	使用 B 股募集资金 8,000 万元投资建设 8,000 吨大曲酒工程，因为 1998-1999 年经济不景气和消费市场疲软，项目建设有所放缓，在 1997 年-1999 年仅投入了 1,877.04 万元，形成了 1,000 吨生产能力		
2011-2017	政府投资 20 万元，亳县古井酒厂征地 8395 平方米，扩建 3 个酿酒车间，一幢酒库和 590 平方米化验室，新建 144 条发酵池		2017 年生产 8.15 万吨产品酒
	投资 1.2 亿用于优质基酒酿造技术改造项目		
	投资 6.2 亿用于基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目		
2020-2024	投资 89.24 亿用于酿酒生产智能化技术改造项目，建设酿酒生产区、储酒及勾调区、包装物流区等相关设备设施	预计新增原 酒产能 6.66 万吨	接近 15 万吨

数据来源：公司公告、开源证券研究所

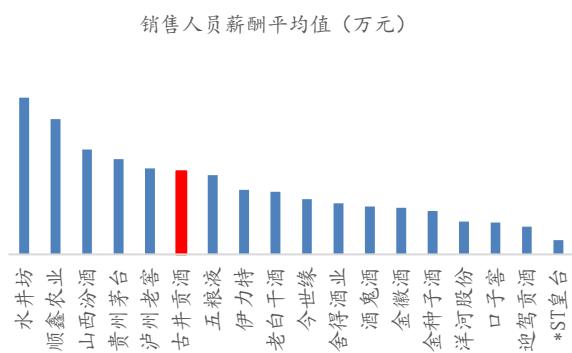
1.2、市国资委控股，加大现金激励力度

公司属地方性国企，实际控制人亳州市国资委。2009 年 7 月，亳州市国资委引入战略投资者，将 40% 古井集团股份转让给民营企业上海浦创股权投资公司。2019 年 5 月，国资委将持有的 60% 古井集团股权无偿转让给国有资本运营公司，亳州市国资委间接持有古井贡酒有限公司 32.33% 股份，仍为公司实际控制人。

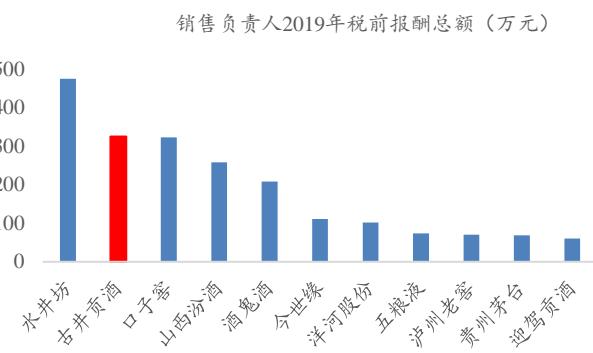
图1：公司实际控制人为亳州市国资委


资料来源：公司公告、开源证券研究所

激励机制市场化，营销人员积极性强。公司虽然没有做过股权激励、员工持股等改革，但考核机制和激励机制市场化程度领先，销售人员平均薪酬水平处于行业前列，管理层和员工积极性充足。

图2：古井贡销售人员平均薪酬位居行业中上水平


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司销售领导薪酬水平位居同行前列


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、历经波折与辉煌，百亿之后再出发

公司在 60 年的发展过程中，经历过辉煌与低谷，最终成长为优秀的白酒企业。首先，对品质的坚守和品牌的打造是白酒公司发展的基石。第二，公司在战略上聚集主业、产品上持续升级，组织结构与渠道模式均顺应行业发展趋势，使得公司在白酒行变革中能够率先受益。

1959 年-1989 年：坚守工艺，追求品质，打下坚实的品牌基础。1959 年建厂之后，古井酒厂全体员工在艰苦的环境下敬业求精、团结奋进，抓生产、保质量、创品牌，酒厂的规模不断壮大，品质受到消费者和业内专家一致认可。1963 年，在全国第二届评酒会上，古井贡酒一举夺得金奖，跻身老八大名酒第二名。在 1979、1984 年、1989 年，古井贡酒在第三届、第四届、第五届全国评酒会上蝉联中国白酒金奖。

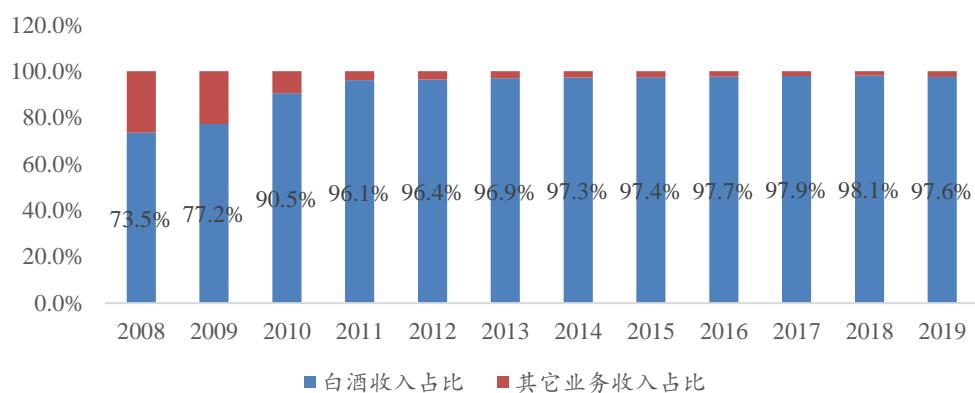
1989 年-1997 年：顺应环境推动多轮改革，公司蓬勃发展。国家提出整治并限制政府白酒消费，高价名酒普遍遭遇市场严冬。然而在行业调整期内，古井贡酒推出

“降度降价”策略，提前拉低了产品价格，顺利应对了行业危机，在全国白酒行业中率先冲出了低谷。为了尽快适应市场经济要素的自由流动、有效激励的需求，1993年底，古井酒厂进一步改革，开始构筑改制体系，实施股份制改组，古井酒厂在全国白酒界率先完成从计划经济到市场经济的跨越，并保持持续高速发展的势头。1996年古井贡成为中国白酒业第一家A、B股同时上市的公司，1997年是公司最辉煌的一年，利润超3亿，仅次于五粮液和泸州老窖，跻身行业前三甲。

1998年-2007年：经营陷入困境，内外波折不断。1997年后，公司采取多元化发展战略，业务先后涉及酒店、矿泉水、啤酒、证券、IT等多个行业，白酒主业遭到弱化；“降度降价”策略的弊端开始显现，产品呈现低端化，品牌价值削弱单品竞争力不足；与此同时，受亚洲金融危机的影响，经济整体疲软，公司经营陷入困境。随着2003年下半年总额达到1亿元的国债投资损失，净利润从1997年最高的1.9亿元下滑至2003年的0.2亿元。2005年又被曝光了三年合计高达1.5亿元的“偷税”风波，公司面临退市风险。2004年开始面临经营压力，公司酝酿进行MBO，意图管理层和员工持股、引进战略投资者，但由于国资委、古井贡集团、投标人各方存在重大分歧，多次改制计划均未成功。2007年公司管理层又发生大规模变动，内外种种波折使公司经营陷入困境。

2007-2008年：大刀阔斧全面变革，奠定未来成长基石。2007年，古井集团新领导团队走马上任，提出“回归白酒主业、回归高端市场、回到古井贡酒历史辉煌位置”的发展战略，具体在组织结构、激励制度、产品结构、销售模式和股权体制上大刀阔斧推进变革与创新。在组织结构与激励制度方面，公司完善内控制度和绩效管理制度，优化人员结构，激发内部活力与凝聚力；收缩多元化战略，剥离亏损资产，聚焦白酒主业；产品战略上，首创“古井贡酒·年份原浆”系列，重新回归中高端市场。渠道策略上，大力落实“路路通”“店店通”“人人通”的“三通工程”，进行渠道深耕，实现渠道下沉，着力打造强势区域市场。股权体制上，引入上海浦创作为战略投资者。一系列大刀阔斧的改革取得了显著的效果，2008年营业收入同比增长15%，利润总额同比增长48%，并且为公司接下来十年的高速增长奠定了基础。

