

古井贡酒 (000596.SZ) / 饮料制造

看好省内份额加速提升，预期差最大的二线名酒

评级：买入（维持）

市场价格：136.50

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

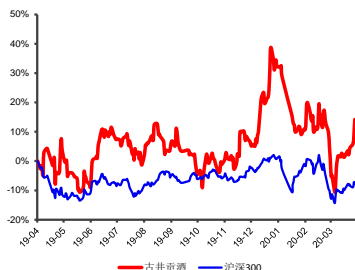
研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	504
流通股本(百万股)	384
市价(元)	136.50
市值(百万元)	68,796
流通市值(百万元)	52,416

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 古井贡酒 (000596.SZ) _深度研究：品牌势能崛起，徽酒龙头再超越
- 2 古井贡酒 (000596.SZ) _年报&一季报点评：回款势头良好，全年目标依旧积极
- 3 古井贡酒 (000596.SZ) _三季报点评：产品迭代顺利，利润空间持续打开

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,686	10,417	11,646	14,094	16,652
增长率 yoy%	24.65%	19.93%	11.80%	21.01%	18.16%
净利润	1,695	2,098	2,335	2,950	3,671
增长率 yoy%	47.57%	23.73%	11.34%	26.34%	24.42%
每股收益(元)	3.37	4.17	4.64	5.86	7.29
每股现金流量	2.86	0.38	5.05	5.28	7.16
净资产收益率	22.30%	23.45%	19.98%	21.45%	22.49%
P/E	40.55	32.77	29.44	23.30	18.73
PEG	1.99	1.60	1.11	1.14	0.91
P/B	9.04	7.69	5.88	5.00	4.21

备注：股价为2020年5月7日收盘价

投资要点

- **核心观点：**古井具备强渠道管控能力，疫情将加快提升省内份额，龙头地位持续强化；2019年底经销商大会表示，未来5年收入规划200亿元，再造一个新古井，我们认为公司已做好充分准备，全国化步伐势头在加快，在二线名酒中预期差最大，目前对应2021年估值23倍，持续重点推荐。
- **战略目标：**未来5年再造一个新古井。2019年公司收入突破百亿，未来5年规划（2020年-2024年）收入200亿元，加快全国化扩张步伐，我们认为古井为实现该目标已做好充分准备。首先，公司具有一套清晰正确的企业价值观“做真人、酿美酒、善其身、济天下”，这对竞争激烈的中高端酒市场十分必要，良好的价值观有助于企业高效管理。其次，古井荣获四届白酒评选金奖，品牌力居徽酒首位，亳州是世界十大名酒产区之一，曹魏故里历史底蕴丰富，拥有产区和文化自信。公司品牌推广积极有效，连续冠名央视春晚实现品牌传播IP化，品牌力快速提升。最后，高管薪酬逐步市场化，销售领导待遇居行业首位，现金激励到位，大力激发营销铁军斗志。
- **短期：**古井加快收割省内份额，盈利能力更易提升。安徽是疫情清零最早的一批省份，五一餐饮宴席等消费场景恢复领先全国市场，有助于二季度渠道加快去库存。从徽酒来看，古井一季度受影响最小，尽管报表业绩有所下滑，但回款仍有15%增长，其他品牌受损明显更大，疫情发生后古井应对举措灵活高效，看好下半年加快抢占竞品市场份额的良机，龙头地位将进一步强化，盈利能力亦更易提升。从产品结构迭代进度、渠道下沉角度分析，我们认为古井“县县过亿”战略有望逐步实现，预计未来省内收入有望突破百亿。
- **中长期：**泛全国化起势，成长潜力十足。经过多年的品牌持续高投入，品牌效应开始凸显，省外招商进度步入加速期，古20和古16成为全国化开拓的利器。2019年省外收入占比预计已超过30%，且增速在加快，华东、华北和华南均实现20%左右增长，未来华东将是古井主战场，次高端最大的江苏市场是核心突破口，南京等地已形成样板市场，未来发展值得期待。
- **投资建议：**重申“买入”评级，持续重点推荐。我们预计公司2020-2022年营业收入分别为116/141/167亿元，同比增长12%/21%/18%；净利润分别为23/30/37亿元，同比增长11%/26%/24%，EPS分别为4.64/5.86/7.29元，对应PE分别为29/23/19倍。
- **风险提示：**消费升级进程不及预期；疫情持续扩散带来全球经济下行风险；样本有限存在的偏差；食品安全问题。

内容目录

战略目标：未来 5 年再造一个新古井.....	- 4 -
企业价值观：做真人、酿美酒、善其身、济天下	- 4 -
品牌张力：具备丰富的历史底蕴，品牌推广积极有效.....	- 5 -
激励机制：现金激励到位，销售积极性进一步提高	- 9 -
短期：古井加快收割省内份额，盈利能力更易提升	- 10 -
安徽：消费恢复进度领先，有利于 Q2 渠道去库存	- 10 -
疫情应对：古井主动积极，下半年有望加速抢占份额.....	- 10 -
省内空间：市占率提升路径清晰，未来省内收入有望突破百亿	- 11 -
中长期：泛全国化起势，成长潜力十足	- 13 -
华中市场：江浙沪开始起势，湖北黄鹤楼进入名酒回升阶段.....	- 13 -
华北+华南市场：收入开始恢复增长，发展势头积极向好	- 15 -
投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐	- 15 -
收入分项预测.....	- 15 -
投资建议	- 16 -
风险提示	- 17 -

图表目录

图表 1：古井的企业核心价值观.....	- 4 -
图表 2：古井贡酒具备四届名酒基因，黄鹤楼也是两届名酒	- 5 -
图表 3：全民读“毫”活动	- 6 -
图表 4：酒韵亳州，曹魏故里.....	- 6 -
图表 5：亳州是世界十大名酒产区之一	- 6 -
图表 6：古井连续四届携手世博会	- 7 -
图表 7：古井贡酒连续 5 年冠名央视春晚.....	- 7 -
图表 8：古井贡酒年份原浆冠名的高铁.....	- 7 -
图表 9：2017 年起销售费用率稳步下行	- 8 -
图表 10：古井销售费用率远高于其他白酒（%）	- 8 -
图表 11：古井与汾酒销售费用对比（亿元）	- 8 -
图表 12：国资委将集团股权转让国有资本运营公司.....	- 9 -
图表 13：2019 年高管薪酬明显提高（万元）	- 9 -
图表 14：古井销售负责人薪酬已位居行业首位.....	- 9 -
图表 15：古井人均薪酬处于行业中上游.....	- 9 -
图表 16：2 月底安徽省当日新增病例降为零（个）	- 10 -

