

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 138.00

当前价格: 112.20

2019.04.06

交易数据

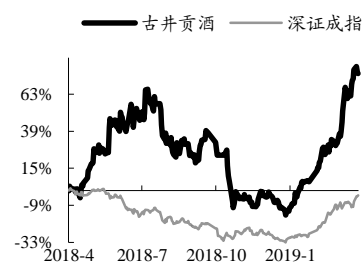
52周内股价区间(元)	50.00-113.58
总市值(百万元)	56,504
总股本/流通A股(百万股)	504/384
流通B股/H股(百万股)	120/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	3.76
日均成交值(百万元)	290.33

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	7,163
每股净资产	14.22
市净率	7.9
净负债率	-31.99%

EPS(元)	2017A	2018E
Q1	0.81	1.15
Q2	0.28	0.62
Q3	0.49	0.72
Q4	0.70	0.79
全年	2.28	3.28

52周内股价走势图






升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	41%	115%	89%
相对指数	30%	72%	92%

古井贡酒 (000596)

贡酒醉天下, 龙头再腾飞

——古井贡酒首次覆盖报告

 瞿猛 (分析师)	方勇 (研究助理)
 021-38676442	0755-23876166
 zimeng@gjjas.com	fangyong019027@gjjas.com
证书编号 S0880513120002	S0880117090151

本报告导读:

公司是安徽省内白酒龙头企业,是中国八大名酒之一。公司年份原浆系列定位中高端,受益安徽省内消费升级,公司业绩快速拉升。全国化布局推进,省外业绩增长可期。

投资要点:

- **投资建议: 公司省内品牌地位稳固, 省外推进全国化布局。** 省内消费升级, 主流价格带向公司强势价位上移。省外不断深入湖北、河南市场, 业绩有望提速。预计 2018-2020 年公司 EPS 为 3.28/4.20/5.08 元, 目标价 138 元, 首次覆盖给予“增持”。
- **改革铸就发展拐点, 业绩快速上升, 增长后劲十足。** 公司 2007 年起以“回归与振兴”为战略全面改革, 核心产品年份原浆系列定位中高端, 快速占领省内 100-200 元主流价格带, 抓住黄金十年末班车走向复苏, 在调整期逆市上扬, 抗周期能力强。据业绩快报, 公司 2018 年归母净利润同比增速 39.95%-49.96%, 增长势头强劲。
- **徽酒龙头地位稳固, 省内消费升级有望受益。** 安徽省内酒企众多, 竞争激烈, 迎驾贡酒、金种子酒等省内品牌瓜分 80 元以下的低端市场, 古井、口子窖、洋河占据 80-600 元中高端市场, 600 元以上高端酒市场份额较小, 主要被外来酒企茅台和五粮液占据。公司作为徽酒龙头, 注重品牌塑造和市场培育, 近年来重点发力年份原浆系列产品, 产品结构明显上移。随着省内白酒消费结构升级, 原本位于 30-80 元价格带的消费需求开始向 80-200 元这一公司主力产品价格带上移, 200-500 元价格带需求增长, 公司中高端产品销售有望受益。
- **省外收购湖北名酒黄鹤楼, 推进全国化布局。** 2016 年公司收购名酒黄鹤楼进军渠道壁垒较高的湖北, 全面导入古井模式, 助其超额完成业绩承诺; 针对重点市场河南, 公司升级产品结构、更换销售团队, 盈利能力有望提升; 针对华南、华北、江浙沪区域, 公司试水大商模式深化布局。随着省外市场加速扩张, 公司业绩增长有望提速。
- **风险提示: 省内消费升级不及预期, 省外扩张受阻等。**

财务摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,017	6,968	8,681	10,224	11,842
(+/-)%	15%	16%	25%	18%	16%
经营利润(EBIT)	1,001	1,416	2,090	2,702	3,299
(+/-)%	17%	41%	48%	29%	22%
净利润(归母)	830	1,149	1,650	2,114	2,561
(+/-)%	16%	38%	44%	28%	21%
每股净收益(元)	1.65	2.28	3.28	4.20	5.08
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率(%)	16.6%	20.3%	24.1%	26.4%	27.9%
净资产收益率(%)	14.8%	17.8%	20.5%	20.8%	20.1%
投入资本回报率(%)	14.8%	21.5%	33.5%	43.9%	54.7%
EV/EBITDA	17.95	19.01	25.44	18.86	14.62
市盈率	27.62	28.79	34.25	26.73	22.07
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2019.04.06

股票研究

必需消费
食品饮料

古井贡酒 (000596)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 138.00

当前价格: 112.20

2019.04.06

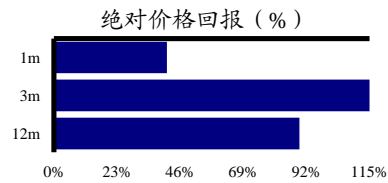
公司网址

www.gujing.com

公司简介

公司是中国老八大名酒企业, 中国制造业 500 强企业, 是以中国第一家同时发行 A、B 两支股票的白酒类上市公司安徽古井贡酒股份有限公司为核心的国家大型一档企业, 坐落在历史名人曹操与华佗故里、世界十大烈酒产区之一的安徽省亳州市。

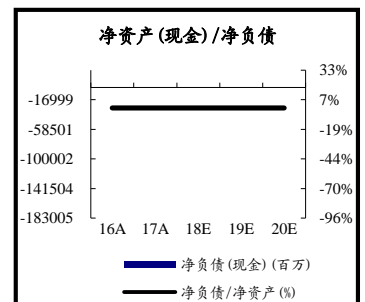
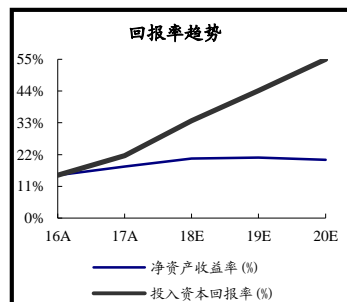
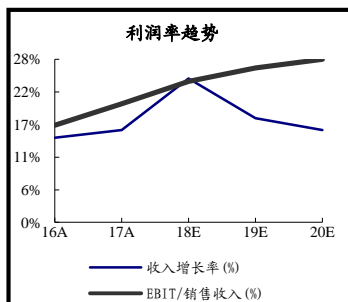
公司致力于打造以白酒主业为核心的“制造业平台”, 以地产和商旅为主的“实业平台”, 以金融集团为主的“金融平台”和以酒文化、酒生态、酒产业、



52 周价格范围 50.00-113.58
市值 (百万) 56,504

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	6,017	6,968	8,681	10,224	11,842
营业成本	1,524	1,643	1,854	1,928	2,054
税金及附加	956	1,136	1,403	1,658	1,918
销售费用	1,980	2,170	2,717	3,220	3,766
管理费用	557	604	616	716	805
EBIT	1,001	1,416	2,090	2,702	3,299
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	98	153	150	170	190
财务费用	-30	-26	-29	-36	-41
营业利润	1,118	1,594	2,245	2,885	3,501
所得税	300	427	592	758	918
少数股东损益	21	36	34	43	52
归母净利润	830	1,149	1,650	2,114	2,561
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	533	1,484	3,333	5,554	8,258
其他流动资产	4,172	4,651	4,749	5,007	5,299
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	1,866	1,792	1,792	1,792	1,792
无形及其他资产	2,165	2,226	2,217	2,206	2,196
资产合计	8,736	10,153	12,092	14,559	17,545
流动负债	2,634	3,148	3,458	3,768	4,141
非流动负债	161	163	163	163	163
股东权益	5,941	6,841	8,471	10,628	13,241
投入资本(IC)	5,003	4,840	4,621	4,557	4,466
现金流量表					
NOPLAT	740	1041	1547	2000	2441
折旧与摊销	246	246	0	0	0
流动资金增量	143	-116	-211	-52	-81
资本支出	-168	-198	38	41	40
自由现金流	961	973	1,374	1,989	2,401
经营现金流	1,183	931	1,714	2,009	2,474
投资现金流	-1,541	-133	188	211	230
融资现金流	-155	-302	-54	0	0
现金流净增加额	-513	496	1,849	2,220	2,704
财务指标					
成长性					
收入增长率	14.5%	15.8%	24.6%	17.8%	15.8%
EBIT 增长率	17.5%	41.4%	47.6%	29.3%	22.1%
净利润增长率	15.9%	38.5%	43.6%	28.1%	21.2%
利润率					
毛利率	74.7%	76.4%	78.6%	81.1%	82.7%
EBIT 率	16.6%	20.3%	24.1%	26.4%	27.9%
归母净利润率	13.8%	16.5%	19.0%	20.7%	21.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.8%	17.8%	20.5%	20.8%	20.1%
总资产收益率(ROA)	9.5%	11.3%	13.6%	14.5%	14.6%
投入资本回报率(ROIC)	14.8%	21.5%	33.5%	43.9%	54.7%
运营能力					
存货周转天数	381	428	412	417	416
应收账款周转天数	33	34	34	34	34
总资产周转天数	483	495	468	476	495
净利润现金含量	142.6%	81.0%	103.9%	95.1%	96.6%
资本支出/收入	2.8%	2.8%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	32.6%	29.9%	27.0%	24.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值比率					
PE	27.62	28.79	34.25	26.73	22.07
PB	4.10	5.12	7.01	5.56	4.44
EV/EBITDA	17.95	19.01	25.44	18.86	14.62
P/S	9.39	8.11	6.51	5.53	4.77
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%





目录

1、古井浓香飘千年，二十载浮沉再崛起.....	4
1.1、品牌历史悠久，稳坐名酒行列.....	4
1.2、改善经营走出困境，名酒复苏后劲显露.....	4
1.3、国企混改现新动向，管理团队经验丰富.....	7
2、高速发展期，公司各项指标表现亮眼.....	8
3、产品体系和渠道模式清晰，助力公司成长.....	11
3.1、全面布局产品矩阵，产品线主次分明.....	11
3.2、渠道模式不断升级，厂家主导深耕终端.....	14
4、徽酒龙头地位巩固，深度布局全国市场.....	16
4.1、省内竞争激烈，消费升级助力白酒价格带上移.....	16
4.2、收购名酒黄鹤楼，拓展湖北市场.....	20
4.3、持续发力河南市场，多点开花谋划全国.....	22
5、盈利预测与投资建议.....	23
6、风险提示.....	25



1、古井浓香飘千年，二十载浮沉再崛起

1.1、品牌历史悠久，稳坐名酒行列

品牌底蕴深厚，多次荣获名酒称号。古井贡酒是我国著名的浓香型白酒，有“酒中牡丹”之称，产自位列世界十大烈酒产区的安徽省亳州市。其渊源始于公元 196 年曹操进献给汉献帝刘协的“九酿春酒”，以“色清如水晶、香纯似幽兰、入口甘美醇和、回味经久不息”的独特风格而闻名。古井贡酒曾连续四届蝉联全国白酒评比金质奖，在巴黎第十三届国际食品博览会上荣获金奖，另外还曾获评中国地理标志产品、安徽省政府质量奖、全国质量标杆等荣誉。古井贡酒酿造遗址是全国重点文物保护单位，千年古井贡酒酿造技艺为国家级非物质文化遗产。2018 年的酒博会上，古井贡酒入选“世界烈酒名牌”榜单，品牌价值得到充分认可。