图4：白酒业务占比自2008年起快速提升



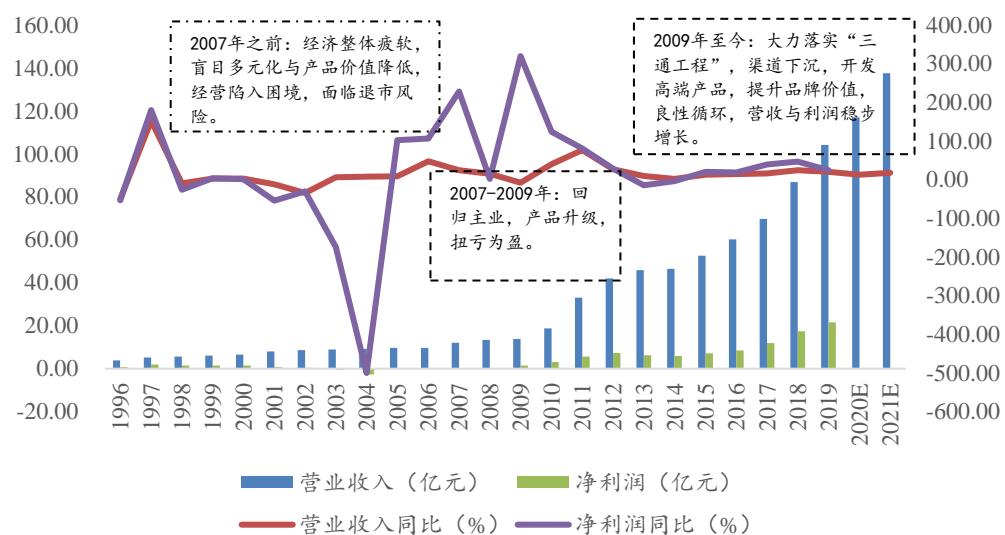
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2009年-2019年：迈入快速发展道路，迈入百亿酒企阵营。公司按照2007年的战略调整方向进行执行和细化。渠道方面，继续大力推行“三通工程”建设，渠道下沉进一步完善。产品方面，更加注重高端产品推广和宣传，提升品牌价值，年份原浆

酒系列大获成功，产品矩阵升级，带动公司不断发展。市场方面，省内份额不断提升，同时进军省外市场，全国化打开局面，公司进入良性发展轨道。2009年至2012年，顺应地产酒复苏背景，公司顺利实现底部反转，迎来爆发式增长，即使在2013年至2015年行业调整期间，古井贡仍然成为行业内为数不多收入正增长企业之一，由于前瞻性的产品布局与前期扎实的渠道工作，2015年开始顺应省内消费升级与竞争格局变化，古井贡又迎来新一轮增长。2009年至2019年公司收入复合增速为15%，利润复合增速为16%，同时2019年营业收入突破100亿元，迈入百亿酒企阵营，也迎来新的发展阶段。

2020年-至今：发力次高端产品，加速推进全国化。针对后百亿时代的下一个五年，公司在营销组织架构、渠道模式、产品战略、市场布局都有清晰的安排。在营销组织架构上，建立了5大战区、18个省级大区，根据实际情况对不同地区进行了不同的底层组织架构调整；渠道模式上省内坚持三通工程，持续精耕，省外因地制宜使用不同模式，力求突破；产品战略上，聚焦古井贡8年及以上产品，紧抓省内200元价格带，同时发力500元次高端价格带，提升品牌势能。市场布局上，在省内龙头优势进一步强化，投入更多精力追求省外市场突破。在行业消费升级与集中度提升背景下，古井贡战略清晰、前期准备充足，必将充分受益于行业趋势，持续成长。

图5：公司黄金十年一路成长，营业收入突破百亿

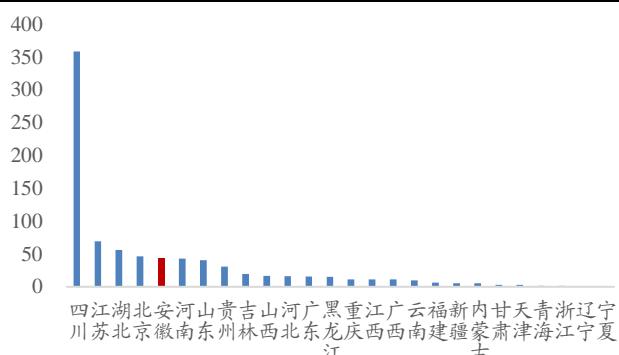


数据来源：公司公告、开源证券研究所

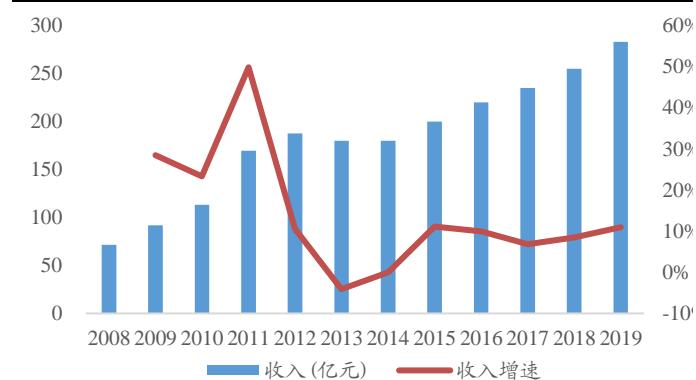
2、消费升级、名酒下沉，安徽市场机遇与挑战并存

2.1、安徽白酒市场空间广阔，消费持续升级

白酒产销大省，市场空间广阔。安徽省属于白酒生产大省，2018年安徽白酒产量43.32万千升（截止报告发出该数据2019年统计局未更新），位居国内第五，我们测算2019年底安徽省白酒市场规模约283亿。省内白酒企业众多，规模以上白酒企业112家，几乎每个地级市就有接近10家酒企。同时安徽也是白酒消费大省，地产白酒企业主销省内，近年来外来名酒也进入安徽市场与当地企业错开价格带竞争。

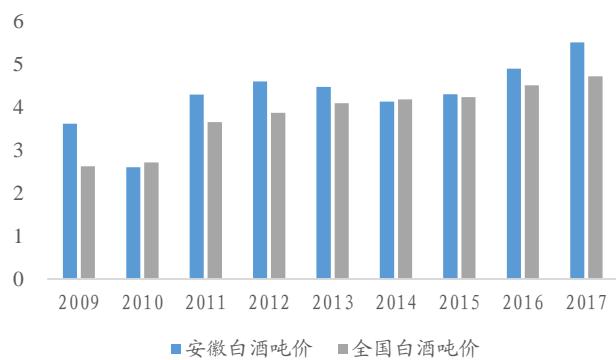
图6：2018年安徽白酒产量居中国第五（单位：万千升）


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

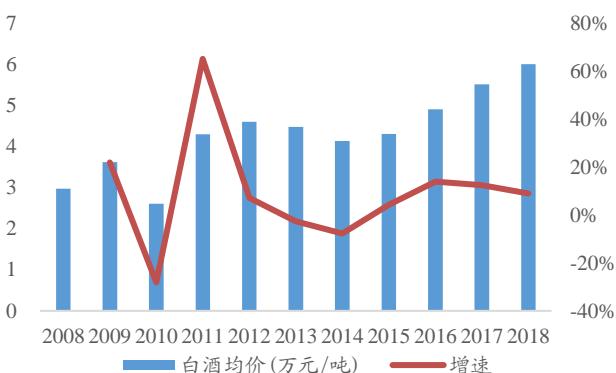
图7：安徽省2019年白酒市场规模约283亿


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

安徽省历来白酒消费主流价格带领先全国平均水平。从吨酒价格角度看，安徽省白酒吨酒价格一直高于全国平均 20% 左右，自 2015 年以来，吨酒价格加速上升，白酒产量小幅下滑，进入由价驱动时代。

图8：安徽省白酒吨价多数年份高于全国平均水平


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图9：2016年开始安徽省内白酒吨酒价格逐年提升


数据来源：微酒、开源证券研究所

2016 年主流价格带开始新一轮上移，2018 年升级趋势更加明显。消费升级原本是长期缓慢的过程，回顾安徽省内白酒消费历史，自供需进入市场化调配以来，主流消费价格带大致以 6-7 年为一个周期进行跃迁，新主流消费价格带基本比上一级高 20-40 元。2001 年—2009 年主流价位 60 元—80 元，2009 年—2015 年 80—120 元，而 2018 年以来省内白酒消费升级开始呈现周期缩短、价格跨越式跃迁的特点。省内 200 元价位段市场迅速扩容，古井贡 8 年和口子窖 10 年持续爆量。合肥作为省内升级的标杆市场，当前已经切换至 200 元主流价格带，其他地级市正从 100 元左右逐渐向 200 元价格带提升。预计 2-3 年省内主流价格带将完全提升至 200-300 元水平。古井贡、口子窖产品卡位升级方向，最为受益。

表3：安徽白酒消费历史阶段梳理

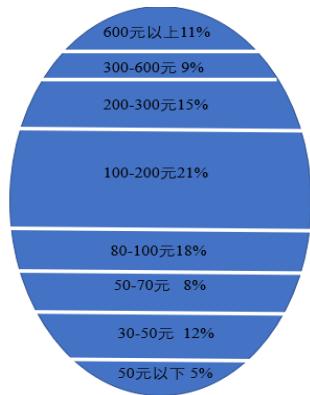
时间段	渠道特点	主流价位	主流度数	代表品牌
1963—1989年	计划调拨，供需不平衡	10元以内	60度	古井贡、双轮、金种子等国企
1989—1995年	大流通	20元	55度	古井贡、沙河王、双轮、老明光
1995—2001年	终端推广初级阶段	40元	46-50度	古井贡、金种子、双轮
2001—2009年	酒店盘中盘	60-80元	43度	口子窖、高炉家、迎驾贡、皖酒
2009—2015年	团购与酒店盘中盘	80-120元	42度	古井贡、口子窖、金种子、迎驾贡、宣酒
2015—2018年	直分销模式	120-200元	42度	古井贡、口子窖、金种子、迎驾贡、宣酒
2018年至今	直分销模式	200-300元	42度	古井贡、口子窖