图表 17: 安徽省是国内第一批清零的省份	- 10 -
图表 18: 20Q1 古井收入下降幅度最小	- 11 -
图表 19: 20Q1 古井利润下降幅度最小	- 11 -
图表 20: 古井应对疫情市场策略更为积极灵活	- 11 -
图表 21: 2019 年安徽主流品牌收入规模: 亿元	- 12 -
图表 22: 古井省内市占率约 24%	- 12 -
图表 23: 近几年古井收入加速增长	- 13 -
图表 24: 安徽省县区个数一览	- 13 -
图表 25: 古井毛利率相对竞品较高	- 13 -
图表 26: 古井净利率相对竞品较低	- 13 -
图表 27: 华东市场分省份收入 (亿元)	- 14 -
图表 28: 江苏次高端酒市场格局	- 14 -
图表 29: 黄鹤楼产品价格带分布	- 14 -
图表 30: 黄鹤楼业绩承诺收入目标	- 14 -
图表 31: 华北收入增速逐步提升	- 15 -
图表 32: 华南收入增速逐步提升	- 15 -
图表 33: 收入分项预测 (百万元)	- 16 -
图表 34: 可比白酒公司估值表	- 16 -
图表 35: 古井贡酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 18 -

战略目标：未来 5 年再造一个新古井

- 本轮白酒行业上行周期，古井贡酒业绩表现优异，2019 年公司收入顺利突破百亿，全面完成年初既定目标，年底经销商大会反馈，未来 5 年规划（2020 年-2024 年）收入达到 200 亿元，加快全国化步伐，力求再造一个新古井。那么，要实现这一目标，古井做好了哪些准备工作？我们将在下文逐一进行分析。

企业价值观：做真人、酿美酒、善其身、济天下

- 古井具有一套行之有效的企业价值观，这对企业的管理和经营斗志十分重要。古井是一家富有激情的酒企，这或与董事长梁总的工作经历紧密相关，梁总一直在古井工作，历任《古井报社》主编和销售公司董事长，他将丰富的实战经验和理论知识有机结合，对企业的经营和文化塑造很有帮助，其数次为中国传媒大学广告学院授课就可见一斑。根据公司官网显示，古井的企业核心价值观是：“做真人、酿美酒、善其身、济天下”。
1) “做真人”：诚实守信,按规律办事，按科学办事，这是企业的立身之本；2) “酿美酒”：精益求精，崇尚工匠精神，追求极致主义，这是企业的从业之道；3) “善其身”：正己安人，严守法度、心存敬畏，这是企业的基本操守；4) “济天下”：立德扬善，大爱无疆，情怀天下，这是企业的崇高追求。
- 在价值观的落地上，古井贡酒从员工的“神质”、“行质”、“气质”三个方面进行了内化。“神质”，要求古井人做政治上的明白人、事业上的老实人、生活上的朴素人；“行质”，要求古井人做到“人人是古井品牌，人人是古井形象，人人是古井榜样”；“气质”，坚守承诺，筑牢“中华第一贡”的招牌，并将其运用至实践中。

图表 1：古井的企业核心价值观



来源：公司官网、中泰证券研究所

品牌张力：具备丰富的历史底蕴，品牌推广积极有效

- **古井贡酒荣获四届白酒评选金奖，品牌张力居徽酒首位。**古井贡酒是安徽省亳州地区特产的大曲浓香型白酒，历史上古井贡酒四次蝉联全国白酒评比金奖，品牌基因在安徽是最强的，在全国仅次于茅台、五粮液、老窖和汾酒。20 世纪 90 年代，古井曾实施“降度降价”策略以获得更大市场份额，但对后期品牌发展造成较大创伤，这与老窖特曲以前长期定位“民酒”是类似的情况。1997-2007 年，公司内部管理动荡，企业陷入经营危机，丧失了黄金十年的前半程绝佳发展机会，此时正是洋河等名酒推新品高速发展阶段，2008 年古井推出年份原浆核心产品，配合高费用投入推广，开始奋勇追赶，抓住了行业红利的后半程。

图表 2：古井贡酒具备四届名酒基因，黄鹤楼也是两届名酒

届数	年份	获奖品牌数	获奖白酒名称
第一届	1952年	四大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、西凤
第二届	1963年	老八大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、西凤、五粮液、古井贡酒、全兴大曲、董酒
第三届	1979年	新八大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、洋河大曲、古井贡酒、董酒、泸州老窖
第四届	1984年	十三种名酒	茅台、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、全兴、双沟、黄鹤楼、郎酒
第五届	1989年	十七种名酒	茅台、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、全兴、双沟、黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

来源：中国酒业新闻网，中泰证券研究所

- **产区和文化自信：**古井所在的亳州是世界十大名酒产区之一，曹魏故里历史底蕴丰富，这是白酒品牌不可复制的根基。名酒往往历史底蕴深厚，可挖掘的历史文化较多，亳州是世界十大烈酒产区之一，中国老八大名酒古井贡酒发源地，是老子、庄子、曹操、华佗的故乡，古往今来英雄辈出，被誉为“中华药都，中华酒谷”。回顾古井贡酒的起源，东汉末年，亳州出了位杰出人物曹操，喜爱“对酒当歌”的曹操，曾于建安元年（196年）将九酝春酒及酿酒秘笈《九酝酒法》敬献汉献帝，从而使这一宝贵的酿酒之法得以留存，九酝春酒就是古井贡酒的源头，该酿造工艺被列入吉尼斯世界纪录，成为世界现存最古老的酿造蒸馏酒方法。为了让更多人正确读出亳字、了解它的意义，认识和熟悉亳州的历史文化，公司在2016年推出“读亳有奖”这个创意活动。

图表3：全民读“亳”活动


来源：人民网、中泰证券研究所

图表4：酒韵亳州，曹魏故里
图表5：亳州是世界十大名酒产区之一



来源：官方微信公众号、中泰证券研究所



来源：官方微信公众号、中泰证券研究所

- **古井品牌推广积极有效，央视春晚品牌传播 IP 化。**白酒品牌力的提升，除了具备名酒基因和丰富的文化底蕴基础之外，还需要企业长期持续的积极推广品牌故事，过去几年古井在这方面做得非常不错。在事件营销方面，古井最突出的就是冠名春晚和高铁，2016-2020 年连续 5 年冠名央视春晚，并且将央视春晚广告词在终端牌面上实现全覆盖，最大化春晚 IP 的效果，2019 年春晚中展示的是古 20 次高端产品，为次高端酒全国化做好宣传推广；高铁冠名也是酒企中做的最早的，从合肥出发的主要高铁干线基本被古井冠名垄断，年份原浆号经常能看到。近几年，古井贡酒怀揣着文化自信，走上了国际化的道路，传递“中国酿，世界香”；四度携手世博会，成为官方合作品牌，向全世界展示了以古井贡酒为代表的中国白酒灿烂文化，绽放大国品牌风采；代表国礼，2017、2018 年连续两届成为上合组织指定用酒，成为二十国集团峰会、联合国世界地理信息大会等国内重大活动的指定用酒。

图表 6：古井连续四届携手世博会



来源：中国日报网、中泰证券研究所

图表 7：古井贡酒连续 5 年冠名央视春晚

图表 8：古井贡酒年份原浆冠名的高铁



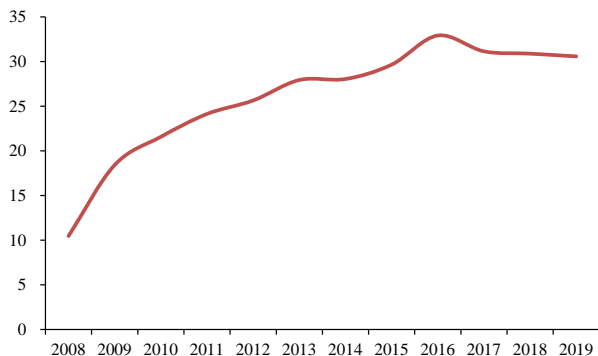
来源：官方微信公众号、中泰证券研究所



来源：公司官网、中泰证券研究所

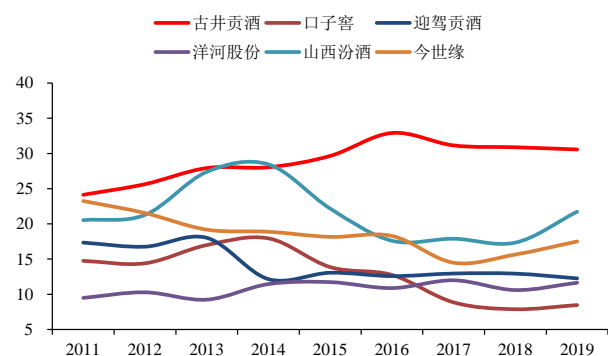
- 古井销售费用率已开始稳步下降，省内龙头地位强化后，促销力度亦开始逐步下降。从销售费用率来看，2019 年开始古井广告投入聚焦古 20，规模效应显现。1) 古井销售费用构成：广告费用和促销费用合计占比约 60%，促销费用占比最高，其次是广告投入。2) 古井与汾酒相比较：促销与收入占比来看，古井基本在 10% 左右，汾酒在 2% 左右，两者广告与收入占比持平平均为 8% 左右（洋河广告费占比约 6%），反映出同样的品牌投入，古井在渠道上做的更吃力，可能一是汾酒品牌力要更强，二是徽酒大本营竞争激烈，但省内竞争优势越来越显著后，高额的促销投入具备较大降低空间，2019 年综合促销费绝对额同比已下降。

图表 9：2017 年起销售费用率稳步下行



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 10：古井销售费用率远高于其他白酒 (%)



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 11：古井与汾酒销售费用对比 (亿元)

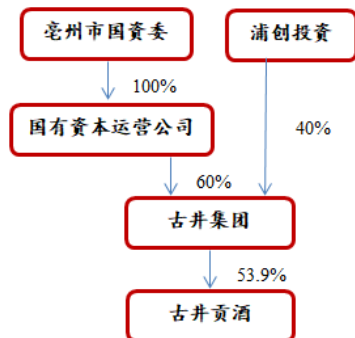
古井贡酒	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	41.97	45.81	46.51	52.53	60.17	69.68	86.86	104.17
销售费用	10.76	12.80	13.04	15.58	19.80	21.70	26.83	31.85
销售费用率	25.6%	27.9%	28.0%	29.7%	32.9%	31.1%	30.9%	30.6%
广告费用/收入	8.9%	10.3%	9.5%	7.6%	7.7%	8.4%	7.4%	8.4%
综合促销/收入	9.4%	7.6%	8.5%	10.9%	13.8%	9.6%	11.3%	9.3%
山西汾酒	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	64.79	60.87	39.16	41.29	44.05	60.37	93.82	118.80
销售费用	13.78	16.67	11.14	9.15	7.75	10.80	16.27	25.81
销售费用率	21.3%	27.4%	28.4%	22.2%	17.6%	17.9%	17.3%	21.7%
广告费用/收入	11.8%	15.7%	17.1%	10.2%	6.9%	9.1%	7.8%	13.5%
综合促销/收入	1.9%	1.8%	2.0%	3.2%	3.6%	2.6%	2.9%	—

来源：公司年报，中泰证券研究所

激励机制：现金激励到位，销售积极性进一步提高

- 国资委股权转让至国有资本运营公司，高管薪酬逐步市场化。2019年5月，国资委将持有的60%古井集团股权无偿转让给国有资本运营公司，根据公告显示国有资本运营公司的职能是让国有资产保值增值，这有助于高管薪酬向市场化考核体系转变。根据2019年报显示，高管薪酬均较2018年有明显提高，市场化机制正在积极体现。

图表 12：国资委将集团股权转让国有资本运营公司



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 13：2019 年高管薪酬明显提高（万元）

姓名	职务	18年薪酬	19年薪酬
梁金辉	董事长	—	—
周庆伍	总经理	84.87	146.58
闫立军	常务副总经理	253.32	325.07
叶长青	董秘+总会计师	94.86	141.44
许鹏	副总经理	88.56	94.39
张立宏	副总经理	101.68	144.65
高家坤	总经理助理	82.84	127.02
朱向红	总经理助理	241.21	306.48

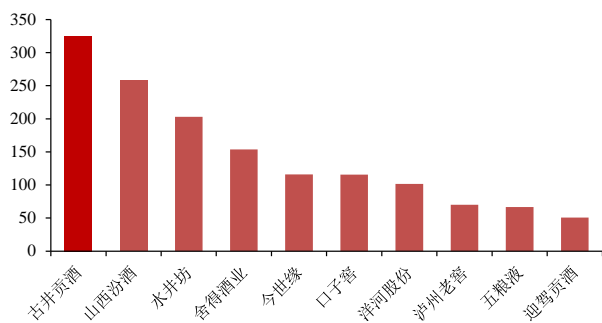
来源：公司年报、中泰证券研究所

- 销售领导待遇位居行业首位，大力激发营销铁军斗志。随着地方政府支持力度的加大，以及与同行名酒的学习和交流加强，2018年古井销售公司正式实施市场化考核，薪酬水平处于行业前列，现金激励机制得到完善。2019年古井人均薪酬21万元，处于行业中上游水平，古井销售负责人待遇年薪325万元，已超过改革后的汾酒，位居行业第一位。目前来看，相比行业内其他实施员工持股或者股权激励的名酒，古井的现金激励已经比较充分，高管团队也相对年轻化，团队的经营积极性可以得到有效保障。

图表 14：古井销售负责人薪酬已位居行业首位

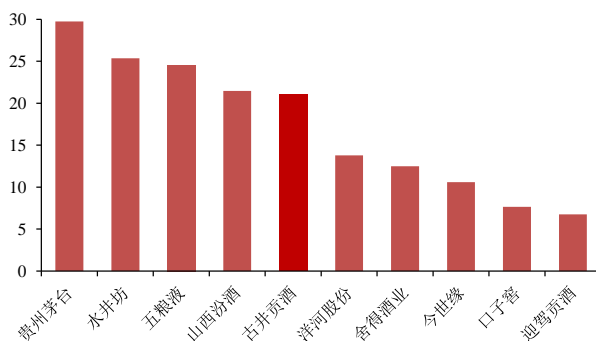
图表 15：古井人均薪酬处于行业中上游

2019年销售负责人薪酬（万元）



来源：WIND、中泰证券研究所

2019年人均薪酬（万元）



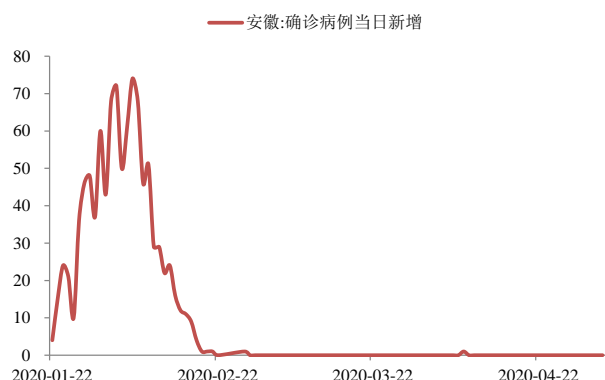
来源：WIND、中泰证券研究所

短期：古井加快收割省内份额，盈利能力更易提升

安徽：消费恢复进度领先，有利于 Q2 渠道去库存

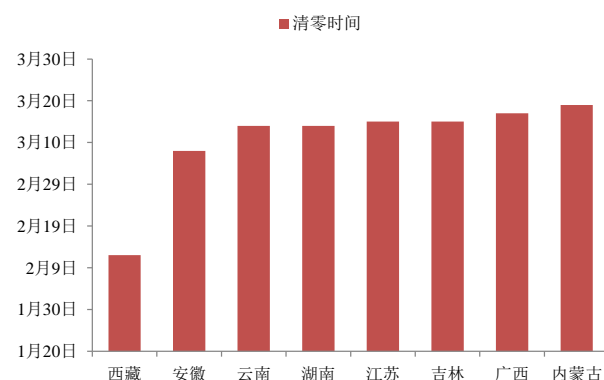
- 安徽疫情清零较早，餐饮宴席等消费场景恢复领先全国市场。在本次新冠疫情的控制阶段，安徽省在 2 月底每日新增病例开始降为零，3 月 8 日全省病例清零，仅次于西藏，是国内最早一批清零的省份，目前已清零 2 个多月。4 月 20 日开始，省内小学高年级、初高中等逐渐开学，5 月小学低年级也将开学。因此，在消费恢复进度方面，安徽也要早于全国多数省份，根据经销商渠道反馈，4 月初开始，普通餐饮店全面复工，家庭聚会逐步正常，4 月下旬餐饮恢复比例约 50%，五一期间县城和乡镇市场，宴席场景放开。由于淡季宴席占比较高，若宴席能正常开展，一季度积压的婚喜宴将在二季度开始逐步释放，有利于二季度淡季加快去库存，省内龙头古井将率先受益。

图表 16：2 月底安徽省当日新增病例降为零（个）



来源：安徽省卫健委、中泰证券研究所

图表 17：安徽省是国内第一批清零的省份

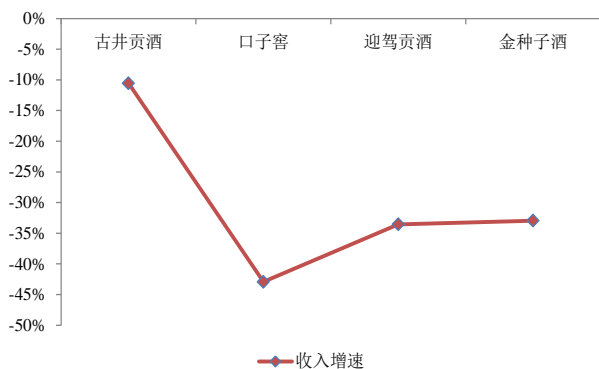


来源：安徽省卫健委、中泰证券研究所

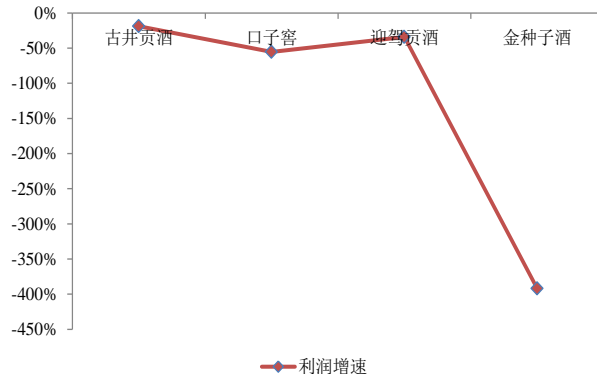
疫情应对：古井主动积极，下半年有望加速抢占份额

- 一季报古井业绩下降幅度最小。本次新冠疫情发生在年后，对春节期间消费占比较高的区域酒影响较大，因此 100-300 元为主的徽酒受损较大，从一季报数据来看，省内四家上市酒企业绩均出现不同程度的下滑，但

是古井仍旧是下降幅度最小的，其他三家下降幅度均在 30% 以上，渠道反馈其他地产品牌如宣酒、高炉家收入下滑幅度则更大。20Q1 古井收入下降 10.55%，净利润下降 18.71%，考虑预收款，古井一季度回款仍有接近 15% 的增长，手有余粮为二季度去库存预留充足空间。

图表 18: 20Q1 古井收入下降幅度最小


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 19: 20Q1 古井利润下降幅度最小


来源：WIND、中泰证券研究所

- **古井应对疫情举措灵活高效，看好下半年加快抢占竞品市场份额。**我们认为每一次外在冲击对企业都是一次考验和成长的机会，也是优秀企业强化竞争力和提高市场占有率的机遇，古井在这次疫情事件中反应明显快于竞品，后续有望充分受益。春节疫情发生后，古井做了几方面应对举措：1) 市场渠道库存摸排；2) 挺价，规定了年份原浆酒系列产品最低成交价；3) 箱外促销活动：消化终端店库存，主要在大的烟酒店进行促销，如买 2 箱古井 5 年或者古井献礼、1 箱 8 年、2 瓶 16 年和 20 年，送一张刮刮卡，可以抽一些酒具、抽纸等促销品。上述策略旨在帮助消化终端库存，加速消费者对古井产品的选择。随着二季度餐饮逐步恢复正常，我们看好下半年古井加快抢占省内市场份额的良好机会。

图表 20: 古井应对疫情市场策略更为积极灵活

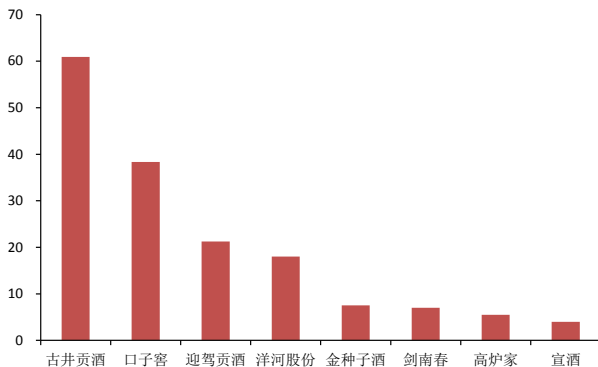
酒企	执行时间	应对举措
古井贡酒	2月初	目标不减不调，增加费用投入。具体进行了网点排查，摸排市场成交价情、渠道库存，执行挺价政策，规定了年份原浆酒系列产品最低成交价；箱外促销活动，消化终端店库存，主要是在大的烟酒店进行促销，如买2箱古井5年/1箱8年等/2瓶16年、20年/，送一张刮刮卡，可以抽一些酒具、抽纸等促销品。
口子窖	2月底	大商制，渠道库存不是很大，应对疫情，主要是把春节给渠道的销售政策延期到6月。
迎驾贡酒	4月中下旬	没有太大变化，4月还在开会调整战略方向。
金种子酒	——	做新品，本来准备糖酒会上市，后来一拖再拖，目前仍在准备中。

来源：经销商渠道、中泰证券研究所

省内空间：市占率提升路径清晰，未来省内收入有望突破百亿

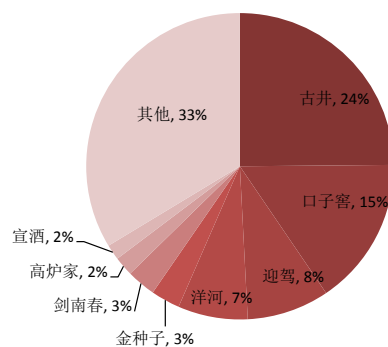
- **古井龙头地位进一步巩固。1) 行业调整期后徽酒竞争格局逐渐清晰，百元及以上价位基本被古井和口子窖占据。** 根据酒协及经销商交流反馈，安徽白酒收入约 250 亿元（出厂口径）；根据年报推算，我们预计 2019 年古井省内收入约 61 亿元，市占率约 24%，口子窖省内收入 38 亿元，市占率约 15%，两者市场份额约 39%，且古井在 80-300 元价位各单品基本是省内最大的，迎驾贡酒和金种子酒、高炉家、宣酒主流价位在中低端市场（80 元以下），存在产品老化、营销和渠道创新不足等诟病，整体竞争力较弱，市场份额逐步被蚕食。**2) 次高端价位是未来看点，看好省内古井在 300-500 元的长期龙头优势：**目前古 8 已成为省内 200 元价位的最大单品（渠道反馈省内前两名是古 8 收入 10-15 亿元，口子窖 10 年约 5 亿元），预计未来 2-3 年有望在合肥以外的地级市全面普及；300-500 元次高端价位是未来 3-5 年的核心布局点，目前古 20/古 16、口子窖 20 年、剑南春、梦之蓝、均有几亿元体量，势头较好的是古 20 和剑南春（安徽约 7 亿元规模），古 20 的推出非常关键，打开了古井的成长天花板，根据渠道走访显示，在后百亿战略规划中，公司规划未来 5 年（2020-2024 年）收入达到 200 亿元，其中古 8 及以上产品收入占比规划达 40%。我们认为古井和剑南春相比，古井在省内未来发展具备更强优势：1) 剑南春在消费者心中是 300+元价位，古 16 标价 500+元，实际成交价 350 元，渠道反馈价值感更强；2) 安徽省内婚喜宴市场，古井更加强势且给予政策更优，比如酒店可以直接出费用买断，酒店折扣等返利高于剑南春；3) 古井在省内渠道掌控力更强，覆盖的网点更多，可以直接上古 16，比如古井在省内终端覆盖率超过 50%，剑南春做不到。

图表 21：2019 年安徽主流品牌收入规模：亿元



来源：WIND、中泰证券研究所

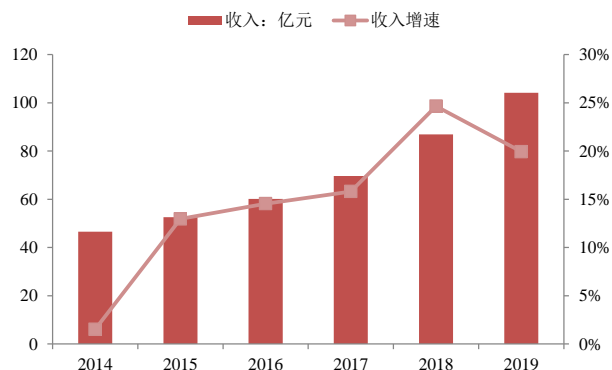
图表 22：古井省内市占率约 24%



来源：经销商渠道、中泰证券研究所

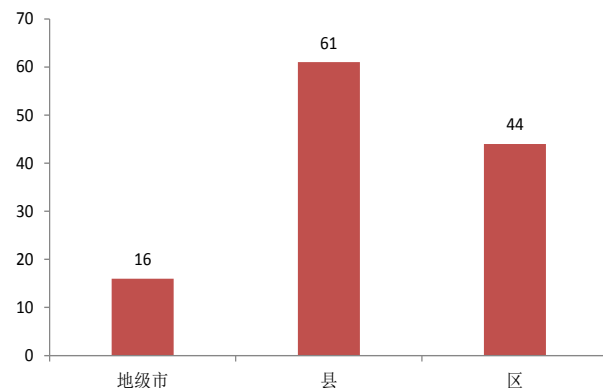
- **疫情冲击强化古井省内份额提升逻辑，我们测算未来省内收入具有 50% 至翻倍增长空间，且盈利能力将更易提升。** 2019 年古井省内收入约 61 亿元，2018 年公司提出“县县过亿”长期战略规划，安徽共有 105 个县市区市场，依靠公司的三通工程强势渠道力，我们预计长期来看省内收入迈向百亿是有望看到的，考虑到合肥市场规模已超过 20 亿元，若省内县县过亿，省内收入有望达到目前的一倍空间。综合来看，我们认为古井在省内市占率提升+产品迭代逻辑不断强化，无论品牌还是渠道，古井的优势均在与竞品加快拉开差距，未来份额提升路径清晰可见。并且，第一二名规模差距拉开后，龙头古井的盈利能力将更易提升。

图表 23：近几年古井收入加速增长



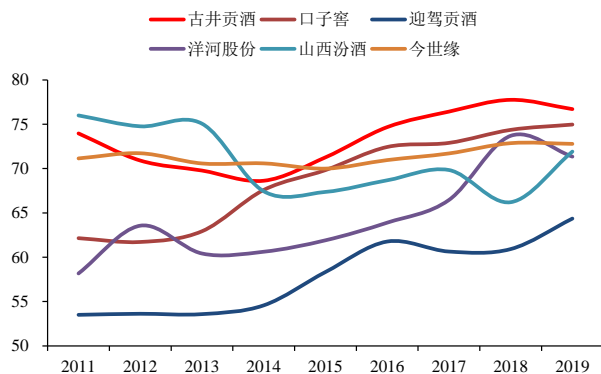
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 24：安徽省县区个数一览



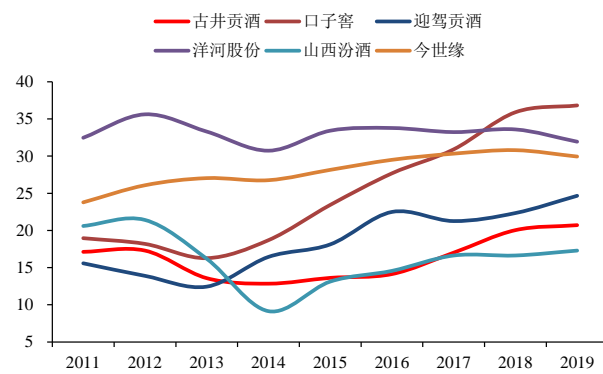
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 25：古井毛利率相对竞品较高



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 26：古井净利率相对竞品较低



来源：WIND、中泰证券研究所

中长期：泛全国化起势，成长潜力十足

- 2019 年古井收入破百亿后，公司提出后百亿战略，规划未来 5 年（2020-2024 年）收入达到 200 亿元，其中省外规划收入占比达 40%。公司在 2019 年报里也是明确表示要加快全国化步伐，加快省外招商进程，这也侧面体现出古井品牌力持续提升带来的底气。从过往两年省外表现来看，经过产品结构调整、销售人员调配，华东、华北以及华南市场增速开始逐步回升，招商明显更加顺利，我们认为未来 5 年华东将是古井省外最重要的突破口，特别是次高端酒规模较大的江苏市场。

华中市场：江浙沪开始起势，湖北黄鹤楼进入名酒回升阶段

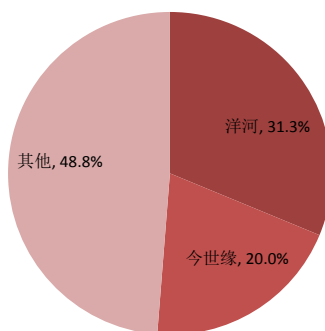
- 华东市场是重要突破口，江苏有望成为核心增长点。根据渠道走访显示，以下市场规模均是 2019 年数据。1) 江苏：白酒收入约 400 亿元，是全国次高端酒最大的省份，300-600 元占比超过 40%，这和江苏的经济、消费结构有关，目前省内主要是洋河的梦之蓝系列、今世缘的国缘系列占主导，按照江苏次高端市场 160 亿元，梦之蓝约 50 亿元，国缘约 32 亿元，市场份额分别为 31.3%、20%，两者市占率超过一半。但江苏毕

竟次高端市场规模较大，近 2 年古井在江苏逐步加大古 20、古 16 推广力度，目前进展较为顺利，我们预计 2019 年古井在江苏收入约 3.5 亿元，未来次高端产品成长潜力仍旧较大。**2) 上海和浙江：**4-5 亿元，上海和浙江约 2-2.5 亿元，经济较为发达，以年份原浆系列为主，价格 100-300 元为主，上海与百川合作开发上海滩系列（3/6/9），浙江温州样板市场初显成效。**3) 河南：**8-10 亿元，地产酒无强势品牌，名酒必争之地。2016 年古井渠道压货严重，2017 年去库存+削减老名酒产品线，2019 年收入开始回归正增长，目前价位以献礼、5 年和 8 年为主。**4) 山东：**2-3 亿元，主流价位 100-200 元，本地品牌略强，招大商模式，进展还不错。

图表 27：华东市场分省份收入（亿元）

省份	2018年收入	2019年收入	增速
安徽	52.0	60.9	17.1%
河南	8.0	8.2	2.5%
湖北	8.7	11.5	33.3%
江苏	2.7	3.5	29.6%
浙江	1.8	2.2	19.4%
山东	2.0	2.4	17.5%
上海	2.0	2.3	15.0%
华中白酒合计	77.2	90.9	17.9%

来源：公司年报、经销商调研、中泰证券研究所

图表 28：江苏次高端酒市场格局


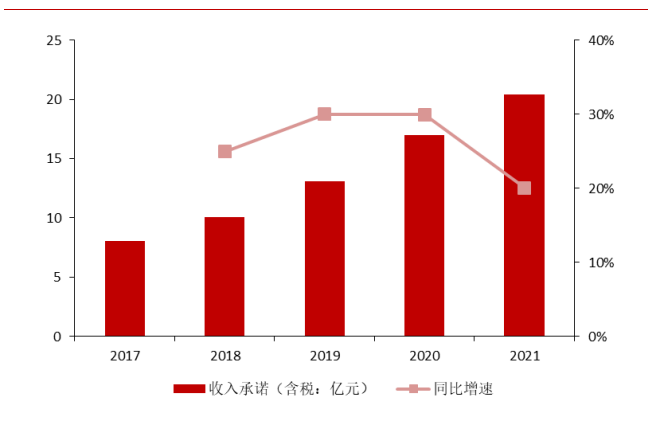
来源：经销商调研、中泰证券研究所

- **古井入主黄鹤楼，长期来看仍有望向业绩承诺靠拢。**2016 年古井对黄鹤楼内部体系进行全面调整，委派经验丰富的核心销售领导任职，扩充销售队伍，优化考核体系，提高福利待遇，一线销售工作积极性明显提高。产品上，聚焦生态原浆、陈香、小黄鹤楼等五大单品，核心价格带定位消费升级最快的 100-300 元区间。营销上，古井输出三通工程强化渠道推力，通过湖南卫视、高铁站、公交车等通道加大广告投放，提高品牌曝光率。2017-2021 年，古井与黄鹤楼签订业绩承诺协议，收入年复合增速约 25%，目前来看 2017-2019 年黄鹤楼均是超额完成业绩承诺，2020 年黄鹤楼所在大本营武汉是疫情重灾区，受损严重，我们预计全年完成既定目标难度较大，但展望 2021-2022 年，整体消费环境恢复正常后，收入仍有望向承诺目标靠拢。

图表 29：黄鹤楼产品价格带分布
图表 30：黄鹤楼业绩承诺收入目标

产品系列	名称	价格/元	香型
陈香系列	陈香1989	218	浓香型
	陈香1979	318	
生态原浆系列	生态原浆12年	148	浓酱兼香型
	生态原浆15年	218	
小黄鹤楼系列	135小黄鹤楼	15	浓香型

来源：黄鹤楼官网、中泰证券研究所

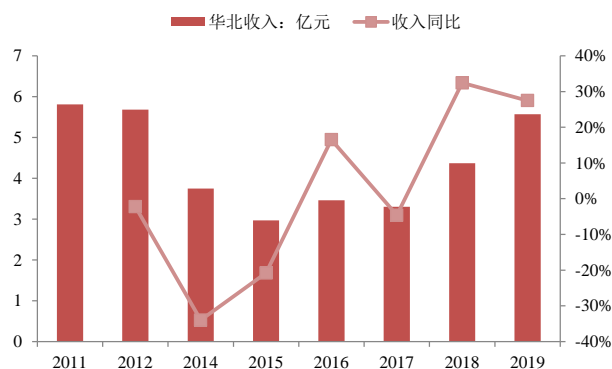


来源：公司公告、中泰证券研究所

华北+华南市场：收入开始恢复增长，发展势头积极向好

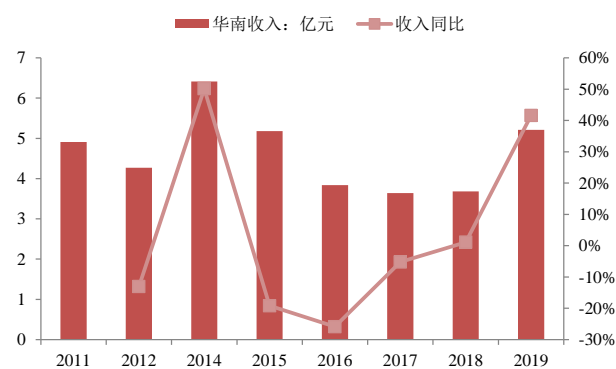
- 1) 京津冀：5.6 亿元，其中河北超过 3 亿元，本地品牌竞争力一般，消费档次不高，过去一直以老名酒为主；2018 年开始招商做年份原浆，招商进程反馈不错，2018-2019 年收入增速约 30%。
- 2) 广东等周边：5.2 亿元，本地品牌竞争力一般，由于流动人口多，属于古井的老市场，老名酒占一定比例，年份原浆主要在广东地区销售，2019 年收入增速超过 40%。

图表 31：华北收入增速逐步提升



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 32：华南收入增速逐步提升



来源：公司年报、中泰证券研究所

投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐

收入分项预测

- 1) 古井年份原浆：我们预计 2020-2022 年古 16+古 20 收入复合增速 50%左右，古 8 收入复合增速 30%左右，5 年收入复合增速-5%左右，献礼版收入复合增速-10%左右，整体年份原浆系列收入复合增速在 20%左右。
- 2) 黄鹤楼：我们考虑武汉受疫情严重影响因素，预计 2020-2022 年黄鹤楼收入分别为 5、11、14 亿元。

图表 33：收入分项预测（百万元）

古井合计	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5119	5521	6133	7653	9010	10876	12705	14943
同比	13.10%	7.87%	11.08%	24.79%	17.73%	20.71%	16.81%	17.62%
毛利率	71.54%	75.64%	77.52%	78.71%	78.40%	79.36%	80.84%	82.09%
黄鹤楼	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入		355	689	866	1154	500	1100	1400
同比			94.11%	25.74%	33.16%	-56.66%	120.00%	27.27%
毛利率		70.00%	70.00%	72.00%	73.00%	70.00%	72.00%	73.00%
酒店	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	83	84	84	87	89	89	90	90
同比	8.71%	0.78%	0.56%	3.05%	2.13%	0.50%	0.50%	0.50%
毛利率	58.91%	57.59%	57.59%	55.75%	55.15%	55.00%	55.00%	55.00%
其他	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	52	57	62	80	165	181	199	219
同比	5.45%	10.59%	8.61%	28.24%	106.83%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	64.00%	35.96%	65.13%	72.61%	21.59%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5253	6017	6968	8686	10417	11646	14094	16652
同比	12.95%	14.54%	15.81%	24.65%	19.93%	11.80%	21.01%	18.16%
毛利率	71.27%	74.68%	76.43%	77.76%	76.71%	78.08%	79.34%	80.56%

来源：WIND、中泰证券研究所

投资建议

- **投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐。**我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 116/141/167 亿元，同比增长 12%/21%/18%；净利润分别为 23/30/37 亿元，同比增长 11%/26%/24%，EPS 分别为 4.64/5.86/7.29 元，对应 PE 分别为 29/23/19 倍。公司在省内龙头地位持续强化，省外进入加速扩张器，我们预计未来 3-5 年业绩成长性强于多数白酒企业，重申“买入”评级。

图表 34：可比白酒公司估值表

股票名称	股价	EPS				PE			
		2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
白酒	元								
贵州茅台	1312.00	28.0	32.8	37.7	45.3	46.8	40.0	34.8	29.0
五粮液	141.91	3.5	4.5	5.3	6.2	41.1	31.6	26.8	22.9
泸州老窖	80.30	2.4	3.2	3.4	4.1	33.7	25.3	23.5	19.4
洋河股份	99.50	5.4	4.9	5.0	5.6	18.5	20.4	20.1	17.8
古井贡酒	136.50	3.4	4.2	4.6	5.9	40.5	32.7	29.4	23.3
山西汾酒	108.50	1.7	2.2	2.6	3.2	64.2	49.9	41.1	34.2
口子窖	41.45	2.6	2.9	2.2	2.6	16.3	14.4	18.5	15.9
今世缘	32.72	0.9	1.2	1.3	1.5	35.6	28.2	25.6	21.4
水井坊	45.35	1.2	1.7	1.8	2.2	38.1	26.8	25.2	20.2
顺鑫农业	53.78	1.3	1.1	1.3	1.8	41.4	49.3	42.0	30.7

来源：WIND、中泰证券研究所 备注：股价为 2020 年 5 月 7 日收盘价

风险提示

- **消费升级进程不及预期。**尽管居民收入水平的提高会一定程度上增加食品饮料方面的支出，但消费者对产品的偏好是有差别的，存在消费升级在某些品类上的趋势不达市场预期。
- **疫情持续扩散带来全球经济下行风险：**当前海外新型冠状病毒肺炎疫情仍在扩散过程中，新增确诊病例尚未见到明确下降拐点，若疫情持续扩散，将对全球以及国内经济发展造成一定程度不利影响，进而影响白酒需求。
- **样本有限存在的偏差。**白酒的经销渠道覆盖全国市场，数量众多，文中部分信息来源于经销商渠道调研，可能因样本数量和范围的限制，与实际情况有一定程度的偏差。
- **食品安全事件风险：**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

图表 35：古井贡酒三大财务报表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,686	10,417	11,646	14,094	16,652
增长率	24.7%	19.9%	11.8%	21.0%	18.2%
营业成本	-1,932	-2,426	-2,553	-2,912	-3,237
%销售收入	22.2%	23.3%	21.9%	20.7%	19.4%
毛利	6,754	7,991	9,094	11,182	13,415
%销售收入	77.8%	76.7%	78.1%	79.3%	80.6%
营业税金及附加	-1,279	-1,593	-1,747	-2,114	-2,498
%销售收入	14.7%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-2,683	-3,185	-3,494	-4,228	-4,912
%销售收入	30.9%	30.6%	30.0%	30.0%	29.5%
管理费用	-645	-685	-815	-958	-1,132
%销售收入	7.4%	6.6%	7.0%	6.8%	6.8%
息税前利润（EBIT）	2,148	2,528	3,038	3,881	4,873
%销售收入	24.7%	24.3%	26.1%	27.5%	29.3%
财务费用	52	98	51	57	64
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	13	-1	15	9	8
公允价值变动收益	0	18	0	0	0
投资收益	148	126	143	139	136
%税前利润	6.2%	4.5%	4.4%	3.4%	2.7%
营业利润	2,360	2,768	3,247	4,086	5,081
营业利润率	27.2%	26.6%	27.9%	29.0%	30.5%
营业外收支	22	49	30	34	38
税前利润	2,382	2,818	3,277	4,119	5,118
利润率	27.4%	27.0%	28.1%	29.2%	30.7%
所得税	-628	-715	-844	-1,066	-1,327
所得税率	26.4%	25.4%	25.8%	25.9%	25.9%
净利润	1,741	2,158	2,402	3,035	3,776
少数股东损益	46	60	67	85	105
归属于母公司的净利润	1,695	2,098	2,335	2,950	3,671
净利率	19.5%	20.1%	20.1%	20.9%	22.0%
现金流量表（人民币百万元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,741	2,158	2,402	3,035	3,776
加：折旧和摊销	236	263	243	247	251
资产减值准备	13	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	-18	0	0	0
财务费用	15	35	-51	-57	-64
投资收益	-148	-126	-143	-139	-136
少数股东损益	46	60	67	85	105
营运资金的变动	-793	2,615	94	-427	-223
经营活动现金净流	1,441	192	2,546	2,659	3,604
固定资本投资	-11	-49	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,126	2,672	40	36	43
股利分配	-755	-755	-701	-885	-1,101
其他	252	0	1,812	148	-499
筹资活动现金净流	-504	-755	1,111	-737	-1,600
现金净流量	-189	2,109	3,697	1,958	2,047
资产负债表（人民币百万元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,706	5,620	9,317	11,275	13,322
应收款项	1,396	1,069	1,686	1,648	2,292
存货	2,407	3,015	2,690	3,819	3,416
其他流动资产	3,521	823	828	879	879
流动资产	9,029	10,526	14,521	17,621	19,908
%总资产	72.2%	75.9%	82.0%	85.4%	87.5%
长期投资	216	9	8	8	7
固定资产	1,764	1,723	1,542	1,358	1,172
%总资产	14.1%	12.4%	8.7%	6.6%	5.2%
无形资产	742	786	797	808	816
非流动资产	3,481	3,345	3,179	3,010	2,832
%总资产	27.8%	24.1%	18.0%	14.6%	12.5%
资产总计	12,510	13,871	17,701	20,631	22,740
短期借款	0	0	649	740	177
应付款项	3,175	3,113	3,480	4,169	4,166
其他流动负债	1,125	1,135	1,135	1,135	1,135
流动负债	4,301	4,247	5,264	6,044	5,478
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	179	192	192	192	192
负债	4,480	4,439	5,455	6,236	5,670
普通股股东权益	7,602	8,944	11,690	13,756	16,325
少数股东权益	428	488	555	640	745
负债股东权益合计	12,510	13,871	17,701	20,631	22,740
比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益(元)	3.37	4.17	4.64	5.86	7.29
每股净资产(元)	15.10	17.76	23.21	27.31	32.42
每股经营现金净流(元)	2.86	0.38	5.05	5.28	7.16
每股股利(元)	1.50	1.50	1.39	1.76	2.19
回报率					
净资产收益率	22.30%	23.45%	19.98%	21.45%	22.49%
总资产收益率	13.92%	15.56%	13.57%	14.71%	16.61%
投入资本收益率	38.73%	36.40%	74.75%	101.47%	114.43%
增长率					
营业总收入增长率	24.65%	19.93%	11.80%	21.01%	18.16%
EBIT增长率	48.67%	17.09%	18.42%	26.72%	24.68%
净利润增长率	47.57%	23.73%	11.34%	26.34%	24.42%
总资产增长率	23.22%	10.88%	27.61%	16.56%	10.22%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
存货周转天数	92.7	93.7	88.2	83.1	78.2
应付账款周转天数	85.8	77.8	81.8	79.8	80.8
固定资产周转天数	73.7	60.2	50.4	37.0	27.4
偿债能力					
净负债/股东权益	-69.99%	-98.78%	-86.77%	-87.40%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-44.3	-27.4	-61.7	-70.8	-77.8
资产负债率	35.81%	32.00%	30.82%	30.22%	24.93%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。