

## 古井贡酒 (000596) 深度研究报告

# 年份原浆，十年再出发

## 强推 (维持)

目标价: 310 元

当前价: 232.99 元

- ❖ **研究前言:** 本文是作者十余年观察公司的长周期总结和展望。十年前，年份原浆横空出世，初露锋芒，古井抓住机遇展开了十年周期的省内统治蓝图，安徽白酒业从诸侯混战到如今古井站上百亿并遥遥领先，优秀管理层携其核心武器年份原浆功不可没。十年过后，如梁董事长在讲话中提到，2020年是古井百亿目标的巩固期，更是两百亿的出发期，是尤为关键的一年。站在古井迈向双百亿新征程之际，也是年份原浆系列新十年之关口，我们期望通过梳理公司成功脉络，探讨未来十年新轨道和新方略。以公司之品牌势能、管理团队、核心武器，如能在体制机制再补不足，我们认为有望实现一个泛全国化的大格局。
- ❖ **十年再回顾：年份原浆何以成就大单品。** 公司在2008年底正式推出年份原浆系列，在此之前，公司产业多元化和产品低端化已明显削弱竞争优势，改制尝试也屡次受挫。年份原浆系列推出后，借助强大品牌基因和过硬产品质量，结合适当的价格定位，恰逢安徽省内主流消费升级到100元价格带，尽享消费升级红利。营销方面，提出三通工程加快渠道下沉，古井营销铁军形成强大执行力。2019年公司收入突破百亿，年份原浆系列规模突飞猛进，产品结构继续上移。
- ❖ **十年再出发：高端化全国化迈上新征程。** 2019年是全国200元大众主流价格带普及元年，徽酒省内结构升级趋势依旧明显，古8在省内外顺势而起，2018年起公司战略聚焦次高端价位，19年古8及以上收入占比已超过25%，其中古20战略单品卡位核心次高端，实现爆发式增长，看好年份原浆新十年产品结构持续优化，品牌势能和渠道精耕有效支撑高端化。全国化方面：先看省内，三大战役有序攻坚，龙头地位持续巩固，逐步拉开与竞品差距，且造血功能继续强化，费用率进入下行通道，为省外投入夯实基础；再看省外，华中市场仍是核心区域，近年积极调整渠道政策，升级产品结构，持续投入营销资源到省外市场，招商质量和广度大幅提升，加快了市场拓展。
- ❖ **十年再探索：改制和资本运作开花待结果。** 近年来白酒行业体制机制改革推进明显提速，五粮液汾酒均是不错案例，古井集团2009年便成功推进集团股份转让，但过去十年来推进改制进度依旧缓慢。当前呼吁自上而下推进国改，若在销售市场化基础上有效推进改制，将更好释放优秀管理团队的经营活力。资本运作方面，公司2016年成功收购黄鹤楼酒业落子省外，输出管理人才和营销模式，黄鹤楼酒品牌底蕴深厚，稳健经营培育市场，双品牌战略稳步推进。
- ❖ **投资建议：** 公司省内市场三大战役有序推进，古8及以上产品快速放量，市场份额不断提升，费用率进入下行通道，造血功能进一步强化。省外策略及时调整，当前积极推动产品结构升级，招商质量和广度有所提升，看好公司高端化和全国化再上台阶。展望未来，期待自上而下推动改制进程，增强企业活力；黄鹤楼更上层楼，把握机遇更好的发挥双品牌协同效应。我们预计2020-2022年EPS预测4.35/6.04/7.63元，对应PE分别为54/39/31倍，考虑公司增长势能良好，同时未来改制将进一步增强经营活力，参照汾酒路径，我们乐观给予22年40倍PE，维持目标价310元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：** 次高端酒需求不及预期，省外扩张不及预期。

### 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	10,417	11,036	14,069	17,161
同比增速(%)	19.9%	5.9%	27.5%	22.0%
归母净利润(百万)	2,098	2,192	3,044	3,845
同比增速(%)	23.7%	4.5%	38.8%	26.3%
每股盈利(元)	4.17	4.35	6.04	7.63
市盈率(倍)	56	54	39	31
市净率(倍)	13	11	9	8

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年9月7日收盘价

### 华创证券研究所

#### 证券分析师: 欧阳予

邮箱: ouyangyu@hcyjs.com

执业编号: S0360520070001

#### 证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598

邮箱: dongguangyang@hcyjs.com

执业编号: S0360518040001

#### 联系人: 沈昊

邮箱: shenhao@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	50,360
已上市流通股(万股)	50,360
总市值(亿元)	1,173.34
流通市值(亿元)	893.75
资产负债率(%)	36.8
每股净资产(元)	18.3
12个月内最高/最低价	277.58/98.13

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《古井贡酒(000596)2019年报及2020年一季报点评: Q1短期有所承压,积极应对理性务实》  
2020-04-27

《古井贡酒(000596)调研报告: 安内攘外路线清晰 份额结构稳步提升》  
2020-06-20

《古井贡酒(000596)2020年中报点评: 收入小幅改善,扩张势能加速》  
2020-08-30

## 投资主题

### 报告亮点

**报告的与众不同或创新之处。**基于企业战略视角，结合彼时经济环境、消费行为，复盘总结年份原浆成为古井大单品的关键因素，基于当前安徽省内消费升级趋势及竞争格局演化，推演古井省内外发展路径。通过行业间公司比较，建议企业加快推进改制及资本运作。

### 投资逻辑

本文沿着年份原浆产品升级和古井从徽酒走向全国化两大逻辑再次深度剖析古井贡酒。先看过去十年公司如何借助年份原浆系列打造大单品，实现回归与振兴，成就徽酒霸主；再看未来十年，公司通过产品高端化和市场全国化再上台阶，咬定双品牌双百亿目标。对于公司发展建议，我们呼吁改制自上而下推进，释放优秀经营管理活力，收购黄鹤楼之后抓住机遇发挥协同效应。

### 关键假设、估值与盈利预测

- ❖ **本篇报告的关键假设，所选择的估值方法及选择理由，估值定价的主要依据，以及盈利预测结果。**公司迈入两百亿新征程，中长期逻辑不改，竞争格局不断优化，继续看好公司结构升级和全国化拓展再上台阶。我们预计 2020-2022 年 EPS 预测 4.35/6.04/7.63 元，对应 PE 分别为 54/39/31 倍，考虑公司增长势能良好，同时未来改制将进一步增强经营活力，参照汾酒路径，我们乐观给予 22 年 40 倍 PE，维持目标价 310 元，维持“强推”评级。

# 目录

研究前言：迈步从头越，再战新十年.....	6
一、十年再回顾：年份原浆何以成为古井大单品.....	6
（一）年份原浆推出背景：低端化、多元化削弱竞争优势.....	6
（二）年份原浆：一款带领企业走向复兴的大单品.....	7
1、年份原浆具有强大品牌基因和过硬产品质量.....	9
2、适当的价格定位，推出时机恰逢大众消费升级到百元价格带.....	10
3、优秀经营管理团队，十年坚持聚焦突破.....	11
二、十年再出发：高端化全国化迈上新征程.....	13
（一）2019 年是全国 200 元大众价格带普及的元年，古 7 古 8 在省内外顺势而起.....	13
（二）结构再拔升，古 20 抢占省内核心次高端，造血能力不断强化.....	14
（三）营销精细化，省内资源重点转向终端，省外配合优质经销商加快拓展.....	16
1、省内：竞争格局稳固，造血功能持续强化.....	16
2、省外：招商质量及广度提升，推进产品结构升级.....	17
（四）疫情影响判断：春节回款良好，应对积极有序.....	19
三、十年再探索：改制和资本运作开花未结果.....	20
（一）改制：起了大早赶了晚集，急需自上而下推动.....	20
1、白酒行业改制有了明显推进.....	20
2、古井改制起了大早赶了晚集.....	21
（二）黄鹤楼酒：古井打法全面嫁接，期待黄鹤楼酒更上层楼.....	22
四、估值和投资建议.....	23
（一）收入拆分及预测.....	23
（二）估值及投资建议.....	24
五、风险提示.....	25

# 图表目录

图表 1	古井贡酒 2008 年前业务多元化.....	6
图表 2	古井贡酒收入增速和其他主要酒企对比（%）.....	6
图表 3	2008 年之前古井产品以 100 元以下为主.....	7
图表 4	古井历年收入及增速.....	7
图表 5	古井年份原浆刚推出时价格定位以及对比洋河蓝色经典.....	8
图表 6	古井贡酒 2008 年后收入加速增长.....	8
图表 7	年份原浆推出后盈利能力明显提升.....	8
图表 8	古井贡酒 2012-2016 年调整期实现规模良好增长（单位：亿元）.....	8
图表 9	古井贡酒为中国老八大名酒之一.....	9
图表 10	年份原浆产品主要特点.....	9
图表 11	安徽省 GDP 增速高于全国平均.....	10
图表 12	安徽居民人均可支配收入、消费支出及增长率.....	10
图表 13	安徽白酒消费情况与江浙沪白酒消费情况比较.....	10
图表 14	安徽合肥市场白酒主流产品及价格变化.....	11
图表 15	公司产品体系和终端价格（2011 年）.....	11
图表 16	“三通工程”目标和措施.....	12
图表 17	“三通工程”发展阶段.....	12
图表 18	古井销售人员数量位居前列（2019 年）.....	12
图表 19	古井历年销售人员数量.....	12
图表 20	公司梁金辉董事长履历.....	12
图表 21	2015 年古井年份原浆产品结构.....	13
图表 22	2019 年古井年份原浆产品结构.....	13
图表 23	安徽省内主要酒企主推单品和价格分布.....	13
图表 24	安徽四家上市酒企吨价情况（万元/吨）.....	14
图表 25	安徽四家上市酒企毛利率情况（%）.....	14
图表 26	古井贡酒年份原浆产品结构持续提升.....	14
图表 27	公司 8 年及以上产品保持高增速.....	15
图表 28	古 8 及以上产品占比稳步提升.....	15
图表 29	古井贡酒央视春晚古 20 广告.....	15
图表 30	古井贡酒江苏卫视春晚古 20 广告.....	15
图表 31	古井春晚广告重点从古 8 向古 20 转变.....	15
图表 32	古井贡酒省内三大战役.....	16
图表 33	2015 年安徽省内竞争格局.....	17

