2021 年 08 月 17 日

证券研究报告•公司深度报告

古井贡酒（000596）食品饮料

买入（首次）

当前价：197.99 元

目标价：257.40 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

次高端与全国化并进，新百亿征程路径清晰

投资要点

- **推荐逻辑：**1、受益于消费升级，徽酒主流价格带升至 200 元左右，预计未来三年省内次高端复合增速 20%以上，公司是徽酒绝对龙头和领军品牌，将充分受益于徽酒结构升级和份额集中红利。2、在优秀管理层赋能下，历经十余年砥砺奋进，公司在品牌、产品、渠道上构建起全方位的领先优势，当前公司聚焦发力次高端，古 20 成为 10 亿级单品，产品升级节奏显著领先于竞品，可尽享省内次高端扩容红利。3、在省内格局向好叠加品牌势能释放的背景下，公司全国化扩张成效显著，华北、华南、江浙沪等市场均实现高速增长，依托老八大名酒底蕴、持续费用投入和强大营销铁军，省外扩张有望取得新突破，预计未来三年省外复合增速 20%以上。4、未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级和全国化扩张的黄金时期，伴随着毛利率提升和费用率边际递减，业绩弹性将持续释放。
- **行业层面：徽酒主流价格带稳步上行，省内龙头份额持续提升。**1、安徽经济发展态势良好，白酒消费升级基础扎实，伴随着徽酒主流价格带升级至 200 元左右，次高端和中高端价格带将快速扩容，当前安徽次高端及以上白酒占比仅为 22%，邻近江苏比重达 44%，产品结构升级空间广阔。2、在行业挤压式增长和消费者品牌意识崛起的背景下，徽酒龙头依托品牌和渠道优势持续挤压二三线酒企的生存空间，目前古井在省内市占率仅为 24%，份额提升是长期过程。
- **公司层面：品牌、产品、渠道三位一体，成就徽酒霸主地位。**历经多年积淀，古井在省内形成了全方位和系统性的领先优势，集中体现在品牌、产品、渠道三个维度。**品牌端：**古井是老八大名酒，历史沉淀深厚，具备品牌复兴和全国化扩张基础；历经十余年持续不断地品牌建设，品牌复兴硕果累累。**产品端：**公司成功打造年份原浆大单品，并推进产品结构有序升级，古 8 及以上产品占比稳步提升；古 20 成功卡位 600 元次高端并快速放量，升级节奏领先于省内竞品，先发优势明显。**渠道端：**公司在省内采用深度分销模式，以三通工程推动渠道精耕细作，依托规模庞大、激励充分的营销铁军，实现了终端的强势掌控和渠道精耕细作，渠道执行力行业领先。
- **未来路径：次高端和全国化双轮驱动，新百亿征程路径清晰。**1、公司聚焦发力次高端，古 20 卡位 600 元价格带，仅三年时间就成为 10 亿级大单品；依托品牌底蕴、营销铁军和国企背景，古 20 相较于省内竞品优势突出，将尽享次高端扩容红利。2、在省内龙头地位稳固的背景下，公司全国化扩张节奏显著加快，重点布局的华南、华北、江浙沪市场均实现快速增长；依托老八大名酒底蕴、持续费用投入和强大营销铁军，预计未来三年省外复合增速 20%以上，前景可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速 30%左右，公司聚焦发力次高端，扎实推进全国化扩张，业绩弹性将持续释放，给予公司 2021 年 55 倍估值，对应目标价 257.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	102.92	127.45	149.24	172.83
增长率	-1.20%	23.83%	17.10%	15.81%
归属母公司净利润（亿元）	18.55	24.74	32.18	40.70
增长率	-11.58%	33.37%	30.11%	26.47%
每股收益 EPS（元）	3.68	4.68	6.09	7.70
净资产收益率 ROE	17.69%	14.75%	17.11%	19.11%
PE	54	42	33	26
PB	10.02	6.17	5.51	4.87

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：王书龙

电话：023-63786049

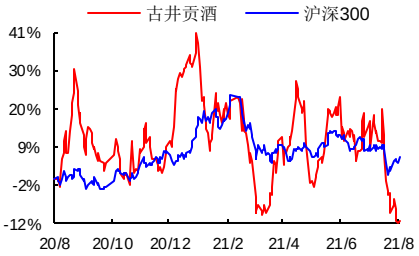
邮箱：wsl@swsc.com.cn

联系人：夏霁

电话：021-58351959

邮箱：xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.29
流通 A 股(亿股)	3.84
52 周内股价区间(元)	180.4-291.99
总市值(亿元)	960.52
总资产(亿元)	181.68
每股净资产(元)	21.56

相关研究

投资要件

关键假设

1）受益于徽酒主流价格带上移和省外扩张产品价位较高，叠加 2020 年疫情影响下基数较低，年份原浆系列将恢复高速增长，预计 2021-2023 年年份原浆系列销量同比增长 15%、13%、11%，吨价分别提升 3%、5%、5%，毛利率分别为 83%、84%、85%；

2）在消费升级背景下，中低端酒销量难有增长，吨价提升成为主要增长驱动，预计 2021-2023 年古井贡酒系列等中低端酒销量相较于 2020 年保持不变，吨价分别提升 10%、3%、3%，毛利率分别为 64%、65%、66%；

3）黄鹤楼酒主要在湖北省销售，2020 年新冠疫情对黄鹤楼酒造成严重冲击，考虑需求复苏并参考业绩承诺指引，黄鹤楼酒将恢复高速增长，预计 2021-2023 年黄鹤楼酒销量同比增长 140%、20%、20%，吨价分别提升 20%、10%、8%，毛利率分别为 74%、75%、76%；

4）2020 年受疫情影响，白酒销量下降；此外，伴随公司体量扩大规模效应凸显，管理和销售效率将持续改善，整体费用率有望边际递减。

我们区别于市场的观点

市场认为：徽酒市场快节奏价格带提升暂告一段落，省内市场扩容速度或有所放缓，叠加其他徽酒品牌均在发力中高端和次高端，未来省内竞争或有所加剧；与此同时，公司错过白酒行业黄金十年的全国化最佳扩张期，当前行业存量市场特征显著，公司省外扩张或将遭遇地产名酒和全国性品牌的强势阻击，省外市场增长不确定性较高。

我们的观点：1）看省内：对徽酒本土品牌而言，能否在次高端占据一席之地决定了未来发展的空间，然而次高端价位对酒企品牌力和渠道力要求较高，仅省内强势品牌才有参与机会，竞争格局显著优于中低端价位；与省内企业相比，古井在品牌、产品、渠道构建起全方位的领先优势，提前布局的古 20 实现快速放量，先发优势明显，将成为省内次高端扩容的最大受益者。2）观省外：尽管行业挤压式明显，但次高端价格带仍处于快速扩容期，公司省外扩张以古 20、古 16 等次高端产品为主；此外，依托老八大名酒底蕴和持续的费用投入，古 20 有望成为全国性大单品，公司省外扩张基础扎实。3）总的来看：未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级和全国化扩张的黄金时期，业绩弹性将持续释放。

股价上涨的催化因素

1）年份原浆系列提价；2）黄鹤楼完成 2021 年业绩承诺；3）古 20 大单品动销超预期。

估值与目标价格

预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增长 30%左右，公司竞争优势突出，将充分受益于省内次高端扩容和全国化市场开拓的双重红利，给予公司 2021 年 55 倍估值，对应目标价 257.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

1）疫情反复风险；2）经济大幅下滑风险；3）省外市场开拓或不及预期；4）业绩释放或不及预期。

目 录

1 年份原浆有序升级，徽酒龙头行稳致远 1

1.1 忆往昔几度浮沉，看今朝荣耀复兴 1

1.2 股权结构稳定，管理团队经验丰富 2

1.3 业绩稳健增长，产品结构优化 3

2 受益消费升级，区域名酒产品结构持续优化 5

2.1 行业呈挤压式增长，区域名酒产品结构优化 5

2.2 徽酒市场升级空间广阔，一超两强格局初定 10

3 品牌、产品、渠道三位一体，成就徽酒霸主地位 14

3.1 品牌端：名酒基因深厚，具备复兴和全国化基础 14

3.2 产品端：以年份原浆为核心，产品结构持续优化 17

3.3 渠道端：三通工程深入推进，渠道力行业领先 20

4 次高端与全国化双轮驱动，新百亿征程路径清晰 23

4.1 省内竞争优势突出，尽享次高端扩容红利 23

4.2 全国化扬帆起航，期待实现新突破 24

5 财务分析 27

6 盈利预测与估值 29

6.1 盈利预测 29

6.2 绝对估值 31

6.3 相对估值 31

7 风险提示 32

图 目 录

图 1：公司发展历程梳理 2
图 2：公司股权结构 2
图 3：公司 2020 年主营业务结构情况 4
图 4：公司 2020 年主营业务毛利情况 4
图 5：公司 2012 年以来营收及增速 4
图 6：公司 2012 年以来归母净利润及增速 4
图 7：2006 年以来规模以上酒企营收总额及增速 5
图 8：2006 年以来规模以上酒企利润总额及增速 5
图 9：我国规模以上酒企白酒产量及增速 6
图 10：我国规模以上酒企数量及增速 6
图 11：上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况 6
图 12：上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况 6
图 13：除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率 7
图 14：除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速 7
图 15：2014-2020 年居民人均可支配收入及增速 7
图 16：2014-2020 年人均食品烟酒支出及增速 7
图 17：2013 年以来我国高净值人群数量（万人） 8
图 18：2012 年、2022 年各财富阶层人群占比 8
图 19：2008 年以来高端“茅五泸”一批价 8
图 20：部分代表地区白酒主流价格带变化 8
图 21：2015 年以来部分区域酒企中高档产品结构情况 9
图 22：2016-2018 年全国现代商超中白酒分价位份额占比情况 9
图 23：安徽白酒市场各价格带份额占比情况 10
图 24：安徽白酒市场各价格带省内、省外品牌占比情况 10
图 25：徽酒企业所在地级市 11
图 26：省内分区域白酒消费特点 11
图 27：2013 年以来安徽省 GDP 及增速 11
图 28：2013 以来安徽省年末常住人口数量及增速 11
图 29：2000 年以来安徽主流价格带情况 12
图 30：2006 年以来安徽、江苏人均 GDP（元） 12
图 31：2013 年以来安徽、江苏居民人均可支配收入（元） 12
图 32：江苏市场产品结构情况 13
图 33：安徽市场产品结构情况 13
图 34：2016 年安徽本土品牌省内市场份额 13
图 35：2020 年安徽本土品牌省内市场份额 13
图 36：2014-2020 年安徽白酒上市公司营收（亿元） 14
图 37：2014-2020 年安徽白酒上市公司同比增速 14
图 38：公司多管齐下进行品牌塑造 16
图 39：徽酒上市公司销售费用（亿元） 17

图 40：古井贡酒品牌价值及增速情况 17
图 41：2016 年以来黄鹤楼酒收入及增速 19
图 42：公司对黄鹤楼进行全方位变革 19
图 43：年份原浆系列收入及占比情况 20
图 44：古井贡酒销量及平均吨价 20
图 45：古 8 及以上在年份原浆系列中占比情况 20
图 46：年份原浆系列产品结构升级情况 20
图 47：三通工程各阶段具体情况 21
图 48：三通工程的要求及表现 21
图 49：2020 年徽酒上市公司销售员工数量 22
图 50：安徽上市酒企及洋河销售员工人均薪酬（万元） 22
图 51：古 20 快速放量原因解读 24
图 52：古 20 中国品牌之旅 26
图 53：年份原浆系列和洋河梦 6+各渠道利润情况 26
图 54：2014 年以来华北市场收入及增速 27
图 55：2014 年以来华南市场收入及增速 27
图 56：2014 年以来公司销售毛利率 28
图 57：2014 年以来公司三费率 28
图 58：2020 年白酒上市公司销售费用率 28
图 59：2020 年白酒上市公司净利率 28
图 60：2014 年以来徽酒上市酒企及洋河权益净利率（摊薄） 29
图 61：公司 2014 年以来 ROE 分拆 29

表 目 录

表 1：公司部分高管履历 3
表 2：古井核心价值观 3
表 3：各档次白酒量价空间测算 9
表 4：安徽省内各价格带市场情况 10
表 5：四届全国评酒大会获奖名单 14
表 6：古井贡酒独特工艺方法 15
表 7：古井贡酒历史上斩获荣誉无数 15
表 8：公司产品矩阵情况 17
表 9：年份原浆系列产品定位及市场表现 18
表 10：公司持之以恒提升产品质量 19
表 11：深度分销模式与大商制对比 21
表 12：合肥市场竞争格局情况 24
表 13：洋河、古井产品结构及财务指标情况 27
表 14：分业务收入及毛利率情况 29
表 15：绝对估值假设条件 31
表 16：FCFF 估值结果 31
表 17：可比公司估值 32
附表：财务预测与估值 33

1 年份原浆有序升级，徽酒龙头行稳致远

古井贡酒是老八大名酒之一，也是徽酒市场的绝对龙头，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亳州。公司历史悠久底蕴深厚，渊源始于公元 196 年曹操将家乡亳州的“九酝春酒”和酿造方法进献汉献帝，自此成为皇室贡酒。新中国成立以来，凭借突出品质和独特风格，公司蝉联四届中国名酒，并获得“酒中牡丹”的美誉。2007 年管理层更换后公司革故鼎新，在重新聚焦白酒主业的基础上，打造以年份原浆为核心的产品矩阵，历经长年累月品牌建设和渠道精耕，成功拉开与省内竞品的差距，牢固确立徽酒霸主地位。当前公司聚焦发力次高端，加速推进全国化扩张，新百亿征程路径清晰。

1.1 忆往昔几度浮沉，看今朝荣耀复兴

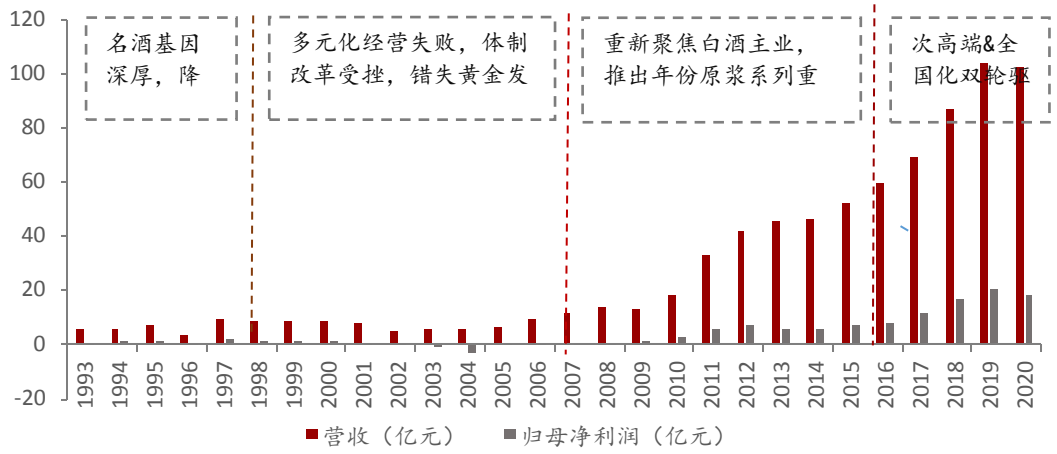
第一阶段（1963-1997）：名酒基因，锋芒初现。1959 年公司改制成为国营亳县古井酒厂，以“聂广荣”厂长为代表的老古井人筚路蓝缕、艰苦创业，通过“严抓工艺、狠抓质量”，产酒品质得到稳步提升。公司在 1963 年第二届全国评酒大会中斩获金质奖章，成为和茅台、五粮液齐名的老八大名酒，此后的三届中国名酒评选中均榜上有名，深厚的名酒基因由此奠定。在 1989 年国家严格限制公务用酒的背景下，公司创新性推出“降价降度”战略，收入和利润实现逆势增长，然而“降价降度”策略客观上造成产品价格偏低，对品牌力造成负面影响。

第二阶段（1998-2007）：多元化经营&管理层动荡，发展滞后掉队明显。在现金流充沛的背景下，彼时的管理层急于求成扩大规模，于上世纪 90 年代开始多元化扩张之路，一度涉足塑胶、矿泉水、啤酒、葡萄酒等 20 个子行业，因管理经验欠缺，古井多元化投资均告失败，核心白酒主业的竞争力被严重削弱。管理层试水国企 MBO 方式也因员工极力反对而流产，改革以失败告终。2007 年公司收入和归母净利润分别仅为 12 亿、0.3 亿，远远落后于茅台、五粮液、洋河等酒企。

