



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 三品四香出皖城，本固枝荣新征程

——古井贡酒首次覆盖

### 买入（首次）

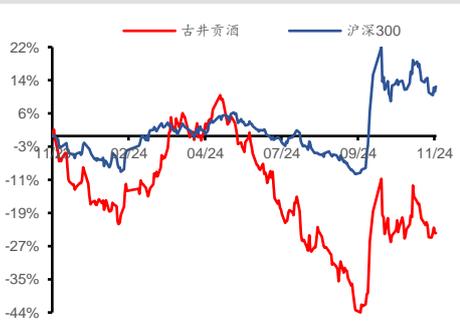
行业：食品饮料  
日期：2024年12月01日

分析师：王慧林  
Tel: 15951919467  
E-mail: wanghuilin@shzq.com  
SAC 编号: S0870524040001  
分析师：袁家岗  
Tel: 02153686249  
E-mail: yuanjiagang@shzq.com  
SAC 编号: S0870524090003

#### 基本数据

最新收盘价（元）	189.63
12mth A 股价格区间（元）	140.60-280.38
总股本（百万股）	528.60
无限售 A 股/总股本	77.30%
流通市值（亿元）	1,002.38

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告:

#### ■ 投资摘要

安徽省经济势能向上，白酒消费具备市场空间。据统计局数据分析，近年来安徽省内产业的转型升级带动经济发展势能向上，2010-2023 年 GDP 复合增速 10.24%，高于全国 1.26 个百分点。2023 年安徽 GDP 位居全国第 11，较 2010 年提升 3 位，人均可支配收入 3.49 万元，位居全国第 14 位，增速分别高于全国 0.6/0.23 个百分点。省内白酒产业规模持续扩容，据第三方数据估算，2023 年白酒市场规模约 380 亿元，近 5 年来复合增速为 8.73%。产品升级带动价格带迁移是增长的主要驱动力：一方面当地主流消费价格带在 2011-2024 年间，经历了 80-120 元、90-150 元、100-300 元三个升级过程；另一方面，最新数据显示目前省内 300 元以上产品销售规模占比超过 25%。省工业和信息化厅也曾发布文件指出，2025 年安徽白酒企业要实现营业收入 500 亿元，我们认为，基于安徽经济发展的向上势能，白酒市场具备成长空间。

名酒底蕴深厚，龙头再踏征程。古井贡酒作为老八大名酒，历史底蕴深厚，2015 年起开创了白酒冠名高铁的先河，2023 年“古井贡”品牌价值位列中国白酒上市公司第五名、安徽白酒第一名。近年来，公司保持高质量的稳健增长，2023 年营收突破 200 亿，2014-2023 年营收及净利润 CAGR 分别为 17.76%/25.84%。2022 年股权激励落地后公司上下同欲，2023 年提出“冲向 300 亿”的新目标。

产品布局前瞻，引领消费升级。公司目前拥有古井贡/黄鹤楼/老明光三大品牌，其中古井贡作为核心品牌占比接近 90%，黄鹤楼作为清香名酒拓展湖北等省外市场，明光系列差异化补位协助巩固省内市场。自 2008 年推出古井贡“年份原浆”系列产品以来，不断优化产品结构：2011-2016 年间，献礼/古 5/古 8 等产品分别覆盖了 100-400 价格带，抓住省内消费升级机遇，实现了市占率的快速增长；2018 年正式推出古 16 升级版/古 20，卡位 400-800 价格带，并开始独立培育“年份原浆”系列，确立了次高端市场战略。当前古井贡系列已成功建立了以古 5 为基、古 8 为核、古 16/20 为拳的产品组合，实现全价格带覆盖。

省内本固根深，省外枝荣待发。截至 2022 年，公司省内外结构比为 6: 4，通过不断夯实省内市场建设，持续反哺省外市场的开拓。1) 省内：2008 年起，公司开始全面贯彻三通工程，不断推进渠道下沉，逐渐站稳省内龙头，据酒食汇数据，公司在除淮北市以外的省内地级市场均为份额第一。2) 省外：公司通过复制省内模式打造样板市场后，继续利用并购等手段因地制宜建设省外市场。公司目前全国化覆盖率达到 70% 以上，形成了江苏、河南、山东三大十亿级市场，上海、浙江、河北、江西等亿级市场，并继续稳步向外辐射。

费率持续优化，盈利提质可期。公司费用投放日益精细，2023 年净利率同比+3.88 个百分点至 23.34%，其中销售/管理费用率分别同比-1.09/-0.23 个百分点至 26.84%/6.75%。我们认为，目前公司还处于全国化推进阶段，当下任务是提高市占率，未来有望通过持续优化产品结构与费用投放结构，不断提高费用投放的精准性和有效性，推动净

利率水平稳步提升。

### ■ 投资建议

我们认为，安徽经济发展势能向上，白酒市场规模与主流消费价格带均具成长空间，公司作为省内市占率第一的徽酒龙头，全国化亦初步取得成效，已形成数个十亿级市场，并继续稳步向外辐射。作为老八大名酒，公司提前布局次高端与高端价格带，消费者培育时间长，产品升级顺畅，未来产品结构有望继续优化。利润端，虽然公司销售费用率位居行业前列，但费用投放日益精细，预计净利率仍有较大向上空间。我们预计公司 24-26 年营收分别为 240.38/278.36/314.24 亿元，同比增速分别为 18.69%/15.80%/12.89%；归母净利润分别为 58.21/70.14/81.66 亿元，同比增速分别为 26.84%/20.49%/16.43%，对应 PE 17/14/12 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ■ 风险提示

白酒行业集中度提升、两极分化加剧，竞争日趋白热化；外部环境更趋复杂严峻和不确定。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20254	24038	27836	31424
年增长率	21.2%	18.7%	15.8%	12.9%
归母净利润	4589	5821	7014	8166
年增长率	46.0%	26.8%	20.5%	16.4%
每股收益（元）	8.68	11.01	13.27	15.45
市盈率（X）	21.84	17.22	14.29	12.28
市净率（X）	4.66	4.26	3.80	3.34

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 11 月 29 日收盘价）

## 目 录

<b>1 安徽省经济势能向好，白酒市场规模稳健增长</b> .....	<b>5</b>
1.1 安徽经济转型升级，发展势能向上.....	5
1.2 白酒产销大省，消费价格带持续上移.....	5
1.3 皖北/皖江/皖南白酒消费各具特色，合肥/阜阳为最大市场.....	8
<b>2 品牌势能奠定升级基础，因地制宜推进全国化</b> .....	<b>9</b>
2.1 名酒底蕴深厚，重整再踏征程.....	9
2.2 品牌实力雄厚，营销高举高打.....	14
2.3 产品布局前瞻，引领消费升级.....	16
2.4 省内本固根深，省外枝荣待发.....	18
2.5 费率持续优化，盈利提质可期.....	22
<b>3 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>23</b>
3.1 盈利预测.....	23
3.2 投资建议.....	24
<b>4 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图

图 1：安徽主要经济指标增速.....	5
图 2：安徽与全国主要经济指标对比（单位：元）.....	5
图 3：2022 年各省份规上白酒产量占比（单位：%）.....	6
图 4：2021 年各省整体人均每月饮酒量（单位：两）.....	6
图 5：安徽主流消费价格带不断升级.....	6
图 6：300 元以下为主流消费价格带（单位：%）.....	7
图 7：2021 年徽酒品牌占据主要市场份额（单位：%）.....	7
图 8：安徽白酒消费区域分布.....	8
图 9：2021 年安徽各市白酒容量分布（亿元）.....	9
图 10：公司发展历程（单位：亿元）.....	10
图 11：公司三品四香产品布局.....	11
图 12：公司主要股权结构（截至 2024H1）.....	12
图 13：公司员工持股平台（截至 2024 年 5 月）.....	13
图 14：古井 5.0 战略.....	13
图 15：古井贡酒夺得 1988 年法国金夏尔奖.....	14
图 16：《九酝酒法》获评吉尼斯世界纪录.....	14
图 17：古井贡酒品牌价值稳步增长（单位：亿元）.....	14
图 18：古井贡酒·年份原浆号合福高铁首发.....	15
图 19：古井贡酒·年份原浆高铁冠名列车首发仪式.....	15
图 20：古井冠名央视春晚.....	15
图 21：古井冠名安徽春晚.....	15
图 22：古井贡酒中国酒文化全球巡礼.....	16
图 23：古井产品结构稳步升级向上，引领消费升级.....	17
图 24：高毛利的年份原浆占比稳步提升（单位：亿元）.....	17
图 25：行业首创“透明工厂”模式.....	18

图 26: 古井三通工程 .....	19
图 27: 古井华中地区收入规模及增速 (单位: 亿元) .....	19
图 28: 四家徽酒企业营收对比 (单位: 亿元) .....	19
图 29: 古井华北+华南地区收入规模及增速 (单位: 亿元) .....	20
图 30: 公司全国化空间尚存 .....	20
图 31: 2023 年河南市场销售额排名前 10 名酒企 .....	21
图 32: 黄鹤楼营收 (单位: 亿元) .....	21
图 33: 公司全国化稳步推进 .....	21
图 34: 销售费用率位于行业前列 (单位: %) .....	22
图 35: 广告与综合促销费占比较高 .....	22
图 36: 费用投放日益精细, 净利率稳中有升 .....	22
图 37: 净利率仍有较大向上空间 (2023 年毛销差) .....	22

## 表

表 1: 安徽白酒收入增长量价拆分 .....	6
表 2: 安徽白酒主要品牌 .....	7
表 3: 核心高管经营经验丰富 .....	12
附表 1 公司分业务营收增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币) .....	23
附表 2 同行可比公司估值 .....	24

## 1 安徽省经济势能向好，白酒市场规模稳健增长

### 1.1 安徽经济转型升级，发展势能向上

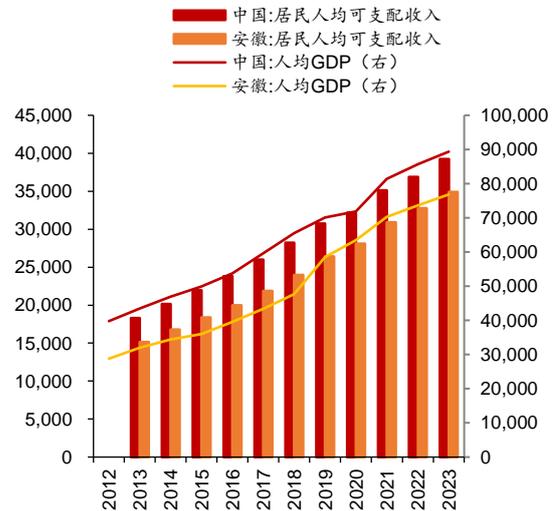
安徽省矿产、旅游及科教资源丰富，是我国重要的农产品生产、能源、原材料和加工制造业基地。近年来在淘汰落后产能、传统产业转型升级的政策实施下，安徽省供给侧改革成效显著，高新技术产业发展较快，带动了产业结构转型升级，全省产业结构趋向优化。国家及地方统计局数据显示，2023年安徽GDP达到4.71万亿元，位列全国第11，同比增长5.8%，高于全国0.6个百分点，人均可支配收入3.49万元，同比增长6.56%，高于全国0.23个百分点。

图 1：安徽主要经济指标增速



资料来源：wind，上海证券研究所

图 2：安徽与全国主要经济指标对比 (单位：元)



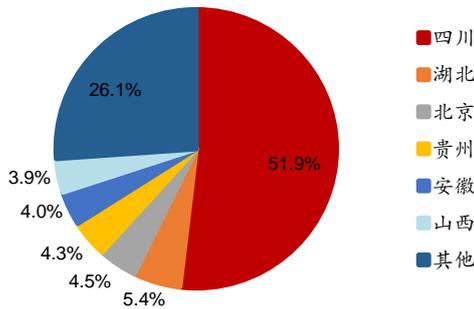
资料来源：wind，上海证券研究所

### 1.2 白酒产销大省，消费价格带持续上移

白酒产销大省，消费力全国前三。安徽省横跨淮河、长江及新安江三大水系，自然环境优越，粮食高产，是白酒生产与消费大省。据中国酒业协会以及安徽省酒业协会数据，2023年安徽白酒市场容量在380亿元左右，2023年1-7月产能规模全国第四。2020年3月17日，安徽省经济和信息化厅发布《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，文件内指出：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。截至2021年，安徽省的白酒消费力位居全国前三，每月人均饮用白酒量为5.6两，香型偏好以浓香为主。

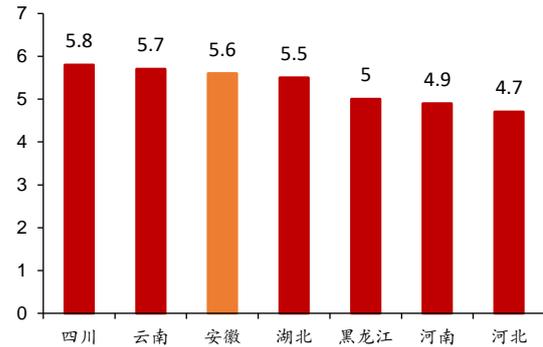
请务必阅读尾页重要声明

图 3：2022 年各省份规上白酒产量占比（单位：%）



资料来源：国家统计局，立鼎产业研究网，上海证券研究所

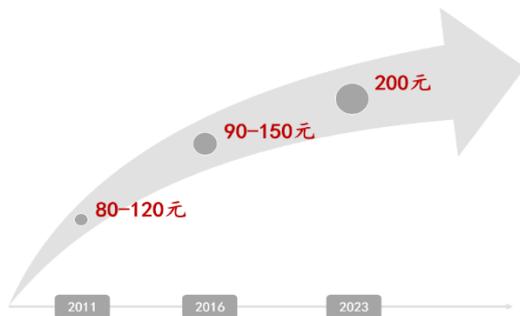
图 4：2021 年各省整体人均每月饮酒量（单位：两）



资料来源：腾讯新闻，益普索，上海证券研究所

主流消费价格带持续上移，徽酒品牌占据主要市场份额。据酒食新消费数据，安徽省主流白酒消费价格带从 2011 年的 80-120 元升级到 2016 年的 90-150 元，2023 年进一步上升至 200 元价格带。省内白酒市场规模亦由价增驱动，据安徽省统计局及安徽省酒业协会数据，2018-2022 年，安徽规上白酒企业收入从 264.80 亿元增长至 306.90 亿元，CAGR 为 3.76%；白酒销量从 43.13 万千升减少至 26.55 万千升，CAGR 为 -11.42%；吨价从 6.14 万元增长至 11.56 万元，CAGR 为 17.14%。从品牌竞争格局来看，安徽省的白酒市场主要由本地品牌占据，以古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒“一超双强”引领的徽酒品牌，凭借本土品牌和渠道优势，2021 年占据近 7 成份额。

图 5：安徽主流消费价格带不断升级



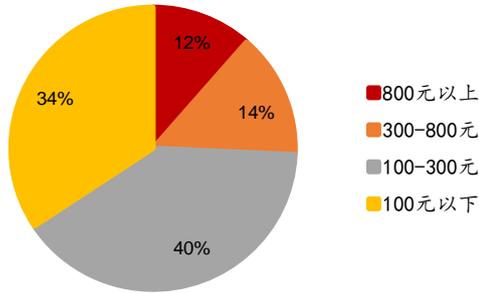
资料来源：酒食新消费，上海证券研究所

表 1：安徽白酒收入增长量价拆分

	行业收入 (亿元)	白酒销量 (万千升)	吨价 (万元)
2018	264.80	43.13	6.14
2022	306.90	26.55	11.56
CAGR	3.76%	-11.42%	17.14%

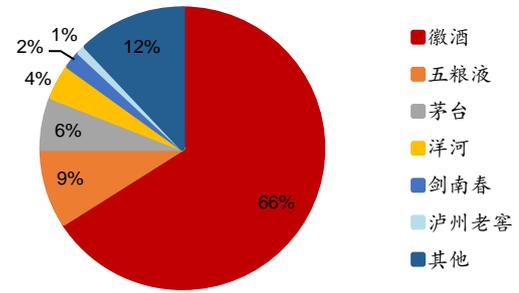
资料来源：安徽省统计局，安徽省酒业协会，上海证券研究所（注：因白酒产销量相近，假设销量等于产量）

图 6：300 元以下为主流消费价格带（单位：%）



资料来源：酒说，上海证券研究所（注：2022 年数据）

图 7：2021 年徽酒品牌占据主要市场份额（单位：%）



资料来源：酒业家，立鼎产业研究网，上海证券研究所

表 2：安徽白酒主要品牌

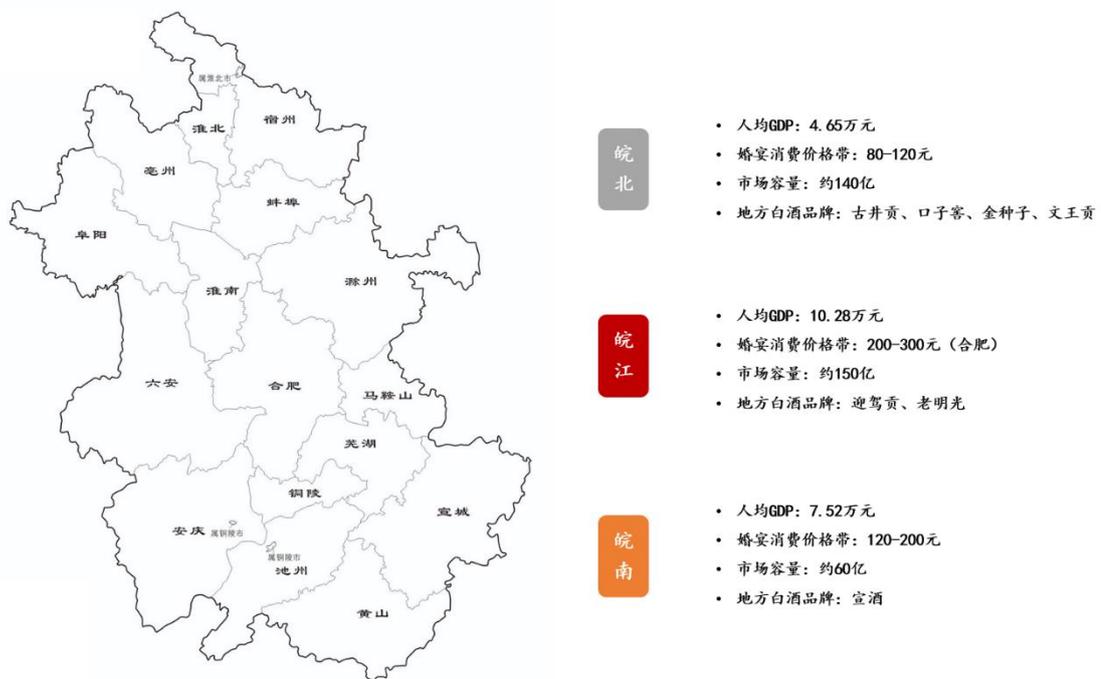
主流价位		代表品牌	代表产品	2022 年规模 (亿元)	
800 元以上	全国名酒	茅台	飞天茅台	40	
		五粮液	普五		
		泸州老窖	国窖 1573		
		洋河	M9		
		郎酒	青花郎		
		习酒	君品习酒		
		徽酒	古井贡酒		年三十
300-800 元	全国名酒	洋河	M6+	50	
		剑南春	水晶剑		
		水井坊	臻酿八号、井台		
		泸州老窖	特曲		
		习酒	窖藏 1988		
		金沙	摘要		
		徽酒	古井贡酒		古 20/16
100-300 元	徽酒	口子窖	口子窖 20	140	
		迎驾贡酒	洞藏 20/16		
		金种子	馥合香系列		
		全国名酒	洋河		海/天之蓝
		五粮液	系列酒		
		古井贡酒	古 5/8		
		徽酒	口子窖		口子窖 6/10
100 元以下	徽酒	迎驾贡酒	洞藏 6/9	120	
		金种子	金种子 10		
		全国名酒	五粮液		尖庄
		汾酒	玻汾		
		迎驾贡酒	金星、银星		
		金种子	柔和		
		宣酒	红宣		

资料来源：酒说，立鼎产业研究网，上海证券研究所

### 1.3 皖北/皖江/皖南白酒消费各具特色，合肥/阜阳为最大市场

分区域看，皖北白酒消费水平相对较低，但是饮用频次和单次饮用量较高，表现为量高价低的消费特征。中部经济发展和消费水平较高，近年来消费升级趋势明显，其中合肥市对安徽省白酒消费起引领作用，单次饮酒量和饮用频次相对较少，基本以聚饮为主，表现为量少价高的特征。皖南消费档次居于皖北和皖中之间，饮酒频次和单次饮用量也相对较少，表现为量少价中的特征。

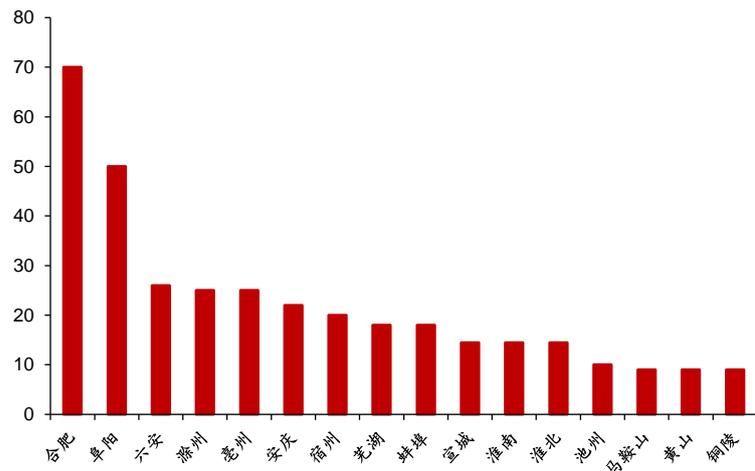
图 8：安徽白酒消费区域分布



资料来源：自然资源部，安徽省统计局，人民网安徽，澎湃新闻安徽，酒说，酒食汇，国酒观察，上海证券研究所（注：按照地理位置上中下划分，人均GDP为2022年数据，市场容量为2021年数据）

合肥、阜阳市场规模位居省内前二席，本地酒企拥有地缘优势。2021年，省会合肥的白酒市场规模约为70亿元，阜阳市场规模超过50亿元，二者合计拥有超过1/3的省内市场份额。六安、滁州、亳州、安庆、宿州属于第二梯队。其中六安白酒市场容量约为26亿元，滁州、亳州均在25亿元左右；安庆、宿州紧随其后，市场容量分别约为22亿元和20亿元。其中，六安、亳州分别是迎驾贡酒和古井贡酒的产地市场，渠道壁垒较强。

图 9：2021 年安徽各市白酒容量分布（亿元）



资料来源：酒食汇，上海证券研究所

## 2 品牌势能奠定升级基础，因地制宜推进全国化

我们认为，公司近年业绩稳定增长，不断实现突破的核心在于：1) 公司名酒底蕴深厚，管理层经验丰富且结构稳定，股权激励落地后上下同欲；2) 营销高举高打，品牌价值稳步增长；3) 产品结构稳步升级向上，提前布局把握省内消费升级红利；4) 省内渠道深度下沉，实现区域高占有，省外多措并举因地制宜，全国化纵深推进；5) 费用投放日益精细，净利率有望打开向上空间。

### 2.1 名酒底蕴深厚，重整再踏征程

古井集团是中国老八大名酒企业，也是国内第一家同时发行 A、B 两支股票的白酒类上市公司，坐落在世界十大烈酒产区之一的安徽省亳州市。公司的发展可以大致分为以下阶段：

**1) 启名酒大幕：**公司的前身为起源于明代正德十年（公元 1515 年）的公兴槽坊，1959 年转制为省营亳县古井酒厂。1963 年，第二届全国评酒会在北京举行，古井贡酒荣获金奖。1979 年、1984 年、1989 年古井贡酒连续获得全国名酒金奖，开启“中国名酒”时代大幕。1992 年集团公司成立，1996 年古井贡股票上市。1997 年，公司营业收入仅次于五粮液和泸州老窖。

**2) 失黄金十年：**2001 年，白酒从量税给古井的白酒主业带来严重打击，并且由于盲目多元化、管理层腐败等一系列失误，公司错失了白酒行业的黄金十年，并由全国性酒企退居区域性酒企，营收大幅落后于五粮液和贵州茅台等对手。另外，由于公司早期采取了“降度降价”的策略，没有及时跟上白酒高端化的发展趋势

势，一定程度上影响了品牌形象。

**3) 迈步从头越：**2008年开始，古井在新任管理层的带领下全面停止多元化，重新聚焦白酒主业。2008年，公司发力中高端战线，推出拳头产品年份原浆系列，献礼版和古5/7/8相继问世。与此同时，公司在销售渠道方面全面实施“三通工程”。2011年，安徽开始第一轮消费升级，主流价格带提升至80-120元，古5、献礼版乘着消费升级红利品牌和市场地位一路飙升。白酒行业深度调整后，2016年安徽市场启动第二轮消费升级，主流价格带提升至90-150元，在名酒的品牌加持下，古5、古8等产品迅速放量。通过精细化的销售渠道抓住省内白酒市场消费升级的契机，逐渐成为徽酒龙头。

**4) 奋进新征程：**2014年，梁金辉正式成为古井集团和古井贡酒的董事长。此后，公司大力布局次高端白酒市场，在全国主推年份原浆系列。为了进一步开拓全国市场，2016年，公司与具有湖北省唯一“中国名酒”称号的白酒黄鹤楼酒业签订战略合作协议，收购了其51%的股权，2021年又并购了安徽明光酒业。至此，公司拥有“古井贡酒、黄鹤楼酒、明光酒”三大品牌。2019年，公司营收首次突破百亿大关，董事长梁金辉提出了“再造一个新古井”的战略构想，并计划于2024年实现200亿的营收目标。2023年，公司提前实现目标，收入突破200亿元，梁金辉提出，2024年是“重整归零年”，要“重整归零再出发，重燃激情再迸发，重立新标再破局，争先进位再新功”，并在全球经销商大会上提出“冲向300亿”的新目标。

图 10：公司发展历程（单位：亿元）



资料来源：公司公告，公司官网，醉美古井，砺石商业评论，国厚资产，证券市场周刊，上海证券研究所

三品四香布局全面，古井贡为主导产品。公司拥有古井贡、黄鹤楼、老明光三大品牌，浓香、清香、明绿香、古香（烤麦香）四种香型，产地横跨三省六市，其中古井贡是公司的主导产品，2023年营收占比近90%。

图 11：公司三品四香产品布局



资料来源：公司公告，上海证券研究所

地方国资实控，股权结构稳定。截至 2024H1，古井集团是持股 51.34%的第一大股东。古井集团实控人为亳州市国资委，持股比例为 54.00%，上海浦创持股 30.00%为第二大股东，安徽古鑫持股 8.88%，剩余 6.00%股份由安徽省财政厅持有。其中，安徽古鑫 2022 年末新增为集团股东，是集团的管理层和员工合伙持股平台，股东构成均为集团管理层和员工。

图 12: 公司主要股权结构 (截至 2024H1)



资料来源: ifind, 公司公告, 上海证券研究所

公司核心高管经营经验丰富, 且均长期任职于公司, 整体较为稳定。公司及集团现任董事长梁金辉已在公司任职 30 余年, 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, 监事、董事、董事长, 主导了公司在组织结构、激励制度、产品结构、销售模式和股权体制上的变革与创新。而公司总经理、销售公司总经理等其余核心高管, 均长期任职于公司, 经营经验丰富。

表 3: 核心高管经营经验丰富

姓名	职位	履历
梁金辉	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	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	总经理	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	常务副总经理、销售公司总经理	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	黄鹤楼酒业董事长	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监察部总监、副总经理, 公司第七届监事会监事长、第七、八届董事会董事。

资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

股权激励落地, 上下同欲者胜。2022 年末, 上海浦创对古井集团的持股比例由 40% 降至 30%, 新增安徽古鑫持股 10%。员工持股平台成立后不久, 古井集团面向员工的持股计划完成员工的出资认缴 10 亿元, 标志着此次员工持股落地。我们认为此次股权激励的落地, 不仅让员工真正享受到企业发展的红利, 也将有效提升管理层与员工的稳定性与活力, 进一步为公司发展注入动能。

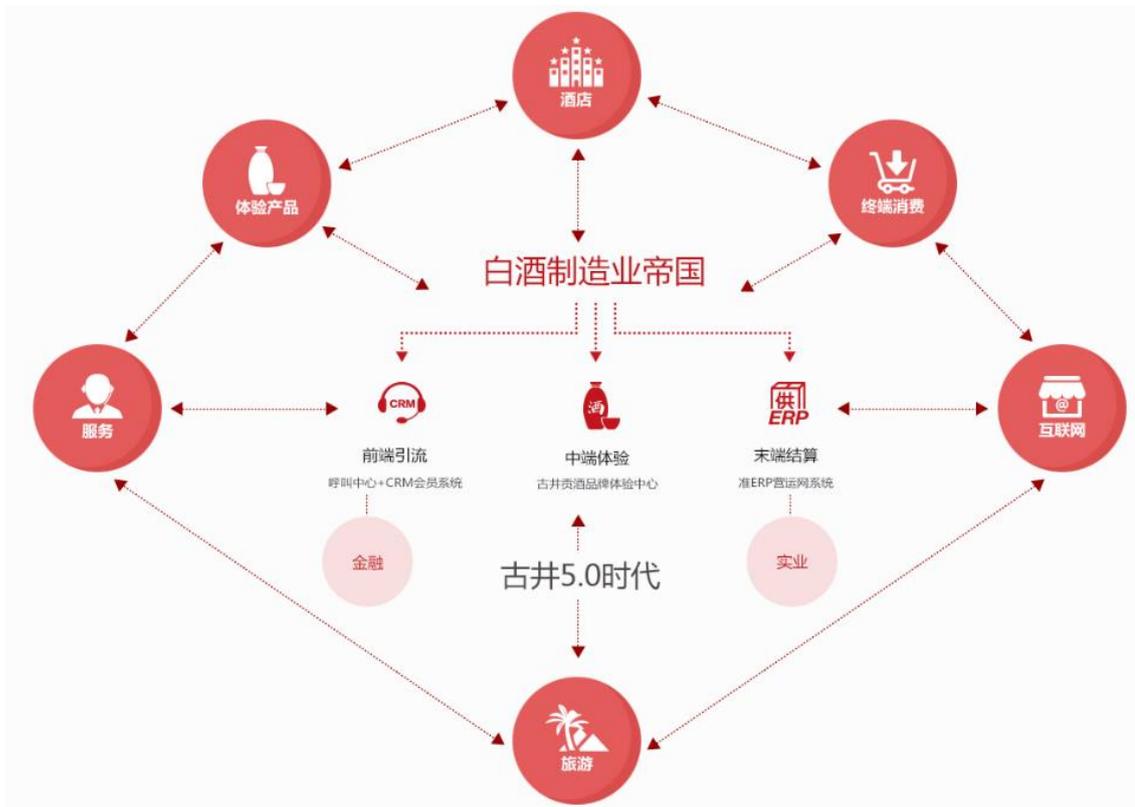
图 13: 公司员工持股平台 (截至 2024 年 5 月)



资料来源: ifind, 上海证券研究所

积极推进战略 5.0, 再造一个数字化、国际化、法治化的新古井。古井战略 5.0, 即建立前端引流、中端体验、末端结算的新模式, 对公司全部产业进行一体化打造。公司以“五化”“六工程”为施工图, 深入推进战略 5.0, 力争建设成为先进制造业与现代服务业深度融合、一体发展的数字化公司, 建设成为专业一流的国际化酒水公司及世界名酒控股集团公司。

图 14: 古井 5.0 战略

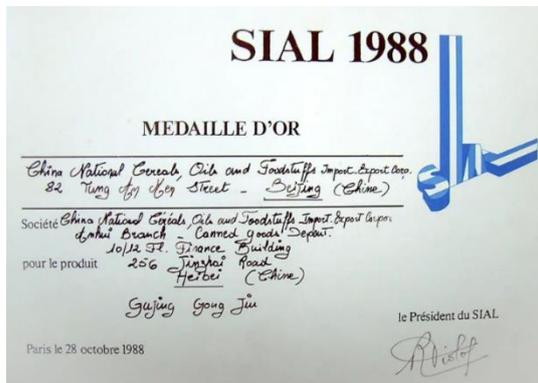


资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

## 2.2 品牌实力雄厚，营销高举高打

老八大名酒，历史底蕴深厚。古井贡酒是中国老八大名酒企业，前身为起源于明代正德十年（公元 1515 年）的公兴槽坊，曾四次蝉联全国白酒评比金奖，是巴黎第十三届国际食品博览会上唯一获金夏尔奖的中国名酒，并于 1987 年被选入国宴用酒，用于招待国内外贵宾，2018 年，古井贡酒获“世界烈酒名牌”称号，被世人誉为“酒中牡丹”“中华第一贡”。“九酝酒法”是古井贡酒酿造技艺最早的工艺源头，被吉尼斯世界纪录认证为“世界上现存最古老的蒸馏酒酿造方法”。

图 15：古井贡酒夺得 1988 年法国金夏尔奖



资料来源：亳州古井销售有限公司官方公众号，上海证券研究所

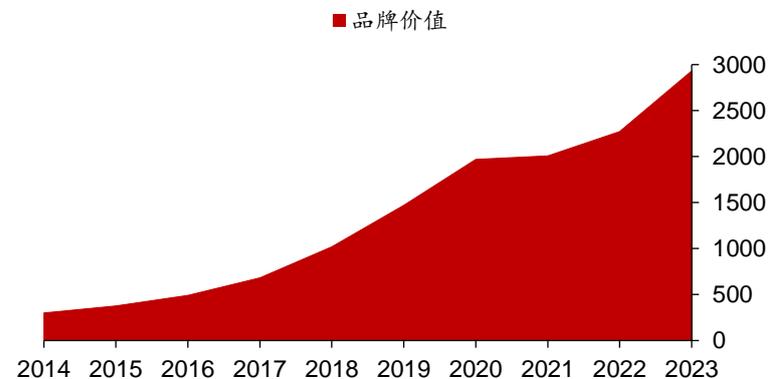
图 16：《九酝酒法》获评吉尼斯世界纪录



资料来源：华夏酒报，上海证券研究所

品牌价值稳步增长。2009 年，在第一届“华樽杯”中国酒类企业品牌价值评议中，古井贡酒品牌价值为 69.09 亿元。2018 年，古井贡酒品牌价值首次突破千亿。2023 年，古井贡品牌价值再创新高，在“华樽杯”中国酒类品牌价值评议活动中，“古井贡”以 2931.02 亿元位列中国白酒上市公司第五名、安徽白酒第一名。

图 17：古井贡酒品牌价值稳步增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，酒眼观酒，上海证券研究所

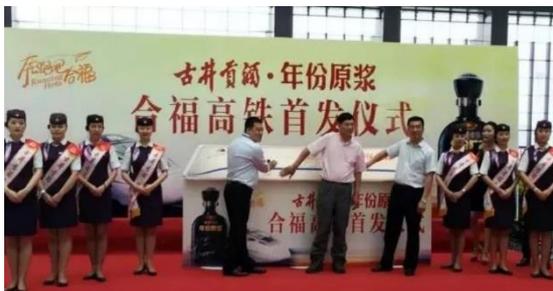
线下线上组合营销，老品牌输出新体验。公司在新时期的品牌营销力度不断调高，坚持“品牌求强，高举高打、资源聚焦”

请务必阅读尾页重要声明

的传播策略，推进品牌联动、传播创新，品牌影响力逐步增强。

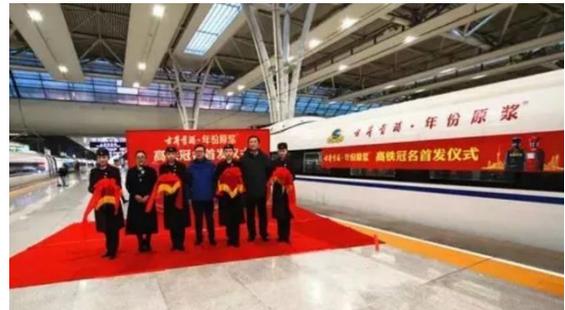
1) 线下：公司开创了白酒冠名高铁的先河。2015年，古井贡酒·年份原浆号合福高铁首发，2018年，古井贡酒·年份原浆高铁冠名列车首发。高铁冠名列车将古井的品牌形象和产品理念精准的传递给高铁列车上的商旅高端群体，同时以全国高铁主干线为传播通道，覆盖各个省市及一二线城市，路网的连汇贯通，高强度高密度的覆盖了重点经济发达区域，实现了品牌的大范围精准传播。

图 18：古井贡酒·年份原浆号合福高铁首发



资料来源：古井集团公众号，上海证券研究所

图 19：古井贡酒·年份原浆高铁冠名列车首发仪式



资料来源：古井集团公众号，上海证券研究所

2) 线上：公司自 2016 年亮相央视春晚，开启了品牌营销新征程，并连续九年登上春晚舞台，同时还连续多年冠名安徽卫视春晚、江苏卫视春晚、央视戏曲春晚，形成了从线上到线下的传播网络，我们认为，这能更好地塑造市场对古井品牌的认可度。

图 20：古井冠名央视春晚



资料来源：中国日报网，上海证券研究所

图 21：古井冠名安徽春晚



资料来源：酒说，上海证券研究所

展示名酒基因，传递东方之美。2014 年古井贡酒中国酒文化全球巡礼正式开启，同年，为庆祝中法建交 50 周年，全球巡礼推广活动走进法国巴黎，并在 2015 年，推动了同为世界烈酒产区的中国亳州和法国干邑正式签署友好城市备忘录。在随后的几年中，古井贡酒先后走进了中欧、南美、拉美、东亚、东南亚等地区，请务必阅读尾页重要声明

积极参与共建“一带一路”，成为上合组织秘书处指定用酒，并携手世博会与世界制造业大会，向世界充分展示中国人的审美情感、表达方式和文化自信，用美酒文化展示中国之美。

图 22：古井贡酒中国酒文化全球巡礼



资料来源：亳州古井销售有限公司官方公众号，上海证券研究所

### 2.3 产品布局前瞻，引领消费升级

公司产品布局复盘：

1) 2008 年，“年份原浆”系列产品上市，推出献礼版和古 5/7/8，并在 2010 年提前布局古 16 和古 26。

2) 2011 年，安徽开始第一轮消费升级，主流价格带提升至 80-120 元，古 5/献礼版享受到消费升级的红利，品牌和市场地位快速上升。2016 年安徽主流价格带提升至 90-150 元，古 5、古 8 等产品迅速放量，逐渐甩开了省内对手。

3) 2018 年，在年份原浆上市 10 周年之际，公司正式推出古 20，同时对古 16 和古 26 进行换装升级，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，并通过布局“古井贡酒”系列，在价格带上与“年份原浆”系列形成两大系列品牌的隔离，2020 年又主动升级了古 26。

4) 目前, 安徽迎来了第三轮消费升级, 主流价格带提升至 200-300 元, 古 16、古 20 驱动中高端、次高端产品发展, 古 20 成为当地送礼的主流产品之一, 古 26 在高端市场也迎来了扩容期。2023 年 7 月底, 公司正式推出高端新品古 30, 定位为“年份原浆品牌高端形象产品”, 统一零售价为 1499 元/瓶。

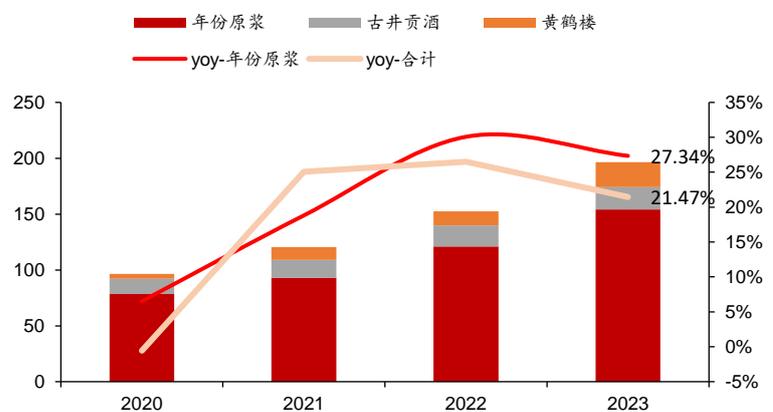
图 23: 古井产品结构稳步升级向上, 引领消费升级



资料来源: 酒食汇, 证券市场周刊, 酒眼观酒, 古井贡酒京东旗舰店, 上海证券研究所

年份原浆占比稳步提升, 产品结构持续优化。目前, 年份原浆系列已成为古井贡酒的营收主力, 占比 8 成左右, 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。古 16 在合肥地区持续渗透商务升级及宴席升级场景, 古 20 持续 C 端教育, 引领安徽次高端价位段的升级。

图 24: 高毛利的年份原浆占比稳步提升 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

**品质为基，不断加码品质体系建设。**为进一步完善白酒品质表达体系，2022年秋季开酿大典上，古井贡酒正式发布了《古井贡酒·年份原浆品质管控纲要》，强化古井贡酒从“原粮”到“原浆”的质量闭环，并在行业首创“古井贡酒·年份原浆透明工厂”。此外，古井贡酒还不断加码品质体系建设。为此古井贡酒建立独具特色的“四梁八柱”品质表达体系。所谓“四梁”即中国白酒健康研究院、古井贡酒·年份原浆粮食研究院、品质研究院和文化研究院，聚集相关领域专家学者和科研机构，为古井贡酒提供科技与人文的能力支撑。

图 25：行业首创“透明工厂”模式



资料来源：财联社，上海证券研究所

## 2.4 省内本固根深，省外枝荣待发

### 2.4.1 省内三通工程推动渗透下沉，逐渐站稳龙头

**三盘互动+三通工程提升市占率。**2008年，公司提出了“攻克合肥，王者归来”的战略计划，构建了“团购+烟酒店+酒店”的三盘互动的策略，全面贯彻“路路通、店店通、人人通”的“三通”工程，不断推进渠道下沉，实现扁平化管理。“三通”工程是通过“小区域高占有”政策，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，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、推荐率和消费者指名购买率最大化。通过“三通工程”的实施，古井贡酒在安徽省内的合肥、亳州、淮北等多个城市，市占率均高居前两名，市场优势十分突出。

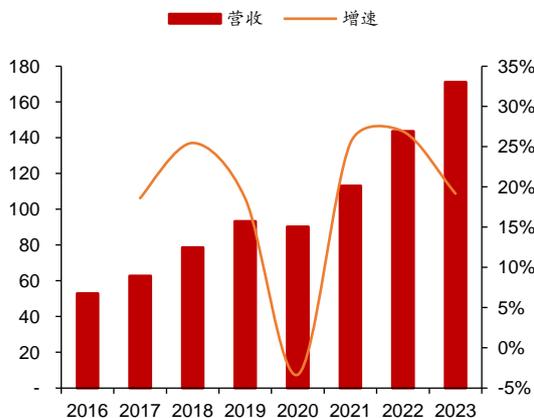
图 26：古井三通工程



资料来源：微酒，上海证券研究所

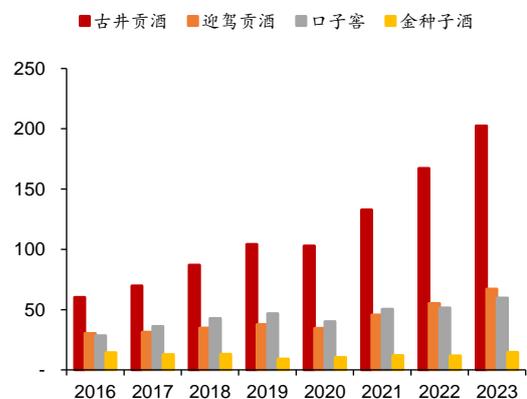
**补全低端产品推进渠道下沉，提前布局次高端引领消费升级。**  
公司在本地市场采取了一系列措施：渠道下沉、丰富产品结构、趁消费升级之势。通过收购明光酒业丰富产品体系补充低端产品，渠道顺势下沉。随着安徽经济动能提升，人均收入的提高，消费能力的增强，公司提前布局次高端古 16、古 20 等产品引领消费升级。据酒食汇数据，公司在除淮北市以外的省内地级市场均为份额第一，我们认为，稳健的省内市场也持续反哺省外市场的开拓。

图 27：古井华中地区收入规模及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，上海证券研究所

图 28：四家徽酒企业营收对比（单位：亿元）

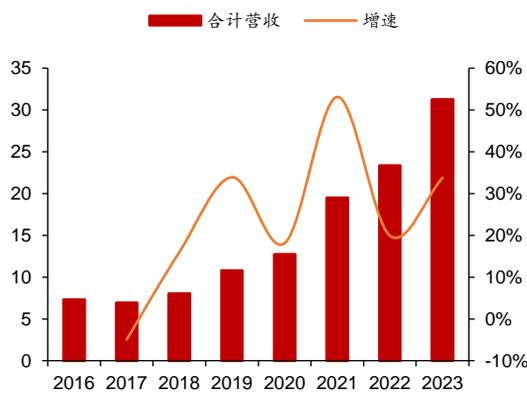


资料来源：wind，上海证券研究所

## 2.4.2 省外因地制宜施策，全国化纵深推进

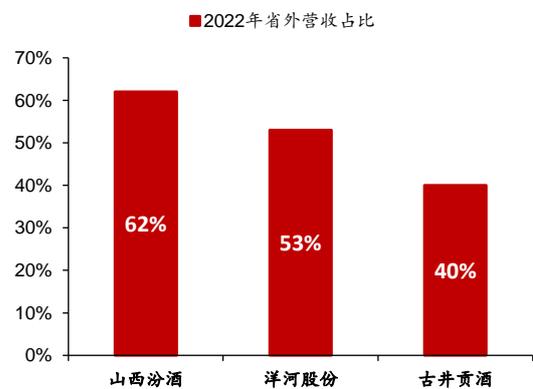
省外增速亮眼，全国化空间尚存。分地区看，2023 年公司华中、华北、华南地区营业收入分别为 171.07、18.43、12.83 亿元，同比增长 19.17%、38.99%、26.90%，省外增速亮眼。公司目前正在稳步推进全国化战略，截至 2022 年全国化覆盖率达到 70% 以上，省内、省外结构比为 6: 4，初步形成了江苏、河南、山东三大十亿级市场，上海、浙江、河北、江西等亿级市场，并稳步向外辐射。

图 29：古井华北+华南地区收入规模及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，上海证券研究所

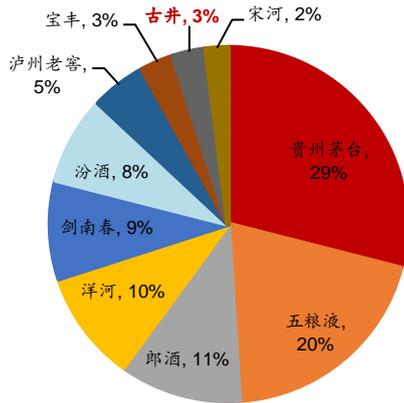
图 30：公司全国化空间尚存



资料来源：名酒观察，上海证券研究所

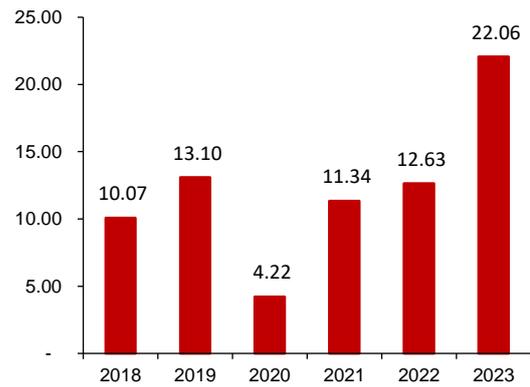
复制省内模式，打造样板市场。2010 年起，公司开始布局毗邻安徽的河南省，通过塑造高端形象，并将优秀的深度营销模式搬到省外，通过三通工程一步一步渗透。此外，公司还通过并购黄鹤楼切入湖北市场，黄鹤楼在 1984/1989 年两度获得名酒称号，公司 2016 年收购黄鹤楼 51% 的股权进入湖北市场，在双品牌的战略下开启全国化，并在产品、渠道、品牌、组织架构等方面进行优化：一是加大黄鹤楼品宣力度，二是古井向黄鹤楼派驻管理团队，嫁接古井优秀的渠道运作模式。

图 31: 2023 年河南市场销售额排名前 10 名酒企



资料来源: 河南省酒业协会, 云酒视界, 上海证券研究所

图 32: 黄鹤楼营收 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所 (注: 2023 年黄鹤楼营收包含其他业务)

立足样板市场, 因地制宜施策, 全国化稳步推进。2018 年, 在古 20 上市同期, 公司也正式启动全国化招商布局, 立足于原有“一体两翼”市场 (安徽、湖北与河南) 深度布局的基础上, 在全国重点省份举办规模性区域招商主题峰会, 首轮划定了冀、鲁、豫、苏、浙等重点区域, 以古 20 为核心单品, 采用“一地一策”的发展措施, 主打“1+2”、“1+3”战略, 不同的市场重点投放不同的产品, 如在华北市场对古 7 和古 20 产品组合推广、在华东市场则对古 8 和古 20 产品组合进行推广。目前, 公司全国化初步取得成效, 全国化覆盖率达到 70% 以上, 形成了江苏、河南、山东三大十亿级市场, 上海、浙江、河北、江西等亿级市场, 并稳步向外辐射。

图 33: 公司全国化稳步推进



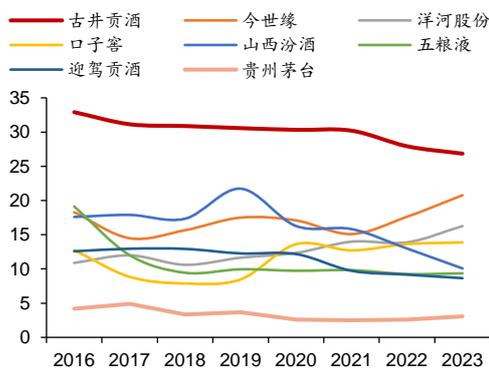
资料来源: 公司公告, 酒业家, 自然资源部, 上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

## 2.5 费率持续优化，盈利提质可期

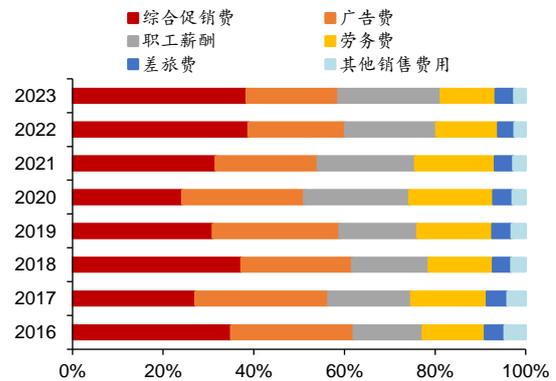
销售费用持续投入，广告促销费占比较高。费用端看，销售费用为最大支出，拆分来看，销售费用包含了职工薪酬、差旅费、广告费、综合促销费、劳务费以及其他销售费用等，其中促销费与广告费占比较高。公司费用较高一方面是要给陌生渠道更大的资源支持，另一个方面要在全中国性的市场持续进行高端广告资源的投入，来维持和拉升企业的高端品牌形象。此外，次高端与高端市场的产品培育周期较长，前置性投入如消费者的前期品鉴会、渠道开发成本等均会较高。

图 34：销售费用率位于行业前列（单位：%）



资料来源：wind，上海证券研究所

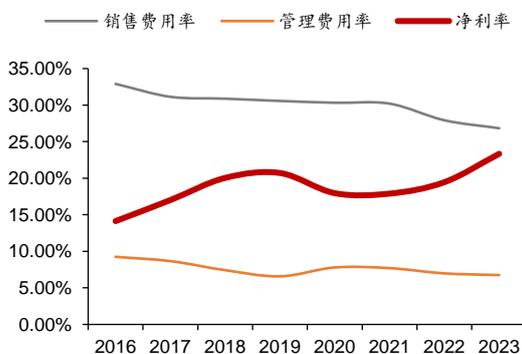
图 35：广告与综合促销费占比较高



资料来源：公司公告，上海证券研究所

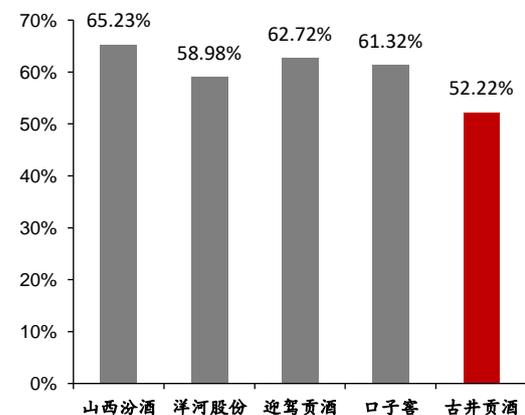
费用投放日益精细，净利率有望打开向上空间。从费用端来看，2023年净利率同比提升3.88个百分点至23.34%，其中销售费用率同比下滑1.09个百分点至26.84%，管理费用率同比下滑0.23个百分点至6.75%。我们认为，目前公司还处于全国化的推进阶段，当下首要任务是提高市场占有率，未来有望通过持续优化产品结构与费用投放结构，不断提高费用投放的精准性和有效性，推动净利率水平稳步提升。

图 36：费用投放日益精细，净利率稳中有升



资料来源：wind，上海证券研究所

图 37：净利率仍有较大向上空间（2023年毛销差）



资料来源：wind，上海证券研究所

### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

**收入端：**公司坚持全国化、次高端、古 20+ 的发展战略，通过“插旗、打井、育户”实施路径，加速推进全国化进程，提速省外市场，产品结构不断提升。目前年份原浆系列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。我们认为，年份原浆系列产品作为公司产品结构升级的重要抓手，有望继续抓住省内白酒消费升级的红利，并通过不同产品组合加速全国化进程，预计 2024-2026 年白酒收入增速 19.00%/16.00%/13.00%。

**利润端：**随着高毛利的年份原浆占比不断提升，公司毛利率有望延续向上趋势。从费用端来看，公司 2023 年销售费用率同比下滑 1.09 个百分点至 26.84%，管理费用率同比下滑 0.23 个百分点至 6.75%，未来有望通过持续优化产品结构与费用投放结构，不断提高费用投放的精准性和有效性，推动净利率水平稳步提升。

附表 1 公司分业务营收增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务营收	2023A	2024E	2025E	2026E
酒店收入	83.69	83.69	83.69	83.69
白酒	19,638.76	23,370.12	27,109.34	30,633.55
其他主营业务	531.08	584.19	642.61	706.87
合计	20,253.53	24,038.00	27,835.64	31,424.11
分业务成本	2023A	2024E	2025E	2026E
酒店收入	45.13	45.13	45.13	45.13
白酒	3,768.06	4,295.59	4,768.10	5,149.55
其他主营业务	426.66	469.33	516.26	567.89
合计	4,239.85	4,810.05	5,329.49	5,762.57
分业务营收增速	2023A	2024E	2025E	2026E
酒店收入	45.53%	0.00%	0.00%	0.00%
白酒	21.47%	19.00%	16.00%	13.00%
其他主营业务	8.82%	10.00%	10.00%	10.00%
分业务毛利率	2023A	2024E	2025E	2026E
酒店收入	46.07%	46.07%	46.07%	46.07%
白酒	80.81%	81.62%	82.41%	83.19%
其他主营业务	19.66%	19.66%	19.66%	19.66%

资料来源：Wind，上海证券研究所

附表 2 同行可比公司估值

证券简称	预测每股收益(元)				预测市盈率			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
平均	11.64	12.77	14.24	15.91	21.55	18.97	17.14	15.18
古井贡酒	8.68	11.01	13.27	15.45	21.84	17.22	14.29	12.28
贵州茅台	59.49	68.61	76.98	85.61	29.01	22.24	19.82	17.82
五粮液	7.78	8.53	9.33	10.23	18.03	17.21	15.73	14.34
山西汾酒	8.56	10.25	11.84	13.61	26.97	19.87	17.20	14.97
泸州老窖	9.00	9.79	10.73	11.96	19.94	14.17	12.93	11.60
洋河股份	6.65	5.76	5.75	6.14	16.53	14.89	14.92	13.97
今世缘	2.50	2.93	3.37	3.84	19.50	15.36	13.35	11.70
迎驾贡酒	2.86	3.43	4.03	4.69	23.18	17.95	15.28	13.16
水井坊	2.60	2.83	3.09	3.41	22.62	21.17	19.42	17.58
舍得酒业	5.32	2.83	3.08	3.66	18.19	27.83	25.57	21.51

资料来源: ifind, 上海证券研究所 (注: 可比公司每股收益采用 ifind 一致预期, 2024 年 11 月 29 日收盘价)

### 3.2 投资建议

我们认为, 安徽经济发展势能向上, 白酒市场规模与主流消费价格带均具成长空间, 公司作为省内市占率第一的徽酒龙头, 全国化亦初步取得成效, 形成了数十亿级市场, 并继续稳步向外辐射。作为老八大名酒, 公司提前布局次高端与高端价格带, 消费者培育时间长, 产品升级顺畅, 未来产品结构有望继续优化。利润端, 虽然公司销售费用率位居行业前列, 但费用投放日益精细, 预计净利率仍有较大向上空间。我们预计公司 24-26 年营收分别为 240.38/278.36/314.24 亿元, 同比增速分别为 18.69%/15.80%/12.89%; 归母净利润分别为 58.21/70.14/81.66 亿元, 同比增速分别为 26.84%/20.49%/16.43%, 对应 PE 17/14/12 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 4 风险提示

- 1) 白酒行业集中度提升、两极分化加剧, 竞争日趋白热化。
- 2) 外部环境更趋复杂严峻和不确定。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15966	16533	18147	20665
应收票据及应收账款	69	98	105	120
存货	7520	7942	8961	9719
其他流动资产	1953	1967	2130	2329
流动资产合计	25508	26540	29343	32833
长期股权投资	10	12	14	15
投资性房地产	47	66	89	112
固定资产	4596	5524	6508	7445
在建工程	2911	3733	4528	5276
无形资产	1123	1167	1201	1236
其他非流动资产	1226	1406	1441	1480
非流动资产合计	9913	11909	13781	15564
<b>资产总计</b>	<b>35421</b>	<b>38448</b>	<b>43124</b>	<b>48397</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4167	3798	4490	4888
合同负债	1401	1779	1901	2211
其他流动负债	6840	7687	8512	9154
流动负债合计	12409	13264	14904	16253
长期借款	107	107	107	107
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	491	445	445	445
非流动负债合计	598	552	552	552
<b>负债合计</b>	<b>13007</b>	<b>13816</b>	<b>15455</b>	<b>16805</b>
股本	529	529	529	529
资本公积	6225	6225	6225	6225
留存收益	14770	16801	19615	23281
归属母公司股东权益	21525	23558	26371	30037
少数股东权益	889	1075	1298	1555
<b>股东权益合计</b>	<b>22414</b>	<b>24633</b>	<b>27669</b>	<b>31592</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>35421</b>	<b>38448</b>	<b>43124</b>	<b>48397</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>4496</b>	<b>6823</b>	<b>8367</b>	<b>9562</b>
净利润	4726	6007	7236	8423
折旧摊销	389	582	669	756
营运资金变动	-651	410	451	377
其他	32	-176	11	6
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1278</b>	<b>-2442</b>	<b>-2546</b>	<b>-2539</b>
资本支出	-2375	-2400	-2496	-2494
投资变动	1071	-38	-43	-45
其他	26	-4	-7	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-1647</b>	<b>-3025</b>	<b>-3706</b>	<b>-4506</b>
债权融资	19	-20	0	0
股权融资	4	0	0	0
其他	-1671	-3005	-3706	-4506
<b>现金净流量</b>	<b>1571</b>	<b>1357</b>	<b>2115</b>	<b>2518</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>20254</b>	<b>24038</b>	<b>27836</b>	<b>31424</b>
营业成本	4240	4810	5329	5763
营业税金及附加	3050	3777	4368	4900
销售费用	5437	5889	6681	7385
管理费用	1367	1679	1922	2170
研发费用	71	85	97	110
财务费用	-162	-234	-242	-266
资产减值损失	-31	0	0	0
投资收益	-6	-5	-7	0
公允价值变动损益	20	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>6283</b>	<b>8113</b>	<b>9775</b>	<b>11362</b>
营业外收支净额	49	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>6332</b>	<b>8113</b>	<b>9775</b>	<b>11362</b>
所得税	1606	2106	2539	2939
净利润	4726	6007	7236	8423
少数股东损益	137	186	222	257
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>4589</b>	<b>5821</b>	<b>7014</b>	<b>8166</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	79.1%	80.0%	80.9%	81.7%
净利率	22.7%	24.2%	25.2%	26.0%
净资产收益率	21.3%	24.7%	26.6%	27.2%
资产回报率	13.0%	15.1%	16.3%	16.9%
投资回报率	20.1%	23.5%	25.3%	25.8%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	21.2%	18.7%	15.8%	12.9%
EBIT 增长率	44.8%	29.0%	21.0%	16.4%
归母净利润增长率	46.0%	26.8%	20.5%	16.4%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	8.68	11.01	13.27	15.45
每股净资产	40.72	44.57	49.89	56.82
每股经营现金流	8.51	12.91	15.83	18.09
每股股利	4.50	5.68	7.00	8.51
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.62	0.65	0.68	0.69
应收账款周转率	308.52	289.18	274.24	279.17
存货周转率	0.62	0.62	0.63	0.62
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	36.7%	35.9%	35.8%	34.7%
流动比率	2.06	2.00	1.97	2.02
速动比率	1.43	1.38	1.35	1.40
<b>估值指标</b>				
P/E	21.84	17.22	14.29	12.28
P/B	4.66	4.26	3.80	3.34
EV/EBITDA	16.52	9.92	8.07	6.73

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。