图表 34	2019 年安徽省内竞争格局.....	17
图表 35	安徽省内价格带分布.....	17
图表 36	公司销售费用率进入下降通道.....	17
图表 37	公司广告费用和促销费用占收入比重（亿元）.....	17
图表 38	古井贡酒分区域收入占比.....	18
图表 39	古井贡酒分区域收入增速（%）.....	18
图表 40	公司省外战略主要变化.....	18
图表 41	梁总历年涉及省外政策要点梳理.....	18
图表 42	古井贡酒郑州高端鉴赏会.....	19
图表 43	古井贡酒独家冠名河南梨园春新年戏曲晚会.....	19
图表 44	白酒企业国改情况梳理.....	20
图表 45	山西汾酒改革前后 ROE 及业绩增速对比.....	20
图表 46	五粮液改革前后 ROE 及业绩增速对比.....	20
图表 47	古井贡酒股权结构图.....	21
图表 48	其他主要省份酒企国改政策梳理.....	21
图表 49	古井贡酒人均薪酬排名靠前（2019 年）.....	22
图表 50	古井贡酒主要高管薪酬.....	22
图表 51	湖北白酒产量位居全国第三（2018 年）.....	22
图表 52	湖北省内“1+2+N”竞争格局.....	22
图表 53	黄鹤楼酒产品线.....	23
图表 54	黄鹤楼酒产品结构.....	23
图表 55	黄鹤楼酒高管营销经验丰富.....	23
图表 56	黄鹤楼酒收入完成情况和业绩承诺（含税）.....	23
图表 57	古井贡酒收入拆分及预测（亿元）.....	24
图表 58	古井贡酒 PE Band.....	25
图表 59	古井贡酒 PB Band.....	25

## 研究前言：迈步从头越，再战新十年

在古井贡酒年份原浆系列推出十余年成就百亿单品，古井集团再次跨入百亿迈向双百亿新征程之际，我们沿着年份原浆系列产品升级和从徽酒走向全国化的两大逻辑再度深度分析古井贡酒。白酒行业发展到当前阶段，正如梁金辉董事长在讲话中提到，未来白酒有五大竞争，即名酒竞争、规模竞争、人才竞争、管理竞争和体制机制竞争，名酒企业正持续聚焦主业，行业分化之下名优酒品牌继续集中，产品结构升级和市场全国化的红利窗口逐步只开放给具备优秀营销能力的酒企。

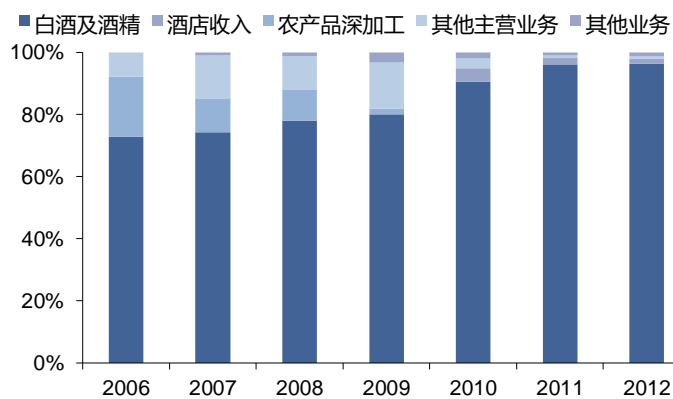
研究古井贡酒，先看过去 10 年公司借助年份原浆系列打造大单品，成就徽酒霸主地位；2020 年是古井百亿目标的巩固期，更是两百亿的出发期，是尤为关键的一年；再看未来 10 年，公司正通过高端化和全国化再上台阶，咬定再造一个新古井的双品牌双百亿目标。对于公司发展建议，我们呼吁改制推进，释放经营活力；黄鹤楼收购落下棋子，应抓住机遇积极发挥协同效应。

### 一、十年再回顾：年份原浆何以成为古井大单品

#### （一）年份原浆推出背景：低端化、多元化削弱竞争优势

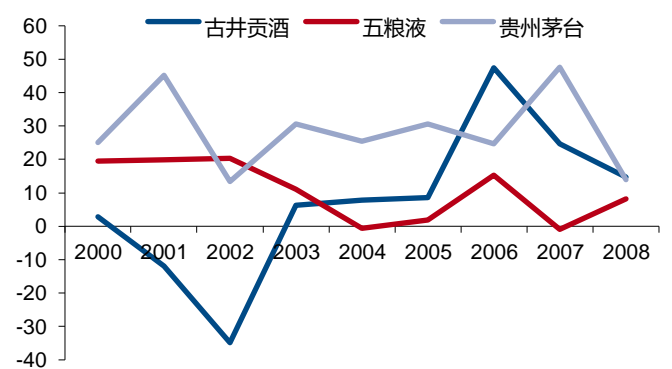
**多元化经营削弱核心产业竞争优势。**1998 年后，公司急于扩大规模，开始走多元化道路，意图提升公司全方位的竞争力。因此，在充沛的现金流支撑下，公司先后涉足酒店、啤酒、葡萄酒等 20 多个行业，2000 年集团旗下公司达 30 多家，覆盖近 20 个行业，核心产业白酒竞争能力被削弱。毛利率净利率下降，至 2007 年公司毛利率和净利率分别为 32.3%/2.8%，位居历史低位。

图表 1 古井贡酒 2008 年前业务多元化



资料来源：Wind、华创证券

图表 2 古井贡酒收入增速和其他主要酒企对比（%）



资料来源：Wind、华创证券

**低端化已不能适应市场变化。**公司此前实行了“低价低度”策略，通过差异化竞争也曾取得过成功。但公司也给大众消费者以低端品牌的印象，在消费水平提升后未能及时更新市场战略，被五粮液、洋河等企业拉开差距。

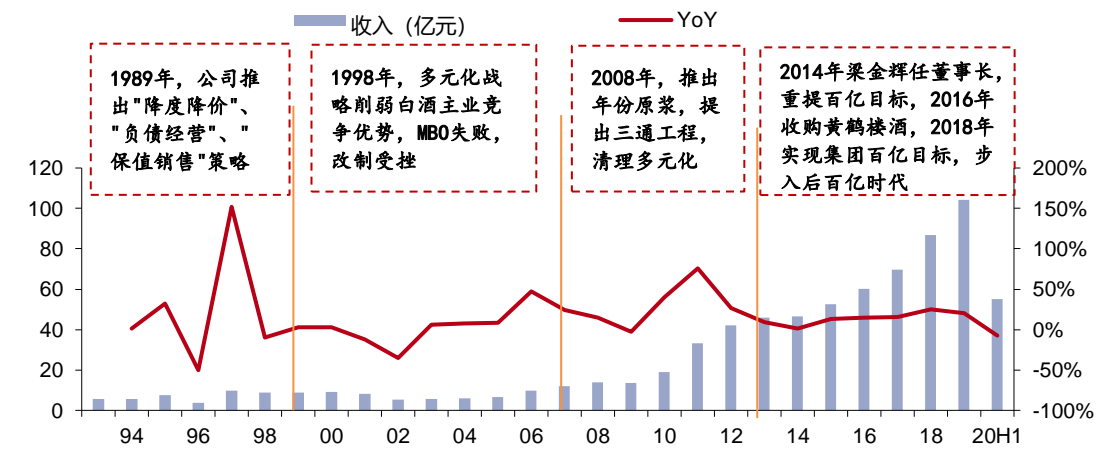
图表 3 2008 年之前古井产品以 100 元以下为主



资料来源: 渠道调研, 公司官网, 华创证券

**改制屡屡受挫。**2002 年王效金率先试水国企 MBO（管理层收购）改制，方案拟定由员工持股 40%、国有持股 60%，结果遭到员工的强烈反对而中止。2005 年 11 月，古井集团 100% 股权以 10.8 亿元底价在合肥产权交易中心第一次挂牌转让，由于价格分歧未能成交。2007 年公司第二次挂牌，国际饮料控股有限公司中标，但随着公司操盘 20 年的王效金董事长出局，未能改制成功。

图表 4 古井历年收入及增速



资料来源: Wind, 华创证券

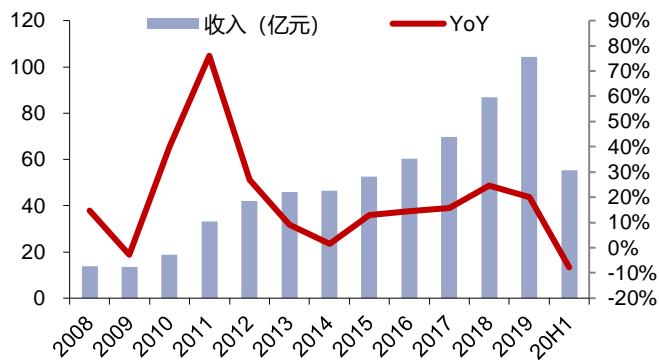
**(二) 年份原浆：一款带领企业走向复兴的大单品**

行业黄金十年，年份原浆带领公司搭上发展末班车。公司 2007 年换届，新管理层明确提出“回归主业白酒、回归市场高端、回归到古井历史辉煌位置”的“回归与振兴”发展战略，制定“聚焦产品，聚焦区域，聚焦营销”的产品市场策略，大刀阔斧对大量低端产品进行清理。2008 年 8 月，公司推出古井贡酒年份原浆系列，重新塑造名酒形象，采取年份定价形式重新招商。年份原浆推出后迅速打开安徽市场，仅 2008 年销售额超过 5000 万，次年突破 2 亿元，2010 年更是达到 7.4 亿元，同时在推出年份原浆后，公司盈利能力也明显提升。

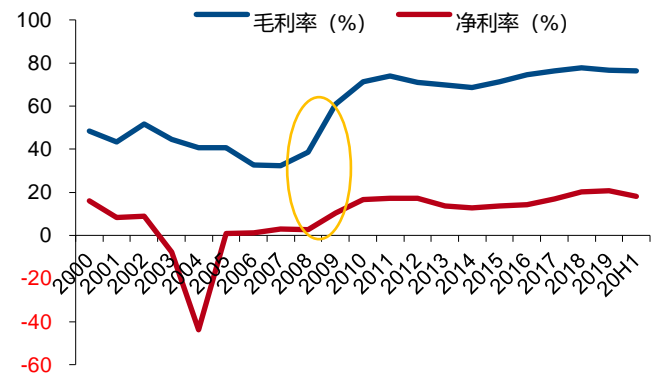
**图表 5 古井年份原浆刚推出时价格定位以及对比洋河蓝色经典**

年份原浆	终端价格	对应洋河蓝色经典
20年	480-530	略低于梦之蓝 M3
16年	398-428	持平于梦之蓝 M1
8年	228-268	持平于天之蓝
5年	148-168	略高于海之蓝