资料来源：微酒、酒业家、佳酿网、开源证券研究所

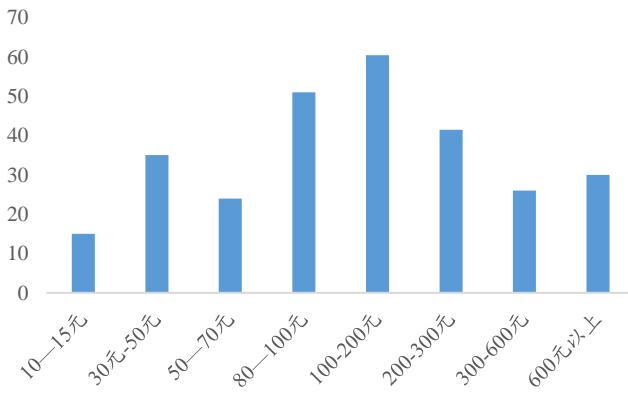
2.2、本土企业竞争格局趋稳，全国化名酒加速下沉

2.2.1、本土品牌市占率高，各品牌强势价格带划分明晰

安徽白酒价格带结构呈纺锤形，100-200元价位段占比最高。安徽白酒产品可粗略划分为8个价格带，其结构呈“中档价位段占比高，高档、低档占比低”的纺锤形。具体来看，我们测算10-15元价位段、30-50元价位段、50-70元价位段、80-100元价位段、100-200元价位段、200-300元价位段、300-600元价位段、600元以上价位段分别占比约为5%、12%、8%、18%、21%、15%、9%、11%。

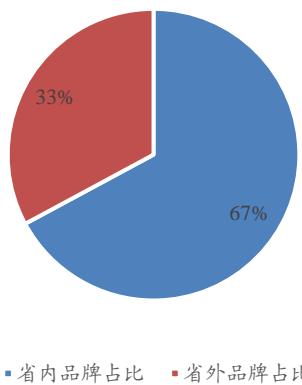
图10：安徽白酒价格带结构呈纺锤型


数据来源：公司公告、佳酿网、开源证券研究所

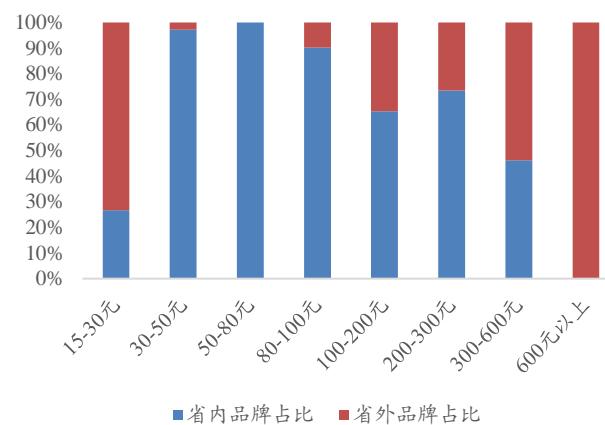
图11：100-200元价位段规模最大（单位：亿元）


数据来源：公司公告、佳酿网、开源证券研究所

本土品牌主导省内白酒市场，在30-300元价位段优势明显。安徽酒企皆以营销见长，渠道竞争激烈，过去三十年期间对省外名酒形成有效拦截。我们测算2019年本地品牌营收占比约67%，且龙头优势明显，古井贡、口子窖、迎驾贡三家市占率分别约为25%、13%、7%，合计占比约45%。

图12：本土品牌市占率约 67%


数据来源：公司公告、佳酿网、开源证券研究所

图13：本土品牌价格主要集中在 30-300 元价位段


数据来源：公司公告、佳酿网、开源证券研究所

省内品牌按照规模、产品所在价格区间大致分为三个梯队。安徽白酒企业经过长时间竞争，最终分别在不同价格带确立了属于自己的优势地位。具体来看古井贡、口子窖产品集中在 80 元以上价格带，省内规模 30 亿以上，牢牢占领第一梯队，受益省内消费升级，近年来份额提升明显。第二梯队迎驾贡、金种子、高炉家、宣酒等规模在 10-20 亿之间，产品集中在 30-120 元价位段，目前亦积极推出产品布局 200 元左右价位段，例如迎驾贡推出洞藏系列表现良好。文王贡、老明光、沙河、皖酒等属于第三梯队，规模 5 亿以下，以 30-50 元价位产品为主，竞争激烈，受到消费升级与外来品牌的挤压，份额缩小。

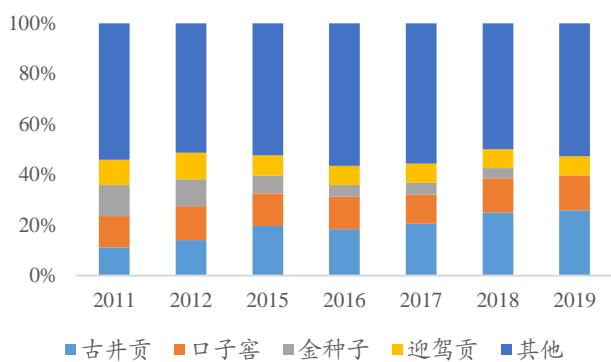
表4：2019 年安徽本土白酒品牌可划分为三大梯队

	代表品牌	价格区间	市占率	销售区域	营销模式	现状
第一梯队	古井贡	80-300 元	25%	覆盖全省，地区之间营收较为均衡	品牌拉动，深度分销	受益消费升级，份额明显提升
	口子窖		13%			
第二梯队	迎驾贡	30-120 元	7%	全省大部分地市，有区域差异	招区域大商、费用投放灵活	优化产品结构，部分受益升级
	金种子		3%			
	高炉家		3%			
	宣酒		4%			
第三梯队	文王贡	30-50 元	2%	主攻县级市场，且区域特征明显	价格优势，以量为主	竞争激烈，受到消费升级与外来品牌的挤压，份额缩小
	老明光		2%			
	临水		1%			
	焦陂		1%			
	沙河		1%			
	其他		5%			
	合计		67%			

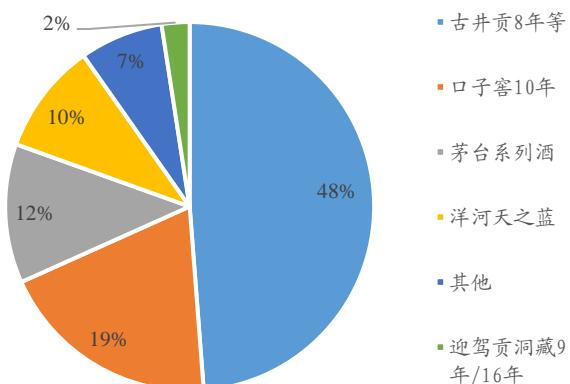
数据来源：微酒、开源证券研究所

竞争格局优化，一超多强格局逐渐稳定。很长一段时期内，安徽本土品牌之间竞争激烈，格局不稳，省内规模第一的位置几番易主，梯队排序更是处于变化之中。在古井贡占绝对第一之前，高炉家、金种子、迎驾贡、口子窖都曾做过安徽的第一，徽酒企业之间内耗严重，彼此掣肘。2018 年之后，一超多强格局才逐渐稳定下来，竞争格局的优化致使龙头企业从渠道竞争分出精力来，转向品牌的打造以及省外市场

的拓展。古井贡省内市占率从 2011 年 11% 提升至 2019 年 25%，市场份额与其他品牌进一步拉开，尤其在 200-300 元价位段古井贡垄断地位更加明显。

图14：古井贡营收份额加速提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：200-300 元价位段古井贡优势明显


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.2、名酒加速布局安徽市场，对省内品牌后续升级形成高位拦截

全国性名酒省外扩张和渠道下沉提速，与区域名酒竞争逐渐激烈。2015 年来“少喝酒，喝好酒”成为白酒消费者的共同认知，为老牌名酒的全国化扩张创造有利条件。同时在白酒整体销量下滑背景下，名酒为保持增长份额，内部也有不断进入新区域以及渠道下沉的动力，因此我们看到全国性名酒积极推行渠道模式改革，改变传统的代理模式，直接进入县级市场，加速对下沉市场份额的收割。白酒行业寡头化趋势逐步明显，行业竞争也逐步从全国性名酒、区域强势酒企与当地小规模企业的竞争对逐步转向全国性名酒和区域强势酒企之间的竞争。