表 1: 古井贡酒连续四届蝉联全国白酒评比金质奖

时间	届数	评选称号	金质奖品牌名单
1963 年	第二届	八大名酒	贵州茅台酒，四川五粮液， 安徽古井贡酒 ，四川泸州老窖特曲，四川全兴大曲，陕西西凤酒，山西汾酒，贵州董酒
1979 年	第三届	八大名酒	贵州茅台酒，山西汾酒，四川五粮液，四川剑南春， 安徽古井贡酒 ，江苏洋河大曲，贵州董酒，四川泸州老窖特曲
1984 年	第四届	十三大名酒	贵州茅台酒，山西汾酒、四川五粮液、江苏洋河大曲、四川剑南春、 安徽古井贡酒 、贵州董酒、山西西凤酒、四川泸州老窖特曲、四川全兴大曲、江苏双沟大曲、 湖北特制黄鹤楼酒 、四川郎酒
1989 年	第五届	十七大名酒	贵州茅台酒、山西汾酒、四川五粮液、江苏洋河大曲、四川剑南春、 安徽古井贡酒 、贵州董酒、山西西凤酒、四川泸州老窖特曲、四川全兴大曲、江苏双沟大曲、 湖北特制黄鹤楼酒 、四川郎酒、湖南武陵酒、河南宝丰酒、河南宋河粮液、四川沱牌曲酒

数据来源：酒志网、国泰君安证券研究

1.2、改善经营走出困境，名酒复苏后劲显露

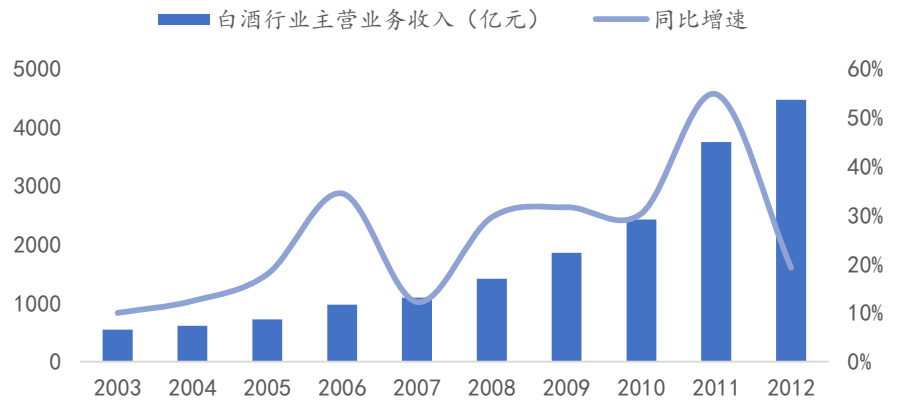
公司在 90 年代快速发展，效益居行业前列。公司前身为 1958 年建立的减店酒厂，属集体所有制企业，1959 年改制为省营亳县古井酒厂，1986 年改名为亳州古井酒厂。1992 年集团公司成立。1996 年古井贡 A、B 股同时上市，是中国第一家同时发行 AB 股的白酒企业。1997 年，公司利税收入位列全国第二，仅次于五粮液。

公司经营一度遇困，逐渐落后于茅台、五粮液等龙头酒企。受经济疲软和 1998 年“山西假酒案”的影响，白酒行业在 1998-2003 年进入调整阶段，出现向龙头集中的特征，茅台、五粮液的营收规模稳步扩张，中小酒企份额却急剧收缩。这一时期，公司开始多元化经营，业务覆盖近



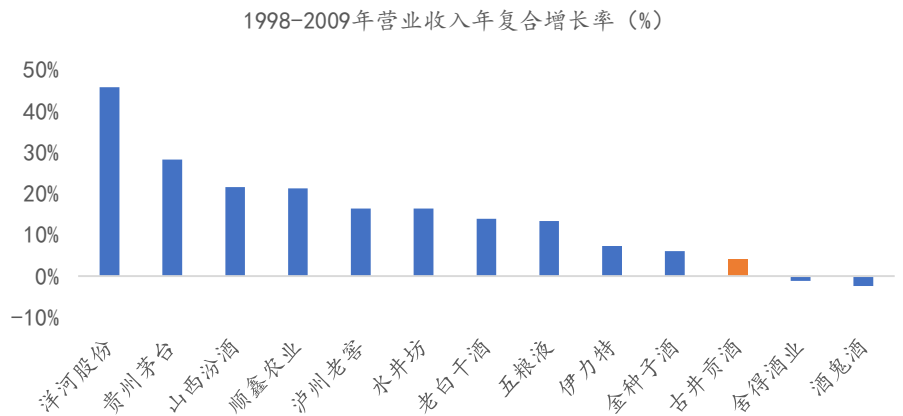
20 个行业，导致主业白酒被稀释，加上公司产品体系冗余，缺乏明确的主导产品，品牌影响力逐渐弱化，2002 年营收同比下滑 34.85%。2003 年后，随着国内经济发展，政商务消费快速崛起，白酒行业步入快速发展期，贵州茅台、五粮液等一线品牌纷纷发力，价格不断跳涨。但公司此时仍未解决经营问题，在竞争中逐渐掉入二线。2004 年，公司改制做 MBO 遭遇失败，同时税务风波、董事长受贿等负面新闻缠身，市场表现持续低迷。1998-2009 年古井贡酒年复合增长率仅 4%，远低于洋河股份的 46%和茅台的 28%，在上市酒企中表现不佳。

图 1：黄金十年白酒行业主营业务收入高速增长



数据来源：国家统计局、Wind、国泰君安证券研究

图 2：公司一度陷入发展困境



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：因上市时间问题，老白干酒的复合增长率以 1999-2009 年数据计算，洋河股份以 2004-2009 年数据计算。

大刀阔斧改革，推出年份原浆，铸就发展拐点。2007 年起，公司从内部开始进行了大刀阔斧的改革。新的管理层曹杰、刘敏等人上任，提出“回归与振兴”的发展战略，以“回归主业白酒、回归市场高端、回归到古井历史辉煌位置”为核心，制定了“聚焦产品，聚焦区域，聚焦营销”的产品市场策略。在产品体系方面，公司战略性地推出 80-300 元的年份原浆系列，将其作为核心产品进行打造，压缩臃肿的产品线，剥离低端产品和非白酒业务；渠道方面，公司增加安徽省内销售大区个数，实行扁平化管理，整合经销商资源；内部管理方面，公司大量精简后台管



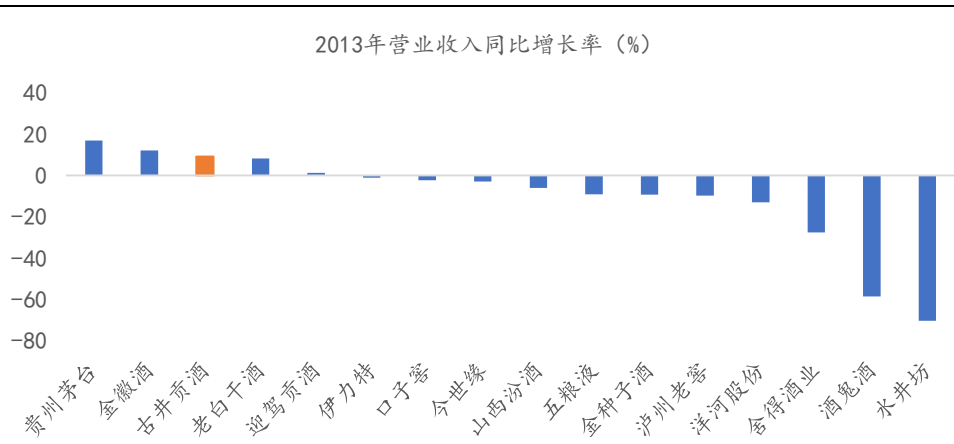
理人员，2008 年员工总数同比下降 41.54%，管理人员人数同比下降 86.63%。2009 年公司引入战略投资者，亳州国资委将古井集团 40%股份转让给上海浦创股权投资公司。2007-2009 年这一时期，公司虽然在营收规模上增长不快，净利润却已经开始成倍增长。2009 年新的管理层上任，更加聚焦营销与运营，以“深化营销、高效运营”为战略口号，推出“三通工程”、下沉渠道，更高效地覆盖终端。经过几年的调整，公司的营业收入也出现快速回升，2010 年和 2011 年营收增速分别达到 39.89%和 76.04%，搭上了白酒黄金十年的末班车。2013 年起，白酒行业因三公消费受限、禁酒令等因素遇冷，古井则成为业内为数不多的几家保持营收规模正增长的公司，发展后劲十足。

图 3: 2007-2009 年公司净利润开始出现快速增长 (%)

公司	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
泸州老窖	26.13	-14.90	32.60	631.15	139.66	64.16	33.50
古井贡酒	-174.12	-500.20	101.90	106.30	227.58	1.93	319.50
酒鬼酒	36.71	109.03	-916.36	20.41	126.93	-34.14	41.63
五粮液	13.70	17.90	-3.71	47.26	25.17	24.23	89.47
顺鑫农业	16.81	15.06	-1.08	6.80	52.78	46.31	-24.30
洋河股份			267.62	219.85	114.23	98.23	68.71
伊力特	2.03	6.77	-125.64	558.94	9.02	13.91	-13.55
金种子酒	-947.93	-21.88	103.22	167.31	41.56	-11.24	227.74
贵州茅台	55.31	40.32	36.87	38.26	83.50	34.89	13.80
老白干酒	-30.44	2.76	-28.66	-78.38	625.24	79.08	14.68
舍得酒业	19.71	13.84	9.59	34.81	102.77	0.32	29.66
水井坊	-843.60	136.79	19.12	33.68	95.09	55.20	0.84
山西汾酒	252.27	102.28	50.63	89.17	30.71	-24.23	45.55

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 4: 2013 年公司是业内为数不多的营收正增长企业

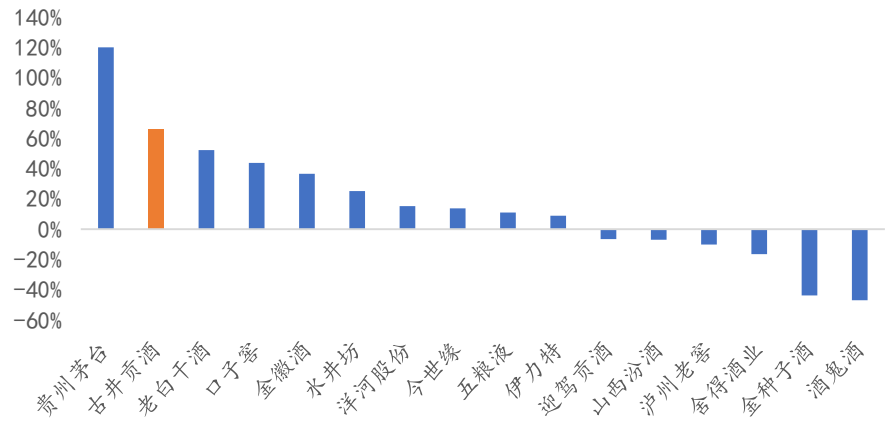


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

加大投入，重现辉煌。经历 2013-2014 年的白酒调整期后，公司业绩稳步增长，产品结构和渠道结构不断优化，公司加大在销售费用上的投入，通过央视春晚、广告牌、超市促销等各种不同的方式加大宣传力度，深耕安徽省内市场，重回徽酒龙头地位，省内市占率位列第一；2016 年收购湖北省名酒黄鹤楼，2017 年更换河南区域运作团队，在省外进行板块式扩张。2012-2017 年公司营业收入累计增长率 66.03%，在上市酒企中排名第二。

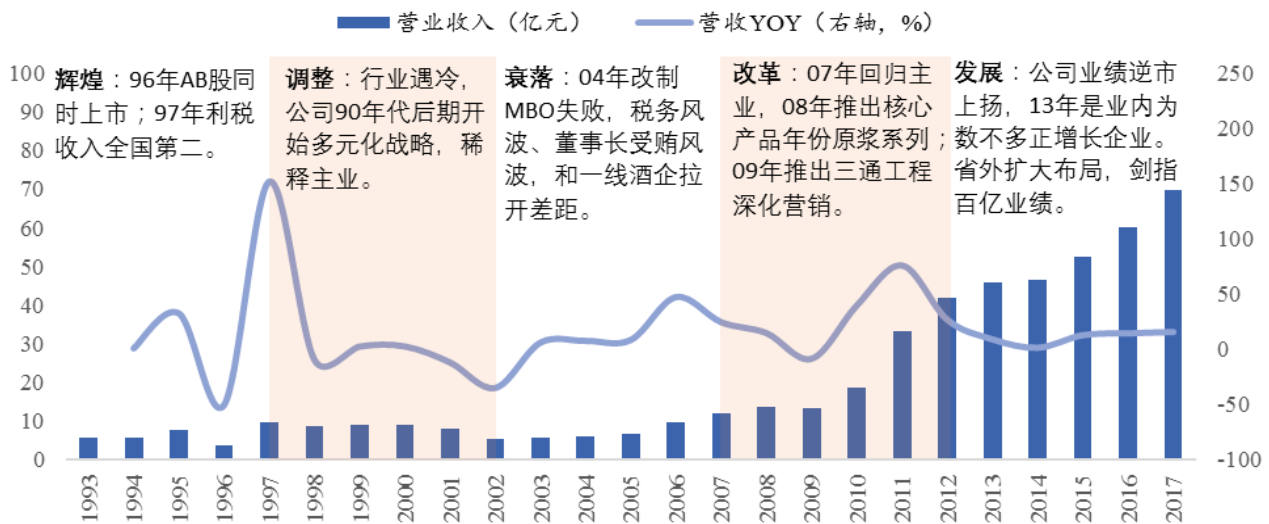


图 5：2012-2017 年公司营收增长率在上市酒企中位列第二



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 6：公司历经二十年浮沉再度崛起



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

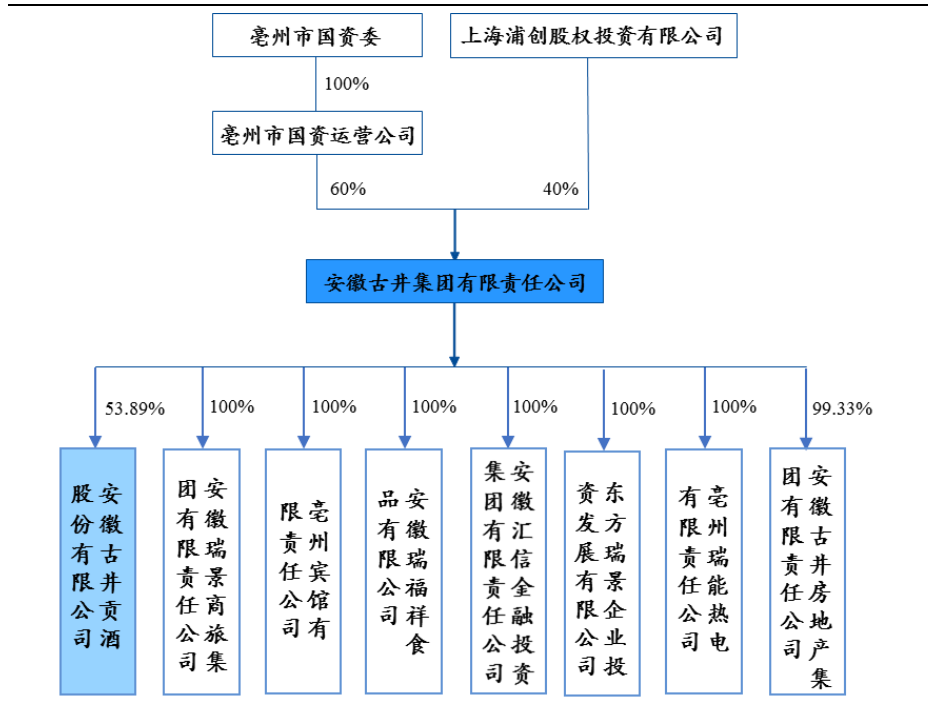
1.3、国企混改现新动向，管理团队经验丰富

公司是国有控股企业，有望进一步改制释放活力。古井贡酒控股股东古井集团曾是国有独资企业。2009年7月，亳州市国资委引入战略投资者，作价4.65亿元转让40%古井集团股份给民营企业上海浦创股权投资公司，成功改制成为国有控股企业。2019年3月15日，亳州市国资委下发《关于将安徽古井集团有限责任公司60%股权无偿划入亳州市国有资本运营有限公司的通知》，将古井集团60%股权无偿划转至亳州市国资运营公司。划转的实施不会导致控股股东和实际控制人发生变化，亳州市国资委仍控制古井贡酒，但国资运营公司将通过本次划转成为间接控股股东。国资运营公司的运作旨在盘活国有资产存量，引导和带动社会资本共同发展，实现国有资本合理流动和增值。本次股权划转标志着古井贡酒迈出了国有资本市场化运作的重要一步。目前古井集团持有古井贡酒53.89%的股份。参照洋河股份、老白干酒、五粮液等酒企的情况，洋河2002年后多次提高管理层持股比例，老白干酒2015年底完成混改，五粮液2017年实现管理层和经销商持股，这些公司在混改落地后业绩都出现了



提速增长。目前古井贡酒管理层激励的问题尚待解决，体制束缚较多，若改制进一步推进，经营活力和业绩有望得到持续释放。

图 7：国资运营公司成为公司间接控股股东



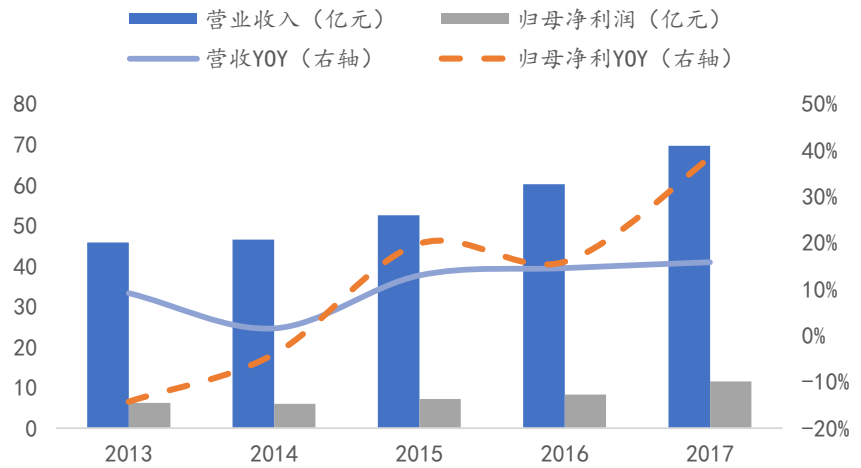
数据来源：公司公告、天眼查、国泰君安证券研究

公司管理团队市场经验丰富。公司董事长梁金辉从事销售出身，曾担任过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，是公司第一任内部提拔的董事长。现任常务副总经理及亳州古井销售有限公司董事长闫立军有着丰富的基层销售经验，曾任销售公司业务员、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。管理层中多名重要人物均是从公司基层做起，一线管理和市场销售经验丰富。

2、高速发展期，公司各项指标表现亮眼

营收稳步增长，净利润增速高于营收增速。2015 年白酒行业复苏以来，公司营业收入一直保持着稳定的增长，2015-2017 年公司营业收入 CAGR 达 14.42%，2018 年前三季度营业收入达 67.62 亿元，同比增长 26.54%。2015-2017 年公司归母净利润 CAGR 达 24.39%，2018 年前三季度归母净利润达 12.56 亿元，同比增长 57.46%。2019 年 1 月 30 日，公司发布 2018 年度业绩预报，预计归母净利润 16.08-17.23 亿元，同比增速 39.95%-49.96%。公司净利润增速明显高于营收增速，这主要得益于近年来公司产品结构上移、盈利能力提升。

图 8：2014 年以来公司营收及净利润快速增长

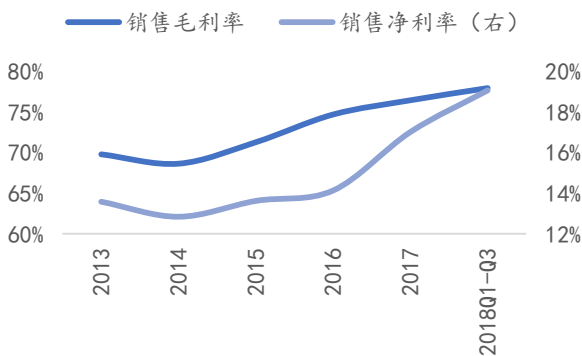


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

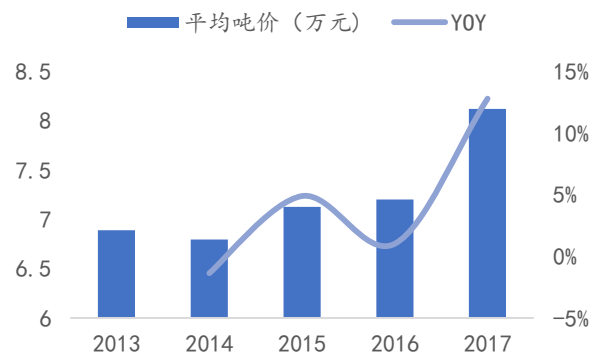
销售毛利率居行业前列,产品结构上移提升盈利能力。2018年前三季度,古井贡酒销售毛利率达77.93%,仅次于贵州茅台和水井坊,居上市白酒企业第三位。公司盈利能力的提升主要得益于产品结构的上移,公司主力产品年份原浆定位中高端,每500mL价格全线超过百元,百元以下的普通白酒占比压缩。古5及以上产品逐渐替代价格较低的献礼版。近年来公司产品多次提价:2018年5月,年份原浆献礼版上调20元/箱,终端零售价360元/箱;古5上调40元/箱,零售价500元/箱;古8上调80元/箱,终端零售价1000元/箱;古16上调240元/箱,终端零售价2160元/箱。2018年10月,古井销售有限公司对运营包销所有“古井贡酒”产品提价15%。2019年1月,古井贡酒对年份原浆献礼版和古5两款产品进行了包装升级,使终端实际进货价提高了10元/箱。古井贡酒平均吨价逐年上升,2017年已至8.12万元/吨,同比上升12.78%。

图 9: 2013-2018Q3 年公司盈利能力逐年上升

图 10: 2014 年以来公司平均吨价较快增长

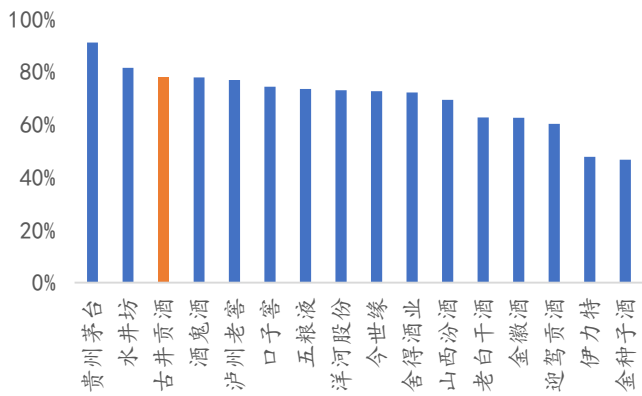


数据来源: Wind、国泰君安证券研究



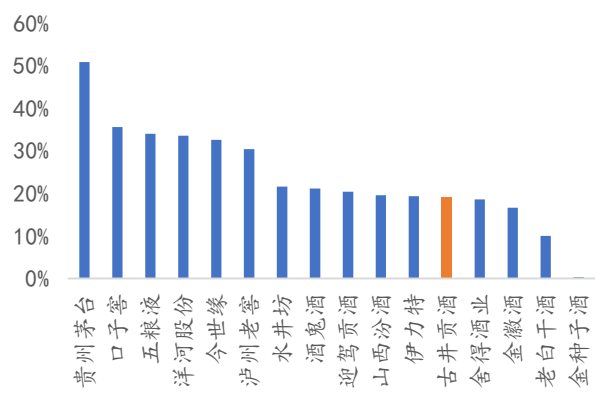
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 11: 2018Q3 公司毛利率位居行业前列



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

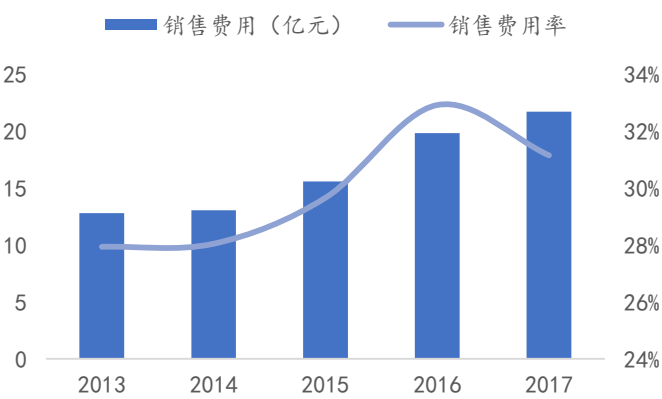
图 12: 2018Q3 公司净利率仍有提升空间



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

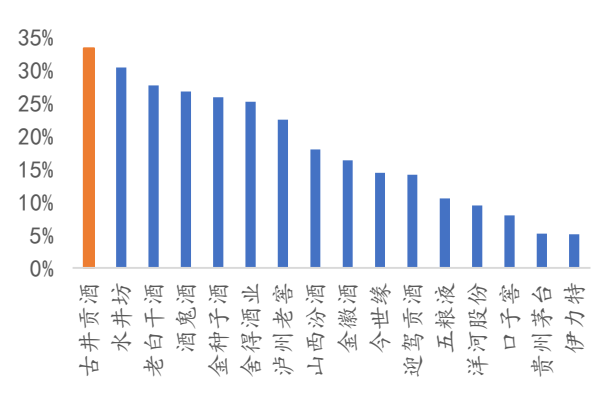
销售费用投入大，费用率出现改善趋势。公司围绕“三通工程”采取厂商主导的渠道模式，统一管理一线销售团队，再叠加持续的市场扩张和产品宣传需求，公司销售费用逐年上涨，销售费用率较高，2018 年前三季度销售费用率达 33.31%，居上市白酒企业首位。随着公司的品牌打造和产品培育不断推进，提升费效比将成为趋势，公司销售费用率在 2017 年有所回落，2018 年前三季度销售费用率同比降低 0.7%。受益于信息化管理加强等改善性措施，公司管理费用率也从 2014 年起逐年下降。公司费用率存在改善空间，有望在未来转化为净利率的增长。

图 13: 公司 2017 年销售费用率改善



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

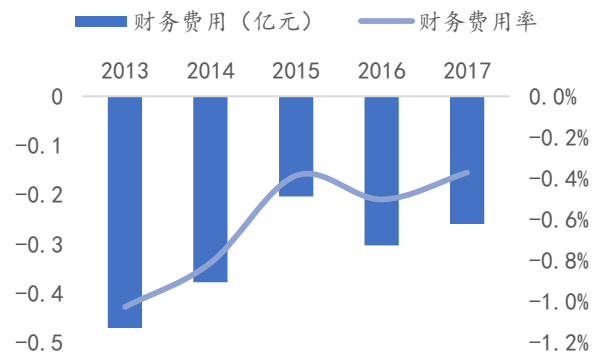
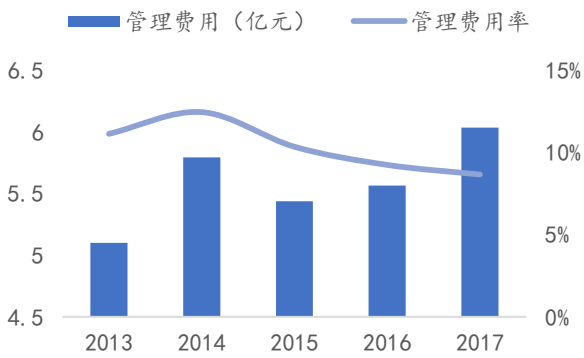
图 14: 公司 2018Q3 销售费用率居白酒行业第一



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 15: 2013-2017 年公司管理费用率逐年改善

图 16: 2013-2017 年公司财务收入超过财务支出



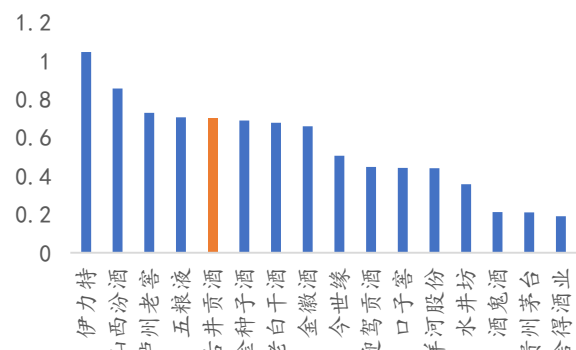
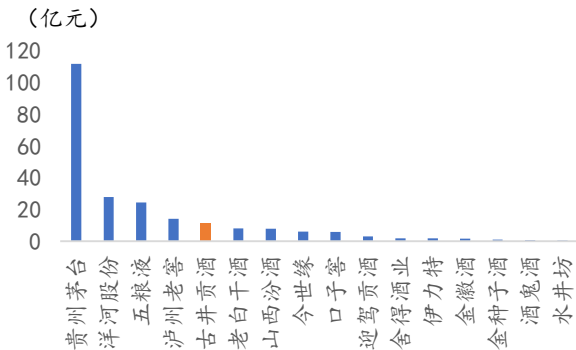
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

预收账款快速上涨, 存货周转快。公司 2018 年 Q3 预收账款达 11.14 亿元, 同比增长 78.66%, 远高于同省主要竞争对手口子窖, 在上市白酒企业位居前列。预收账款的增加体现了公司下游议价能力的提升, 同时也是收入增加的先行指标。厂商主导模式也加强了公司对于产销量的把控能力, 提升经营效率, 公司 2018Q3 存货周转率为 0.6993 次, 在同省企业中位居第一。

图 17: 2018Q3 公司预收账款表现乐观

图 18: 2018Q3 公司存货周转率位居行业前列



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

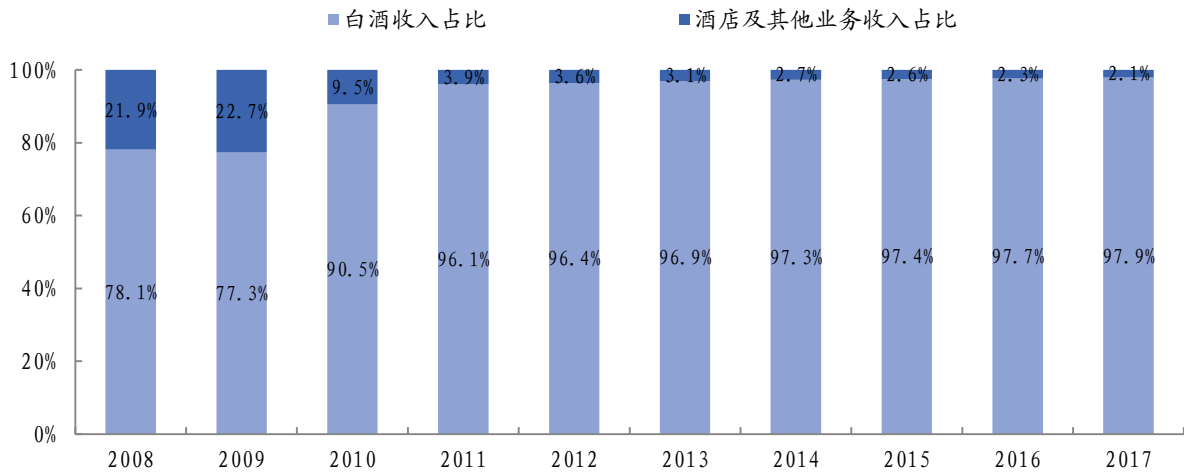
3、产品体系和渠道模式清晰, 助力公司成长

3.1、全面布局产品矩阵, 产品线主次分明

聚焦白酒主业, 围绕核心产品“年份原浆”打造产品矩阵。公司自 2007 年起回归白酒主业以来, 不断提升白酒业务在营收中的占比, 2018H1 已达到 98.4%。虽然酒店等其他业务仍有保留, 但已在公司的收入结构中无足轻重。公司近年来营收和利润的增长基本来自于白酒业务, 而 2008 年推出的年份原浆系列正是快速提振公司白酒业务的核心产品。年份原浆系列整体定位为中高端白酒, 目前该系列的形象产品古 26 零售价为 1300 元上下, 800 多元的古 20 次之; 次高端价位有 600 元左右的古 16

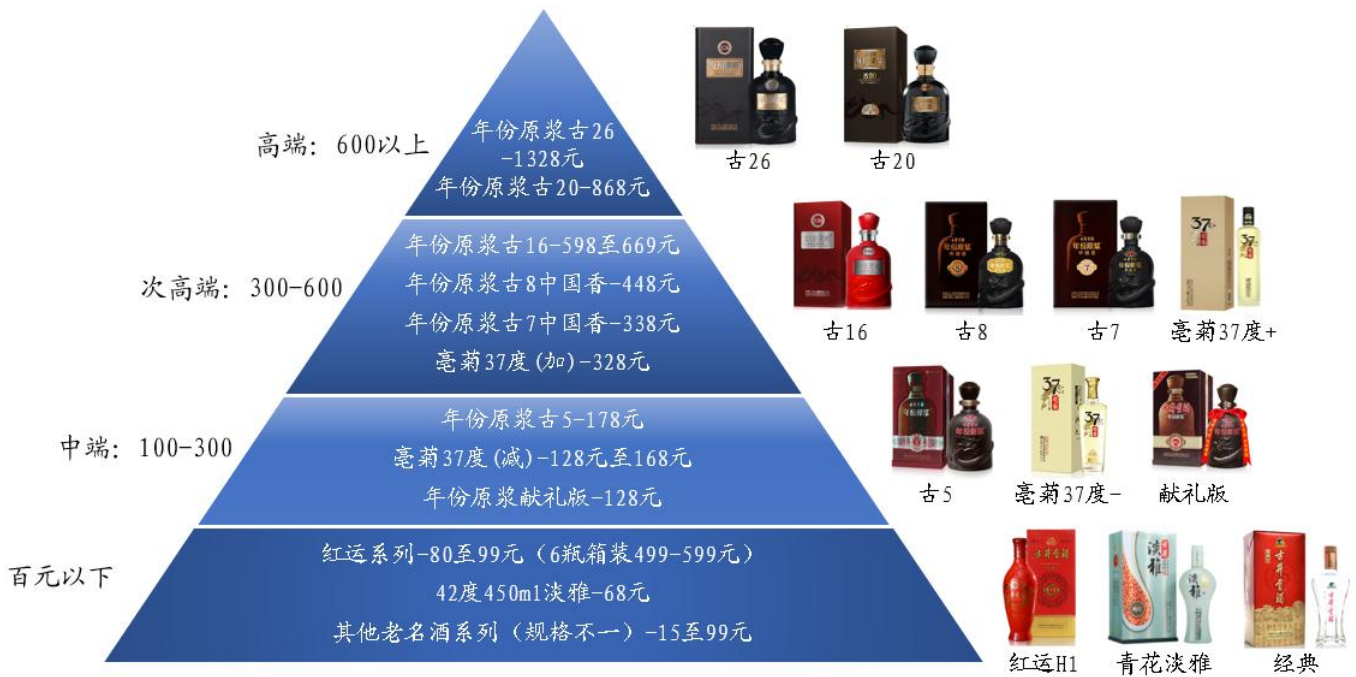
以及 300-500 元的古 7、古 8 中国香；中端有公司的主力产品古 5 和献礼版占据 100-200 元这一省内大众消费主流价格带。除年份原浆系列之外，2016 年公司推出了主打健康概念的低度酒新品毫菊 37 度，目前零售价在 300 元上下，次年推出价格折半的同系列新品毫菊 37 度（减）。公司的红运、淡雅及其他老名酒系列则填充了百元以下价格带，直接与银星、种子、宣酒等百元以下酒进行搏杀。公司以中端及次高端价位的年份原浆产品为核心，搭配了毫菊、老名酒系列及一些纪念酒，对各个价格带形成覆盖，产品线全面清晰、主次有序。

图 19: 公司聚焦白酒主业，白酒收入占比不断提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 20: 公司产品覆盖各价位带，产品线清晰，突出年份原浆这一核心系列



注：除特殊标明外，产品规格为50-52度500ml单瓶装

数据来源：京东、天猫旗舰店、国泰君安证券研究



紧抓“年份原浆”概念促进产品升级。“年份”和“原浆”是多数白酒品牌借以吸引消费者的营销概念，在众多白酒企业的宣传教育下，白酒年份悠久和原浆勾兑等特点给消费者的印象就是醇厚优质的代名词。公司作为业内较早运用这些营销概念的酒企，在 2008 年推出年份原浆系列产品后随即向国家商标局提出了“年份原浆”商标的注册申请，历经 7 年时间终于在 2015 年获准。白酒年份升级意味着品质升级、品质升级意味着价格升级这样一种观念已深入人心。公司率先将“年份原浆”从行业通用的营销概念转化为产品品牌名称并注册商标获得保护，充分享受了行业消费者教育的成果。年份原浆产品从而在顺应消费升级、跟进行业提价、拓宽价格带等方面独占优势，有助于实现知名度及影响力的积累、产品升级迭代和产品结构上移。

不断升级更新年份原浆系列产品，增强公司业绩弹性。早在 2008-2009 年，公司便已推出年份原浆献礼版、古 5、古 8、古 16 一系列产品，2010 年又首推古 26 作为高端形象产品，快速精准地完成了年份原浆产品体系的战略布局。2010 年公司推出高端形象产品的品牌效应明显，年份原浆系列的市场培育加速，当年年份原浆系列的销售收入约达 7.4 亿元，同比增幅约为 208%，已占到公司白酒主业收入的 43.5%左右，同年公司净利润增幅高达 123.7%。此后，公司多次对各档次年份原浆产品进行升级更新，提升其品质和市场竞争力，升级产品结构，为业绩增长注入持续的活力。公司顺应省内市场消费结构升级趋势，依靠百元出头的年份原浆献礼版和古 5 做大，在中端市场取得成功之后，逐渐把产品培育和更新的重点转移到次高端和高端产品上。2016 年公司创新推出年份原浆 G20 纪念酒，2017 年公司升级推出古 8 中国香，同时新推古 7 中国香填补古 8 升级后的空白价位。在这一系列产品升级举措作用下，公司产品结构持续优化，利润增长点明显上移，白酒业务综合毛利率和销售净利率得到提升。2018 年年中，公司战略新品古 20 中国香在多地上市，古 16 和古 26 则完成了换代升级，预计将带动古 8 及以上产品实现较高增速增长，增强公司整体业绩弹性。

表 2: 公司推出年份原浆系列产品后不断进行升级更新

时间	推出或重点升级的产品系列
2008-2009	推出年份原浆献礼版、古 5、古 8、古 16
2010	推出年份原浆古 26
2014	升级年份原浆献礼版、古 5
2016	推出年份原浆 G20 纪念酒
2017	升级推出古 8 中国香，新推年份原浆古 7 中国香
2018	古 20 中国香在多地上市，升级年份原浆古 16、古 26
2019	再度升级年份原浆献礼版、古 5

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

产品的新包装透露“年份原浆”独立化、高端化的发展趋势。2018 年，公司对古 26 和古 16 的包装进行了全新升级并投放市场。新包装采用仿皮质材料取代了原来的亚克力材料，彰显商务与奢华风格。更重要的是，新包装上去除了原有的“古井贡酒”字样，突出“年份原浆”这一系列名称，并新增“源自国保窖池”的标注。目前古 20、新古 8、古 7、古



5、献礼版等其他年份原浆产品包装更新后仍保留了“古井贡酒”品牌名。但古 26 和古 16 分别是公司在高端和次高端价位的旗舰产品，对其包装的调整具有更强的指向性意义，显示出公司增强年份原浆旗舰产品独立性并促进其进一步高端化升级的倾向。公司年份原浆产品未来的品牌运作具备更大的想象空间。

图 21：公司古 26 和古 16 新包装淡化“古井贡酒”，突出“年份原浆”



数据来源：天猫、国泰君安证券研究

3.2、渠道模式不断升级，厂家主导深耕终端

强大的渠道和营销能力造就徽酒龙头。徽酒在国内白酒行业中向来以渠道运作能力强、营销攻势凶猛等特点著称。安徽地产酒众多，市场结构集中在中端及百元附近价位，因此渠道和营销上的拼杀激烈。很多徽酒酒企不惜投入重金打造本地渠道壁垒或偷袭外部市场，如盘中盘等相对激进的营销模式曾于本世纪初在口子窖等徽酒企业的操作下大放异彩。就是在这样一片土地上，公司在因战略失误失去了白酒黄金十年先发优势的被动局面下，不断创新与升级渠道模式，最终力压其他酒企坐稳徽酒龙头之位，这是对其强大渠道和营销能力最好的实战印证。

2002年：1+1 通路模式下的深度分销。2002年初，公司把全国各地市场部按经济带划分为三个片区，分别设立销售主管，通过削减管理层次，加大管理幅度，强化销售总公司和市场经理部两端，弱化中间，实行销



售公司总经理负责制，使销售组织更加扁平化和轻型化。同时，公司率先全面导入以控制终端为目的的“1+1”（市场办事处+当地经销商）通路下的深度分销新模式，对终端精耕细作，渠道商从通路销售向终端销售转型。当时白酒企业最主要的渠道模式是经销商主导的大商模式，在产业链中以经销商为主导，当地市场的开发责任往往被移交给经销商，厂家专注于产品生产和品牌总体宣传，不再针对每个区域市场进行深度的渠道开拓。“1+1”模式则是一种由厂家主导的营销模式，厂家委派业务代表入驻经销商，或在经销商的主导市场设立办事处，其中分公司或办事处直接做市场，承担市场开发、品牌推广、消费者教育等责任，而经销商则主要负责物流和资金周转，全方位、全过程、全封闭地对终端实施精细化运作。这一模式有利于品牌力相对弱势的企业通过强势的渠道力实现竞争突围，也有利于加强厂商与消费者的信息沟通，缩减商品流通的环节，帮助企业控制终端和营销资源。

2009年：围绕“三通工程”深耕终端，形成营销、渠道、品牌的综合竞争力。公司于2009年推出三通工程，坚持贯彻至今。三通工程是指“路路通（提升区域覆盖率）、店店通（提高门店覆盖率）、人人通（提高口碑传播）”。根据三通工程的执行标准来看，其战略思路是在局部的小区域实现高占有率，然后进行复制，逐步扩大市场占有率，最终将板块连成一体，全面打开目标市场，做到市场销量第一；其实现路径是先在各个小区域做到同类产品的第一，包括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育，构建渠道和消费者的良性互动；其具体执行手段和标准亦非常具体和严格，并设置三通督导员对各地落实情况进行督导和考核。三通工程是公司的营销纲领，从营销角度看，它对盘中盘营销模式有一定继承，都强调集中资源重点突破局部的小区域市场，再以“小盘带大盘”，复制和辐射到整体市场。相比于盘中盘模式，三通工程的革新之处在于它从小区域开始就更注重渠道的系统性建设，而不仅仅是对酒店或其他单一渠道的偷袭性突破，并且公司通过三通工程最终还要实现整个品牌影响力的扩大和美誉度的提升，而不仅仅是抢占局部市场。因此三通工程已超出营销模式的范畴，成为提升综合竞争力的系统性工程，有助于公司在保持传统渠道和营销优势的同时改变过去行业和市场对徽酒“只做营销、不做品牌，只讲战术、不讲战略”的刻板印象。为了配合三通工程的贯彻落实，公司在安徽省内实行扁平化的深度分销模式，不设总经销，分区域分渠道构建经销商网络，经销商均为平级关系。在1+1模式深度分销的基础上，在公司对渠道具有强大的管控能力，三通工程的各项精细指标得以被有力执行，省内渠道下沉卓有成效，市场的推广和培育也得到充分的资源投入。

表 3: 公司围绕三通工程的营销和渠道运作提升品牌竞争力

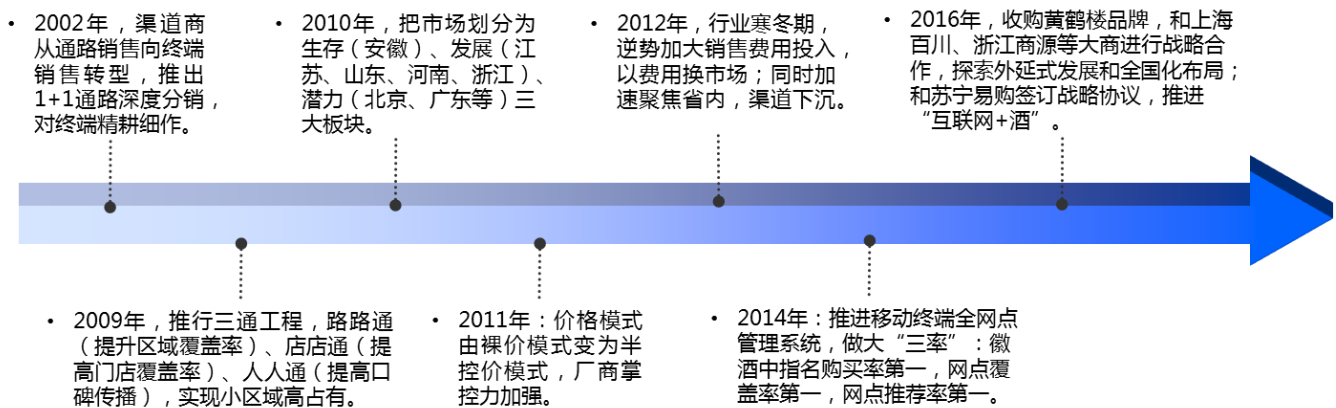
	具体手段	对应指标/目标
路路通	根据市场人口基数、竞品覆盖情况、不同分销渠道来确定区域网点覆盖数量和比例	市场覆盖率 品牌知名度
店店通	全品项进店并保证库存，包装酒店、烟酒店、商超等渠道终端店铺，进行标准化管理、增加集中陈列、派驻促销人员	市场占有率 品牌美誉度
人人通	针对核心消费群体开展各类公关品鉴会，进行团	指名购买率

数据来源：佳酿网、国泰君安证券研究

2011年：价格模式由裸价模式变为半控价模式，厂商掌控力加强。公司从2011年11月开始调整渠道价格模式，价格模式由裸价模式调整为控价模式。裸价代理模式就是指厂家提供品牌和产品，给经销商一个底价，市场完全交由经销商运营，厂家对市场的控制易被弱化。而控价模式的核心是强调厂商对于经销、分销以及终端价格的掌控力，经销商利润模式也随即调整，从“差价盈利”调整到“差价盈利+返点盈利”。控价模式的建立使得公司对渠道各环节价格的掌控力更强，也保证了经销各环节利润水平的稳定，减少了产品串货的风险。

2014年：推进移动终端全网点管理系统，做大“三率”。2014年，公司对“三通”工程考核方案进行了优化和完善，制定了《2014年“三通”工程KPI考核调整方案》、《新形势下“三通”工程操作解读》方案，使“三通”KPI指标更加贴近市场实际，推进市场基础工作建设，推动核心市场快速成长和突破。公司以聚焦产品、聚焦市场、聚焦资源的方式推进移动终端全网点管理系统，围绕“三核”做“三率”，在徽酒中做到指名购买率第一，网点覆盖率第一，网点推荐率第一。

图 22：公司渠道模式不断升级



数据来源：国泰君安证券研究

4、徽酒龙头地位巩固，深度布局全国市场

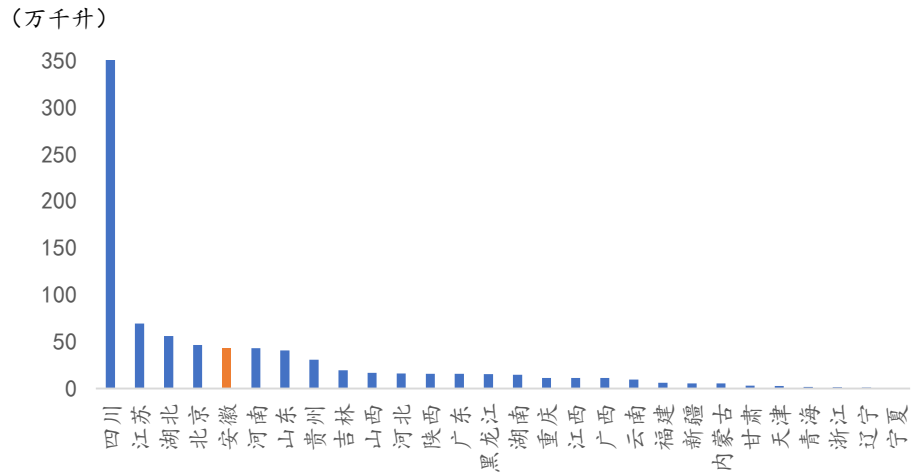
4.1、省内竞争激烈，消费升级助力白酒价格带上移

白酒产销大省，省内白酒企业众多。安徽有悠久的饮酒文化，2018年安徽省白酒产量达43.13万千升，在全国31个省市中排名第五。省内有多数的白酒企业，仅上市酒企就有古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒四家，非上市品牌还包括宣酒、高炉家酒、文王贡酒、临水酒等，主要覆盖次高端、中档和低档酒，价格带覆盖密集。古井贡酒和口子窖掌控了120元以上的中高端价格带，并与迎驾贡酒瓜分80-120元的市场，高炉家酒、宣酒等品牌则在80元以下的价格带竞争。白酒界有“东不入皖，西不入川”的名言，安徽省内竞争激烈，地产酒更能把握渠道优势，其他全国性酒企进入安徽市场往往会面临较高的渠道壁垒。根据国家统计局2017年的数据，全国规模以上白酒企业销售收入5654.42



亿元,全国人口 13.90 亿人,人均白酒消费约 407 元;根据安徽省 6254.8 万常住人口估算,安徽白酒市场规模在 250 亿元左右。

图 23: 2018 年安徽省白酒产量居全国第五



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 4: 安徽省内白酒企业竞争激烈

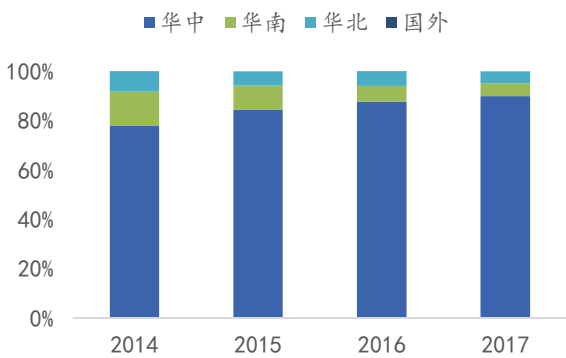
品牌	是否上市	产地	2017 营收 (亿元)	主要竞争产品	主销区域
古井贡酒	是	亳州市	69.68	年份原浆献礼版 (128 元)、古 5 (178 元)、古 8 (448 元)、古 16 (669 元)	安徽、河南、江苏、湖北
口子窖	是	淮北市	36.03	5 年型 (108-135 元)、6 年型 (156 元)、10 年型 (318 元)、小池窖特酿 (208 元)	安徽、江苏、山东、河南
迎驾贡酒	是	六安市	31.38	银星 (80 元)、金星 (99-109 元)	安徽、江苏、上海
金种子酒	是	阜阳市	12.90	柔和 (78 元)、徽蕴 6 (138 元)	安徽
宣酒	否	宣城市	4.22	小窖酿造 (80 元)	安徽
双轮集团	否	亳州市	2016 年 8.2 亿元, 2017 年未公开	高炉家酒普家白酒 (78 元)、高炉家酒上善若水 10 (180 元)	安徽
文王贡酒	2017 年被上市酒企老白干酒收购	阜阳市	5	正一品系列 (58-75 元)、专家级系列 (98-328 元)、经典系列 (228-428 元)	安徽
临水集团	否	六安市	0.61	临水六年坛 (85 元)、八年坛 (128 元)	安徽

数据来源: 各公司公告、京东商城、各公司官网、国泰君安证券研究

省内龙头地位稳固,集中度仍有提升空间。古井贡酒的业务主要集中在华中地区,2017 年华中地区的营业收入为 62.7 亿元,占比达 90%,除安徽外主销河南、江苏、湖北等地。古井贡酒未公布在省内的营业收入占比,根据佳酿网数据,公司 2016 年省内业务占比 57.94%。考虑到公

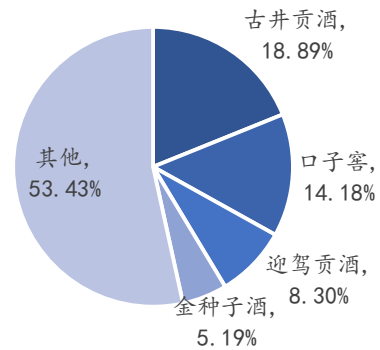
司 2017 年区域战略未出现较大变化，我们沿用 2016 年数据测算古井贡酒的省内市占率。考虑增值税后，根据测算，古井贡酒省内市占率 18.89%，位列四家上市徽酒企业第一，稳居龙头地位。口子窖省内市占率 14.18%，从主销产品价格带和市场份额来说，口子窖是古井贡酒在省内最强劲的竞争对手。安徽省内白酒品牌众多，市场份额仍然呈现分散化的特征，对比其他省份龙头白酒企业的集中度较低，如 2017 年山西汾酒在山西省内市场占有率约 50%，洋河股份在江苏省内市场占有率约 40%。我们判断，随着安徽省内消费升级趋势的推进，公司在省内的市场份额仍有提升空间。

图 24：2017 年公司 90% 业务集中在华北地区



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 25：安徽省内白酒市场集中度较低



数据来源：各公司年报、佳酿网、统计局、国泰君安证券研究
 注：四家上市公司的营业收入考虑增值税影响

GDP 增速优于全国平均，人口回流带动消费增长。近年来安徽省经济快速发展，2018 年 GDP 增速达 8%，高于全国 6.6% 的增速，GDP 增速连续 11 年高于全国平均水平。随着省内经济水平的提高，省内人口逐渐回流。从 2010 年人口普查省内人口出现减少后至今，安徽省常住人口稳步上升。2010 年安徽省常住人口为 5957 万人，至 2018 年已上升至 6323.6 万人，年复合增长率 0.75%。可支配收入方面，安徽省 2018 年人均可支配收入为 23,984 元，同比增速 9.7%，超过全国 8.7% 的增速。安徽有悠久的饮酒历史，人口的快速增长和消费能力的提高将会进一步拉动省内白酒市场规模扩大。

图 26：安徽省 GDP 增速优于全国

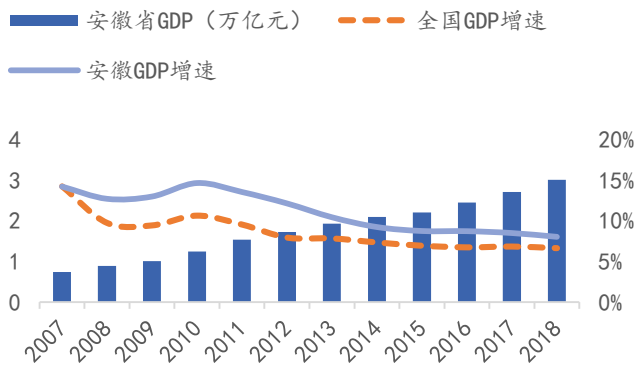


图 27：安徽省常住人口稳步上升

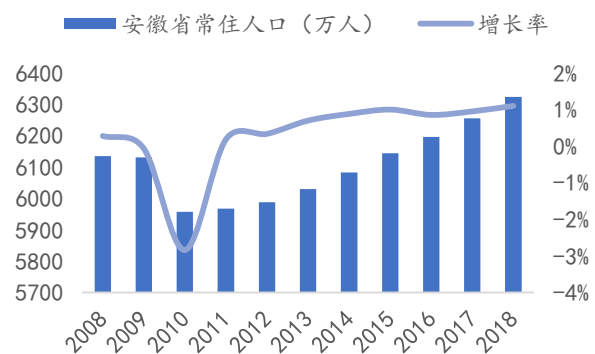
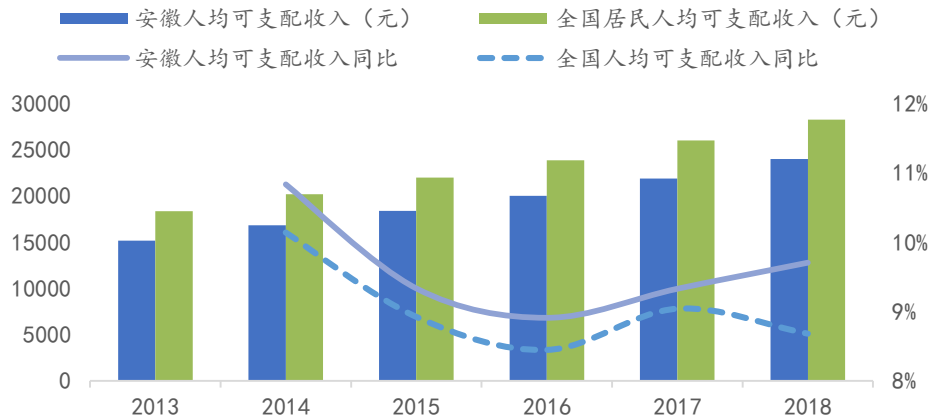


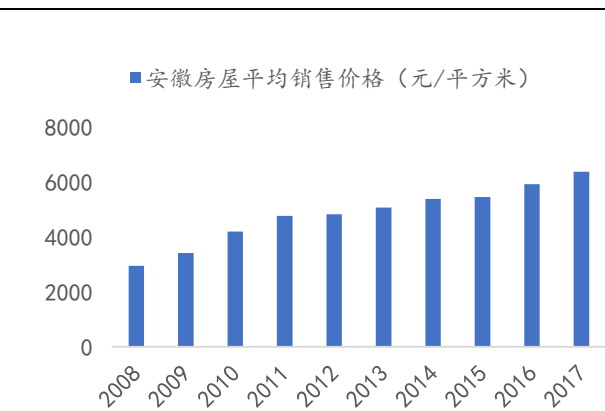
图 28：安徽人均可支配收入增速优于全国



数据来源：国家统计局，Wind，国泰君安证券研究

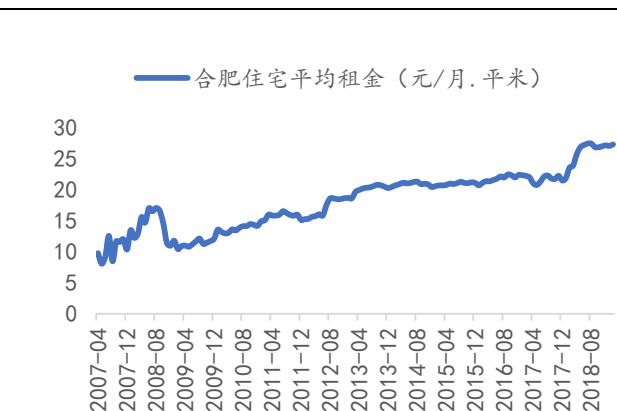
棚户区改造叠加房价上涨，财富效应带动消费升级。2013 年以来，安徽省共改造各类棚户区住房 155.5 万套。安徽省人民政府在 2017 年发布的《安徽省棚户区 2018-2020 年改造三年计划实施方案》中明确，安徽省力争到 2020 年基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造。全省计划 2018 年至 2020 年共改造各类棚户区 71.34 万套。其中，2018 年计划改造 25.54 万套、2019 年 23.08 万套、2020 年 22.72 万套。2018 年上半年，省内新开工棚户区改造共 18.48 万套。棚户区改造发挥了带动消费、扩大投资、消化房地产库存的积极作用，一定程度上也推动了省内房价的上涨，2017 年安徽房屋平均销售价格达 6375 元/平方米，同比增长 7.61%。同时，房主也能通过收取租金获得更多收入，以合肥为例，至 2019 年 2 月，住宅平均租金为 27.24 元/月·平方米，同比增长 16%。房价提升和租金收入的增加，导致食品类支出占比明显下降，消费者对价格敏感度降低，财富效应助推省内消费升级。

图 29：安徽省房屋平均销售价格稳步上升



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 30：合肥市住宅平均租金节节攀升

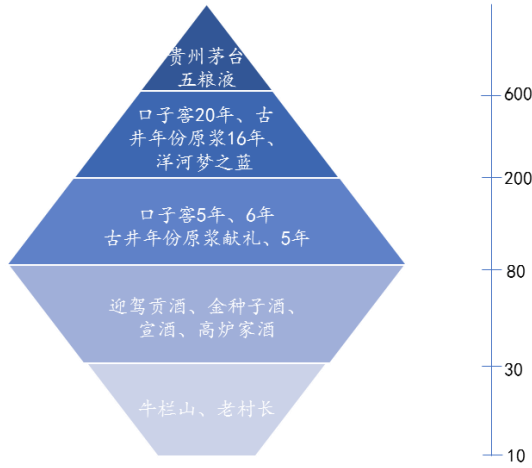


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

省内白酒消费结构上移，次高端受益，中小酒企面临洗牌。2014 年后，省内呈现出明显的消费升级趋势，根据佳酿网调研，合肥市场大婚宴会酒主流价格带开始由 80 元左右向 100 元以上上移，这一价位的主流产

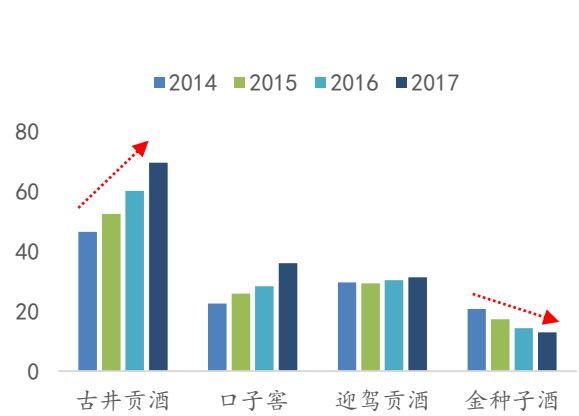
品包括古井年份原浆、口子5年/6年、洋河海之蓝等。省内原有的消费结构被打破，原本占有最大市场的30-80元价格带消费者开始向古井贡酒和口子窖的强势价位80-200元上移；200-500元价格带的消费者也越来越多，这一价位仍然是徽酒的薄弱区间，将是未来主要竞争价格带。低价位市场则逐渐收缩，中小酒企受到冲击，主销低价酒的金种子酒2014-2017年营业收入逐年下降。

图 31: 省内白酒消费结构上移



数据来源：佳酿网、国泰君安证券研究

图 32: 主销低价酒的金种子酒营收逐年下降 (亿元)



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2、收购名酒黄鹤楼，拓展湖北市场

黄鹤楼历史悠久，产品深受湖北消费者喜爱。2016年4月，古井贡酒与湖北黄鹤楼酒业有限公司签订收购协议，以8.16亿元收购黄鹤楼51%的股权。黄鹤楼酒历史悠久，公元223年就有“酒醉水淋群臣”的典故；公元1898年湖广总督张之洞将酒进献朝廷，被赐名“天成坊”，寓意“佳酿天成，国富民强”；1952年，成立国营武汉酒厂；1977年，产量突破一万吨；1984年第四届全国评酒会，获得“中国名酒”称号；1989年蝉联“中国名酒”称号；2006年，获得“纯粮固态发酵”标志证书；2011年，黄鹤楼酒被国家商务部认定为“中华老字号”；近年来，作为湖北省和武汉市的六大支柱产业之一，黄鹤楼酒业被纳为湖北省“百年品牌工程”。目前公司主营产品定位中低档酒，主要产品系列有大清香系列、陈香系列、生态原浆系列、楼系列，其中楼系列产品小黄鹤楼，作为湖北名酒类品牌，远销海外；主打产品黄鹤楼酒“陈香1979”，深受广大消费者喜爱。

表 5: 黄鹤楼现有产品体系定位清晰

系列	产品	价格 (500mL)
陈香系列	陈香 1979	358 元
	陈香 1989	258 元
生态原浆系列	黄鹤楼 12 生态原浆	148 元
	黄鹤楼 15 生态原浆	258 元
更上层楼系列	一楼	118 元
	三楼	258 元
	五楼	388 元



数据来源：公司官网、京东商城、国泰君安证券研究

湖北白酒市场规模大，本地酒厂竞争激烈。湖北也是中国白酒产销大省，2018 年白酒产量 56 万千升，居全国第三，仅次于产酒大省四川和江苏。2018 年湖北常住人口 5917 万人，估计白酒市场规模在 240 亿左右。湖北省内白酒品牌众多，主流价格带在 60-300 元，大多集中在中低端。其市场与安徽有相似之处，渠道竞争激烈，外地厂商进入壁垒高，通过收购本土品牌的方式更易打开市场。黄鹤楼和稻花香、劲牌、白云边、枝江共称鄂酒“五大家族”，省内还有诸如石花、黄山头、楚国春等区域性酒企。黄鹤楼虽然具有名酒基因，但在此次收购前销售规模在省内占比较小，面临较大的竞争压力。

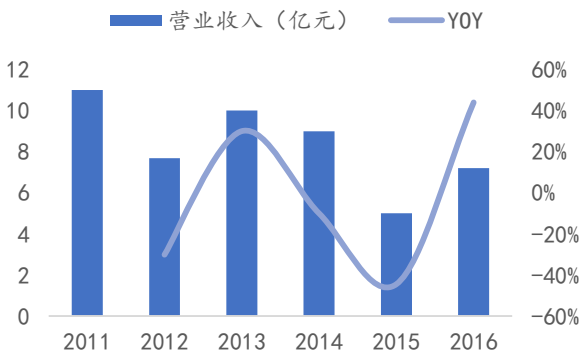
表 6: 湖北省内白酒品牌众多，黄鹤楼面临较大竞争压力

品牌	是否上市	产地	2017 营收 (亿元)	主要竞争产品	主销区域
稻花香酒业	否	宜昌市	25.58	活力型 (439 元)、珍品 1 号 (199 元)、珍品 2 号 (79 元)、窖藏五年 (99 元)、丰藏 52 号 (39 元)	湖北、广东、江苏、安徽、湖南、山东、浙江
劲牌	否	大冶市	104.9	劲酒 (45 元)、松茸劲酒 (99 元)、毛铺苦荞酒 (88-149 元)	湖北、湖南、河南、浙江、广东
白云边	否	松滋市	43	20 年陈酿 (499 元)、18 年陈酿 (399 元)、12 年陈酿 (129 元)、红四星陈年 (128 元)	湖北、河南、江西
枝江	否	枝江市	7	枝江大曲 (29 元)、古酒 6 (49 元)、柔雅枝江金王 (138 元)	湖北、湖南、山东、河北、江苏、安徽

数据来源：各公司公告、京东商城、各公司官网、国泰君安证券研究

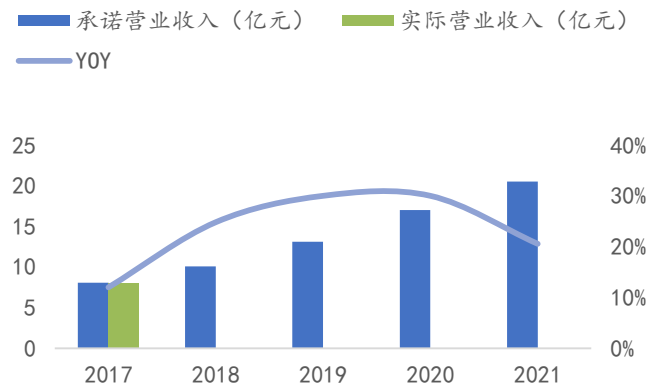
模式输入助力黄鹤楼复兴，超额完成承诺业绩。收购前黄鹤楼营业收入波动较大，2012-2016 年年营业收入均在 10 亿以下，2015 年仅有 5 亿，与其他省内名酒差距较大，根据佳酿网数据，黄鹤楼在省内市场份额仅 7%。根据收购协议，古井贡酒对黄鹤楼进行了业绩承诺，2017-2021 年营业收入分别达到 8.05 亿、10.06 亿、13.08 亿元、17.01 亿、20.41 亿元。为助力黄鹤楼实现品牌复兴，2016 年起古井贡酒对黄鹤楼在宣传、产品、生产、管理四个维度进行了大刀阔斧的改革，输入技术和人才，全面导入古井模式。2017 年黄鹤楼实际营业收入 8.06 亿元，净利润 0.81 亿元，完成率分别达 100.16%和 107.62%，超额完成承诺业绩。

图 33: 黄鹤楼 2011-2016 年营业收入波动较大



数据来源: 糖酒快讯、国泰君安证券研究

图 34: 黄鹤楼 2017 年超额完成业绩承诺



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 7: 公司对黄鹤楼进行了全面改革

改革维度	具体措施
品牌宣传	开始注重品牌宣传, 通过“空中有声音+地面有活动”的传播模式, 在电视、广播、杂志、高速高铁、公交广告社区推广全方位宣传, 以塑造品牌为中心。
产品梳理	省内重新梳理现有产品线, 推出陈香 1979 和陈香 1989, 确定陈香、年份、更上层楼、小楼等主要产品体系, 采取聚焦策略, 按照 1+3+1+N 布局, 去除臃肿产品线。在湖北省外, 黄鹤楼酒业进行大、小楼系列布局, 小楼全国化布局, 大楼在安徽、河南配合古井错位布局, 其他市场放开布局。
产品生产	硬件升级, 启用现有窖池酿酒, 并调整发酵周期; 咸宁基地全面恢复酿造, 武汉基地恢复清香型生产; 保持现有品质, 借助古井技术支持, 稳步提升品质, 形成独特口感风格。
组织管理	2016 年古井贡酒高管团队进驻黄鹤楼酒业, 输入优秀人才, 有丰富营销经验的许鹏和朱向红分别出任黄鹤楼董事长何总经理。在黄鹤楼酒业内进行组织机构、流程的再造。优化组织架构和薪酬结构调整、加大绩效考核力度, 与古井总部开展双向交流、挂职。

数据来源: 酒业家、国泰君安证券研究

4.3、持续发力河南市场，多点开花谋划全国

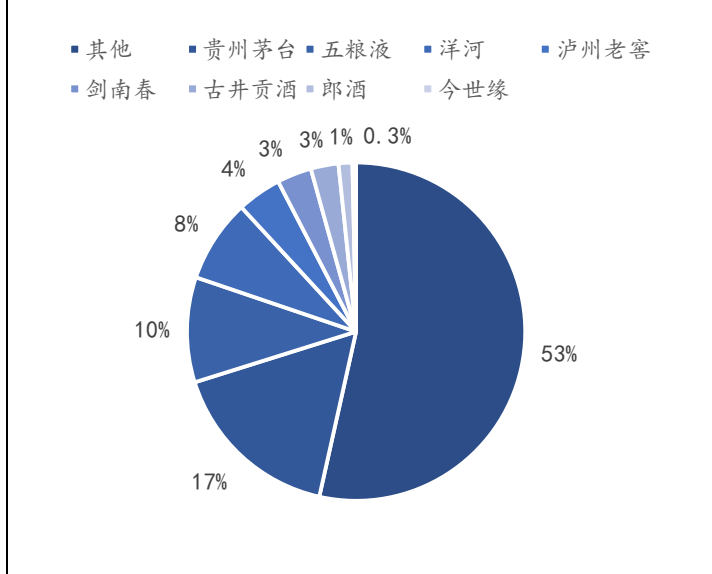
河南白酒市场呈现“多而散”特征，公司调整策略深化布局。河南是中国人口大省，2018 年常住人口达 9605 万人，市场规模超 400 亿，白酒产量位列全国第五，省内规模以上白酒企业 133 家，却没有一家白酒上市企业，缺少可以代表豫酒的龙头企业品牌。河南白酒市场包容性极强，消费者缺乏固定偏好的口味，因此河南成为外来白酒品牌的“兵家必争之地”，贵州茅台、五粮液、洋河等全国著名品牌都纷纷布局，本地品牌份额不断萎缩。公司亦将邻省河南看作重要的战略市场，曾针对河南市场喊出“再造一个新安徽”的口号。公司 2010 年进入河南，2015 年在河南市场的销售收入达 13-14 亿。在豫东商丘市场中销量位居白酒品牌第一，铺货率高达 90%，年销售收入超过 3 亿元，但在豫西洛阳和省会郑州市市场表现较差。但由于公司在河南省内定位中低端，未能及时把握河南消费升级机会，2016 年销售收入下滑至 10 亿。2017 年下半年，管理层调整策略，升级产品结构，剥离低端产品，聚焦年份原浆幸福版，提升品牌形象；更换销售团队，将豫皖交界处的商丘市场划分至安徽分管，主攻以郑州为核心的市场。预计未来公司在河南市场的盈利能力有望提升。

图 35: 河南本地缺少具有代表性的龙头白酒品牌



数据来源: 佳酿网、国泰君安证券研究

图 36: 外来品牌占领河南白酒市场



数据来源: 酒业家, 国泰君安证券研究

试水大经销商模式, 推动全国化布局。江浙沪也是公司重点发力的区域, 公司 2016 年在上海、杭州与当地实力很强的大经销商上海百川、浙江商源进行深度合作, 建立平台运营公司, 将大经销商转变为战略合作伙伴。2016 年古井和上海百川合作, 专门为上海定制的区域战略产品“古井贡酒·年份原浆上海滩 3、6、9 系列”在一年内实现销量翻番。针对在华北、华南影响力较弱的现状, 公司在北京、天津、广州、深圳等重点城市与区域大经销商开展合作, 继续试点大商模式, 推动重点市场的开发, 谋划全国化布局。

5、盈利预测与投资建议

投资建议: 公司是安徽白酒龙头企业, 是中国八大名酒之一。省内地位稳固, 产品年份原浆系列定位中高端, 受益安徽省内消费升级, 主流价格带向公司强势价位上移, 业绩有望快速提升。省外推进全国化布局, 收购黄鹤楼深入湖北市场; 针对重点市场河南, 公司升级产品结构、更换销售团队, 盈利能力有望提升; 针对华南、华北、江浙沪区域, 公司试水大商模式深化布局。随着省外市场加速扩张, 公司业绩增长有望提速。我们预计 2018-2020 年 EPS 为: 3.28、4.20、5.08 元, 目标价 138 元, 首次给予“增持”评级。

核心假设:

- 1、公司主打中高端年份原浆系列产品, 省内受益于消费结构升级和渠道深耕, 省外收购黄鹤楼扩张湖北市场, 并在河南、江浙沪、华南、华北等地重点布局多点开花, 预计公司 2018-2020 年白酒及酒精业务收入增速为 25%/18%/16%; 酒店业务保持稳定, 预计 2018-2020 年收入增速维持在 1%; 其他业务预计保持稳定。预计 2018-2020 年总体收入增速为 24.58%/17.77%/15.83%。

2、公司产品提价和结构升级趋势明显，白酒销售平均吨价上升，年份原浆古 7 及以上毛利率较高的产品比例提升，预计公司白酒及酒精业务毛利率将稳步上升，2018-2020 年分别为 79%/81.5%/83%。酒店等其他业务毛利率维持稳定。公司总体毛利率将稳中有升，预计 2018-2020 年分别为 78.64%/81.14%/82.66%。

3、公司省内品牌打造成果渐显，省外市场推广战略有序展开，预计销售费用率趋稳，2018-2020 年分别为 31.3%/31.5%/31.8%；信息化管理效益渐显，管理费用率稳中有降，预计 2018-2020 年分别为 7.10%/7.00%/6.80%。

综上，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 86.81、102.24、118.42 亿元，归母净利润分别为 16.50、21.13、25.60 亿元，EPS 分别为 3.28、4.20、5.08 元。

PE 估值

我们选取 12 家 A 股上市的白酒公司作为可比公司，可比公司 2019 年平均 PE 为 23.74X，考虑到公司持续快速成长，我们给予古井贡酒 2019 年 32PE，对应每股合理估值 134.5 元。

PS 估值

我们选取 12 家 A 股上市的白酒公司作为可比公司，可比公司 2019 年平均 PS 为 5.74X，参考行业平均估值并考虑到其成长性，我们给予古井贡酒 2019 年 7PS，对应每股合理估值 142 元。

综合 PE 和 PS 估值，我们给予公司合理目标价 138 元。

表 8: 可比公司估值表

2019/04/4	收盘价 (元)	EPS			PE			PS		
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
贵州茅台	865.00	21.56	28.02	32.83	40.12	30.87	26.35	17.57	13.90	10.52
洋河股份	125.00	4.40	5.38	6.36	28.41	23.23	19.65	9.87	8.15	6.18
五粮液	100.23	2.55	3.47	4.23	39.34	28.85	23.70	12.22	9.21	6.49
泸州老窖	67.90	1.80	2.36	2.92	37.76	28.77	23.25	9.38	7.50	6.31
山西汾酒	61.43	1.09	1.72	2.26	56.34	35.72	27.18	8.67	5.89	4.67
口子窖	56.22	1.86	2.36	2.82	30.23	23.82	19.94	9.06	7.69	6.66
水井坊	47.39	0.69	1.24	1.63	69.01	38.22	29.07	10.71	7.53	6.04
舍得酒业	33.76	0.43	1.02	1.46	79.30	33.04	23.12	6.63	4.91	3.23
今世缘	29.57	0.71	0.93	1.16	41.41	31.80	25.49	12.17	9.51	7.77
酒鬼酒	28.22	0.54	0.69	0.95	52.07	41.18	29.71	9.55	7.07	4.41
老白干酒	20.00	0.37	0.72	0.98	54.05	27.78	20.41	5.08	3.56	2.91
迎驾贡酒	18.67	0.83	0.95	1.10	22.49	19.65	16.97	4.63	4.14	3.75
平均							23.74			5.74
古井贡酒	112.20	2.28	3.28	4.20	49.21	34.21	26.71	7.77	6.24	5.30

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 采用 wind 一致预测



6、风险提示

- 1、省内消费升级不及预期，尤其是近几年宏观经济较弱，固定资产、房地产投资等波动有可能导致经济不及预期，消费升级有可能不及预期。
- 2、省外扩张效果不及预期。目前次高端竞争较为激烈，省外扩张需要投入的人力、物力、财力都可能超预期，省外扩张有可能不及预期。
- 3、行业环境恶化、竞争加剧。省内竞争不断加剧，省外参与全国性品牌竞争，存在业绩不及预期风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		