

(报告出品方/作者：东兴证券,孟斯硕,王洁婷,韦香怡)

1. 我们的观点

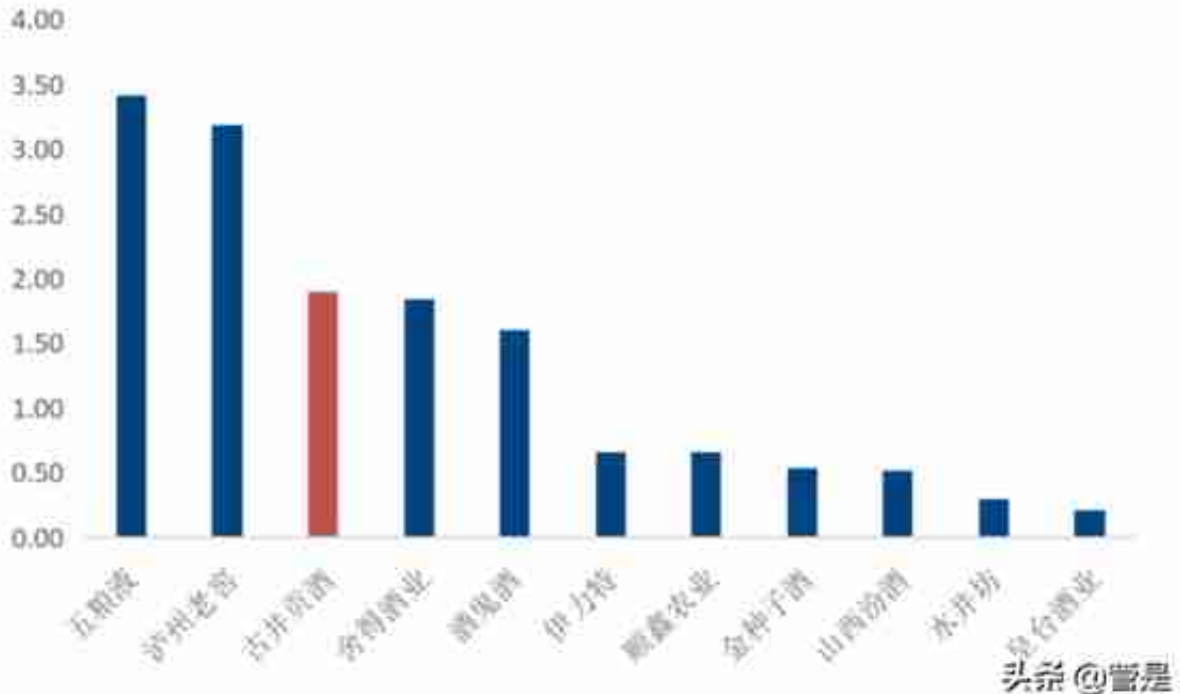
古井在近几年全国化复苏进程中，逐渐摆脱对省内的依赖，开始在华东、环安徽区域内有较好的拓展，得益于三大核心要素的相互配合：深厚的品牌积淀、精细化的渠道管理和精准的产品定位。我们认为在品牌沉淀之外，正是由于公司 2018 年以来在省外的精耕细作，以及省外产品结构以古 20 带动下线产品的动销的做法，带来了近几年省外的快速发展。在区域型白酒中，古井贡酒是最有可能打破区域壁垒、成为全国化的白酒企业之一，也是区域型白酒企业全国化的样本之一。

1 是公司品牌具有全国化的基础，作为曾经销售规模全国前三甲的酒企之一，古井品牌作为曾经全国化品牌在全国范围内有影响力。

2 是渠道基础，虽然公司深度分销下有市场条状分割的弊端，但是公司在渠道端的扎实布局，是本轮省外市场起势不可或缺的因素。

3 是产品的布局，在 2018 年之前，公司都是用低价产品去抢省外市场，由于跟地方酒企的主流价位带有竞争，所以古井省外拓展较为困难。2018 年后公司推出古 20，并在省外采用“1+2”或者“1+3”的产品结构，即重点打造古 20，同时在古 20 之下配两个或者三个产品，形成产品矩阵一同去抢占市场，取得较好的成绩。

