

古井贡酒(000596)

报告日期: 2025 年 01 月 19 日

剑指 300 亿，高端化全国化新征程

——古井贡酒深度报告

投资要点

- 2025 年消费投资大年，公司受益于安徽省经济增长及大众酒消费扩容，兼具品牌力+渠道深耕能力，在行业竞争中具备主动权，有望发展为全国化酒企。
- β：受益 100-400 元价位带扩张，省内消费升级趋势明显优于行业。
1) 2024 年 12 月中央政治局工作会议提出，25 年要大力提振消费，全方位扩大国内需求，并开展“适度宽松”的货币政策，白酒作为顺周期标的，最受益消费需求复苏。2) 100-400 元价位带属于大众刚需消费+宴席主流价位带，预期在 25 年表现优于其他价位。3) 2024M9 安徽省社零增速 4.3%（全国增速 3.3%），2024M9 安徽省 GDP 增速 5.4%（全国增速 4.8%），省内宏观经济发展为白酒消费升级提供重要支撑。
- α：省内引领消费升级，品牌建设高举高打，有望为下一个全国化酒企。
品牌+优秀的团队组织建设能力是白酒企业穿越周期的重要来源。进入 2025 年，我们认为古井贡酒凭借自身的自上而下强有力的团队建设，能够灵活主动应对行业变化，在区域竞争中具备较强的主动权。1) 古井在省内各个价位带均有核心大单品，古 5/古 8/古 16 均为价位带龙头。2) 通过深度分销模式将渠道扁平化，通过返利的方式加强对经销商、终端的管控，因此在抢回款、平滑周期的过程中具备明显优势。3) 省内可以与全国性名酒剑南春等品牌竞争，获取升级红利；省外通过收并购+品牌投入高举高打+渠道深耕方式进行全国化扩张。
- 预期差：市场担忧库存水平较高，省外扩张乏力；我们认为公司多品牌、多产品运作，叠加深度捆绑能力支撑，业绩增长具备确定性。高库存高周转属于公司固有操作模式，在行业整体增速放缓过程中，具备强品牌力、动销能力的企业份额有望持续提升。公司在省内主流价位带的大单品均为龙头，品牌高举高打引领消费升级。此外，公司多品牌、多产品运作，业绩增长具备支撑，如近年来省内发力明绿液、黄鹤楼等品牌；省外坚持“古 20+战略”发力多价位带，与地产酒错位竞争。公司发布中期分红方案，我们看好公司潜在分红提升预期，若 24 年分红率提升至 60%则当前股息率将提升至 3.65%，显著提升股东回报。
- 盈利预测与估值
受益省内消费升级和 100-400 元价位带扩张，我们预计 24-26 年公司收入增速分别为 17%/12%/14%；归母净利润增速分别为 22%/16%/18%，对应 EPS 分别为 10.6/12.2/14.4 元；对应 25 年估值为 14X，维持买入评级。
- 风险提示
消费修复不及预期，白酒需求承压；徽酒竞争加剧；费用收缩力度不及预期

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20254	23627	26377	30102
(+/-) (%)	21.18%	16.66%	11.64%	14.12%
归母净利润	4589	5590	6461	7615
(+/-) (%)	46.01%	21.82%	15.57%	17.86%
每股收益(元)	8.68	10.58	12.22	14.41
P/E	19.98	16.40	14.19	12.04

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：张家祯
执业证书号：S1230523080001
zhangjiachen@stocke.com.cn

分析师：满静雅
执业证书号：S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

分析师：潘俊汝
执业证书号：S1230524010001
panjunru@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥173.42
总市值(百万元)	91,669.81
总股本(百万股)	528.60

股票走势图



相关报告

- 《经销大会显信心，分红有望超预期》2024.12.30
- 《Q3 业绩符合预期，利润弹性持续兑现》2024.11.04
- 《Q2 业绩符合预期，结构升级延续》2024.09.01

正文目录

1 公司：市属国企管理层优秀，聚焦中高端发力全国化	4
1.1 公司治理：市属国企股权结构稳定，管理层持股激发活力	4
1.2 产品结构：聚焦中高端市场，三品牌全价位带覆盖	6
1.3 商业模式：白酒是 A 股市场商业模式最好的行业之一	8
2 赛道 β：徽酒消费升级势能仍强，增速明显优于行业	8
2.1 发展阶段：徽酒依托于宏观经济及饮酒氛围，消费升级趋势仍强	9
2.2 边际变化：大众酒消费刚需+婚宴回补，100-400 元价位带最受益	10
2.3 财务数据：徽酒报表端增速明显高于行业	11
3 公司 α：名酒基因及渠道推力打造优势，市场份额持续提升	11
3.1 市场份额：省内高市占率引领消费升级，省外持续扩张	11
3.2 竞争壁垒：老八大名酒稀缺基因，营销铁军铸造渠道推力	12
3.2.1 品牌：具备老八大名酒的基因，高费用投放提升品牌价值	12
3.2.2 营销：前瞻布局价位带引领消费升级，“以高推低”实现持续放量	14
3.2.3 渠道：深度分销打造渠道推力，营销铁军执行力行业领先	15
3.3 边际变化：灵活主动应对行业变动，市场份额有望持续提升	17
3.4 自身 α ：本轮白酒周期中最有望成为下一个实现全国化的酒企	18
4 预期差：兼具 β 和 α 的徽酒龙头，有望成为下一个全国化酒企	18
5 驱动因素：回款、动销、库存、批价	19
6 盈利预测与估值	20
7 风险提示	21

图表目录

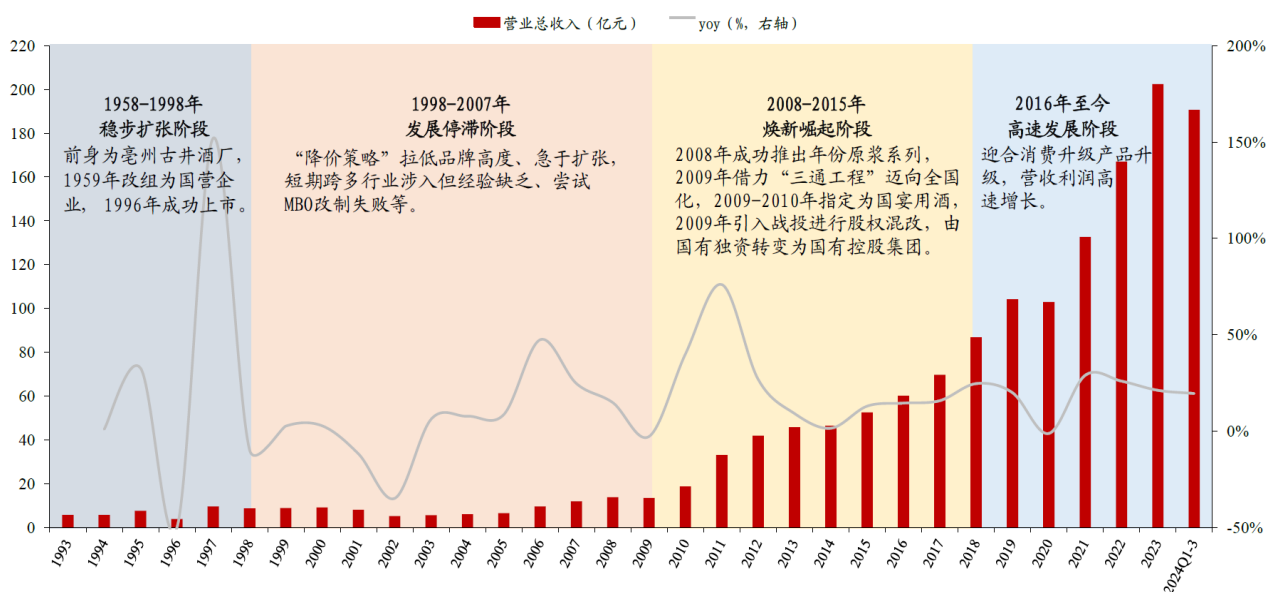
图 1: 古井贡酒发展历程.....	4
图 2: 古井贡酒股权结构.....	5
图 3: 古井贡酒&口子窖&迎驾贡酒主要产品价格情况一览.....	7
图 4: 公司三大系列白酒收入占比.....	8
图 5: 从供需模型看白酒的商业模式.....	8
图 6: 2024 年前 9 月社零总额及增长率.....	9
图 7: 2024 年前 9 月安徽省 GDP 增速位居全国前列.....	9
图 8: 安徽省 14-23 年近年人口回流趋势明显.....	10
图 9: 安徽省 14-23 年居民人均可支配收入逐步增长.....	10
图 10: 纵观 20 年, 徽酒龙头几度易主.....	12
图 11: 古井贡酒打造高铁冠名列车.....	14
图 12: 古井贡酒连续 10 年携手央视春晚.....	14
图 13: 古井贡酒年份原浆产品升级历程一览.....	15
图 14: 三通工程示例图.....	16
图 15: 古井直分销渠道模式.....	16
图 16: 古井贡酒销售人员数量持续提升(人).....	17
图 17: 公司销售人员人均薪酬远超其他区域酒(万元/年).....	17
表 1: 公司核心管理层经验丰富, 多为一线岗位出身.....	5
表 2: 古井贡酒完成大部分年度的业绩目标.....	6
表 3: 安徽省白酒产业政策归纳.....	10
表 4: 安徽酒企增速较优.....	11
表 5: 古井贡酒上榜四届中国品酒会.....	13
表 6: 广告费用投放.....	13
表 7: 古井省外策略升级对比情况一览.....	17
表 8: 古井贡酒收入拆分.....	20
表 9: 古井贡酒当前估值处于过去十年 1.19%分位数.....	21
表 10: 可比公司盈利预测及估值表.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 公司：市属国企管理层优秀，聚焦中高端发力全国化

1.1 公司治理：市属国企股权结构稳定，管理层持股激发活力

作为中国老八大名酒企业之一：1) 1958-98年：前身亳州古井酒厂成立于世界十大烈酒产区之一的安徽省亳州市，后于59年改组为国营企业，96年成功上市，是中国第一家同时发行A、B两股的白酒企业；2) 98-07年：公司经历多元化战略失误、体制改革受挫、领导人落马等多重波折，由全国性酒企退居区域性酒企；3) 08-15年：公司在新任管理层带领下潜心改革，在产品、渠道、品牌、组织结构等方面全面振兴古井；4) 16年至今：公司乘次高端扩容及全国化东风迅速攻城略地。

图1：古井贡酒发展历程

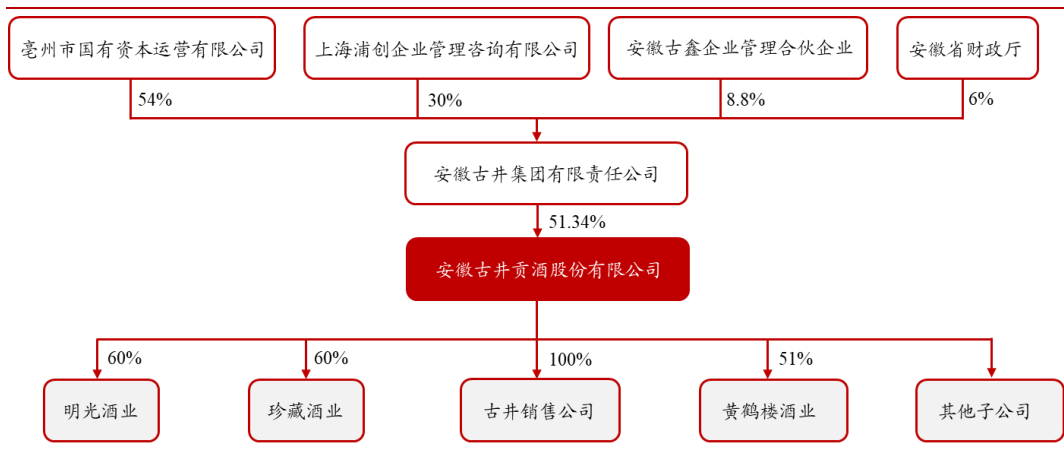


资料来源：Wind，浙商证券研究所

实控人为亳州市国资委，股权结构稳定。09年以前，古井集团始终由亳州市人民政府全资控股；09年7月，亳州国资委与上海浦创签订合同，上海浦创受让古井集团40%股权，自此开始混改；19年3月，亳州市国资委将持有的古井集团60%股权无偿划转至亳州市国有资本运营有限公司；20年亳州市政府工作报告上再次提出“聚焦改革创新，激发市场主体新活力”的工作目标；22年12月，公司股权结构发生变化，亳州市国有资本运营有限公司/上海市浦创股权投资有限公司/安徽省财政厅/安徽古鑫企业管理合伙企业出资比例分别变动为54%/30%/6%/10%。

2023年安徽地方AMC以100亿元收购上海浦创100%股权，成为第二大股东。2023年安徽地方AMC（资产管理公司）国厚资产管理股份有限公司（以下简称“国厚资产”）成为安徽古井集团有限责任公司（以下简称“古井集团”）的间接股东。2023年5月，国厚资产发布重大投资公告。根据协议，国厚资产与芜湖昱顶企业管理中心(有限合伙)（以下简称“芜湖昱顶”）以100亿元收购上海浦创企业管理咨询有限公司（以下简称“上海浦创”）100%股权，以此实现对古井集团30%股权的收购。其中，芜湖昱顶由安徽国厚资本控股有限公司持股99.8%，后者为国厚资产全资子公司，而上海浦创则是古井集团的第二大股东。

图 2：古井贡酒股权结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：截止 24Q3 末数据

管理层多为内部提拔、一线市场出身，部分持有公司股份。1) 公司管理层稳定&经营经验丰富，曾多次穿越周期。梁金辉自 1989 年进入古井集团工作，自 2007 年至 2010 年，先后任古井集团总裁助理、股份公司副总经理。2010 年 9 月任股份公司总经理。2014 年任古井集团党委书记、董事长，股份有限公司董事长。2008 年，梁总在位期间推出年份原浆系列，引领公司快速发展，是古井贡酒发展到目前以来的重要领导人物。2) 核心管理层通过古鑫管理平台持有公司股份，有利于激发组织活力，核心管理层成员李培辉、梁金辉、闫立军等人均持有古鑫合伙企业股份。

表 1：公司核心管理层经验丰富，多为一线岗位出身

姓名	职务	个人履历
梁金辉	董事长	1966 年出生，工商管理硕士，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。曾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	1973 年出生，研究生学历，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、九届董事会董事。
周庆伍	董事、总经理	1974 年出生，研究生学历，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。曾任公司副总经理、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	1973 年出生，研究生学历，高级品酒师。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。曾任销售公司业务员、大区经理、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	1970 年出生，本科学历。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。曾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
叶长青	董事	1974 年出生，研究生学历，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。曾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

资料来源：Wind，浙商证券研究所

往年年度业绩目标大多完成，目标完成概率高。经营目标层面，公司除 20 年外，其他年份均超额完成年度计划任务目标。同时公司“十四五”规划明确提出“全国化、次高端”战略布局，目标“双品牌、双百亿”，再造一个“数字化、国际化、法治化”新古井，23 年顺利实现双百亿收入目标。2023 年古井贡酒·年份原浆全球经销商大会上，古井贡酒喊出了“冲向 300 亿 奋进新征程”的口号，正式锚定了 300 亿营收目标。2024 年计划实现营业收入 244.50 亿元，较上年增长 20.72%；2024 年计划实现利润总额 79.50 亿元，较上年增长 25.55%。

表 2：古井贡酒完成大部分年度的业绩目标

年份	年度计划目标	实际业绩	是否达标
2015	营业收入计划在不低于2014年的基础上，努力实现增长	营业收入52.53亿元（+12.96%），归母净利润7.16亿元（+19.85%）	达标
2016	营业收入计划在不低于2015年的基础上，努力实现增长	营业收入60.17亿元（+14.54%），归母净利润8.3亿元（+15.94%）	达标
2017	营业收入计划在不低于2016年的基础上，努力实现增长	营业收入69.68亿元（+15.81%），归母净利润11.49亿元（+38.46%）	达标
2018	计划实现营业收入79.65亿元，较上年增长14.31%；计划实现利润总额19.39亿元，较上年增长20.30%	营业收入86.86亿元（+24.65%），归母净利润16.95亿元（+47.57%），利润总额23.69亿元（+46.94%）	达标
2019	计划实现营业收入102.26亿元，较上年增长17.74%；计划实现利润总额25.15亿元，较上年增长6.19%	营业收入104.17亿元（+19.93%），归母净利润20.98亿元（+23.73%），利润总额28.73亿元（+21.27%）	达标
2020	计划实现营业收入116.00亿元，较上年增长11.36%；计划实现利润总额29.90亿元，较上年增长4.08%	营业收入102.92亿元（-1.20%），归母净利润18.55亿元（-11.58%），利润总额24.74亿元（-13.89%）	未达标
2021	计划实现营业收入120亿元，较上年增长16.59%；计划实现利润总额28.47亿元，较上年增长15.08%	营业收入132.70亿元（+28.93%），归母净利润22.98亿元（+23.9%）	达标
2022	计划实现营业收入153亿元，较上年增长15.30%；计划实现利润总额35.50亿元，较上年增长11.94%	营业收入167.13亿元（+25.95%），归母净利润31.43亿元（+36.78%），利润总额44.70亿元（+40.97%）	达标
2023	计划实现营业收入 201 亿元，较上年增长 20.26%；计划实现利润总额 60 亿元，较上年增长 34.21%	营业收入202.54亿元（+21.18%），归母净利润45.89亿元（+46.01%），利润总额63.32亿元（+41.64%）	达标

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.2 产品结构：聚焦中高端市场，三品牌全价位带覆盖

酒类产品全价格带覆盖，主打年份原浆系列聚焦中高端市场。古井贡酒旗下主要有年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼三大白酒系列，其中年份原浆为 200 元以上中高端酒产品（系白酒业务收入及利润主要来源，占比超 70%，产品价格覆盖全价格带），古井贡酒系列主打中低端单品，黄鹤楼以高端酒为主（16 年被公司收购的湖南酒企，主打高端清香型酒，开发出自有香型“大清香”酒，目前规模较小，占比不到 10%）。

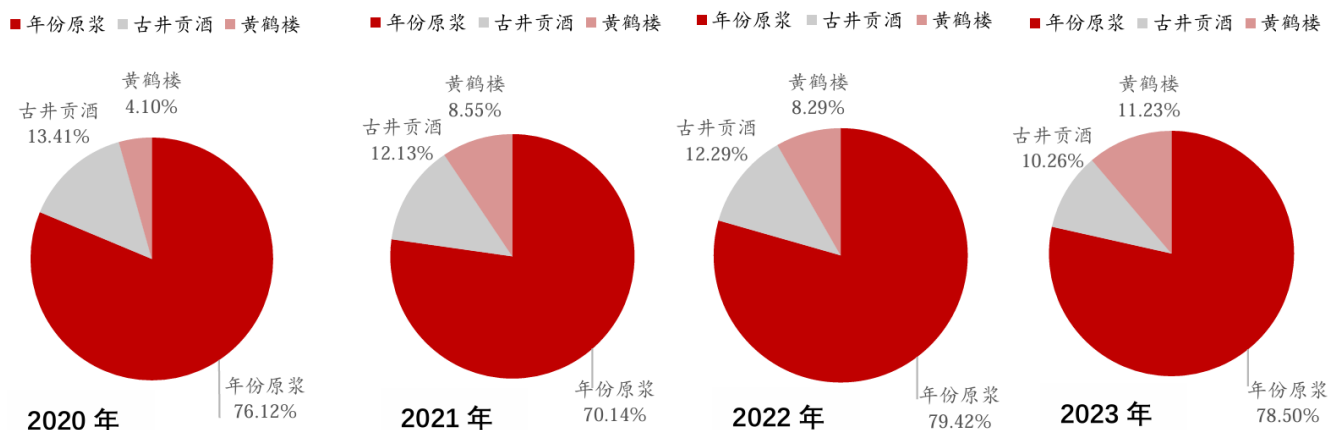
图 3：古井贡酒&口子窖&迎驾贡酒主要产品价格情况一览

	口子窖	古井贡酒	迎驾贡酒
1000+元	 兼香30-50度 (1278) 30年型-50度 (1258)	 古26-52度 (1188) 年30-52度 (2199)	 大师版-52度 (1160)
800-1000元			 洞藏30-52度 (800)
600-800元		 古20-52度 (650)	 洞藏20-52度 (550)
400-600元	 兼香518-51.8度 (518) 20年型-50度 (479)	 古16-50度 (420)	
300-400元	 仲秋-41度 (328) 兼10-41度 (348)	 古8-50度 (320)	 洞藏16-52度 (370)
200-300元	 初夏-41度 (239) 兼8-41度 (248)	 古7-50度 (270)	 洞9-42度 (268)
100-200元	 5年型-52度 (148) 御尊-41度 (158) 兼5-41度 (118) 兼6-41度 (158)	 古5-50度 (140) 幸福版-50度 (167)	 金星-52度 (138) 藏6-52度 (188) 银星-52度 (108)
100元以下	 口子美酒-41度 (60) 淮溪老口子-42度 (53)	 乳玻贡-50度 (48) 窖龄30-50度 (83)	

资料来源：京东，浙商证券研究所，注：数据更新至 2025/1/5

三品牌、多香型运作，锚定“全国化、次高端战略”。1) 2016 年公司收购黄鹤楼 51% 股权，切入湖北市场。黄鹤楼酒是湖北省唯一的中国名酒，产品以“绵柔醇厚，优雅净爽，余香回味悠长”的独特风格，荣获 1984 年、1989 年两届全国白酒评比金奖。2) 2021 年 1 月，古井贡酒与明光酒业签订战略合作协议。独特的绿豆香型为古井名酒家族再添新锐。明光酒业主要代表产品为明光佳酿、明光大曲、明光优液、明光特曲、53 度明绿液。2021 年 12 月，老明光酿造技艺入选第六批省级非遗名录。3) 坚持高举高打，锚定“全国化、次高端”战略，持续深化“三通工程”，优化产品结构和客户结构；统筹推进国内国际两大市场，国内加速推进全国化进程，做强省内市场，提速省外市场，做精重点市场。国际利用“一带一路”契机，全面启动全球招商，寻找最佳代理；继续坚持以古 20 为战略支点扩大次高端消费群体。4) 公司核心单品献礼/古 5/古 8/古 16 均为 100-400 元价格带省内龙头，在省内竞争中具备明显优势。

图 4：公司三大系列白酒收入占比

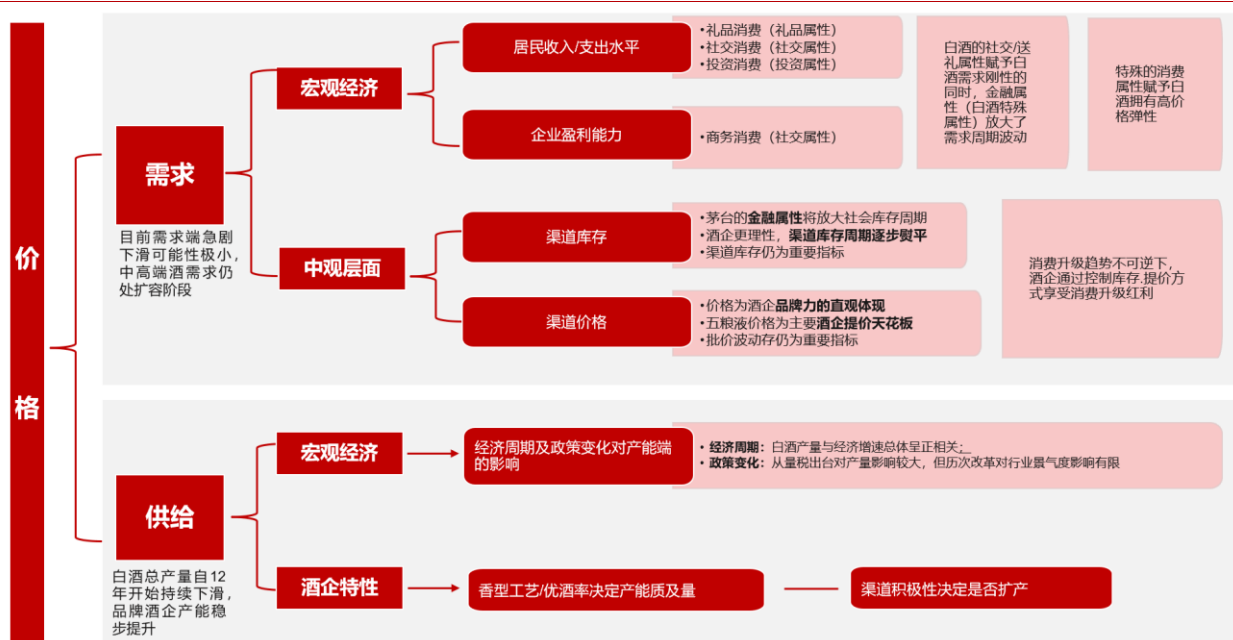


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

1.3 商业模式：白酒是 A 股市场商业模式最好的行业之一

白酒是 A 股拥有最优秀商业模式的行业之一。体现在财务数据上即为高毛利、高 ROE、轻资产运营、现金流充沛等特性。1) **属性**：白酒同时具备功能属性（具备成瘾性，形成高复购率）、社交属性（社交润滑剂、面子消费、文化象征，意味着具备较强的提价能力，高毛利、高净利率）、金融属性（高端白酒具备较强的金融属性）。2) **成本**：主要成本包括粮食、水、时间，因此贵州茅台毛利率高达 90% 以上。3) **壁垒**：技术路径变革慢，品牌具备稀缺性，一旦形成较难颠覆，容易形成强者恒强的竞争格局。4) **存货**：区别于一般快消品，白酒在适宜储存条件下没有保质期，存货随着时间增值。5) **议价能力**：酒企在产业链上下游具备较强的议价能力，强势品牌通常拥有大量预收账款，现金流充沛。

图 5：从供需模型看白酒的商业模式



资料来源：浙商证券研究所

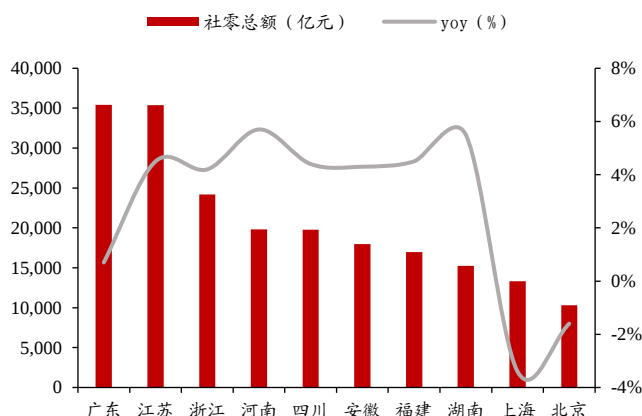
2 赛道 β：徽酒消费升级势能仍强，增速明显优于行业

2.1 发展阶段：徽酒依托于宏观经济及饮酒氛围，消费升级趋势仍强

安徽为白酒产销大省，2023年白酒市场规模近400亿元。安徽2023年产量达23.5万千升，占全国白酒产量3.7%，产量规模位居全国第六，饮酒氛围浓厚，凭借其强大的营销能力，在酒业发展史上留下了“西不入川，东不入皖”的说法。据酒业家以及安徽省食品行业协会酒类流通分会测算，2023年安徽市场的白酒销售规模约400亿元。

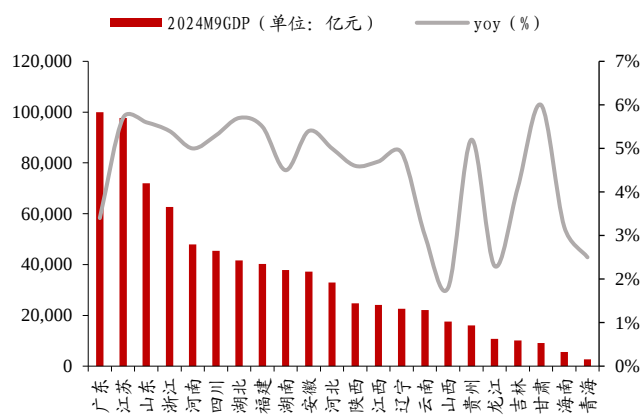
1) **经济基础：安徽省经济动能强势切换，为白酒行业实现持续扩容奠定基础。** GDP方面：2023年安徽省GDP总量为4.7万亿元，位居全国11位，增长速度为5.8%，总体经济增长形势相比全国形势更佳；产业结构方面：安徽省经济高速增长的背后是安徽省产业结构正从第二产业单极发展，逐渐转为第二、三产业双轮驱动模式，另外，近年来全省战新产业产值高增，其中新型显示、人工智能、新材料、医药、新能源等新兴产业已逐步形成集群；对消费的影响：考虑到“合肥模式”的成功与政府引导基金主导、多层次政策扶持密不可分，城市集群效应下，新兴产业有望持续贡献经济的同时，其乘数效应为白酒消费持续扩容奠定基础。

图6：2024年前9月社零总额及增长率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2024年前9月安徽省GDP增速位居全国前列

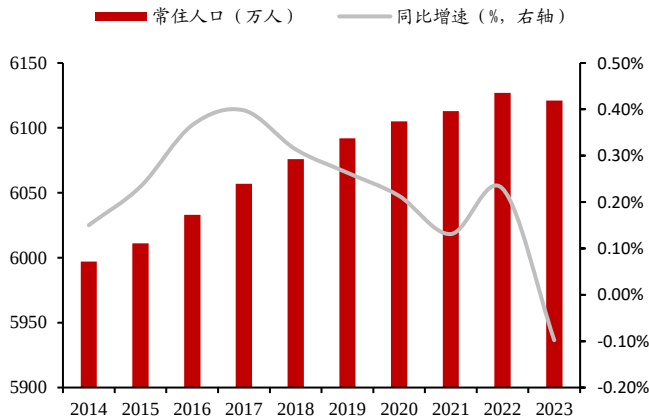


资料来源：Wind，安徽省统计年鉴，浙商证券研究所

2) **消费基础：人口回流加速城镇化率提升，社零/人均可支配收入增速均位居全国前列。**

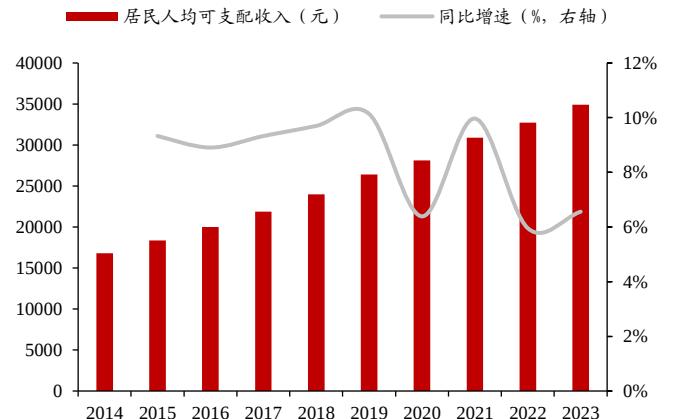
截至23年末，安徽省常住人口达6121万人，2010年至2022年连续呈正增长；常住人口城镇化率同比提升1.36个百分点至61.51%，人口回流叠加城镇化进度稳步推进。社零数据方面：23年安徽省社零同比+6.9%至23008.3亿元；人均可支配收入方面：15-23年人均可支配收入CAGR达8.36%，高于全国平均水平7.51%，人均可支配收入增速位居全国前列。

图 8：安徽省 14-23 年近年人口回流趋势明显



资料来源：安徽省统计年鉴，浙商证券研究所

图 9：安徽省 14-23 年居民人均可支配收入逐步增长



资料来源：安徽省统计年鉴，浙商证券研究所

3) 政策引领产区概念强化，产业升级转型趋势明确。虽省内重点产区亳州位列“世界十大烈酒产区”，但始终未形成类似川酒四大浓香、贵州三大酱香等产区概念，为促进白酒产业转型升级，安徽省经济和信息化厅、省商务厅、省市场监管局于 20 年联合印发了《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，表示：力求到 25 年，全省白酒企业实现营业收入 500 亿元，酿酒总产量 5 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。

表 3：安徽省白酒产业政策归纳

重点工作	具体内容
“产区+基地”，优化白酒产业布局	发挥产区优势，提高产业集中度，打造产业基地集群。建立优质原料基地，引导中小企业以产业链为纽带，向龙头企业集中集聚，构建协作配套、协同发展的产业体系。
“扶优+扶强”，培育一批龙头企业	支持企业兼并重组，优化白酒生产主体；对白酒企业分类管理，建立重点企业联系帮扶制度；实施梯队培养计划，实现体制机制创新。
“数字+智能”，促进企业转型升级	支持企业建设数字化车间，创建智能工厂，开展“两化”融合对标贯标工作。
“低碳+循环”，推动实施绿色制造	开发绿色产品，创建绿色工厂，创建绿色工业园区，打造绿色供应链。
“质量+安全”，持续提升产品品质	建立企业标准体系，传承传统工艺，保障水质和生态要求。
“精品+名品”，重塑安徽白酒品牌	抢占高端市场，培养单品冠军，加大对安徽白酒整体形象宣传力度。
“创新+创意”，不断优化营销模式	织密线下营销网络，创新新媒体营销，实现个性化订制。
“领军+工匠”，加强人才队伍培养	打造一批行业领军人才，选育一批“工匠”专才，培养一批应用型人才。

资料来源：Wind，安徽省人民政府，浙商证券研究所

2.2 边际变化：大众酒消费刚需+婚宴回补，100-400 元价位带最受益

展望 25 年，我们认为，100-400 元价格带同时受益于百元价格带的消费升级和中高档价格带的消费降级，且为当前婚宴用酒主要价位，表现有望优于其他价位。根据中酒协发布的《2024 中国白酒市场中期研究报告》，2024 年上半年白酒市场经销商、零售商反馈市场动销最好的前三价格带分别为 300-500 元、100-300 元、100 元及以下；倒挂程度前三价格带分别为 800-1500 元、500-800 元、300-500 元。

1) 100-300 元价位带以地方酒为主，该价位带以产品结构升级为主，主要观察当地经济发展水平。表观数据可以参考 GDP 增速、产业结构、房价涨跌幅、人均可支配收入及

增速等来研判消费升级的动力和持续性。由于该价位带主要依靠大众消费，满足聚饮、宴席等消费场景（宴席占白酒市场比重约 40%），受商务场景影响较小，因此具备较强支撑。以安徽为代表的地方酒企在白酒产业调整期体现了较强的增长动力。2024 年婚宴市场受民间“无春年”说法之影响较正常年份需求下降较多，根据民政部，24 年前三季度，全国结婚登记 474.7 万对（-17%）。2025 年为“双春之年”，我们预计 25 年婚宴市场有望获得明显增长。

2）300-500 元价位带是地方酒消费升级的核心价位带，也是全国性名酒布局的重要价位带，可满足消费升级和降级的需求。一方面，部分具备较强品牌力的地方酒企在本地经济增长较强活力下，有望实现产品结构的持续提升；另一方面，受益于行业、财政等政策力度持续加码，我们预计 25 年商务宴请需求有望获得恢复性增长。

2.3 财务数据：徽酒报表端增速明显高于行业

从报表端来看，24Q3 在头部酒企普遍降速的背景下，古井依然实现了营收同比增长 13.4%的优异成绩，显著好于行业平均。我们预计古井的收入增速仍将位于行业前列，25 年开门红表现及全年表现或超预期。

表 4：安徽酒企增速较优

分类	酒企	收入增速 (%)		归母净利润增速 (%)		收入占比 (%)		净利润占比 (%)		收入占比同比变化 (%)		归母净利润占比同比变化 (%)	
		24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3
高端酒	贵州茅台	15.3%	17.0%	13.2%	19.1%	41.16%	36.24%	53.16%	46.17%	5.0%	2.2%	5.2%	1.7%
	五粮液	1.4%	8.6%	1.3%	14.2%	17.92%	19.99%	16.32%	18.92%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.3%
次高端酒	泸州老窖	0.7%	10.8%	2.6%	28.6%	7.68%	7.15%	9.91%	8.80%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
	山西汾酒	11.4%	17.2%	10.4%	32.7%	8.93%	9.23%	8.17%	8.61%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%
	舍得酒业	-30.9%	-15.0%	-79.2%	7.9%	1.23%	1.31%	0.22%	0.51%	-0.6%	-0.4%	-0.8%	-0.6%
	酒鬼酒	-67.2%	-44.4%	-213.7%	-50.7%	0.20%	0.35%	-0.18%	0.04%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
区域龙头酒	水井坊	0.4%	5.6%	7.7%	-3.1%	2.15%	1.12%	2.45%	0.85%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
	洋河股份	-44.8%	-9.1%	-73.0%	12.5%	4.81%	8.10%	1.75%	6.51%	-4.0%	-1.7%	-4.9%	-2.1%
	今世缘	10.1%	18.9%	6.6%	26.6%	2.74%	2.93%	1.73%	2.34%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
	古井贡酒	13.4%	19.5%	13.6%	45.4%	5.46%	5.61%	3.26%	3.60%	0.6%	0.5%	0.3%	0.4%
三四线酒	口子窖	-22.0%	-1.9%	-27.7%	12.2%	1.24%	1.28%	1.01%	0.99%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.1%
	迎驾贡酒	1.6%	13.8%	3.7%	38.8%	1.79%	1.62%	1.74%	1.52%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
	金种子酒	-54.4%	-24.9%	-3843.2%	74.3%	0.14%	0.24%	-0.31%	-0.08%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	0.0%
	老白干酒	0.3%	6.3%	25.2%	-21.6%	1.68%	1.20%	0.70%	0.42%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
	伊力特	-23.3%	0.6%	-17.8%	63.9%	0.34%	0.49%	0.12%	0.18%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	顺鑫农业	-37.2%	-16.9%	80.8%	-1159.2%	1.69%	2.15%	-0.11%	0.29%	-1.0%	-0.7%	0.5%	0.5%
	金徽酒	15.8%	15.3%	108.8%	27.6%	0.60%	0.69%	0.11%	0.25%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
	天佑德酒	-18.8%	4.9%	-334.4%	-45.8%	0.24%	0.29%	-0.06%	0.04%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%

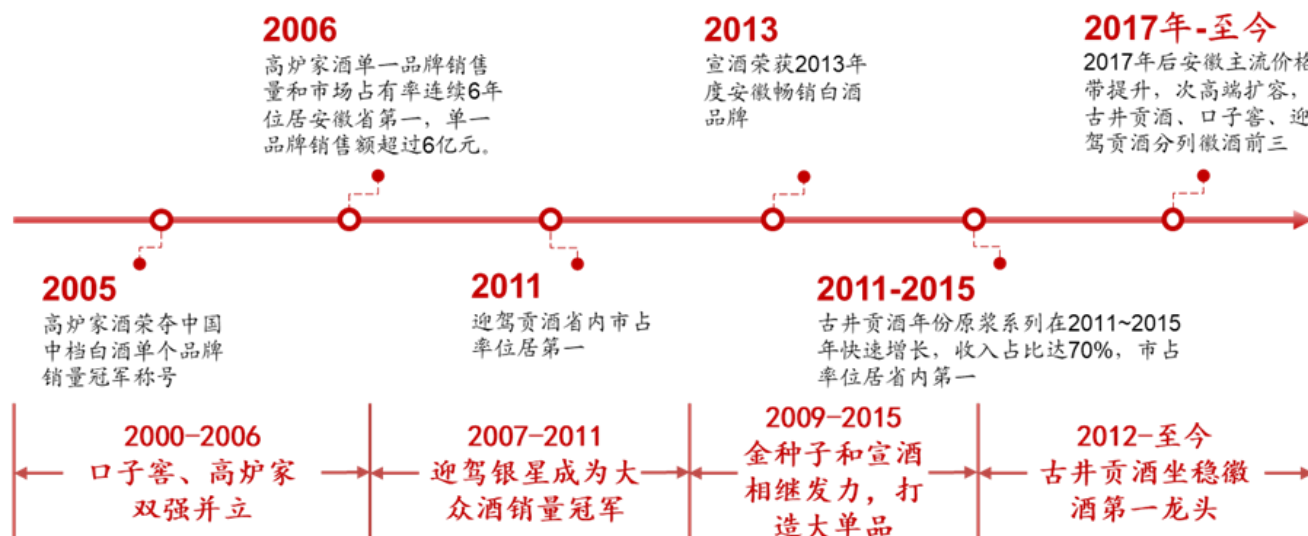
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 公司 α：名酒基因及渠道推力打造优势，市场份额持续提升

3.1 市场份额：省内高市占率引领消费升级，省外持续扩张

复盘徽酒发展，徽酒龙头几度易主。徽酒发展历程中，00-06 年口子窖和高炉家双强并立，口子窖凭借口子窖 5 年站稳中高端价位，高炉家酒则率先拿下合肥大众白酒市场领头羊位置；07 年-10 年，迎驾贡酒凭借迎驾银星拿下合肥市场大众白酒销量冠军；09 年-15 年，金种子和宣酒相继发力，争夺大众白酒市场的领导位置，13 年宣酒荣获年度安徽畅销白酒品牌；08 年古井贡酒推出年份原浆系列，11-15 年年份原浆系列快速增长，销售占比达到 70%，在该阶段古井贡酒已经成为徽酒的第一龙头，在 2017 年后随着消费升级安徽省内价格带逐渐提升后，在次高端价位率先布局的古井贡酒和口子窖迅猛发展，坐稳徽酒龙头位置。

图 10：纵观 20 年，徽酒龙头几度易主



资料来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

随着名酒的入局，安徽白酒市场竞争激烈。白酒行业素有“西不入川，东不入皖”的俗语，随着近年来全国性名酒大举进入安徽市场，徽酒市场的竞争愈发激烈。当前省内地方酒企几乎垄断大众酒与中高端价格带，全国性名酒则在高端和次高端价格带占优。

安徽省内白酒市场呈现一超多强格局，市场份额向头部品牌集中。安徽省内酒企众多，竞争较为激烈，目前古井贡酒为徽酒龙头，口子窖和迎驾贡酒为徽酒两大强势品牌，在品牌化趋势下，大企业和小企业分化加大，头部酒企市占率持续提升。除省内龙头企业外，全国性名酒如茅台、五粮液、剑南春、洋河等品牌在安徽市场的份额同样较高，主要与省内地产酒争夺高端和次高端的价格带。

激烈竞争中，古井贡酒实现突围站稳龙头地位。古井贡酒依靠强品牌力+高效的深度分销模式，自推出年份原浆系列后步入发展快车道，不断领先升级趋势推出放量型高价位产品（从古 5、到古 8、到古 16、到古 20）。受益古 20 产品的推出，近年来古 16 亦保持高速增长（22 年增速>50%），在产品联动下，当前公司在 200-600 元价位带已拥有 3 款高增态势单品（古 8/古 16/古 20），省内龙头地位稳固。

3.2 竞争壁垒：老八大名酒稀缺基因，营销铁军铸造渠道推力

3.2.1 品牌：具备老八大名酒的基因，高费用投放提升品牌价值

品牌是一种社会群体对特定事物或产品的识别认知，是建立在受众群体认知与认可基础之上的集体意识体现。品牌的本质是品牌拥有者的产品、服务或其它优于竞争对手的优势能为目标受众带去同等或高于竞争对手的价值。其中价值包括：功能性利益、情感性利益等。不同于快消品，白酒承接了消费者功能性利益之外的利益，具备社交、投资等属性，因此白酒的品牌价值尤其重要。白酒品牌在消费者心智中的定位决定了其产品定价的天花板。

古井贡酒具备老八大名酒的基因，具备较强的品牌认知度，这是白酒企业走向全国的前提条件。63 年公司自第二届全国评酒会起四次蝉联评比金奖，98 年古井贡酒“古井及窖

池”被省政府公布为全省第四批省级重点文物保护单位，09 年上榜首届华樽杯酒类企业品牌价值 200 强且位居安徽省酒类品牌价值第一名，获“安徽省代表性品牌”和“中国酒类十大白酒品牌”称号；此后古井贡酒在华樽杯酒类价值排行榜中排名逐年上升，21 年连续第四年排名第四。截止 21 年公司已五次荣获中国品牌节中华谱奖，历届重大全国性奖项进一步稳固了古井贡酒在安徽省和全国的品牌地位。

表 5：古井贡酒上榜四届中国品酒会

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：Wind，浙商证券研究所

品牌价值需要持续的建设和费用投入。公司自 2018 年起广告费用投放显著增加，2022 年古井贡酒广告费用投放位居行业第三名，仅次于五粮液、茅台。

表 6：广告费用投放

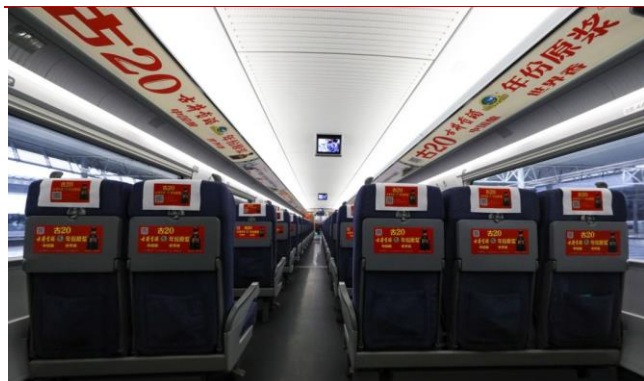
单位：亿	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贵州茅台	16.6	14.9	12.3	12.6	23.6	19.7	26.7	21.9	23.6	28.9	36.4
五粮液								33.0	37.9	38.9	45.4
泸州老窖	2.1	2.0	4.7	11.3				23.9	29.1	25.9	30.9
山西汾酒	10.7	7.5	5.5	4.6	7.1	10.1	16.1	12.9	20.4	22.1	19.7
洋河股份	7.6	7.3	8.0	8.2	12.1	14.9	15.7	14.1	19.1	24.1	34.6
古井贡酒	7.2	7.3	8.2	10.7	11.3	16.3	18.5	16.0	21.7	28.1	11.0
今世缘	3.6	2.8	1.9	2.3	2.4	3.3	5.2	5.5	5.4	5.7	8.6
顺鑫农业	3.7	4.1	5.2	5.5	5.5	7.2	7.8	7.5	6.0	8.3	10.4
迎驾贡酒	4.4	2.0	2.3	2.3	2.5	2.7	2.6	2.4	2.3	2.5	3.0
舍得酒业	3.4	2.4	1.7	1.9	2.2	2.3	3.1	3.2	5.0	5.4	6.0
水井坊	3.3	2.2	1.4	1.9	4.3	6.8	8.9	6.7	10.3	9.9	10.3
口子窖	3.2	3.2	2.8	2.8	2.2	2.4	2.9	4.7	3.6	3.5	3.8
老白干酒	3.3	4.5		5.2	5.3	5.3	5.5	5.6	6.7	8.3	8.1
金种子酒	5.2	6.0	4.8	3.4	2.9	2.0	1.9	1.6	1.6	1.3	0.8

资料来源：Wind，浙商证券研究所

古井费用投放坚持高举高打：自 2016 年起冠名央视春晚，并多次冠名地方春晚；2015 年打造“年份原浆”系列高铁列车。

- 1) **线下平台营销：“品牌之旅”提高品牌露出**——15 年公司建造“古井贡酒·年份原浆”号合福高铁列车；18 年“古井贡酒·年份原浆”高铁冠名列车在上海虹桥站首发，借助交通干线及高铁、火车站等线下多点位广告投放精准传递给商旅群体，同时古井贡酒“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。另外，公司亦围绕沿途市场进行核心消费者培育，进一步深化营销。

图 11：古井贡酒打造高铁冠名列车



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 12：古井贡酒连续 10 年携手央视春晚



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

- 2) **线上 IP 营销：央视/地方春晚为“宣传名片”**——公司广告费用投放连续加大，并形成“央视春晚主导，地方春晚协同”模式，公司自 16 年起古井贡酒连续携手央视春晚致敬中国年，“过大年、喝古井、看春晚”的广告语加深与年文化的绑定。中国诗词大会——22 年古井贡酒年份原浆冠名中国诗词大会，再次站位央视平台，传递白酒文化之美的同时夯实品牌底蕴。
- 3) **国际盛会营销：曾经的国宴用酒走向世界**。87 年古井贡酒首次被列为国宴用酒，此后公司多次成为世博会中国馆官方合作伙伴、“一带一路”贸易投资论坛和上合组织秘书处等会议官方指定用酒。作为中国白酒国际化的先行者和探索者，公司先后走进美国、法国、意大利等 8 个国家进行全球酒文化巡礼，助力中国名酒走向世界。

3.2.2 营销：前瞻布局价位带引领消费升级，“以高推低”实现持续放量

安徽白酒历来以营销见长，在产品打造、营销策略层面在行业内具备较强优势。为了承接省内的消费升级，徽酒多采用产品矩阵而非大单品的策略。对次高端区域酒来说，产品矩阵设置的合理性至关重要：宽产品线战略利于次高端区域酒实现灵活布局放量价位带。由于次高端酒品牌力/单品提价能力弱于高端酒，因此需要通过迭代/升级方式来延长产品系列生命周期。单品生命周期可总结为“358”。即 3 年可成就一个品牌，5 年进入高速增长长期、8 年进入品牌衰退期。

古井贡酒相较于其他徽酒的优势在于，年份原浆系列推出较早，管理的精细化较高，在每一个产品打造的过程中积累了充足的成功或失败经验，从而在后续产品的打造过程中能够有的放矢，聚焦资源。

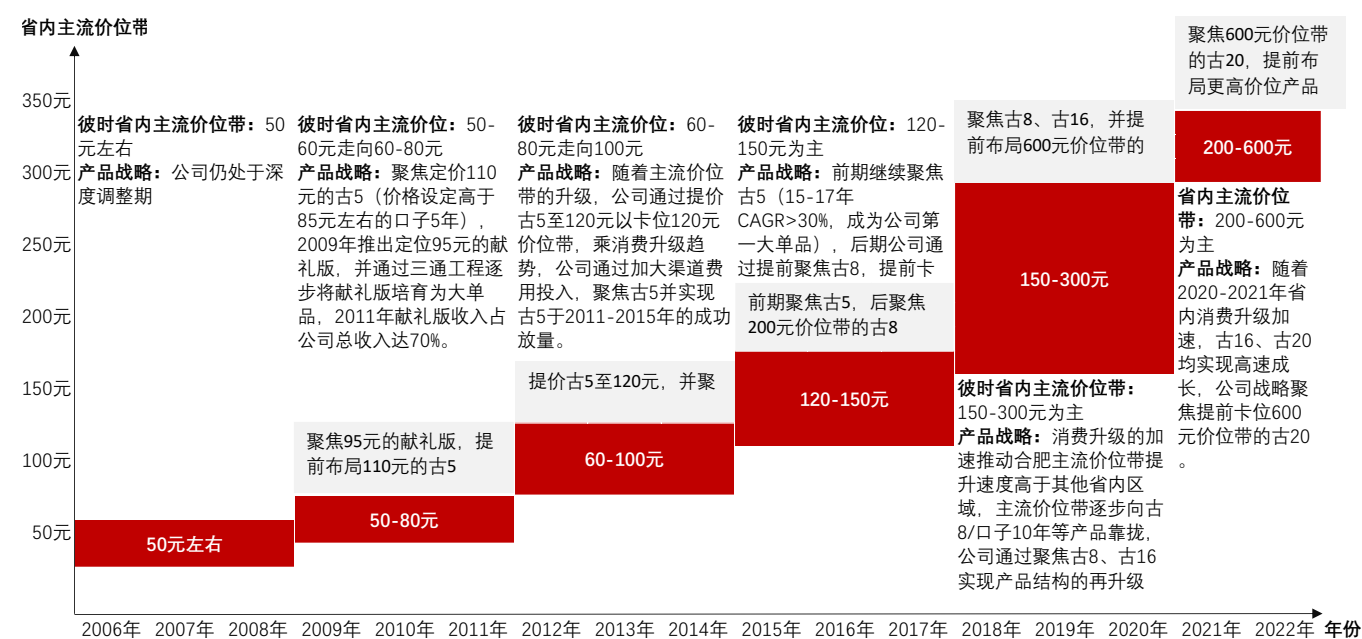
公司前瞻布局产品矩阵引领消费升级，分价位带/区域打造不同产品，实现资源高效分配。公司实现持续高端化源于：1) 重视消费者培育以引领前瞻价位；2) 对产品生命周期拥有深刻的认知，从而通过接替升级实现结构向上延伸（展现出强向上潜力）；3) 强渠道力。具体来看——

- 1) **前瞻布局价位带产品，通过教育市场主动引领消费升级**：消费者的很多消费行为部分程度上由供给方进行培育主导，随着消费者更注重“少喝酒、喝好酒”，公司通过持续加强品牌力以实现省内价位向上引导。具体来看：① 费用投入加大，品牌力持续提升（详细内容可参考上文）；② 终端建设/消费者培育力度加大。
- 2) **产品“以高推低”，实现持续放量**。公司通过卡位主流价位带的同时布局前瞻价位带方式实现产品结构滚动向上。公司在品宣中主要打造古 20 等高端产品，在实际

销售中依靠古 8、古 16 等产品放量，实现“以高推低”，提升品牌力。在古 8 具备一定销量后，聚焦费用在古 16、古 20 等产品，从而实现“单品生命周期有限，产品线生命周期无限”的结果。

- 3) 针对不同价位带产品，区分操作模式和区域，资源投放灵活、有侧重点。比如古 30 主要采用联盟平台模式；古 20 主要侧重于政务渠道，走团购和礼赠；古 16 卡位主流价位带，通过宴席场景引领合肥市场消费升级，从而带动全省；古 8 在全渠道布局，同时为了防止产品窜货，影响价盘，省外推出古 8 中国香版，与省内形成区隔。

图 13：古井贡酒年份原浆产品升级历程一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2.3 渠道：深度分销打造渠道推力，营销铁军执行力行业领先

“渠道力”为酒企至关重要的竞争力之一，古井贡酒采取“1+1”深度分销模式。古井贡酒渠道力在行业内具备极强竞争力，除了较早实现渠道变革外（创新推出“三通工程”），亦离不开其执行效率强的平台商+“1+1”深度分销模式（渠道建设控制权掌握在手中&渠道扁平直控指端&窜货风险较小，但需要通过厂家政策维持渠道利润/渠道投入成本更高）。

再做三通工程，打造古井营销铁军。在集团“数字化、国际化、法制化”战略指引下，公司为了提前完成十四五目标，奋进前三甲，重整归零，重拾原浆力量，将“再做三通工程，打造古井营销铁军”为目标和行动纲领，同时坚持“次高端/全国化”方向不改，做到育商育户育网点（客户覆盖全国化、网点覆盖全国化、组织覆盖全国化、占有率进前三、品牌地位站前列）。我们认为公司营销铁军的打造离不开“再做三通工程”、“因地制宜开拓省外”“薪酬体系优化提升”、“总部管总，战区主战”运营机制、“数字化持续”五点，具体来看：

1) 具备竞争力的深度分销策略：通过小区域高占有的“三通工程”实现深度分销，再做“三通工程”打造营销铁军，实现高质量育户育商育网点。08-09 年期间，由于古井贡酒资金较缺乏，因此在省内主流酒企采取传统酒店买断背景下，公司推出了“三通工程”；当前公司再次提出再做“三通工程”，即：a) 三通工程”是营销制胜法宝。要坚持“抓动销、

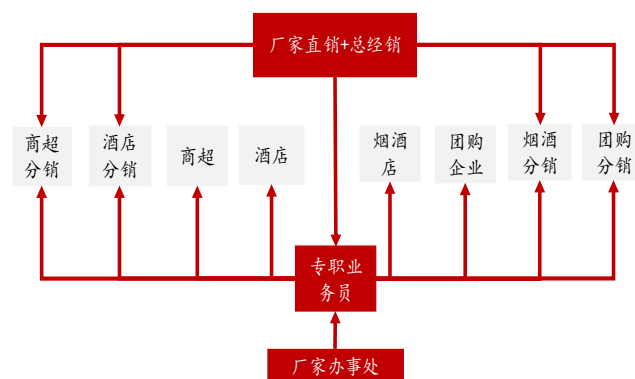
去库存、深渠道、稳价格”12字营销方针，狠抓“人人通”工程，就是抓住“关键少数人”的人人通。要走高质量之路，注重提升经销商和终端质量；b) 高质量插旗。严格把关“商源”，全面排查梳理古20存量客户，没有优质客户坚决不发展，不要为了插旗而插旗，一切以质量为主。c) 高质量打井。围绕“核心网点、团购单位”打深井。持续聚焦次高端重点市场了；持续打造一批规模网点、规模单位；持续建设一批根据地市场、样板市场。d) 高质量育户，育商。要培育一批过1000万、2000万、3000万、5000万、过亿的经销商；育网点，要提升核心网点单店销量，做成一批销售过10万、20万、30万、50万、100万的网点。

图 14：三通工程示例图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：古井直分销渠道模式



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 灵活的省内外渠道模式+高举高打的费用投放策略：省内深度分销渠道下沉；省外“古20+”战略，资源投放聚焦。

省内：通过“厂家-经销商-终端”深度分销方式层层推进渠道下沉。区别于口子窖独家经销政策，古井贡酒自09年通过“三通工程”启动“酒店+流通+团购”的多元渠道扁平化深度分销，并通过平台公司深度绑定经销商利益，从而增强对终端控制力，目前公司已下沉至县/乡级以下市场；

省外：“古20+”战略，打造产品组合，资源聚焦。1) 渠道模式方面，在省外市场扩张初期，公司在通过保持省内稳定发展的基础上，通过“厂商1+1深度分销模式”重点拓展河南、湖北等城市；18年后，公司省外产品策略未能及时跟进当地市场消费升级趋势，同时省外终端门店资源竞争激烈，公司从复制省内深度分销模式转变，通过加大费用投放，重点培育大客户，在江苏、河南、山东、河北等地均实现较大体量。2) 产品结构方面，省外战略核心是“古20+战略”（宣传古20，走量选取古8/古16），每个区域聚焦一支产品线，做到产品、客户、队伍、费用同向同力。比如，在华北市场推广古7+古20产品组合的推广，在华东市场推广古8+古20产品组合。

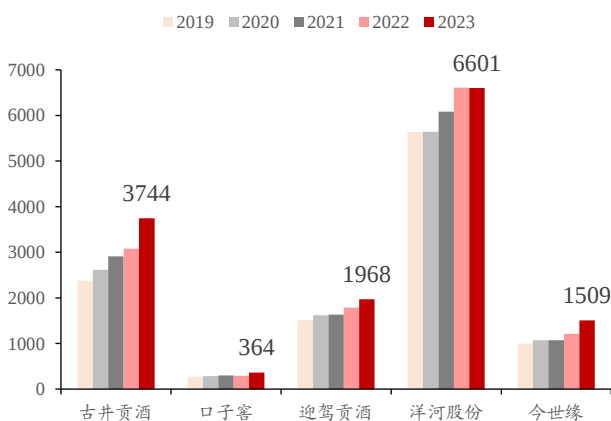
表 7: 古井省外策略升级对比情况一览

	初始省外策略	升级省外策略
核心市场	河南市场	华东市场、湖北市场
主要运作产品	主打低端产品（50 元以下），给消费者造成一种中低档产品的认知，导致之后推高端产品时消费者认可度不高	以古 20 为核心产品向省外推广，树立品牌形象
运作模式	以“三通工程”为纲领，通过低端产品切入，经销商主要负责配合	次高端引领，各地区招实力大商，强力控价盘保障利润
省外渠道模式	与省内一样的深度分销模式	灵活选择包括厂家深度分销模式、经销商主导、“1+1”深度协销中的一种或多种渠道运作模式
驱动力	三通模式	给经销商高利润
问题	错过消费升级、品牌认知低档	与名酒正面竞争、高端产品放量不及预期、省外拓展进度慢于预期

资料来源：Wind，浙商证券研究所

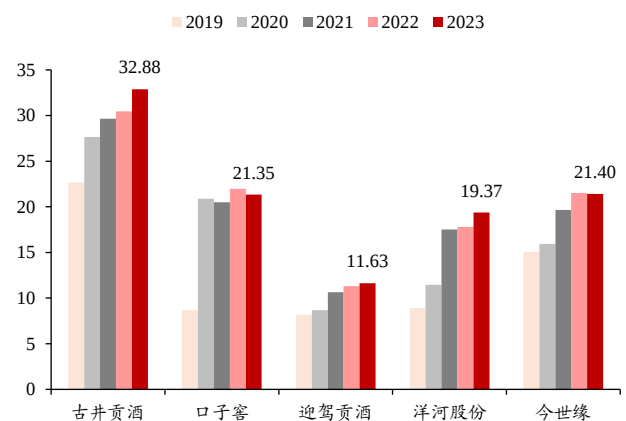
团队组织建设奠定发展基础，人员数量&薪资待遇位居行业前列。相较于主要酒企，古井贡酒在人员数量方面具备强竞争力（23 年古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒/洋河股份/今世缘销售人员分别为 3744/364/1968/6601/1509 人），同时公司人均薪酬高（23 年古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒/洋河股份/今世缘人均薪酬分别为 32.9/21.4/11.6/19.4/21.4 万元/年）叠加激励充分铸就中长期渠道壁垒。

图 16: 古井贡酒销售人员数量持续提升（人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17: 公司销售人员人均薪酬远超其他区域酒（万元/年）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 边际变化：灵活主动应对行业变动，市场份额有望持续提升

古井贡酒作为区域龙一，在行业竞争中具备主动权，在抢回款、平滑周期过程中具备优势。2024 年，主要白酒企业的报表端增速放缓，茅台批价多次下跌，导致市场对行业发展的前景产生担忧。在这一轮徽酒内部竞争的过程中，一方面，我们看到省内消费升级的趋势仍在（古 16、古 20 等依然维持较高增速）；另一方面，区域龙头古井贡酒在渠道竞争的过程中依靠较为灵活的市场操作（调节渠道打款、返利政策）、丰富的产品矩阵（调整产品结构，古 7 省外招商，腰部古 8、古 16 高基数下持续放量；多品牌运作，抢占市场份额）、强有力的组织建设能力（渠道推力是徽酒竞争的核心能力，因此依靠的是对终端网点的把控和业务人员的落地执行能力）在行业竞争中具备主动权。在报表端体现的是渠道打款的意愿和平滑周期的能力。

品牌+优秀的团队组织建设能力是白酒企业穿越周期的重要来源。进入 2025 年，我们认为古井贡酒凭借自身的自上而下强有力的团队建设，能够灵活主动应对行业变化，在区域竞争中具备较强的主动权。

在 2024 年的古井贡酒全球经销商大会上，董事长梁金辉提出 2025 年是“十四五”规划的收官之年，也是“十五五”规划开启之年。1) 古井要横下一条心，即一心一意为客户，坚持“用户的诉求就是我们的意愿，用户的利益就是我们的价值”的理念，深入落实“三听三制”工作法，与客户同应对、共命运、心连心。2) 在产品线方面，古井贡酒将继续聚焦“三品工程”，即品质、品牌、品位，不断提升产品品质，打造具有核心竞争力的产品线。同时，古井还将积极拓展新版图，再激发原浆精神，为广大经销商提供全新的支持和服务。3) 在人才线方面，古井贡酒注重组织和团队的建设，致力于培养一支高素质、专业化的团队，为企业的持续发展提供坚实的人才保障。通过不断优化人才结构，提升团队凝聚力与战斗力，古井将在新征程上展现出更强的竞争力。

3.4 自身 α ：本轮白酒周期中最有望成为下一个实现全国化的酒企

区域酒龙头若想走出本省，面临两个挑战：省内能够与以剑南春为代表的全国性名酒相抗衡；省外需要具备较强的品牌力，具备广泛的消费者基础和较高的品牌定位。我们可以看到以老白干、金徽酒等为代表的区域酒龙头，尽管在省内的市场份额已经持续提升，但在与全国性名酒如剑南春、泸州老窖等竞争过程中，仍然存在较大的压力；汾酒、洋河依靠其自身的品牌实力，实现了省外的扩张。

古井贡酒省内可以与全国性名酒剑南春等品牌竞争，引领消费升级并获取升级红利；省外通过收并购+品牌投入高举高打+渠道深耕的方式扩张，叠加省内消费升级的强 β ，有望成为本轮白酒周期中下一个实现全国化的酒企。古井通过多年的品牌塑造，古 20 已经具备一定规模（根据知酒报告，古 20 在 2022 年已实现 45 亿销售额），省内可以实现与全国性名酒抗衡；省外扩张的过程中，受制于自身品牌定位的影响，目前更多采用收并购的方式（如黄鹤楼、明光酒）等实现扩张和份额的提升。我们认为，展望未来，古井依靠持续的费用投放不断提升品牌价值，同时辅以渠道精耕细作，省外影响力有望持续提升。

4 预期差：兼具 β 和 α 的徽酒龙头，有望成为下一个全国化酒企

2024 年 12 月中央政治局工作会议提出，25 年要大力提振消费，全方位扩大国内需求，并开展“适度宽松”的货币政策，白酒作为顺周期标的，在地产恢复的带动下消费需求有望实现恢复，开启新一轮上行周期。我们认为，古井将充分受益。

古井贡酒受益徽酒 100-400 元价格带扩容，在省内引领核心价位带升级，市场份额有望持续提升，短期或迎春节动销超预期催化，业绩增长确定性强。公司具备老八大名酒的基因，省外通过品牌投入高举高打+收并购+渠道深耕的方式扩张，有望成为本轮白酒周期中下一个实现全国化的酒企。

预期差：省内消费升级趋势优于行业，公司品牌力强引领消费升级，同时渠道精耕细作具备主动权，看好古井业绩增长确定性。

市场担忧：在白酒行业增长中枢放缓的背景下，古井库存水平较高，省外扩张乏力，后续增长缺乏支撑，存在较大风险。

我们认为：

1) 省内消费升级趋势优于行业整体。2024 年前 9 月安徽省社零增速 4.3%（全国增速 3.3%），2024 年前 9 月安徽省 GDP 增速 5.4%（全国增速 4.8%），2023 年白酒市场规模近

400 亿元，省内宏观经济发展为白酒消费升级提供重要支撑，我们预计以古 16 为代表的 300 元价位带增速依然有望实现 30%以上增长。

2) 高库存高周转是古井固有的操作模式和竞争手段，古井在渠道操作中灵活自主，具备主动权。古井通过控价的模式，要求经销商按照比较高的价格打款，将市场费用控制在厂家手里；公司自 09 年通过“三通工程”启动“酒店+流通+团购”的多元渠道扁平化深度分销，并通过平台公司深度绑定经销商利益，从而增强对终端控制力，目前公司已下沉至县/乡级以下市场。这种模式下，终端为了完成任务拿到返利，必然更多打款，形成高库存。这种高库存不仅有利于自身业绩增长，也有利于抢占终端的现金流，从而形成对其他品牌的屏蔽。除了库存水平之外，市场往往容易忽略产品的高周转。首先，古井在省内各个价位带均有核心大单品，品牌拉力和渠道推力均强，在行业整体增速放缓的阶段，烟酒店更多倾向于品牌力强、动销强的产品，因此古井竞争力更加凸显。

3) 100-400 元价位带属于大众刚需消费+宴席，预期 2025 年婚宴回补，古井最受益。展望 25 年，我们认为，100-400 元价格带同时受益于百元价格带的消费升级和中高档价格带的消费降级，且为当前婚宴用酒主要价位，表现有望优于其他价位。2024 年婚宴市场受民间“无春年”说法之影响较正常年份需求下降较多，根据民政部，24 年前三季度，全国结婚登记 474.7 万对（-17%）。2025 年为“双春之年”，我们预计 25 年婚宴市场有望获得明显增长。

4) 省外不完全依赖经销商，“古 20+”战略，打造产品组合，高费用+渠道精耕细作持续推进。渠道模式方面，在省外市场扩张初期，公司在通过保持省内稳定发展的基础上，通过“厂商 1+1 深度分销模式”重点拓展河南、湖北等城市；18 年后，公司省外产品策略未能及时跟进当地市场消费升级趋势，同时省外终端门店资源竞争激烈，公司从复制省内深度分销模式转变，通过加大费用投放，重点培育大客户，在江苏、河南、山东、河北等地均实现较大体量。产品结构方面，省外战略核心是“古 20+战略”（宣传古 20，走量选取古 8/古 16），每个区域聚焦一支产品线，做到产品、客户、队伍、费用同向同力。比如，在华北市场推广古 7+古 20 产品组合的推广，在华东市场推广古 8+古 20 产品组合。

5) 开门红占比较高，预计古井依靠品牌力强+渠道抢回款模式表现优于竞品。尽管市场预期 2025 年酒企将下调全年目标，但春节依然是各家酒企抢夺回款的重心，一般开门红占比达到全年回款的 30-60%。在行业竞争加剧的背景下，行业呈现旺季更旺、淡季更淡的特征，一旦丢失了春节旺季份额，将难以在淡季进行回补。因此，在保证库存红线之内的前提下，酒企会加大对于渠道的回款抢夺力度，终端因资金有限也会优先对头部品牌进行打款。古井在省内龙头地位稳固，在存量竞争的背景下品牌力将成为更加重要的因素，预计古井会进一步挤压小企份额。同时，春节期间走亲访友场景密集，预计大众自饮&宴席将贡献白酒的主要收入，古井作为徽酒龙头，公司核心单品献礼/古 5/古 8/古 16 均为 100-400 元价格带省内龙头，品牌力&渠道力&产品力全面领先，预计春节期间表现要优于竞品。从报表端来看，24Q3 在头部酒企普遍降速的背景下，古井依然实现了营收同比增长 13.4%的优异成绩，显著好于行业平均。我们预计古井的收入增速仍将位于行业前列，25 年开门红表现及全年表现或超预期。

5 驱动因素：回款、动销、库存、批价

跟踪检验指标：回款、动销、库存、批价

复盘白酒公司历次行情，主要依靠基本面的高速增长驱动股价上涨。1) 批价：由于地产酒主要聚焦中高端价位带，价格相对较低，因此整体上批价波动并不明显，通常仅在

重要节假日（春节、中秋）存在波动。2）**回款**：回款体现了白酒企业在行业下游具备的议价能力和占款能力，回款的进度体现了经销商、终端对品牌的信心和配合意愿，具备较强品牌力和消费者认可度的企业通常具备较强的回款能力。古井贡酒兼具品牌力和渠道推力，在回款的过程中具备较强优势。3）**库存**：库存体现了酒企的压货能力，由于白酒自身的特性，不存在保质期，产品随着时间增值，因此库存是行业跟踪的重要指标。古井贡酒采用的深度分销的渠道模式，意味着库存整体上维持在较高水平，这样做一方面是为了自身回款，抢占终端陈列面，另一方面是为了挤占竞争对手回款的空间。4）**动销**：产品从出库到最终完成销售的过程中，需要经历不同渠道的不同环节，有部分产品成为了库存，而部分实现了真正的销售。动销是检验产品实际销售状况的重要指标。

驱动股价上涨的催化剂：宏观政策超预期、开门红超预期。

6 盈利预测与估值

盈利预测：安徽省白酒龙头古井贡酒享受持续享受省内白酒市场持续扩容，我们预计24-26年公司收入增速分别为17%、12%、14%；毛利率分别对应79.75%、80.36%、80.92%，仍处于产品结构提升的趋势中。考虑到公司费用投放收缩力度或有放缓，我们预测公司24-26年销售费率分别为26.20%、26.20%、25.70%，管理费率为6.70%、6.40%、6.40%；对应净利率分别为24.37%、25.23%、26.05%；归母净利润增速分别为22%、16%、18%，EPS分别为10.58、12.22、14.41元。

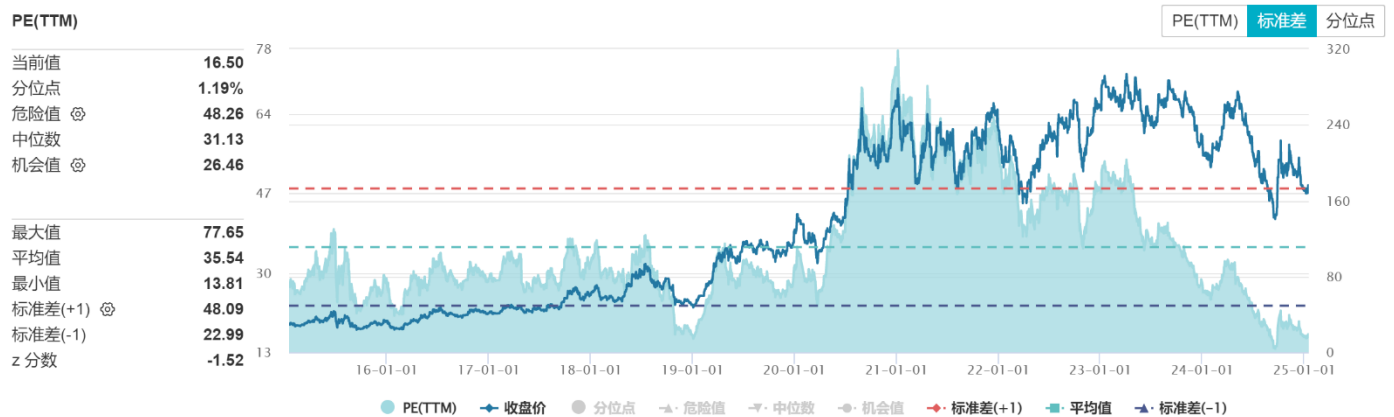
表 8：古井贡酒收入拆分

（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	132.70	167.13	202.54	236.27	263.77	301.02
营业收入增速%	28.94%	25.95%	21.18%	16.66%	11.64%	14.12%
综合毛利率%	75.10%	77.17%	79.07%	79.75%	80.36%	80.92%
白酒营业收入(亿元)	127.61	161.68	196.39	229.42	256.24	292.73
YoY	26.67%	26.70%	21.47%	16.82%	11.69%	14.24%
年份原浆系列收入	93.1	121.1	154.2	184.3	207.1	240.0
yoy	19%	30%	27%	20%	12%	16%
毛利率（%）	83.2%	84.5%	85.6%	85.6%	86.2%	87.4%
古井贡酒系列收入	16.09	18.74	20.16	21.37	22.65	24.01
yoy	16.6%	16.5%	7.6%	6.00%	6.00%	6.00%
黄鹤楼及其他收入		12.63	22.06	23.76	26.49	28.68
yoy			0.9%	7.71%	11.47%	8.30%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值分析纵向来看：古井贡酒在过去10年估值中枢为31X左右，当前PE（TTM）为17X处于过去十年的1.19%分位数。24年12月中央政治局工作会议提出，25年要大力提振消费，全方位扩大国内需求，并开展“适度宽松”的货币政策，白酒作为顺周期标的，有望随消费需求恢复而增长，开启新一轮上行周期。我们认为，古井将充分受益。

表 9：古井贡酒当前估值处于过去十年 1.19%分位数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值分析横向来看：按照我们盈利预测测算，古井贡酒 25/26 年 PE 为 14/12X，同为高端化/全国化趋势持续的山西汾酒 25/26 年对应 PE 为 16/14X，考虑到公司受益于安徽省经济增长及大众酒消费扩容，兼具品牌力+渠道深耕能力，在行业竞争中具备主动权，有望发展为全国化酒企。我们认为公司估值仍有较大提升空间。维持买入评级。

表 10：可比公司盈利预测及估值表

日期	2025/1/17	收盘价	总市值	EPS	市盈率	EPS (浙商盈利预测)			PE			PEG		
证券代码	证券简称	(元)	(亿元)	(TTM)	(TTM)	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
600519.SH	贵州茅台	1454.8	18274.5	65.8	22.1	68.2	75.8	83.5	21.3	19.2	17.4	1.8	1.6	1.5
000858.SZ	五粮液	132.3	5135.4	8.3	15.9	8.4	9.0	9.6	15.8	14.7	13.8	2.2	2.1	1.9
000568.SZ	泸州老窖	118.7	1747.2	9.7	12.2	9.3	9.4	10.0	12.8	12.7	11.9	3.6	3.6	3.3
600809.SH	山西汾酒	178.6	2178.4	10.1	17.6	10.1	11.3	12.9	17.7	15.8	13.8	1.2	1.1	0.9
000799.SZ	酒鬼酒	49.0	159.3	0.4	126.8	0.4	0.5	0.7	128.0	92.6	72.3	-4.9	-3.5	-2.8
600779.SH	水井坊	47.8	233.1	2.8	17.0	2.9	3.1	3.3	16.7	15.5	14.4	2.0	1.8	1.7
600702.SH	舍得酒业	58.8	196.0	3.4	17.1	2.9	3.1	3.5	20.1	19.0	17.0	-1.5	-1.4	-1.3
000596.SZ	古井贡酒	173.4	916.7	10.4	16.6	10.6	12.2	14.4	16.4	14.2	12.0	0.9	0.8	0.7
002304.SZ	洋河股份	80.0	1205.2	5.6	14.4	5.5	5.3	5.6	14.4	15.2	14.4	-2.5	-2.7	-2.5
603369.SH	今世缘	45.3	564.8	2.9	15.7	2.9	3.2	3.5	15.7	14.1	12.8	1.3	1.2	1.1
603589.SH	口子窖	36.9	221.5	2.8	13.2	2.8	2.9	3.1	13.1	12.6	11.8	4.7	4.5	4.2
603198.SH	迎驾贡酒	56.5	451.9	3.3	17.1	3.3	3.7	4.2	17.0	15.2	13.4	1.2	1.1	1.0
603919.SH	金徽酒	19.0	96.2	0.8	24.7	0.7	0.8	1.0	25.7	22.3	18.7	1.6	1.4	1.2
600559.SH	老白干酒	19.3	176.5	0.9	22.0	0.9	1.2	1.4	20.7	16.6	13.8	0.9	0.7	0.6
600197.SH	伊力特	16.2	76.6	0.7	21.8	0.7	0.8	0.9	21.9	19.9	17.7	2.6	2.4	2.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：以上盈利预测来自浙商证券；股价为 2025 年 1 月 17 日

7 风险提示

1、消费修复不及预期，白酒需求承压；

白酒作为消费品，涉及行业广泛，受宏观经济发展影响较大，若宏观经济发展整体增速下降，则白酒行业整体需求承压，进而影响公司业绩。

2、徽酒竞争格局加剧；

徽酒仍处于消费升级、市占率提升的过程之中，4家上市白酒企业彼此之间竞争，若行业增速下行或公司为了进一步抢占份额，存在竞争加剧的可能性，进而影响公司业绩。

3、公司费用收缩力度不及预期

公司在过去几年的费用投放力度较大，因此利润释放存在较大空间；若行业竞争加剧，则公司费用投放力度可能加大，进而影响净利润。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	25508	28584	34010	40417
现金	15966	18062	22798	28077
交易性金融资产	720	1721	1408	1283
应收账款	69	164	221	304
其它应收款	49	96	96	102
预付账款	92	208	218	205
存货	7520	7613	8550	9602
其他	1093	720	719	844
非流动资产	9913	11257	12918	14408
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10
固定资产	4596	5946	7466	8999
无形资产	1123	1143	1140	1137
在建工程	2911	3030	3151	3118
其他	1273	1128	1150	1144
资产总计	35421	39842	46928	54825
流动负债	12409	12064	13551	14925
短期借款	0	38	40	26
应付款项	4167	3271	4121	4714
预收账款	0	0	0	0
其他	8241	8755	9389	10185
非流动负债	598	531	587	615
长期借款	107	129	154	173
其他	491	403	432	442
负债合计	13007	12595	14138	15540
少数股东权益	889	1056	1249	1477
归属母公司股东权	21525	26191	31541	37808
负债和股东权益	35421	39842	46928	54825

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4496	5638	7376	8278
净利润	4726	5757	6654	7842
折旧摊销	374	414	523	644
财务费用	(162)	(242)	(291)	(365)
投资损失	6	4	7	6
营运资金变动	1855	(181)	1473	1249
其它	(2303)	(115)	(990)	(1098)
投资活动现金流	(1278)	(2884)	(1860)	(2025)
资本支出	(2310)	(1810)	(2090)	(2070)
长期投资	(33)	25	(6)	(5)
其他	1066	(1099)	235	49
筹资活动现金流	(1647)	(659)	(780)	(974)
短期借款	(83)	38	3	(14)
长期借款	62	21	26	19
其他	(1626)	(718)	(808)	(978)
现金净增加额	1571	2095	4736	5279

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20254	23627	26377	30102
营业成本	4240	4786	5180	5744
营业税金及附加	3050	3591	3957	4515
营业费用	5437	6190	6911	7736
管理费用	1367	1583	1688	1927
研发费用	71	83	92	105
财务费用	(162)	(242)	(291)	(365)
资产减值损失	(31)	(36)	(40)	(46)
公允价值变动损益	20	19	23	20
投资净收益	(6)	(4)	(7)	(6)
其他经营收益	48	48	48	48
营业利润	6283	7665	8865	10458
营业外收支	49	49	49	49
利润总额	6332	7714	8915	10507
所得税	1606	1956	2261	2665
净利润	4726	5757	6654	7842
少数股东损益	137	167	193	227
归属母公司净利润	4589	5590	6461	7615
EBITDA	6473	7886	9146	10785
EPS（最新摊薄）	8.68	10.58	12.22	14.41

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	21.18%	16.66%	11.64%	14.12%
营业利润	41.10%	21.99%	15.67%	17.96%
归属母公司净利润	46.01%	21.82%	15.57%	17.86%
获利能力				
毛利率	79.07%	79.75%	80.36%	80.92%
净利率	23.34%	24.37%	25.23%	26.05%
ROE	21.99%	22.51%	21.52%	21.13%
ROIC	20.90%	21.09%	20.22%	19.86%
偿债能力				
资产负债率	36.72%	31.61%	30.13%	28.35%
净负债比率	1.44%	1.68%	1.77%	1.67%
流动比率	2.06	2.37	2.51	2.71
速动比率	1.45	1.74	1.88	2.06
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.63	0.61	0.59
应收账款周转率	308.52	265.99	248.39	270.03
应付账款周转率	1.74	1.83	1.93	1.83
每股指标(元)				
每股收益	8.68	10.58	12.22	14.41
每股经营现金	8.51	10.67	13.95	15.66
每股净资产	40.72	49.55	59.67	71.53
估值比率				
P/E	19.98	16.40	14.19	12.04
P/B	4.26	3.50	2.91	2.42
EV/EBITDA	14.29	9.28	7.54	5.94

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>