表5：老牌名酒持续推进全国化与渠道下沉

相关企业	市场战略
贵州茅台	系列酒卡位次高端价格带，2014 年全国化招商与渠道下沉，2019 年末体量超百亿。茅台酒完成全国化，2018 年开始加速建设直营渠道；
五粮液	完成全国化，2017 年开始组织结构、渠道管理方式加速变革，实现管理下沉与终端、消费者精准服务；收回系列酒的买断开发品牌，进行县级招商
泸州老窖	全国化加速中，代理商下沉至县级
剑南春	全国基础好，地方办事处成熟，地推监管能力强大，渠道扁平化
洋河股份	基本完成全国化，省外扩张持续进行，经销商下沉至县、镇级
山西汾酒	全国化加速中，招募县级代理商，加强终端建设
郎酒	全国化加速中，积极进行渠道招商和进行消费者培育

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

名酒加速安徽布局，聚焦 300 元以上价格带。安徽市场本土品牌皆以营销见长，省内竞争激烈，历来有“西不入川，东不入皖”之说，在白酒行业销量快速增长的时期，全国性名酒基本避开安徽市场，但随着白酒行业逐步迈入销量层面的存量竞争时代，同时在白酒消费升级、消费者对品牌更加看重的背景下，全国化名酒近年来加速布局安徽市场，在 300 元以上价位段与本土品牌展开错位竞争。该价格带主要消

费场景为商务宴饮，对产品品牌力要求较高，而安徽本土品牌大多强于渠道建设，弱于对品牌力打造，因此茅台、五粮液、洋河、剑南春等省外名酒在此价位段占有明显优势。此价位段尽管现阶段不是大众消费主流，但在品牌占位上有战略性意义，因此本土品牌都推出产品参与，但由于长时间陷于渠道竞争，产品前瞻性布局、品牌打造力度不够等原因，除古井贡、口子窖稍具规模外，其他本土品牌未能放量。

表6：2019年300元以上价位段参与者以全国化名酒为主

区域	品牌	单品名称	规模（亿元）	占本价格带比重	合计占比
省内 品牌	古井贡	古井贡 16 年 /20 年/26 年	5	9%	21%
	口子窖	口子窖 20 年 /30 年	4	7%	
	迎驾贡	洞藏 30 年	1	2%	
	其他	其他	2	4%	
省外 品牌	洋河	梦之蓝	6	11%	79%
	剑南春	水晶剑	4	7%	
	郎酒	红花郎等	2	4%	
	水井坊	八号、井台	1	2%	
	泸州老窖	国窖 1573	1	2%	
	茅台	飞天茅台	15	29%	
	五粮液	五粮液水晶瓶	12	23%	
	其他		1	2%	
	合计		56	100%	100%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、升级背景下省内增长空间较大，卡位升级方向的品牌最为受益

省内增长空间广阔，卡位消费升级的品牌最为受益。新的白酒消费形势下，不同价格带增长速度出现明显分化。省内白酒消费持续升级的背景下，300元以上价格带将高速成长，200-300元价格带在持续快速发展中，100-200元价格带规模稳步提升，而随着消费者向更高价格产品靠拢，100元以下产品规模将逐步放缓和萎缩。省内白酒消费升级做大了省内市场蛋糕的规模，但是只有提前进行了产品布局和品牌力强的企业才能最大化利用这次机遇。

30元以下省外光瓶酒占比最大，据我们测算约15亿规模。此阶段主要以二锅头、老村长、江小白等省外品牌为主。此外地产酒金豫皖、金种子、古井贡略有参与。其中2018年牛栏山、老村长合计市占率超50%。该价位段随着光瓶酒对盒装酒的替代逐步提升，未来将稳定增长。

30-50元价位段产品市场空间受到消费升级和省外光瓶酒替代的双重挤压。我们测算此价位段规模约35亿，价格带密集，以5元为单位区分一个价位段，参与者众多，皆为本土品牌，竞争激烈。本土第二、三梯队的品牌均参与此价格段布局，其中第三梯队品牌营收主要由此价位段产品贡献。

表7：2019年30-50元价位段参与者以省内品牌为主，数量多，竞争激烈

品牌	单品名称	规模估计（亿元）	市占率
迎驾贡	迎驾古坊/糟坊	6	17%
高炉家	-	5	14%
宣酒	-	5	14%
金种子	祥和种子酒	3	9%
古井贡	老名酒	2	6%
老明光	-	3	9%
临水	-	3	9%
文王贡	正一品	2	6%
焦陂	-	2	6%
沙河	-	1	3%
口子窖	口子酒	0.1	0%
其他	皖酒、沙金裕皖等	3	9%
合计		35	100%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

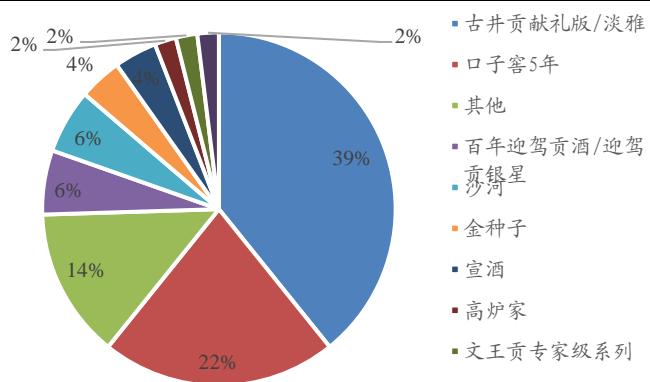
50-80元价位段，品牌数量较多且竞争激烈。我们测算该价位段约24亿规模，经过长时间激烈竞争，品牌之间价格间距较窄，平均每20元就能形成一个价格带，且每个价格带都有强势品牌。其中迎驾贡、古井贡规模较大，分别约占33%、19%，本土其余品牌大都在此价位段有布局，这一价格带部分需求在向80元以上和50元以下光瓶酒转移，规模逐渐萎缩。

表8：2019年50-80元价位段参与者以省内品牌为主

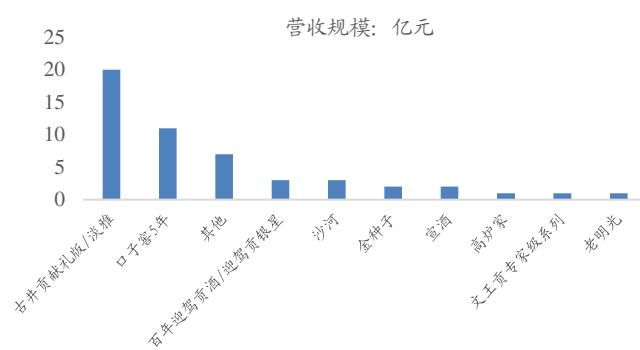
品牌	单品名称	规模估计（亿元）	占本价格带比重
迎驾贡	百年迎驾/迎驾银星	8	33%
古井贡	古井淡雅/红运	4	17%
金种子	柔和种子酒、醉三秋	2	8%
宣酒	宣酒小窖酿造	3	13%
高炉家	高炉家酒	2	8%
口子窖	老口子/口子美酒/口子坊	1	4%
其他	文王贡、老明光、皖酒、沙金裕皖、临水、焦陂等	4	17%
合计		24	100%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

80-100元价位带市场承接来自80元以下的升级需求，同时也向100元以上价格带转移，预计未来增速放缓。该价格带产品目前在皖北部分城市以及乡镇市场仍有较大的消费基础，我们测算规模约为51亿元，本土品牌占比90%以上，其中口子窖5年以及古井贡献礼两款大单品在此价位段占据优势，合计占比约53%。

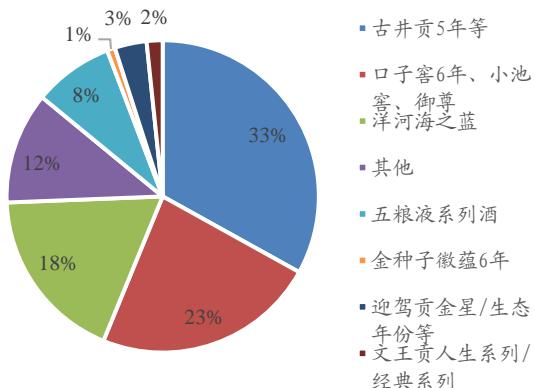
图16：80-100元价位段古井贡、口子窖占比61%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

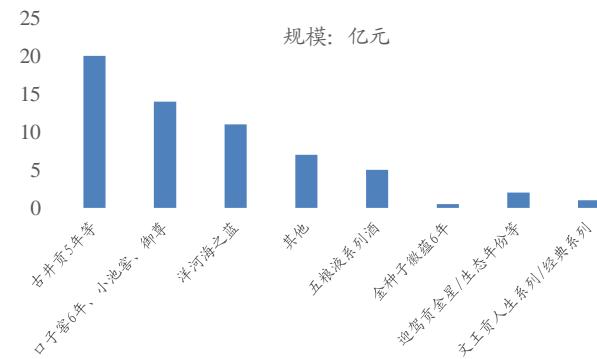
图17：80-100元价位段古井贡、口子窖占有优势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

100-200元价格带是目前规模最大价格带，据我们测算2019年末约60亿元，目前仍在稳健增长。省内本土品牌依靠产地优势、强大的渠道能力、以及消费者习惯等在此价格带处于主导地位，其中古井贡5年和口子窖6年优势突出，合计占比超55%。由于本土品牌强势，省外品牌在此价位段布局较少，其中洋河海之蓝以及五粮液系列酒稍具规模。