图3：1997年上市酒企净利润对比



2.1 稳步扩张阶段（1959-1997）：老八大名酒，公司初具规模

古井在 1959 年转制为亳县古井酒厂，团队励精图治，辛苦耕耘，酒厂规模逐步扩建，产酒品质也稳步提升，在 1963 年的第二届全国评酒大会中首次被评选为老八大白酒，并蝉联此后三届，享“中国名酒”称号，获“酒中牡丹”美誉。1988 年，国家出台限制公务用酒政策，对白酒行业造成不利冲击，管理层创新性提出“降价降度”策略而顺利度过困难期。1992 年集团公司成立，初露锋芒，仅 4 年后就在 A、B 股成功上市。1997 年公司营收达 9.6 亿元，净利润达 1.9 亿元，在上市酒企中均位列第三，仅次于五粮液和泸州老窖。

2.2 发展停滞阶段（1998-2006）：多元化扩张、策略落后、股权改革失败等多重因素导致古井落后

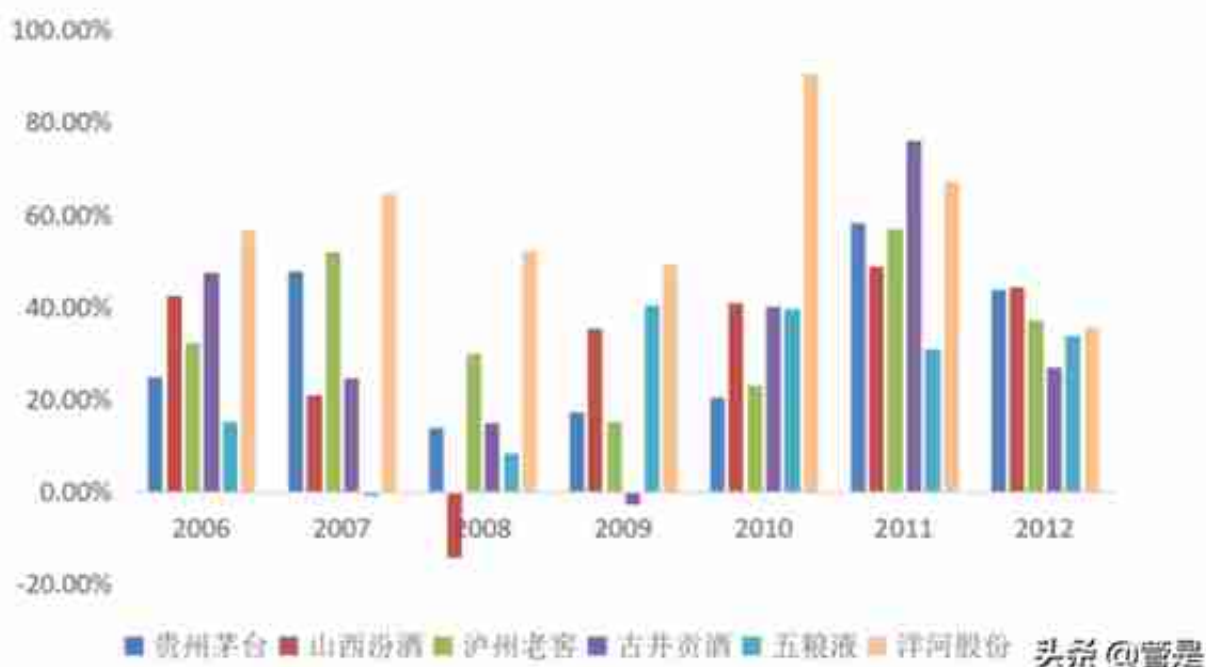
2002 年公司营收跌至 5.26 亿元，2003、2004 年净利润皆跌破零线，古井深陷发展困境。2004 年由于公司业绩连续亏损两年，被带上“ST”的帽子。追溯其业绩下滑的原因可总结为如下四点：

公司管理层急于扩张，快速展开多元化业务：2000 年，集团旗下公司达 30

多家,覆盖近 20 个行业, 公司短期之内涉入 IT、证券、农产品等多个行业, 覆盖工艺品、信息咨询、汽车等 20 个行业, 而忽视 核心白酒业务的发展, 由于不协调不均衡的发展和 管理层经验欠缺, 多元化经营以失败告终。

策略落后: 80 年代提出的“降价降度”策略进入千禧年后并不适用, 导致白酒价格偏低, 降低了公司的品牌高度, 使得公司的产品覆盖率远远落后于五粮液、洋河等品牌。

图5: 2006-2012 上市酒企营收增速对比 单位: %



2012 年国家出台“限制三公消费”以及反腐政策, 行业经历三年寒冬期。上市酒企都经历了不同幅度的业绩震荡, 约 80% 的品牌在这三年中营收呈负增长。古井当时为了维持住收入不下滑, 战线从全国范围内收缩到省内。

2.4 高速发展阶段 (2016-至今): 收入利润强劲增长, 省内龙头地位确定

2016 年得益于大众消费升级, 古井贡酒展现强劲增长的态势。产品端上推出古 20, 年三十等次高端及 高端产品推进结构升级, 古井紧抓机遇, 每年营收及归母净利润保持两位数的高速上升, 2020 年由于疫情对 白酒消费产生巨大不利冲击, 古井贡酒营收增长放缓, 但随着疫情得到良好控制, 营收重新恢复健康增长,

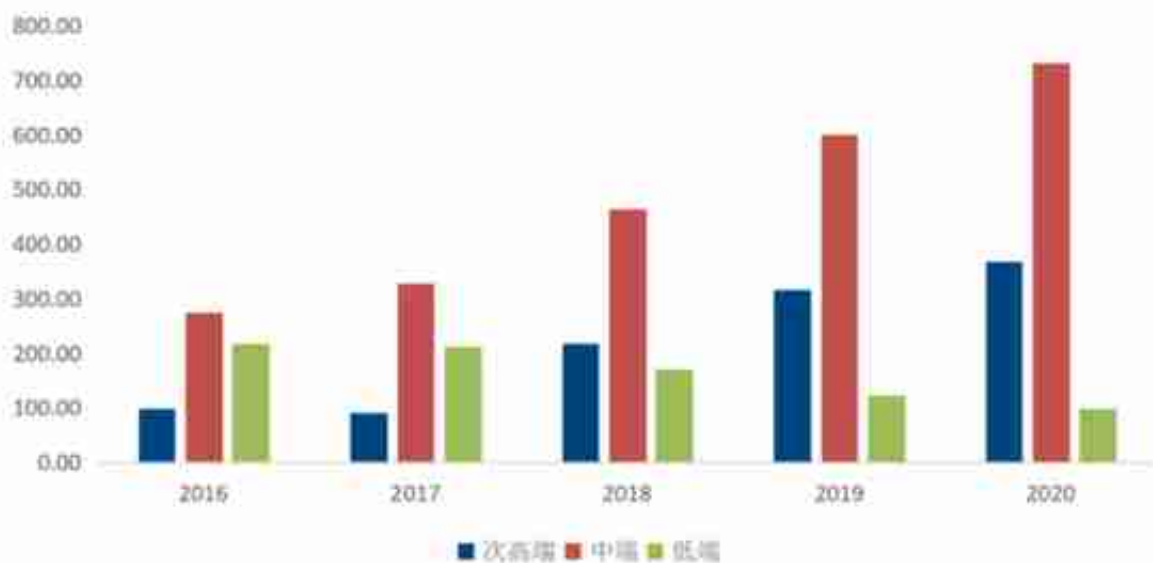
2021Q3 实现营业收入 101 亿、归母净利润 19.67 亿，同比增长 25.20%/28.05%。（报告来源：未来智库）

3. 全国化古井样本

3.1 品牌端：品牌优势铸就核心优势

对于白酒企业来说，品牌影响力是企业生存发展的最重要的一个影响因素。古井历史悠久，具备先天的品牌认知度，历史上的古井是一个全国化品牌，在 2006 年以前公司在省内的销售收入占比只有 50%左右，50%的销售是在省外实现的，虽然在当时省外销售规模不是很大，但是古井品牌在全国有较好的品牌认知。在古井重新做全国化的过程中，品牌复苏比品牌开拓更容易成功。

图 11：2016 年起古井贡酒产品营收走势 单位：百万元



头条@管是

3.3 渠道端：持续推进“三通工程”核心战略，省内外模式协同并进

3.3.1 市场渠道持续深化“三通工程”

古井贡酒是徽酒企业中擅长渠道精细化运作的企业，在市场渠道方面，公司以三通

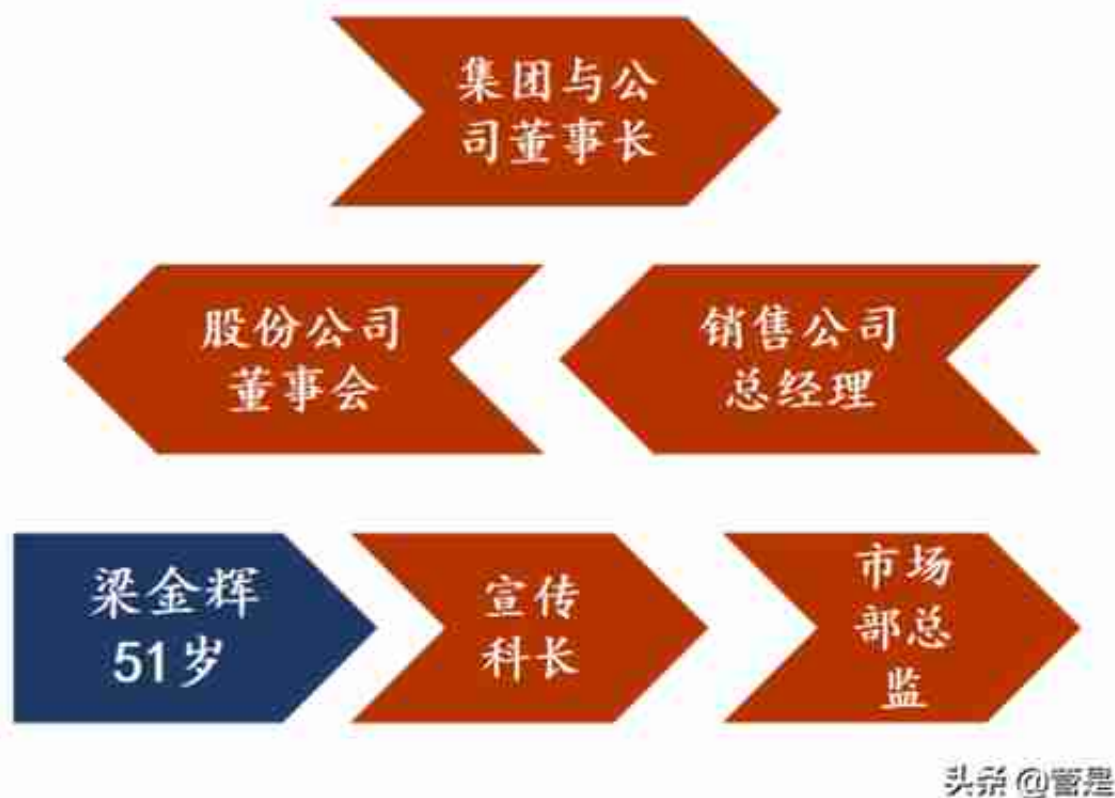
工程实现深度分销效果显著。“三通工程”指在选中区域内集中资源，建立规划、执行和督导三位一体的执行体系，以达到“小区域、高占有”的目的。“三通工程”——“路路通、店店通和人人通”，该模式可大幅提高局部市场占有率，并通过复制模式实现快速扩张，是流通终端日趋规模化导致原先被忽视的消费市场被重新审视的创新产物。

具体阶段即通过三通工程做到局部核心区域第一，然后通过成功复制，逐渐扩大多区域的市场占有率，增加各区域的联系程度，最终全面打开目标市场，做到市场销量第一。

在市场监察部框架下成立“三通办”，确保执行效果。古井设置专门负责推进“三通工程”的“三通办”，机构下沉至战略运营中心与大区，人员以专员形式下沉至办事处，其核心职能是通过系统的考核指标和方法来跟进终端建设进度、督导业务人员，并对执行效果进行评估。

在市场部框架下成立推广组与物料组，以增强品牌宣传力度。推广组在总部层面主要负责媒体广告等大中型活动，在下沉机构中主要负责品鉴会等中小型落地宣传，协助高空广告和大中型推广的有效落地，从而带动品牌力提升和产品销售；物料组则负责促销品的设计、制作、采购，以及业务层面的宣传物料的审核、报批、制作、核销。

图 19：古井贡酒董事长梁金辉职业历程



古井董事长梁金辉 1997 年加入古井贡酒，2008 年起主管古井贡酒的销售，2011 年，出任古井贡酒股份有限公司总经理，2014 年出任股份公司董事长，梁金辉对于品牌和营销有自己独到见解，认为“营销的本质还是传统的四要素：产品、价格、通路、传播”，并且自成一套营销管理体系，这也是古井贡酒的核心竞争力之一。主管营销的闫立军，从基层销售人员一步一步晋升，营销经验极其丰富，带领团队实现了年份原浆在合肥市场的从零崛起。

4. 省内优势显现，全国化布局可期

4.1 省内市场消费升级推动消费扩容

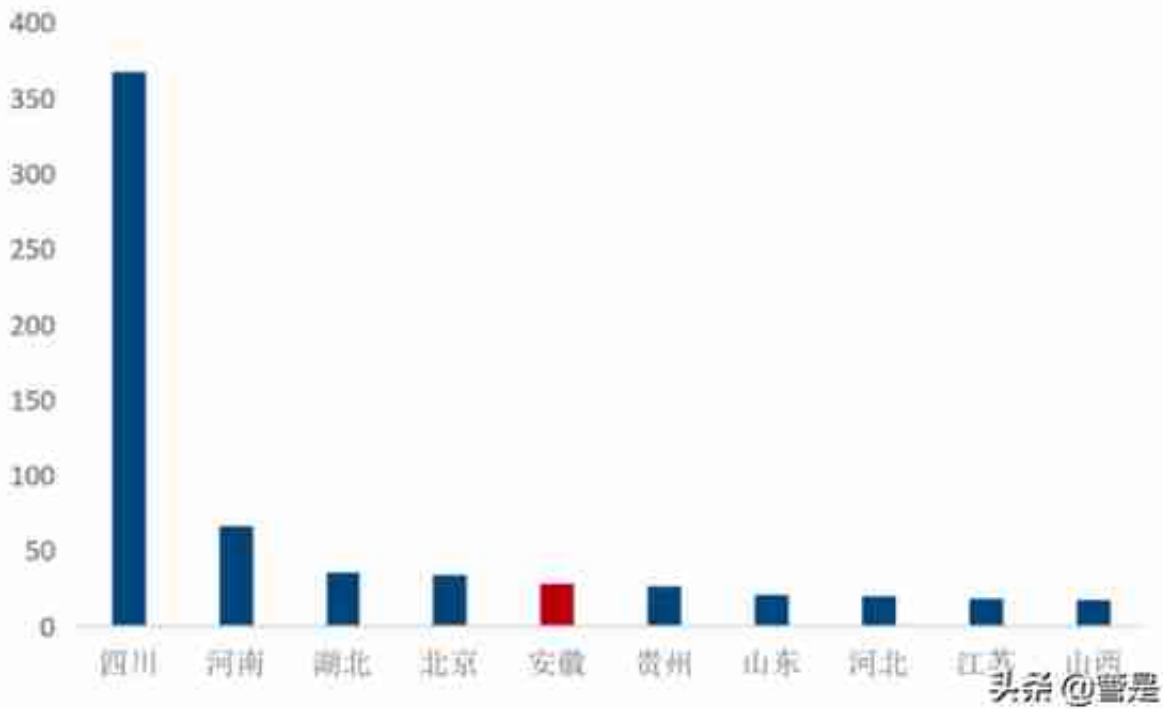
4.1.1 省内市场增长空间广阔

安徽省作为长三角经济圈的重要组成省份，近五年的 GDP 增速都领先于全国 GDP 增速。2020 年即使在新冠疫情影响下，省内生产总值仍达到 38680.63

亿元，实现 4.98%的较快增速，为居民消费的升级打下坚实基础。同时，安徽省常住人口从 2010 年的 5957 万人增加到 2020 年的 6015 万人，人口增速保持稳定，消费人口基数稳中有升。在经济持续发展和人口增长的双重作用下，安徽省内白酒市场格局与日俱增，市场容量有望加速扩张。

伴随省内经济的稳中向好的长期趋势，居民消费升级空间广阔。近五年来，省内人均消费显著增加，在疫情冲击下 2020 年暂时疲软，但在未来居民对疫情习以为常以及疫情管控更加有效的情况下，居民消费热情重燃，预期省内居民消费会回到常态化的上升趋势。并且，安徽省是传统的白酒消费大省，2019 年前人均食品烟酒消费都保持着 5%以上的显著增速，2020 年尽管疫情对整体消费带来冲击，而省内居民对食品烟酒的消费仍然保持增长的趋势，白酒消费有着坚实支撑，市场空间有望进一步打开。

图 26: 2020 年排名前十各省白酒产量 单位: 万千升



4.2 省内竞争优势凸显，规模遥遥领先

4.2.1 徽酒市场竞争激烈，一超两强格局明显

白酒行业素来流传“东不入皖、西不入川”的行话，安徽白酒市场竞争激烈程度可

见一斑，安徽本土上市酒企已高达四个。历经多年，徽酒格局变化莫测，市场龙头几番易主，从“四朵金花”争奇斗艳演变为目前以古井称雄，口子窖、迎驾贡酒为第二梯队的“一超两强”格局。

古井以年份原浆、古井贡酒系列等核心产品发力，在省内深耕拓展的同时向省外市场强势扩军，加速布局全国化。迎驾贡酒深耕产品与渠道布局，也早已开启省外拓展模式，产品上以洞藏系列为主，省内外经销商数量约为 495/580 家，可见省外经销商数量已远超省内。口子窖也通过高投入的全国性广告布局全国化，目前已经在江苏、山东、河南等区域占领一席之地。

4.2.2 本土中端品牌占据优势 价格带密集分布

安徽白酒市场竞争格局清晰分明，产品价格位于300以上的次高端及高端市场主要由外来传统名酒把控，

是茅台、五粮液、洋河的品牌天下，但市场份额占比不高，仅为 22%。在

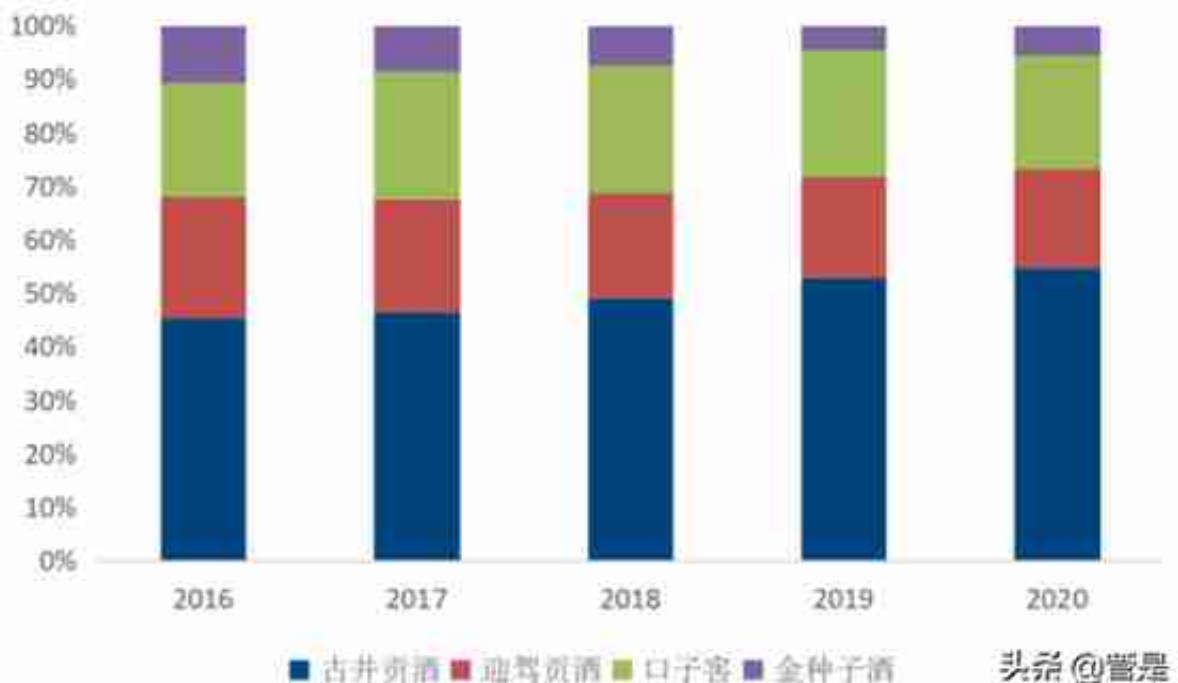
30-200 元的大众价格带，安徽本土品牌产类丰富，且市场份额占比

58%，可见徽酒市场本土酒企占据绝对优势。其中 80-200 价格带由古 5/8、口子 5/10、洞藏

6、迎驾银星/金星等省内强势产品主导，金种子酒、宣酒、高炉家等品牌占据

30-80 元价格带。在低端市场，光瓶酒以牛栏山和老村长为主，安徽本土品牌没有把光瓶酒作为重点去深耕和推广。

图34：2016-2020 安徽上市酒企营收占比



4.3.2 “一体两翼” 带动全国化布局

河南复兴之路

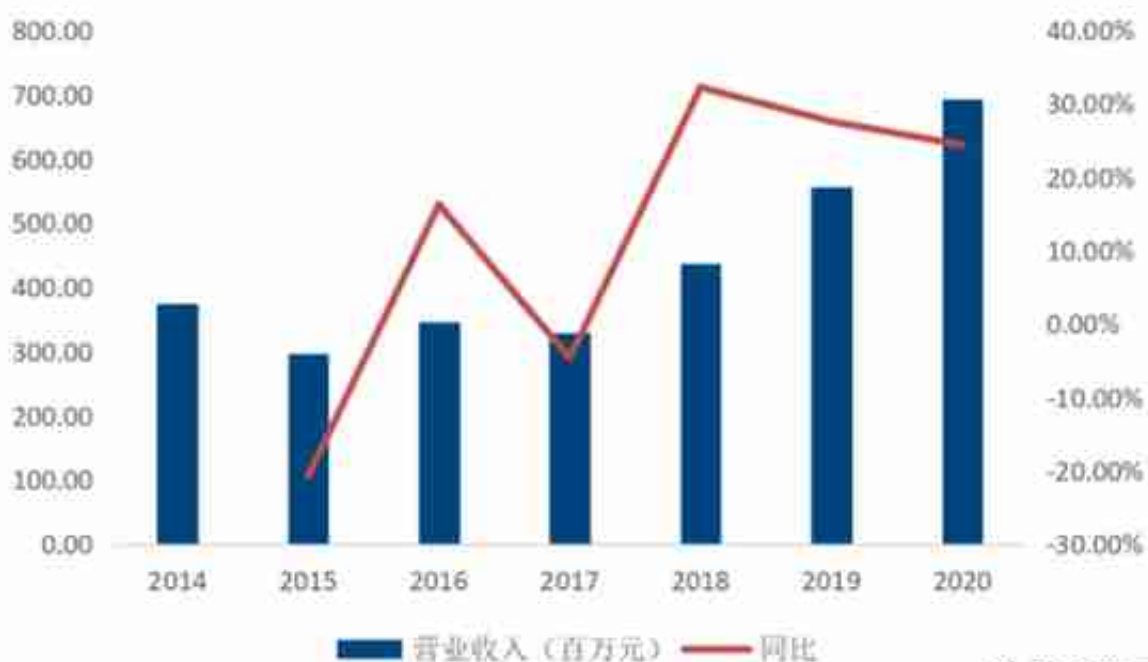
公司自 2010 年计划计入河南市场，在 2011 年即成立了河南营销中心，2015 年实现了 13-14 亿较高的销售额，并荣获了“2015 年河南市场十大畅销酒品牌”，然而在 2017 年公司在河南市场遭遇严重挫折，市场份额大幅下降，营收下滑至 2.4 亿元，主要归因于早年公司在河南市场主要推广低端产品，导致品牌形象下降，认知度下滑，产品覆盖率不尽人意。

积极转换策略，市场信心修复。公司及时总结陈因，调整市场策略，省外执行了非常宽松和友好的政策，在 2018 年的招商政策上，古井方面明确指出，“低首单、不压货、专职化”的新政策，下沉至县级市场，战略优化渠道资源和商家结构，对于重点市场、优质客户要“不计成本投入支持”。针对团购经销商，首单门槛设定为 10 万元起步；在库存问题上，设定最低库存和最高库存两条红线，以实际需求进行合理分配；同时，特别强调了“人员专职化服务”，在市场导入期和核心终

端配备专人人员，加速实现产品快速布局，确保经销商真正赚到钱，平稳赚钱。

2018 年随着古井推进在豫复兴之路，年底河南市场销售额恢复至 9 亿元，把握了正确的产品策略以及宝贵的失败经验之后，公司在河南市场稳步扩张，2019 年销售收入 12 亿元。

图41：2014 年起古井贡酒在华北区域销售情况



头条 @ 壹星

安徽省内竞争激烈、同质化导致内耗严重，地产酒营销多集中在省内，省外营销受到很大的掣肘。古井 在省内主要采取渠道深耕的做法，优势的做法可以很有效的将竞争对手排除在市场之外，但是负面的影响是，公司需要付出较高的营销费用去维持渠道的运转。从 2016 年以来，公司销售费用率超过 30%，虽然近几年销售费用率有所下降，但是整体仍维持在较高的水平。

目前公司在省内的市场占有率超过 25%，由于省内市场占有率的提升使得公司在省内的投入有所降低，公司在省外的拓展也初见成效。我们认为现阶段公司在市场拓张阶段，特别是开拓一些新兴市场，短期内销售费用率仍会保持较高的水平，费用率的拐点或出现在全国化进程有一定效果时体现。

5.2 质疑二：经销商结构老化

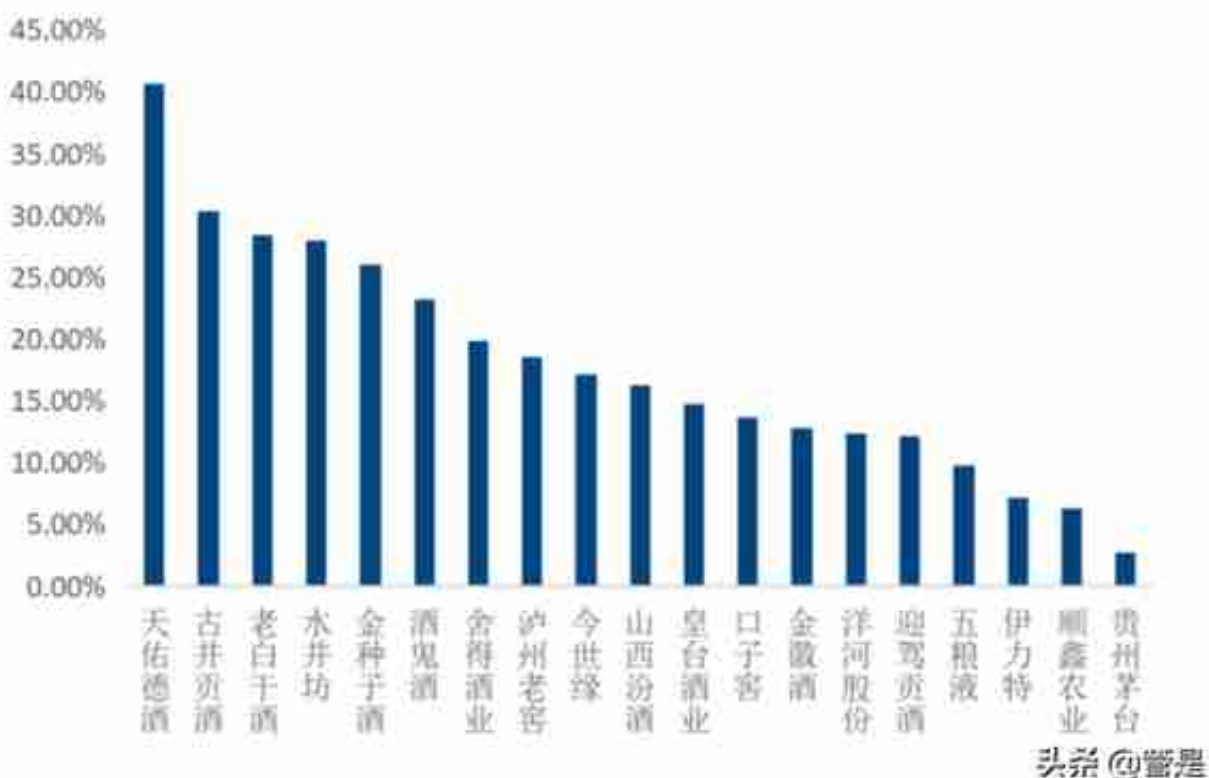
5.2.1 市场建设加速，经销商数量大幅增加

2020 年公司经销商数量保持增加的态势，华中本土市场增加近 500 个经销商，古井在省内继续加速扩张市场份额，华南华北市场 2020 年增加 200 个经销商左右，公司利用当地经销商资源，加快打开省外市场格局。

5.2.2 经销商结构老化是表象

虽然近古井陆续新招很多经销商，但是经销商以团购为主，特别是省内的经销商有老化的问题。在“1+1 厂商协助模式”下厂家帮助经销商深入到市场中，经销商不直接负责市场，使得经销商能动性缺乏，有结构老化的趋势。

图 44：上市酒企销售费用率对比



6.2 历史改革进程缓慢，改革预期有待释放

公司混改时间较早，步伐走在行业前列。上海浦创成立于 2008 年 5 月，为一家战略投资公司主营业务为投资、投资管理、投资咨询、企业管理咨询、商务咨询。2009 年 7 月 30 日，亳州国资委与上海浦创签订合同，上海浦创受让古井集团 40% 股权，本次股权转让完成后，亳州国资委持有古井集团 60% 股权，上海浦创持有古井集团 40% 股权，双方通过古井集团持有古井贡酒控制权并对外投资安徽瑞福祥食品有限公司等企业。

混改进程缓慢，效果不足预期，上海浦创与亳州国资委的合作并不顺利，2009 年招标时，亳州国资委提出要求：意向受让方须同时具有投资与产业经营的经验，须承诺在成功受让后 18 月内，投资 2 亿元以上，完成古井集团所属安徽瑞福祥食品有限公司热电技改项目，并新建成一个具有较高科技含量和较高利润的农副产品深加工项目。上海浦创控股公司上海同华投资与古井集团总投资 1.2 亿元，合作建设的亳州瑞科生物 有限公司年产 6,000 吨黄原胶项目中途折戟。

2018 年 11 月 29 日，古井集团旗下子公司古井酒店向母公司、非公资本战略投资者、持股员工三方定向增发，将古井酒店改制为国有资本直接控股、非公有资本参股、员工持股的混合所有制公司。本次古井酒店员工持股试点改革共融资 3930 万元，其中 2 家战略投资者出资 917 万元，核心员工出资 209.076 万元，古井酒店母公司瑞景商旅集团出资 2803.924 万元。而古井集团层面乃至白酒主业层面进一步混改至今尚未落地。