

兼修内外功，跃向双百亿

——古井贡酒(000596)深度报告

报告要点:

● 投资建议

公司是徽酒龙一，以营销力、渠道力强大著称，成功树立徽酒品牌势能，率先站稳安徽次高端高地，开启环安徽、全国化扩张。我们预计公司 22/23/24 年归母净利润 29.47/36.48/44.87 亿元，对应 6 月 20 日 PE 42/34/28 倍（市值 1250 亿元），给予“买入”评级。

● 古井贡酒：徽酒龙一

古井贡酒是中国老八大名酒，坐落于世界十大烈酒产区之一的安徽亳州，产品渊源于东汉末年，成功建立“三品四香”产品矩阵，在安徽的市场份额遥遥领先。公司实控人为亳州市国资委，控制公司 51.34% 股权（21A）。21A，公司营收/归母净利润双创新高，分别达到 132.70/22.98 亿元，同比+28.93%/+23.90%；22Q1，公司营收/归母净利润+27.71%/+34.90%。

● 营销力、渠道力是起家本事，执行力强大

1) 以营销力、渠道力强大著称：公司营销团队执行力强大，营销认知维度高，成功占据消费者心智，树立品牌势能；渠道掌控力强，自 09 年起大力落实“三通”工程，截至 21 年末古井贡酒共有经销商 4007 家，位列徽酒第一，有效实现深度分销，地面部队掌控力强。

2) 管理力卓越，执行力强：董事长梁金辉先生自 2008 年起主管销售，2014 年担任董事长，带领古井贡酒步入高速增长阶段；核心团队从 2008 年开始打造年份原浆系列战略单品，从小到大，从无人问津到声名远扬，到 2021 年已超 90 亿元体量。

● 古 20 放量次高端，开启全国化扩张

1) 率先站稳安徽次高端高地：公司 100-300 元中高端价格带地位稳固，300-800 元次高端价格带快速放量，以古 20、古 16 为核心，公司在徽酒企业中率先升级价格带，站稳战略高地、打开次高端成长空间，同时以古 20、古 16 进一步带动古 8、古 5 增长。

2) 开启全国化扩张：公司强大的营销力和渠道力，叠加古 20 成功站稳安徽次高端战略高地所形成的势能，以古 20、古 16、古 8 为核心，有力支撑公司走出安徽、走向全国，加速公司的环安徽增长、全国化增长。

3) 古井渠道力与营销力，帮助明光酒业插上翅膀：公司 21 年初收购明光是重要布局，明光拥有差异化的绿豆香型，基酒储备充足，缺的正是强大的渠道力/营销力，而这正是古井的强项。我们认为，明光在获得古井赋能后，有望迎来快速增长。

● 徽酒：成长动能强劲

1) 安徽白酒市场成长动能强劲：根据酒业家数据，2021 年安徽省白酒市场规模约 350 亿元。徽酒增长核心驱动力来源于安徽省经济高速增长与消费升级，2021 年，安徽省人均可支配收入达 3.09 万元，同比+9.97%，人均消费支出 2.19 万元，同比+16.07%，全省 GDP 4.30 万亿元，同比+8.30%，消费升级动能强劲。

2) 徽酒占据安徽白酒市场统治地位：徽酒呈现一超双强格局，21 年“古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒”在安徽的市场份额约为 32.32%/11.65%/7.81%，CR3 达到 51.78%，徽酒在安徽省内次高端、中高端市场占据统治地位。

● 风险提示

食品安全风险、省内竞争加剧风险、疫情波动风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10292.06	13269.83	15976.42	19143.86	22760.89
收入同比(%)	-1.20	28.93	20.40	19.83	18.89
归母净利润(百万元)	1854.58	2297.89	2946.87	3647.95	4486.92
归母净利润同比(%)	-11.58	23.90	28.24	23.79	23.00
ROE(%)	18.47	13.90	16.08	17.54	18.84
每股收益(元)	3.51	4.35	5.57	6.90	8.49
市盈率(P/E)	67.38	54.38	42.40	34.26	27.85

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

买入|首次评级

基本数据

52 周最高/最低价(元): 274.0 / 164.06

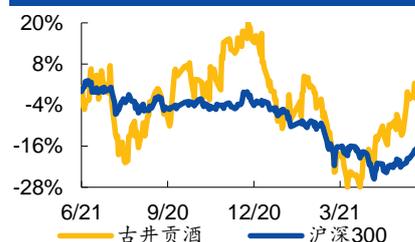
A 股流通股(百万股): 528.60

A 股总股本(百万股): 528.60

流通市值(百万元): 124961.04

总市值(百万元): 124961.04

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

电话 021-51097188

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

联系人 袁帆

电话 021-51097188

邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

目 录

1.老八大名酒，稳坐安徽头把交椅	4
1.1 安徽白酒龙一，年份原浆精准卡位	4
1.2 收入利润创新高，结构升级带动业绩提升	5
2.白酒行业集中度提升，古井贡酒领跑徽酒	7
2.1 行业：低端产能出清，消费升级持续	7
2.1.1“集中度提高+消费升级”共促盈利提升	7
2.1.2 安徽：白酒消费大省，一超双强份额过半	9
2.2 政策支持白酒发展，需求推动市场扩容	11
2.3 对标江苏，26 年安徽白酒规模有望达 519 亿	13
3.公司业绩增长确定性强，次高端持续放量	14
3.1 业绩增长确定性强	14
3.2 古 20 持续放量，次高端快速推进	14
3.3 收购明光酒业，产品差异渠道协同，巩固领先优势	15
4.公司以营销力、渠道力强大著称，执行力强大	16
4.1 品牌、品质历久弥新，营销力强大	16
4.2 丰富产品矩阵增强竞争力	17
4.2.1 古井贡：核心产品年份原浆领跑省内市场	18
4.2.2 黄鹤楼：湖北名酒，底蕴深厚	20
4.2.3 明光酒：环境、工艺成就品质，绿豆酿造风味独特	21
4.3 渠道基础省内第一，精细化、扁平化提高效率	22
4.4 管理力卓越，执行力强	23
5.盈利预测及投资建议	24
5.1 盈利预测	24
5.2 投资建议	26
6.风险提示	26

图表目录

图 1：古井贡酒发展历程	4
图 2：古井贡酒股权结构（2021 年报）	5
图 3：古井贡酒营收及增速	5
图 4：古井贡酒归母净利润及增速	5
图 5：公司与同业毛利率对比	6
图 6：公司与同业净利率对比	6
图 7：公司各系列产品营收占比	6
图 8：公司与同业销售费用率对比	7
图 9：公司与同业管理费用率对比	7
图 10：公司与同业总资产周转率对比（次）	7
图 11：公司与同业权益乘数对比	7

图 12: 2015-2021 年白酒行业产量/产销率 (万千升/%)	8
图 13: 2015-2021 年白酒行业销售收入及利润	8
图 14: 2021 年白酒行业市场份额	8
图 15: 2019-2021 年行业市占率情况	8
图 16: 安徽白酒各价格带占比 (%)	10
图 17: 2021 年省内市场竞争格局 (%)	10
图 18: 安徽省 GDP 增速 (%)	12
图 19: 安徽省人均可支配收入 (元, %)	12
图 20: 安徽省与全国固定资产投资完成额增速 (%)	13
图 21: 安徽/江苏两省城镇/农村居民人均可支配收入 (元)	13
图 22: 安徽省白酒市场规模预测 (亿元)	14
图 23: 古井贡酒 21 年及 22Q1 营业总收入及归母净利润	14
图 24: 古井贡酒合同负债规模 (分季度)	14
图 25: 年份原浆系列收入及吨价趋势	15
图 26: 明光酒五款新品	16
图 27: 古井贡酒年份原浆古 20 独家冠名江苏春晚	17
图 28: 古井贡酒年份原浆古 20 携手中国诗词大会	17
图 29: 公司不同系列产品收入占比	18
图 30: 黄鹤楼首创生态洞酿技术	20
图 31: 2019-2021 年徽酒前三经销商数量 (家)	22
图 32: 2019-2021 年徽酒前三单个经销商收入 (万元)	22
图 33: 古井贡酒销售费用率逐年下降 (%)	23
图 34: 1997-2021 年公司营业收入趋势 (亿元)	23
表 1: 安徽省白酒主流价格带变化	9
表 2: 白酒价格带划分及代表产品	10
表 3: 三家白酒企业基本情况对比	11
表 4: 中国酒业“十四五”发展规划	11
表 5: 公司主要产品一览	17
表 6: 年份原浆获得的部分荣誉	18
表 7: 年份原浆产品特点	19
表 8: 黄鹤楼业绩承诺及完成情况	21
表 9: 明绿液酒驰名中外	21
表 10: 公司董事会及高管情况 (截至 2021.12.31)	24
表 11: 古井贡酒盈利预测拆分	25
表 12: 可比公司估值情况	26

1. 老八大名酒，稳坐安徽头把交椅

1.1 安徽白酒龙一，年份原浆精准卡位

老牌白酒企业，业绩再创新高。安徽古井贡酒股份有限公司是中国老八大名酒企业，坐落于世界十大烈酒产区之一的安徽亳州，产品渊源于东汉末年，以年份原浆为代表的产品广受消费者认可，是徽酒的知名代表，份额在安徽市场遥遥领先。2021年，古井贡酒在“华樽杯”品牌价值评选中，以2006.72亿元的品牌价值位列白酒行业全国第四、安徽第一名。2021年古井营收/归母净利润双创新高，分别为132.70亿元/22.98亿元，同比增长29%/24%。

公司营收破百亿，品牌建构步入新时代。1996年，古井贡酒成为国内首家A/B股上市白酒企业。2008年，古井贡酒年份原浆系列问世。2014年，古井贡酒登顶安徽省白酒企业营收榜。2016年，古井贡酒收购武汉黄鹤楼酒业51%股权，开启白酒双品牌运作模式，迈出省外开拓重要一步。2019年，公司营收首次突破百亿。2020年，公司推出差异化古香型高端酒年份原浆“年三十”。2021年，公司收购安徽名酒明光酒业60%股权，进一步稳固省内白酒龙头的市场地位。

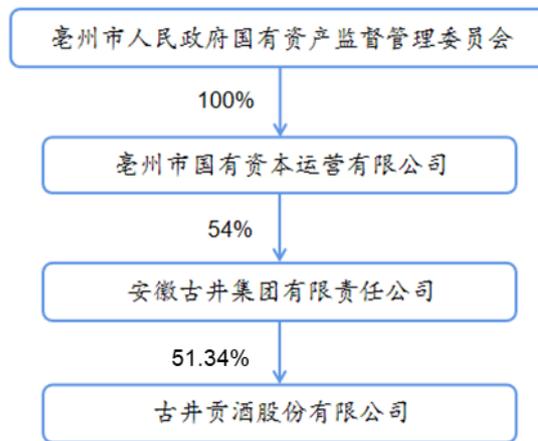
图 1：古井贡酒发展历程



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

亳州市国资委控股，股权结构稳定。根据 2021 年报，公司第一大股东为安徽古井集团，持股比例 51.34%；公司实际控制人为亳州市国资委，公司股权结构稳定。截至 22Q1，控股股东质押 1.14 亿股，占总股本的 21.57%，占其持有股份的 42.16%。

图 2：古井贡酒股权结构（2021 年报）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.2 收入利润创新高，结构升级带动业绩提升

营收、净利润创新高，业绩走上快车道。古井贡酒 21 年实现营收/归母净利润 132.70/22.98 亿元，同比+28.93%/+23.90%，22Q1 实现营收/归母净利润 52.74/10.99 亿元，同比+27.71%/+34.90%，16-21 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 17.14%/22.60%。随着疫情冲击的减弱，古井经营业绩重新回到快车道。

图 3：古井贡酒营收及增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

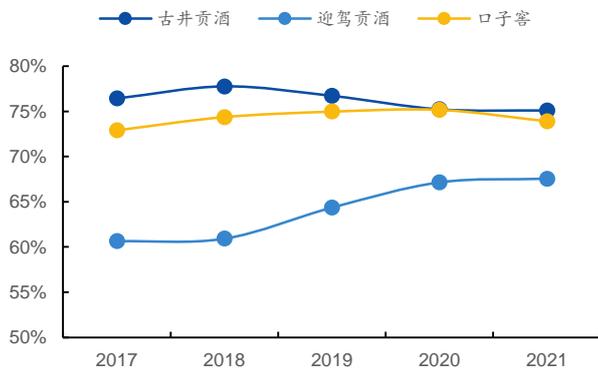
图 4：古井贡酒归母净利润及增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

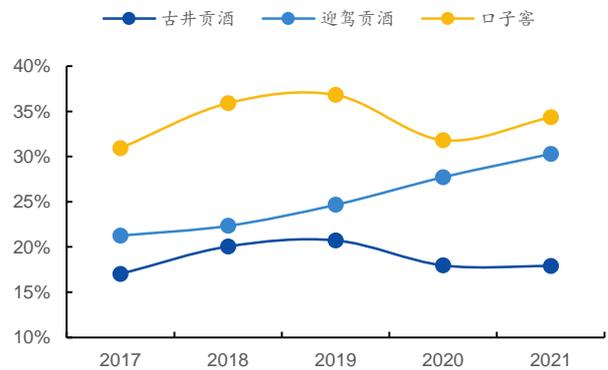
毛利率水平徽酒第一，销售费用率较高拉低净利率。在徽酒 CR3 中，古井贡酒毛利率最高，2021 年为 75.10%，较口子窖、迎驾贡酒分别高出 1.20pcts/7.56pcts。但由于古井贡酒精耕渠道，经销商数量多、分布密集，同时广告投放力度高于同业，销售费用占比较高，净利率低于口子窖和迎驾贡酒。

图 5：公司与同业毛利率对比



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

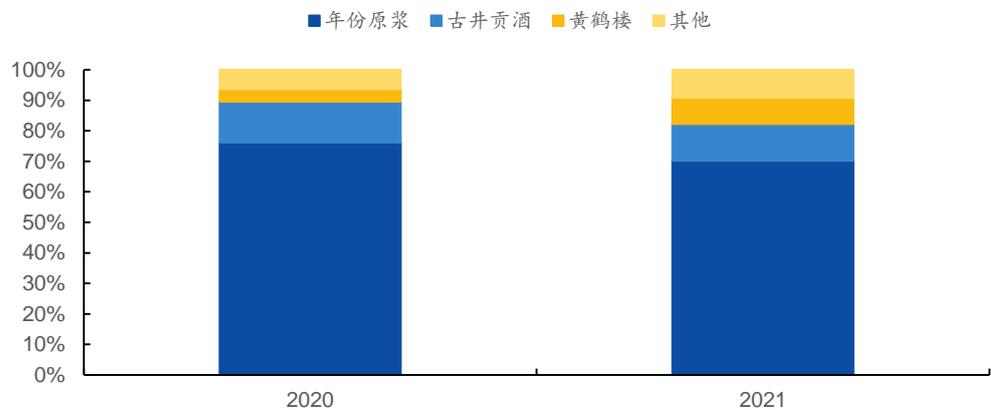
图 6：公司与同业净利率对比



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

年份原浆盈利能力独占鳌头，黄鹤楼疫后复苏。按产品系列分，2021 年年份原浆/黄鹤楼/古井贡酒毛利率分别为 83.20%/75.10%/58.61%，较上年+1.70pcts/+6.52pcts/-1.63pcts；三者分别实现营收 93.08/16.09/11.34 亿元，占比 70.1%/12.1%/8.5%，较上年分别+18.81%/+16.62%/+168.69%。消费升级下，年份原浆系列销售持续向好，毛利率改善；黄鹤楼业绩在湖北省疫情防控较好、经济逐步复苏的背景下较快回升。

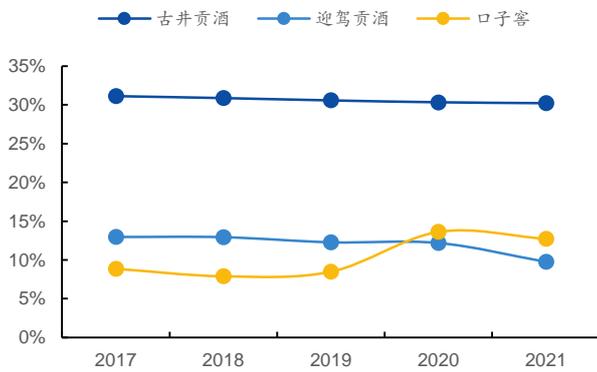
图 7：公司各系列产品营收占比



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

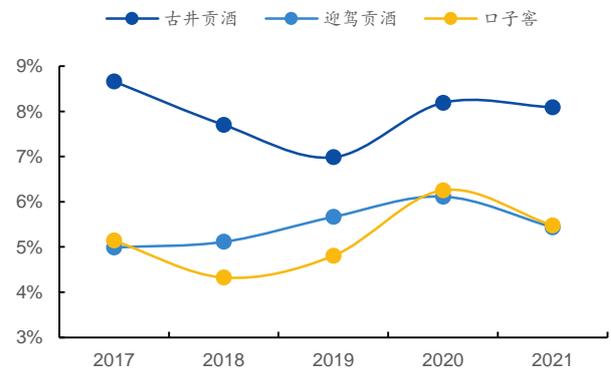
精耕渠道背景下，销售费用率长期高位。21 年古井贡酒销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 30.20%/8.09%/-1.54%/0.39%，分别较上年-0.12pct/-0.09pct/+1.00pct/+0.00pct，总体保持稳定。对比同业，古井贡酒销售费用率位于行业上游。

图 8：公司与同业销售费用率对比



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

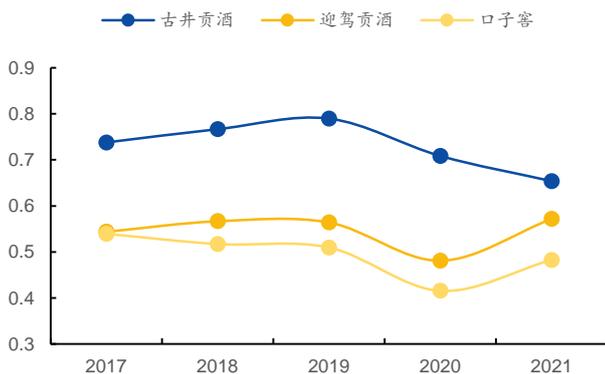
图 9：公司与同业管理费用率对比



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

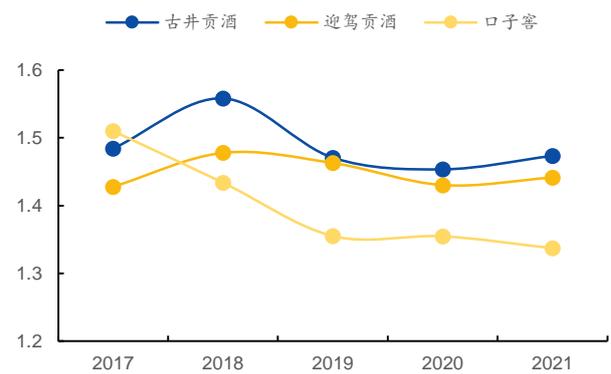
古井贡酒周转速度优于同业。2021 年古井贡酒总资产周转率/权益乘数分别为 0.65 次/1.47。对比同行，古井贡酒总资产周转率较高，体现出其优于同行的营运能力；权益乘数与可比公司接近，说明古井贡酒财务杠杆适中，体现出稳健的抗风险能力。

图 10：公司与同业总资产周转率对比（次）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 11：公司与同业权益乘数对比



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

2.白酒行业集中度提升，古井贡酒领跑徽酒

2.1 行业：低端产能出清，消费升级持续

2.1.1 “集中度提高+消费升级”共促盈利提升

白酒行业进入挤压式增长阶段。根据国家统计局数据，2021 年全国规模以上白酒企业总产量 716 万千升，同比微降 0.60%。2016-2018 年白酒行业实现低端产能出清，2019-2021 年白酒产量规模基本维持稳定。白酒的市场需求相对稳定，产销率基本保持在 96%以上。

“集中度提高+消费升级”共同促进行业利润增长。根据中国酒业协会数据，2021

年我国白酒行业实现销售收入 6033 亿元，同比增长 18.60%；实现利润总额 1702 亿元，同比增长 33.00%。与白酒行业逐渐减少的产量形成对比，白酒市场规模稳中有增，利润额快速增长，2016-2021 年期间白酒行业利润 CAGR 为 16.38%，我们认为利润额增速较快主要由于：

1) 市场逐步出清，行业集中度提高，效益向优势产区和企业集中。根据中国酒业协会数据，2017 年全国规模以上白酒企业为 1563 家，2019 年为 1176 家，2021 年 963 家，数量持续减少，行业集中程度不断提升。2021 年贵州茅台销售收入 1094.64 亿元，居于行业龙头地位，市场份额为 17.58%，其次为五粮液，市占率为 10.23%。行业 CR2、CR5、CR10 近几年均有不同幅度的提升。