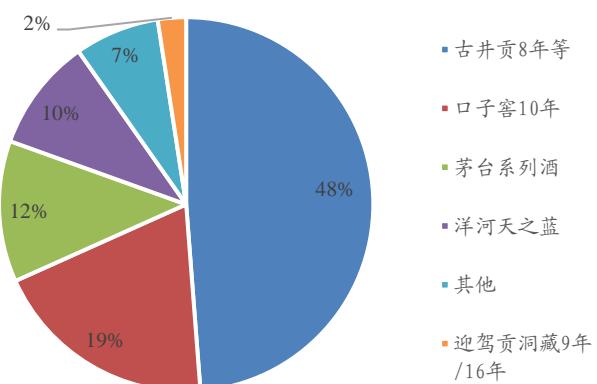
图18：100-200元价位段古井贡、口子窖占优势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

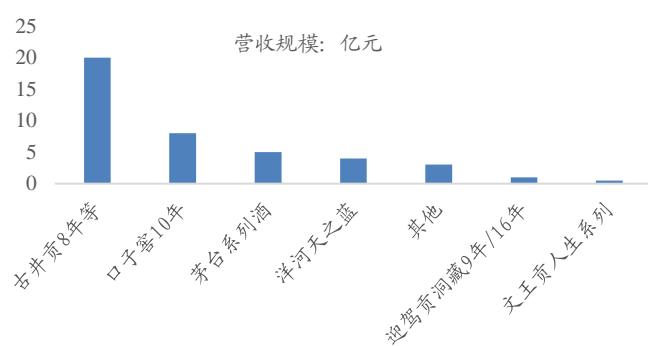
图19：100-200元价位段古井贡、口子窖规模优势明显


数据来源：公司公告、开源证券研究所

200-300元价格带规模快速提升，古井贡在此价位段具有垄断性优势。我们测算截止2019年末该价位段规模约42亿元。200元主流消费价位在合肥、芜湖、安庆等经济较好地市已经确立，消费习惯逐步向其他地级市传导。参与者以古井贡8年、口子窖10年、迎驾洞藏、洋河天之蓝、茅台系列酒为主，其中古井贡8年等产品先发优势明显，口子窖10年也有较好表现。该价位段是未来省内消费升级方向，规模将快速提升。

图20：200-300元价位段古井贡份额最大


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：200-300元价位段古井贡、口子窖规模优势明显


数据来源：公司公告、开源证券研究所

300-600元次高端价格带在省内逐步培育，未来将保持高速增长。我们测算截止2019年末该价位段规模约26亿元。该价位段还不是白酒消费的主流价位段，处在培育核心消费者阶段。参与者以剑南春、梦之蓝等省外名酒为主，2018年下半年开始本土品牌古井贡20年显著发力、口子窖20年作为跟随者参与。该价位段是未来省内消费升级方向，规模将快速提升。

省内600元以上价格带的白酒消费持续扩容，基本被茅台、五粮液垄断。国窖2018年以来也逐渐发力，2019年末汾酒青花系列中的青花30、2020年初开始洋河的M6+也参与进来，随着高端人群持续扩容以及高端白酒涨价，该价格带规模也将保持快速增长，但本土品牌品牌力稍差，旗下高端产品基本为形象产品，预计较长时间内该价格带仍将以茅台、五粮液、国窖等外来名酒为主。

3、省内竞争优势突出，充分受益消费升级

自2007年公司改革以来，公司依靠前瞻性的产品布局，配合优秀的渠道管控能力和强大的市场宣传力度，较好的抓住了每一次出现的消费升级机会，实现了对竞争对手的赶超，面对2018年以来省内消费升级机遇，古井贡表现尤其突出，确立了古8在省内白酒市场200元价格带的垄断地位，解决了短期在省内发展的问题。面临外来名酒加速进入安徽的趋势，古井贡又大力发展古20，强力卡位次高端价格带，解决了品牌高度问题，为更长远的发展做好了铺垫。同时公司自2008年就进行渠道精耕建设，期间不断根据市场具体情况进行动态调整，市场营销和管理能力领先。公司未来将充分受益省内消费升级，实现持续成长。

3.1、引导产品结构升级，逐步迈向次高端

产品矩阵卡位中高端，成功打造年份原浆系列。古井贡2008年推出了年份原浆系列。构建了卡位中高端的产品矩阵，通过对年份原浆系列成功的运作，古井贡省内规模先后超越迎驾贡和口子窖，成为安徽白酒第一企业，重新定义了安徽白酒的竞争格局。

公司形成“1422”产品体系，主推年份原浆系列：“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；两个“2”分别指2大中端战略单品（“古井贡酒”品牌）：献礼和古5；以及2大腰部战略单品V6和V9。

表9：古井贡酒形成了以年份原浆为核心、聚焦“1422”的产品体系

规划	定位	产品	价格（2020年7月）	2019年收入占比	成长阶段
古井贡酒“1422”产品体系	1大高端形象单品	古26	1688		
		古20	809		
		古16	594	约30%	高速增长
		古8	364		
	4大高端战略单品	古7	328		
		古5	218	约60%	稳定增长
补充单品	2大中高端战略单品	献礼	158		
		V6V9	119、139		
	老名酒			约10%	稳中有降
黄鹤楼	聚焦湖北市场	淡雅、红运、豪菊			
				约10%	高速增长

数据来源：京东官网、开源证券研究所

核心单品不断升级迭代，接力驱动公司成长。古井贡产品矩阵的生命周期管理节奏准确、规划清晰，而且非常具有前瞻性，核心单品不断升级迭代，避免了由于核心产品出现老化、落后于消费趋势导致公司成长后力不足，从而实现了不断成长。

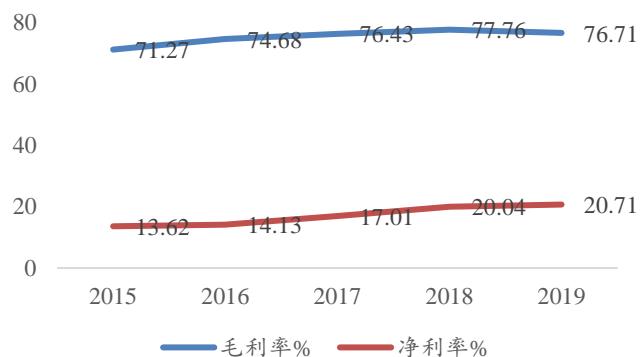
2008年—2011年，省内主流价格带在处于50~60元价格带向60~80元价格带提升的过程中，公司聚焦资源，将定价95元的献礼版年份原浆打造成公司第一大单品。2012年-2015年，安徽省内主流白酒价格带从60~80元价格带进一步上移至百元左右，公司资源向120元的古5倾斜，古5随后高速发展规模逐渐超越献礼。

2016-2018年，随着安徽省内主流白酒价格带提升至120~150元区间，公司通过大力发展团购、宴席渠道，推广卡位200元价格带的古8，随着古8在宴席的消费氛围从政商界到大众的传导、从合肥、芜湖等经济较好地市向全省传到，2018年开始，古8迎来爆发式增长。

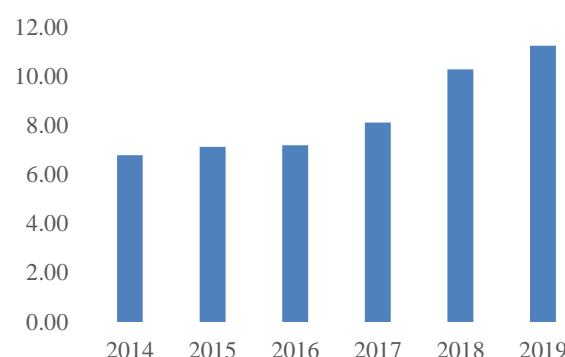
2018-2020年，在省内200元价格带高速成长的同时，古井贡又为下一步的成长做准备，开始大力推广卡位500元价格带的古20，在广告投入、终端陈列、生动化等方面加大投入，力图抢先占位，树立新价格带的领导者地位。在此之前，次高端价格带（300-800元）成功需要较强的品牌背书，省内品牌忙于渠道搏杀，对品牌建设相对投入不足，安徽省内次高端白酒市场一直为外名酒所垄断。古20的成功打开了徽酒整体的天花板，具有十分重要的战略意义。

品牌势能逐渐赶超竞争对手，打开长远发展空间。虽然“年份原浆系列”推出时间较口子窖的“窖藏年份系列”晚了10年，较迎驾的“迎驾之星系列”晚了5年，但公司始终保持核心单品的不断迭代升级，经过十余年核心单品接力长跑，现阶段古井贡在品牌高度上甩开竞争对手，不但充分受益省内消费升级，也为公司长远发展打开了空间。

产品结构优化带动公司毛利率提升。随着产品结构的不断优化，公司吨酒价格从2015年9.18万元/吨提升至2018年12.63万元/吨。2019年公司毛利率较2015年提升5pct接近77%，净利率较2015年提升7pct至20.71%。随着古8及以上产品占比持续提升，毛利率、净利率持续提升成为趋势。

图22：毛利率与净利率自 2015 年起稳步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：吨酒价位自 2014 年起逐年提升（单位：万元/吨）


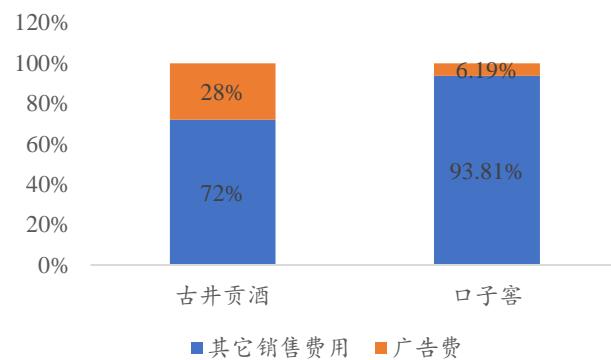
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、加大广告投入，提升品牌高度

为提升品牌高度公司连续多年在品牌建设上进行大手笔投入：自 2016 年起，“年份原浆”连续四年以特约播出的方式在春晚期间播出广告；继成为 2012 韩国丽水世博会中国馆、2015 意大利米兰世博会中国馆、2017 阿斯塔纳世博会中国馆指定用酒后，2019 年 7 月再次当选为 2020 迪拜世博会中国馆指定用酒，四次携手世博；在由亳州市文化旅游体育局主办的“药都酒城 养生亳州——2020 亳州文旅高铁嘉年华启动仪式”上投入古井贡酒年份原浆首发专列 G7717 次列车。2019 年广告宣传费用投入近 8.8 亿，为省内竞争者口子窖的 3 倍。大力度的空中品牌宣传提升了公司的品牌高度，对公司发力次高端、加速全国化的战略提供了有力支持。

图24：广告费逐年上升，增速远高于行业竞争者


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：2019 年广告费用占全部销售费用 28%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：连续四年在春晚播出广告



资料来源：华文网、佳酿网

图27：高铁、冠名等高空地面广告持续投入



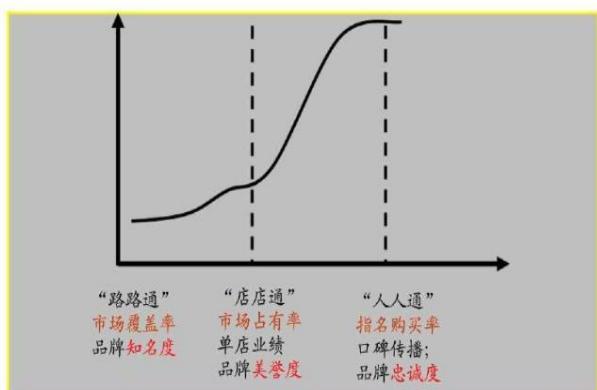
资料来源：华文网、佳酿网

3.3、发力“三通”工程，强化省内渠道掌控

省内采取深度分销模式，厂商主导分销过程。安徽市场是公司的立身之本，同时省内酒企众多且擅于营销，竞争异常激烈，公司必须做到对市场强势掌控，其营销手段才能贯彻执行，才能在竞争中脱颖而出，因此公司在省内市场采取了深度分销的模式，代理商结构扁平化，公司高费用投入、进行终端建设，厂家负责业务人员管理、网络开发、终端维护、陈列与促销执行等主要工作，经销商负责物流和资金流以及部分客户维护工作。深度分销模式提高了酒厂对于市场的控制力，而且操作方式可以模板化，可复制性强。经过多年深耕，公司构筑了强大的渠道壁垒，有效拦截了竞争对手对消费者和渠道的争夺。

组织架构上，营销层级扁平化，实现管理前置。省内原先公司采取“大区经理-各地办事处-销售人员”销售体制。2007年新管理层上任后，将安徽内销售大区从12个增加到19个，撤销城市办事处，对大区经理充分授权，实现了扁平化管理，以对市场变化做出更灵活的反应。

渠道操作上，大力落实“三通”工程，持续推进渠道下沉与精耕。2008年改革之初，公司便提出“三通工程”，对于渠道链条的每个环节及每个阶段的任务和目标给予详细分解，并量化考核指标。具体措施是：1) 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、推荐率最优；2) 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；3) 先在局部区域做到第一，然后进行成功复制，逐步扩大市场占有率，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，公司目标达到覆盖率第一、陈列第一、推荐率第一、指名购买率第一以及销售第一。经过数十年渠道深耕，公司在消费者转化率、终端门店覆盖率、市场占用率上达到了既定目标，完成了对省内市场的强力掌控。

图28：“三通工程”终极目标（五个一）


覆盖率第一，陈列第一，推荐率第一，指名购买率第一，销售第一！

资料来源：酒业家、开源证券研究所

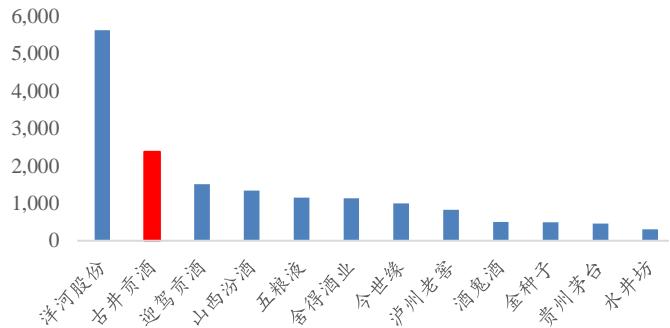
图29：“三通工程”不同阶段操作要求


资料来源：酒业家、开源证券研究所

多年市场竞争与渠道管理经验，销售团队洞察力及执行能力强。深度分销模式下，厂家负责终端拓展与维护、品牌宣传与地推等市场活动执行工作，需要一支庞大的销售队伍与零售终端直接对接，积极协调管理各个环节的秩序和需求。2019年古井贡销售人员数量超2000人，加上3000多人的编外地推队伍，销售团队人数位居行业前列。经过多年的市场竞争锤炼，公司销售团队执行力强，为公司战略的落实提供了保障。

图30：公司销售人员数量大幅增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2019年末公司销售人员数量位居行业前列


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、判断：省内成长路径清晰，未来有望超百亿

经过上述分析，我们可以得出结论，公司在省内成长路径清晰：首先，无论在品牌高度还是渠道建设，古井贡的优势愈发明显，在与竞品加快拉开差距，未来份额提升将是长期趋势。

图32：古井贡省内市占率与竞争对手进一步拉大


数据来源：公司公告、开源证券研究所

其次，我们测算未来三年内，省内最具成长力三个价格带（100-200元、200-300元、300-600元）将有130亿左右增量，古井贡在此三个价格带先发优势明显，配合高效的营销团队、强大的渠道网络，至2024年省内营收规模有望超百亿。

表10：消费升级带来广阔增长空间

价格带	2019年末规模 (亿元)	假设三年复合增 长率	预计2024年末 规模(亿元)	增长空间 (亿元)	合计 (亿元)
15-30元	15	5%	19	4	
30-50元	35	-10%	21	-14	
50-80元	24	-7%	17	-7	
80-100元	51	3%	59	8	
100-200元	60	10%	97	37	
200-300元	42	15%	83	42	132
300-600元	26	25%	79	53	
600元以上	30	15%	60	30	
合计	283		436	153	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、全国化基础良好，省外扩张持续进行

我们认为在名酒加速跑马圈地背景下，古井贡酒应加速全国化，着力于省内竞争；考虑到与省外消费者存在断层，公司更应打开省外消费者对古井贡的品牌认知。次高端的发力，不仅是解决省内升级的问题，也是提高公司品牌高度，打开全国化的破壁利器。

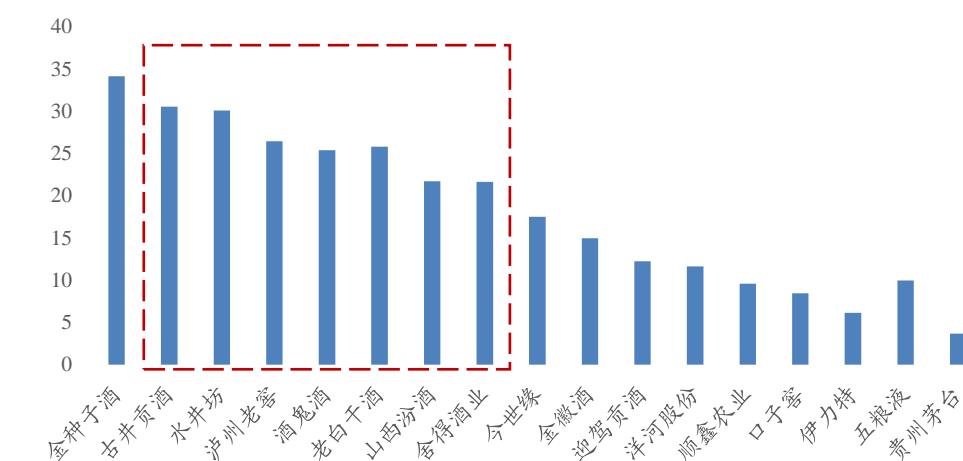
4.1、最具全国化潜力的区域名酒之一

名酒加速跑马圈地背景下，区域性名酒省外扩张的时机紧迫。现阶段区域性名酒定位大众消费，主力产品卡位100-300元之间，与全国性名酒错位竞争，但全国性名酒在下沉过程中，品牌优势明显，区域品牌未来生存空间可能受到较大挤压，安徽省内近年来名酒也在加速布局。因此，强势区域品牌在做好根据地市场大众消费价位段的同时，有必要抢占更高价位段，主动进行品牌拉升，拓展产品销售区域，增

加产品销量和品牌影响力，在下一个竞争阶段掌握主动权。

古井贡具备全国化所需必要条件。我们总结区域酒企全国化扩张需要品牌基因优良、品牌影响力广泛、资源充裕、区域市场稳定、组织资源强大及管理理念先进等几个必要条件。古井贡是最具全国化潜力的企业之一：首先品牌基因方面，古井贡是老八大名酒，品牌底蕴深厚，在全国也具较好的品牌基础，2007年公司即确立了聚焦安徽及环安徽市场的策略，在周边省外市场具有一定影响力；其次，产品布局方面，古20打造成功，为省外扩张提供了攻城利器；第三，费用资源方面，2019年公司省内收入规模约70亿，为省外持续投入提供了强力保障；第四，管理理念方面，在长时间激烈的省内竞争环境下，公司积累了丰富的市场营销和渠道管理经验，在河南和湖北的成功即证明了公司对省外市场的管理能力。第五，古井贡在品牌高端、收入体量上较竞争对手差距进一步拉开，省内竞争格局趋好，公司有更大精力进行省外市场的打造。

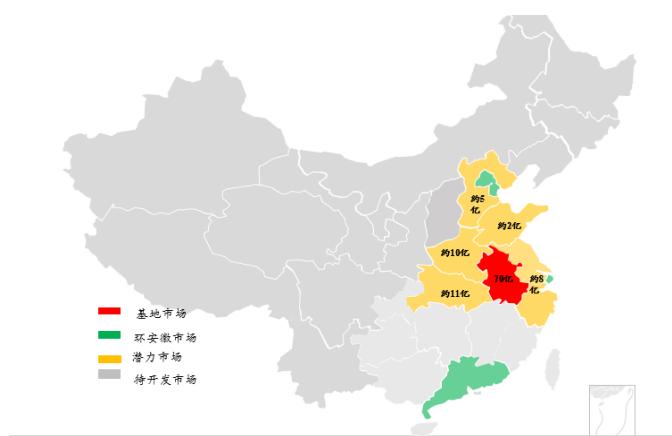
图33：卡位次高端，全国化发力中的企业销售费用普遍处于较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

省外基础良好，泛全国化趋势已成。2007年开始，公司立足安徽，进军苏、鲁、豫、浙、冀，经过十几年运作，取得了一定成果。2016年并购另一名酒湖北黄鹤楼酒业，进入了湖北市场。同时公司积极向北京、上海、深圳等潜力市场扩张。目前已经形成了以安徽为立足点，环安徽市场为基础，潜力市场有曝光度、影响力的泛全国化布局。2019年，公司省内营收占比约70%，省外营收占比约30%。

图34：2019年公司省外布局情况



资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、省外持续扩张，成为公司成长的重要驱动力量。

产品战略上，省外市场公司选择主推古20，以次高端产品切入全国化竞争。次高端是区域名酒进军全国化的最佳选择。区域品牌实现全国化与时间机遇、品牌基因、品类选择等因素有关。时间机遇、品牌基因已不可追，但在品类占位选择上，企业掌握主动权。千元高端价格带品牌壁垒太高，中端价格带是红海市场，竞争激烈，低端光瓶市场中，除山西汾酒外，多数区域名酒无运作光瓶酒的产品基础，只有次高端价格带目前格局尚未完全确定，品牌力强的区域名酒在次高端价格带占位上仍有机会。

表11：全国性酒企产品集中卡位在高端及次高端价格带

	省外占比	省内占比		
贵州茅台	90%	10%	全国性	高端
五粮液	88%	12%		高端
国窖	80%	20%		高端
水井坊	92%	8%		次高端
舍得酒业	75%	25%		次高端
洋河股份	52%	48%		次高端
山西汾酒	51%	49%		次高端
酒鬼酒	42%	58%		次高端
顺鑫农业	30%	70%		光瓶酒
迎驾贡酒	39%	61%		大众酒
老白干酒	37%	63%		大众酒
古井贡酒	30%	70%		大众酒
伊力特	25%	75%		大众酒
口子窖	17%	83%		大众酒
金徽酒	13%	87%		大众酒
金种子酒	11%	89%		大众酒
今世缘	6%	94%		次高端
区域龙头				

数据来源：公司公告、开源证券研究所

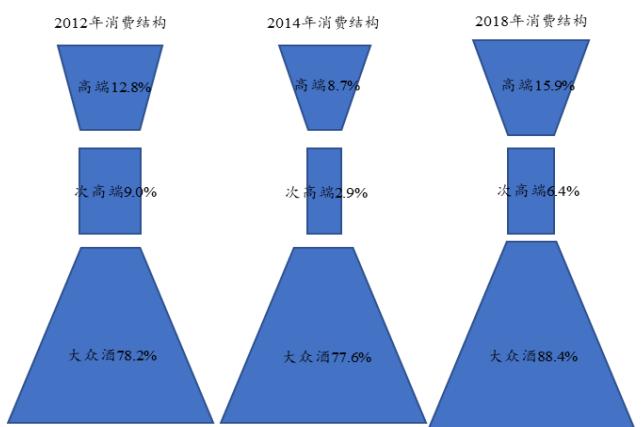
区域酒龙头逐步加入次高端价格带竞争。2013年以来次高端白酒市场规模快速增长，全国化次高端名酒相对较少，主要为剑南春、郎酒、水井坊、沱牌舍得、山西汾酒和洋河 6 家。后续实力较强的地产酒或者推出新品参与竞争，或者早有布局开始收获。

表12：区域名酒逐步加入次高端阵营

价位段	类别	代表品牌
300-500 元	全国性名酒 区域名酒	水晶剑
		红花郎 10
		梦之蓝 3
		臻酿八号/井台装
		品味舍得
		酒鬼红坛
		青花 20
		茅台系列酒
		五粮液系列酒
		特曲
500 元以上	全国性名酒	古井贡 8、20
		口子窖 10、20
		今世缘国缘
		其他
		梦之蓝 6、9
合计	其他	水井坊典藏
		青花 30
		红花郎 15
		五粮液低度

资料来源：公司公告、开源证券研究所

次高端白酒量价齐升，行业规模持续扩容。2015 年开始随着白酒行业自身库存出清，档酒价格上升打开次高端成长天花板。伴随商务、大众宴请的消费升级，100 元-200 元价位段产品已无法满足政商务、部分大众宴请对品牌力的需求，而高端酒终端定价 800 元以上，对大部分宴请场合来说价格过高，300-800 元价格带产品品牌美誉度高、价格适中，兼顾面子与成本，成为商务消费以及部分大众宴请场景下最具性价比产品。次高端产品承接过去 100-300 元价格带的消费量，逐渐成为商务、大众宴请用酒的主流，规模迅速增长。我们测算 2018 年次高端白酒行业规模超 500 亿，2015-2018 年行业复合增长率 28%，是期间规模增长最快的价格带。

图35：次高端目前仍是白酒中规模最小的价格带


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：次高端市场规模从底部快速恢复


数据来源：公司公告、开源证券研究所

品牌力和渠道力并重，集中度仍有提升空间。2012年之前次高端白酒价格带参与者众多，经过行业大调整，中小酒厂或回归200元以下的中低档酒市场，或直接出局。根据我们测算，2012年名酒市场集中度为50%，2018年进一步提高到70%，主要参与者数量大大减少，目前300元价位段是名酒和地产酒交叉的段位，500元价位段基本只有名酒参与。品牌穿透力是次高端竞争的重要因素，同时在竞争日渐激烈的背景下，更加考验企业对渠道的掌控力以及渠道对产品的推动力，因此在次高端竞争中，品牌力、渠道力优秀的酒企将脱颖而出。

