



食品饮料/必需消费

古井贡酒（000596）

销售架构新调整 年份原浆再升级

——古井贡调研纪要


胡春霞
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 S0880511010015

本报告导读：

年份原浆产品结构升级态势明显，营销组织结构调整保证公司长期发展，预计 11-12 年 Eps2.40、3.57 元，预计业绩逐步兑现将带动公司估值进一步提升。

事件：

- 我们参加了 4 月 15 日古井贡股东大会，与公司管理层就公司产品结构升级、组织结构调整等方面的问题进行了沟通。

评级： **增持**

上次评级： 增持

目标价格： **107.00**

上次预测： 103.50

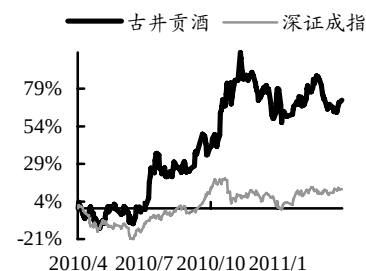
当前价格： 76.03

2011.04.20

交易数据

52 周内股价区间（元）	36.99-91.88
总市值（百万元）	17,867
总股本/流通 A 股（百万股）	235/175
流通 B 股/H 股（百万股）	60/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	0
日均成交值（百万元）	33

52 周内股价走势图



相关报告

《跨越式发展，回归第一阵营》

2011.01.20

《复苏之路刚起步，未来业绩将保持高速增长》

2010.05.05

评论：

公司 10 年收入、净利润增长 40%、124%，Eps1.34 元；11 年一季度已披露业绩快报，利润增长 121%。年份原浆如此快速的增长超出我们的预期，公司目前产品线非常清晰，年初以来年份原浆产品结构升级态势初显，主打中高档年份原浆酒和中低档淡雅系列价格有区隔，未来有望在重点区域市场做到全品类合力推广覆盖。基于公司管理层近两年的运作成功，年份原浆仍处于快速发展期、省内推动产品结构升级和省外扩张的空间依然很大，我们认为未来 1-2 年公司销售仍能维持快速增长，2-3 年内公司实现销售收入 50 亿目标的可能性非常大。预计 11-12 年 Eps2.40、3.57 元，目前公司动态 PE32 倍，PEG0.5 左右，考虑到公司这两年业绩的快速增长，预计业绩逐步兑现将带动公司估值进一步提升，给予 12 年 30 倍估值，目标价 107 元，建议增持。

- **核心产品年份原浆销售结构不断上移：**自 08 年年份原浆问世以来，不断推动公司产品结构上移。10 年公司年份原浆销售 7.4 亿，同比增长 208%，收入占公司白酒业务比重从 09 年的 23.2% 提升至 10 年的 43.5%，预计 11 年这一比重还会继续上升。今年以来，年份原浆主打产品已由献礼和 5 年版上移到以 5 年和 8 年版为主，增加收入同时继续增强公司产品盈利能力。原浆酒在省内的品牌知名度非常高，已经成为安徽省许多区域的政府接待用酒。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1：古井贡酒主要产品线

	10 年收入规模	产品	零售价格 (元/瓶)	度数	含量 (ml)	备注
年份原浆	7.4 亿 占白酒 业务收 入 44%	26 年	1,288	45	500	高端产品树形象
		16 年	518	45	500	分为新（红瓶）、旧两版，原浆升级储备产品
		16 年	428	50	425	
		8 年	268	45	425	11 年初以来增速较快， 主推品种
		5 年	158	40.6	425	10 年增速快于献礼，与献礼规模相当， 主推品种
		献礼版	108	40.6	425	09、10 年主销品种，销量和收入占比高
数字淡雅	-	数字淡雅	-	-	-	前期推出的中高档产品，未来资源不做重点倾斜
老古井贡 系列	-	十年陈酿	230	-	-	老品牌，部分产品在区域市场仍有较大规模，公司未来对这一系列产品资源投入力度不大，非主推
		五年陈酿	130	-	-	
		金奖	108	-	-	
		红运	88	-	-	
		精品幽雅	70	-	-	
花系淡雅	1.4 亿	青花	90	40.6	450	中低档主推品种 ，价格低于年份原浆系列，与原浆酒形成品牌互补
		红花	78	42	450	
		兰花	58	42	450	
低档酒	3000 万 左右	老玻贡及 其他	20 元以下	-	-	自然走量