2) 白酒品牌持续高端化升级。在高端白酒存量一定且增量有限的基础上，一线酒企及区域龙头酒企凭借自身强品牌力实现价格带提升和产品提价，提高自身的盈利能力。

图 12：2015-2021 年白酒行业产量/产销率（万千升/%）

图 13：2015-2021 年白酒行业销售收入及利润

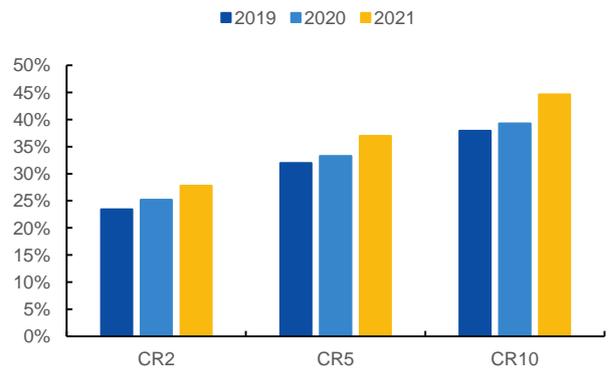
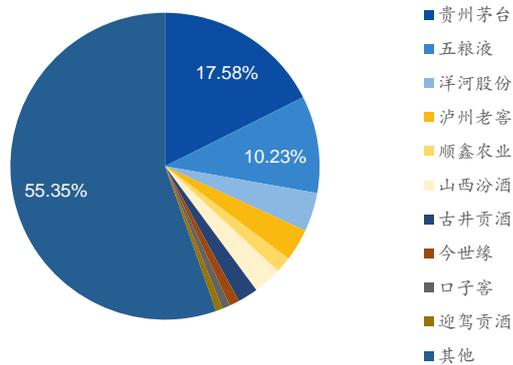


资料来源：Wind、Iifind、华经产业研究院、国元证券研究所整理

资料来源：中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 14：2021 年白酒行业市场份额

图 15：2019-2021 年行业市占率情况



资料来源：Wind、Iifind、中国酒业协会、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：市场规模来自中国酒业协会，各公司股份根据披露的白酒业务收入计算。

2.1.2 安徽：白酒消费大省，一超双强份额过半

安徽市场规模较大，白酒消费量居于全国前列。根据酒业家数据，2021 年安徽省白酒市场规模 350 亿元，徽酒占比为 66%，较 2018 年的 60% 有所提升。考察了饮用白酒渗透率、人均白酒饮用量以及白酒饮用频率后，由腾讯新闻、益普索与暗中观察局联名发布的《2021 年中国白酒消费洞察白皮书》中将安徽省列为我国各省份中的“饮酒力”第三名，安徽省人均月饮酒量为 5.6 两。

几轮消费升级促进安徽白酒主流价格带逐步上移。根据华经情报网数据，21 世纪初，安徽白酒主流价格集中在 40-80 元，高炉家为省内龙头，古井在 2008 年推出年份原浆系列。2011 年安徽开始第一轮消费升级，主流价格带提升至 80-120 元，代表产品有年份原浆古 5、口子 5、金种子柔和等。在白酒行业深度调整后，2016 年省内开始启动第二轮消费升级，主流价格带提升至 90-150 元，迎驾洞藏 6、古井 5/8 等更高端产品逐渐普及。目前安徽省持续消费升级，驱动中高端、次高端产品放量，高端产品市场扩容。

表 1：安徽省白酒主流价格带变化

事件	年份	主流价格带（元）	代表产品
21 世纪前十年	2002-2004	40-80	高炉家（省内龙头）、老明光
	2005-2010	60-100	金种子、口子 5/6、古井 5、迎驾金/银星
第一轮消费升级	2011-2015	80-120	年份原浆古 5、口子 5/献礼、金种子柔和
第二轮消费升级	2016-2018	90-150	迎驾洞藏 6、古井 5/8、口子 5/6、洋河海之蓝
第三轮消费升级	2018 年至今	200 元以上	古井 5/8、迎驾洞藏 6/9

资料来源：华经情报网、国元证券研究所整理

中高端产品占比最高，市场仍有提升空间。根据酒食新消费 2022 年数据，目前安徽省白酒 100-300 元区间的中高端价格带市场规模约为 140 亿元，占比最高为 40%；其次是 100 元以下的大众价格带，市场规模约为 123 亿元，占比约 35%，以地产品牌为主，竞争激烈；300-800 元的次高端价格带市场容量为 46 亿元，占比约 13%。总体上，目前安徽白酒市场中 300 元以下的产品占比达 75%，未来下一轮消费升级的开启将带动白酒价格带提高，安徽白酒市场仍有较大发展空间。

安徽省白酒企业众多，省内酒企一超双强。根据安徽省统计局数据，截至 2019 年末，规模以上白酒企业 101 家，上市酒企 4 家，分别为古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒与金种子酒，地方酒企如高炉家、宣酒、文王贡等掌握各自市场渠道。按照前述 350 亿元的市场规模估算，2021 年安徽省内白酒市场 CR3 约为 51.78%，古井贡酒的市场份额最高为 32.32%，口子窖/迎驾贡酒分别占比 11.65%/7.81%。省内酒企主要占据 100-300 元中高端产品市场；300-800 元价格带上，省内品牌份额快速提升；800 元以上价格带主要是茅台、五粮液等全国化品牌。

图 16: 安徽白酒各价格带占比 (%)

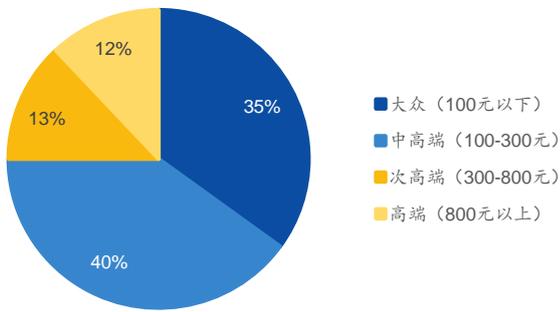
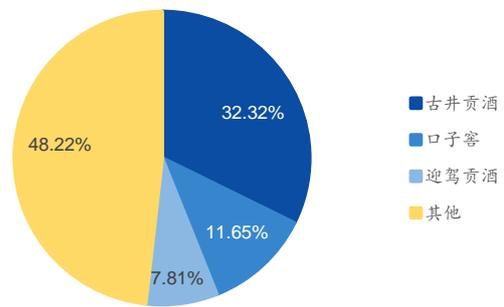


图 17: 2021 年省内市场竞争格局 (%)



资料来源：酒食新消费、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、酒业家、国元证券研究所整理

注：市场规模根据酒业家数据，古井贡酒未公布安徽省收入，以华中数据估算。

表 2: 白酒价格带划分及代表产品

档次	价格带	省内品牌					省外品牌	企业类型	市场定位
		古井贡酒	口子窖	迎驾贡酒	金种子酒	其他			
高端	800 元以上	年三十、古 26	口子窖 30	洞藏大师版	徽蕴 20	-	茅台、五粮液、国 政商务、送礼、 窖 1573、洋河 M6、 M9 收藏	全国名酒	
次高端	300 元-800 元	古 8、古 16、古 20	口子窖 20	洞藏 16、20	徽蕴 10	-	洋河 M3、剑南春、政商务、宴会、全国名酒、 酒鬼酒、山西汾酒 送礼	省级龙头	
中高端	100 元-300 元	古 5、古 7	口子窖 5、6、10	洞藏 6、9	金种子 8	-	海之蓝 中端消费	省级龙头	
大众	100 以下	老玻贡	老口子窖	迎驾金/银星	祥和种子	皖酒、宣酒、牛栏山、老村长、 文王贡等	大众消费	区域酒企	

资料来源：酒食新消费、国元证券研究所整理

古井贡酒规模最大，三大酒企各有侧重。古井贡酒营收及利润规模均高于口子窖和迎驾贡酒。1) 在产品结构上，古井贡酒实行聚焦战略，主推中高端“年份原浆”，并在全国化战略引导下推动古 20 的省外扩张；口子窖开创“盘中盘”模式，以口子 5 发力中高端市场，保持优势，2021 年推出次高端战略新品口子窖兼香 518；迎驾贡酒为迎合消费升级趋势，2015 年推出生态洞藏系列，并以生态酿造理念打造生态白酒领军品牌形象。2) 在地理分布上，古井贡酒坚持推进“全国化、次高端”战略；口子窖与迎驾贡酒的销售重点方向不同，口子窖聚焦淮北、安庆、马鞍山，迎驾贡酒聚焦六安、淮南等地，两者立足各自优势地区，向全省、全国扩张。

表 3：三家白酒企业基本情况对比

公司	营收/归母净利润 (2021 年)	产品结构	地理分布	优势
古井贡酒	132.70/22.98 亿元	主打年份原浆系列，消费升级显著，古 16 和古 20 在次高端市场已占据一定份额	坚持“全国化、次高端”，省内品牌力强，省外品牌力强；采取大商模式，重点布局江苏、河北、河南、山东局部市场提高市占率，逐渐向全国推进，渠道已下沉至乡镇	
迎驾贡酒	45.77/13.82 亿元	核心产品为洞 6、洞 9，核心价格带为 150-300 元，洞 16、洞 20 站稳 300-600 价格带，洞藏系列放量	省内加强渠道建设与下沉，聚焦六安、淮南向全省辐射；省外聚焦江苏、上海向华东、华中、华南辐射，加强高端洞藏系列布局	渠道利润高，四大销售子公司分管不同系列产品
口子窖	50.29/17.27 亿元	核心产品为口子 5、6，口子 10 及以上占比快速提升	省内构建三级市场体系，淮北地区全覆盖，安庆、马鞍山重点推广，其他地级市采用大商模式；省外重点布局省会城市及二三线城市团购业务	品牌成立时间长，消费者认可度高；具备团购资源；大商渠道利润高，经销商合作年限长，粘性强

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

2.2 政策支持白酒发展，需求推动市场扩容

政策支持白酒行业发展。2021 年，中国酒业协会发布《中国酒业“十四五”发展指导意见》，《意见》指出：1) 在产业目标上，预计 2025 年，中国酒类产业将实现酿酒总产量 6690 万千升，比“十三五”末增长 23.9%，销售收入达 14180 亿元，增长 69.8%；实现利润 3340 亿元，增长 86.4%，年均递增 13.3%。2) 白酒产业 2025 年计划产量 800 万千升，比“十三五”末增长 8.0%，销售收入达 9500 亿元，增长 62.8%，实现利润 2700 亿元，增长 70.3%。

安徽省出台政策支持省内白酒企业。2020 年安徽省经济和信息化厅、安徽省商务厅及安徽省市场监督管理局发布《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，提出主要目标：到 2025 年安徽白酒企业实现营业收入 500 亿元，酿酒总产量 50 万千升，培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家，打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业。

表 4：中国酒业“十四五”发展规划

序号	对象	目标规划
1	产业目标	中国酒类产业将实现酿酒总产量 6690 万千升，销售收入达 14180 亿元，实现利润 3340 亿元
2	产业结构	打造世界级产业集群
3	品牌培育	实施世界级酒类产品品牌培养计划
4	市场建设	实施酒类大商 1510 培育计划，培育千亿级酒类大商至少一家，百亿级 5 家，50 亿级大商 10 家
5	科技创新	培育和建设传统制造业（白酒、黄酒、露酒）先进创新中心
6	生态保护	构建酒类产业生态酿造体系，如建立健全酒业碳排放标准体系建设，形成完整的“零碳”理念和“零碳”发展模式
7	知识产权	设立反侵权假冒伪劣工作促进委员会

序号	对象	目标规划
8	原料基地建设	积极推行白酒、黄酒酿酒专用粮基地建设，全力推进酿酒葡萄品种研究与产区规划工作，推进啤酒原料国产化发展和研究，形成国内、国际双驱动的保障供给格局
9	白酒	白酒产业 2025 年计划产量 800 万千升，比“十三五”末增长 8.0%；销售收入达 9500 亿元，增长 62.8%；实现利润 2700 亿元，增长 70.3%

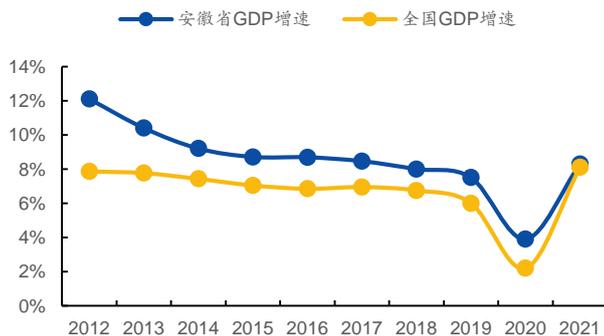
资料来源：中国酒业协会、央视新闻、国元证券研究所整理

安徽省经济持续高速增长，促进白酒消费升级。除 2020 年外，安徽省 GDP 增速平均在 8% 左右，位居全国前列。2021 年末生产总值 42959.2 亿元，排全国第 11 位，同比增长 8.30%。安徽省人均可支配收入逐年提高，2021 年达 3.09 万元，同比增长 9.97%，居全国中游。安徽省人均消费支出为 2.19 万元，同比增加 16.07%。安徽省的经济增长有助于促进白酒行业的发展，人均消费水平的提升拉动中高端白酒市场的消费。

我国白酒消费频率高，安徽省白酒消费基础好。由于“三公”消费预算的限制，居民收入水平的提升，我国白酒消费逐渐转向居民个人消费。根据艾媒咨询数据，我国白酒消费者中个人喜爱引发白酒消费、商务需求消费的占比分别为 48.2%、47.5%。根据草莓派 2020 年 11 月的数据，我国有 67.6% 的白酒消费者每周至少饮酒一次，31.8% 的消费者每周饮酒 2-3 次。目前我国大多数白酒消费者已养成消费习惯，且在日常生活中消费场景更丰富，有助于促进白酒行业的发展。同时安徽市场消费群体基数大，安徽省常住人口持续增长，白酒市场空间较大。根据安徽省统计局数据，2021 年安徽省常住人口为 6113 万，2016-2021 年间常住人口每年增加 22/24/19/16/11/10 万人。

固定资产投资完成额快速恢复，拉动省内白酒政商务需求。政商务宴请是高端及次高端白酒的重要消费场景，安徽省固定资产投资完成额 2020 年受疫情影响，2021 年快速恢复，增速达 9.4%，同比增加 4.3pcts，高于全国平均水平，2022 年政府预期全省固定资产投资额增长目标 10% 以上，处于全国较为领先水平。

图 18：安徽省 GDP 增速 (%)



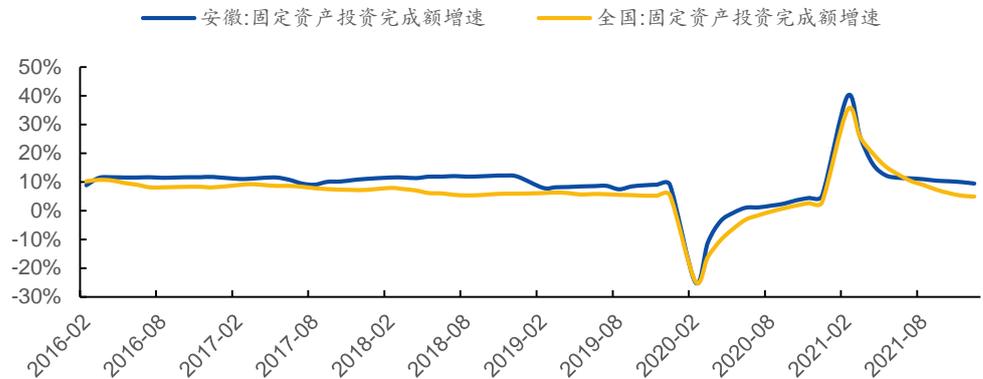
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 19：安徽省人均可支配收入 (元, %)



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 20：安徽省与全国固定资产投资完成额增速（%）

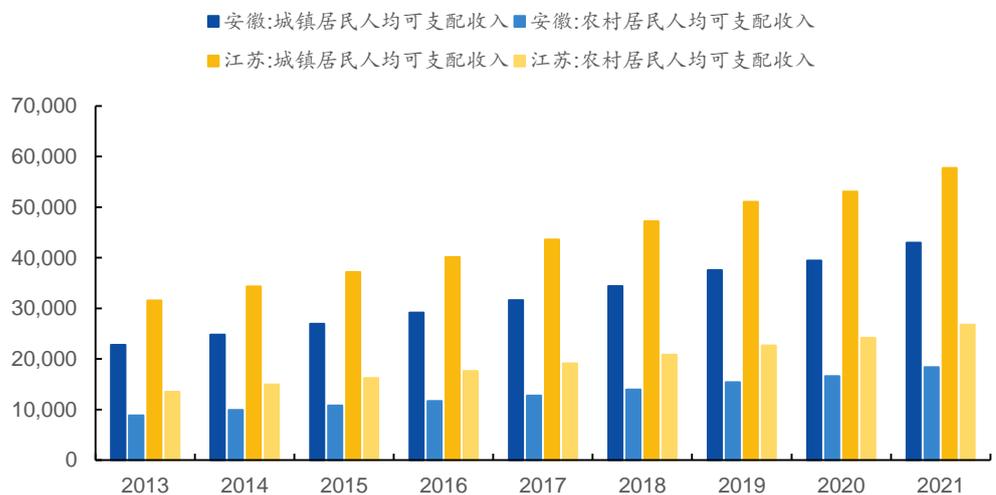


资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

2.3 对标江苏，26 年安徽白酒规模有望达 519 亿

安徽白酒发展趋势可对标江苏。安徽省与江苏省毗邻，且目前江苏白酒市场发展更成熟，我们对标江苏来预测安徽白酒市场的发展。2021 年安徽城镇/农村居民人均可支配收入分别为 43009 元/18368 元，2017 年江苏城镇/农村居民人均可支配收入分别为 43621.75 元/19158.03 元，因此我们估算目前江苏市场的城镇/农村人均可支配收入领先安徽市场 5 年左右。

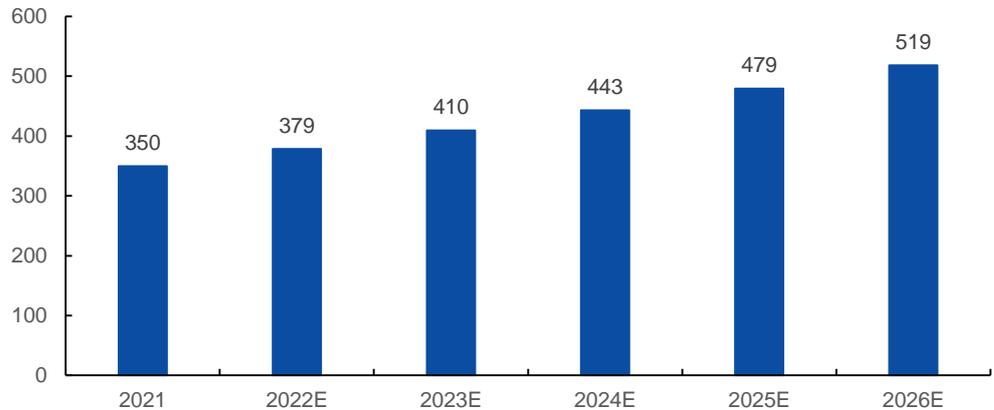
图 21：安徽/江苏两省城镇/农村居民人均可支配收入（元）



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

2026 年安徽省白酒市场规模有望达 519 亿元。居民消费能力与可支配收入之间关系密切，我们估计江苏白酒市场领先安徽白酒市场 5 年左右。根据中国产业信息网的数据，2014—2019 年江苏省白酒市场规模 CAGR 为 8.18%。2021 年安徽白酒市场规模为 350 亿元，对标江苏市场，2026 年安徽白酒市场规模有望达到 519 亿元。

图 22：安徽省白酒市场规模预测（亿元）



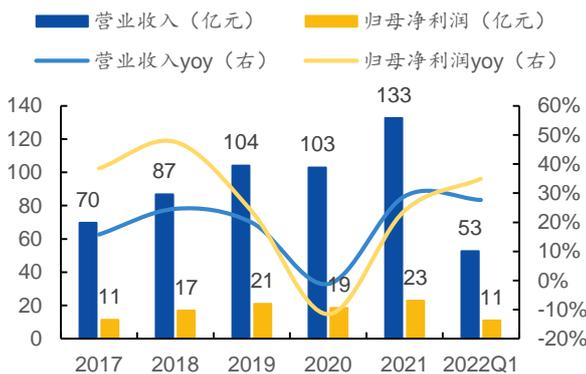
资料来源：中国产业信息网、酒业家、国元证券研究所整理

3. 公司业绩增长确定性强，次高端持续放量

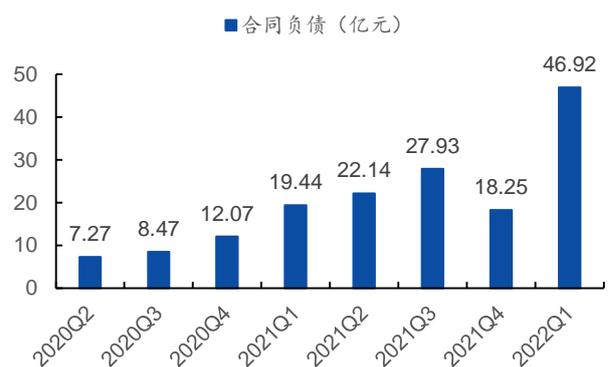
3.1 业绩增长确定性强

22Q1 收入、业绩增速亮眼，提升全年维度确定性。古井贡酒 22Q1 实现收入 52.74 亿元，同比+27.71%；实现归母净利润 10.99 亿元，同比+34.90%。春节是一年中白酒消费的重要时间段，一季度是白酒的销售旺季。从公司近 5 年历史数据来看，一季度对于全年收入贡献大约在 30%左右，一季度的优异表现有助于提高公司全年维度的增长确定性。此外，公司 22Q1 合同负债规模快速增长，金额为 46.92 亿元，同比+141.44%，环比+157.10%。

图 23：古井贡酒 21 年及 22Q1 营业总收入及归母净利润 图 24：古井贡酒合同负债规模（分季度）



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

3.2 古 20 持续放量，次高端快速推进

安徽市场消费升级，推动次高端市场扩容。根据酒业家数据，随着安徽省消费升级，当前市区商务宴请价格带正由 200 元升至 300 元以上，商务宴请场景下的价格带上移，推动了次高端市场的快速扩容。另外，2022 年上半年安徽省疫情控制较好，商

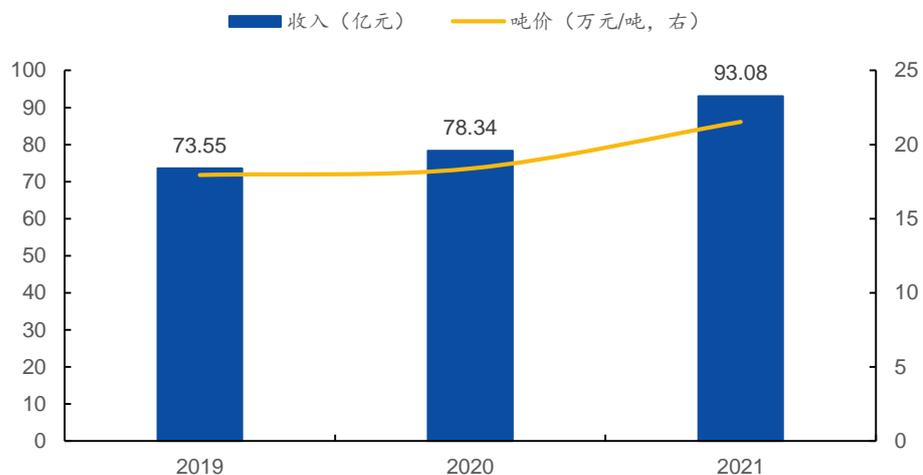
务宴请需求快速恢复，推动高端及次高端产品消费。

公司持续聚焦次高端，重点培育古 20。年份原浆系列是公司产品结构调整的主要方向，定位高端、次高端和中高端，主要消费场景为高端商务消费、家庭消费、日常聚饮和宴席等。其中年份原浆古 20 推出于 2018 年，为公司重点培育产品，在安徽以及长三角等部分核心市场投放，在终端渠道陈列和广宣投放上重点覆盖。根据我们草根调研，目前 53%vol500ml 规格古 20 批价在 500 元左右，终端拿货价在 550 元左右，终端售价在 700 元上下浮动。经销商、终端网点的利润空间较大，销售积极性较高。

同价位竞品中，古 20 优势明显。古 8 处于 300 元左右中高端价格带，省内同价位存在洞 9 等强势对手，市场竞争相对激烈，而古 20 处于 600 元以上价格带，省内市场竞争格局更佳。以古 20 为核心的次高端战略，帮助古井贡酒紧跟消费升级趋势，把握竞争格局更佳的次高端价格带，形成错位竞争，同时以次高端产品带动古 8、古 5 等中高端产品的销售。根据我们草根调研，上半年古 20 动销旺盛，销量有望持续快速增长。

年份原浆吨价提升，推动收入增长。随着古 20 持续放量、古 8 销售强劲，年份原浆系列产品的吨价提升明显，产品结构升级带来的价增是收入增长的主要原因。19-21 年，年份原浆吨价由 17.95 万元/吨升至 21.54 万元/吨，增长 20.02%，年份原浆收入由 73.55 亿元增至 93.08 亿元，增长 26.55%。

图 25：年份原浆系列收入及吨价趋势



资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

3.3 收购明光酒业，产品差异渠道协同，巩固领先优势

公司收购明光酒业，有望进一步扩大省内份额，巩固龙头地位。上世纪 90 年代明光酒曾在安徽风靡一时，说明安徽消费者对于其香型、风味有认可度基础，借助古井贡酒成熟的销售渠道，明光酒有望重新赢得消费者芳心。明光酒的加入也将进一步扩大公司的省内份额优势，巩固其省内霸主地位。

收购明光酒业，丰富产品矩阵。21 年 1 月，公司收购明光酒业 60% 股权，并与明

光酒业签订战略合作协议。明光酒业旗下明绿酒香型独特，为绿豆香型，以绿豆为原料使其明显区别于其他白酒产品；明光酒业基酒储备充足，为持续放量奠定基础。

发布新品明光酒，完善全价格带布局。明光酒业在保持原有的老明光系列基础上，于 21 年 11 月发布明光佳酿、明光大曲、明光优液、明光特曲、53 度明绿液五款升级新品。新品发布后，明光酒业形成几十元到上千元的完整价格带布局，其产品中其中既有百元口粮酒，也有明绿液为代表的中高端及以上产品，明绿液 40.2 度/48 度京东零售价分别在 238 元/498 元（22 年 6 月 5 日），新品 53 度明绿液京东零售价 1280 元（22 年 6 月 5 日），定位高端市场。

图 26：明光酒五款新品



明光佳酿 明光大曲 明光优液 明光特曲 53度明绿液

资料来源：明光酒业官网、国元证券研究所整理

4.公司以营销力、渠道力强大著称，执行力强大

4.1 品牌、品质历久弥新，营销力强大

古井贡酒渊源悠久，品质卓越。古井贡酒产自世界十大烈酒产区之一的安徽省亳州市，渊源可追溯至公元 196 年，四次蝉联全国白酒评比金奖，在巴黎第十三届国际食品博览会上荣获金奖，先后获得中国地理标志产品、国家非物质文化遗产保护项目、全国质量标杆等荣誉。2021 年，在第十三届“华樽杯”中国酒类品牌价值评选活动中，古井贡以 2006.72 亿元的品牌价值位列中国白酒行业第四名。

持续性、立体化广告投放，建立广泛消费者认知。2010 年，古井贡酒成为上海世博会安徽馆战略合作伙伴，其后四次入选为 2012 韩国丽水、2015 意大利米兰、2017 哈萨克斯坦阿斯塔纳、2020 迪拜世博会中国馆合作品牌。公司持续投放电视广告提高品牌声量，2022 年，年份原浆古 20 冠名央视、安徽和江苏三台春晚，借助春晚的高覆盖率实现品牌的家喻户晓。古 20 还冠名了中国诗词大会，既增强消费者认知，又强化了年份原浆古 20 的品牌调性和文化属性。公司还以高铁为媒介，开展“中国酿，世界香”古 20 品牌之旅，在高铁站内打造沉浸式酒文化体验平台。

图 27：古井贡酒年份原浆古 20 独家冠名江苏春晚

图 28：古井贡酒年份原浆古 20 携手中国诗词大会


资料来源：古井贡酒官方微信公众号、国元证券研究所整理

资料来源：古井贡酒官方微信公众号、国元证券研究所整理

4.2 丰富产品矩阵增强竞争力

“三品四香”产品布局形成，丰富的产品矩阵加强市场竞争力。古井贡酒旗下拥有三大品牌，即古井贡、黄鹤楼和明光，三大品牌的产品又涵盖了浓香型（古井大部分产品）、古香型（年份原浆·年三十为代表）、清香型（黄鹤楼各产品）和绿豆香型（明光各产品）这四种香型。公司产品矩阵丰富，已形成了价格带的全覆盖，满足各类消费者需求，强大的品牌力与产品力为公司聚集势能，推进公司全国化进程。

表 5：公司主要产品一览

品牌	产品系列	主要代表产品	零售价 (元/500ml)	定位	消费场景
古井贡	年份原浆	古 26	1388	高端	
		古 20	680		
		古 16	450	次高端	高档商务消费、家庭消费、聚饮消费与宴席用酒
		42 度/50 度古 8	328/345		
		40.6 度/50 度古 5	175/149		
		45 度/50 度/55 度献礼版	150/150/175	中高端	
	古井贡酒	古井贡酒 V6	93		
	古井贡酒	50 度/55 度古井贡酒第六代	120/130	大众消费，“年份原浆”的产品补充	城区和乡镇宴席用酒、节日礼品消费
		古井贡酒光瓶乳玻贡	55		
黄鹤楼	大清香系列	大清香 900	749	高端	
	陈香系列	陈香 1979	338		政商务消费、家庭消费、宴席用酒
	楼系列	五楼	345	次高端	
	生态原浆系列	生态原浆 15	168	中高端	

品牌	产品系列	主要代表产品	零售价 (元/500ml)	定位	消费场景
明光	明绿系列	53 度明绿液	1280	高端	家庭消费、宴酒席用酒
		明光特曲	398	次高端	
	老明光系列	柔 5	142	中高端	
		柔 9	287	中高端	
		老明光 1980	76	大众消费	
	明光系列	明光佳酿	-	-	

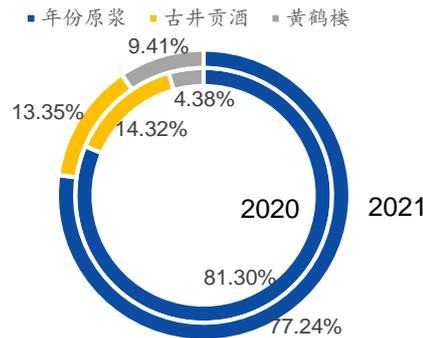
资料来源：对应品牌天猫旗舰店、国元证券研究所整理

注：统计日期 2022 年 6 月 1 日，均使用预估到手价，标“-”为统计时未在天猫旗舰店上架。

4.2.1 古井贡：核心产品年份原浆领跑省内市场

古井贡是公司最核心的白酒品牌，为公司贡献绝大部分收入。2021 年古井贡品牌下的年份原浆/古井贡酒系列占白酒销售收入比重分别为 77.24%/13.35%，其中年份原浆系列是公司重点发力方向，多样化的产品适应丰富的消费场景；古井贡酒系列则定位大众消费，是年份原浆产品系列的有效补充。

图 29：公司不同系列产品收入占比



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

年份原浆加成，老名酒焕发新活力。古井贡酒·年份原浆系列自 2008 年问世以来，精准把握市场脉搏，获得市场青睐。2009 年年份原浆白酒重返国宴，为古井贡酒开启新的成长曲线；2011 年，年份原浆走出国门，成为外交部驻外机构供应商品；2015 年，年份原浆商标成功注册，发展步入新台阶；2019 年古 20 荣获“中国白酒感官质量奖”殊荣。

表 6：年份原浆获得的部分荣誉

年份	荣誉
2019	古井贡酒·年份原浆入选为 2020 迪拜世博会中国馆指定用酒
	古井贡酒·年份原浆成为中国品牌节组委会官方指定用酒
	古井贡酒·年份原浆古 20 荣获 2019 年度中国白酒感官质量奖
2016	古井贡酒·年份原浆 G20 获得“2015 年度‘青酌奖’酒类新品 TOP10”
	古井贡酒·年份原浆荣获“中国酒业重构期榜样产品”称号

年份	荣誉
	古井贡酒·年份原浆古7荣获“2015 中国国际酒博会最佳新产品”
2015	古井贡酒·年份原浆古8入选“安徽工业精品” 古井贡酒·年份原浆商标成功注册
2013	古井贡酒·年份原浆古8入选“中国名酒典型酒”
2012	“古井贡”在第18届“中国最具价值品牌百强榜”排名第38
2011	古井贡酒·年份原浆被选为2012丽水世博会中国馆唯一指定白酒 古井贡酒·年份原浆被批准为外交部驻外机构供应商品
2010	古井贡酒·年份原浆被列为第七届中国—东盟博览会行业合作伙伴和唯一指定白酒
2009	古井贡酒·年份原浆作为全国政协宴会高档白酒，重返国宴

资料来源：古井集团官网、国元证券研究所整理

优质原粮、复杂工艺、精细管理，共筑卓越品质。原粮品质对于酿酒至关重要，年份原浆酒酿酒粮食丰富多样，为产品赋予了特殊风味，同时公司对于原粮的质量与安全性有较高要求。年份原浆由128道复杂工序酿造而成，桃花春曲、九酝酒法、无极之水、百年窖池、择层取醅择时摘酒、原酒窖藏六大工艺为年份原浆的品质保驾护航。2013年，公司创新135质量体系，自上而下纵深推进质量管理，运行全生命周期质量管控系统，形成产品质量追溯链，对于产品质量的重视多次获得国家认可。

表 7：年份原浆产品特点

元素	特点	优点
原粮	酿酒粮食多样，赋予白酒特殊风味	小麦产自黄淮优质小麦产区，碳水化合物、蛋白质、淀粉含量高；高粱产自山西，颗粒饱满、淀粉含量高；玉米产自华北及东北主产区，品质优越；选用易于发酵与糖化的大米与糯米
	种植与收割要求严格	公司与农场签订种植合同，种植过程中由省农科院专家进行全程指导，遵循“统一品种、统一选地、统一田间管理、统一收割、统一入仓”原则；运输车辆卫生要求高，专车专用；原粮入厂接受农残、虫害等全面筛检，保证酿酒制曲原粮优质安全
工艺	桃花春曲	曲为酒骨，公司酒曲在桃花盛开的20天左右时间内制作，空气湿润，微生物活动活跃，糖化率与蛋白质分解力强，保证酒体香似幽兰，芬芳不散，口感绵柔丰厚
	九酝酒法	公司酿造方法《九酝酒法》是世界上现存最古老的蒸馏酒酿造方法，2018年获得吉尼斯世界纪录官方认证；2021年酿酒技艺入选国家级非物质文化遗产
	无极之水	酿造之水取自古井厂区的古井，被誉为“中国十大名井”之一，井水被誉为“无极水”，井水微量元素含量高，搭配合理，水质清冽甘爽，造就了年份原浆独特的先天优势
	百年窖池，国宝窖泥	古井贡酒明清窖池，源自明代正德十年（1515年）的公兴糟坊，是国家重点文物保护单位；窖泥中富含600多种有益微生物群，微生物生化过程产生了上百种呈香呈味物质，保证产品的醇厚净爽
管理	择层取醅，择时摘酒	只取池中下中层池底10-20公分处的酒醅，微生物最丰富，酒味最幽香；蒸馏出酒时，只摘取这一锅中靠近中前段一小部分酒，微量成分比例协调
	原酒窖藏	公司生态园区的无极酒窖常年处于16-26℃之间的稳定温度状态，使原酒的“自然老熟”过程一直处于最佳常态，促进原酒的品质提升
	135 质量体系	“1”即以卓越绩效为统领，“3”即以建立质量、HACCP（食品安全管理体系）、诚信三大管理体系为保障，“5”即以“精益质量”五项行动为基础，形成了全生命周期的质量管控系统

资料来源：糖酒快讯、古井贡酒官方微信公众号、国元证券研究所整理

年份原浆产品结构升级领先市场，相较省内对手塑造先发优势。公司在 2008 年推出古 8，提前卡位 200 元价位带，引领省内白酒消费升级；为迎接省内第三次消费升级，公司于 2018 年推出古 20 提前卡位 600 次高端价位带，公司聚集资源销售，仅三年时间古 20 就成为 10 亿级大单品，消费者品牌认可度不断提高；此外公司还推出古 26 和年三十，线上零售价 1378 元/1599 元（京东 22 年 6 月 5 日预估到手价），对标飞天茅台、五粮液、国窖 1573 等名酒，发力高端与超高端白酒市场，提升公司的整体品牌调性，推进了徽酒高端化进程。

4.2.2 黄鹤楼：湖北名酒，底蕴深厚

黄鹤楼酒品牌内涵深厚。黄鹤楼酒历史悠久，前身为汉汾酒，曾进献给清廷，获光绪帝赐名“天成坊”，1984 年改名为黄鹤楼牌酒。1984 年、1989 年，黄鹤楼酒两蝉“中国名酒”，成为湖北唯一获得“中国名酒”称号的白酒品牌。

黄鹤楼酒核心系列陈香型白酒，精选原材料、基酒优质以及生产工艺独到，共同保证了产品品质。黄鹤楼主打陈香系列产品，在原材料上，采用湖北最优质的粮谷、使用清澈、富含多种有益微量元素的仙鹤泉水，以大曲酿酒，在粮、水、曲三方面保证了产品的先天品质；在基酒选择上，黄鹤楼陈香选用优质陈年老酒保证酒体窖香浓郁；在生产工艺上，黄鹤楼酒拥有全国首创的生态洞酿技术，保证白酒“安全度夏”、不间断生产，经过多年研究后建立的“131”基酒老熟技术，降低了陈香基酒邪杂味，降低了食品安全风险，提高了优质酒比例；在市场上，黄鹤楼酒深耕湖北市场，是武汉的历史文化名片，消费者粘性强。

图 30：黄鹤楼首创生态洞酿技术



资料来源：黄鹤楼酒官网、国元证券研究所整理

大清香系列为南派清香代表品牌，产品优势明显。清香型白酒作为我国三大主流香型之一，具备出酒率高、产量多、种类多等品类优势，目前清香龙头汾酒持续增长，消费者认可度上升，拉动清香型白酒发展。黄鹤楼作为南派大清香白酒的代表品牌，属于创新型大曲清香白酒，品类优势显著；南派大清香采用传统古法地缸小窖酿造工艺，清蒸二次清，具有“净”的特点，符合目前白酒消费者追求健康的需求。

2021 年业绩承诺顺利完成。2016 年收购达成时，黄鹤楼酒业对营收和销售净利率做出承诺，期限为 2017-2021 年。受 2020 年武汉疫情影响，业绩承诺期限整体顺延一年，因此 2021 年为业绩承诺的倒数第二年。21 年黄鹤楼公司层面实现营收(含税) 17.07 亿元，完成率 100.38%；净利率 11.32%，达成不低于 11%的要求。2022 年为业绩承诺最后一年，营收目标 20.41 亿元。

表 8：黄鹤楼业绩承诺及完成情况

期限	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
承诺营业收入(含税)(万元)	80500.00	100625.00	130812.50	--	170056.25	204067.50
承诺净利率	11%	11%	11%	--	11%	11%
完成情况：						
实际营业收入(含税)(万元)	80625.12	10696.87	131006.46	--	170701.01	
完成率	100.16%	100.07%	100.15%	--	100.38%	
净利率	11.82%	11.46%	11.15%	--	11.32%	

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.2.3 明光酒：环境、工艺成就品质，绿豆酿造风味独特

明绿系列独特品类优势构筑护城河。明光酒业处于江淮名酒的核心腹地，阳光、水质、土壤等自然生态优越，为酒体品质打下良好基础。多年来公司坚持纯粮固态酿酒、纯手工酿酒、以工匠精神酿酒，承袭传统工艺制作，保证了产品品质。2022 年 5 月，老明光酒酿造技艺被确定为第六批省级非物质文化遗产代表性名录项目。目前公司主推的明绿液产品，采用明光贡品绿豆为主要原材料，酒液呈淡绿色、回味悠长，其“绿豆香”在白酒行业中独树一帜，曾被誉为“酒中奇花”，差异化产品竞争力强。

表 9：明绿液酒驰名中外

年份	荣誉
2019	明绿液酒荣获安徽省名优特产食品
2018	明绿液荣获安徽省白酒评委会喜庆金杯奖、长江三角洲地区名优食品、安徽酒业经典产品奖、“安徽工业精品”称号，40.2 度明绿液荣获安徽省经信厅安徽新产品
2016	明绿液安徽省白酒评委会创新奖、明绿牌白酒荣获安徽名牌产品称号
2015	明绿御酒获国家地理标志保护产品
2014	明绿御酒荣获中华人民共和国地理标志保护产品
2012	明绿御酒荣膺“2012 年首届最受国际欢迎的中国酒评比活动”金奖及具有投资价值的中国酒
2006	明绿液酒在第七届布鲁塞尔国际评酒会上荣获银奖
2003	明绿液及酿造工艺荣获国家发明专利
2000	“明绿液”被命名为“安徽省著名商标”
1988	“明绿液”酒荣获首届中国食品博览会金奖
1978	明光酒厂开始试制高度明绿系列，是以驰名中外的明光绿豆——“明绿”为主要原料，特别“块曲”为糖化发酵剂，采用独特的生产工艺，精心酿造而成的优质蒸馏酒

资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

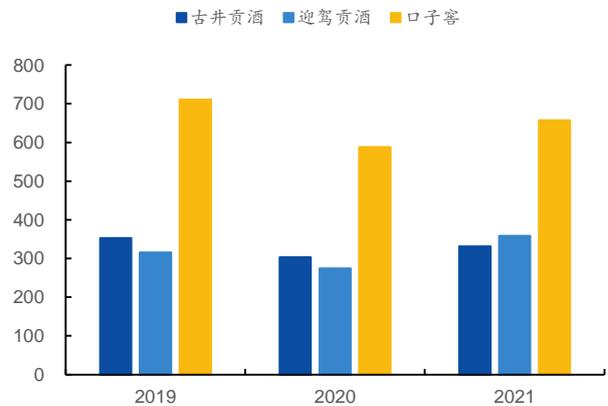
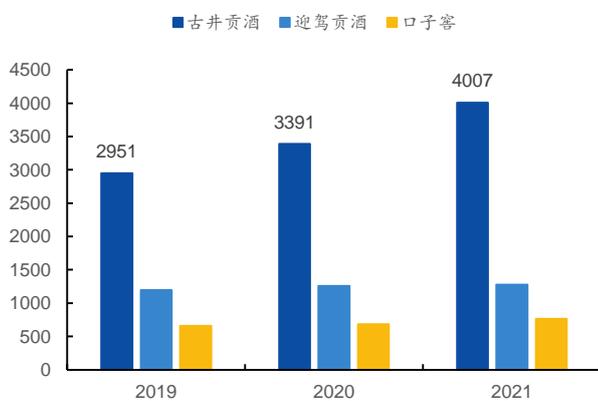
4.3 渠道基础省内第一，精细化、扁平化提高效率

古井贡酒渠道建设和维护能力一流，渠道基础安徽省内最优。2009 年，公司提出实施渠道下沉，大力落实“三通”工程。公司乐于与经销商实现共赢，强调建立快速反应的卓越服务体系。截至 2021 年末，古井贡酒共有经销商 4007 家，较 2020 年增长 18%，位列徽酒第一，渠道已经下沉到乡镇，在合肥市则是几乎实现了 100% 的渗透率。21 年单个经销商平均实现收入 331 万元，较 20 年增长 9.1%。

古井贡酒渠道采用深度分销模式。不同于口子窖的大商模式，古井贡酒采用深度分销模式，从经销商数量和单个经销商收入上可以看出这种差异，21 年古井贡酒的销售收入大约是口子窖的 2.6 倍，而经销商数量是口子窖的约 5.2 倍，单个经销商收入上古井基本是口子窖的 50%。

图 31：2019-2021 年徽酒前三经销商数量（家）

图 32：2019-2021 年徽酒前三单个经销商收入（万元）



资料来源：Wind、Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

渠道结构不断优化，销售费用率逐步下行。古井贡酒渠道铺设较密集，广告营销投放力度也较大，和口子窖、迎驾贡酒相比，其销售费用率处于较高水平。但随着公司对于渠道结构的不断优化，销售费用率逐年下降。2021 年古井贡酒销售费用率为 30.20%，同比下降 0.12pct，相较 2016 年，下降 2.71pcts。

图 33：古井贡酒销售费用率逐年下降（%）

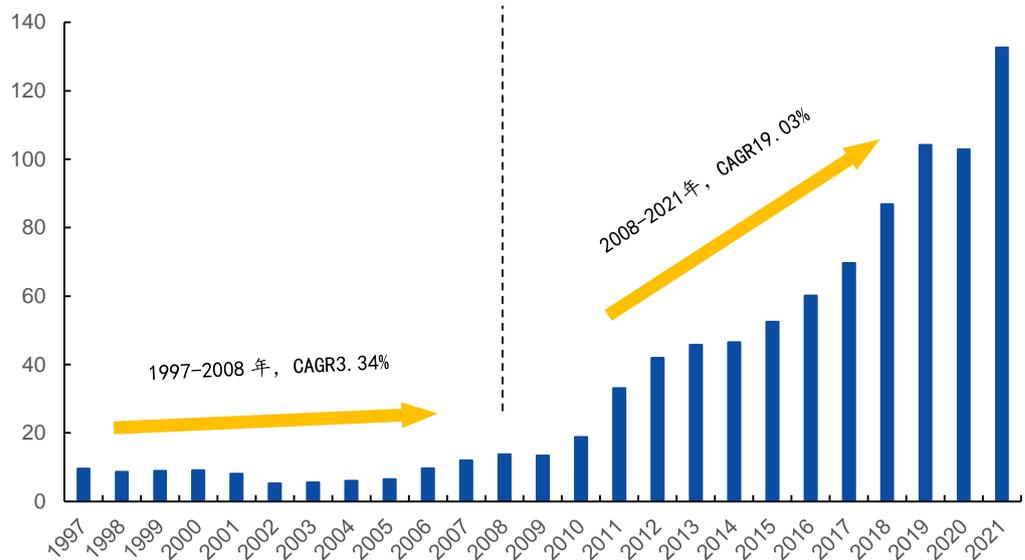


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

4.4 管理能力卓越，执行力强

管理团队卓越靠谱，成功打造年份原浆系列。董事长梁金辉先生自 2008 年主管销售工作，至今已有近 14 年，2014 年出任公司董事长。梁金辉先生引领了古井贡酒的长期高质量发展，1997-2008 年公司营业总收入/归母净利润 CAGR 分别为 3.34%/14.35%，2008-2021 年营业总收入/归母净利润 CAGR 为分别为 19.03%/38.10%。公司管理团队执行力卓越，营销力强大，成功打造了年份原浆系列。

图 34：1997-2021 年公司营业收入趋势（亿元）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

表 10：公司董事会及高管情况（截至 2021.12.31）

姓名	职务	个人履历
梁金辉	董事长	第十三届全国人大代表，高级政工师。现任公司党委书记、董事长，古井集团党委书记、董事长。历任亳州古井销售有限公司市场总监、总经理，公司副总经理、总经理，公司第三届监事会监事，公司第四、五、六届董事会董事，公司第七、八届董事会董事长。
李培辉	董事	正高级会计师、注册会计师、全国会计领军人才。现任公司董事，古井集团党委副书记、总裁。历任公司财务部副经理、经理、副总会计师、总会计师、董事会秘书、董事，安徽瑞景商旅集团公司董事长，安徽汇信金融投资集团有限责任公司董事长，古井集团常务副总裁、财务总监，公司第七、八届董事会董事。
周庆伍	董事、总经理	正高级工程师，中国首席白酒品酒师。现任公司党委副书记、董事、总经理，古井集团党委副书记。历任公司副总经理、常务副总经理，公司第五、六、七、八届董事会董事。
闫立军	董事、常务副总经理	现任公司党委副书记、董事、常务副总经理，亳州古井销售有限公司董事长、总经理，古井集团党委委员。历任销售公司业务员、大区经理、市场调研主管、策划部副经理、合肥战略运营中心总监、副总经理，公司第七、八届董事会董事。
许鹏	董事、副总经理	现任公司党委委员、董事、副总经理，黄鹤楼酒业董事长，古井集团党委委员。历任公司财务部财务二科副主任、主任，安徽老八大有限责任公司财务部经理，公司财务部副经理、经理，亳州古井销售有限公司市场部总监、副总经理，公司第七届监事会监事长、第七、八届董事会董事。
叶长青	董事	国际注册内部审计师、高级会计师、全国会计领军人才。现任公司董事，古井集团财务总监。历任古井集团审计部主审、审计部副经理、审计监察部副总监、总监；公司第四届监事会监事，公司第五、六、七、八届董事会董事、董事会秘书、总会计师。
张立宏	副总经理	现任公司党委副书记、副总经理，古井集团党委委员、纪委副书记。历任亳州古井销售有限公司工作人员、经营部秘书、市场发展部秘书、副总经理、综合办公室主任、综合服务中心总监，公司人力资源中心总监、行政服务中心总监、总经理助理。
朱向红	副总经理	现任公司副总经理，黄鹤楼酒业总经理。历任亳州古井销售有限公司产品部经理、合肥办事处经理、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，公司总经理助理。
高家坤	副总经理	现任公司党委委员、副总经理。历任公司生产管理部经理，生产管理中心副总监，亳州派瑞特包装制品有限责任公司董事长、总经理，公司成品灌装中心总监、酿造管理中心总监、总经理助理。
李安军	副总经理	现任公司党委委员、副总经理、总工程师、技术质量中心总监。历任公司技术质量中心副总监。
康磊	总经理助理	现任公司总经理助理、企业管理中心总监。历任亳州古井销售公司财务管理中心副总监，公司行政服务中心总监，古井集团总裁办公室副主任。
朱家峰	总经理助理、副总会计师、 董事会秘书	现任公司总经理助理、副总会计师、董事会秘书、财务管理中心总监。历任公司财务管理中心经理、副总监。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 年份原浆：考虑到“年份原浆”系列是公司未来的重点产品，毛利率高于公司

平均水平，古 8 动销旺盛，古 20 持续放量，预计未来公司“年份原浆”系列产品结构持续改善，吨价上升带动收入较快增长。我们预计 22-24 年公司年份原浆收入增速分别为 19.28%/17.98%/16.29%。

2) 古井贡酒：古井贡酒系列属于大众口粮酒，整体市场规模呈下降趋势，但公司光瓶酒市场份额逐步提升，预计未来古井贡酒系列销量稳健增长。价格方面，历史数据显示吨价逐年下降，预期未来将维持这一趋势。综合来看，我们预计 22-24 年公司古井贡酒收入增速分别为 6.08%/6.18%/5.77%。

3) 黄鹤楼：黄鹤楼主要面向湖北省市场，2021 年湖北省新冠疫情防控较好，消费恢复情况乐观，叠加 20 年疫情造成低基数，营收增速达到 169%。预计 22 年黄鹤楼持续受益于下游旺盛需求，有望实现高速增长。我们预计 22-24 年公司黄鹤楼收入增速分别为 35.36%/34.66%/33.62%。

4) 明光酒：明光酒产品差异化明显，基酒储备高，借助古井贡酒渠道预计销量有较大提升，明绿液为代表的高端产品有望优化产品结构，提升吨价。由于公司未披露明光酒收入及销量，这里使用披露的“其他”类目进行估算，我们预计 22-24 年，公司其他产品收入增速分别为 33.92%/32.73%/31.58%。

表 11：古井贡酒盈利预测拆分

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,416.96	10,292.06	13,269.83	15,976.42	19,143.86	22,760.89
增速(%)	19.93%	-1.20%	28.93%	20.40%	19.83%	18.89%
毛利率(%)	76.71%	75.23%	75.10%	75.68%	76.17%	76.53%
年份原浆						
营业收入(百万元)	7,354.87	7,834.41	9,307.82	11,102.21	13,097.98	15,231.51
增速(%)		6.52%	18.81%	19.28%	17.98%	16.29%
销量(吨)	40,985.46	42,620.78	43,216.05	44,380.00	45,449.56	46,354.01
增速(%)		3.99%	1.40%	2.69%	2.41%	1.99%
吨价(元/吨)	179,450.75	183,816.66	215,378.76	250,162.43	288,187.12	328,590.95
增速(%)		2.43%	17.17%	16.15%	15.20%	14.02%
吨毛利(元/吨)	149,224.06	149,808.36	179,203.17	210,571.21	245,055.73	281,818.49
毛利率(%)	83.16%	81.50%	83.20%	84.17%	85.03%	85.77%
古井贡酒						
营业收入(百万元)	1,438.87	1,379.87	1,609.24	1,707.07	1,812.54	1,917.08
增速(%)		-4.10%	16.62%	6.08%	6.18%	5.77%
销量(吨)	21,038.06	22,628.54	28,269.08	32,860.92	38,020.08	43,719.30
增速(%)		7.56%	24.93%	16.24%	15.70%	14.99%
吨价(元/吨)	68,393.47	60,979.30	56,925.95	51,948.47	47,673.11	43,849.72
增速(%)		-10.84%	-6.65%	-8.74%	-8.23%	-8.02%
吨毛利(元/吨)	45,171.53	36,734.01	33,366.19	28,749.18	24,826.45	21,345.76
毛利率(%)	66.05%	60.24%	58.61%	55.34%	52.08%	48.68%
黄鹤楼						
营业收入(百万元)	897.34	422.02	1,133.92	1,534.89	2,066.87	2,761.77

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
增速 (%)		-52.97%	168.69%	35.36%	34.66%	33.62%
销量 (吨)	8,686.93	4,579.75	9,183.42	9,640.75	10,108.33	10,566.24
增速 (%)		-47.28%	100.52%	4.98%	4.85%	4.53%
吨价 (元/吨)	103,298.16	92,149.32	123,475.19	159,208.91	204,472.00	261,376.56
增速 (%)		3.57%	55.92%	29.74%	29.25%	28.74%
吨毛利 (元/吨)	75,755.96	63,196.58	92,729.38	126,723.74	170,317.99	225,635.32
毛利率 (%)	73.34%	68.58%	75.10%	79.60%	83.30%	86.33%
其他						
营业收入(百万元)	725.88	655.76	1,218.84	1,632.24	2,166.47	2,850.54
增速 (%)		-9.66%	85.87%	33.92%	32.73%	31.58%
销量 (吨)	19,605.19	17,101.61	20,386.15	21,042.18	21,608.21	22,083.59
增速 (%)		-12.77%	19.21%	3.22%	2.69%	2.20%
吨价 (元/吨)	37,024.88	38,345.03	59,787.57	77,570.07	100,261.48	129,079.43
增速 (%)		3.57%	55.92%	29.74%	29.25%	28.74%
吨毛利 (元/吨)	13,592.81	13,837.23	20,920.65	27,505.59	36,018.74	47,015.75
毛利率 (%)	52.92%	36.09%	34.99%	35.46%	35.92%	36.42%

资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

公司是徽酒龙一，以营销力、渠道力强大著称，成功树立徽酒品牌势能，率先站稳安徽次高端高地，开启环安徽、全国化扩张。我们预计公司 22/23/24 年归母净利润 29.47/36.48/44.87 亿元，对应 6 月 20 日 PE 42/34/28 倍（市值 1250 亿元），给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值情况

证券代码	公司名称	总市值 (亿元) (2022.6.20)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000596.SZ	古井贡酒	1249.61	29.47	36.48	44.87	42.40	34.26	27.85
600519.SH	贵州茅台	24395.61	623.96	729.75	847.70	39.10	33.43	28.78
000568.SZ	泸州老窖	3342.33	100.13	124.99	154.09	33.38	26.74	21.69
600809.SH	山西汾酒	3645.58	78.19	103.54	132.10	46.63	35.21	27.60

资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注: 可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期。

6. 风险提示

食品安全风险，省内竞争加剧风险，疫情波动风险

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11519.86	20290.24	22145.93	25202.89	28797.69
现金	5971.21	11924.92	13251.22	15368.23	17900.50
应收账款	67.93	89.01	92.02	122.86	146.27
其他应收款	33.45	71.75	85.52	92.44	115.95
预付账款	55.58	156.57	195.04	181.54	244.60
存货	3416.88	4663.46	5347.54	6357.61	7397.63
其他流动资产	1974.80	3384.53	3174.59	3080.21	2992.74
非流动资产	3666.77	5127.85	5580.75	5908.24	6137.39
长期投资	4.92	5.31	5.61	5.90	6.15
固定资产	1797.79	1984.06	2648.51	3050.19	3283.53
无形资产	934.71	1063.47	1167.03	1263.55	1361.64
其他非流动资产	929.35	2075.00	1759.60	1588.60	1486.07
资产总计	15186.63	25418.09	27726.68	31111.13	34935.08
流动负债	4487.72	7679.63	8045.92	8759.54	9337.63
短期借款	70.67	30.04	50.35	40.19	45.27
应付账款	505.21	1020.44	957.58	1145.74	1435.87
其他流动负债	3911.85	6629.15	7037.98	7573.60	7856.49
非流动负债	250.05	485.60	560.34	661.84	756.82
长期借款	60.12	172.36	258.53	357.74	450.44
其他非流动负债	189.93	313.24	301.80	304.10	306.38
负债合计	4737.77	8165.23	8606.26	9421.38	10094.44
少数股东权益	405.56	715.47	796.35	896.48	1019.62
股本	503.60	528.60	528.60	528.60	528.60
资本公积	1295.41	6224.75	6224.75	6224.75	6224.75
留存收益	8244.28	9786.78	11570.73	14039.93	17067.66
归属母公司股东权益	10043.29	16537.39	18324.07	20793.28	23821.01
负债和股东权益	15186.63	25418.09	27726.68	31111.13	34935.08

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3624.54	5254.31	2681.65	3488.80	4105.18
净利润	1847.89	2374.33	3027.75	3748.07	4610.07
折旧摊销	272.25	300.69	341.19	440.22	525.62
财务费用	-260.84	-204.06	-363.94	-410.55	-475.41
投资损失	-6.79	-4.69	-5.74	-5.22	-5.48
营运资金变动	-858.60	2368.37	-898.62	-718.00	-859.61
其他经营现金流	2630.63	419.66	581.02	434.26	309.99
投资活动现金流	-231.22	-8861.45	-659.01	-695.94	-685.26
资本支出	561.62	578.15	655.00	635.00	620.00
长期投资	-285.17	8254.26	5.91	6.21	6.89
其他投资现金流	45.23	-29.04	1.90	-54.73	-58.38
筹资活动现金流	-701.17	4027.79	-696.34	-675.85	-887.65
短期借款	70.67	-40.63	20.32	-10.16	5.08
长期借款	60.12	112.24	86.18	99.21	92.69
普通股增加	0.00	25.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	4929.34	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-831.96	-998.16	-802.84	-764.90	-985.42
现金净增加额	2692.15	420.65	1326.30	2117.01	2532.27

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10292.06	13269.83	15976.42	19143.86	22760.89
营业成本	2549.81	3304.08	3886.06	4562.35	5341.86
营业税金及附加	1625.29	2031.82	2446.24	2931.22	3485.04
营业费用	3120.98	4008.08	4792.93	5704.87	6714.46
管理费用	802.20	1022.18	1230.18	1407.07	1593.26
研发费用	40.59	51.45	44.80	45.61	47.29
财务费用	-260.84	-204.06	-363.94	-410.55	-475.41
资产减值损失	-14.10	-16.74	-10.68	-13.84	-13.75
公允价值变动收益	-19.98	7.23	0.91	1.12	1.37
投资净收益	6.79	4.69	5.74	5.22	5.48
营业利润	2434.50	3101.61	3986.01	4947.02	6096.91
营业外收入	66.60	80.36	73.48	76.92	75.20
营业外支出	27.26	10.67	15.45	17.79	14.64
利润总额	2473.84	3171.29	4044.04	5006.14	6157.47
所得税	625.95	796.96	1016.29	1258.07	1547.40
净利润	1847.89	2374.33	3027.75	3748.07	4610.07
少数股东损益	-6.69	76.44	80.88	100.12	123.15
归属母公司净利润	1854.58	2297.89	2946.87	3647.95	4486.92
EBITDA	2445.91	3198.25	3963.25	4976.70	6147.12
EPS (元)	3.68	4.35	5.57	6.90	8.49

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-1.20	28.93	20.40	19.83	18.89
营业利润(%)	-13.78	27.40	28.51	24.11	23.24
归属母公司净利润(%)	-11.58	23.90	28.24	23.79	23.00
获利能力					
毛利率(%)	75.23	75.10	75.68	76.17	76.53
净利率(%)	18.02	17.32	18.45	19.06	19.71
ROE(%)	18.47	13.90	16.08	17.54	18.84
ROIC(%)	39.85	52.55	49.47	52.37	55.70
偿债能力					
资产负债率(%)	31.20	32.12	31.04	30.28	28.89
净负债比率(%)	2.76	2.64	3.67	4.33	4.99
流动比率	2.57	2.64	2.75	2.88	3.08
速动比率	1.80	2.03	2.08	2.15	2.29
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.65	0.60	0.65	0.69
应收账款周转率	185.84	157.56	162.98	169.27	160.69
应付账款周转率	4.77	4.33	3.93	4.34	4.14
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.51	4.35	5.57	6.90	8.49
每股经营现金流(最新摊薄)	6.86	9.94	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	19.00	31.29	34.67	39.34	45.06
估值比率					
P/E	67.38	54.38	42.40	34.26	27.85
P/B	12.44	7.56	6.82	6.01	5.25
EV/EBITDA	45.48	34.78	28.07	22.35	18.10

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188