资料来源：酒说、糖酒快讯、华创证券

**图表 6 古井贡酒 2008 年后收入加速增长**


资料来源：Wind，华创证券

**图表 7 年份原浆推出后盈利能力明显提升**


资料来源：Wind，华创证券

行业调整期，年份原浆带领公司平稳穿越周期。2012 年白酒行业因三公消费受限进入调整期，公司凭借年份原浆核心单品平稳穿越周期。2012-2016 年，公司收入复合增长率 9.4%，利润复合增长率 3.4%，在白酒行业整体低迷的情况下，收入和业绩均保持稳定增长。

**图表 8 古井贡酒 2012-2016 年调整期实现规模良好增长（单位：亿元）**

白酒公司	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2012-2016 收入 CAGR
贵州茅台	264.55	310.71	322.17	334.47	401.55	11.0%
老白干酒	16.66	18.03	21.09	23.36	24.38	10.0%
古井贡酒	41.97	45.81	46.51	52.53	60.17	9.4%
顺鑫农业	83.42	90.72	94.81	96.37	111.97	7.6%
金徽酒	9.76	10.93	10.13	11.82	12.77	7.0%
口子窖	25.07	24.47	22.59	25.84	28.30	3.1%
洋河股份	172.70	150.24	146.72	160.52	171.83	-0.1%
今世缘	25.94	25.15	24.00	24.25	25.54	-0.4%
伊力特	17.62	17.53	16.28	16.38	16.93	-1.0%
迎驾贡酒	33.54	33.95	29.59	29.27	30.38	-2.4%
五粮液	272.01	247.19	210.11	216.59	245.44	-2.5%
舍得酒业	19.59	14.19	14.45	11.56	14.62	-7.1%
水井坊	16.36	4.86	3.65	8.55	11.76	-7.9%
泸州老窖	115.56	104.31	53.53	69.00	83.04	-7.9%



白酒公司	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2012-2016收入CAGR
山西汾酒	64.79	60.87	39.16	41.29	44.05	-9.2%
金种子酒	22.94	20.81	20.75	17.28	14.36	-11.1%
酒鬼酒	16.52	6.85	3.88	6.01	6.55	-20.6%

资料来源：Wind、华创证券

### 1、年份原浆具有强大品牌基因和过硬产品质量

中国老八大名酒之一，名酒基因为其品质背书。古井前身为起源于明代正德十年的公兴槽坊，新中国成立后，中国对白酒共进行过五届名酒评比，古井贡酒四次获得全国评酒会金质奖，是中国老八大名酒之一。

图表 9 古井贡酒为中国老八大名酒之一

时间	评选结果
1952年	共评出四大名酒：茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒。
1963年	共评出八大名酒：汾酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、董酒。
1979年	共评出八大名酒：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年	共评出十三种名酒：茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒。
1989年	共评出十七种名酒：茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒。

资料来源：华创证券整理

**年份原浆品质优良。**古井贡酒以安徽淮北平原优质小麦、古井镇优质地下水以及优质高粱为原料，每年采用三轮次发酵周期生产，并用“三高一低”和“三清一控”的独特工艺，基酒酒龄不少于五年。古井贡酒呈香、呈味的酯类物质，在种类和含量上普遍多于其他浓香型大曲酒。通过定量分析，古井贡酒含有80多种香味物质，比其他浓香型酒多15~30种，并且这些香味物质的含量是其他浓香型酒的2~3倍。年份原浆推出当时，公司也首次提出“原生态基酒”概念，强调丰富的产品内涵，如九酝酒法、无极水、桃花曲、明代窖池、双择标准和陶坛储藏。

图表 10 年份原浆产品主要特点

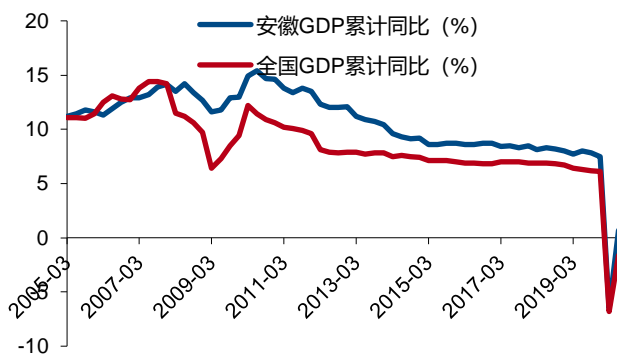
步骤	具体内容
九酝酒法	秉承千年的酿酒秘籍，相传曹操曾进献汉献帝。这也是中国最早有史料记载的白酒酿造古法。现已被列入国家级非物质文化遗产名录。
桃花春曲	所采用的桃花曲为春曲，只在桃花盛开之时制作，此时空气温湿、微生物活动旺盛，方可制作出最好的酒曲。用此曲酿酒，保证酒体香似幽兰，芬芳不散，口感绵柔丰厚。
无极之水	亳州市大部分井中之水都为咸水，奇迹的是唯有古井，千年以来一直为甜水井，而且水量一直保持稳定，并含有多种有益微量元素。无极之水取自井下三尺之下。
明代窖池	酝酿之地是重点文物保护单位的明代百年老窖——“功勋池”。该窖池内含有大量被称为“软黄金”的古井神泥，富含六百多种有益微生物群，是中国白酒数据库极限样板库之一。
择层取醅，择时摘酒	必须是十年以上工龄的摘酒师傅手工摘取的，凭的完全是手工技艺，要求是微量成分比例协调。最后入陶罐多年自然老熟，并终经古井三名国家级品酒大师精心调制而成。

资料来源：公司官网、华创证券整理

## 2、适当的价格定位，推出时机恰逢大众消费升级到百元价格带

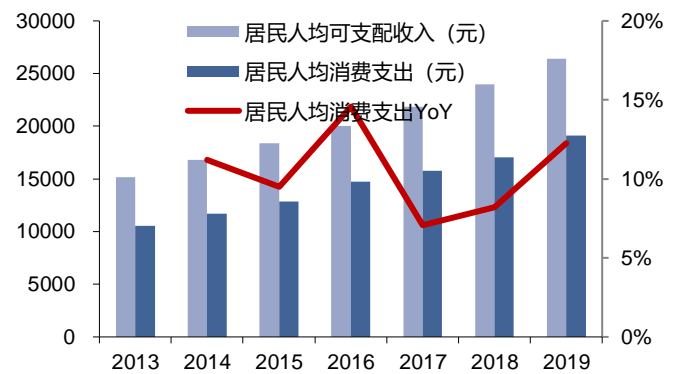
安徽消费升级，为省内白酒价格带提升夯实消费基础。过去十年来，安徽比邻长三角，经济发展保持较快增长，GDP 增速高于全国平均水平，人均可支配收入和人均消费支出保持稳定增长，省内白酒消费升级趋势明显。同时，安徽省内外务工人员较多，邻省白酒消费形成示范效应，也推动了省内白酒消费升级。

图表 11 安徽省 GDP 增速高于全国平均



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 安徽居民人均可支配收入、消费支出及增长率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 安徽白酒消费情况与江浙沪白酒消费情况比较



资料来源: 糖酒快讯、佳酿网、华创证券

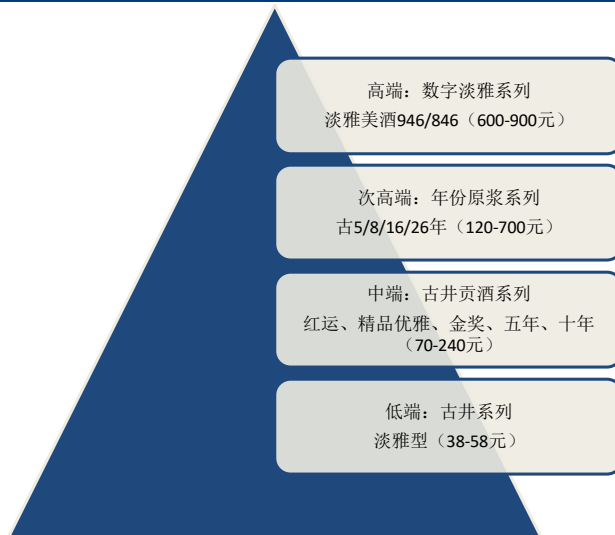
年份原浆提前布局卡位 100-200 元价格带，享受消费升级红利。年份原浆推出之际，是白酒大众主流价格带在 100 元开始普及之时，公司借助新产品及时卡位升级价格带，起点精准，发展强劲。以省会合肥市场为例，10 年以来合肥市场的主流价格带持续升级，从 100 元以下逐步升级到 200-300 元。

图表 14 安徽合肥市场白酒主流产品及价格变化



资料来源：酒业家，华创证券

图表 15 公司产品体系和终端价格（2011年）



资料来源：华创证券整理

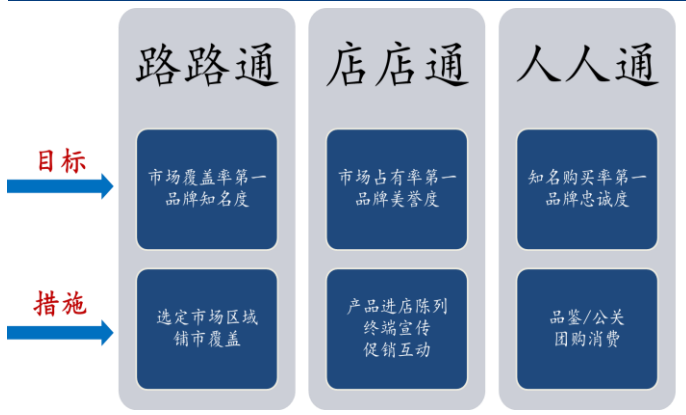
### 3、优秀经营管理团队，十年坚持聚焦突破

曹杰和刘敏回归主业，推出年份原浆系列。此前公司因改制管理层落马，2007年曹总临危受命担任董事长，力邀有“西北少帅”之称的刘敏为总经理，刘敏从事酒类行业多年，历任陕西西凤酒股份有限公司总经理、孔府家酒业公司总经理、金威啤酒集团西安公司总经理等职务，他曾经将亏损多年的西凤扭亏为盈并将盈利扩大到10亿，经验十分丰富。两人配合默契，出台了一系列全新的方案：**1）战略方面，提出“回归主业、回归高端”的发展战略。****2）产品方面，正式推出年份原浆大单品。**以“年份+原浆”提出的年份和基酒助立产品树立高端形象。**3）渠道方面，提出三通工程，配合年份原浆销售，将渠道下沉更加精细化。**

“三通工程”：小区域、高占领，成功后再复制。为配合年份原浆产品推出，公司加强渠道梳理创造性提出“三通工程”，即“路路通、店店通、人人通”。即小区域、高占有，在选中的区域内集中资源，建立规划、执行、督导三位一体的执行体系，通过精细化的网点建设和核心消费者意识的培养，构建渠道和消费者的良性互动，达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化。虽然费用率较高，但是建立了渠道壁垒，为企业进一

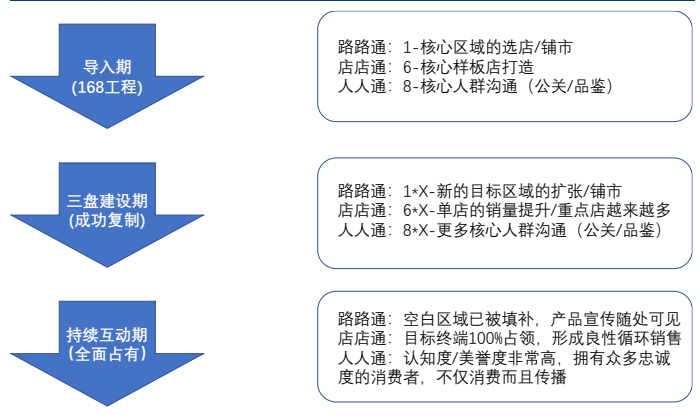
步提高市占率和集中度奠定了坚实的基础。

图表 16 “三通工程”目标和措施



资料来源：华创证券整理

图表 17 “三通工程”发展阶段

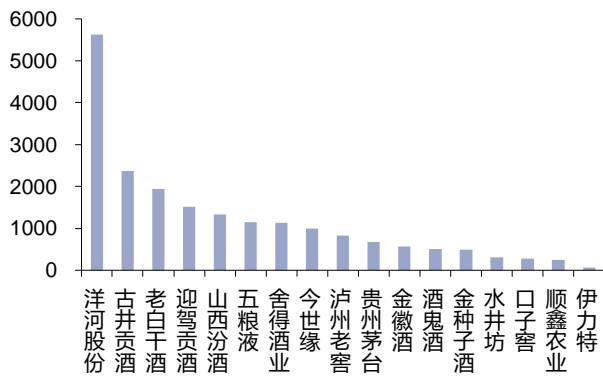


资料来源：公司官网、华创证券

梁董事长正式上任后，营销层面加快聚焦和突破。2014年，梁金辉先生上任古井董事长，梁总于1997年8月在公司任职，此后长期奋战在营销一线，具有丰富的营销经验，重视产品销售。梁总上任伊始便推动了一系列实质性的市场调整动作，提出“销售上要进攻、进攻再进攻”，巩固省内市场，加快布局省外市场。此后，梁总还提出打造全新古井5.0时代，双品牌双百亿，两市场共振，共同发力，把双名酒的优势发挥到最大，走名酒复兴之路。

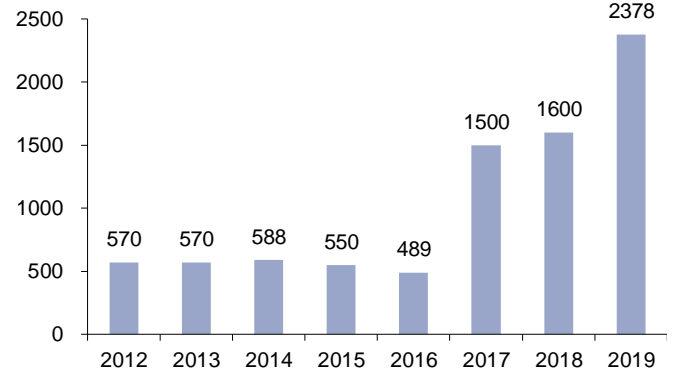
打造古井营销铁军，强大营销执行力。公司坚持高举高打策略，深度打造三通工程，逐步打造了具备强大执行力的古井营销铁军。梁董事长在营销会议上提出，营销将士要继续保持归零心态，继续发扬古井营销铁军精神，“坚守承诺、行动、快”，做古井两百亿的行动英雄。

图表 18 古井销售人员数量位居前列（2019年）



资料来源：Wind、华创证券

图表 19 古井历年销售人员数量



资料来源：Wind、华创证券

图表 20 公司梁金辉董事长履历

时间	主要职务
1997年8月—2000年4月	担任安徽古井集团有限责任公司宣传广告科科长。
2000年5月—2004年10月	担任安徽古井贡酒股份有限公司市场发展部经理。
2004年11月—2007年9月	担任安徽古井贡酒股份有限公司市场部市场总监。
2007年9月—2011年2月	担任亳州古井销售有限公司总经理。

时间	主要职务
2011年2月—2014年4月	担任安徽古井贡酒股份公司总经理、亳州古井销售有限公司董事长。
2014年4月—至今	担任安徽古井集团有限责任公司董事长、党委书记、安徽古井贡酒股份公司董事长。

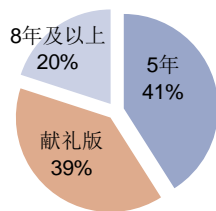
资料来源：公司官网、华创证券

## 二、十年再出发：高端化全国化迈上新征程

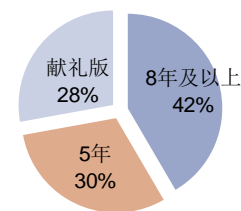
### （一）2019 年是全国 200 元大众价格带普及的元年，古 7 古 8 在省内外顺势而起

**200 元大众价格带结构升级明显。**本轮周期以来，大众价格带产品结构升级明显，主流消费水平逐步从 200 元以下延伸至 200 元以上。各家酒企也在顺势而为，加大 200 元以上产品的推广力度，如泸州老窖特曲推出第十代特曲产品，拉升特曲价盘；茅台系列酒借助茅台品牌力加强市场培育，快速放量增长；古井 8 年及以上加大费用投放，快速放量增长，我们预计 2019 年古 8 及以上产品占年份原浆比重达 40%，较 2015 年显著提升。

图表 21 2015 年古井年份原浆产品结构



图表 22 2019 年古井年份原浆产品结构



资料来源：渠道调研、华创证券

资料来源：渠道调研、华创证券估计

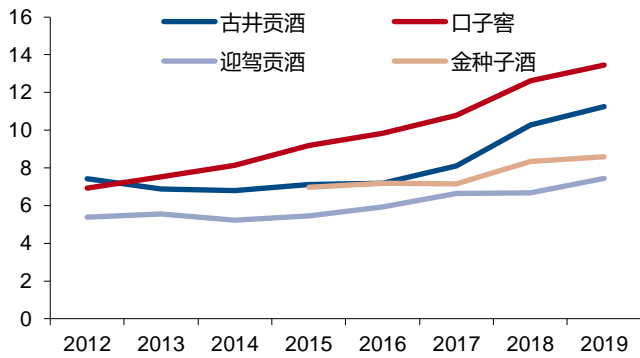
**产品升级差异带来徽酒竞争分化。**目前安徽省内 200-300 元进入黄金发展期，300-400 元价格带的产品体量明显上升。省内越提前卡位的品牌越充分受益。对比安徽省内品牌主要大单品的推出时间和定位价格带，古井、口子窖作为较早布局 200 元以上价格带的品牌能够充分享受消费升级红利，形成先发优势，产品线持续向上延伸。而较晚推出 200 元以上产品的品牌或基本不能触及 200 元以上价格带的品牌则逐步被头部品牌拉开差距，陷于中低端红海竞争的泥淖，吨价和毛利率难以较快提升。

图表 23 安徽省内主要酒企主推单品和价格分布

	推广时间	主要产品	价格带
古井贡酒	2009 年-至今	年份原浆系列，公司按照省内消费升级趋势依次推广古 5/献礼版—古 8—古 8 及以上产品，2018 年起公司重点发力古 20	100-600 元
口子窖	2002 年-至今	口子年份系列，依次推广口子 5 年—6 年—10 年	70-300 元
	2019 年	口子窖初夏/仲秋	200-400 元
迎驾贡酒	2002 年-2016 年	迎驾金星/银星	60 元左右
	2016 年-至今	生态洞藏 6 年/9 年/16 年	150-400 元
金种子	2006 年-至今	柔和金种子	70 元左右
高炉家酒	2002 年-至今	高炉家酒（普家）	60 元左右

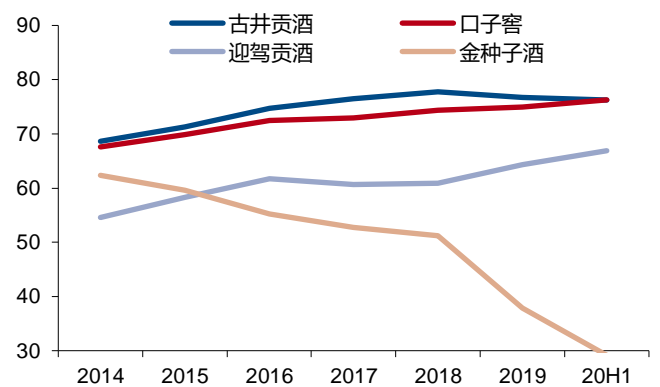
资料来源：佳酿网、华创证券

图表 24 安徽四家上市酒企吨价情况（万元/吨）



资料来源：Wind、华创证券

图表 25 安徽四家上市酒企毛利率情况（%）



资料来源：Wind、华创证券

## （二）结构再拔升，古 20 抢占省内核心次高端，造血能力不断强化

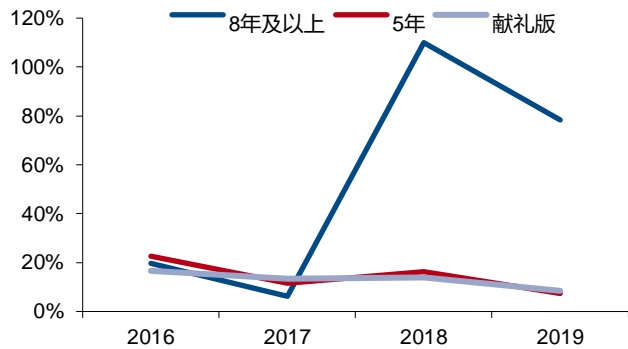
古 20 加大品牌宣传，实行配额制，卡位核心次高端。2018 年，正值古井贡酒年份原浆在合肥上市十周年之际，公司推出战略新品古 20，加码次高端价格带，古 20 共有 38 度、42 度和 52 度三款产品，定位 500 元左右价格带。古 20 重点运作团购市场，费用预算单独核算，对经销商采取配额制，严控低价窜货行为。古 20 一经推出动销良好，公司于 2019 年 3 月初曾暂停接受古 20 订单，5 月对古 20 大幅度提价，夯实古 20 次高端品牌定位。