渠道模式上，省外因地制宜，厂家根据市场竞争环境灵活扮演适当角色。公司在不同市场成熟度有差异，且在省外品牌影响力也达不到省内水平，因此公司没有模式化复制省内，而是因地制宜，针对不同地区采取不同的渠道模式。河南与亳州接壤，文化与消费习惯较为接近，2010年古井贡品牌就开始布局河南市场，品牌基础较好，因此古井贡进入河南市场之后基本复制安徽渠道模式取得了阶段性成绩，2019年河南营收规模超过了10亿元；湖北市场地产酒强势，因此公司通过并购当地名酒黄鹤楼切入了湖北市场，未来将对黄鹤楼进行管理经验输出，从而做大湖北规模。江苏白酒市场量大价高，名酒企业皆重视华东市场，竞争激烈，河北、山东市场进入较晚，因此在江苏、浙江、河北、山东选择与实力较强的经销商，以经销商为主导，公司对经销商进行支持和配合，借助经销商的力量，主攻核心终端，培育核心意见消费者，不过多追求短期市占率的提升，而是更重视经销商的质量与市场秩序，为全国化下一个阶段发力打下了良好基础。

省外持续扩张，成为古井贡实现双百亿目标的重要驱动力量。古井贡是最具全国化潜力的区域名酒之一，前期由于省内掣肘严重，以及主力单品价格带处于省外红海市场，省外拓展节奏不快。由于省内竞争格局拐点出现，公司与省内其他企业差距进一步拉大，公司有更多精力进行省外拓展方面，同时打造古20，跳出省外竞争红海引领档位，预计公司下一阶段省外成长速度将进一步加快。公司在此前基础上，将持续做大湖北、河南、河北、山东、江浙沪等基础较好市场，加大北京、内蒙等潜力市场开拓力度。全国化将成为下一个阶段增长的重要驱动力量。

5、盈利预测与建议

收入假设：考虑未来几年公司持续引导结构升级，古8及以上产品保持高速增长；献礼、古5等卡位大众消费产品通过省内渠道下沉和抢占其他产品份额保持稳

定增长；老名酒因升级替代等增速放缓。预计 2020-2022 年营收增速分别为 12%、15%、15%。

毛利率假设：公司成本变化不大。考虑公司聚焦打造高价位段产品，毛利率呈逐年提升趋势。预计 2020-2022 年整体毛利率分别为 77.3%、77.8%、78.1%。

费用假设：综合省内竞争格局改善费用投入下降，省外需要维持较大力度投入，预计销售费用保持平稳，预计管理费用率随着规模效应逐渐下降，财务费用率保持稳定，期间总费用率呈逐年下降趋势。

表13：收入预测：白酒板块的增长是公司收入的驱动力

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
白酒	收入（百万元）	8520	10164	11390	13171	15145
	增速	24.89%	19.30%	12.06%	15.64%	14.99%
	毛利率	78.03%	77.79%	78.19%	78.59%	78.80%
酒店	收入（百万元）	86.81	88.66	90	90	90
	增速	3.05%	2.13%	1.51%	0.00%	0.00%
	毛利率	55.75%	55.15%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务	收入（百万元）	79.47	164.16	150	150	150
	增速	28.12%	106.57%	-8.63%	0.00%	0.00%
	毛利率	72.43%	21.80%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	收入（百万元）	8686	10417	11630	13411	15385
	增速	24.65%	19.93%	11.64%	15.31%	14.72%
	毛利率	77.76%	76.71%	77.29%	77.80%	78.10%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比白酒主要企业估值水平，可发现 2020 年白酒行业平均估值在 37 倍左右，古井贡 2020 年预测估值 53 倍，高于行业平均水平，但考虑公司未来成长空间更优，应享受更高的估值溢价。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。公司营销管理水平突出，产品升级、省外拓展趋势持续，成长路径清晰。我们预计 2020-2022 年净利润分别为 23.04 亿、28.01、33.51 亿，同比增长 10%/22%/19%；EPS 分别为 4.57 元、5.58 元、6.65 元，对应 PE 为 53/43/36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表14：可比公司估值：古井贡估值高于行业平均水平

代码	证券简称	股价	市值	EPS			PE		
		元	亿元	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600519.SH	贵州茅台	22,235	1,770	37.4	43.79	49.56	47	40	36
000858.SZ	五粮液	8,936	230	5.26	6.10	7.27	44	38	20
000568.SZ	泸州老窖	2,232	152	3.63	4.44	5.29	42	34	29
600779.SH	水井坊	361	74	1.80	2.24	2.61	41	33	28
600809.SH	山西汾酒	1,690	194	2.79	3.44	4.22	70	56	46
002304.SZ	洋河股份	2,182	145	5.11	5.76	6.62	28	25	22
600702.SH	舍得酒业	127	38	1.60	1.96	2.37	24	19	16
603589.SH	口子窖	361	60	3.07	3.56	3.75	20	17	16
000596.SZ	古井贡酒	1,016	240	4.57	5.58	6.65	53	43	36
603369.SH	今世缘	637	51	1.32	1.63	1.99	38	31	26
600559.SH	老白干	118	13	0.39	0.51	0.56	33	26	24
000860.SZ	顺鑫农业	512	69	1.37	1.77	2.22	50	39	31
平均值							41	34	27

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：股价截止 2020 年 9 月 4 日；除古井贡、五粮液、洋河股份、口子窖、山西汾酒、贵州茅台外，均使用 Wind 一致预期

6、风险提示

宏观经济下行导致需求下滑、市场竞争加剧、食品安全问题等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9029	10526	12580	14958	18380	营业收入	8686	10417	11630	13411	15385
现金	1706	5620	7130	8812	11509	营业成本	1932	2426	2642	2977	3369
应收票据及应收账款	1377	1045	1659	1459	2118	营业税金及附加	1279	1593	1778	2051	2353
其他应收款	43	26	51	38	64	营业费用	2683	3185	3838	4291	4769
预付账款	183	197	227	262	299	管理费用	645	685	581	671	769
存货	2407	3015	2889	3764	3766	研发费用	24	42	20	29	41
其他流动资产	3313	623	623	623	623	财务费用	-52	-98	-169	-215	-264
非流动资产	3481	3345	3526	3811	4047	资产减值损失	13	-1	0	0	0
长期投资	5	5	4	4	4	其他收益	36	98	42	52	57
固定资产	1764	1723	1895	2145	2368	公允价值变动收益	-0	18	4	5	7
无形资产	742	786	860	951	984	投资净收益	148	126	131	140	137
其他非流动资产	970	832	767	711	691	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	12510	13871	16106	18770	22426	营业利润	2347	2823	3117	3805	4549
流动负债	4301	4247	4869	5116	5885	营业外收入	35	58	47	52	49
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	13	8	11	10	10
应付票据及应付账款	834	1267	1021	1558	1361	利润总额	2369	2873	3153	3848	4588
其他流动负债	3467	2980	3848	3559	4525	所得税	628	715	785	958	1142
非流动负债	179	192	192	192	192	净利润	1741	2158	2368	2890	3446
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	46	60	65	80	95
其他非流动负债	179	192	192	192	192	归母净利润	1695	2098	2304	2810	3351
负债合计	4480	4439	5061	5308	6077	EBITDA	2553	2967	3184	3870	4561
少数股东权益	428	488	553	633	727	EPS(元)	3.37	4.17	4.57	5.58	6.65
股本	504	504	504	504	504						
资本公积	1295	1295	1295	1295	1295						
留存收益	5798	7145	8718	10485	12574						
归属母公司股东权益	7602	8944	10492	12829	15622						
负债和股东权益	12510	13871	16106	18770	22426						
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
						成长能力					
经营活动现金流	1441	192	2363	2342	3361	营业收入(%)	24.7	19.9	11.6	15.3	14.7
净利润	1741	2158	2368	2890	3446	营业利润(%)	47.2	20.3	10.4	22.1	19.5
折旧摊销	235	263	222	261	278	归属于母公司净利润(%)	47.6	23.7	9.8	22.0	19.2
财务费用	-52	-98	-169	-215	-264						
投资损失	-148	-126	-131	-140	-137						
营运资金变动	-14	-335	78	-449	45						
其他经营现金流	-322	-1669	-4	-5	-7						
投资活动现金流	-1126	2672	-267	-401	-370						
资本支出	307	412	181	286	236						
长期投资	-957	2953	0	0	0						
其他投资现金流	-1776	6038	-85	-115	-134						
筹资活动现金流	-504	-755	-586	-258	-294						
短期借款	0	0	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
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	-504	-755	-586	-258	-294						
现金净增加额	-189	2109	1510	1682	2697						
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
						ROIC(%)	22.2	22.5	21.1	21.0	20.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	35.8	32.0	31.4	28.3	27.1
						净负债比率(%)	-20.3	-58.8	-63.9	-64.9	-69.9
						流动比率	2.1	2.5	2.6	2.9	3.1
						速动比率	0.7	1.7	1.9	2.1	2.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
						应收账款周转率	8.2	8.6	8.6	8.6	8.6
						应付账款周转率	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	3.37	4.17	4.57	5.58	6.65
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.86	0.38	4.69	4.65	6.67
						每股净资产(最新摊薄)	15.10	17.76	20.83	25.48	31.02
						估值比率					
						P/E	71.3	57.6	52.5	43.0	36.1
						P/B	15.9	13.5	11.5	9.4	7.7
						EV/EBITDA	46.9	38.9	35.8	29.0	24.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn