



买入（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：234.05

证券分析师

花小伟

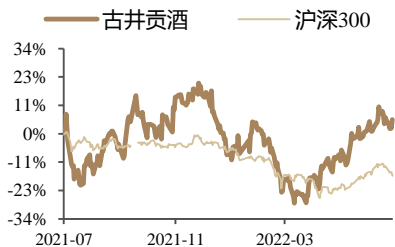
资格编号：S0120521020001
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

李文华

资格编号：S0120121070024
邮箱：liwh5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.72	16.05	28.49
相对涨幅(%)	4.75	8.67	27.06

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

古井贡酒（000596.SZ）深度报告： 加速全国化，奋进双百亿

投资要点

- **古井贡酒：酒中牡丹，开启名酒复兴之旅。**古井贡酒先后四次上榜全国评酒会，老八大名酒实至名归。2008年，古井开始剥离非核心业务，推出年份原浆系列，持续引领省内消费升级。其中，2018年古井推出古20，坚定推进“全国化+次高端”战略，抢占600元价位带。公司营收由2016年的60.17亿元增长至2021年的132.70亿元，CAGR达17.1%；归母净利润由8.3亿元增长至22.98亿元，CAGR高达22.6%，年份原浆占比的整体提升带动盈利能力大幅改善。
- **安徽市场：消费升级超预期，名酒下沉进行时。**安徽省半导体、新能源等战略性新兴产业快速发展，带动白酒消费升级快于其他省份。我们预计安徽白酒市场由2020年的340亿扩容至2023年的410亿左右，CAGR约6.4%左右。分价位段，省内主流价位升级至200元，合肥市场跃迁至300元。未来2-3年，200-300元价位或是升级最快的价位，古8有望充分享受升级红利。
- **推出古20全国性大单品，开启“双百亿”复兴工程。**古井在2019年营收破百亿之后，开始加速打造“双百亿、双品牌”复兴工程。在产品端，古井相继收购黄鹤楼、明光酒等，打造“三品四香”品牌矩阵。省内市场聚焦古8及以上产品升级放量，省外市场主推古20加速全国化。在渠道端，古井继续执行三通工程下的深度分销策略，后续公司费用端或存在较大的优化空间。在品牌端，古井年份原浆广宣上高举高打，打造全国化品牌势能。
- **攻与守：古8省内高占有，古20加速全国化。**古井2025年目标实现200亿营收，其中省外市场目标实现80亿。省内市场，古井收购明光酒业夯实100-200元基本盘，继续主攻古8在省内市场的高占有。省外市场，古井拥有稳定基本盘为全国化提供费投支持，通过打造古20全国性大单品进攻豫鲁冀、江浙沪等市场，有望将省外营收比例提升至40%左右。在费用端，21年古井贡酒销售费用率高达30.2%，参照同类白酒企业，有望在主流价格带持续升级&古20全国化起量双重作用下存在较大优化空间。
- **徽酒龙头全国化次高端势能快速崛起，首次覆盖，给予“买入”评级。**预计22~24年实现营收159.29/185.30/210.32亿元，实现归母净利润29.80/36.47/44.06亿元，对应PE41.52/33.92/28.08X。考虑到古井省内消费升级或超预期，省外古20快速扩张，以及销售费用潜在优化空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情再次反复；省内市场竞争加剧；省外开拓不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	528.60
流通A股(百万股):	408.60
52周内股价区间(元):	158.99-275.26
总市值(百万元):	123,718.83
总资产(百万元):	30,822.52
每股净资产(元):	33.34

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,292	13,270	15,929	18,530	21,032
(+/-)YOY(%)	-1.2%	28.9%	20.0%	16.3%	13.5%
净利润(百万元)	1,855	2,298	2,980	3,647	4,406
(+/-)YOY(%)	-11.6%	23.9%	29.7%	22.4%	20.8%
全面摊薄EPS(元)	3.51	4.35	5.64	6.90	8.33
毛利率(%)	75.2%	75.1%	75.9%	76.9%	77.7%
净资产收益率(%)	18.5%	13.9%	16.3%	17.8%	19.0%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

投资摘要

核心逻辑

安徽省内主流价格带升级超预期，古 8 有望乘势增长。安徽省内产业结构调整好于预期，新能源、半导体等战略性新兴产业发展超预期，带动省内白酒消费升级快于全国水平。目前安徽省内主流价格带跃迁至 200 元以上，合肥市场升级至 300 元左右，白酒消费边际速度快于江苏等市场。其中 200~300 元价位段未来 2~3 年或占据省内最大份额，古 8 作为 200 元价位的主导者有望持续享受价格带红利。古井作为徽酒龙头，2016 年开始主推古 20，经过长达 5 年的市场培育，已经成长为该价位段拳头型产品。对标竞品来看，迎驾洞 9、口子 10 年在该价位布局相对较晚，且体量相对较小。古 8 在深度分销的模式下，未来有望在省内切割较大的增长份额。

打造古 20 全国大单品，鄂鲁豫冀等“新安徽”市场进展良好。古井 2025 年目标实现 200 亿营收，其中省外市场目标 80 亿左右。古井在省内实现“小区域、高占有”之后，2018 年开始主推古 20 进攻省外市场。古井在汲取开拓河南市场的经验之后：1) 在省外主推古 8 及以上产品，尤其是打造古 20 全国性大单品；2) 在省外不再是省内渠道模式简单输出，因地制宜采取相应的渠道模式，例如江浙沪采取大商模式；3) 连续六年冠名央视，在节点城市持续开展中国品牌之旅。我们预计古井在省内基本盘稳固的前提下，或将精力聚焦在省外“新安徽”市场的开拓上，有望实现老八大名酒的全国化扩张。

省内主流价格带快速升级，费用端存在较大的优化空间。横向对比来看，2021 年古井贡酒销售费用率高达 30.2%，远高于口子窖(12.71%)和迎驾贡酒(9.73%)。过去古井较高的费用率主要是由于：1) 过去省内竞争格局相对不稳固，渠道竞争较大；2) 古井采取深度分销模式；3) 过去安徽白酒主流价格带 200 元以下，消费者对品牌的认知度相对较弱。预计未来随着省内价位段的快速升级，古井的费用或大幅优化，业绩呈现高弹性：1) 安徽省内格局相对稳定，渠道竞争烈度下降；2) 省内白酒消费价格带跃迁，渠道费用投放不再是竞争的关键；3) 古井省外市场采取大商模式，一定程度上摊薄费用率。

估值和投资建议

综合来看，我们预计古井贡酒 2022~2024 年实现营收 159.29/185.30/210.32 亿元，实现归母净利润 29.80/36.47/44.06 亿元，对应 EPS 5.64/6.90/8.33 元。考虑到古井省内消费升级或超预期，省外古 20 快速扩张，以及销售费用潜在优化空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

与市场预期的差异之处

市场或认为迎驾洞藏开始起势，安徽省内竞争烈度开始加大。我们认为洞藏系列目前主要在 100-200 元价位起量较快，在 200-300 元价位和古 8 暂时没有可比性。目前来看：1) 随着洞藏系列持续起量，渠道利润或进一步收缩，渠道推力后劲仍需观察；2) 迎驾贡酒深耕大众消费培育，在 300 元以上的团购市场操刀水平有待优化；3) 古井开始在合肥等市场主动强化自身渠道优势。

市场或认为酱酒热对古井省内的份额有一定的侵蚀。我们认为酱酒的主力价位是 300~600 元，300 元基本没有优质酱酒。在 300 元以上价位，目前安徽省内份额相对较少，主要以茅五泸等全国性名酒为主，酱酒只是在部分市场点状发展。其次，酱酒在安徽省内是汇量式增长，缺乏系统的地面部队进行渠道管理和消费者培育。最后，安徽省内白酒消费相对比较封闭，消费者对于小酱酒的接受度相对较弱，古井在省内具有较强的品牌优势。

市场或认为古井省外进展相对缓慢，古 20 全国化难度较大。我们认为古井在汲取了河南市场的经验之后，在省外市场的操作手法或更灵活、精准。目前，古井通过并购黄鹤楼进攻湖北市场，在省外市场开始导入古 8 及以上产品，费投上高举高打聚焦消费者培育。从省外开拓的胜率上来看：1) 古井是老八大名酒，具备名酒基因；2) 目前培育了古 20 这款 10 亿+的大单品，有望形成全国化势能；3) 古井坐拥安徽扎实的基本盘，能为全国化扩张提供费投支持。

股价的催化因素

安徽省内消费升级超预期；省外市场开拓超预期；古 20 动销超预期。

主要风险

疫情再次反复；省内市场竞争加剧；省外开拓不及预期。

内容目录

投资摘要.....	2
核心逻辑.....	2
估值和投资建议.....	2
与市场预期的差异之处.....	2
股价的催化因素.....	3
主要风险.....	3
1. 古井贡酒：酒中牡丹，开启名酒复兴之旅.....	8
1.1. 历史复盘：老八大名酒，加速全国化.....	8
1.2. 组织架构：高薪酬激励，铸销售铁军.....	9
1.3. 营收情况：营收破百亿，再造“新安徽”.....	10
1.4. 产品结构：发力次高端，升级正当时.....	11
1.5. 产能梳理：募投扩产能，夯实双百亿.....	11
2. 安徽市场：消费升级超预期，名酒下沉进行时.....	13
2.1. 竞争格局：东不入皖，西不入川.....	13
2.2. 消费升级：价格带跃迁至 200 元+.....	14
2.3. 渠道变迁：名酒下沉和品牌集中.....	15
3. 古井全面开启“双百亿、双品牌”复兴工程.....	17
3.1. 产品端：坚定推进次高端，全力打造年份原浆.....	17
3.1.1. 品牌战略：打造“三品四香”布局.....	17
3.1.2. 产品矩阵：全力打造古 20 大单品.....	17
3.2. 渠道端：深耕三通工程，实现省内县县过亿.....	20
3.3. 品牌端：高举高打实现老八大名酒价值回归.....	22
4. 守与攻：古 8 省内高占有，古 20 加速全国化.....	24
4.1. 守：并购省内明光酒，坚守安徽大本营.....	24
4.2. 攻：古 8 及以上产品快速放量.....	24
4.3. 攻：省外占比有望提升至 40%.....	25
4.4. 攻：并购黄鹤楼进军湖北.....	26
5. 从费用端来理解古井贡酒的高估值.....	28
6. 盈利预测与投资建议.....	32
6.1. 盈利预测.....	32
6.2. 相对估值.....	33

6.3. 投资建议	33
7. 风险提示	33

图表目录

图 1: 古井贡酒发展历程梳理.....	8
图 2: 古井贡酒股权结构.....	9
图 3: 2021 年古井贡酒销售人员的薪酬远高于其他竞品.....	9
图 4: 2021 年古井贡酒营收创新高.....	10
图 5: 2021 年古井贡酒归母净利润创新高.....	10
图 6: 古井贡酒净利率&毛利率.....	10
图 7: 古井贡酒销售费用率存在优化空间.....	10
图 8: 古井贡酒“1422”产品矩阵.....	11
图 9: 古井贡酒·年份原浆系列.....	11
图 10: 古井贡酒产能利用率维持在高位.....	12
图 11: 古井贡酒产能分布.....	12
图 12: 预计 2023 年安徽白酒市场增长至 410 亿元.....	13
图 13: 安徽省内白酒消费呈现明显的区域性.....	13
图 14: 白酒价格带消费升级是渠道&渠道&消费者三重合力的结果.....	14
图 15: 古井贡酒产品推进路线图.....	15
图 16: 2019 年安徽省内各渠道销量占比.....	15
图 17: 2019 年安徽流通渠道各企业的占比.....	15
图 18: 白酒消费的渠道变迁历史.....	16
图 19: 古 20 换标突出“年份原浆”.....	17
图 20: 古井贡酒“三品四香”布局.....	17
图 21: 古井贡酒产品矩阵.....	19
图 22: 古井贡酒 2010 年独创了渠道“三通工程”.....	20
图 23: 2021 年徽酒销售人员对比 (人).....	21
图 24: 古井贡酒在 2017 年开始渠道下沉 (人).....	21
图 25: 古井贡酒连续六年冠名央视春晚.....	22
图 26: 古井贡酒在 11 个城市开启品牌之旅宣传.....	22
图 27: 古井贡酒“122”品牌复兴战略.....	23
图 28: 古井贡酒“165”计划.....	23
图 29: 2021 年古井贡酒收购明光酒业 60% 股权.....	24
图 30: 明光酒业 2020E~2025E 销售规模 GAGR 有望达 18%.....	24
图 31: 古井贡酒开启“环安徽”市场建设工程.....	25
图 32: 古井贡酒分区域营收结构.....	25

图 33: 古 20 外包装全新升级	26
图 34: 古井收购黄鹤楼酒业的对赌营收	26
图 35: 黄鹤楼酒业顺利达成 2021 年考核目标	26
图 36: 黄鹤楼酒业销售集中在武汉、咸宁和随州	27
图 37: 2018 年起, 黄鹤楼酒业冠名央视	27
图 38: 古井贡酒近三年 PE (TTM) 均值在 46.56X	28
图 39: 2021 年古井贡酒 EBIT Margin 远低于其他酒企	29
图 40: 2021 年古井贡酒毛销差远低于其他酒企	29
图 41: 2021 年古井贡酒销售费用率或存在优化空间	29
图 42: 2017~2021 年古井贡酒销售费用率维持在 30% 左右	29
图 43: 2016~2021 年, 山西汾酒全国化下费用得到有效摊薄	30
图 44: 近年来泸州老窖开始主动收缩渠道费用	30
图 45: 2017~2021 年古井贡酒销售费用结构相对稳定	30
图 46: 2021 年广告费用+综合促销费占到销售费用的 54%	30
图 47: 古井贡酒可比公司估值表	33
表 1: 安徽省内各价位段分布 (亿元)	13
表 2: 安徽省内各个白酒渠道现状	16
表 3: 古井贡酒产品迭代梳理	18
表 4: 古井贡酒产品提价梳理	18
表 5: 古井贡酒上榜四届全国评酒会	22
表 6: 2021 年古井贡酒等酒企盈利指标对比	28
表 7: 假定古井销售费用率 2026E 优化至 15%, 测算 2022E~2025E 还原后估值水平	31
表 8: 古井贡酒主营业务拆分及预测	32

1. 古井贡酒：酒中牡丹，开启名酒复兴之旅

1.1. 历史复盘：老八大名酒，加速全国化

古井贡酒四次上榜全国评酒会，具备名酒基因。古井贡酒产自安徽亳州古井镇，最早可以追溯到东汉时期，曹操将亳州的“九酝春酒”以及酿酒方法进献给皇帝成为宫廷用酒。古井贡酒先后四次在全国评酒会上获评“中国名酒”称号，具备名酒基因。

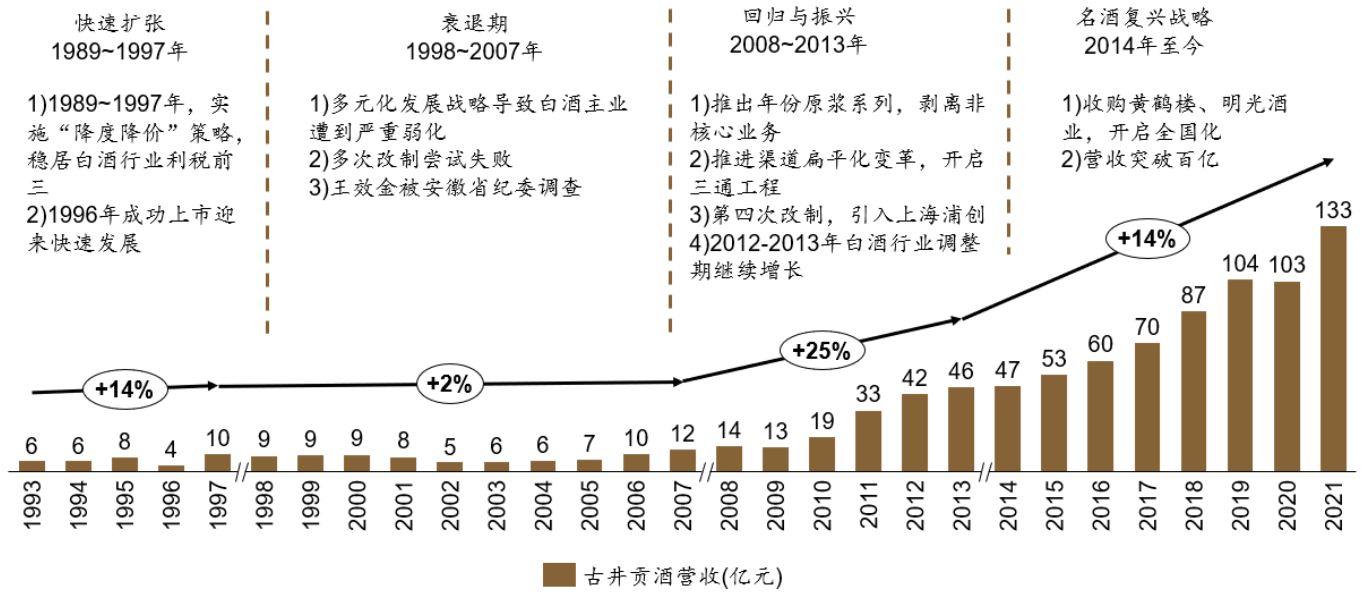
1989~1997 年，降价降度，快速扩张期。1988 年，国家放开名酒价格，古井贡酒位列在首批 13 种自主定价的名酒中。1989 年，国家开始整顿白酒行业，各大名酒均受到较大影响。古井时任董事长王效金提出了“降价降度”的战略，进而变相降低酒价。“降度降价”策略的实施取得了巨大的成功，古井贡酒进入高速发展的快车道，并稳居白酒利税前三。1996 年，古井贡酒成功上市，迎来了发展的高光时刻。

1998~2007 年，过度多元化，进入衰退期。古井贡酒多元化发展战略导致白酒主业遭到严重弱化，品牌力一定程度上也被减弱。期间，公司曾三次尝试改制但均以失败告终。2007 年，公司董事长王效金落马，内部管理层出现动荡。新任管理层曹杰、李彬和梁金辉提出了“回归与振兴”的战略，回归主业白酒。

2008~2013 年，回归与振兴，步入高速发展。2008 年，古井贡酒推出年份原浆系列，开始剥离非核心业务，处理非主流产品，产品种类由 874 个下降到 69 个。据众研会，在渠道上，2009 年公司推进渠道扁平化改革，开启三通工程。在治理结构上，2009 年亳州市国资委将古井贡酒集团 40%股权转让给上海浦创，成功迈出改制的重要一步。新管理层的有效改革给公司带来了三年高速增长，2011 年将古井贡酒重心调整至古 5，突破白酒百元价格带，逐步成就徽酒龙头地位。

2014 年至今，开启全国化，迈向新百亿。梁金辉董事长在 2014 年上台后继续推进三通工程和渠道下沉，在安徽、河南等省外市场取得阶段性成果。古井于 2016 年收购黄鹤楼以及在 2021 年收购明光酒业和茅台镇珍藏酒业，加快全国化布局。2018 年公司推出古 20 占位 600 元次高端价格带，有望打造成全国性大单品。

图 1：古井贡酒发展历程梳理



资料来源：Wind、公司官网、众研会等，德邦研究所

1.2. 组织架构：高薪酬激励，铸销售铁军

古井贡酒 2022 年或建立长效员工激励机制，业务人员的积极性进一步提升。在员工激励层面，古井贡酒曾在 2004 年尝试员工持股计划，后因管理层和普通员工的分配差距过大导致失败。2007 年前后，古井集团开启国有股权转让工作，后因董事长王效金被调查而终止。2009 年，古井开始第四次改制，亳州市国资委将所持古井贡酒集团 40% 股权转让给上海浦创投资，成功地迈出改制的重要一步。古井作为老八大名酒之一，过去一直在积极探索建立长效员工激励机制，后续或在《安徽省国企改革三年行动实施方案（2020-2022）》的指引下，有序深化国资国企改革，进一步提升国有企业活力和运营效率。

古井贡酒核心管理层均从内部成长起来，销售人员的薪酬水平远高于竞争对手。从管理层方面来看，梁金辉/闫立军等核心管理层大多从公司内部成长起来，整体团队执行力相较于其他企业具有较强的优势，有助于“三通工程”等渠道政策的顺利实施。从人均薪酬来看，古井贡酒 2020 年销售人员的人均薪酬在 29.67 万元左右，远高于竞争对手口子窖 (20.48 万元) /迎驾贡酒 (10.65 万元)。古井在渠道上相较其他竞争对手而言，搭建了系统性的渠道培育手法，拥有大规模、强执行力的“地面部队”，有助于进一步加强公司的渠道优势。

图 2：古井贡酒股权结构

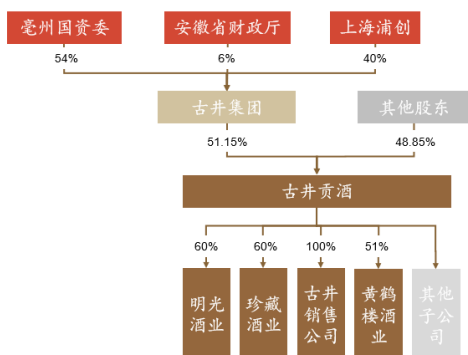
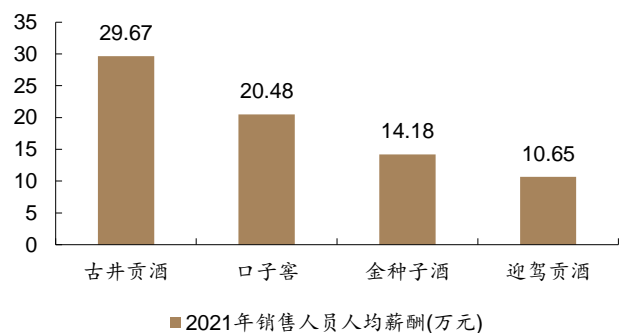


图 3：2021 年古井贡酒销售人员的薪酬远高于其他竞品



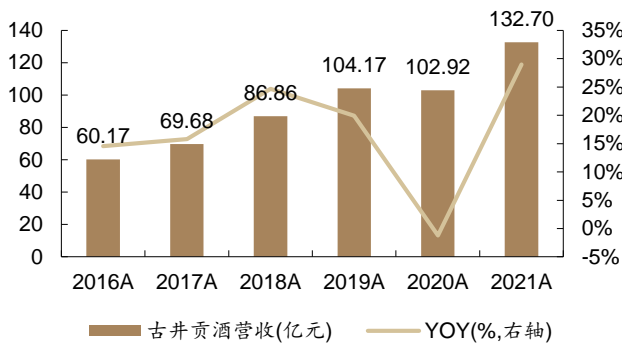
资料来源: Wind, 德邦研究所
截至 2022Q1

资料来源: Wind, 公司年报, 德邦研究所

1.3. 营收情况: 营收破百亿, 再造“新安徽”

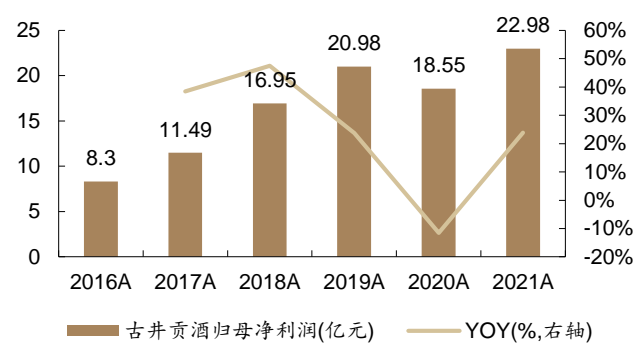
古井贡酒在次高端和全国化战略的引领下, 营收成功实现破百亿。从收入端来看, 古井贡酒在 2016 年开始推进全国化之后, 相继提出“百亿辉煌和三甲殊荣”等目标, 营收从 2016 年的 60.17 亿元增长至 2021 年的 132.70 亿元, 成功实现营收破百亿的目标, 开始进入后百亿时代。从利润端来看, 古井贡酒在高端化和全国化的带动下, 归母净利润由 2016 年的 8.3 亿增长至 2021 年的 22.98 亿元, GAGR 高达 22.6%, 其中 2020 年由于受到疫情的冲击, 净利润出现少许的下滑。

图 4: 2021 年古井贡酒营收创新高



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 2021 年古井贡酒归母净利润创新高



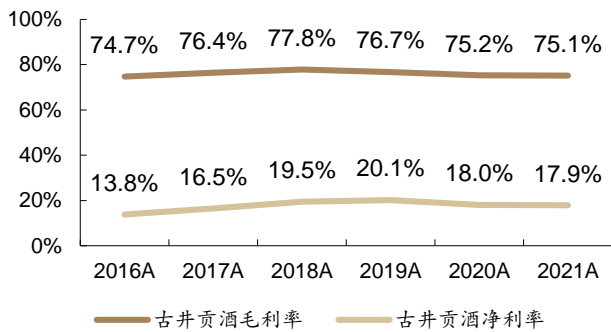
资料来源: Wind, 德邦研究所

古 8 及以上产品营收占比持续提升, 产品结构持续升级。从盈利能力来看, 古井在次高端战略的带动下, 公司净利率基本呈现上升趋势, 净利率由 2016 年的 13.8% 提升至 2021 年的 17.9%。从毛利率来看, 古井毛利率稳定在 75% 左右, 主要是受到吨成本快速上行对毛利率有一定的压制, 后续随着高价位的古 8 及以上营收占比的持续提升, 公司毛利率或有一定的提升空间。从产品结构来看, 2008 年古井推出年份原浆系列以来, 酒类业务营收占比由 2016 年的 70.7% 提升至 2021 年的 72.9%。

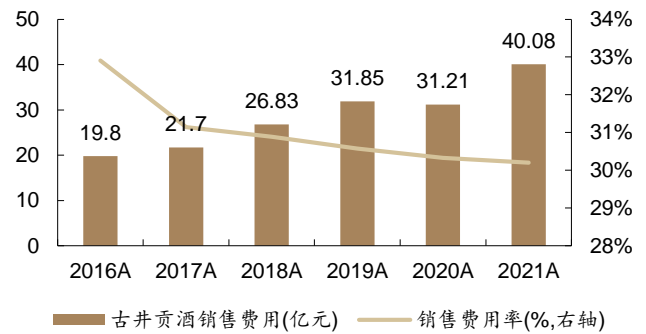
古井贡酒销售费用仍存优化空间, 后续费用节约或带动净利率上行。2009 年, 古井开始推动渠道的三通政策, 通过精细化的网点建设和消费者培育来实现对渠道的把控, 公司销售费用率由 2016 年的 32.9% 下滑至 2021 年的 30.2% 左右。古井较高的销售费用率主要系深度分销的模式所致, 后续随着公司在省内的市占率进一步巩固, 在规模效应下有望得到进一步的摊薄。

图 6: 古井贡酒净利率&毛利率

图 7: 古井贡酒销售费用率存在优化空间



资料来源: Wind, 德邦研究所

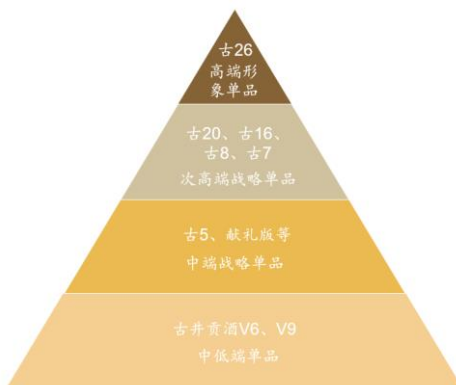


资料来源: Wind, 德邦研究所

1.4. 产品结构：发力次高端，升级正当时

古井贡酒主打年份原浆系列，有序实现产品结构梯次升级。从产品战略上看，古井贡酒先后收购了黄鹤楼酒业、明光酒业和珍藏酒业等来实现香型扩张，推出“三品四香”战略，即古井贡酒原有的浓香型、年三十系列的古香型、黄鹤楼酒的清香型以及明光酒的明绿香型。公司在2008年推出“年份原浆”系列，同时剥离非核心业务，开启产品结构升级的新阶段。目前，公司打造了“1422”产品矩阵，即古26作为一大高端单品，古7、古8、古16、古20作为四大次高端战略单品，献礼版和古5为两大中端百元战略单品，V6、V9为中低端产品。古井贡酒通过主打“年份”和“原浆”两大概念，构建了“古5-古8-古16-古20-古26”的产品升级路径，抓住安徽省内次高端白酒扩容红利，成为省内第一大白酒品牌。

图8：古井贡酒“1422”产品矩阵



资料来源: 酒说, 德邦研究所

图9：古井贡酒·年份原浆系列

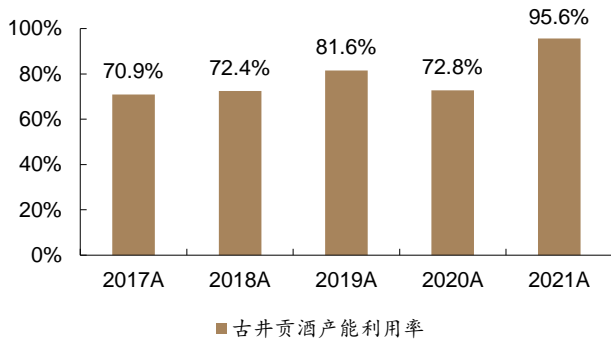


资料来源: 中国日报网, 德邦研究所

1.5. 产能梳理：募投扩产能，夯实双百亿

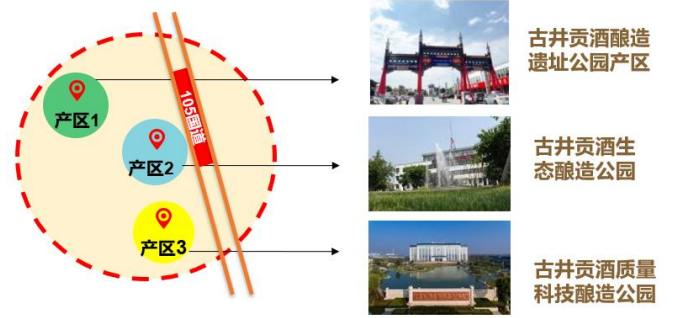
古井扩产打破产能瓶颈，优质基酒贮存奠定古20全国化基础。古井贡酒起源于公兴槽坊的122口明清窖池，自1962年起持续进行产能建设。1996年A股上市后，古井募投新增3000吨基酒产能。公司于2008年推出“年份原浆”系列，为了满足市场对优质白酒的需求，公司于2011年定增募投8000吨优质基酒技改工程。2016年，公司收购湖北黄鹤楼，加速公司全国化的发展进程，在湖北新增若干基酒产能。为了加快推进2025年“双百亿”战略，加大优质基酒的贮存，2021年募投50亿进行13万吨成品酒产能建设。

图 10: 古井贡酒产能利用率维持在高位



资料来源: Wind, 德邦研究所测算

图 11: 古井贡酒产能分布



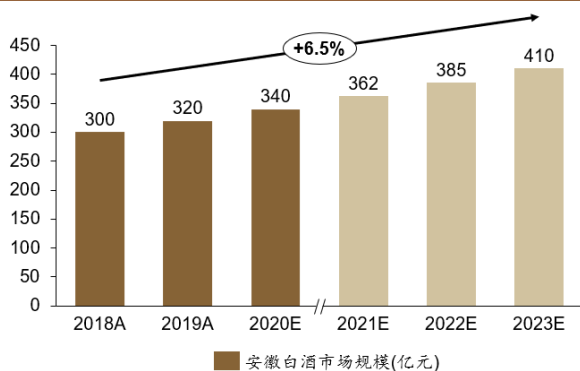
资料来源: 公司官网, 德邦研究所绘制

2. 安徽市场：消费升级超预期，名酒下沉进行时

2.1. 竞争格局：东不入皖，西不入川

未来三年安徽白酒市场规模有望维持 6.5% 增速，100-300 元价位是省内主流价格带。根据《中国酒类流通行业白皮书》，我们预计 2020 年安徽白酒市场规模约 340 亿元，在省内产业结构持续优化的带动下，我们预计 2023 年有望增长至 410 亿元左右。从竞争格局来看，古井/口子/迎驾等徽酒企业通过渠道壁垒和消费者培育占据省内绝大部分份额，对标临省洋河市占率仍有进一步提升的空间。从价位段来看，600 元以上的高端价位基本由茅五泸等全国性名酒占据，徽酒在品牌拉力方面略显不足。在 300-600 元次高端价位或是安徽省内下一个升级风口，古井/迎驾/口子作为省内龙头，有望在马太效应下切割到较大的份额。100-300 元中高端价位是安徽省内的主流价格带，基本由徽酒本土品牌占据，其中古 5/8、洞藏 6/9、口子 5 年/10 年等占据较大的份额。在 100 元以下的低端价位段，市场规模持续萎缩态势，开始呈现 10-30 元价位向 50 元高线光瓶升级的趋势。

图 12：预计 2023 年安徽白酒市场增长至 410 亿元



资料来源：《中国酒类流通行业白皮书》，德邦研究所测算

图 13：安徽省内白酒消费呈现明显的区域性



资料来源：乐酒圈，德邦研究所绘制

安徽省内白酒消费风格各异，合肥持续引领省内的消费升级。皖北市场是徽酒企业的集中地，主要涵盖亳州古井、高炉家和淮北口子窖等，当地白酒消费主要是以百元以下的低端价位为主，但是人均饮酒量相对较大，且以 42 度白酒为主。以合肥为代表的皖中地区，产业结构和消费升级领先全省。合肥市场成为撬动安徽市场的关键一招，古井/迎驾/口子等销售骨干大多集中在合肥市场。皖南市场消费水平介于皖北和皖中之间，白酒消费在 100-200 元价位，白酒消费更加趋于包容。

表 1：安徽省内各价位段分布（亿元）

主流价位	流通规模(以经销商出货价计算)		代表产品
	2018 年	2019 年	
600 元以上	40	45	茅台、五粮液、国窖、M6+
300-600 元	30	40	古 20/16、剑南春、M3、口子 20 年等
100-300 元	80	85	古 5/8、口子 6 年、海之蓝等
30-100 元	110	105	献礼、口子 5 年、宣酒 6 年、迎驾银星等
30 元以下	40	45	牛栏山、文王贡、老村长等
合计	300	320	

资料来源：《中国酒类流通行业白皮书》，德邦研究所

2.2. 消费升级：价格带跃迁至 200 元+

安徽省内产品结构升级是厂家、渠道和消费者三重推力下的结果。产品结构升级可以分为主动升级和被动升级两种：被动升级是指产品进入成熟后期，价格体系逐步透明，渠道利润空间压缩下的必然结果，渠道主动更换利润型产品。主动升级是指厂家为了顺应消费升级的趋势，主动拉高自身品牌高度。从驱动力来看，从渠道端来看，一旦产品价格体系透明，导致渠道利润的压缩，倒逼厂家进行产品结构升级。从厂家来看，通过产品结构升级 1) 提升自身的盈利水平；2) 实现渠道重新分润；3) 提升自身品牌高度，掌握白酒定价权。从消费者来看，消费者收入水平提升，亟需新的产品来满足高价位的需求。

图 14：白酒价格带消费升级是渠道&渠道&消费者三重合力的结果

厂家主导	渠道助推	消费者接受
<p>1) 老品主动提价，需要较强的品牌力（茅五泸），或者应对成本上涨变相提价。</p> <p>2) 地产酒大多通过老品换代/新品来实现，比较典型的就是古井在安徽省内的换代升级，献礼->古8->古20</p>	<p>1) 产品结构升级一般能提升渠道毛利，或者通过费用变现等方式，终端具有较大的积极性。</p> <p>2) 白酒品类生命周期在5~8年，后续价格体系不断透明，导致渠道利润不断压缩。</p>	<p>1) 消费者收入水平的提升，继续更高价位的产品来满足自身的需求。</p> <p>2) 如果厂家不及时对产品进行升级，极有可能陷入“低端陷阱”，比较典型的就是金种子、文王贡等价格带升级不及时，错失发现先机。</p>

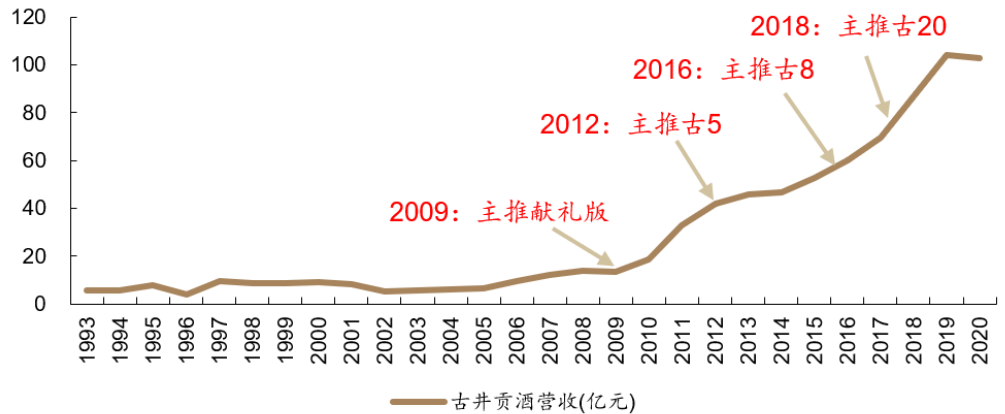
资料来源：新华网，德邦研究所

产品迭代换代是升级的主要方式，费用管控和费投效率是次高端地产酒竞争的核心。产品结构升级的主要方式：产品端，通过对老品换代升级或者推出新品，主要卖点大多集中于老酒比例提升、容量增加（比如洋河）、包装升级以及增添科技元素，完成对消费者教育。渠道端，产品提价的新增利润或在渠道端重新进行分配，通过提升渠道利润来激发渠道进行新品宣传的积极性。费用端，酒企或加大对新品的费投，一方面费用投在经销商层面，例如加大新品的陈列、地推、买赠、返点等；另一方面费用直接投放在消费者层面，通过品鉴、回厂游、红包等方式实现消费者品牌教育。从效果来看，一旦费投过多集中在渠道，则容易引发经销商费用变现，并没有实际促进动销，还存在低价甩货、窜货的情况。相反，费用投放在消费者端，在很大程度上加强消费者对品牌、品质的认知度，带来实际动销的提升。因此，对于古井等地产酒龙头而言，渠道竞争的核心在于费用管控和投放效率。

复盘古井贡酒在安徽省内发展历史，古井取得巨大的成功主要受益于：1) 在安徽省内，倾注所有的精力将本省规模实现极大占有；2) 在省内采取 100-200 元中档酒进行市场开拓，率先将规模做大，规模是品牌的基础，随后向高端价位延伸；3) 抓住了安徽省内每一轮主流价格带的升级机会，同时开发新的品类向更高价位延伸；4) 省外市场用资源换规模，前期通过野蛮生长实现市场规模增长。古井贡酒在省内全价格带布局，有侧重地进行升级，省外从开始的要规模转为聚焦战略。

地产酒应当充分享受每一轮省内主流价格带升级的发展机遇。地产酒在省内往往实现全渠道、全价位、高覆盖，但是需要及时地实现产品结构升级，达成省内主流价格带升级的发展机遇。价格是白酒企业的生命线，一旦地产酒丧失省内主流价格带的主导权，将会错过省内主流价格带的发展机遇。例如，安徽省内的金种子和文王贡酒等，产品结构升级迟缓，大多精力聚焦在百元以下的低端价位段，错过中高端价位段扩容的发展机遇。因此，地产酒应当：1) 及时进行产品结构升级，实现该价位段的极大占有；2) 在形成一定的市场规模之后，通过产品换代的方式，或者开发新产品的方式提前对下一次主流价格带升级做准备；3) 省内主流价格带由低端->中高端->次高端的升级速度不断加快。

图 15: 古井贡酒产品推进路线图



资料来源: Wind、澎湃, 德邦研究所

2.3. 渠道变迁: 名酒下沉和品牌集中

烟酒店渠道仍然是安徽省内白酒消费的核心渠道，销量占比在 65%左右。从网点的数量来看，以合肥市场为例，拥有 2 万多家烟酒店数量，其他地级市的烟酒店数量均在 1500-4000 家之间。从客户资源来看，核心烟酒店大多拥有丰富的团购资源，常年服务固定的政务、商务、企事业团购客户。此外，烟酒店提供的快捷运输和客情服务成为增强客户粘性的又一抓手。在安徽市场，烟酒店资源是各大白酒企业竞争的高地，2015 年洋河开始进攻合肥市场，在合肥市场针对核心烟酒店抢陈列、门头、墙体广告，大力推进渠道促销。到了 2016 年，洋河股份在合肥市场实现了核心网点覆盖，销售规模实现较大突破。

图 16: 2019 年安徽省内各渠道销量占比

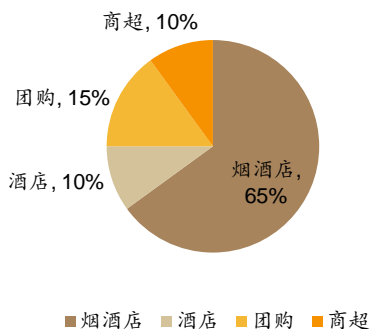
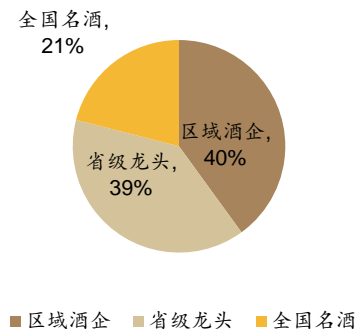


图 17: 2019 年安徽流通渠道各企业的占比



资料来源:《中国酒类流通行业白皮书》，德邦研究所

资料来源:《中国酒类流通行业白皮书》，德邦研究所

表 2：安徽省内各个白酒渠道现状

渠道	渠道现状	发展趋势
酒店渠道	1)酒店白酒消费自带率 70%左右； 2)酒店白酒加价率较高，幅度在 10%-15%左右； 3)酒店白酒主要以陈列宣传为主； 4)酒店进场费主要以陈列、开瓶费、返点为主； 5)宴席消费较多的酒店是酒企争夺的重点。	1)酒店平价酒水消费趋势凸显； 2)宴席消费成为白酒重要消费窗口。
烟酒店渠道	1)烟酒店终端数量众多，开始向低线市场下沉； 2)拥有团购资源的烟酒店终端成为酒企争夺的重点； 3)核心烟酒店的竞争优势：价格优势、客情服务、名酒销售	1)未来烟酒店更加趋向于连锁化和专业化； 2)未来烟酒店的毛利空间进一步压缩。
团购渠道	1)目前主要以商务团购为主，政府团购转为幕后； 2)团购竞争开始进入红海竞争，主要是次高以上价位的注销渠道； 3)团购竞争战术主要是团购合伙人和团购顾问。	1)资源型团购商未来是争夺的重点； 2)未来团购的竞争主要是服务、物流、消费客群的培育和粘性。
商超渠道	1)商超的加价率在 10%左右； 2)合肥市场的商超体系较为发达，其他地市更多是价格形象支撑；	1)商超价位未来和流通价格趋于一致； 2)商超会员未来成为酒企培育重点。

资料来源：《中国酒类流通行业白皮书》，德邦研究所

本轮白酒消费扩张的底层逻辑是中高端酒的渠道下沉以及头部品牌集中。白酒渠道发展可以划分成五个发展阶段：1)烟酒店深度分销时代，白酒的渠道业态不够丰富，更多还是依靠传统的烟酒店渠道。2)徽酒引领的盘中盘时代，餐饮业态快速发展，餐饮渠道成为最大出货渠道。2000 年前后，口子窖首创盘中盘模式，即小盘带动大盘，通过核心盘带动周边盘等动作，通过终端拦截、包量包销、一店一策盘中盘等方式实现快速放量。3)团购时代兴起，在 2008 年 4 万亿基建催化下，与地产业务绑定的白酒消费场景增多。4)团购型烟酒店起势，三公禁令之后白酒团购逐渐碎片化，团购型烟酒店开始增点扩面，团购逐步转向企业团购。5)消费者培育阶段，酒企通过控货提价等方式实现终端利润提升，白酒消费开始从 B 端走向 C 端，从渠道竞争全面转向消费者教育。消费者不再单去烟酒店买酒，各大酒企可以通过品鉴会、回厂游、体验馆等方式触达消费者，地产酒的渠道优势开始逐步弱化，更多转向品牌力和消费者培育的竞争。因此，本轮白酒消费扩张的逻辑是中高端酒的渠道下沉，以及白酒消费的品牌集中。

图 18：白酒消费的渠道变迁历史



资料来源：经济观察报等，德邦研究所

3. 古井全面开启“双百亿、双品牌”复兴工程

3.1. 产品端：坚定推进次高端，全力打造年份原浆

3.1.1. 品牌战略：打造“三品四香”布局

主品牌打造“古井贡酒”+“年份原浆”两大系列。古井贡酒在 2008 年成功推出“古井贡酒·年份原浆”系列之后，于 2018 年开始对古 16 和古 26 进行换装升级，并在外包装上去掉“古井贡酒”字样，开始独立培育“年份原浆”系列，确立了次高端战略。同年，古井下发了《关于停止新增品牌运营商的通知》，决定不再新开发古井系列品牌运营商，在次高端价位重点培育“年份原浆”系列，在中低端价位带重点布局“古井贡酒”系列，在价格带维度形成两大品牌的区隔。

相继收购黄鹤楼酒业和明光酒业，打造“三品四香”布局。在香型维度，公司近年来通过收购黄鹤楼酒业、明光酒业，逐步形成了“三品四香”的产品布局，并采取多品牌、多区域、多香型的竞争策略来实现快速增长。其中，“三品”是指“古井贡酒、黄鹤楼、老明光”三个老名酒品牌，“四香”是指年份原浆·年三十的古香型、年份原浆·古 20 的浓香型、黄鹤楼 75° 大清香纪念酒的清香型以及明绿液御酒的明绿香型。此外，2019 年至今，酱酒开始在贵州、河南、山东、广东等市场起势，古井于 2021 年通过收购珍藏酒业，开始涉足酱酒领域。短期来看，切入酱酒难以对公司的业绩形成较大增量贡献，中长期来看或布局安徽省内的次高端酱酒消费市场。古井贡酒作为安徽省内地产龙头，有别于五粮液等全国性名酒，公司需要通过全品类、全价格带来实现对省内市场的高占有。

图 19：古 20 换标突出“年份原浆”



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 20：古井贡酒“三品四香”布局



资料来源：公司官网，德邦研究所

3.1.2. 产品矩阵：全力打造古 20 大单品

年份原浆系列构建“142”产品组合来切入次高以上价位段。在产品组合方面，古井在年份原浆系列构建了“142”产品组合，其中“1”个高端形象产品古 26，“4”大次高端战略单品（古 7、古 8、古 16 和古 20）和两大中端百元战略单品献礼版（省外幸福版）和古 5。古井在通过古 5 和古 8 站稳中高端价位段的同时，通过迭代升级古 16、古 20 等高端系列，进一步释放出名酒势能和品牌核心价值。古井在省内的量价模式，用年份原浆单一系列来实现迭代升级，抓住安徽省内的

每一轮消费升级。受益于消费升级的带动，古井贡酒的核心产品已经由年份原浆献礼、古 5 升级至以古 5 为基础，古 8 为核心，古 16/20 为拳头的产品组合。

表 3：古井贡酒产品迭代梳理

时间	产品迭代梳理
2008 年	公司推出古井原浆系列；推出定位 110 元的古 5
2010 年	推出年份原浆献礼版
2013 年	年份原浆献礼版换代升级
2014 年	古井贡酒年份原浆上市 5 周年庆典,年份原浆献礼版、省外幸福版及年份原浆 5 年换装升级
2017 年	推出年份原浆古 7、古 8 中国香
2018 年	重磅推出新版年份原浆中国香古 20 上市；年份原浆献礼版第五次换代升级
2020 年	年份原浆献礼版升级为第 6 代
2020 年	“年份原浆年三十”发布
2020 年	古井贡酒老瓷贡产品升级上市；年份原浆献礼版换代升级

资料来源：公司官网等，德邦研究所

表 4：古井贡酒产品提价梳理

时间	产品	提价情况
2018 年 5 月	献礼版、古 5/8/16	年份原浆献礼版上调 20 元/箱，终端零售价 360 元/箱；古 5 上调 40 元/箱，零售价 500 元/箱；古 8 上调 80 元/箱，终端零售价 1000 元/箱；古 16 上调 240 元/箱，终端零售价 2160 元/箱。
2018 年 10 月	古 8	亳州古井销售有限公司于 9 月 17 日下发通知，将公司核心单品古 8 终端成交价上调 10 元/瓶，于 10 月 1 日起执行，本次调整主要针对安徽区域。
2019 年 9 月	献礼版、古 5/8	古井贡酒年份原浆献礼版终端零售价不得低于 90 元/瓶；古 5 终端零售价不得低于 125 元/瓶；古 8 终端零售价不得低于 240 元/瓶。
2020 年 7 月	献礼版、古 5/8/16/20/26	献礼版终端成交价为 90 元/瓶、古 5 终端成交价为 120 元/瓶、古 8 终端成交价为 230 元/瓶、古 16 终端成交价为 370 元/瓶、古 20 终端成交价为 550 元/瓶、古 26 终端成交价为 900 元/瓶。与之前相比，献礼版每瓶上调 5 元，古 5 每瓶上调 10 元，古 8 每瓶上调 10 元，古 16 每瓶上调 20 元、古 20 每瓶上调 15 元，古 26 每瓶上调 20 元。
2020 年 12 月	古 20	古 20 在原有价格基础上开票价格上调 20 元/瓶。
2021 年 3 月	古 20	年份原浆·古 20 产品经销价上调，其中 38°、42° 古 20 经销价上调 40 元/瓶，零售价调整为 799 元/瓶；52° 古 20 经销价上调 60 元/瓶，零售价 899 元/瓶。
2021 年 8 月	古井贡酒第六代	2021 年 9 月 9 日开始，55 度古井贡酒第六代结算价上调 90 元/瓶。
2021 年 12 月	年份原浆年三十	常规装：42 团购成交价调整为 1400 元/瓶，52 团购成交价调整为 1600 元/瓶。 生肖版：虎年生肖版团购成交价调整为 1800 元/瓶，牛年生肖版团购成交价调整为 2000 元/瓶。

资料来源：微酒等，德邦研究所

在千元价位段，古井推出战略性大单品年 30/古 26，形成全价格带覆盖。古井贡酒推出年份原浆古 26 和年 30，填补高端价位段的空白，为布局全国化拉升品牌价值。其中，年 30 重点打造古香型口味，以“中国年最有仪式感的一天一年三十”命名，将古井和新年牢牢绑定。此外，公司单独成立了年 30 事业部，在春晚营销的基础上继续深耕。在千元价位段，古 26/年 30 还是作为战略性产品来拉升整体的品牌高度。

在次高价位段，古井通过古 16/20 来抢占省内升级风口。古井在 2008 年推出年份原浆系列来重点进攻次高端及以上价位段，在 200~300 元价位主要布局古 7 和古 8，古 8 已经在省内该价位段占据绝对领先地位，古井的基本盘已逐步由古 5 转移至古 8。在 400~500 元价位，古井主推古 16 来直面剑南春和口子窖的竞争，目前竞争烈度较大，目前古 16 在婚宴市场具有较强的竞争力。在 500~600

元价位，古井 2018 年起全力打造古 20 超级大单品来实现卡位，进而实现省内白酒价格带有序升级。在渠道打法方面，安徽省内古 20 采取的是厂家主导的联盟体模式，强化古井在古 20 销售路径上的主导地位，进而顺利推进终端和消费者培育工作。在省外，古 20 主要采取的是大商制，前期通过加大费用投放来实现市场推广。古井贡酒作为省内的地产酒龙头，通过费用聚焦&人员聚焦等方式来操刀古 16/20，持续引领省内的消费升级。

在低档价位段，古井依靠强大的渠道掌控力把握百元价位基本盘。2010 年，公司就推出年份原浆献礼版布局省内 80~100 元价位带。随着古井贡酒在安徽省内“三通工程”不断推进，古井贡酒在安徽省乡镇市场的覆盖率进一步提高，献礼版销量迎来增长，产品也经历了 5 次升级换代。此后，在大众消费升级的背景下，安徽省内白酒主流价位带进一步上移至百元价位，公司顺势将献礼版转向百元价位段古 5。近三年来，中低档价位持续萎缩，省内主流价格带逐步向 300 元价位迁移，但是古 5 和献礼作为公司的基本盘，后续仍将通过保盘、保量、保价、保位等方式保证渠道利润，强化公司在该价位段的主导地位。古井在省外开拓时，在部分地区受制于品牌拉力的不足，或可选择将中低档价位作为进攻方向。

图 21：古井贡酒产品矩阵

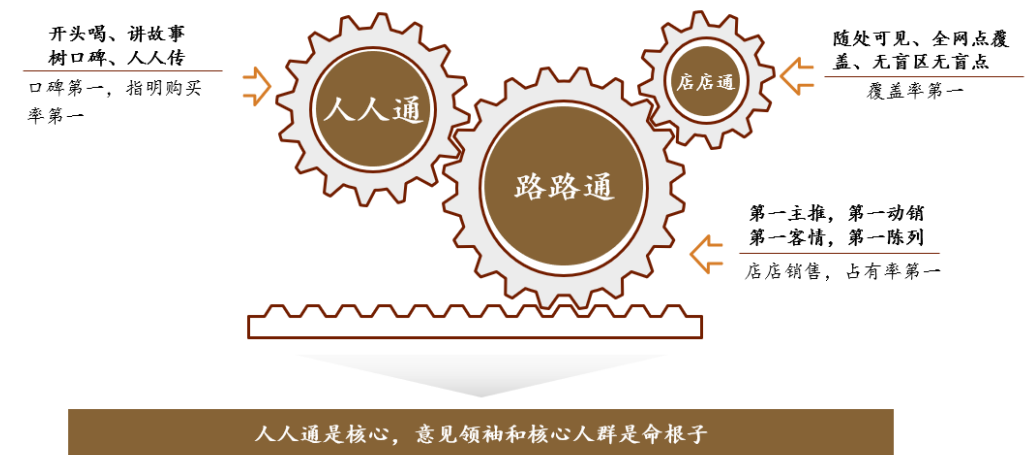
价格带	系列	品类	定位	度数	规格	终端价格 (元)	产品照片
高档酒	年份原浆	年30	过大年，喝年三十	52%vol	500ml	1899	
		古26	古井贡酒高端的形象单品	52%vol	500ml	1488	
		古20		52%vol	500ml	700	
次高档酒	年份原浆	古16	古井贡酒次高端战略单品	50%vol	500ml	450	
		古8		50%vol	500ml	345	
		古7		50%vol	500ml	261	
中档酒	年份原浆	古5	古井贡酒中端战略单品	50%vol	500ml	160	
		献礼版		50%vol	500ml	102	
低档酒	古井贡酒	幸福版		50%vol	500ml	128	
		古井贡酒V9	古井贡酒腰部战略单品	40.6%vol	500ml	125	
		古井贡酒V6		50%vol	500ml	99	
		古井贡酒第六代	中国老名酒复兴战略核心产品	50%vol	500ml	110	
		古井光瓶乳玻贡	首款光瓶酒战略核心产品	50%vol	500ml	56	
黄鹤楼		大清香900	首创南派大清香，发现清香价值	53%vol	900ml	1598	
		陈香1979	商用酒新选择	42%vol	500ml	368	
		更上层楼五楼	黄鹤楼中高端重要单品	52%vol	500ml	374	
		生态原浆15	喜宴用酒新选择	42%vol	500ml	183	

资料来源：公司官网、淘宝等，德邦研究所

3.2. 渠道端：深耕三通工程，实现省内县县过亿

古井贡酒首创“三通工程”，实现省内渠道下沉。在渠道深耕方面，古井在 2009 年前后首创“三通工程”——即“路路通、店店通、人人通”，进行渠道扁平化下沉，进而带动公司实现乡镇全覆盖。三通工程要求小区域、高占有，在选定的区域内集中资源，建立规划、执行、督导三位一体的执行体系以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、消费者指名购买率最大化。首先在局部区域实现目标，然后进行复制，逐步扩大市占率，最终成功打开目标市场，达到覆盖率第一，陈列第一，推荐率第一，指名购买率第一及销售第一。路路通要求覆盖率第一，以当地人口和市场定位等级为基准，判断网点覆盖数量；店店通要求占有率第一，覆盖酒店、名烟名酒店和商超，根据店的不同类型对进店、陈列、价格执行、宣传和动销提出不同的方案；人人通要求指名购买率第一，从两方面来执行：一方面是通过品鉴和公关等活动来传播、引荐古井贡酒，吸引潜在消费者，另一方面是通过开发团购来深度开发市场资源，扩大政府机关、大型企业为来源的团购市场份额。通过三通工程，古井实现直控终端和渠道下沉，能够大幅提高局部市场占有率，进而通过渠道壁垒的方式巩固古井在安徽的龙头地位。

图 22：古井贡酒 2010 年独创了渠道“三通工程”



资料来源：微酒，德邦研究所

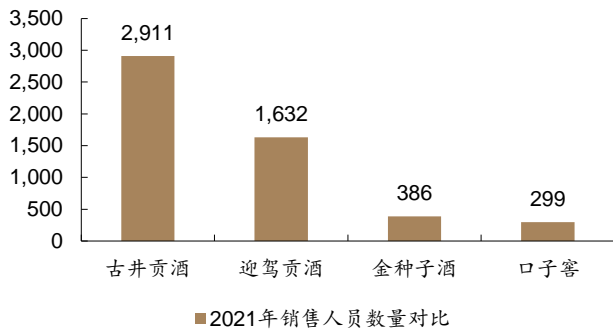
古井贡酒形成了系统化的团购渠道操作模式。古井贡酒在通过古 5/8 放量实现对省内 100-300 元价位的极大占有之后，开始主导古 16/20 来进攻 300 元以上的次高端价位。次高端白酒的消费场景更多集中在商务宴请和礼赠等，因此古井需要大力发展团购来实现核心消费群体的圈层营销。在团购渠道方面，古井贡酒采取的是三盘互动模式，以团购渠道为核心，带动餐饮渠道和名烟名酒商超渠道。在团购操作方面，古井贡酒的团购队伍经过长期的实战，已经形成一套系统、完备的团购操作方法，预计未来 2-3 年或能在次高以上享受到较大的份额。

古井贡酒采取深度分销的模式实现对渠道较强把控。古井在渠道上采取渠道扁平化下的深度分销模式，酒厂通过直控终端来负责销售工作，经销商更多充当仓配配送和资金的功能。从销售人员数量上看，2021 年古井贡酒的销售人员高达 2911 人，远高于同期的迎驾贡酒（1632 人）、口子窖（299 人）和金种子酒（386 人）。从纵向维度来看，古井在 2018 年前后提出“县县过亿”计划，开始加大对县乡市场的下沉力度。因此，2017 年古井销售人员数量激增至 1500 人，随后今

年公司的销售团队不断扩大。此外，古井在“厂商 1+1”的运作模式下，还存在大量的外包地勤人员，古井通过“人海战术”实现对于合肥乃至安徽省渠道的较强控制。

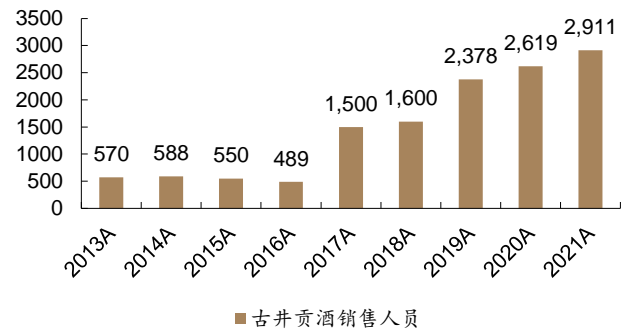
古井在县县过亿的指引下，未来省内 100 亿的营收目标有较大的达成率。古井贡酒在 2018 年就提出“县县过亿”长期战略规划，目前公司在安徽绝大部分市县均处于绝对领先地位，16 个地市区基本全部销售过亿，其中不乏超 2 亿的市区市场，此外亿元县的数量也不断增加。安徽省内共有 105 个县区市场，且古井在合肥市场早已超过 20 亿元，若古井在安徽省内再实现县县过亿，预计公司在省内实现 100 亿+的达成率进一步提升。中长期来看，在省外营收占比持续提升的情况下，古井贡酒 200 亿的营收目标将有较大的达成率。

图 23：2021 年徽酒销售人员对比（人）



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

图 24：古井贡酒在 2017 年开始渠道下沉（人）



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

3.3. 品牌端：高举高打实现老八大名酒价值回归

古井贡酒先后四次上榜全国评酒会，徽派名酒历久弥香。古井贡酒于1963年、1979年、1984年和1989年先后四次在全国评酒会中荣获“中国名酒”称号，具有较强的品牌高度。2016年，古井贡酒收购湖北名酒黄鹤楼，成为洋河后又一个具有“双名酒”战略的企业，省内外品牌势能得到较大提升。古井贡酒作为徽酒龙头，享有“南有黄山松，北有古井贡”的美誉，未来在双百亿工程的指引下或实现全国化。

表 5：古井贡酒上榜四届全国评酒会

年份	届数	称号	品牌
1952年	第一届	四大名酒	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
1963年	第二届	八大名酒	茅台酒、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年	第三届	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	第四届	十三大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989年	第五届	十七大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：《窖主说》，德邦研究所

年份原浆广宣费用高举高打，形成全国性品牌势能。古井贡酒在1989年通过“降度降价”的市场策略实现了收入和利润的快速增长，但名酒变民酒的措施也变相削弱了公司的品牌高度。2007年公司新管理层上台后，提出“回归与振兴”战略，要求古井贡酒回归高端品牌，重回白酒第一阵营，因此公司于2008年推出年份原浆系列重塑古井品牌，在省内加快向次高端转型升级。在品牌培育方面，古井贡酒连续多年加大广宣投入，例如形成以央视春晚为核心、地方春晚为协同的“1+2”春晚营销体系，提高年份原浆的品牌曝光度。

“品牌之旅”提高品牌露出，高端品鉴圈层营销。在线下营销方面，古井贡酒在高铁站、列车进行大规模“品牌之旅”活动推广宣传，通过选择冠名高铁来强化在商务群体的品牌认知。古井贡酒“品牌之旅”活动推广陆续走进上海、南京、合肥、济南、天津、北京、郑州、武汉、西安、石家庄等11个核心市场。同时，古井贡酒在“品牌之旅”推广的同时，围绕当地核心消费群体举办大型高端品鉴活动。

图 25：古井贡酒连续六年冠名央视春晚



资料来源：公司官网，德邦研究所

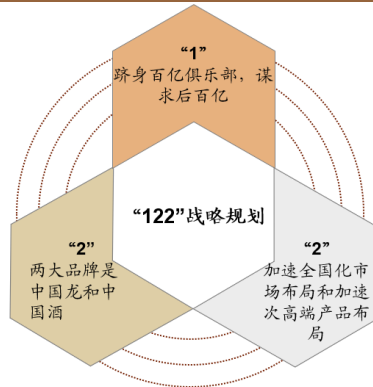
图 26：古井贡酒在 11 个城市开启品牌之旅宣传



资料来源：公司官网，德邦研究所

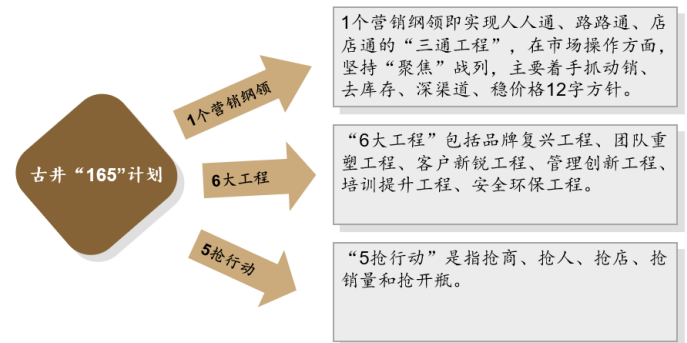
古井贡酒深化“122”战略和“165”计划来实现老八大名酒的价值回归。古井贡酒提出了品牌复兴战略，即“122”战略规划：“1”是要跻身百亿俱乐部，谋求后百亿；两个“2”分别是两大品牌和两大措施。其中，两大品牌是“中国龙”古井贡酒年份原浆和“中国酒”年份原浆；两大措施则是加速全国化市场布局和加速次高端产品布局。在2016年，古井贡酒提出全面开启“双百亿、双品牌”复兴工程，近期目标是“拿下一百亿”，中期战略目标是“重返三甲，再现全国化”，通过实施“165”计划来复兴老八大名酒的荣光。其中“165”计划是指：1个营销纲领，6大工程和5抢行动。

图 27：古井贡酒“122”品牌复兴战略



资料来源：微酒，德邦研究所

图 28：古井贡酒“165”计划



资料来源：中国酒业新闻、佳酿网，德邦研究所

4. 守与攻：古 8 省内高占有，古 20 加速全国化

古井贡酒在新五年冲击 200 亿，主要来自以下增量空间：1) 省内市场继续保持高占有，加快古 8 以上产品的发展；2) 打造“新安徽”市场，重点开拓鄂鲁豫冀等省外市场；3) 加快培育黄鹤楼酒业，打造省外第二增长极。

4.1. 守：并购省内明光酒，坚守安徽大本营

古井并购明光酒业或旨在守住省内大本营，巩固中低端市场。2021 年，古井贡酒收购省内老酒企明光酒业，与四年前收购黄鹤楼酒业进“攻”湖北市场有所不同，本次并购或旨在“守”住省内大本营。明光酒业是安徽老名优白酒品牌之一，主要聚焦明绿、绵柔、大包干三大产品，价格带主要覆盖 100 元到 200 元，拥有滁州市和明光市两大基地市场。古井贡酒的基地市场主要是合肥与亳州，收购明光可以一定程度上在省内市场形成协同。从价位段打法来看，古井贡酒通过年份原浆系列主打省内的次高端价位，需要通过收购明光来巩固中低档市场。

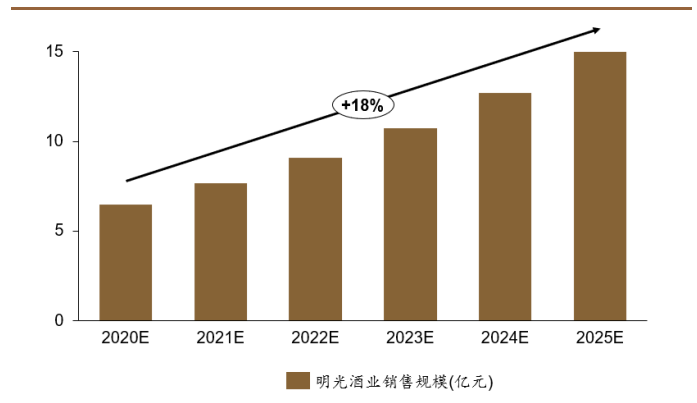
明光酒业执行“内稳外拓”战略，力争 2025 年销售达到 15 亿元。2020 年，明光酒业提出“内稳外扩”战略：“内稳”即继续做深做透滁州市场，冲击 6 亿元以上销售；“外扩”则是有序拓展合肥市场。2021 年，在古井完成对明光酒业 60% 股权收购之后，明光制定了新的十四五规划，即力争 2025 年实现销售收入 15 亿元，重回省内白酒第一阵营。

图 29：2021 年古井贡酒收购明光酒业 60% 股权



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 30：明光酒业 2020E~2025E 销售规模 GAGR 有望达 18%



资料来源：酒业家，德邦研究所

4.2. 攻：古 8 及以上产品快速放量

徽酒消费升级是费投支持和省外扩张的必然选择。从地产酒产品结构升级的必要性来看，1) 结构性升级一般需要大量的前置性投入以及较长的产品培育周期，在徽酒盘中盘的销售模式下，终端店快速上行的土地租金等费用需要转嫁给酒厂。因此，徽酒在通过中低档产品打底之后，亟需通过高端化和全国化来满足渠道的利润诉求。2) 低线产品利润微薄，难以支撑公司利润的持续增长，因此公司相继主推古 5、古 8、古 20 等高线产品来实现自身品牌价值的回归。3) 古井在 2009 年开始推行三通工程，进行渠道精细化运作，因此低价产品的利润难以支撑渠道模式效益的最大化。后续，古井将持续围绕河南、湖北等市场开始全国化，有限的

利润难以支撑全国范围的模式扩张。因此，公司主推古 8 是通过产品结构升级实现渠道优势的再消化，以更大效益反哺渠道建设。综合来看，古井贡酒产品结构升级不仅是消费升级趋势下的必然之举，也是徽酒龙头对渠道优势的再消化。

4.3. 攻：省外占比有望提升至 40%

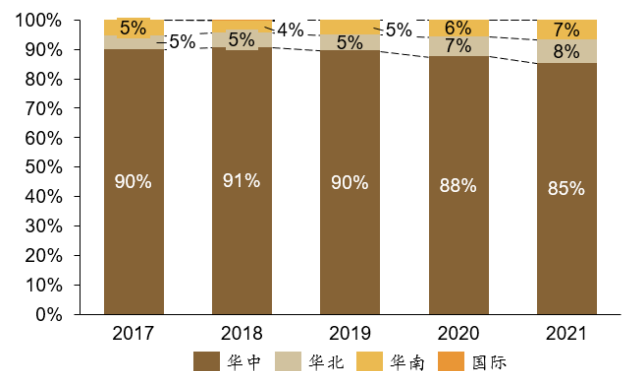
古井贡酒加强“环安徽”市场建设，十四五末省外占比有望提升至 40% 左右。根据酒业家，古井贡酒已经进入了“省内”+“省外”双轮驱动的阶段，2019 年公司省内销售额约 61 亿元，且在 2018 年提出“县县过亿”长期战略规划。安徽共有 105 个县区市场，且古井在合肥市场规模早已超过 20 亿元，若能在省内依靠三通工程强势渠道力，省内有望实现 100 亿+营收。古井在省内实现高覆盖高占有后，省外市场成为公司后百亿时代的关键。在组织架构方面，2019 年古井贡酒对销售公司组织架构进行重大改革，建立了东南西北中五大战区、18 个省区大区的一线作战司令指挥体系，同时选拔一批年轻骨干升任管理岗位。此外，古井在五大战区内选择北京、上海、杭州、郑州等关键节点做古井专卖体验店，通过人海战术继续执行三通工程。在省外市场布局方面，古井贡酒重点打造河南+湖北两大省外市场，同时在江浙沪鲁津粤等地区的重点城市以点带面，根据目标市场地产酒强势程度、消费者接受度以及市场进入难度制定策略。古井在省外核心区域培育一批 10-20 亿元的市场，未来有望在十四五末省外营收占比达到 40% 左右。

图 31：古井贡酒开启“环安徽”市场建设工程



资料来源：酒业家，德邦研究所绘制

图 32：古井贡酒分区域营收结构



资料来源：Wind，德邦研究所

古井打造古 20 全国性大单品，采取“3+5”全国化战略。在全国化布局中，古井贡酒大力打造次高端大单品古 20，牢牢站住 600 元价位带。在全国化市场布局上，古井贡酒采取的是“3+5”全国化战略，其中“3”是指安徽、湖北、河南市场，“5”是指上海、江苏、山东、浙江、河北市场。在省外市场突破上，古井贡酒省外采取大商制，公司与大商合作，借助经销商资源来开发渠道客户。在省外市场进展上，古井在省内通过三通工程实现省内的高占有之后，开始将省内的成功渠道经验复制到省外城市。2011 年前后，古井贡酒开始集中资源发展河南市场，2015 年提出将河南市场打造成第二个安徽市场，并在河南建立营销中心，当年河南市场实现销售额约 14 亿元。在进攻省外市场上，古井贡酒在渠道管控具有较强的优势，但在品牌力方面相对不足，再加上早期在河南主推低端酒，未能及时抓住消费升级红利，因此 2017 年河南市场开始出现下滑，销售额跌落至 2.4 亿元。随后，古井通过塑造古 20 全国性大单品，重新进攻江苏、河南等省外市场。

图 33: 古 20 外包装全新升级



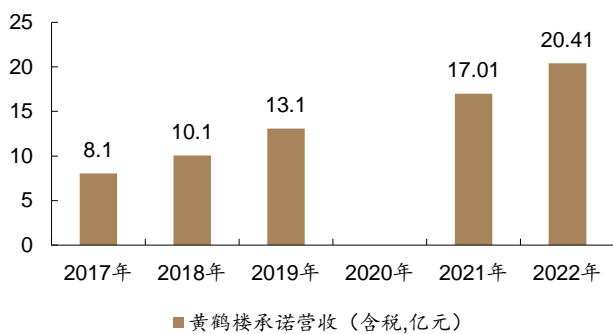
资料来源：公司官网，德邦研究所

4.4. 攻：并购黄鹤楼进军湖北

古井并购黄鹤楼切入湖北市场，22 年营收有望贡献 20 亿+。黄鹤楼在 1984 年/1989 年两度获得名酒称号，古井 2016 年以 8.16 亿元收购黄鹤楼 51% 股权进入湖北市场，在双品牌战略下开启全国化，并在产品、渠道、品牌、组织架构等方面进行优化：1) 加大黄鹤楼品宣力度；2) 古井向黄鹤楼派驻管理团队，嫁接古井优秀的渠道运作模式。2017~2019 年，黄鹤楼稳步完成业绩对赌目标，其中 2020 年由于受到疫情的冲击，黄鹤楼酒业含税营收下滑至 5.83 亿元，因此对赌协议的考核期顺延至 2021 年，根据业绩承诺收入（含税），预计公司 2022 年有望实现 20.41 亿元目标营收。

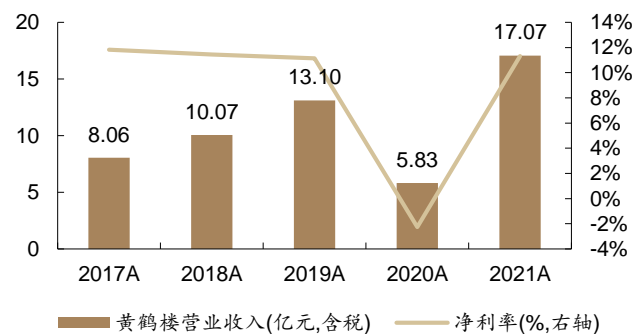
古井管理赋能黄鹤楼，产品聚焦 100-300 中高端价位。从湖北市场来看，白云边在 100~200 元价位占据主导地位，而黄鹤楼酒业虽具有名酒基因，但是销售体量相对较小。古井入主黄鹤楼酒业之后，派驻管理层和销售团队到湖北市场，提出了“一年打基础，三年翻一番，五年翻两番”的目标，同时大刀阔斧砍掉黄鹤楼旁支产品，主攻市场主流渠道。经过产品结构梳理与重新定位后，黄鹤楼已基本确立以“生态原浆 12 年/15 年；陈香 1979/1989；135 小黄鹤楼”的五大核心单品，覆盖 100-300 元价格带，卡位省内主流消费价格带，有望充分享受消费升级红利。

图 34: 古井收购黄鹤楼酒业的对赌营收



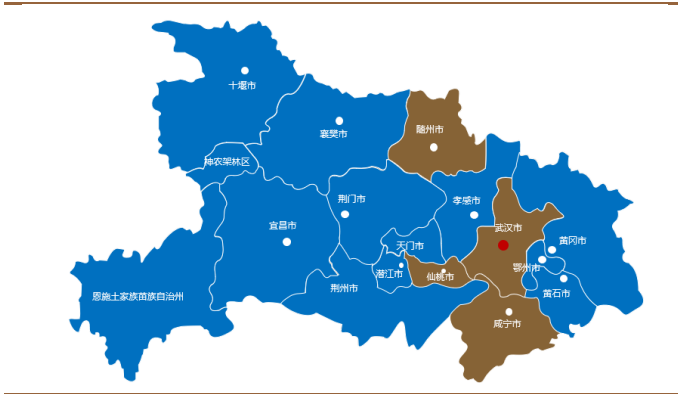
资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

图 35: 黄鹤楼酒业顺利达成 2021 年考核目标



资料来源：Wind，公司年报，德邦研究所

图 36：黄鹤楼酒业销售集中在武汉、咸宁和随州



资料来源：黄鹤楼酒业官网，德邦研究所

图 37：2018 年起，黄鹤楼酒业冠名央视

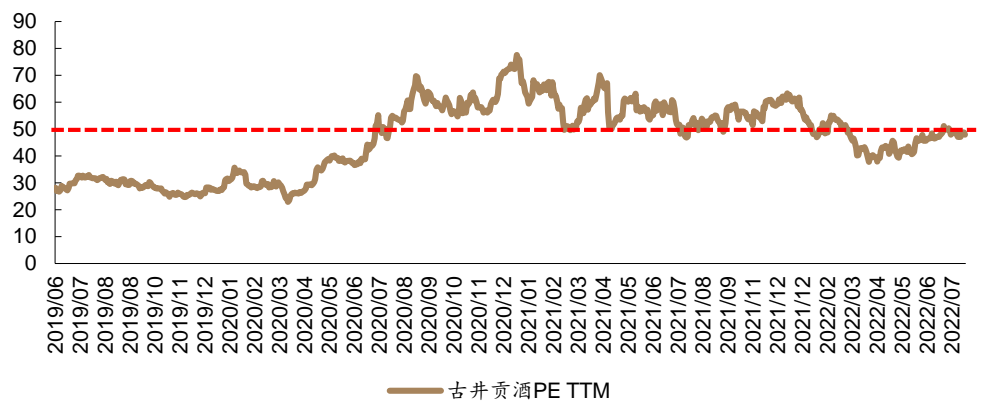


资料来源：央视网，德邦研究所

5. 从费用端来理解古井贡酒的高估值

费用端优化&泛全国化&省内升级加速是古井贡酒净利率提升的三条路径。从估值层面来看，古井贡酒近三年的 PE TTM 中枢在 46.56X 左右，高于其他地产酒的估值水平。针对古井贡酒历来存在的高估值问题，我们认为可以从以下三个维度来进行展开：1) 费用端存在较大的优化空间，2021 年古井贡酒的销售费用率高达 30.2%，远高于其他酒企；2) 存在泛全国化的机遇，古井贡酒大力推进古 20 省外扩张，泛全国化发展机遇打开业绩天花板；3) 省内主流价位带加速升级，古井作为安徽省内龙头，有望充分享受产品结构升级带来的净利率提升。

图 38: 古井贡酒近三年 PE (TTM) 均值在 46.56X



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 收盘价采取 2022 年 07 月 18 日数据

古井贡酒深度分销渠道模式和古 20 全国化决定当前费用率较高。2021 年古井贡酒整体净利率仅 17.9%，远低于省内竞品迎驾贡酒(30.3%)、口子窖(34.3%)。我们对净利率进行细拆发现，古井贡酒盈利能力较低主要系销售费用端远高于竞品：1) 三家徽酒渠道操盘模式不同造成迥异的费用端表现，古井在省内采取深度分销模式，以合肥市场为例，古井在当地拥有庞大的业务团队，通过人海战术和终端买断的方式实现渠道高占有。2) 古井正处于由地产酒走向泛全国化的关键期，古井在央视等广告端的大笔投入造成费用率持续居高不下；3) 古 20 作为古井次高端和泛全国化的重要抓手，在省外开拓前期通常需要大量的渠道费用预投。

省内价格带升级+古 20 省外起量或打开古井销售费用优化空间。我们认为，古井贡酒在费用端仍存在较大的优化机遇：1) 安徽省内主流价格带跃迁至 300 元以上，品牌力在动销层面的权重占比提升。古井作为省内当之无愧的龙头企业，且率先布局古 16/古 20 等次高端产品，有望从 100-300 元的渠道红海竞争升维至品牌和消费者培育方面的竞争，在报表端表现呈现就是职工薪酬和综合促销费减少。2) 从三年维度看，古 20 后续在江苏、河南等省外市场起量之后，广告费用的规模摊薄&渠道费用的回收将较大地优化销售费用率。

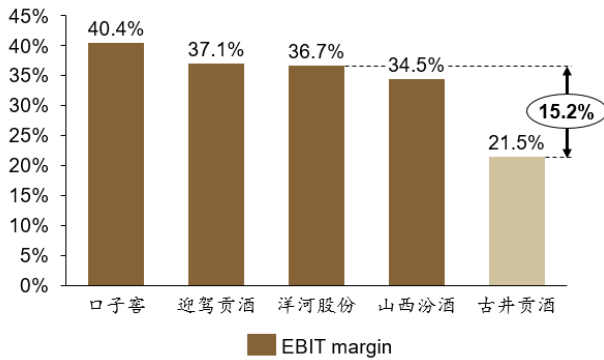
表 6: 2021 年古井贡酒等酒企盈利指标对比

	古井贡酒	迎驾贡酒	口子窖	洋河股份	山西汾酒
整体毛利率	75.1%	67.5%	73.9%	75.3%	74.9%
销售费用率	30.2%	9.7%	12.7%	14.0%	15.8%
管理费用率	7.7%	4.3%	5.0%	7.2%	5.8%

研发费用率	0.4%	1.2%	0.4%	1.0%	0.1%
财务费用率	-1.5%	-0.1%	-0.2%	-1.6%	-0.2%
毛销差	44.9%	57.8%	61.2%	61.3%	59.1%
EBIT margin	21.5%	37.1%	40.4%	36.7%	34.5%
非经常性损益/营业总收入	0.3%	2.5%	6.3%	1.1%	0.6%
营业利润率	23.4%	39.6%	47.0%	39.4%	35.2%
净利率	17.9%	30.3%	34.3%	29.6%	27.0%

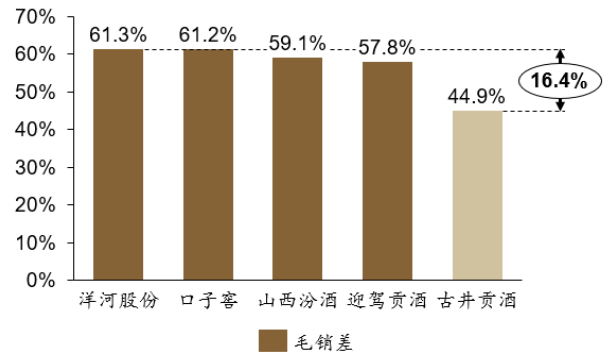
资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 39: 2021 年古井贡酒 EBIT Margin 远低于其他酒企



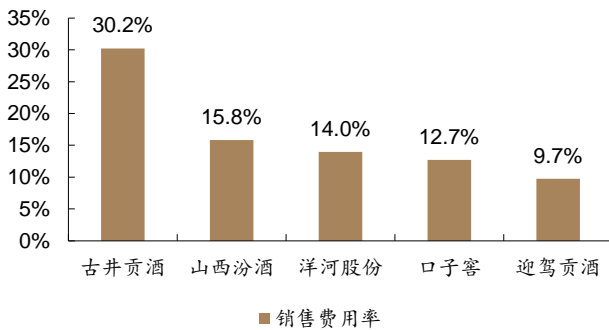
资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 40: 2021 年古井贡酒毛销差远低于其他酒企



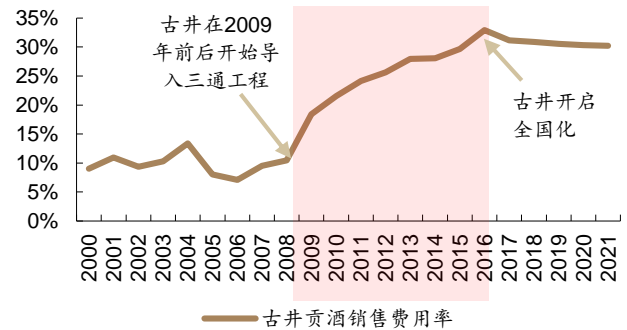
资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 41: 2021 年古井贡酒销售费用率或存在优化空间



资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所

图 42: 2017~2021 年古井贡酒销售费用率维持在 30% 左右

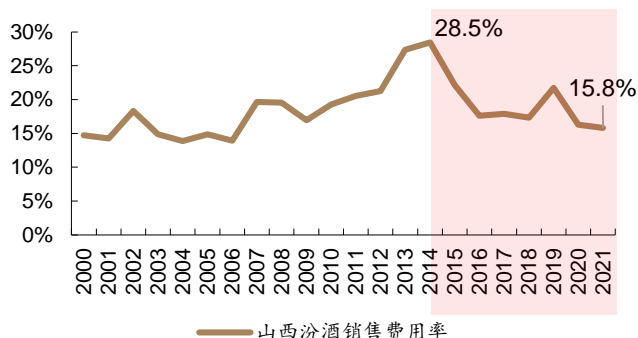


资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

山西汾酒和泸州老窖在全国化进程中均享受了费用优化的红利, 古井贡酒后百亿时代迎来费用优化的机遇。在渠道模式上, 古井贡酒和洋河股份、山西汾酒、泸州老窖具有一定相似性, 且洋河、汾酒、老窖均已实现从地产酒走向全国化, 费用端的表现对于古井贡酒具有较强的示范作用。山西汾酒在李秋喜董事长的主导下有两轮全国化历程, 2008-2009 年开启第一轮全国化, 2017 年至今进行第二轮全国化。从费用端, 汾酒采取深度分销模式, 全国面上有 4000 人+的营销团队(包含 DSR), 随后在玻汾+青花 20 全国化放量推动下, 销售费用由 2014 年的 28.5% 优化到 15.8%。泸州老窖从 2015 年开始大单品战略, 并有序推进国窖 1573 和特曲系列的全国化。费用端从 2019 年开始享受规模效应的摊薄, 其次老窖 2021 年在各地主动调整渠道模式, 优化销售费用率。我们将古井通过横向对比, 发现: 1) 2021 年古井整体营收达到 132.7 亿, 预计后续费用端的摊薄效应将会凸显。

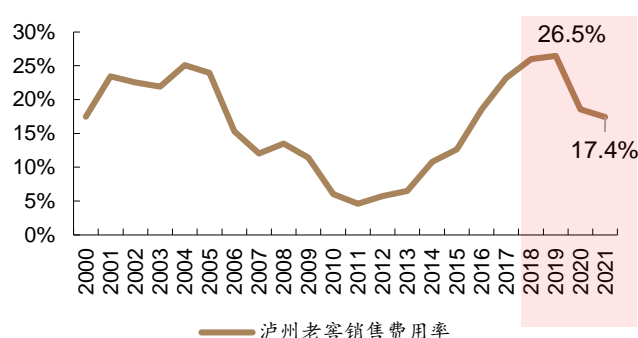
2) 古 20 和古 16 在省外市场由点状生存转向连片发展, 预计渠道费用端边际或存在收窄的机会。

图 43: 2016~2021 年, 山西汾酒全国化下费用得到有效摊薄



资料来源: Wind, 德邦研究所

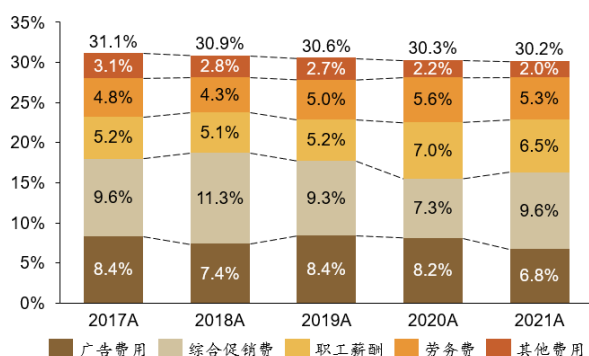
图 44: 近年来泸州老窖开始主动收缩渠道费用



资料来源: Wind, 德邦研究所

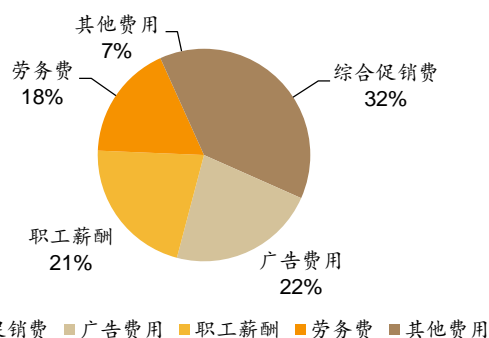
广告费用摊薄和主动收缩渠道综合促销费或是古井贡酒成本优化的两条路径。从销售费用结构来看, 2021 年古井贡酒的职工薪酬+劳务费+其他费用等刚性费用占比约 46%, 广告费用+综合促销费弹性费用占比达到 54%。从短期维度看, 我们认为古井贡酒短期内渠道模式不会发生大的变化, 费用优化的弹性主要集中在广告费用和综合促销费 (渠道端)。在广告费用方面, 古 20 目前正处于全国性势能的上升期, 春晚和高铁等广告费用后续或在绝对值方面短期优化空间不大, 或享受销售体量的规模效应。在综合促销费方面, 古井的渠道费用投入主要受到其渠道模式、安徽省内竞争激烈度等因素影响, 我们认为需要分价位段去看渠道综合促销费的优化空间: 1) 在 300 元以下价位, 地产酒的竞争更多偏向于渠道费用维度; 2) 在 300 元以上价位, 地产酒的竞争更多集中在品牌竞争、消费者培育竞争以及团购渠道竞争等维度。当前, 合肥市场的主流价位段跃迁至 300 元左右, 后续随着古 16+古 20 在省内的持续放量和占比提升, 省内市场包量买店费用的占比后续或呈下降趋势。

图 45: 2017~2021 年古井贡酒销售费用结构相对稳定



资料来源: Wind, 公司年报, 德邦研究所

图 46: 2021 年广告费用+综合促销费占到销售费用的 54%



资料来源: Wind, 公司年报, 德邦研究所

假设古井销售费用率五年优化至 15%, 每年优化空间在 3.04pcts 左右。在横向对比洋河股份、山西汾酒、泸州老窖的费用端表现之后, 我们做出以下假定来测算古井贡酒还原后估值水平: 1) 假定古井贡酒长期稳态销售费用率在 15% 左右; 2) 假定五年时间维度兑现销售费用端优化的期权, 按照直线法计算, 2022E~2025E 每年还原 3.04pcts 销售费用率。基于以上假设, 我们测算出 2022E~2025E 还原后销售费用率水平在 27.2%/24.1%/21.1%/18.0%, 对应的 PE

水平在 39.06/29.19/22.89/18.66X。

表 7：假定古井销售费用率 2026E 优化至 15%，测算 2022E~2025E 还原后估值水平

假设销售费用率五年优化至 15%	2022E	2023E	2024E	2025E
当年销售费用率优化幅度-%	3.04%	6.08%	9.12%	12.16%
还原后销售费用率-%	27.2%	24.1%	21.1%	18.0%
还原后销售费用(亿元)	43.27	44.70	44.34	42.16
还原后净利润(亿元)	32.62	43.65	55.67	68.28
还原后净利率-%	20.5%	23.6%	26.5%	29.2%
还原后归母净利润(亿元)	31.67	42.38	54.05	66.30
还原后 PE	39.06	29.19	22.89	18.66

资料来源：Wind，德邦研究所

注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 07 月 18 日

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

核心假设：古 8 省内份额持续提升，古 20 有序实现泛全国化

2019 年，古井贡酒提出了后百亿战略，规划在未来 5 年（2020-2024 年）内营收达到 200 亿元，其中省内市场计划占比 60%，省外贡献 40% 营收。由于 2020 年受到疫情的冲击，根据 2021 年出台的《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，预计古井 2025 年目标营收 200 亿元。安徽省内市场来看，白酒主流价格带逐步上移至 200 元，合肥市场升级至 300 元价位。古井作为徽酒龙头，通过古 5/8 实现在 100-300 元价位的极大占有，预计古 8 有望充分享受省内升级红利。省外市场来看，古井较早开始启动“环安徽”市场建设工程，目前在江浙沪、鄂鲁豫、京津冀等市场取得一定成效，其中河南市场销售体量重回 10 亿+，古 20 在江苏市场铺货进展良好。预计 2025 年，古井在省内持续升级和省外有序扩张的双重作用下，有望实现 200 亿营收，成为泛全国化白酒品牌。

古 16+20 (300 元以上)：近年来安徽省内经济结构调整进度较好，未来 2-3 年 300 元以上价位有望持续扩容。古井作为徽酒龙头，于 2018 年开始主推古 20，持续引领省内消费升级。随着古井省内政商务团购和圈层营销的持续发力，预计古 16/20 有望占据省内 300 元以上绝大部分份额。预计 2022~2024 年，随着古井在省内下沉和省外铺货的双重作用下，古 16/20 营收增速维持 55%/45%/35%。

古 8 (200~300 元价位)：安徽省内白酒主流价格带升级至 200 元，古 8 自公司 2016 年主推以来，充分享受大众宴席消费升级的红利。未来 2-3 年，古 8 一方面充分享受 200-300 元价位的扩容红利，另一方面享受渠道下沉的扩张红利。预计 2022~2024 年，古 8 营收增速有望维持 25%/20%/15% 左右。

古 5 (100~200 元价位)：安徽省内 100-200 元价位带升级速度较慢，且随着迎驾洞 6/口子 6 年的逐步加大投入，竞争烈度在持续加大。古 5 作为公司营收的基本盘，主要操作思路是以稳为主，预计 2022~2024 年，古 5 营收增速维持在 8%/5%/5% 左右。

预计 2022~2024 年古井贡酒实现总收入 159.29/185.30/210.32 亿元，同比增长 20.0%/16.3%/13.5%。

表 8：古井贡酒主营业务拆分及预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	86.86	104.17	102.92	132.70	159.29	185.30	210.32
YOY	24.7%	19.9%	-1.2%	28.9%	20.0%	16.3%	13.5%
毛利(亿元)	67.54	79.91	77.42	99.66	120.90	142.42	163.51
YOY	26.8%	18.3%	-3.1%	28.7%	21.3%	17.8%	14.8%
年份原浆(亿元)	62.39	73.54	78.34	93.08	113.42	134.15	155.53
YOY	28.9%	17.9%	6.5%	18.8%	21.9%	18.3%	15.9%
其他酒类(亿元)	22.81	28.10	22.40	34.53	40.28	44.99	48.02
YOY	15.1%	23.2%	-20.3%	54.2%	16.6%	11.7%	6.7%
其他业务(亿元)	1.66	2.53	2.18	5.09	5.60	6.16	6.77
YOY	14.0%	52.1%	-14.0%	133.9%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: Wind, 德邦研究所

6.2. 相对估值

古井贡酒作为安徽省内白酒龙头,一方面充分享受省内消费升级红利,另一方面持续打造“环安徽”市场,有望推进古 20 实现全国化扩张。我们选取了行业内可比公司,2022 年白酒行业内 PE 估值中枢在 25X 左右。我们预计 2022~2024 年古井 PE 水平在 41.52/33.92/28.08X,考虑到古井省内业绩确定性较强、省外市场的高成长以及销售费用潜在优化空间,我们认为古井应当享受一定估值溢价。

图 47: 古井贡酒可比公司估值表

股票代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率			EPS			ROE					
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2024E		
002304.SZ	洋河股份*	2,556	169.60	32.85	26.84	22.17	18.50	5.01	6.32	7.65	9.17	17.7%	20.0%	21.3%	22.3%
603369.SH	今世缘*	554	44.15	33.62	22.41	18.09	14.62	1.62	1.97	2.44	3.02	21.8%	22.4%	23.0%	24.3%
603198.SH	迎驾贡酒	450	56.22	40.20	24.86	19.74	15.90	1.73	2.26	2.85	3.54	24.9%	24.8%	26.0%	26.2%
603589.SH	口子窖	318	53.00	24.62	15.95	13.47	11.52	2.88	3.32	3.93	4.60	22.3%	21.1%	21.5%	21.1%
603919.SH	金徽酒	153	30.08	60.29	31.61	24.59	20.19	0.64	0.95	1.22	1.49	11.3%	14.4%	16.3%	17.4%
	中位数				24.86	19.74	15.90								
	均值				24.33	19.61	16.14								
000596.SZ	古井贡酒	1,237	234.05	56.13	41.52	33.92	28.08	4.35	5.64	6.90	8.33	13.9%	16.3%	17.8%	19.0%

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 标*公司为德邦覆盖, 采取德邦预测数据, 其余采用 wind 一致预期; 收盘价采取 2022 年 07 月 18 日数据

6.3. 投资建议

综合来看, 我们预计古井贡酒 2022~2024 年实现营收 159.29/185.30/210.32 亿元, 实现归母净利润 29.80/36.47/44.06 亿元, 对应 EPS 5.64/6.90/8.33 元。考虑到古井省内消费升级或超预期, 省外古 20 快速扩张, 以及销售费用潜在优化空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

7. 风险提示

疫情再次反复; 省内市场竞争加剧; 省外开拓不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	4.35	5.64	6.90	8.33
每股净资产	31.29	34.67	38.81	43.81
每股经营现金流	9.94	5.41	8.52	8.89
每股股利	2.20	2.26	2.76	3.33
价值评估(倍)				
P/E	56.13	41.52	33.92	28.08
P/B	7.80	6.75	6.03	5.34
P/S	9.32	7.77	6.68	5.88
EV/EBITDA	37.03	28.52	23.03	18.77
股息率%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	75.1%	75.9%	76.9%	77.7%
净利润率	17.3%	18.7%	19.7%	20.9%
净资产收益率	13.9%	16.3%	17.8%	19.0%
资产回报率	9.0%	10.8%	11.7%	12.8%
投资回报率	12.2%	14.7%	16.2%	17.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.9%	20.0%	16.3%	13.5%
EBIT 增长率	32.5%	32.6%	23.8%	21.6%
净利润增长率	23.9%	29.7%	22.4%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	32.1%	30.5%	31.3%	29.8%
流动比率	2.6	2.4	2.3	2.4
速动比率	2.0	1.8	1.6	1.7
现金比率	1.6	1.3	1.2	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.4	2.4	2.4	2.4
存货周转天数	515.2	502.1	508.7	505.4
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	6.7	9.0	11.9	15.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,298	2,980	3,647	4,406
少数股东损益	76	89	109	132
非现金支出	338	204	204	203
非经营收益	-161	-46	-54	-50
营运资金变动	2,703	-365	596	11
经营活动现金流	5,254	2,862	4,502	4,702
资产	-570	-3,298	-1,842	-1,116
投资	-8,319	0	0	0
其他	28	8	0	0
投资活动现金流	-8,861	-3,290	-1,842	-1,116
债权募资	203	-30	0	0
股权募资	4,963	0	0	0
其他	-1,138	-1,201	-1,467	-1,771
融资活动现金流	4,028	-1,231	-1,467	-1,771
现金净流量	421	-1,659	1,193	1,815

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,270	15,929	18,530	21,032
营业成本	3,304	3,839	4,288	4,681
毛利率%	75.1%	75.9%	76.9%	77.7%
营业税金及附加	2,032	2,460	2,853	3,228
营业税金率%	15.3%	15.4%	15.4%	15.3%
营业费用	4,008	4,552	5,205	5,724
营业费用率%	30.2%	28.6%	28.1%	27.2%
管理费用	1,022	1,234	1,432	1,627
管理费用率%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
研发费用	51	62	72	82
研发费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	2,852	3,782	4,681	5,691
财务费用	-204	-213	-209	-240
财务费用率%	-1.5%	-1.3%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	5	0	0	0
营业利润	3,102	4,038	4,946	5,992
营业外收支	70	55	62	59
利润总额	3,171	4,093	5,009	6,050
EBITDA	3,167	3,986	4,884	5,894
所得税	797	1,023	1,252	1,513
有效所得税率%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	76	89	109	132
归属母公司所有者净利润	2,298	2,980	3,647	4,406

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,925	10,266	11,459	13,274
应收账款及应收票据	89	106	124	140
存货	4,663	5,282	5,976	6,482
其它流动资产	3,613	3,586	3,650	3,658
流动资产合计	20,290	19,241	21,209	23,555
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1,984	1,770	1,557	1,344
在建工程	1,064	4,436	6,358	7,551
无形资产	1,063	1,055	1,045	1,036
非流动资产合计	5,128	8,268	9,968	10,940
资产总计	25,418	27,509	31,178	34,495
短期借款	30	0	0	0
应付票据及应付账款	1,148	1,153	1,388	1,461
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,502	6,740	7,876	8,345
流动负债合计	7,680	7,893	9,264	9,806
长期借款	172	172	172	172
其它长期负债	313	313	313	313
非流动负债合计	486	486	486	486
负债总计	8,165	8,379	9,750	10,292
实收资本	529	529	529	529
普通股股东权益	16,537	18,325	20,514	23,157
少数股东权益	715	805	914	1,046
负债和所有者权益合计	25,418	27,509	31,178	34,495

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。