图表 26 古井贡酒年份原浆产品结构持续提升



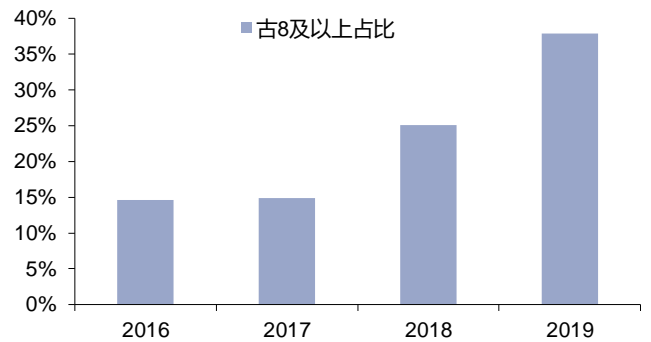
资料来源：京东网、华创证券整理 注：京东价格仅供参考，与实际成交价略有差异

图表 27 公司 8 年及以上产品保持高增速



资料来源：渠道调研，华创证券

图表 28 古 8 及以上产品占比稳步提升



资料来源：渠道调研，华创证券 注：不考虑黄鹤楼影响

品牌宣传从古 8 古 16 逐步转向古 20。古 20 推出后获 2019 年度中国白酒感官质量奖等奖项。同时公司在高铁站和近年来的央视和地方卫视春晚持续聚焦古 20 进行密集品牌宣传，2020 年春节期间“2020 年喝古 20”品牌口号形成高传播度，很好地打造成安徽省品牌宣传名片。

图表 29 古井贡酒央视春晚古 20 广告



资料来源：央视网，华创证券

图表 30 古井贡酒江苏卫视春晚古 20 广告



资料来源：江苏卫视，华创证券

图表 31 古井春晚广告重点从古 8 向古 20 转变



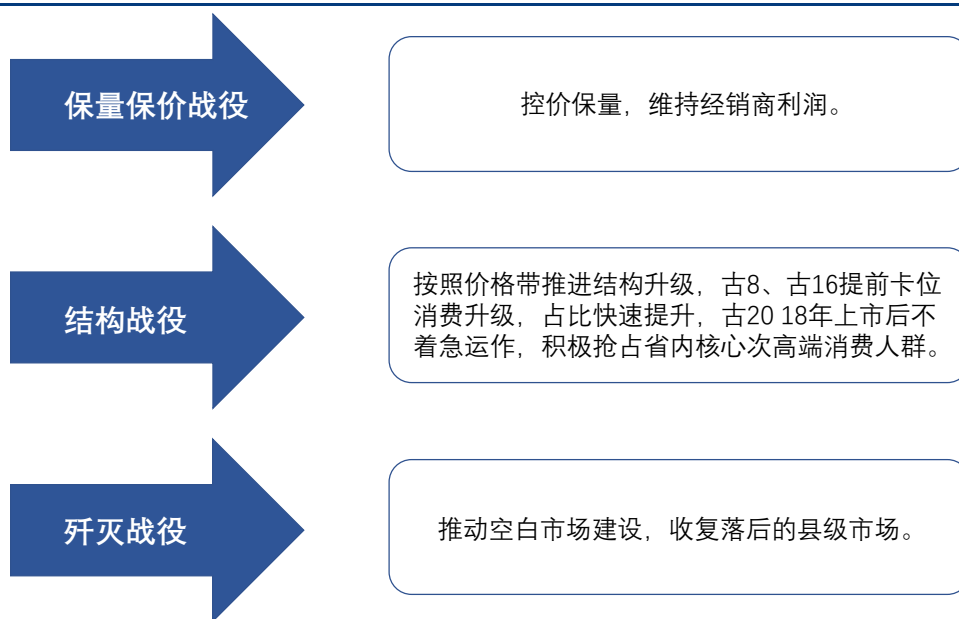
资料来源：央视，华创证券

**（三）营销精细化，省内资源重点转向终端，省外配合优质经销商加快拓展**

**1、省内：竞争格局稳固，造血功能持续强化**

省内三大战役有序攻坚，资源重点向终端转移。公司省内主要推进 3 大战役：**1) 保量保价战役**。献礼及古 5 保价保量，维持经销商利润；**2) 结构战役**。推进结构升级，古 8、古 16 提前卡位消费升级，占比快速提升，古 20 在 18 年上市后不着急运作，积极抢占省内核心次高端消费人群，资源重点投放终端；**3) 歼灭战役**。推动空白市场建设，收复落后的县级市场。以合肥周边市场为例，2017 年开始公司合肥营销中心加强网点的把控，通过对周边市场进行收编，派驻合肥人员进行模式推广、精耕细作，合肥周边市场实现高速增长。我们认为，公司省内的三大战役思路清晰，稳住 100 元价格带的基本盘，以此为基础稳步优化结构，消灭空白市场，提升市场份额。

图表 32 古井贡酒省内三大战役

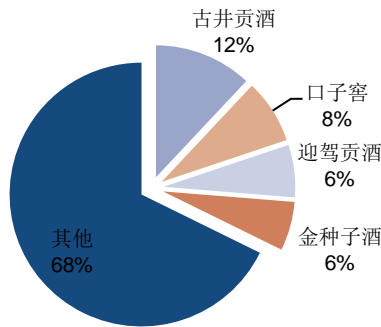


资料来源：渠道调研、华创证券

公司省内龙头地位稳固，竞争格局持续优化。安徽省内白酒消费氛围良好，历来有“酒量向河南山东看齐，档次向江苏浙江看齐”的说法，预计省内白酒市场规模约 300 亿元左右。本轮周期以来，公司在省内对品牌拉升和终端管理两手抓，维持高费用投入，深耕市场。而省内二三线品牌流于持续不断的通路促销战，品牌向上延伸困难，逐步掉队。因此公司逐步拉开了和竞品的差距，省内龙头地位得到持续强化，市场份额持续提升，预计 2019 年公司省内市占率为 25%，较 2015 年提升 13pcts。

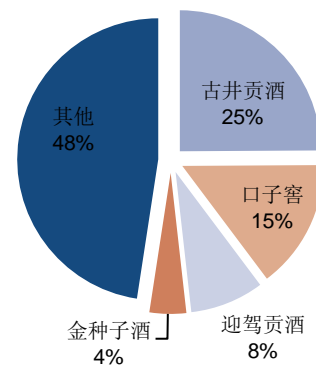


图表 33 2015 年安徽省内竞争格局



资料来源: Wind、佳酿网、酒说、华创证券估计

图表 34 2019 年安徽省内竞争格局



资料来源: Wind、酒业家、酒说、华创证券估计

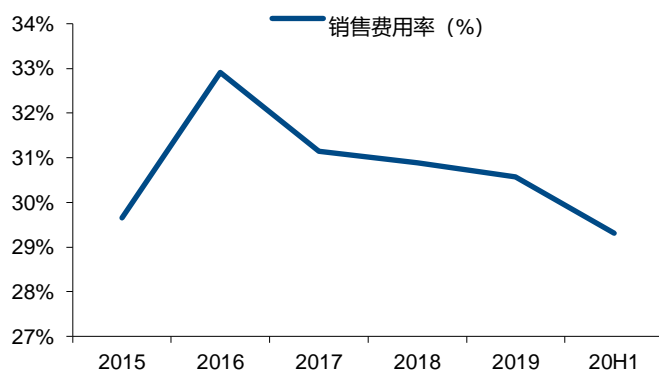
图表 35 安徽省内价格带分布

价格带	省内品牌	省外品牌
高端 (600 元以上)	古井 26 年、古井 20 年、口子窖 30 年	飞天茅台、五粮液、国窖 1573
次高端 (300-600 元)	古井 16 年、口子窖 20 年	洋河梦系列、剑南春
中高端 (80-300 元)	古井 8 年、古井 5 年、古井献礼版、口子窖 6 年、口子窖 5 年、迎驾贡酒洞藏系列、迎驾金星、高炉家和和谐年份 6 年等	洋河海之蓝
低端 (80 元以下)	古井淡雅、口子美酒、高炉家酒、迎驾银星、文王贡酒、宣酒、金种子醉三秋等	牛栏山、老村长

资料来源: 京东、渠道调研、华创证券

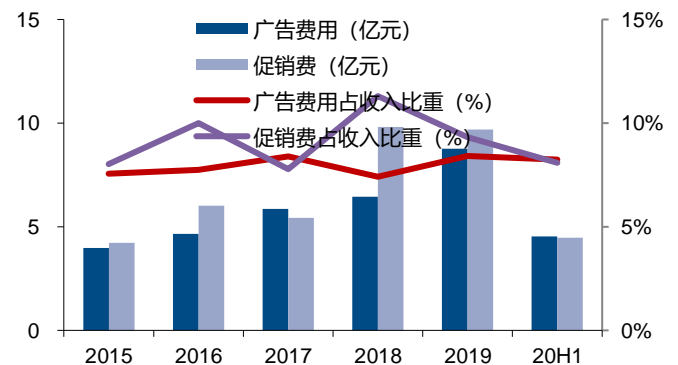
省内造血功能持续强化，为省外投入带来基础。公司省内竞争格局改善，销售费用率进入下行通道，2019 年销售费用率 30.6%，同降 0.3pct。我们认为公司费用率的改善，省内造血功能持续强化，为省外投入奠定基础。

图表 36 公司销售费用率进入下降通道



资料来源: Wind、华创证券

图表 37 公司广告费用和促销费用占收入比重 (亿元)

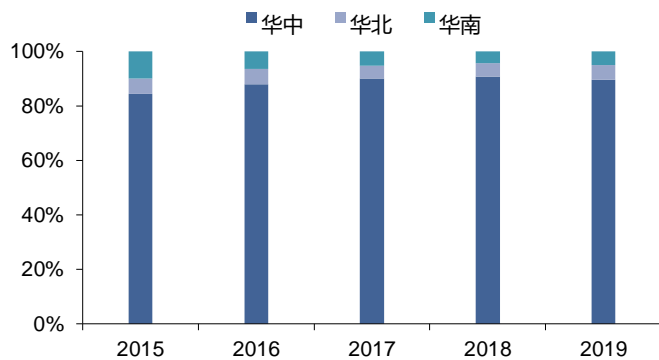


资料来源: Wind、华创证券

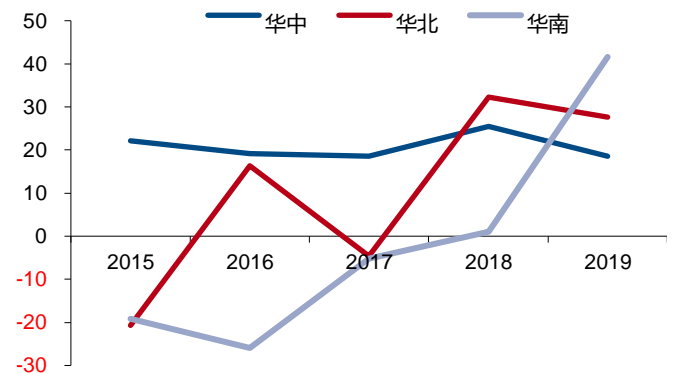
## 2、省外：招商质量及广度提升，推进产品结构升级

省外政策调整，加快招商进度。2015 年，公司召开年份原浆河南市场战略大会，再次启动河南市场。起初公司省外主推低端淡雅系列和年份原浆幸福版，通过复制省内“三通模式”实现快速扩张，市场方面主要以河南等泛安

徽周边地区为主，提出通过三年将河南市场再造一个安徽市场的目标。但到 2017 年后，公司省外产品策略未能及时跟进当地市场消费升级趋势，同时省外终端门店资源竞争激烈，三通模式出现“水土不服”的现象。2018 年后，公司省外逐步开始调整思路：**1) 产品方面**，升级产品结构，重点推广古 7 古 8 等次高端产品；**2) 市场方面**，除河南、湖北、江浙沪外，增加河北为战略市场，并将河北、东北、西北统一设立为北方大区；**3) 招商方面**，因地制宜，从复制省内深度分销模式向大商模式转变，重点培育大客户，利用省外大商资源进行快速扩张，保证渠道利润。

**图表 38 古井贡酒分区域收入占比**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 39 古井贡酒分区域收入增速 (%)**


资料来源: Wind、华创证券

**图表 40 公司省外战略主要变化**

	2018 年之前	2018 年之后
<b>招商策略</b>	以“三通模式”为指导，公司配合经销商实行“1+1”	积极招商，重点培育大客户，利用省外大经销商资源进行扩张
<b>产品策略</b>	主推古井幸福版、古 5	主推古 8 及以上产品，推出年份原浆中国香，重点打造次高端产品
<b>市场策略</b>	河南市场为战略市场，湖北、江浙沪为重点市场	在此前基础上，新增将河北市场定位为“第二战略”市场，成立北方大区

资料来源: 公司调研、华创证券

**图表 41 梁总历年涉及省外政策要点梳理**

时间	要点
<b>2014 年</b>	古井集团未来要冲刺 100 亿，进入白酒行业前三甲，在中国乃至世界有话语权。
<b>2015 年</b>	古井要整合资源，进行颠覆性思维及创新。
<b>2016 年</b>	进攻进攻再进攻，重点市场河南要实现突破，积极布局全国市场
<b>2017 年</b>	做一个市场、成熟一个市场要比盲目全国化更重要
<b>2018 年</b>	发力次高端，加速全国化，2020 年布局 6000 家经销商
<b>2019 年</b>	统筹省内、省外、国际三大市场，继续深化做实“三通工程”，再推“五化六工程”

资料来源: 微酒、公司官网、华夏酒报、华创证券

### 河南市场案例：势能再释放，再造新安徽

**市场规模大，群雄逐鹿，价格带整体上移。**根据河南商报调研数据显示，2019 年河南白酒市场规模约 400 亿元，以浓香和清香型白酒为主。河南省内消费者注重性价比，品牌忠诚度较低，本土酒业弱势。川酒、黔酒、徽酒、苏酒、晋酒、冀酒以及东北低端品牌都把河南市场作为自己的首选根据地外市场，预计河南省外白酒品牌销量占比约 80%。近年来，河南白酒消费价格带持续提升，消费品牌也在逐步向全国性大品牌集中。

古井河南市场历史辉煌，表现亮眼。2011年，董事长梁金辉先生集中资源发展河南市场，导入安徽市场成功渠道经验，通过“路路通”、“店店通”和“人人通”实现对区域的高占有，并成立了古井贡酒河南营销中心，人数超500人。2013年行业进入调整期以后，公司在河南市场市占率不降反升，进入快速发展期。2015年，公司提出将河南市场打造成第二个安徽市场，当年河南市场实现销售额13-14亿元，核心市场表现较优，其中商丘市场超3亿，开封市场约2.4亿，郑州市场约2.3亿，周口市场约1.8亿。

16年后，产品端升级之后，省内模式省外复制出现瓶颈。2017年公司在河南市场销售额仅为2.4亿元，相比其他酒企在河南市场规模快速提升，公司在河南市场出现下滑。我们认为主要系河南省内产品策略未能及时跟进河南市场消费升级趋势，公司在河南市场主推低端古井淡雅系列和献礼版，同时还有一部分老毫贡酒，中高端酒渠道铺货量有限，推广力度较弱。另外，16年后其他酒企加大对河南市场的重视，陆续提升自身优势产品宣传力度，抢占渠道资源，公司在100元左右价格带面临竞争更加激烈。

17年后，多方位调整河南市场战略，势能再次释放。17年后，公司针对河南市场出现的问题多方位进行了调整：**1) 产品方面**，公司改变产品策略，自上而下推广品牌建设，针对河南市场举办鉴赏会，推出中高端产品年份原浆（中国香）、古7、新古8和古20，产品推广重心由原先的幸福版逐步向古7和古8升级；**2) 渠道方面**，公司先后于2018年9月和2019年12月在河南开展招商峰会和万商大会，吸引了一批优质经销商；**3) 品牌方面**，公司高举高打，通过举办高端鉴赏会，赞助河南戏曲春晚等，在河南地区加大广告宣传和推广力度，持续提升品牌知名度，摆脱低端化印象；**4) 组织架构方面**，公司于2017年下半年更换了河南市场负责人和相关销售人员，同时公司也改变省外市场员工的收入方案，薪资清晰透明，收入市场化挂钩。随着河南市场多方位进行调整，公司河南市场势能恢复良性增长，势能再度释放，2018年公司河南市场销售额恢复至9亿元，2019年河南市场年份原浆占比已接近50%。

图表 42 古井贡酒郑州高端鉴赏会



资料来源：搜狐网

图表 43 古井贡酒独家冠名河南梨园春新年戏曲晚会



资料来源：河南卫视、华创证券

#### （四）疫情影响判断：春节回款良好，应对积极有序

今年春节期间疫情突发，公司于1月31日发布《致古井广大经销商和全体营销将士们的慰问信》，并于2月7日召开部分复产工作会议，积极有序应对疫情影响。总结这两次事件的信息，首先，从春节回款来看，公司2020年春节回款情况超预期，次高端古16、古20表现亮眼；其次，从今年战略来看，公司表示要做到战略不动、策略不改、指标不调、力度不减，紧紧抓好市场营销，积极寻求突破，切实做到“两个一切”（一切服从于销售，一切服务于销售），积极收心复工，有条不紊推进复工生产；最后，从市场营销来看，公司要求营销人员积极主动帮助经销商度过难关，并表示费用投入不减一分，力度不减一毫，空中宣传只增不减。我们认为公司春节销售开门红，节前次高端古16、古20系列动销良好，品牌势能持续释放，预计疫情影响主要集中在以古5和献礼版为首中低价位产品的节后送礼和宴请消费上。在疫情应对上，公司战略上保持定力，战术上加大市场营销力度，营销人员积极主动协助渠道去库存，费用投入预计只增不减。借助本次外部冲击，公司有望进一步加大古8及以上品牌宣传力度，持续优化产品结构，提升盈利能力，转危为机。

### 三、十年再探索：改制和资本运作开花未结果

#### （一）改制：起了大早赶了晚集，急需自上而下推动

##### 1、白酒行业改制有了明显推进

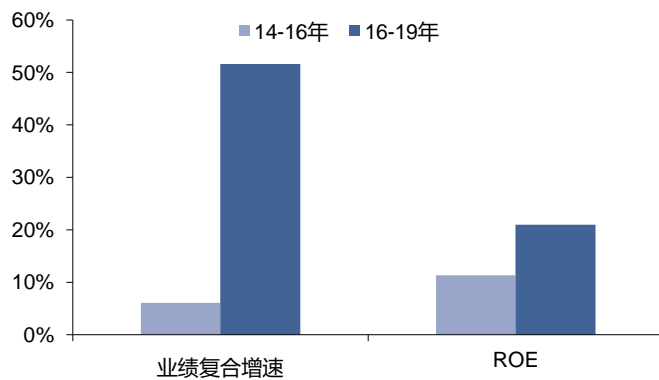
近年来白酒行业体制机制改革推进明显加速，五粮液、汾酒、舍得、老白干等均通过各自方式实现国改推进，实现经营改善。其中五粮液三年定增落地，销售端和管理端不断变革。汾酒签订国改目标责任书，后续推进股权激励，高端化全国化持续扩张，舍得引入天洋集团，老白干酒于 2015 年 12 月公司完成国企改革，引入战略投资和员工、经销商持股计划。

图表 44 白酒企业国改情况梳理

时间	公司	改革方式
2002 年	洋河股份	员工和经销商持股
2015 年	老白干酒	定增，员工和经销商持股
2015 年	舍得酒业	集团股权转让
2017 年	山西汾酒	签订国改目标责任书，引入战略投资者，集团整体上市，推行股权激励
2018 年	五粮液	定增，员工和经销商持股

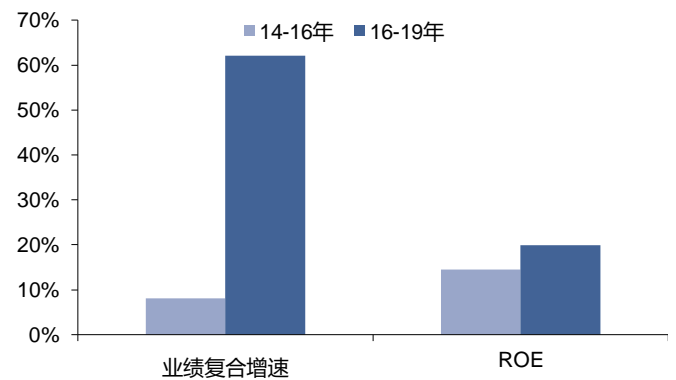
资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 山西汾酒改革前后 ROE 及业绩增速对比



资料来源：Wind，华创证券

图表 46 五粮液改革前后 ROE 及业绩增速对比



资料来源：Wind，华创证券

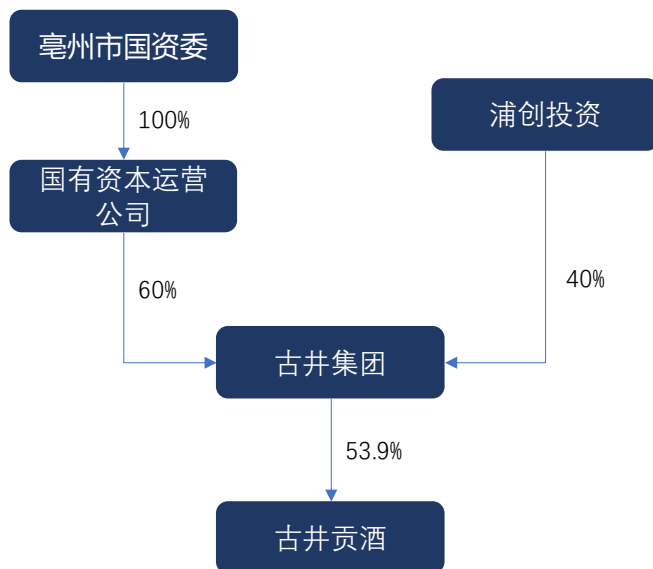
**五粮液国改绑定管理层及经销商，深化改革下经营明显改善。**2015 年五粮液提出定增计划，拟引入员工和经销商持股，2018 年 4 月非公开正式落地，非公开发行股票价格为 23.34 元/股，员工认购数量占比 0.6%，经销商认购数量占比 0.5%。本次股权激励计划实施后，深度绑定管理层、员工和经销商，建立了良好的利益共享机制。此后，公司加大改革力度，推进“控盘分利”模式积极进行营销改革，并在原有第七代五粮液的基础上进行产品升级，出厂价、一批价均有所提升，渠道利润逐步开始改善。

**山西汾酒国改激发汾酒企业活力。**2017 年 2 月，汾酒集团于山西国资委签订责任书，规定目标、约定放权、设定奖惩。6 月销售公司采用组阁聘任的用人机制。2018 年汾酒集团将 11.45% 的股份转让给华润集团，同时推出股权激励计划，拟授予中高层管理人员和核心技术人员共 397 人 650 万股限制性股票。汾酒国企改革后，销售/管理人员薪酬提升，员工积极性不断增强，企业收入利润持续改善，2019 年公司收入/利润分别为 118.8/19.4 亿元，同增 25.8%/28.6%。

## 2、古井改制起了大早赶了晚集

集团改制起了大早，改制进度相对缓慢。2009年7月，公司实际控制人亳州市国资委将持有的古井集团40%股权以4.65亿元挂牌转让给上海浦创，上海浦创间接持有公司24.46%的股权。集团股权转让后，上海浦创并没有参与公司日常经营管理，仅委派了一名副总入驻集团公司。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，2019年11月，古井集团旗下古井酒店完成员工持股试点改革，战略投资者、古井酒店核心员工、瑞景商旅集团和古井集团共同持股。从集团2009年改制算起，过去十余年无论是集团还是针对股份公司白酒主业层面推进改制的进度相对缓慢。

图表 47 古井贡酒股权结构图



资料来源：公司公告、华创证券

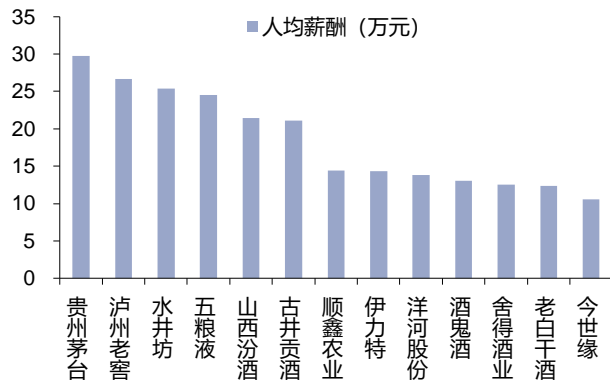
急需自上而下推动国改推进，提升企业经营活力。2019年4月，国务院对外发布《改革国有资本授权经营体制方案》。方案明确国有资本出资人职责部门及机构减少对国有企业的行政干预，国企改革后续有望提速，期待体制机制有效破局。此前，安徽省政府十三五规划中明确提及，支持重点白酒企业的兼并重组，组建一批规模大、竞争力强的白酒企业集团，推动徽酒企业做大做强做优，冲进白酒行业第一方阵。相较其他酒企，古井在上市层面国企改革推进相对较慢，公司对核心员工尤其是销售团队以较强业绩激励为主，短期未实现核心管理层及员工持股，期待后续改革推进，有助于经营活力提升及业绩释放。

图表 48 其他主要省份酒企国改政策梳理

省份	具体内容
四川	四川省人民政府办公厅对辖区内白酒企业下发《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》。明确提出重点加大财政资金对白酒企业兼并重组，到2020年产业规模要力争全省规模以上白酒产业主营业务收入达到3500亿元。
河南	河南省人民政府办公厅印发《河南省酒业转型发展行动计划(2017—2020年)》。明确指出，到2020年，河南省产白酒在省内市场份额突破40%；吨酒价占全国平均水平的比重突破80%；入库税收接近50亿元。
安徽	安徽省经信委发布《安徽省“十三五”食品产业发展规划》，将支持安徽省重点白酒企业的兼并重组，组建一批规模大、竞争力强的白酒企业集团。鼓励安徽省内白酒行业通过技术改造，构建“低投入、低消耗、高产出、高效益、生态化”的循环经济发展模式，大力发展生态酿酒。

资料来源：华创证券整理

图表 49 古井贡酒人均薪酬排名靠前（2019 年）



资料来源: Wind、华创证券

图表 50 古井贡酒主要高管薪酬

姓名	职务	薪酬 (万元)
闫立军	董事,常务副总经理	325
朱向红	总经理助理	306
张立宏	副总经理	145
叶长青	董事,副总经理,总会计师,董事会秘书	141
许鹏	董事,副总经理	94
周庆伍	董事,总经理	147
高家坤	总经理助理	127

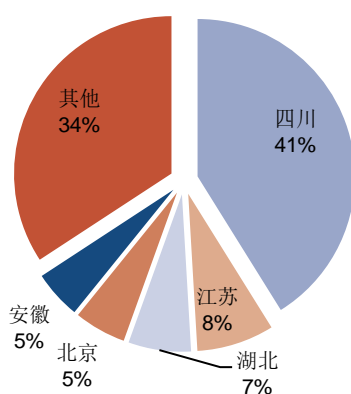
资料来源: Wind、华创证券

## （二）黄鹤楼酒：古井打法全面嫁接，期待黄鹤楼酒更上层楼

**湖北白酒产销大省，白酒产业第四极。**湖北是传统的白酒产销大省，2018 年湖北白酒产量为 56.00 万吨，占全国产量比重为 7%，位居全国第三。同时，湖北市场饮酒氛围浓厚，根据湖北政府产业研究室的相关数据，2017 年湖北规模以上白酒企业合计营收达到 322 亿元，合计利润为 78 亿元，均位居全国第四。我们预计湖北白酒市场规模在 350 亿元左右。

**湖北省内品牌众多，呈现“1+2+N”的格局。**湖北白酒品牌众多，总体呈现“1+2+N”的竞争格局，省内龙头劲酒收入规模超百亿，白云边、稻花香收入规模约 50 亿，黄鹤楼酒收入规模约 10 亿，其他如枝江大曲、楚园春、关公坊、石花、古隆中、西陵、黄山头、文峰、珍珠液等为代表的区域性地方酒企收入规模基本在 10 亿元以下。

图表 51 湖北白酒产量位居全国第三（2018 年）



资料来源: Wind、华创证券 注: 2019 年数据未披露

图表 52 湖北省内“1+2+N”竞争格局



资料来源: 酒业家、华创证券

**黄鹤楼品牌底蕴雄厚，深耕省会城市。**黄鹤楼酒前身是鄂酒典范“汉汾酒”，距今已有近百年历史，1984 年以古迹为名，更名为黄鹤楼酒，“特制黄鹤楼酒”在第四届全国评酒会上获得“中国名酒”称号；随后在 1989 年蝉联第五届“中国名酒”称号。因此，同为名酒，黄鹤楼酒自身品牌背书也分量十足，品牌底蕴雄厚，品质实力过硬。黄鹤楼酒过去以武汉市场为大本营，销售规模一度超过 10 亿元，产品有 100 元以下的佳酿和 100-350 元的秘酿原浆。

**稳健经营培育市场，收购后实现多方位改善。**2016年5月，公司收购黄鹤楼酒业，公司具有丰富营销经验的许鹏和朱向红先生分别出任黄鹤楼酒业董事长、总经理。收购完成三年以来，黄鹤楼酒在渠道、市场、产品等方面复制古井在安徽大本营市场打法，实现稳健增长。**1) 渠道营销方面：**黄鹤楼酒吸收借鉴古井优秀成熟的营销模式，高举高打，加大费用投放力度，打造“空中有声音+地面有画面+全年有活动”的立体化营销；**2) 产品方面：**公司以“一楼三香”为产品主线，深度聚焦五大核心单品生态原浆12年和15年、陈香1979和1989、小黄鹤楼135，同时积极宣传“柔而不淡，香而不艳”的独特风格。**3) 考核体系层面：**复制加改良古井的考核体系，从市场容量、执行过程、费用管理等各个方面进行监管和考核，监管主要分为系统监管和消费端督导，对费用精细化管理和落地执行效果监管较严。

图表 53 黄鹤楼酒产品线



资料来源：酒说、华创证券

图表 54 黄鹤楼酒产品结构

产品名称	度数	香型	价格(元)
陈香 1979	42 度	浓香型	418
陈香 1989	42 度	浓香型	298
生态原浆 15 年	42 度	兼香型	258
生态原浆 12 年	42 度	兼香型	128
小黄鹤楼 135	42 度	浓香型	21.5

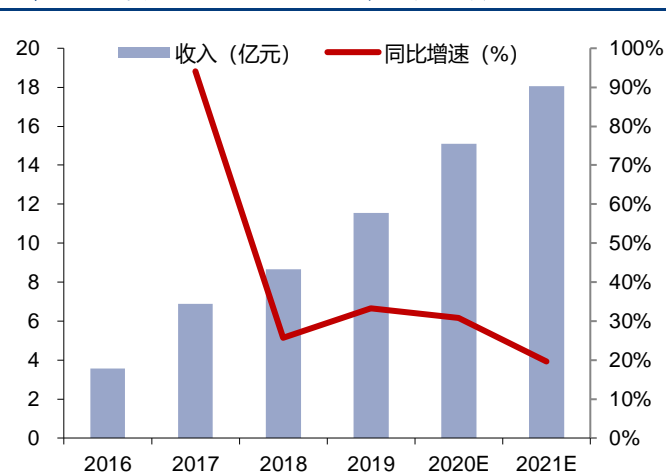
资料来源：京东、华创证券

图表 55 黄鹤楼酒高管营销经验丰富

高管	曾任职务	现任黄鹤楼酒业职务
许鹏	亳州古井销售公司市场监察部总监、副总经理	董事长
朱向红	亳州古井销售有限公司产品部经理、皖北大区总经理、安徽运营中心总经理、销售公司常务副总经理	总经理
王超	亳州古井销售有限公司市场部副总经理	营销副总经理
麻玉侠	亳州古井销售有限公司市场部副总经理	财务总监

资料来源：Wind、华创证券

图表 56 黄鹤楼酒收入完成情况和业绩承诺



资料来源：公司公告、华创证券 注：2020 年之后为业绩承诺

## 四、估值和投资建议

### (一) 收入拆分及预测

总体来看，我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 110.36/140.69/171.61 亿元，对应增速为 5.9%/27.5%/22.0%，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 21.92/30.44/38.45 亿元，对应增速为 4.5%/38.8%/26.3%。

**收入端：**1) 古井方面：公司古 8 及以上产品放量势头良好，预计 2020-2022 年古 8 及以上增速分别为 25.7%/55.2%/39.6%；古 5 和献礼版量增有限，预计古 5 收入增速为 2.7%/11.1%/6.1%，献礼版收入增速为

0.7%/6.1%/3.0%。2) 黄鹤楼方面：考虑疫情影响，结合公司收入指引，我们预计 2020-2022 年黄鹤楼收入增速分别为 -25.0%/30.0%/20.0%。

**盈利端：1) 毛利率：**随着古 8 及以上高毛利率产品占比提升，公司产品结构显著优化，毛利率持续提升，预计 2020-2022 年毛利率分别为 77.9%/80.1%/81.4%；**2) 费用率：**公司省内费用率进入下行通道，造血功能持续强化，费用投放效率也逐步提升，预计 2020-2022 年销售费用率分别为 30.3%/30.2%/30.2%，管理费用率分别为 7.2%/6.5%/6.5%。

图表 57 古井贡酒收入拆分及预测（亿元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
白酒收入	85.2	101.6	107.9	138.1	168.8
YoY	24.9%	19.3%	6.2%	27.9%	22.2%
销售量（吨）	82819	90319	81979	87276	85380
YoY	-1.4%	9.1%	-9.2%	6.5%	-2.2%
白酒毛利率	78.0%	78.0%	79.0%	81.0%	82.3%
其中：					
年份原浆献礼版	21.1	22.9	23.0	24.4	25.1
YoY	14.0%	8.5%	0.7%	6.1%	3.0%
年份原浆古 5	23.3	25.1	25.7	28.6	30.3
YoY	16.2%	7.4%	2.7%	11.1%	6.1%
年份原浆古 8 及以上	19.1	34.1	42.9	66.5	92.9
YoY	110.0%	78.3%	25.7%	55.2%	39.6%
中低端酒	12.8	8.1	7.7	7.3	6.9
YoY	-6.3%	-36.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
黄鹤楼酒	8.7	11.5	8.7	11.2	13.5
YoY	25.7%	33.2%	-25.0%	30.0%	20.0%
古 8 及以上占年份原浆比重	30.0%	41.6%	46.8%	55.7%	62.6%

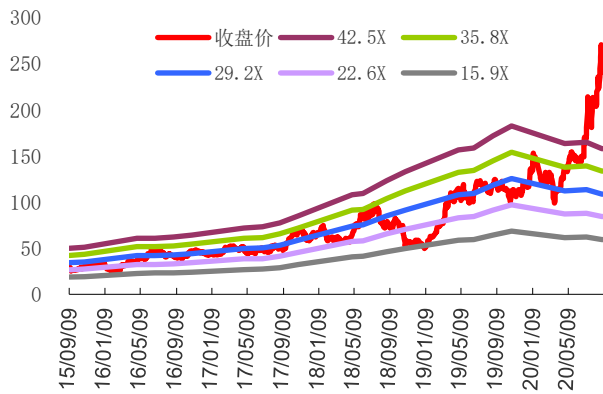
资料来源：Wind、公司调研、华创证券

## （二）估值及投资建议

公司省内市场三大战役有序推进，古 8 及以上产品快速放量，市场份额不断提升，费用率进入下行通道，造血功能进一步强化。省外策略及时调整，当前积极推动产品结构升级，招商质量和广度有所提升，看好公司高端化和全国化再上台阶。展望未来，期待公司改制和资本运作双花结果，自上而下推动改制进程，增强企业活力；期待黄鹤楼更上层楼，把握机遇更好的发挥双品牌协同效应。我们预计 2020-2022 年 EPS 预测 4.35/6.04/7.63 元，对应 PE 分别为 54/39/31 倍，考虑公司增长势能良好，同时未来改制将进一步增强经营活力，参照汾酒路径，我们乐观给予 22 年 40 倍 PE，维持目标价 310 元，维持“强推”评级。

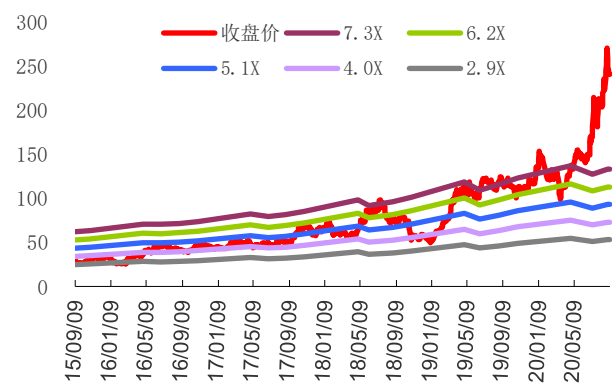


图表 58 古井贡酒 PE Band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 59 古井贡酒 PB Band



资料来源: Wind, 华创证券

## 五、风险提示

次高端酒需求不及预期, 省外扩张不及预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,620	7,270	9,536	12,780
应收票据	1,004	1,064	1,286	1,483
应收账款	41	43	55	67
预付账款	197	73	56	64
存货	3,015	3,025	3,431	3,830
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6,269	7,928	10,222	13,504
流动资产合计	10,526	12,133	15,050	18,948
其他长期投资	5	5	5	5
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1,723	1,819	2,103	2,154
在建工程	184	484	584	584
无形资产	786	707	636	573
其他非流动资产	642	628	617	608
非流动资产合计	3,345	3,648	3,950	3,929
<b>资产合计</b>	<b>13,871</b>	<b>15,781</b>	<b>19,000</b>	<b>22,877</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	704	706	814	923
应付账款	563	565	652	739
预收款项	530	0	0	0
合同负债	0	883	1,407	2,059
其他应付款	1,316	1,316	1,316	1,316
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,134	1,187	1,312	1,458
流动负债合计	4,247	4,657	5,501	6,495
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	192	192	192	192
非流动负债合计	192	192	192	192
<b>负债合计</b>	<b>4,439</b>	<b>4,849</b>	<b>5,693</b>	<b>6,687</b>
归属母公司所有者权益	8,944	10,381	12,669	15,441
少数股东权益	488	551	638	749
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,432</b>	<b>10,932</b>	<b>13,307</b>	<b>16,190</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,871</b>	<b>15,781</b>	<b>19,000</b>	<b>22,877</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>192</b>	<b>2,809</b>	<b>3,376</b>	<b>4,351</b>
现金收益	2,323	2,506	3,377	4,223
存货影响	-608	-10	-406	-399
经营性应收影响	319	64	-216	-215
经营性应付影响	-62	357	718	850
其他影响	-1,779	-108	-97	-108
<b>投资活动现金流</b>	<b>2,672</b>	<b>-600</b>	<b>-600</b>	<b>-300</b>
资本支出	-356	-614	-610	-309
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	3,028	14	10	9
<b>融资活动现金流</b>	<b>-755</b>	<b>-559</b>	<b>-510</b>	<b>-807</b>
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-755	-787	-1,115	-1,393
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	228	605	586

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>10,417</b>	<b>11,036</b>	<b>14,069</b>	<b>17,161</b>
营业成本	2,426	2,434	2,806	3,184
税金及附加	1,593	1,688	2,151	2,624
销售费用	3,185	3,344	4,249	5,183
管理费用	685	795	914	1,115
研发费用	42	45	57	70
财务费用	-98	-45	-50	-54
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	18	0	0	0
投资收益	126	100	100	100
其他收益	98	80	80	80
<b>营业利润</b>	<b>2,823</b>	<b>2,955</b>	<b>4,120</b>	<b>5,218</b>
营业外收入	58	57	58	58
营业外支出	8	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>2,873</b>	<b>3,002</b>	<b>4,168</b>	<b>5,266</b>
所得税	715	747	1,037	1,311
<b>净利润</b>	<b>2,158</b>	<b>2,255</b>	<b>3,131</b>	<b>3,955</b>
少数股东损益	60	63	87	110
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,098</b>	<b>2,192</b>	<b>3,044</b>	<b>3,845</b>
NOPLAT	2,084	2,221	3,093	3,915
EPS(摊薄) (元)	4.17	4.35	6.04	7.63

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	19.9%	5.9%	27.5%	22.0%
EBIT 增长率	19.8%	6.6%	39.2%	26.6%
归母净利润增长率	23.7%	4.5%	38.8%	26.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	76.7%	77.9%	80.1%	81.4%
净利率	20.7%	20.4%	22.3%	23.0%
ROE	22.2%	20.1%	22.9%	23.7%
ROIC	25.3%	23.6%	27.5%	29.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	32.0%	30.9%	30.0%	29.3%
债务权益比	2.0%	1.8%	1.4%	1.2%
流动比率	247.8%	260.5%	273.6%	291.7%
速动比率	176.9%	195.6%	211.2%	232.8%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	78	83	78	79
存货周转天数	402	447	414	411
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.17	4.35	6.04	7.63
每股经营现金流	0.38	5.58	6.70	8.64
每股净资产	17.76	20.61	25.16	30.66
<b>估值比率</b>				
P/E	56	54	39	31
P/B	13	11	9	8
EV/EBITDA	47	44	33	26

## 食品饮料组团队介绍

### 组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，金融学专业，4年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017年新财富第一、2018年水晶球第一、2019年新财富第三团队核心成员，2020年加入华创证券研究所。

### 分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019年加入华创证券研究所。

### 分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

### 研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

### 研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500