数据来源：国泰君安证券研究

花系淡雅系列对中低档价格带做到全覆盖：花系淡雅是年份原浆之后的新生代产品，分为蓝、红、青花三个品种，价格在 50-100 元之间，旨在填补年份原浆产品以下的价格空间，对中低档价格带做到全覆盖，与年份原浆系列形成品牌互补。

图 1：年份原浆（8 年）



数据来源：国泰君安证券研究

图 2：花系淡雅系列



数据来源：国泰君安证券研究

- **提价基本做到平稳过渡：**公司于 11 年 3 月 21 日公告对古井淡雅系列和年份原浆系列产品出厂价进行调整，上调幅度为 3%-25%，其中淡雅系列提价幅度低于 5%，8 年大概在 10% 左右，总体来说价格高的产品提价幅度大。从目前提价效果来看，本次提价后终端接受良好，基本做到了平稳过渡。公司近两年在提价策略上一直遵循淡季提价、小幅快跑的原则，虽然近期发改委约谈了酿酒工业协会和部分酒类大企业的领导，对酒类企业涨价行为给出了一定政策指导，但事实上公司已于事前完成了今年上半年出厂和

请务必阅读正文之后的免责条款部分

终端零售价的调整，窗口指导对公司的实际影响不大。公司主要产品总体价格依然不高，每次提价时价格涨幅并不大，待下半年 CPI 数据有所回落后，下半年依然存在产品价格继续上调的可能。

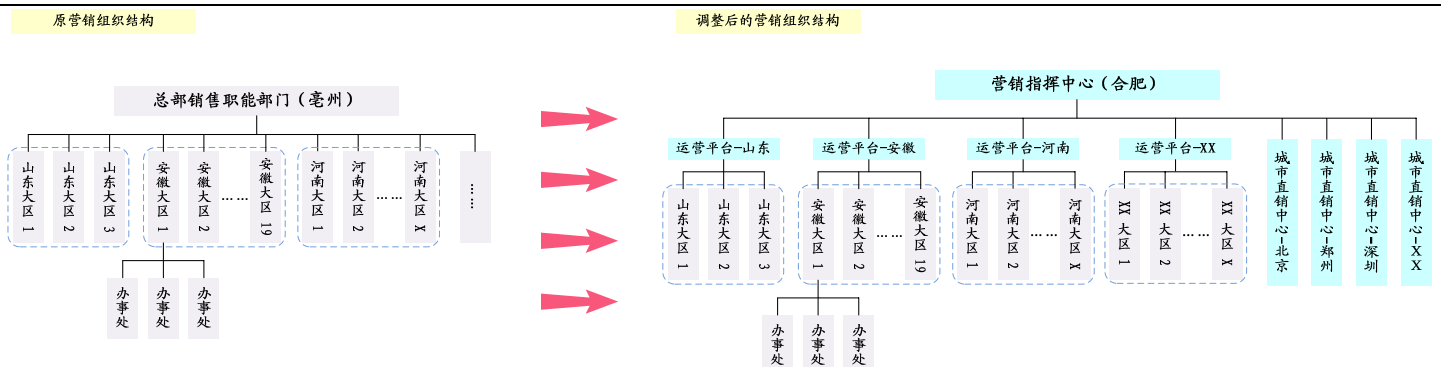
表 2: 古井贡酒近两年提价历程

公告日期	提价明细
2009-12-18	对红运系列、金奖系列等部分产品的销售价格原价基础上上调 5%
2010-03-26	对年份原浆系列产品的销售价格原价基础上上调 5%-20%
2010-10-29	对年份原浆系列产品的销售价格原价基础上上调 5%-20%
2011-03-21	对淡雅系列和年份原浆系列产品出厂价格上调 3%-25%