第三阶段（2008-2015）：提出“回归与振兴”，年份原浆重塑品牌力。2007 年新上任的管理团队转变发展战略，确立“回归白酒主业、回归高端市场”的振兴计划，并在产品结构、渠道模式、组织结构等方面推进深度变革。在产品方面，推出定位中高端的年份原浆系列，并持续精简低端 SKU；在渠道方面，通过“三通工程”推动渠道精耕细作；在组织方面，开启股权混合所有制改革，引进外部战略投资者。精耕安徽市场和聚焦年份原浆系列取得突出成效，古井贡酒不仅牢固确立徽酒龙头地位，也是少有的在行业三年深度调整期实现营收连续正增长的白酒企业。

第四阶段（2016-至今）：把握结构性扩容机遇，次高端与全国化双轮驱动。2016 年白酒行业开始复苏，公司紧抓消费升级机遇，品牌建设高举高打，连续冠名央视春晚拉升品牌高度，品牌影响力逐步从省内迈向全国。此外，公司推进年份原浆系列结构升级，推出古 20、年三十等更高价位单品，渠道上深化“三通工程”，通过并购黄鹤楼进入湖北市场。公司于 2019 年实现营收百亿的历史突破，大幅拉开与省内竞争对手的差距，徽酒霸主地位进一步强化。当前公司聚焦发力次高端，古 20 取得历史突破，全国化扩张渐入佳境，新百亿征程路径清晰。

图 1：公司发展历程梳理

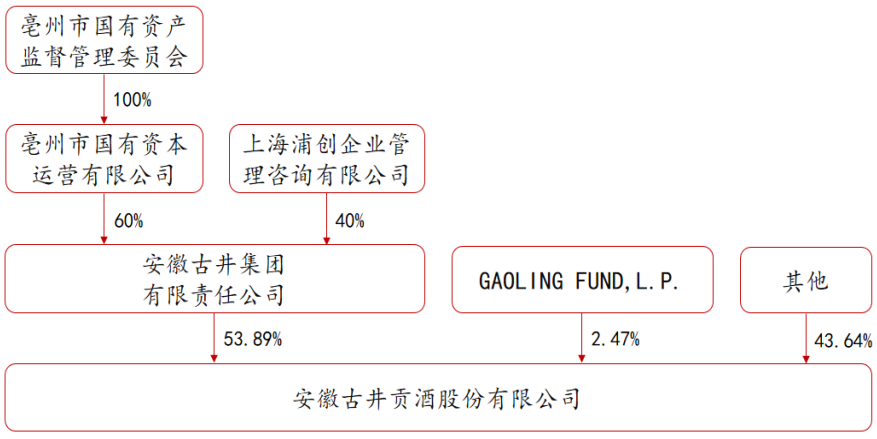


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，管理团队经验丰富

国有控股，股权结构稳定。公司实际控制人为亳州市国资委，亳州市国资委通过亳州市国有资本运营有限公司控股古井集团。古井集团是古井股份公司的控股股东，直接持股比例为 53.89%；古井集团第二大股东为上海浦创，但是上海浦创并不直接参与古井集团公司和股份公司的经营管理。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层年富力强，经验丰富执行力强。董事长梁金辉为一线销售出身，2008 年就开始主管公司销售，梁总主导下公司进行营销体系重构，并推出年份原浆系列重塑品牌形象。梁总对于市场营销有着系统的理论总结和丰富的实战经验，对公司经营和市场运作有着深刻见解。公司其他高管大多出自内部的销售、生产、财务一线，均具备丰富的一线实战经验。

表 1：公司部分高管履历

姓名	年龄	现任职务	学历	过往履历
梁金辉	55	党委书记、董事长	硕士	历任亳州销售有限公司市场总监、总经理，公司副总经理、总经理，公司第七、八届董事会董事长。
李培辉	48	古井集团公司党委副书记、总裁	硕士	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，古井集团常务副总裁、财务总监。
周庆伍	47	党委副书记、董事、总经理	硕士	历任亳州古井包装材料有限公司董事长、总经理，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	48	董事、常务副总经理、销售公司总经理	硕士	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	51	董事、副总经理黄鹤楼酒业董事长	本科	历任公司财务部财务二科副主任、主任，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。
叶长青	47	董事、副总经理、总会计师、董事会秘书	硕士	历任古井集团审计部主审、审计部副经理、审计监察部副总监、总监

数据来源：公司公告，西南证券整理

价值观兼济天下，内部生态风清气正。古井贡酒的企业文化厚重而具体，愿景是做中国最受欢迎、最受尊重的白酒企业，核心价值观可概括为“做真人，酿美酒，善其身，济天下”，简短 12 字的背后内涵丰富，既有“做人”与“做酒”的统一，又有“个人”与“天下”的统一，它将员工、企业、社会有机地融合起来，体现出公司的大格局和责任感。与此同时，公司坚持“一品，二勤、三能、四廉”的用人理念，努力打造“人正事正、公平公正、风清气正”的企业生态，绩效和薪酬考核都向销售和生产一线倾斜，在生产或销售条线的工作经历是内部管理人员的提拔和晋升的必要条件，厚重的企业文化和公正的用人理念是推动古井健康发展的不竭动力。

表 2：古井核心价值观

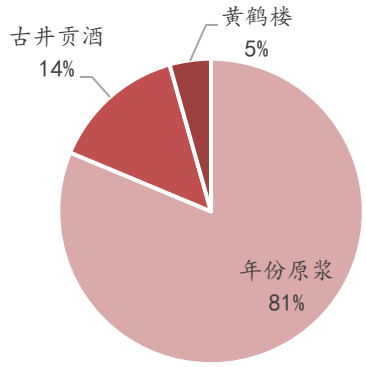
古井价值观	具体内涵
做真人	诚实守信，按规律办事，按科学办事，此为古井贡酒的立身之本
酿美酒	精益求精，崇尚工匠精神，追求极致主义，此为古井贡酒的从业之道
善其身	正己安人，严守法度，心存敬畏，此为古井贡酒的基本操守
济天下	立德扬善，大爱无疆，情怀天下，此为古井贡酒的崇高追求

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 业绩稳健增长，产品结构优化

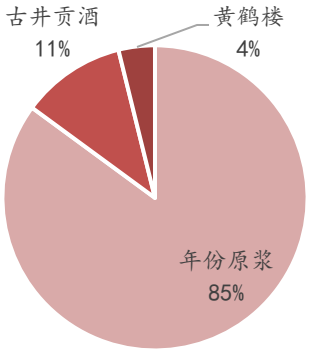
主营业务结构：公司产品主要包括年份原浆系列、古井贡酒、黄鹤楼系列三大类，其中年份原浆系列产品覆盖高端、次高端、中端的产品，古井贡酒定位中低端价位，黄鹤楼主要聚焦湖北市场，2020 年三者营收占比分别为 81%、14%、5%。从毛利端看，年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼的毛利贡献比重分别为 85%、11%、4%，年份原浆系列的稳健增长是公司发展的核心驱动力。

图 3：公司 2020 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

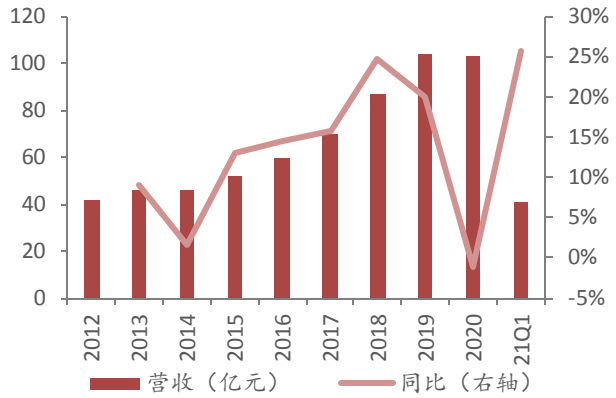
图 4：公司 2020 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

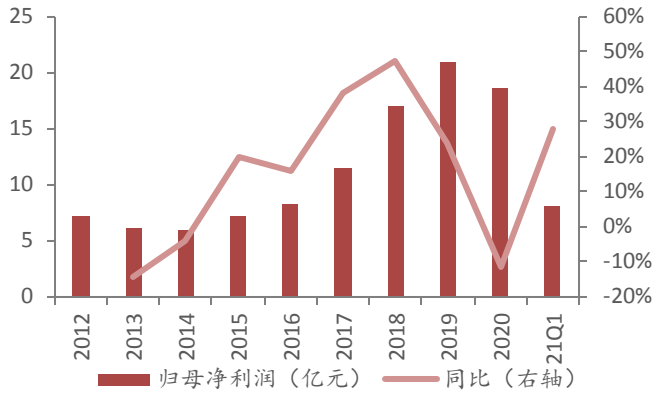
业绩状况：2012 年开始的“限制三公消费”和“反腐”政策对白酒消费产生较大冲击，名优白酒收入和利润普遍承压，公司通过精准占位省内主流价格带，对安徽基地市场进行精耕细作，成为为数不多的营收连续正增长的酒企。2016 年以来，受益于消费升级和大众消费崛起， 2015-2019 年公司营收复合增速 18.7%；从利润端看，受益于产品结构优化和直接提价，公司同期归母净利润增速为 30.8%，利润增速显著高于营收增速，盈利能力不断增强。2020 年新冠疫情对白酒消费造成较大冲击，黄鹤楼酒所受冲击尤甚，2020 年公司营收、归母净利润增速分别为-1.2%、-11.6%。伴随需求复苏和较低基数，21Q1 公司收入、归母净利润增速分别为 25.9%、27.9%；若以未受疫情冲击的 19Q1 为基准，21Q1 收入、归母净利润增速分别为 12.6%、4.0%，重新恢复良性增长。

图 5：公司 2012 年以来营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2012 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 受益消费升级，区域名酒产品结构持续优化

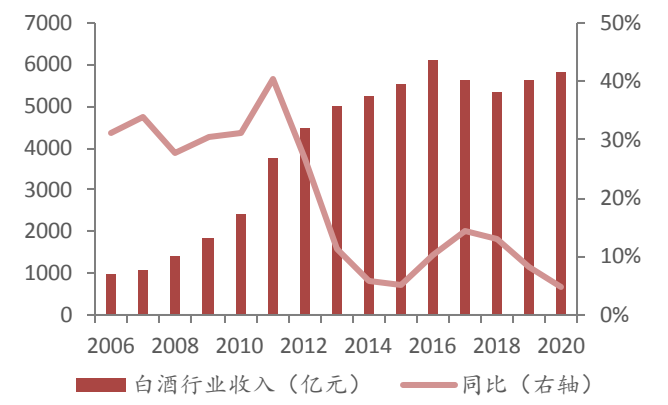
本轮白酒复苏以来，居民健康意识和品牌意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”的消费理念逐步成为全社会共识。在上述因素驱动之下，当前规模以上白酒企业产量持续下降，行业呈挤压式增长，各档次白酒间分化加剧，具体表现为名优白酒量价齐升，中低端白酒销量持续萎缩，市场份额加速向名酒集中。随着居民人均可支配收入的提高和白酒主流消费价格带的稳步上移，区域性名酒纷纷发力次高端和中高端产品，推动产品结构不断优化。在行业挤压式增长大背景下，区域龙头依托品牌和渠道优势，将持续享受消费升级和市场份额集中的红利。

2.1 行业呈挤压式增长，区域名酒产品结构优化

2.1.1 行业呈挤压式增长，集中度加速提升

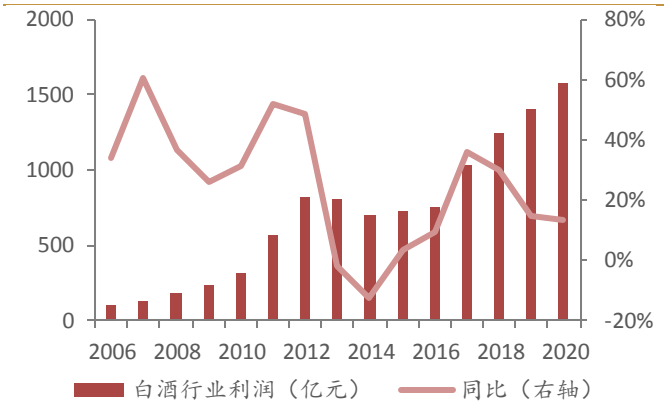
行业呈挤压式增长，结构升级态势明显。2002-2012 年是白酒行业量价齐升的黄金十年，在此期间营收、利润均保持双位数以上高增长，2013-2015 年因“限制三公消费”和“反腐”政策冲击，行业进入三年深度调整。2016 年前后去渠道库存较为理想，行业弱复苏，挤压式增长明显，随着居民收入提升和大众消费崛起，名酒白酒带动行业增长；从利润端看，受益于产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润增速显著高于营收增速，盈利能力持续增强。

图 7：2006 年以来规模以上酒企营收总额及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理。注：增速为规模以上酒企可比口径计算。

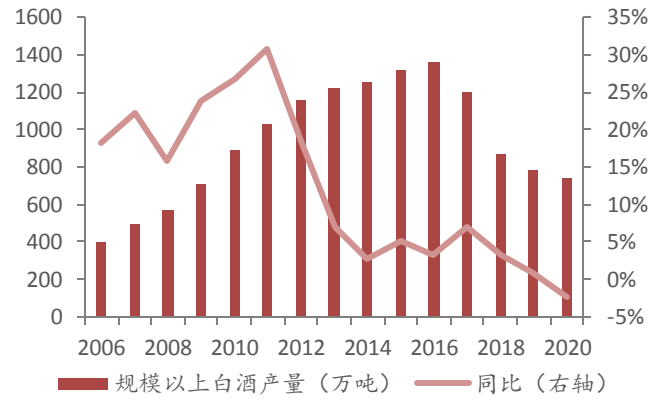
图 8：2006 年以来规模以上酒企利润总额及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理。注：增速为规模以上酒企可比口径计算。

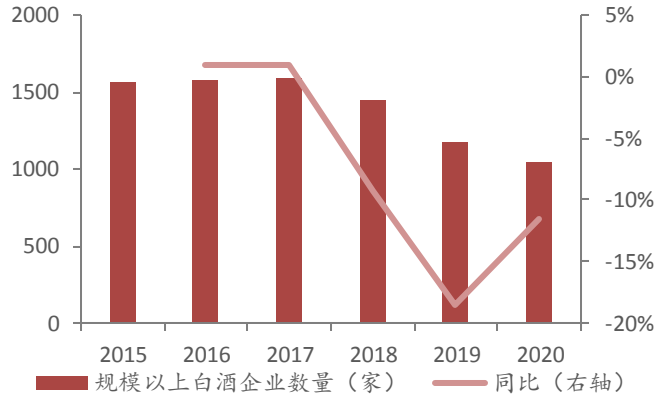
白酒产量见顶回落，业内竞争占据主导。2002-2012 年是白酒行业的黄金十年，行业规模快速扩容；白酒行业三年深度调整之后，居民品牌和健康意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”成为全社会共识。伴随“限制三公消费”及“严查酒驾”等，白酒消费更加理性，规模以上白酒企业产销量见顶回落；2020 年规模以上白酒产量（可比口径）为 741 万吨，同比 -2.5%；规模以上白酒企业数量由 2015 年的 1563 家减少至 2020 年为 1040 家，行业已转变为存量市场，业内竞争占据主导，且竞争态势愈发激烈。

图 9：我国规模以上酒企白酒产量及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

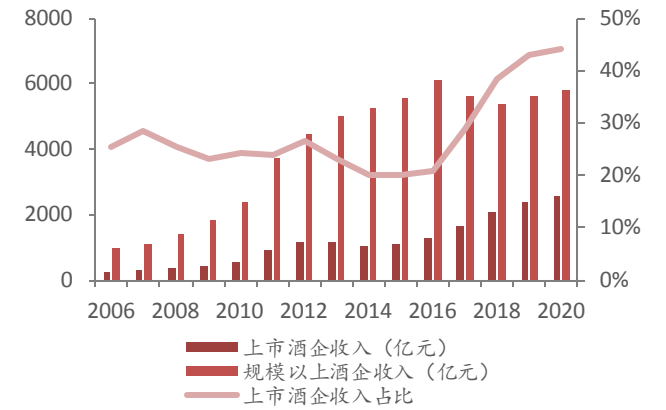
图 10：我国规模以上酒企数量及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

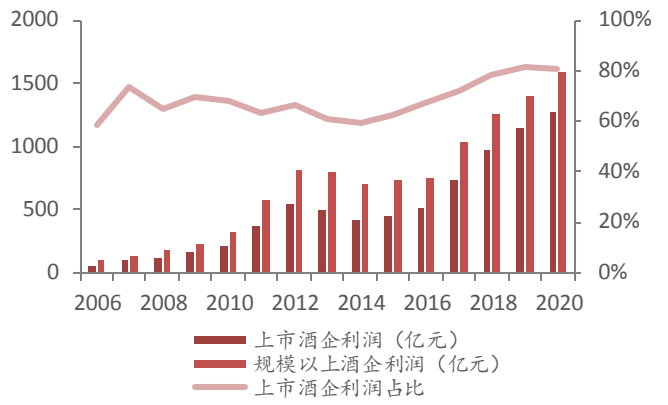
结构性繁荣特征明显，名优白酒市占率快速提升。本轮白酒复苏以来，“弱增长，强分化”的结构性繁荣特征十分明显。在此背景下，名优白酒品牌和渠道优势越发明显，市场份额加速向名优白酒集中。白酒上市公司（多为名优白酒）的收入和利润市占率分别从 2015 年的 20%、62%提升至 2020 年的 44%、81%。特别是自 2017 年以来，在居民消费升级步伐显著加快的背景下，名优白酒迎来爆发式增长，上市公司份额占比快速提升。

图 11：上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况



数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

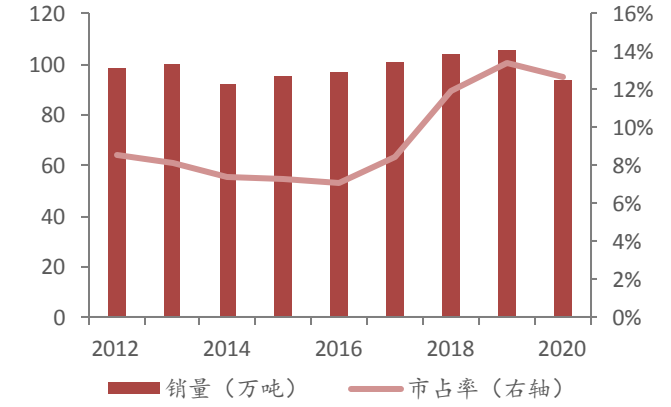
图 12：上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况



数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

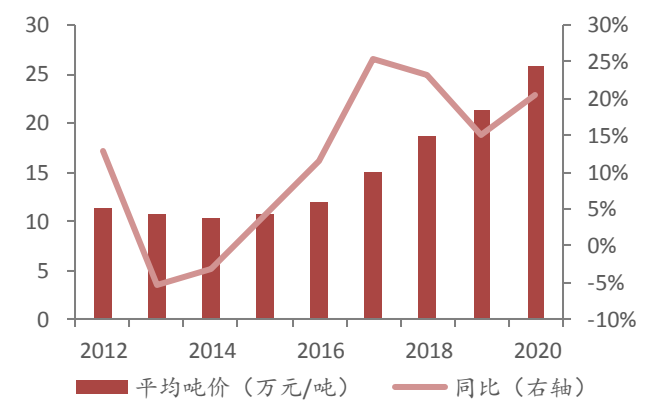
名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。2020 年上市酒企销量（不含顺鑫）市占率仅为 12.7%（剔除顺鑫原因主要系其产品多为低端酒且在上市酒企销量占比超 40%，剔除之后能够更好反映销量和吨价发展趋势），名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。上市酒企（不含顺鑫）销量由 2015 年的 95.1 万吨提升至 2019 年为 105.5 万吨，年均复合增速为 3.4%；2020 年由于疫情冲击，上市酒企销量仅为 93.8 万吨。与此同时，受益于直接提价和产品结构升级，平均吨价由 2015 年的 10.8 万元/吨稳步提升至 2020 年为 25.8 万元/吨，年均复合增速达 19%。

图 13：除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速

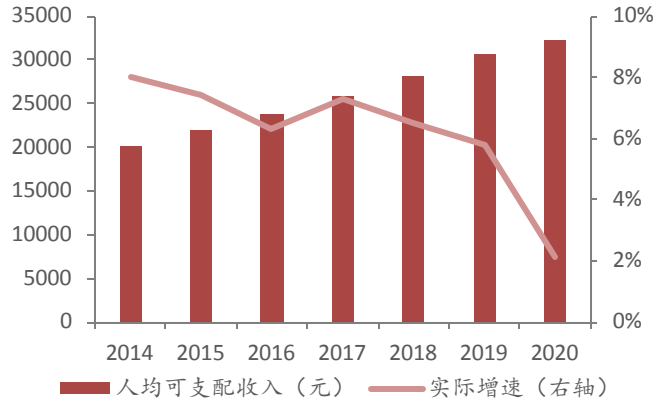


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.2 居民收入稳步提升，消费升级如火如荼

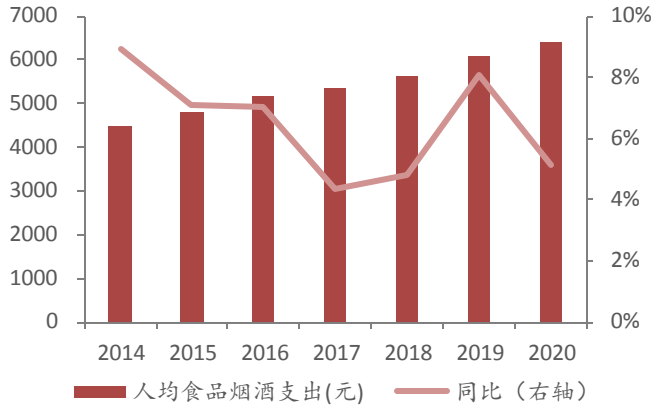
随着中国经济快速发展，城镇居民人均可支配收入和人均食品烟酒支出稳步提升。最近五年居民人均可支配收入增速 7%左右，居民收入的稳步提升为消费升级奠定坚实基础。与此同时，居民人均食品烟酒支出从内 2014 年的 4494 元稳步提升至 2020 年的 6397 元，年化复合增速为 6.1%，保持较快增长。

图 15：2014-2020 年居民人均可支配收入及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

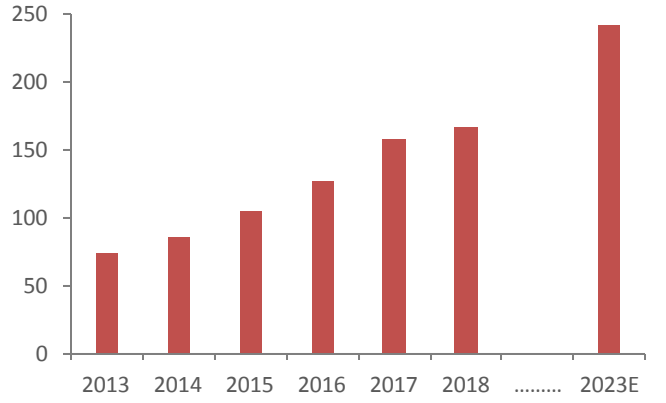
图 16：2014-2020 年人均食品烟酒支出及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

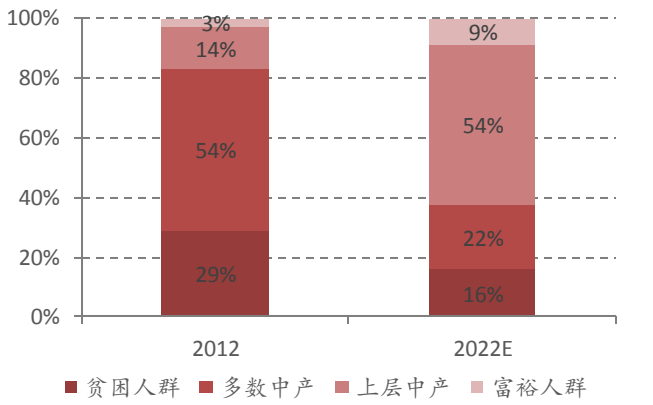
过去十年中国经济快速发展，带动高净值人群和中产阶级人群快速壮大。以可投资资产 1000 万人民币作为高净值人群标准，我国高净值人群数量由 2010 年的 73 万人爆发式增长至 2018 年 167 万人，预计 2023 年将达到 241 万人，2018-2023 年 CAGR 为 7.6%。与此同时，随着经济转向高质量发展，第三产业占比稳步提升，更多高收入岗位涌现，驱动中产及富裕群体持续壮大，预计 2022 年富裕人群和上层中产所占比例相较于 2012 年均有较大幅度提升。

图 17：2013 年以来我国高净值人群数量（万人）



数据来源：波士顿咨询，中国产业信息网，西南证券整理

图 18：2012 年、2022 年各财富阶层人群占比

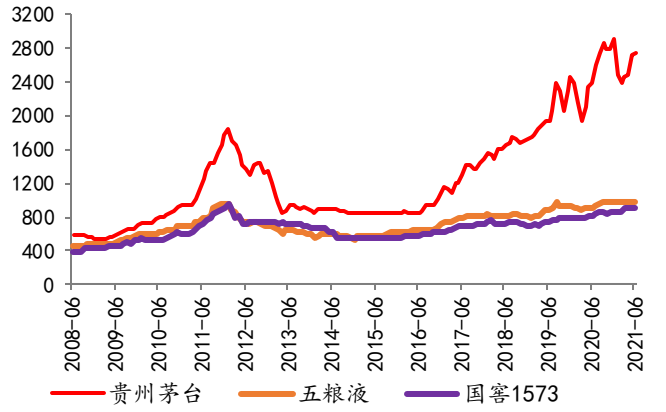


数据来源：波士顿咨询，中国产业信息网，西南证券整理

2.1.3 区域名酒产品结构持续优化，市场增长空间广阔

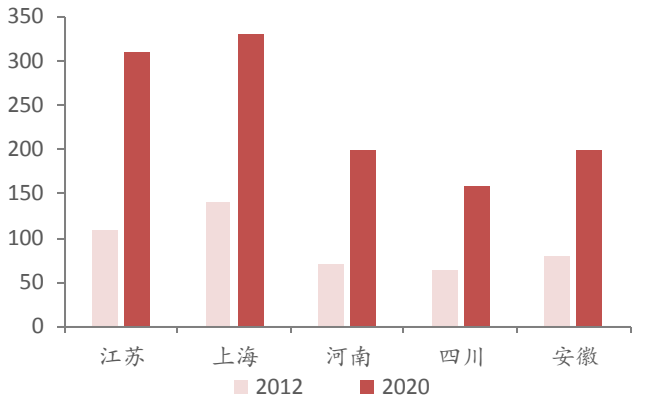
在居民收入提高和财富阶级壮大的背景下，中高档白酒消费升级如火如荼。本轮复苏以来，高端“茅五泸”一批价不断走高，高端白酒的提价为次高端和中高端白酒价格上升打开了空间。在全国范围来看，主流婚宴用酒价格升级至 150-300 元。在江浙沪等经济发达地区，婚宴、商务聚餐用酒已升级到 300 元以上次高端价格带；中西部白酒消费大省地级市主流价格带在 150-200 元之间，省会主流消费价格带已提升至 200 元以上。

图 19：2008 年以来高端“茅五泸”一批价



数据来源：渠道调研，西南证券整理

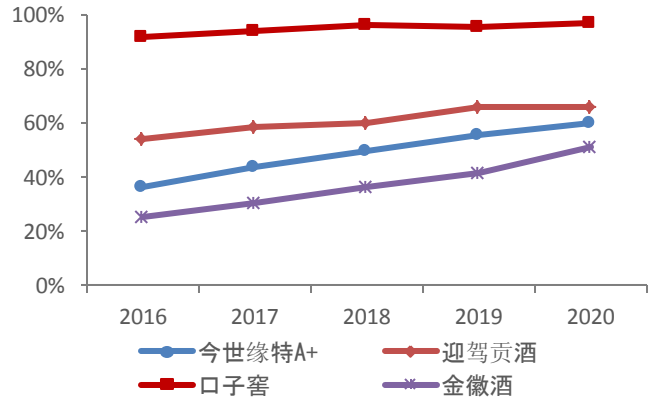
图 20：部分代表地区白酒主流价格带变化



数据来源：酒业家，微酒，西南证券整理

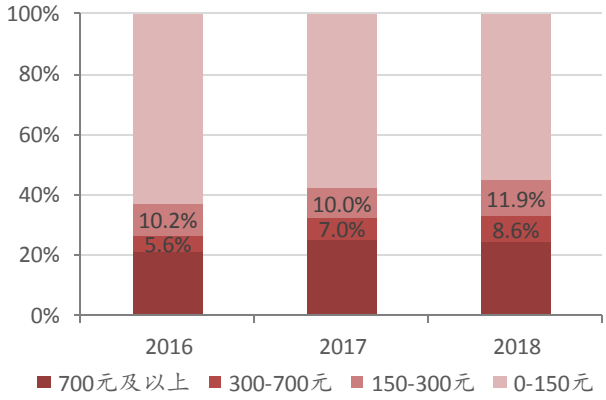
在高端“茅五泸”提价和省内主流价格带上移双重作用下，区域性名酒企业加快产品结构升级的步伐。从价的角度看，通过直接提价和产品结构升级，平均吨价稳步上移；从量的角度看，随着各区域主流价格带上移，过去中低端消费需求转移至中高端、次高端，由此带来量的增长。自 2016 年以来，区域名酒产品结构持续优化，中高端白酒占比稳步提升。在全国现代商超中，区域名酒集中发力的 150-300 元的中高端价格带，300-700 元次高端价格带份额占比稳步提高，区域性名酒消费升级态势良好。

图 21：2015 年以来部分区域酒企中高档产品结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：各家酒企划分中高档产品的标准并不相同

图 22：2016-2018 年全国现代商超中白酒分价位份额占比情况



数据来源：尼尔森，糖酒快讯，西南证券整理

区域名酒发力次高端和中高端价格带，一方面通过积极布局 300-800 元次高端价格带，把握次高端快速扩容的机会；另一方面随着主流价格带上移，100-300 元价格带将小幅扩容，区域强势名酒依托品牌和渠道优势，持续攫取中小酒企的市场份额。从定量测算来看，预计 2020-2025 年次高端、中端分别有 156%、10.4%的增长空间，各档次白酒市场空间定量测算如下：

表 3：各档次白酒量价空间测算

	2020 年	2025E	年均复合增速	累计增长空间
高端白酒（800 元以上）				
销量（万吨）	7.5	11.5	9%	
单价（万元/吨）	200	280.5	7%	
销售额（亿元）	1500	3237	16.6%	115.8%
次高端白酒（300-800 元）				
销量（万吨）	10	15.7	15%	
单价（万元/吨）	60	81.4	5%	
销售额（亿元）	600	1540	20.8%	156.0%
中端白酒（100-300 元）				
销量（万吨）	95	95	0%	
单价（万元/吨）	20	22	2%	
销售额（亿元）	1900	2097	2.0%	10.4%
低端白酒（100 元以下）				
销量（万吨）	670	513	-4.0%	
单价（万元/吨）	3	3.2	2.0%	
销售额（亿元）	1836	1652	-2.1%	-10.0%
合计				
销量（万吨）	741	635	-3.0%	-14.3%
销售额（亿元）	5836	8526	7.9%	46.1%

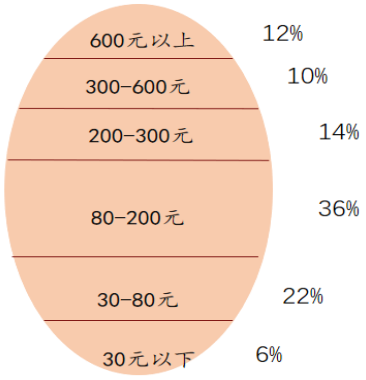
数据来源：国家统计局，微酒，西南证券整理

2.2 徽酒市场升级空间广阔，一超两强格局初定

2.2.1 本土品牌强势，价格带错位竞争

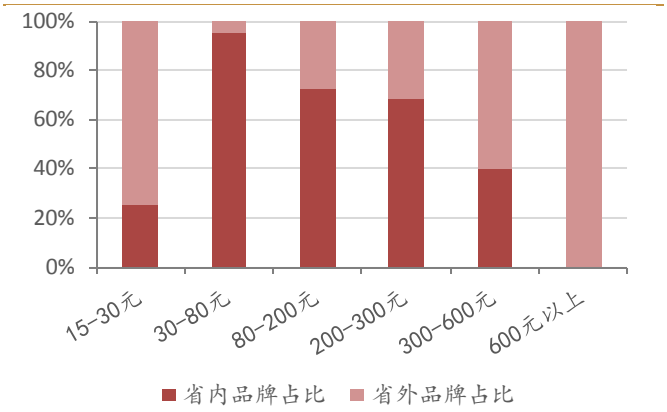
徽酒产品结构呈橄榄球型，本土品牌较为强势。安徽作为半封闭的市场，当前徽酒市场消费结构呈橄榄球型，其中 80-200 元份额达 36%，次高端及以上占比仅为 22%。徽酒本土品牌在 30-300 元价格带具有绝对优势，具体原因如下：1）当地消费者对本土品牌从小耳濡目染，地缘情结浓厚；2）一方面本土品牌在省内市场长期精耕细作，垄断 30-300 元价格带省内优质经销商资源；另一方面徽酒企业通过买断，免费铺货等手段狙击进入的省外品牌。

图 23：安徽白酒市场各价格带份额占比情况



数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

图 24：安徽白酒市场各价格带省内、省外品牌占比情况



数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

徽酒市场竞争激烈，各价格带错位竞争。安徽白酒市场素来竞争激烈，从白酒行业“东不入皖，西不入川”的行话就可见一斑。由于品牌力和渠道力的差异，省内、省外品牌占据不同价格带，错位竞争明显，其中茅台、五粮液、国窖占据 800 元以上价格带；古 20、古 16、洋河梦、剑南春等品牌力和渠道力优秀的次高端主导 300 元以上价格带；古 5/8、口子 5/10、洞 6/9 等省内强势品牌主导 80-300 元主流价格带；百年迎驾贡、迎驾银星、宣酒、高炉家等品牌占据 30-80 元价格带；牛栏山、老村长、金种子等占据 30 元及以下价格带。

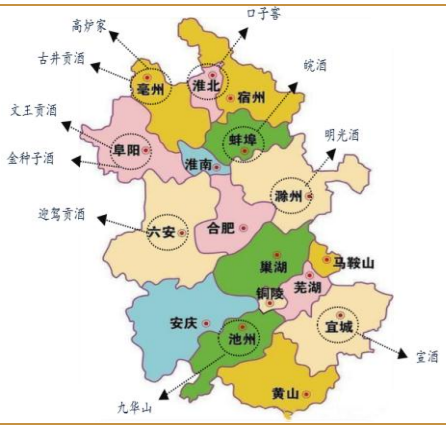
表 4：安徽省内各价格带市场情况

价格带	省内容量（亿元）	市场竞争特点	代表品牌
600 元以上	35	省内龙头品牌力欠缺，该价格带基本被全国一线名酒占据	飞天茅台、普五、国窖 1573 等
300-600 元	35	全国性次高端名酒份额较大，省内龙头积极布局，古 20 快速放量	古 16/20、剑南春、洋河天/梦、青花汾酒、口子 10/20、洞藏 16/20 等
200-300 元	40	省内龙头品牌和渠道力都占优势，占据主要市场份额	古 8、洞藏 9、口子初夏、洋河海之蓝、郎酒等
80-200 元	105	需要一定的品牌力和渠道力，绝大部分市场份额被省内领军企业占据	口子 5/6、迎驾金星、洞藏 6、古井献礼版等
30-80 元	65	价格带密集，品牌分散，主要依靠渠道，省内二三线酒企占据大部分市场份额	汾酒、迎驾银星、百年迎驾贡、宣酒、高炉家等
30 元以下	18	利润率较低，主要被省外低端酒占据	牛栏山、老村长、枝江酒等

数据来源：佳酿网，微酒，西南证券整理

徽酒企业数量众多，三大区域特点鲜明。安徽历来是白酒产销大省，省内白酒企业数量众多，且散布于省内各个地级市，省内皖北、皖中、皖南这三大区域经济基础和消费特点各不相同，因此徽酒品牌呈现分区域占有的市场竞争格局。除古井贡酒和口子窖渠道覆盖全省所有地级市以外，其他省内酒企一般都是以公司所在地以及附近区域为大本营，在深耕大本营的基础上，再缓慢向省内其他区域扩张。

图 25：徽酒企业所在地级市



数据来源：酒业家，西南证券整理

图 26：省内分区域白酒消费特点

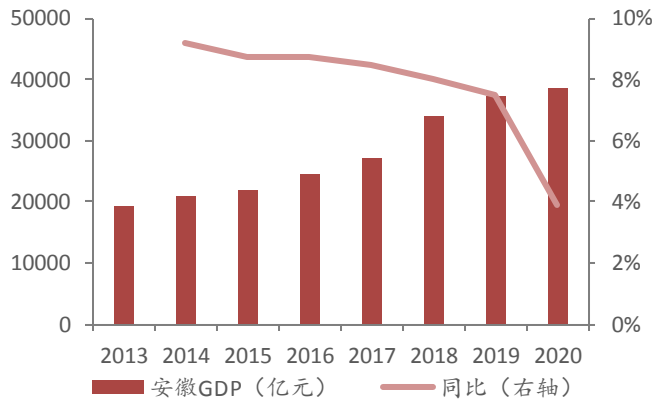
	市场特点	主流价格带
皖北	饮酒量大，人口基数大，市场容量大，经济基础弱	60-120元
皖中	政商务消费量大，市场容量大，省会经济基础较好	80-200元
皖南	饮酒量较小，人口基数小，整体市场容量偏小	80-130元

数据来源：佳酿网，糖酒快讯，西南证券整理

2.2.2 主流价格带稳步上行，省内消费升级空间广阔

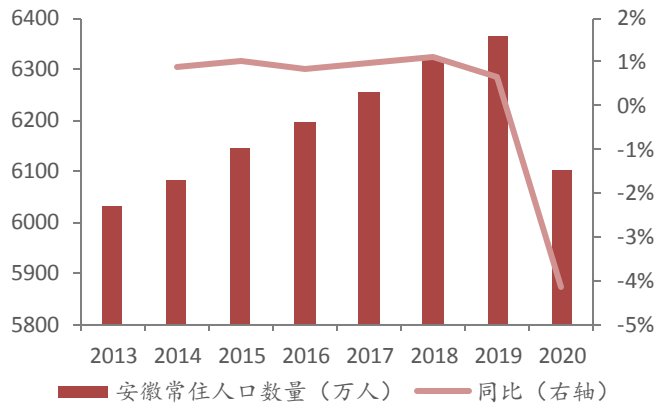
近年来安徽经济发展态势良好，2016-2020 年连续五年 GDP 增速均显著高于全国平均水平，2020 年疫情冲击下安徽省 GDP 仍实现 3.9%的较快增长，居民消费升级基础扎实。与此同时，安徽省内常住人口总数从 2010 年的 5950 万人逐步增长至 2020 年的 6103 万人，总体呈现正增长，白酒基础消费人群稳中有升。在经济稳中向好和人口增长的共同作用下，省内白酒消费升级空间广阔，市场容量将保持稳步扩容。

图 27：2013 年以来安徽省 GDP 及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

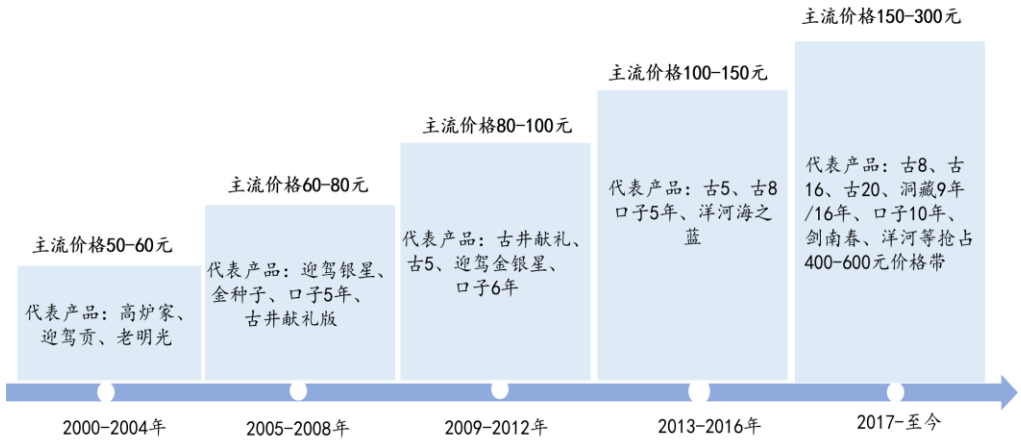
图 28：2013 以来安徽省年末常住人口数量及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理。注：安徽 2020 年人口数据来自第七次人口普查公报，统计口径或有所差异。

省内主流价格带稳步提升，产品升级需紧跟潮流。随着安徽省经济快速发展和人均可支配收入的提升，过去 20 年省内白酒主流价格带持续上移。主流价格带的变迁伴随着品牌的崛起和落寞，20 世纪初高炉家还是省内龙头，由于没有及时进行产品结构升级而后落寞；与之形成鲜明对比的是，古井于 2008 年推出年份原浆系列，提前卡位主流价格带之上，广泛宣传后得到消费者认可，年份原浆系列的成功培育助力古井夯实省内龙头的地位。当前省会合肥白酒消费主流价格带已经站上 200 元，在省会市场的带动下，未来将有更多地级市向合肥看齐。

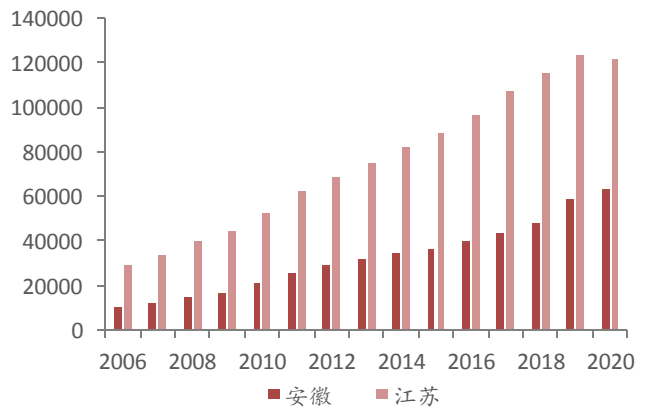
图 29：2000 年以来安徽主流价格带情况



数据来源：酒业家，微酒，西南证券整理

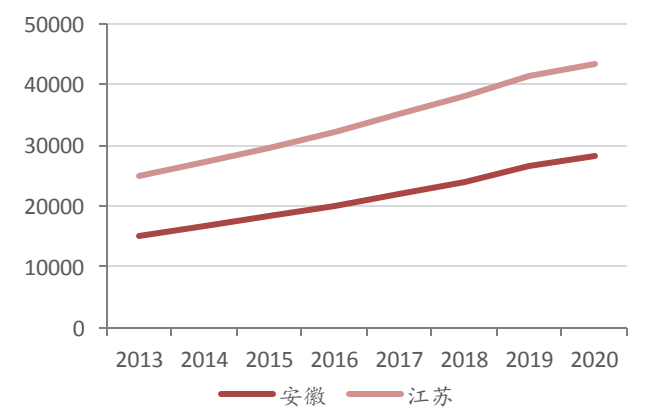
参考江苏市场，安徽消费升级空间巨大。江苏和安徽同为白酒消费大省，两者地缘相近，饮酒风俗与文化相似，江苏的消费升级路径可供安徽参考。从居民人均可支配收入看，江苏领先安徽 6-7 年左右，2018 年江苏白酒主流消费价格带到达 300 元大关，预计在 2025 年安徽主流价格带有望升至 300 元左右。从消费结构上看，当前江苏省次高端及以上白酒占比为 44%，而同期安徽省次高端及以上比重仅为 22%左右，伴随着安徽省经济持续高增长，白酒消费结构将向当前江苏市场所看齐，产品结构升级空间广阔。

图 30：2006 年以来安徽、江苏人均 GDP（元）



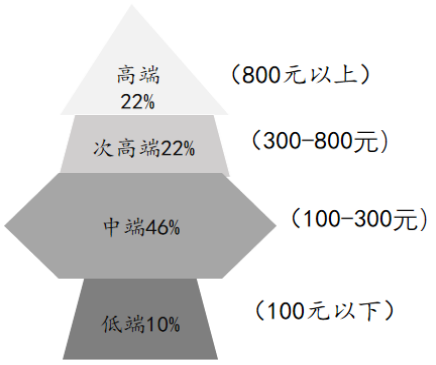
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 31：2013 年以来安徽、江苏居民人均可支配收入（元）



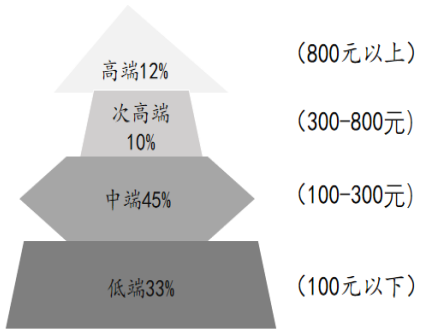
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 32：江苏市场产品结构情况



数据来源：云酒头条，微酒，西南证券整理

图 33：安徽市场产品结构情况

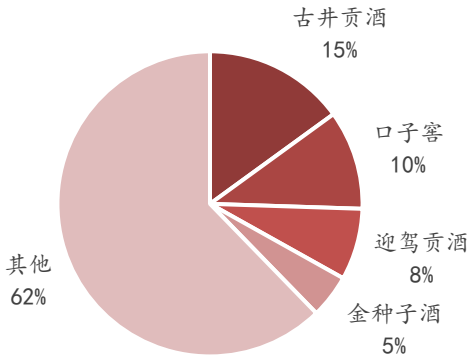


数据来源：云酒头条，微酒，西南证券整理

2.2.3 省内竞争格局逐渐清晰，一超两强格局已定

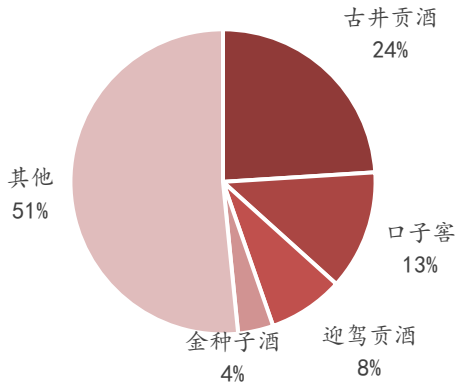
行业挤压式增长的大背景下，徽酒市场竞争有所加剧，地方中小酒企承压明显，市场份额加速向龙头集中。2016-2020 年古井贡酒、口子窖的市场份额有不同程度上升，其中古井贡酒份额提升幅度最大，是省内份额集中的最大受益者。与之形成鲜明对比的是，金种子酒由于产品结构升级滞后，市场份额下滑明显。当前省内 CR3 市场份额尚不到 50%，龙头市占率提升空间广阔，在强者恒强的规律下，省内龙头将继续依托品牌和渠道优势进一步挤压二三线酒企份额。

图 34：2016 年安徽本土品牌省内市场份额



数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

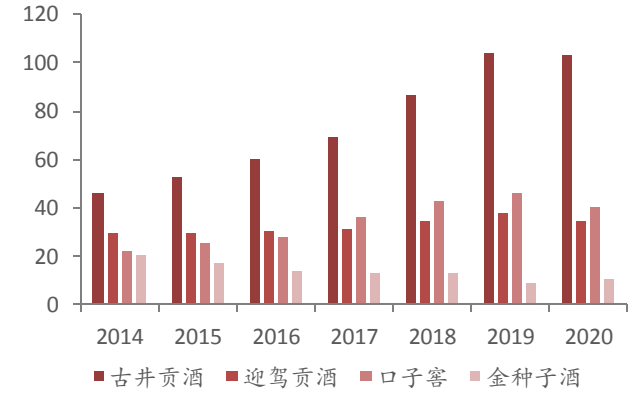
图 35：2020 年安徽本土品牌省内市场份额



数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

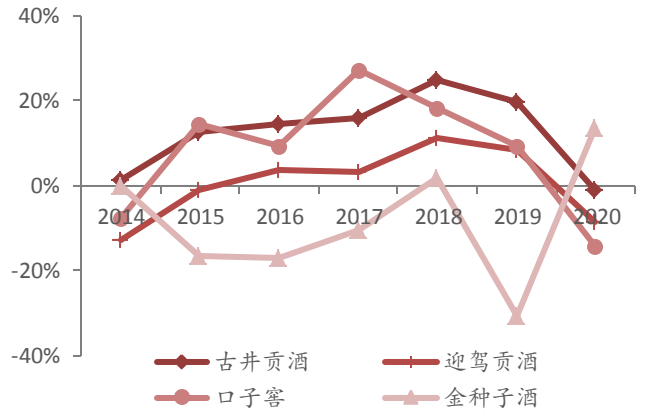
近年来徽酒市场分化加剧，2019 年古井贡酒营收破百亿大关，营收已是口子窖、迎驾贡酒两倍有余，且在体量巨大的情况下，营收、利润增速双双领先，一超格局已然形成。口子窖和迎驾贡酒整体稳健，两强格局稳固。与之形成强烈对比的是，以金种子酒为代表的省内二三线酒企产品升级较为滞后，收入和利润持续承压，市场份额持续被省内龙头攫取。

图 36：2014-2020 年安徽白酒上市公司营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：2014-2020 年安徽白酒上市公司同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 品牌、产品、渠道三位一体，成就徽酒霸主地位

依托深厚的名酒基因与长年累月的品牌建设，古井品牌影响力逐步从省内辐射至全国，品牌力足够支撑全国化扩张；与此同时，依托三通工程与古井营销铁军，公司渠道管控和市场运作能力行业领先；在品牌和渠道协同发力下，年份原浆系列大获成功并实现连续高增长，推动产品结构持续优化。公司从竞争激烈的徽酒市场脱颖而出，是管理层战略清晰、执行到位、长期投入的结果；在优秀管理赋能下，公司已经在品牌、产品、渠道上积蓄起强大的发展势能，长期发展动力十足。

3.1 品牌端：名酒基因深厚，具备复兴和全国化基础

3.1.1 历史沉淀深厚，品牌内涵丰富

徽酒龙头底蕴深厚，名酒基因深入人心。公司渊源可追溯至东汉末年，彼时曹操把家乡亳州的九酝春酒及其酿造工艺进献给汉献帝，自此九酝春酒成为宫廷贡酒，《九酝酒法》也成为沿用至今最完整的酿酒古法；古井贡酒传承了 1800 多年的酿酒秘籍，千年贡酒的正统基因得以延续和升华，是名副其实的“中华第一贡”。1959 年公司改制以来，以聂广荣厂长为代表的老古井人筚路蓝缕、艰苦创业，产酒品质和综合实力站上新台阶；依托突出品质和独特风格，公司蝉联四届中国名酒，深厚的名酒基因由此奠定。

表 5：四届全国评酒大会获奖名单

时间	评选结果	获奖品牌
1963 年	八大名酒	五粮液、**古井贡酒**、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	八大名酒	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲酒、五粮液、**古井贡酒**、董酒、剑南春、洋河大曲酒
1984 年	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	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

数据来源：中国酒业协会，酒业家，西南证券整理

酒中牡丹，风格鲜明内涵丰富。公司所在地安徽亳州位于北温带南部，属暖温带半湿润季风气候区，气候湿润，雨量适中，适合酿酒微生物的生长，是公认的世界十大烈酒产区之一。公司秉承千年的九酝古法，于桃花盛开时制曲，采千年魏井无极水，在国保窖池发酵，基酒历经反复勾调、品评、调味，窖藏定型后才最终灌装出厂。从工艺技法看，公司采用的多粮投料、“三高一低”、“三清一控”等独特技术和分层出池、小火馏酒、量质摘酒等多道工序，绝佳的酿酒环境和独特的古法工艺赋予古井贡酒“色清如水晶，香纯似幽兰，入口甘美醇和，回味经久不息”的鲜明风格，公司也由此获得“酒中牡丹”的美誉。

表 6：古井贡酒独特工艺方法

酿造工艺	具体内容
九酝古法	《九酝酒法》源自公元 196 年曹操向汉献帝献酒，是我国有文字记载的最古老酿酒方法，2018 年被吉尼斯世界纪录认证为现存最古老的蒸馏酒酿造方法
桃花春曲	年份原浆所采用的桃花曲为春曲，只在桃花盛开的时候制作，此时空气温湿、微生物活动旺盛，能产生较高的糖化率和蛋白质分解力，方可制作出最好的酒曲
无极之水	年份原浆所用的千年魏井无极之水，PH 值为 7.7 呈弱碱性，含有 20 多种微量元素，是优质天然矿泉水，水质清冽甘甜，酿酒尤佳
国保窖池	年份原浆的酝酿窖池源自明代正德十年（公元 1515 年）的公兴槽坊，窖池内的窖泥富含 600 多种有益微生物群，有着“软黄金”的称号
原酒精华	年份原浆历经 128 道精严工序而成，经双择工艺苛选出的精华原酒，以特制容器封藏，送入常年恒温恒湿的地下酒窖封藏多年

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 7：古井贡酒历史上斩获荣誉无数

评奖时间	获奖内容
1963 年	第二届全国评酒大会斩获金质奖章，成为老八大名酒
1987 年	古井贡酒亮相人民大会堂国宴厅，成为国宴用酒
1988 年	古井贡酒荣获巴黎第十三届国际食品博览会白酒唯一金奖
1988 年	古井贡酒荣获轻工部质量管理奖和“全国轻工行业先进集体”称号
1989 年	古井贡酒荣获“全国轻工业先进集体”称号
1998 年	“古井贡”被认定为第一批中国驰名商标
2013 年	古井贡酒酿造遗址入选第七批“国保”
2018 年	《九酝酒法》获“世界上最古老的蒸馏酒酿造方法”吉尼斯世界纪录
2019 年	2019 年中国酒类品牌价值新鲜出炉，其中古井贡酒以 1469.8 亿位居全国第四、安徽第一

数据来源：公司官网，酒业家，西南证券整理

3.1.2 品牌建设高举高打，品牌高度持续提升

战略清晰执行到位，坚定推进品牌复兴。2007 年新管理层上任以来，公司弥补品牌宣传短板，十余年来高举高打投入品牌建设，并逐步将品牌影响力从省内辐射至全国。分时间段来看：1）2007 年新管理层推动内部整合和产品聚焦，于 2008 年推出高价位的年份原浆系列重塑品牌力，摆脱过往低价形象；2）行业三年深度调整期间，在其他企业纷纷缩减费用之际，公司逆势增加品牌塑造费用，广告宣传费从 2012 年的 5.7 亿元大幅提升至 2015

年的 8.2 亿元，品牌力实现快速拉升；3）2016 年以来，公司连续赞助央视春晚，密集亮相重大事件，培育古 20 等高端产品，品牌影响力从省内逐步辐射至全国。

营销宣传多管齐下，品牌塑造能力突出。2016 年新一轮白酒复苏以来，管理层把握消费升级的历史机遇，高举高打进行品牌建设。公司通过参与重大事件拉升品牌高度，深挖文化资源讲好品牌故事，开展创意营销增强消费者互动等多种营销方式，实现高空宣传与地面推广有机联动，品牌力得以快速拉升。

- **大事件营销提升品牌高度。**公司坚持高举高打的品牌推广策略，通过大平台发声提升品牌高度，自 2016 年起连续 6 年拿下央视春晚特约播出权，通过“央视+春晚”强大传播平台和稀缺内容做实力背书，让“过大年、喝古井、看春晚”的宣传口号深入人心，古井贡酒逐渐成为春节团圆期间一道不可或缺的别样年味。
- **文化建设丰富品牌内涵。**伴随着居民收入提升和消费升级，白酒消费中蕴含的文化和精神属性越发突出。古井贡酒本身有着厚重的历史文化沉淀，近年来更是持续深挖文化资源，创新推出桃花春曲节活动，并开展企业文化师培训，文化建设为品牌赋能，从而更好地占据消费者心智。
- **创意营销增强消费者互动。**公司始终注重与消费者的直接互动，密集冠名高铁进行品牌曝光，开展全球读“亳”行动，助跑亳州马拉松等一系列等新颖营销活动，有效增加与消费者的直接互动，提升品牌感染力。

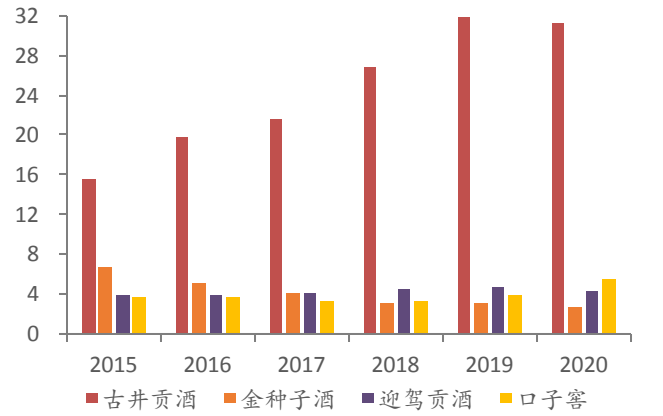
图 38：公司多管齐下进行品牌塑造



数据来源：公司官网，微酒，西南证券整理

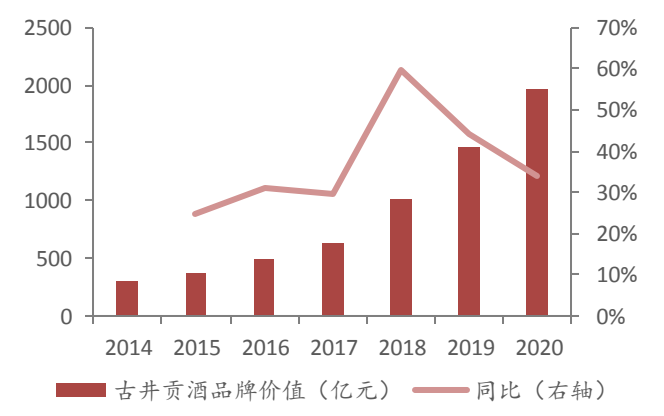
营销投入高举高打，品牌价值快速拉升。2016 年新一轮白酒行业复苏以来，公司把握消费升级机遇，对品牌宣传和氛围塑造的费用投入大幅提升，销售费用从 2015 年的 15.6 亿元快速提升至 2020 年的 31.2 亿元，费用投入大幅领先于省内其他酒企。历经长年累月的费用投入，公司品牌价值快速跃升，在 2020 年“华樽杯”中国酒类品牌价值评选活动中，古井贡酒以 1971 亿元的品牌价值位列中国白酒行业第四名，品牌力站上新高度。

图 39：徽酒上市公司销售费用（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：古井贡酒品牌价值及增速情况



数据来源：公司公告，华樽杯，西南证券整理

3.2 产品端：以年份原浆为核心，产品结构持续优化

3.2.1 双品牌协同发力，价格带全面覆盖

年份原浆引领结构升级，产品矩阵全价位覆盖。公司产品包括年份原浆系列、古井贡酒系列、黄鹤楼酒系列，产品矩阵梯次分明而不失聚焦。其中年份原浆系列是公司的核心产品，价格区间覆盖高端、次高端、中端，年份原浆系列自 2008 年推出以来保持较快增长，是公司稳健增长的核心驱动力；古井贡酒系列主打中低端，是年份原浆系列之外的有效补充。此外，公司于 2016 年并购黄鹤楼酒进军湖北市场，黄鹤楼与古井品牌协同效应突出，是公司实现泛区域化扩张的重要抓手。

表 8：公司产品矩阵情况

系列	价格带	产品名称	主流销售度数与规格	产品展示
年份原浆系列（占比 81%）	1000 元以上	年三十	52 度/500ml	
		古 26	52 度/500ml	
	300 元-700 元	古 20	52 度/500ml	
		古 16	50 度/500ml	
	150 元-300 元	古 8	50 度/500ml	
		古 5	50 度/500ml	
	80 元-150 元	古井献礼版	50 度/500ml	
		古井幸福版	50 度/500ml	
古井贡酒系列（占比 14%）	50-110 元	古井 V9	40.6 度/500ml	
		古井 V6	40.6 度/500ml	
		古井淡雅	40.6 度/450ml	
黄鹤楼系列（占比 5%）	130-350 元	陈香 1979	42 度/500ml	
		生态原浆 15	42 度/500ml	
		更上层楼·一楼	52 度/500ml	

数据来源：公司官网，京东商城，西南证券整理

年份原浆系列：年份原浆系列价格占位精准，产品体系层次清晰，综合竞争优势突出，是公司未来增长的核心驱动力，具体来看：

- **产品层次分明并相互支撑。**统一以年份原浆为母品牌，产品体系层次分明又相互支撑，其中年三十、古 26 为高端形象产品，用于拉升品牌高度；古 20、古 16 卡位次高端，提前占据消费升级价格带；古 8 卡位主流消费价格带，是利润贡献产品；古 5、古井献礼定位百元，是塔基产品。
- **价格占位精准且有效区隔。**年份原浆系列对省内各消费档次的主流价位实现精准占位，其中古 5 卡位乡镇市场向百元以上价位的消费升级，古 8 卡位县市级向 200-300 元价位的消费升级，古 16/20 卡位省会市场向次高端 300-600 元价位的消费升级。依托品牌宣传和渠道精耕，年份原浆单品在省内各价格带的份额均处于领先地位。
- **产品策略清晰优势突出。**对于次高端的古 16、古 20，公司将营销资源向其倾斜，确保渠道利润高于竞品；对于卡位 200 元主流价位的古 8，推动渠道下沉并保证价盘稳定；对于定位基础的古 5 和献礼，公司通过保盘、保价、保量、保位，理顺价格体系并保证渠道利润。整体来看，年份原浆产品在各个价格带均有相当的竞争优势。

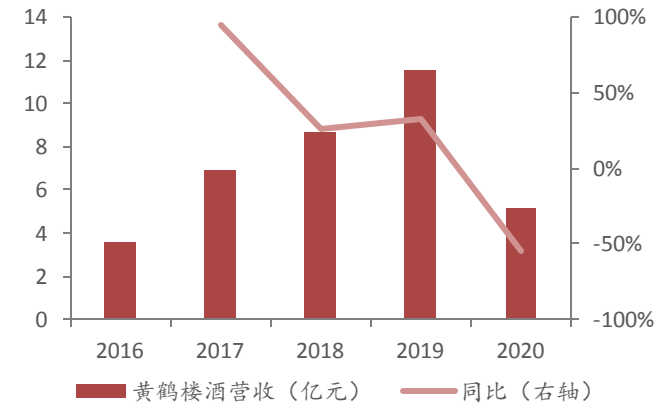
表 9：年份原浆系列产品定位及市场表现

年份原浆系列	产品定位	市场表现
年三十/古 26	拔高品牌力的形象产品	古香型的年三十定位千元价格带，市场反馈良好，有望持续高增长
古 20	主推的次高端核心产品	古 20 渠道推力高于竞品，三年体量破 10 亿，成为徽酒 600 元价格带的绝对龙头
古 16	300 元+的次高端单品	承接古 8 的消费升级，并与口子窖 20 年正面交锋，保持较快增速
古 8	主流价格带的利润产品	契合区县、地级市主流价格带升级潮流，延续较快增长
古 5	中端产品	中低端产品占比较大且增速缓慢，公司积极推进保盘、保价、保量、保位，推动价位稳步上移，进一步理顺渠道利润链，保证渠道推力
古井献礼	中低端产品	

数据来源：公司公告，西南证券整理

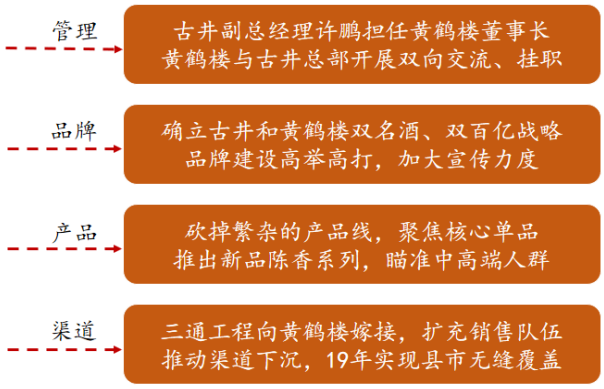
黄鹤楼酒系列：黄鹤楼是聚焦湖北市场的地产名酒，历史上曾两次入选国家名酒，历史沉淀和名酒基因深厚。公司在 2016 年收购黄鹤楼后，对其管理团队、产品架构、品牌建设、市场运作等方面进行全方位深度改革。公司向黄鹤楼委派核心销售领导，通过精简低端 SKU，扩充销售团队，加大广告宣传等方式，黄鹤楼整体面貌焕然一新。古井的管理输出和模式输出成效突出，2016-2019 年黄鹤楼收入复合增速 48.1%，并完成 2017-2019 年对应的业绩承诺。黄鹤楼酒集中在湖北省销售，疫情对其造成严重冲击，2020 年收入下滑 55%；2021 年伴随着需求复苏和较低基数，黄鹤楼酒有望实现爆发式增长。

图 41：2016 年以来黄鹤楼酒收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：公司对黄鹤楼进行全方位变革



数据来源：公司公告，西南证券整理

坚持质量优先，品质成为核心竞争力。古井贡酒始终秉承“质量为天”的理念，不遗余力地投入费用提升产品质量。公司早在 2014 年就成立了安徽省白酒行业第一个院士、博士后工作站，同时聘请沈怡方、高景炎、孙宝国等十大国内顶级白酒专家为技术顾问；紧接着公司引入自动化生产技术和现代管理体系，自主创新的“135 精益质量”管理模式获得“全国质量管理标杆”称号，多项创新成果达到国际、国内先进水平。从量化指标来看，公司有着 400 多人的研发和技术团队，2020 年研发费用投入 4000 多万元，在全行业处于领先地位。得益于数十年持之以恒进行研发投入和品质建设，公司酒质竞争力突出。

表 10：公司持之以恒提升产品质量

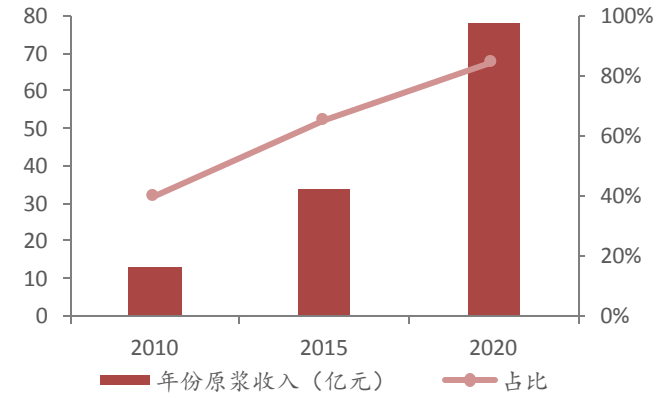
时间	产品质量提升措施
2014 年	引入的世界领先大型酒体质量检测、检验分析设备全部投入使用；院士工作站、博士后科研工作站落成
2015 年	引进白酒自动化生产技术，自主创新“135 精益质量”管理模式获得工信部“全国质量管理标杆”
2016 年	2 个项目入选国家十三五重点计划，1 项成果通过省级科技成果认定，安徽省固态发酵工程技术研究中心通过验收，省级企业技术中心年度考核优秀获得安徽省质量奖
2017 年	加强与高校、科研院所的合作，全生命周期质量管控系统上线运行，形成产品全生命周期质量追溯链
2018 年	4 项技术创新成果水平达国际领先水平，7 项技术创新成果荣获国内科学技术奖，申请国家专利 47 项
2019 年	建立稳健的质量管控体系和标准，2 项技术创新成果达国际领先水平，共有 115 件专利获得授权
2020 年	不断优化酿造工艺，深入研究、持续推进古香型酒的生产，获得“全国白酒行业质量领先企业”称号

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.2 产品培育能力突出，有序引导结构升级

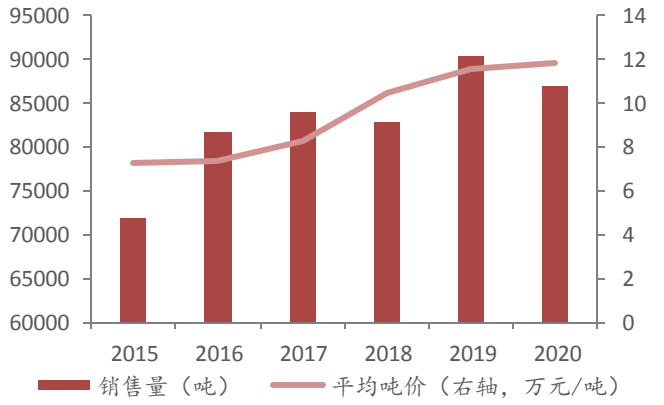
年份原浆连续高增长，占比稳步提升。公司于 2008 年推出定价较高的年份原浆系列，在管理层聚焦资源培育下，通过十余年笔耕不辍地品牌塑造和资源倾斜，年份原浆系列可谓大获成功，过去十年收入端复合增速达 19.5%，占比也从 2010 年的约 40%提升至 2020 年的 85%。年份原浆系列不仅帮助公司重塑高端品牌形象，更成为公司长期健康发展的强大动力。在年份原浆系列引领下，公司产品结构升级顺利，平均吨价由 2015 年的 7.3 万元提升至 2020 年的 11.8 万元，吨价复合增速为 10%。

图 43：年份原浆系列收入及占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：此处剔除黄鹤楼并表影响

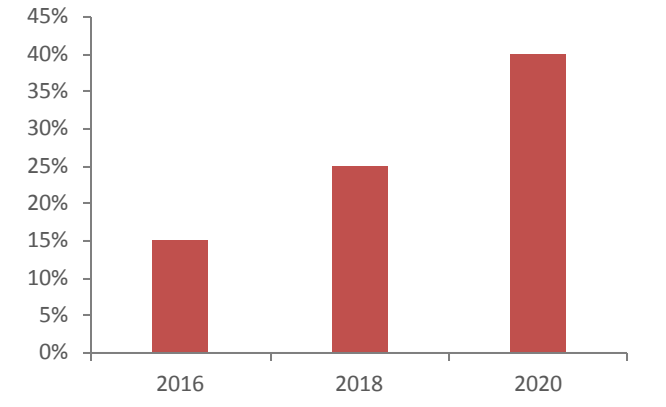
图 44：古井贡酒销量及平均吨价



数据来源：公司公告，西南证券整理

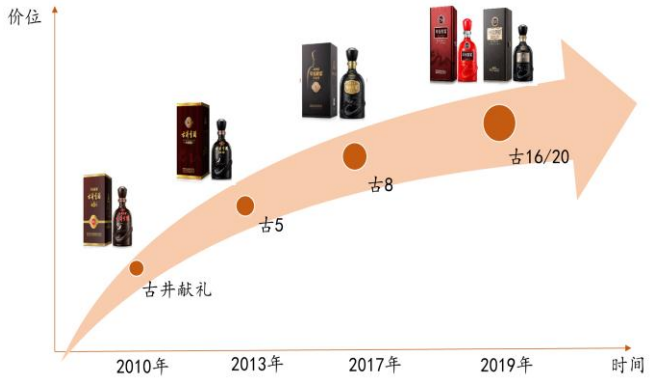
有序引导消费升级，产品结构不断优化。管理层对省内消费升级趋势洞察敏锐，在省内主流价格带升级跃迁时，公司提前 2-3 年进行产品占位，将品牌宣传资源、渠道费用投入、营销团队考核等向更高价位主推产品倾斜，多种措施协同发力，有序引导消费者向更高价位产品升级，推动产品结构持续优化。公司在 2013 年百元价位大众政商消费兴起时，公司将品牌宣传、渠道推广、营销考核等资源从献礼向古 5 倾斜，古 5 顺利实现快速放量，而后采取类似的模式，增长驱动顺利从古 5 过渡至古 8，当前正推动古 8 到古 16、古 20 的进一步升级。公司具备强大的新品培育和消费者引导能力，能够在恰当的时机布局更高价位的新品，实现增长动能平稳切换，实现产品结构持续优化。

图 45：古 8 及以上在年份原浆系列中占比情况



数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

图 46：年份原浆系列产品结构升级情况



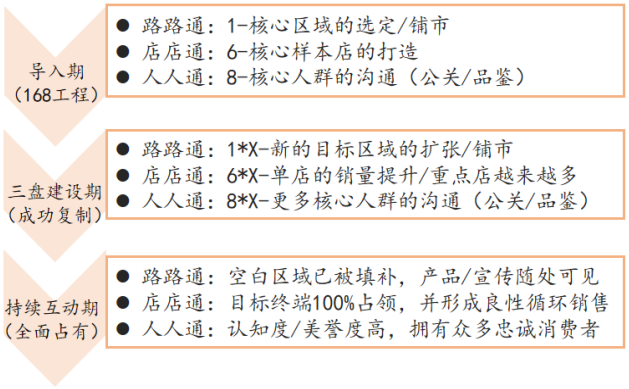
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 渠道端：三通工程深入推进，渠道力行业领先

三通工程深入推进，渠道力行业领先。徽酒市场品牌众多，价格体系密集交错，渠道竞争异常激烈，渠道力成为酒企间竞争的核心要素。自 2008 年梁总接手销售系统以来，公司在渠道模式上开启深度变革，推动三通工程进行渠道下沉精耕，并取得突出成效。三通工程就是“路路通、店店通、人人通”，即在选中的区域内集中资源，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的培养，构建渠道和消费者的良性

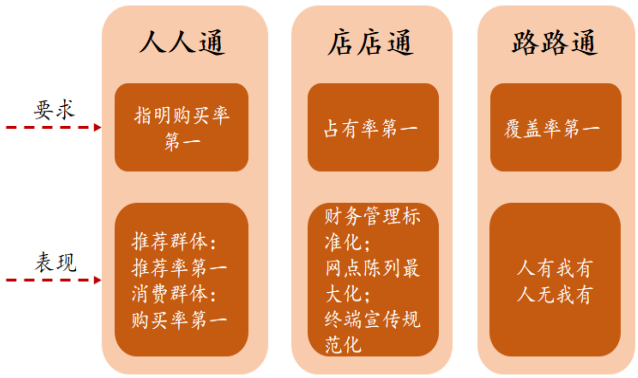
互动，达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化，最终实现“小区域、高占领”的市场目标。

图 47：三通工程各阶段具体情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：三通工程的要求及表现



数据来源：公司公告，西南证券整理

省内深度分销模式，渠道力强执行到位。徽酒历来以渠道见长，酒企间的渠道巷战竞争激烈。与省内竞品口子窖的大商模式所不同，公司在省内采用以厂家为主导的深度分销模式，以此提高品牌曝光度和渠道覆盖率，最终实现“小区域、高占有”的市场目标。深度分销模式下厂商分工明确，厂家主导销售政策和市场运作，经销商更多负责打款、物流等工作；深度分销模式下渠道层级更少，对经销商约束力更强。

表 11：深度分销模式与大商制对比

	深度分销模式	大商制
厂商分工	厂家主导市场开发，对于价盘库存和销售政策有绝对的话语权	经销商主导销售和控制动销，具有较大自主权，自主开发市场，承担主要费用。
渠道层级	渠道较为扁平	层级较多
厂家销售人员数量	数量较多	数量较少
对渠道控制力	精细化管理，控制力强	简政放权，控制力较弱
费用投入	厂家投入费用高	经销商承担主要费用
价格模式	半控价模式或控价模式	裸价模式
优点	厂家对单个经销商依赖程度低，渠道政策执行到位，厂家对终端的反应力和掌控力更强	充分利用经销商的资金，人脉，渠道等资源实现快速扩张，经销商积极性高
缺点	费用投入高，管理难度大，可能影响经销商积极性	对终端控制弱，容易出现窜货

数据来源：微酒，云酒头条，西南证券整理

从过往的发展历程来看，省内深度分销模式适合古井贡酒，强大的渠道力成为公司的核心竞争优势。尽管深度分销模式下市场费用投入较高，管理难度相对较大，但是也帮助公司建立了较高的渠道壁垒，为进一步提高市占率打下坚实基础。

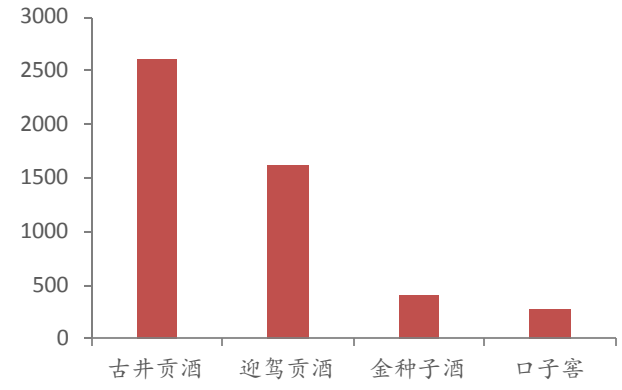
- **渠道更好下沉，精细化程度高。**深度分销模式下，经销商数量更多，渠道层级更加扁平化，公司对于单个大销的依赖程度降低，有效避免经销商进取心不足的负面影响。与此同时，细化招商可以提高品牌曝光度和终端覆盖率，有效带动消费氛围，渠道精细化程度更高，可以实现广泛的铺市率和良好的终端生动化。

- **渠道控制力强，厂家政策执行到位。**省内深度分销模式下，市场运作和终端开发等职能由厂家主导，经销商更多是配送和打款的作用，厂家对于价盘和库存掌控力更强。与此同时，公司对经销商约束力较强，在公司针对性布局更高价位的战略性单品时，经销商和终端愿意积极配合，培育新品的效率更高。

- **市场动作统一，推广复制性强。**不同于大商制“一地一策”的运作模式，深度分销模式下厂家掌握市场运作的主动权。公司往往在重点样板市场试点，在取得成效之后，快速将成功的运作模式快速向其他区域复制。古井最初在省内集中攻占合肥、安庆等核心市场，取得成功后快速推广至其他地级市，逐步成为省内市占率最高的企业。

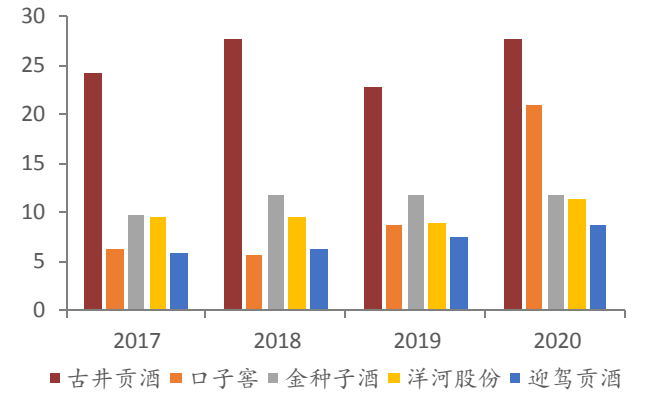
古井营销铁军，作风剽悍战斗力强。徽酒企业向来是渠道运作和营销创新的能手，古井贡酒在竞争激烈的徽酒市场中成长为绝对龙头，渠道力可见一斑。公司强大渠道力的背后离不开作风彪悍的古井营销铁军，从销售人员数量来看，古井贡酒拥有 2600 余人的销售团队，规模远超省内其他酒企，数量庞大、执行力强、作风剽悍的古井营销铁军是市场开拓和渠道精耕的重要基础。与此同时，公司销售员工激励充分，人均薪资待遇远高于省内其他酒企，大量的销售精英云集古井，销售团队战斗力十足。

图 49：2020 年徽酒上市公司销售员工数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 50：安徽上市酒企及洋河销售员工人均薪酬（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

省外渠道模式因地制宜，市场运作高效灵活。公司当前积极布局全国化扩张，考虑到省外市场在消费基础、竞争格局、经销商资源等方面存在显著差异，因而不能一概而论的复制省内的深度分销模式。针对这样的情况，公司综合考虑目标市场的消费基础和经销商资源，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，根据具体的市场情况来匹配渠道模式，从而保证渠道运作效果的最大化。

4 次高端与全国化双轮驱动，新百亿征程路径清晰

4.1 省内竞争优势突出，尽享次高端扩容红利

省内次高端快速扩容，古井有望充分受益。受益于居民收入水平提升和消费升级，当前徽酒主流价格带升至 200 元左右，由此带动的次高端扩容基础扎实。展望未来发展，无论是对比消费习惯相近的江苏市场，还是借鉴省内经济领先的合肥市场，未来五年省内次高端快速扩容趋势明确。从竞争格局看，在过去较长时间段内，由于省内消费水平不高叠加竞争激烈，徽酒品牌集中在百元价格带厮杀，本地品牌在次高端酒价格带的存在感较低，大部分市场份额被剑南春、洋河梦、水井坊等全国性次高端名酒占据。然而值得重视的是，伴随着古井品牌建设进入收获期，渠道力优势越发明显，更高价位的古 16、古 20 在次高端价位锋芒初现。在未来徽酒次高端扩容过程中，公司可与全国性次高端名酒争锋，主要基于：

- **品牌势能持续释放。**从品牌底蕴看，公司是老八大名酒，名酒基因和历史沉淀毫不逊色于全国性次高端名酒。尽管 2008 年以前采取的产品低价策略造成品牌矮化，但是公司在 2008 年推出年份原浆系列重塑品牌形象，历经十余年笔耕不缀投入品牌建设，当前品牌势能处于加速释放阶段，推出古 16、古 20、年三十等高价位产品打开徽酒价格空间，品牌力实现实质突破。

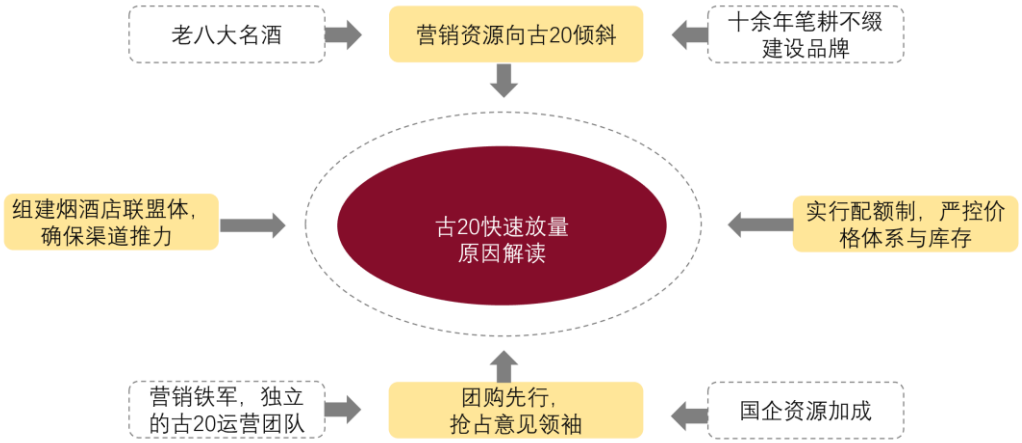
- **费用投放优势明显。**从资源投放来看，全国性次高端品牌是通过多区域汇量实现增长，对单个区域的重视程度和资源投入相对有限。与之相反，公司在省内深耕多年，在资源聚焦、渠道精细化运作方面优势明显。与此同时，针对较高价位的古 16、古 20，公司试水联盟体计划，严格实施配额制，通过让利经销商和终端，确保渠道推力领先。

- **国企背景&政策支持。**古井是地方国有控股企业，公司对亳州乃至整个安徽的税收和经济发展做出较大贡献，地方政府支持力度较大。与此同时，2020 年安徽省政府印发《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，明确提出十四五期间培育一家年营收超 200 亿元的白酒企业，加大对以古井为代表的徽酒本土企业的支持力度。政府支持有利于提升品牌的曝光度，利于团购渠道的开展。

在优秀管理层带领下，历经十余年砥砺奋进，古井在品牌、产品、渠道上构建起全方位的竞争优势，并逐步拉开与省内竞品的差距。当前从次高端产品布局和省内高地消费市场来看，古井先发优势明显，将尽享省内次高端扩容红利，从如下两个视角来看：

视角一：古 20 突破价位天花板，先发优势明显。过去较长时间段内，徽酒本土品牌较难突破 300 元价位大关。公司从 2018 年布局古 20 以来，通过广告宣传资源倾斜，招聘大商开拓意见领袖，组建渠道联盟体让利终端，实施配额制理顺价值链，着力将古 20 打造为次高端大单品。公司组合拳出击成效显著，当前古 20 终端成交价站上 600 元大关，2020 年销售额达到 10 亿元量级，价位和品牌高度拉开与省内竞品的差距，古 20 省内销量和发展势头也对剑南春、洋河梦等全国性次高端名酒形成压制，未来将尽享省内次高端扩容红利。

图 51：古 20 快速放量原因解读



数据来源：微酒，酒食汇，西南证券整理

视角二：占据合肥高地市场，从容辐射全省。合肥是安徽省会，经济发展水平和白酒消费档次较高，对于全省消费升级辐射和引领作用显著，很大程度上代表着全省的发展趋势。2017 年以来安徽白酒消费跨越式升级，合肥市场短短两年内主流价格带从 100 元升级 200 元以上，市场容量从 45 亿元快速升至当前 70 亿元左右；从竞争格局来看，当前古井贡酒在合肥市场独占鳌头，销售额约 30 亿元，占比约 44.5%，整体体量远超其他徽酒企业和全国性名酒。公司在省会消费高地市场占据领先位置，将有效辐射至全省市场。

表 12：合肥市场竞争格局情况

品牌	销售额	主要细分单品	合肥市场市占率
古井贡酒	约 30 亿	古 5、古 8，古 20 等	44.5%
茅台酒（含系列酒）	约 8 亿	飞天茅台	11.9%
五粮液（含系列酒）	约 10 亿	第八代普五	14.9%
口子窖	约 4 亿	口子 6 年/10 年/20 年等	5.9%
迎驾贡酒	超 2 亿	迎驾金银星、洞 6/9	3.0%
宣酒	约 3 亿	宣酒 6/8	4.5%
洋河	约 1.4 亿（仅市区）	洋河 M3/M6	2.1%
泸州老窖	约 1 亿	国窖 1573，特曲	1.5%
剑南春	0.8-1 亿	水晶剑	1.3%
习酒	0.7-0.8 亿	习酒窖藏系列	1.1%
其他	约 6.3 亿	——	9.4%

数据来源：酒食汇，西南证券整理

4.2 全国化扬帆起航，期待实现新突破

公司过去全国化扩张不算顺利，2007 年以前由于多元化经营和管理层动荡，公司错失最佳的全国化扩张时机。2015 年公司发力河南市场，尽管短期内取得了较为突出的成绩，后来河南市场销量显著下滑，过去对于省外市场开拓不尽如人意的原因包括：

1） **省内竞争格局尚不清晰。**在行业三年深度调整期间，公司采取聚焦战略，将主要资源集中在安徽市场。彼时公司在徽酒市占率并不算高，叠加 2015 年口子窖、迎驾贡酒陆续上市，上市后均在加大产能建设和市场拓张力度，省内竞争显著加剧，因而聚焦资源做强做深大本营市场成为公司的优先选择。公司必须要取得省内基地市场的绝对份额，才能有充足精力和资源进行全国化市场开拓。

2） **品牌高度尚不支撑。**2008 年推出定价较高的年份原浆系列以来，公司品牌力快速提升；然而值得重视的是，2008-2015 年，公司的品牌宣传和地面推广较多集中在安徽省内，直到 2016 年赞助春节联欢晚会才加大全国化品牌宣传，过去省外品牌影响力有限叠加缺乏高价位的放量大单品，省外扩张压力较大。

3） **省外扩张经验欠缺。**公司 2015 年大力推动河南市场开拓，选择了价位较低的古井献礼、古 5 等产品进入，低端产品导入不仅矮化品牌高度，还让产品陷入竞争激烈的价格厮杀中，投入产出性价比极低。与此同时，公司在省外开拓的过程中，未能充分考虑具体市场情况，将省内主导的三通工程模式向省外输出，没有充分借助大商资源，导致市场运作效果不佳。

2020 年公司加速推进全国化征程，当前公司综合实力和竞争优势大幅提升，所处的竞争格局持续优化，看好古井本轮省外扩张取得新突破，主要基于：

- **老八大名酒底蕴深厚，品牌高度实质提升。**在消费升级成为行业发展核心驱动力的当下，白酒行业已经进入品牌为王时代。古井贡酒是老八大名酒，十余年来持续高举高打拉升品牌力，当前进入品牌建设收获期，次高端的古 16、古 20 获得消费者和经销商的高度认可，品牌力实质提升。

- **省内竞争格局向好，造血功能显著强化。**2015-2020 年，公司收入增速大幅领先于徽酒其他品牌，营收占徽酒上市公司比重从 2015 年的 42%升至 2020 年的 55%，整体收入已是竞品的两倍有余。在省内竞争格局逐渐清晰的背景下，公司全国化扩张基础扎实，省内市场造血功能不断强化，可为省外扩张提供充足资源支持。

- **以高端产品为引领，保障渠道利润。**在省外推广方面，公司以较高价位的古 20、古 16、古 8 为重点推广对象，推广高价位产品能够享受消费升级扩容的红利，避免陷入与当地低端品牌价格厮杀的被动局面。与此同时，由于公司的中高端产品体量较小，渠道价格体系不够透明，叠加公司主动费用投放，渠道利润显著高于剑南春等成熟次高端单品。

- **渠道模式因地制宜，运作更加灵活。**针对省外市场的具体情况，公司因地制宜选择渠道运作模式。对于河北这种具有强势大商的区域，公司选择大商主导的模式；针对运作能力较弱的市场，公司选择“1+1”厂商协销模式；也有部分市场采取以厂家为主导的深度分销模式，渠道模式更加高效灵活，针对性更强。

古 20 有望成为全国性单品，组合拳出击成效突出。公司省外扩张思路清晰，以古 20 为核心大单品，一系列组合拳出击之下，省外扩张有望取得新突破，具体来看：

- **氛围塑造：**公司一方面通过赞助央视春晚，参与重大会议，赞助高铁等高空活动持续拉升品牌力；此外，公司在南京、苏州、温江等核心市场开展多场“贡享荟”进行深度市场开发和圈层营销；古 20 中国品牌之旅活动还将陆续走进上海、天津、西安等城市，以此快速提升古井消费氛围。

- **费用前置：**公司敏锐把握市场机会，在其他品牌压缩经销商利润，减少终端费用支持的背景下，在江苏、河北、上海等市场的扩张中，公司加大前置费用投放力度，通过给烟酒店等核心终端较高的陈列费和进场费支持，迅速笼络大批烟酒店资源，年份原浆系列产品的铺市率和曝光率短时间内快速提高。

- **高线产品导入：**公司切换产品推广思路，在江浙沪、河北等省外市场扩张过程中，重点推广古 20、古 8、古 16 等较高价位产品，尤其是集中资源宣传打造古 20，力求将古 20 打造为全国性次高端大单品。当前古 20 市场运作模式成效突出，省外消费氛围渐起，古 20 成为公司全国化扩张的重要抓手。

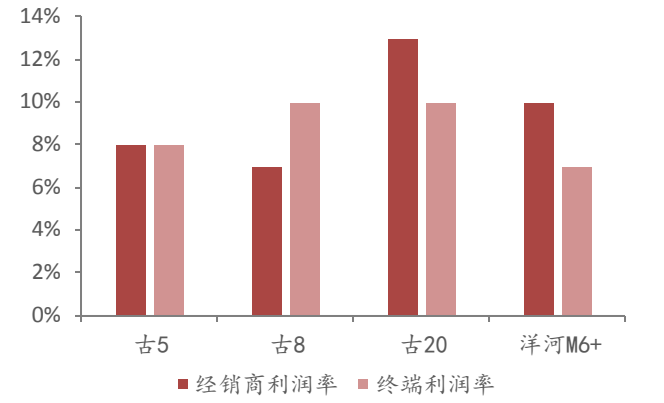
- **模式快速复制：**公司采取以点带面的市场开拓方法，选择重点市场作为样板市场，并将资源和团队向样本市场聚焦，实现市场快速铺货和消费氛围快速培育。通过样板市场进行团队历练和经验积累，以此更好地推动全国化。

图 52：古 20 中国品牌之旅



数据来源：微酒，西南证券整理

图 53：年份原浆系列和洋河梦 6+各渠道利润情况



数据来源：渠道调研，西南证券整理

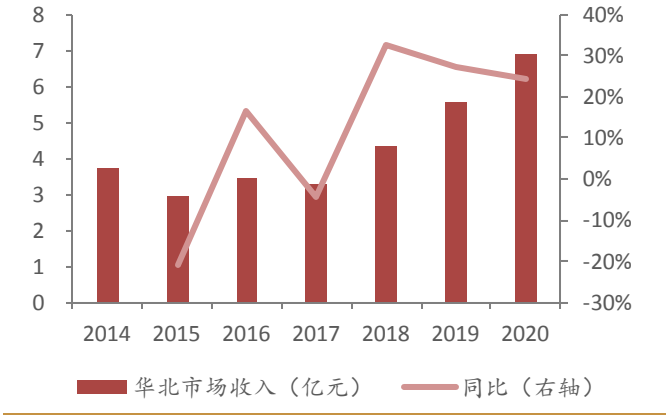
公司全国化扩张思路清晰，通过一手抓全国化招商布局，另一手抓重点市场深度渗透，组合拳出击效果显著，省外市场实现连续高增长，具体划分市场来看：

1）**江浙沪市场：**公司将江苏、上海定位为“新安徽市场”，在产品布局上，公司以古 16、古 20 为主力产品，进攻次高端价格带。公司充分借助大商渠道资源，以团购渠道作为切入口，以核心烟酒店终端为载体，加大市场费用的投放力度，预计江苏市场 2020 年达到 10 亿体量。此外，浙江和上海市场也实现较快增长。

2）**河南和湖北市场：**公司在 2015 年以较低价位切入河南市场，不仅矮化品牌高度，还造成陷入和当地低端地产酒的激烈厮杀中，导致后续推广中高端产品消费者认可度不高。经过公司最近两年的大力调整，河南市场逐步稳定，未来有望底部反转。针对湖北市场，公司一方面做强黄鹤楼品牌，另一方面顺势导入古 16、古 20 等次高端产品，年份原浆系列在湖北市场亦有望快速放量。

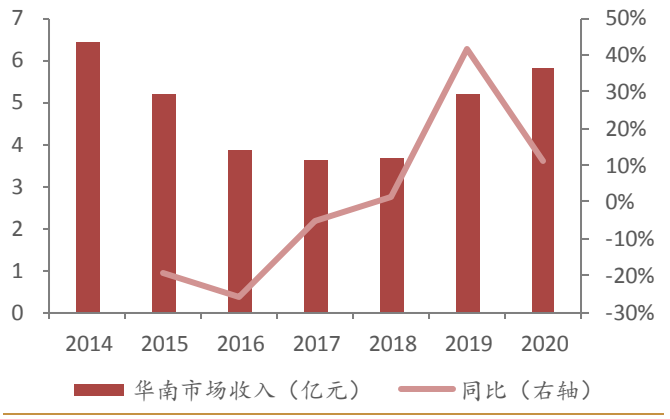
3）**华北和华南市场：**近年来华北市场表现突出，其中河北市场表现尤为出色。公司在河北市场采用与水井坊相似的省代模式，以此充分利用当地强势大商的渠道资源，主要推广古 8、古 16、古 20 等中高价位产品，华北市场短短三年时间就实现翻倍增长。华南市场从 2018 年开始加速开拓，通过招募优质大商并加大费用投入，华南市场亦实现较快增长。

图 54：2014 年以来华北市场收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 55：2014 年以来华南市场收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

参考洋河升级路径，古井结构升级空间广阔。公司与洋河同为地产强势品牌，产品体系均是全价格带覆盖，增长驱动都来自产品结构升级，省外扩张的路径和模式也有较多相似之处，因而洋河的升级路径和全国化扩张情况可提供重要参考。洋河从 2015 年大力开拓新江苏市场，并推动产品向梦之蓝升级，毛利率和净利率提升明显。对古井而言，伴随着省内次高端快速放量，叠加省外推广以古 8 以上产品为主，公司产品结构将加速升级，预计 2025 年古 8 及以上产品占比升至 50%左右。与此同时，伴随着毛利率提升和费用率边际递减，古井净利率有望从 2020 年的 18%提升至 2025 年的 30%左右，带动业绩弹性持续释放。

表 13：洋河、古井产品结构及财务指标情况

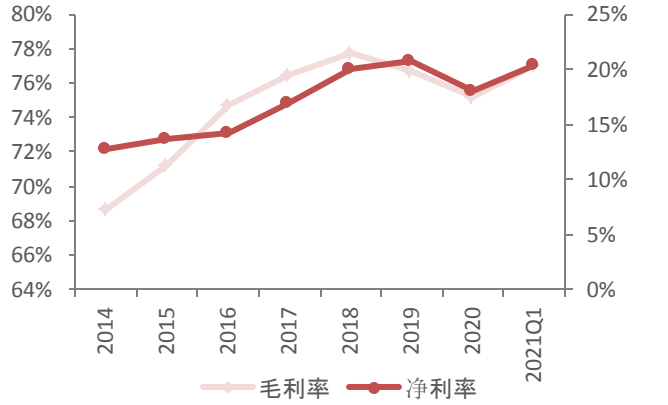
洋河股份	2015	2020	古井贡酒	2020	2025E
梦之蓝	15%	37%	古 16 及以上	13%	29%
天之蓝	23%	20%	古 8/古 7	17%	22%
海之蓝	32%	24%	古 5/献礼	55%	34%
其他	30%	19%	其他	15%	15%
毛利率	61.9%	72.3%	毛利率	75.2%	80.0%
销售费用率	11.7%	12.3%	销售费用率	30.3%	25.0%
净利率	33.4%	35.5%	净利率	18.0%	30.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 财务分析

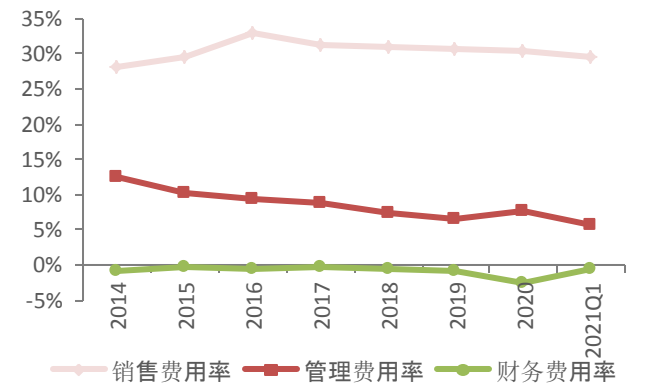
受益于年份原浆系列占比提升和直接提价，公司毛利率从 2014 年的 68.6%提升至 2021Q1 为 77.0%，产品结构升级态势良好，未来伴随着次高端产品的快速放量，毛利率有望进一步提升。从费用率看，公司坚持高举高打的品牌策略和份额为先的市场策略，公司销售费用率一直保持在 30%左右的较高水平。此外，伴随公司体量壮大规模效应凸显，管理费用率自 2014 的 12.4%下降至 2021Q1 为 5.6%，边际递减趋势明确。在毛利率提升和费用率总体下降的作用下，公司净利率由 2014 年的 12.8%稳步提升至 2021Q1 的 20.3%，盈利能力不断增强。

图 56：2014 年以来公司销售毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

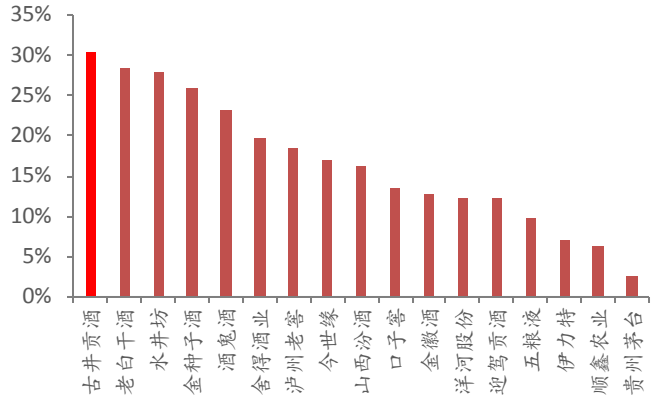
图 57：2014 年以来公司三费率



数据来源：公司公告，西南证券整理

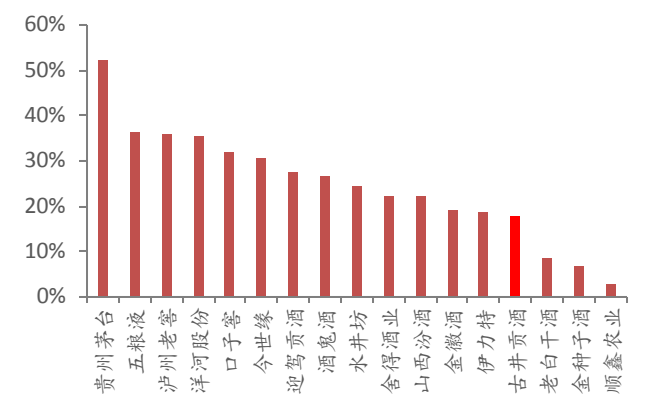
销售费用率有望边际递减，净利率提升空间广阔。横向对比来看，2020 年古井贡酒销售费用率高达 30.3%，不仅远高于其他老八大名酒，也大幅高于省内竞品企业，伴随省内竞争格局逐步清晰，古井龙头地位越发稳固，未来销售费用率有望边际递减。从净利率看，公司 2020 年净利率仅为 18.0%，不仅远低于茅台、五粮液等行业龙头，也显著低于省内的迎驾贡酒和口子窖，未来净利率提升空间广阔。伴随毛利率提升叠加销售费用率、管理费用率边际递减，公司未来净利率提升趋势明确，业绩弹性将持续释放。

图 58：2020 年白酒上市公司销售费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

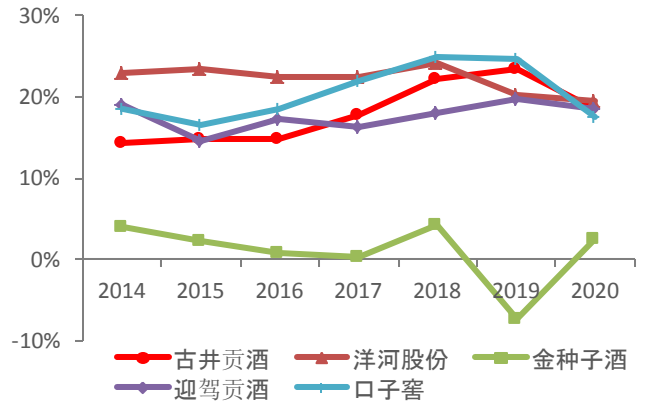
图 59：2020 年白酒上市公司净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

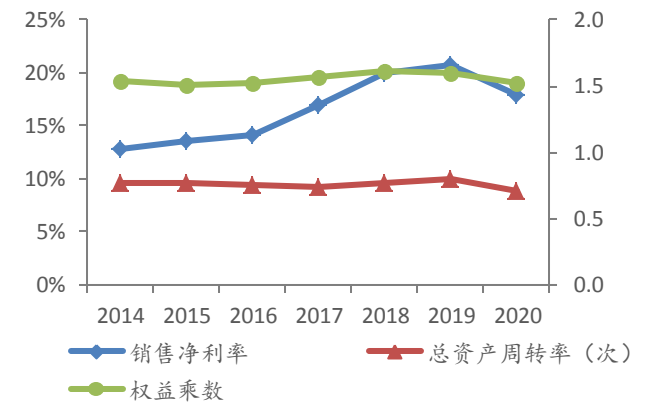
ROE 快速跃升，经营情况持续向好。得益于产品结构升级和直接提价，公司 ROE 从 2014 年的 14.3%升至 2020 年的 18.5%，同期净利率从 12.8%快速提升至 18.0%，公司发展稳步向好，竞争优势不断增强。分拆 ROE 看，2015 年以来公司总资产周转率和权益乘数总体保持稳定，2015-2019 年公司净利率持续向上，带动 ROE 快速提升；2020 年由于疫情冲击，公司净利率短期承压造成 ROE 有所下滑。

图 60：2014 年以来徽酒上市酒企及洋河权益净利率（摊薄）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 61：公司 2014 年以来 ROE 分析



数据来源：公司公告，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

关键假设：

1）受益于徽酒主流价格带上移和省外扩张产品结构较高，叠加 2020 年疫情影响下基数较低，年份原浆系列恢复高速增长，预计 2021-2023 年年份原浆系列销量同比增长 15%、13%、11%，吨价分别提升 3%、5%、5%，毛利率分别为 83%、84%、85%；

2）在消费升级的背景下，古井贡酒系列等中低端酒销售承压，预计 2021-2023 年低端酒销量相较于 2019 年保持不变，吨价分别提升 10%、3%、3%，毛利率分别为 64%、65%、66%；

3）黄鹤楼主要在湖北省销售，2020 年新冠疫情对黄鹤楼酒造成严重冲击，综合考虑需求复苏和业绩承诺指引，黄鹤楼酒将实现高速增长，预计 2021-2023 年黄鹤楼酒销量同比增长 140%、20%、20%，吨价分别提升 20%、10%、8%，毛利率分别为 74%、75%、76%；

4）2020 年受疫情影响，白酒销量下降；此外，伴随公司体量扩大规模效应凸显，管理和销售效率将持续改善，整体费用率有望边际递减。

表 14：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入（亿元）	104	103	127	149	173
	yoy		-1.2%	23.8%	17.1%	15.8%
	营业成本（亿元）	24	25	28	30	33
	毛利率	76.7%	75.2%	78.3%	79.7%	80.9%
年份原浆系列	收入（亿元）	74	78	93	110	128
	yoy		6.5%	18.5%	18.7%	16.6%
	销量（吨）	40985	42621	49014	55386	61478

分业务情况		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
	yoy		4.0%	15.0%	13.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	17.9	18.4	18.9	19.9	20.9
	yoy		2.4%	3.0%	5.0%	5.0%
	成本（亿元）	12	14	16	18	19
	yoy		17.0%	8.8%	11.7%	9.3%
	毛利率	83.2%	81.5%	83.0%	84.0%	85.0%
中低端酒系列	收入（亿元）	22	18	20	21	21
	yoy		-16.0%	10.0%	3.0%	3.0%
	销量（吨）	40644	39731	39731	39731	39731
	yoy		-2.2%	0%	0%	0%
	吨价（万元/吨）	5.3	4.6	5.0	5.2	5.3
	yoy		-14.1%	10%	3%	3%
	成本（亿元）	8	8	7	7	7
	yoy		6.1%	-13%	0%	0%
	毛利率	64.0%	54.5%	64%	65%	66%
黄鹤楼系列	收入	9	4	12	16	21
	yoy		-53.0%	188%	32%	30%
	销量（吨）	8687	4580	10992	13190	15828
	yoy		-47.3%	140.0%	20.0%	20.0%
	吨价（万元/吨）	10.3	9.2	11.06	12.16	13.14
	yoy		-10.8%	20.0%	10.0%	8.0%
	成本	2.4	1.3	3	4	5
	yoy		-44.6%	138.3%	26.9%	24.4%
	毛利率	73.3%	68.6%	74%	75%	76%
其他	收入（亿元）	2.5	2.2	2.5	2.5	2.5
	yoy		-13.8%	15%	0%	0%
	成本（亿元）	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5
	毛利率	33.5	35.7%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 127 亿元（+24%）、149 亿元（+17%）、173 亿元(+16%),归母净利润分别为 24.7 亿元(+33%)、32.2 亿元(+30%)、40.7 亿元(+26%),EPS 分别为 4.68 元、6.09 元、7.70 元。公司聚焦发力次高端，扎实推进全国化扩张，给予公司 2021 年 55 倍估值，对应目标价 257.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6.2 绝对估值

关键假设如下：

1） 永续期增长率为 2.7%；

2） 过渡期为 6 年，过渡期年化复合增长率 18%；

3）保持 25%的稳定税率。

表 15：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	6
永续期增长率	2.7%
无风险利率 Rf	2.8%
市场组合报酬率 Rm	8.2%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	18%
β 系数	0.9
债务资本比重 Wd	0%
股权资本成本 Ke	7.48%
WACC	7.48%

数据来源：西南证券

表 16：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（亿元）
核心企业价值	1207.43
净债务价值	（132.83）
股票价值	1340.25
每股价值	**253.55**

数据来源：西南证券

根据上表的绝对估值结果，公司每股内在价值约 253.55 元。

6.3 相对估值

古井贡酒是老八大名酒之一，当前正聚焦发力次高端和全国化，此处选取积极发力次高端、大力推进全国化扩张的洋河股份、今世缘、水井坊、山西汾酒作为可比估值对象，这四家公司 2021-2023 年平均 PE 分别为 46 倍、36 倍、28 倍。

公司省内龙头地位稳固，次高端优势明显，将尽享徽酒次高端扩容红利；与此同时，公司推进全国化扩张，省外推广以古 8 及以上产品为主，华北、华南、江浙沪市场取得快速增长，在品牌底蕴和费用投入加持下，全国化扩张有望取得新突破。总的来看，未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级和全国化扩张的黄金时期，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。公司是兼具稳健性和成长性的优质标的，给予 2021 年 55 倍 PE，对应目标价 257.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002304.SZ	洋河股份	2495	165.58	4.97	5.51	6.59	7.76	33	30	25	21
603369.SH	今世缘	535	42.65	1.25	1.55	1.92	2.32	34	28	22	18
600779.SH	水井坊	573	117.40	1.50	2.20	2.89	3.62	78	53	41	32
600809.SH	山西汾酒	3717	304.61	3.53	4.12	5.59	7.28	86	74	55	42
平均值								58	46	36	28
000596.SZ	古井贡酒	1047	197.99	3.68	4.68	6.09	7.70	54	42	33	26

数据来源：Wind，西南证券整理

7 风险提示

1）疫情反复风险：新冠疫情具有较大不确定性，疫情反复将对居民消费信心和终端消费造成冲击；

2）经济大幅下滑风险：经济发展是居民消费升级的基础，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响消费升级节奏；

3）省外市场开拓或不及预期：省外市场开拓可能会遭遇地产名酒和全国化名酒的强势阻击，具有一定的不确定性；

4）业绩释放或不及预期：无论是高举高打拉升品牌力，还是加速推进全国化扩张，均需要较高的费用支撑，若未来费用投放居高不下，业绩释放或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	102.92	127.45	149.24	172.83
营业成本	25.50	27.63	30.34	32.95
营业税金及附加	16.25	20.13	23.57	27.29
销售费用	31.21	40.15	45.97	51.16
管理费用	8.02	9.94	11.04	12.27
财务费用	-2.61	-3.03	-4.27	-4.82
资产减值损失	-0.14	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.07	0.30	0.30	0.30
公允价值变动损益	-0.20	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.35	32.93	42.90	54.28
其他非经营损益	0.39	0.44	0.42	0.43
利润总额	24.74	33.38	43.32	54.71
所得税	6.26	8.34	10.83	13.68
净利润	18.48	25.03	32.49	41.03
少数股东损益	-0.07	0.30	0.30	0.33
归属母公司股东净利润	18.55	24.74	32.18	40.70
资产负债表（亿元）	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
货币资金	59.71	116.62	129.67	148.15
应收和预付款项	18.30	21.61	25.07	28.88
存货	34.17	35.92	37.92	39.54
其他流动资产	3.01	3.25	3.45	3.67
长期股权投资	0.05	0.05	0.05	0.05
投资性房地产	0.04	0.04	0.04	0.04
固定资产和在建工程	20.77	34.02	41.87	49.42
无形资产和开发支出	14.13	13.83	13.54	13.24
其他非流动资产	1.68	1.91	2.15	2.38
资产总计	151.87	227.26	253.75	285.38
短期借款	0.71	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	27.00	36.15	40.51	45.23
长期借款	0.60	0.60	0.60	0.60
其他负债	19.07	20.81	22.83	24.79
负债合计	47.38	57.56	63.94	70.62
股本	5.04	5.29	5.29	5.29
资本公积	12.95	62.24	62.24	62.24
留存收益	82.44	97.81	117.63	142.24
归属母公司股东权益	100.43	165.34	185.16	209.77
少数股东权益	4.06	4.35	4.66	4.99
股东权益合计	104.49	169.70	189.81	214.76
负债和股东权益合计	151.87	227.26	253.75	285.38
业绩和估值指标	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
EBITDA	24.46	32.01	41.14	52.27
PE	53.76	42.31	32.52	25.71
PB	10.02	6.17	5.51	4.87
PS	10.17	8.21	7.01	6.06
EV/EBITDA	38.25	28.96	22.21	17.12
股息率	0.72%	0.89%	1.18%	1.54%

现金流量表（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	18.48	25.03	32.49	41.03
折旧与摊销	2.72	2.11	2.51	2.81
财务费用	-2.61	-3.03	-4.27	-4.82
资产减值损失	-0.14	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-7.78	5.54	0.52	0.83
其他	25.57	-0.54	-0.30	-0.30
经营活动现金流净额	36.25	29.10	30.95	39.55
资本支出	-2.43	-15.00	-10.00	-10.00
其他	0.12	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-2.31	-15.00	-10.00	-10.00
短期借款	0.71	-0.71	0.00	0.00
长期借款	0.60	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	49.54	0.00	0.00
支付股利	-7.55	-9.37	-12.37	-16.09
其他	-0.77	3.33	4.47	5.02
筹资活动现金流净额	-7.01	42.80	-7.90	-11.07
现金流量净额	26.92	56.91	13.05	18.48
财务分析指标	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
成长能力				
销售收入增长率	-1.20%	23.83%	17.10%	15.81%
营业利润增长率	-13.78%	35.28%	30.26%	26.53%
净利润增长率	-14.36%	35.46%	29.78%	26.30%
EBITDA 增长率	-18.16%	30.86%	28.53%	27.04%
获利能力				
毛利率	75.23%	78.32%	79.67%	80.93%
三费率	35.58%	36.92%	35.34%	33.91%
净利率	17.95%	19.64%	21.77%	23.74%
ROE	17.69%	14.75%	17.11%	19.11%
ROA	12.17%	11.01%	12.80%	14.38%
ROIC	43.35%	48.12%	53.95%	61.59%
EBITDA/销售收入	23.77%	25.12%	27.57%	30.24%
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.67	0.62	0.64
固定资产周转率	5.85	5.91	5.19	5.21
应收账款周转率	189.35	190.36	202.83	195.24
存货周转率	0.79	0.79	0.82	0.85
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.01%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	31.20%	25.33%	25.20%	24.75%
带息债务/总负债	2.76%	1.04%	0.94%	0.85%
流动比率	2.57	3.24	3.22	3.27
速动比率	1.81	2.58	2.60	2.68
股利支付率	40.73%	37.86%	38.43%	39.53%
每股指标				
每股收益	3.68	4.68	6.09	7.70
每股净资产	19.77	32.10	35.91	40.63
每股经营现金	6.86	5.51	5.85	7.48
每股股利	1.43	1.77	2.34	3.04

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn