

食品饮料

2019年10月27日

古井贡酒 (000596)

——尽享省内最优格局和消费升级 盈利能力持续提升

报告原因：有业绩公布需要点评

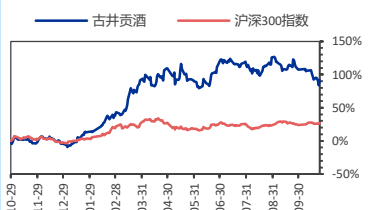
买入 (维持)

市场数据： 2019年10月25日	
收盘价(元)	105.52
一年内最高/最低(元)	127.12/50
市净率	6.2
息率(分红/股价)	1.42
流通A股市值(百万元)	40477
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年09月30日	
每股净资产(元)	17.05
资产负债率%	31.74
总股本/流通A股(百万)	504/384
流通B股/H股(百万)	120/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《古井贡酒(000596)点评：2019年中报点评：尽享省内升级，业绩再超预期》
2019/08/26

《古井贡酒(000596)点评：18年报&19Q1点评：报表超预期 省内份额领先优势扩大》
2019/04/29

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818x转
zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布2019年三季报，前三季度实现营业收入82.03亿，同比增长21.31%；实现归属于上市公司股东的净利润17.42亿，同比增长38.69%；扣非净利润16.1亿，同比增长32.04%，经营性现金流净额22.41亿，同比减少11.67%。EPS为3.46元。单三季度实现收入22.15亿，同比增长11.91%；实现归属于上市公司股东净利润4.93亿，同比增长35.78%。我们在业绩前瞻中预测Q3收入增长18%，净利润增长25%，收入增速低于预期，但净利润超预期。
- **投资评级与估值：**由于三季度公司净利润超预期，我们略上调盈利预测，预测2019-2021年EPS分别4.48、5.73、7.03元（前次为4.42、5.5、6.61元），同比增长33%、28%、23%，目前股价对应PE为23.5、18.3、15倍，维持买入评级。古井在安徽省内正逐步拉大与竞品的差距，加速渠道下沉和直控布局，省内份额已绝对领先；受益近年来连续的品牌投入和消费升级，公司百元以上价格带占比持续提升，安徽主流价格带正逐步跨入200元，古井在该价格带格局清晰，优势明显，已进入放量增长期，带动盈利水平快速提高。我们坚定看好公司省内不断巩固的龙头地位和未来较大的盈利提升空间。
- **全年看收入增长稳健 省内已现最优格局 省外拓展积极。**前三季度收入82.03亿增长21.31%，而单三季度收入增长11.91%，增速环比放缓。三季度销售商品和提供劳务收到的现金同比减少5.4%，期末预收款8.9亿，环比增加3.73亿，去年同期预收款增加3.1亿，期末应收票据12亿，环比减少1.1亿，去年同期应收票据减少5.4亿，因此现金回款下降主因票据使用仍然较多。结合渠道反馈，预计公司在中秋国庆后基本完成全年计划，进度较往年提前。省内市场份额持续扩大预计增速保持20%以上，去年逐步完成销售模式的直控化，增加对下限市场的渗透力，今年效果显现，县级市场的精耕细作和安徽整体消费升级支撑省内持续增长。省内消费升级趋势明显，合肥市场200元以上价格带成为宴席的主流，县级市场百元价格带成为主流，带动公司古5及以上产品占比不断提升。公司在为300元以上次高端做准备，二季度开始对古16和古20进行配额制营销提升价格，古20供货价从420元逐步提高到480元，古16逐步站上300元。渠道反馈省外各主要市场今年均实现增长，其中江苏、河北等表现突出，且产品结构更优，河南市场取得恢复性增长，预计明年更多省外市场将开始发力。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	8,686	8,203	10,468	12,338	14,329
同比增长率(%)	24.7	21.3	20.5	17.9	16.1
归母净利润(百万元)	1,695	1,742	2,257	2,883	3,541
同比增长率(%)	47.6	38.7	33.1	27.8	22.8
每股收益(元/股)	3.37	3.46	4.48	5.73	7.03
毛利率(%)	77.8	76.3	76.5	77.1	76.6
ROE(%)	22.3	20.3	22.9	22.6	21.7
市盈率	31		24	18	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **省内格局优化 费用使用效率提升 盈利能力进入提升通道。**公司今年利润持续超预期主因销售费用率下降，而我们认为费用率下降与公司近年来省内持续的精耕细作提升份额，以及不断投入提升品牌形象，带来省内格局优化，且伴随渠道精细化，共同驱动销售费用率进入持续下降通道，盈利能力望持续提升。单季度净利润同比增长 35.56%，净利率 22.86%，同比提升 3.99pct，前三季度净利率 21.72%，同比提升 2.66pct。Q3 销售费用率为 25.84%，同比大幅减少 7.27pct，前三季度销售费用率下降 3.9pct。三季度毛利率 75.19%，同比减少 2.09pct，前三季度毛利率 76.3%，同比减少 1.6pct，毛利率下降预计与原料成本上涨和货折有关。三季度管理费用率和财务费用率分别为 7.51%（还原研发费用后的可比口径）和-0.93%，分别同比减少 0.73pct 和 1.12pct。
- 股价表现的催化剂：国企改革或机制改革推进，盈利能力提升速度超预期
- 核心假设风险：省内竞争加剧，经济下行影响整体需求

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,968	8,686	10,468	12,338	14,329
其中: 营业收入	6,968	8,686	10,468	12,338	14,329
减: 营业成本	1,643	1,932	2,456	2,830	3,356
减: 税金及附加	1,136	1,279	1,486	1,752	2,035
主营业务利润	4,189	5,475	6,526	7,756	8,938
减: 销售费用	2,170	2,683	2,861	3,119	3,304
减: 管理费用	591	645	733	814	888
减: 研发费用	12	24	29	34	40
减: 财务费用	-26	-52	-58	-85	-90
经营性利润	1,442	2,175	2,961	3,874	4,796
减: 资产减值损失	34	13	-17	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	153	148	133	145	142
营业利润	1,594	2,347	3,147	4,054	4,975
加: 营业外净收入	18	22	44	23	23
利润总额	1,612	2,369	3,190	4,077	4,997
减: 所得税	427	628	877	1,130	1,387
净利润	1,185	1,741	2,313	2,947	3,610
少数股东损益	36	46	56	63	69
归属于母公司所有者的净利润	1,149	1,695	2,257	2,883	3,541
全面摊薄总股本	504	504	504	504	504
每股收益 (元)	2.28	3.37	4.48	5.73	7.03

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。