数据来源：国泰君安证券研究

- **组织架构调整，为 100 亿做准备：**为了实现“拿下 50 亿，畅想 100 亿”的发展目标，无论是省内继续推动渠道下沉还是省外加速扩张都需要组织结构不断调整以适应公司的高速增长，公司目前在总部层面结构调整规划具体包含两方面内容：（1）公司公告披露计划利用增发募集资金将公司销售公司总部营销职能部门由亳州迁至合肥，在合肥成立古井营销指挥中心；（2）未来计划在总部层面成立不用的品牌事业部，模仿洋河的组织结构进行运作。从公司发展战略的角度来说，实现 100 亿的目标必须依赖核心产品和渠道推力成功实现全国化，公司近期着手对外部营销结构做了重新规划调整：（1）重点区域板块市场设立区域营销平台；（2）重点突破城市设立直销运营中心。公司将区域销售政策制定的决策权和执行权下放，提高公司在区域市场内的快速反应能力以积极应对市场的变化，以板块市场划分区域成立区域营销平台也利于协调区域内优势资源，发挥合力优势。
 - **区域营销平台：**公司目前在安徽市场分为 19 个大区，各大区经理直接由公司总部营销中心对接，但是省内各大区之间的资源调配不易协调，整体优势没有得到充分发挥，公司调整的方向将是在总部与大区之间增加一个区域营销平台，协调辖区内各大区资源和网络，快速反应，合力打市场。公司计划在全国成立 9 个区域营销平台，涵盖安徽、河南、江苏、山东、华南、华东、华北、华中、西北等地区。
 - **城市直销中心：**公司在北京、郑州、深圳等地设立城市直销中心，聚焦资源，点状突破，以点带面，打造板块内的核心样板市场。目前郑州直销中心正在招兵买马，计划扩充 20 名团购经理和 20 名促销专员，对郑州市场尽量做到全覆盖。

图 3: 营销组织结构调整



资料来源：国泰君安证券研究

- **扩张策略：**公司销售扩张遵循“全国布局、稳步推进、重点突破”的策略，对年份原浆的推广提出“两保、两限”，保证质量、保证价格，限制整个的布局和发展速度，核心目标是追求效益和质量，宁可空白市场，强调“先打造核心市场，再全国化扩张”。以安徽为根据地市场，实现高度占有，辐射开发苏鲁豫浙冀等战略板块市场。
 - **省内：**省内是公司的核心战略市场，10 年公司在省内销售占公司收入 50%以上。公司在安徽省内较

请务必阅读正文之后的免责条款部分

早做了直销和区域细分，具体政策上加大倾斜力度，在安徽省内强力推进“三通”（路路通、店店通、人人通）和“168工程”（一条形象街，六家形象店，八家团购单位）。现在皖酒省内竞争已经到了白热化的程度，公司管理层对此也有深刻认识，策略上强调少去参与买店、买门头之类的恶性竞争，将更多资源投放在品牌拉动和渠道推广上，目标是做到安徽绝对老大而不仅仅是第一，强调拉开与竞争对手的差距。古井作为安徽省内唯一的名酒，品牌力强于省内竞争对手，年份原浆拥有古井贡酒作为老八大名酒提供品牌背书，具备占领安徽中高档市场的实力，公司在省内市场占有率只有10%左右，省内挖潜空间仍然很大。今年以来公司通过对省内市场结构继续做优化调整增强渠道推力，加上年份原浆主流产品消费结构不断升级，省内今年一季度增速超过了省外的增长。

➤ **省外：**10年省外市场增速超过省内，其中河南、江苏市场销售收入均超过2亿，山东超1亿，三省合计超过5亿，占公司收入比重30%左右。目前5年和8年原浆在江苏增长较快，河南主要依靠老古井和淡雅系列，区域主销产品结构主要依赖当地经济发展水平。公司今年正在加快全国化布局，强调特别是对一线城市做到重点覆盖。今年以来省外重点市场河南、山东、江苏均保持了快于30%的增速，呈现出良好的增长态势。公司在央视、凤凰卫视等媒体加大了广告投放，在航空媒体、重点酒店做投放，增强高空品牌拉力。通过在省外大区设立区域营销平台和城市直销中心，更加贴近市场，提高快速反应能力。省外机构配置人员主要依靠安徽省内机构培养，保证驻外人员素质。省外组织结构调整与品牌不断提升，打开了公司未来的长期成长空间。

- **激励机制存在改善空间：**国有企业都存在激励不足的问题，公司这几年的快速发展与管理层辛勤工作密不可分，解决激励问题保证公司未来长期可持续发展也符合大股东、政府和流通股东的共同利益，我们期待公司将来在股权激励上有所动作。
- **管理团队已经基本稳定：**公司过去几年管理团队出现了一些变动，今年以来管理团队已经基本稳定。由曾经主管公司销售工作的副总梁金辉出任公司总经理，由原销售公司市场总监纵兆纪出任销售公司总经理。梁总拥有丰富白酒营销经验，出任公司总经理直接掌舵古井，将更有利于优化公司销售政策决策机制，增强政策执行力。

作者简介:**胡春霞:**

S0880511010015

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湔（贡献作者）:

S0880110090037

021-38674752

zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业助理研究员，2010 年进入国泰君安。

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为作出投资决策的惟一参考因素，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，需在允许的范围内使用，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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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

	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		