

古井贡酒(000596)/饮料制造

产品迭代顺利, 利润空间持续打开

评级: 买入(维持)

市场价格: 105.52

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

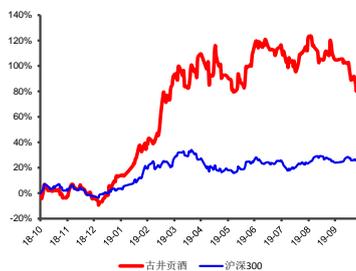
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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)	105.52
市值(百万元)	53,182
流通市值(百万元)	40,520

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 古井贡酒(000596.SZ)_中报点评: 产品结构持续升级, 品牌张力不断提升
- 古井贡酒(000596.SZ)_一季报点评: 收入加速增长, 品牌势能显著提升
- 古井贡酒(000596.SZ)_跟踪报告: 渠道表现强劲, 估值有待提升

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,968	8,686	10,548	12,622	15,078
增长率 yoy%	15.81%	24.65%	21.43%	19.66%	19.46%
净利润	1,149	1,695	2,289	2,917	3,647
增长率 yoy%	38.46%	47.57%	35.03%	27.43%	25.01%
每股收益(元)	2.28	3.37	4.55	5.79	7.24
每股现金流量	1.85	2.86	4.23	5.43	6.76
净资产收益率	17.78%	22.30%	16.62%	18.44%	19.85%
P/E	46.26	31.35	23.21	18.22	14.57
PEG	1.28	1.08	0.58	0.50	0.50
P/B	8.23	6.99	3.86	3.36	2.89

备注:

投资要点

- **事件: 2019年前三季度公司实现收入82.03亿元, 同比增长21.31%, 实现归母净利润17.42亿元, 同比增长38.69%, 扣非净利润16.10亿元, 同比增长32.04%; 单三季度实现收入22.15亿元, 同比增长11.91%, 实现归母净利润4.93亿元, 同比增长35.78%, 扣非净利润4.45亿元, 同比增长28.04%。**
- **三季度收入符合预期, 利润端增速超预期。**19Q3公司收入增速为11.91%, 预收账款为8.90亿元, 同比下降20.11%, 环比增长72.15%, 收入端增速符合预期, 今年中秋公司对经销商打款备货要求不高, 重点在于保持渠道良性动销, 去年下半年开始对渠道压货的力度就已经降低。从渠道走访来看, 古20和古16继续保持快速增长, 在省内的中高端酒市场优势显著提升, 我们预计前三季度古8及以上产品保持50%以上增长, 古5增速在10%左右, 献礼版基本持平。分区域来看, 今年江苏、浙江、山东、河北等省外市场表现持续向好, 品牌势能提升效果逐步凸显。19Q3公司净利润增速为35.78%, 超出市场预期, 利润实现更快增长主要得益于费用管控效率的提升, 如今年公司几乎所有品牌推广活动均聚焦到高端产品古20上面, 这也验证了我们对产品结构上移驱动费用率逐步下行的判断。
- **成本端提高致使毛利率下行, 期间费用率大幅下降。**19Q3公司毛利率为75.19%, 同比下降2.09pct, 主要是人工和原材料成本提升所致; 期间费用率为31.92%, 同比大幅下降9.42pct, 其中销售费用率为25.84%, 同比大幅下降7.27pct, 主要是品牌聚焦带来的规模效应, 管理费用率7.01%, 同比下降1.03pct, 财务费用率为-0.93%, 同比下降1.12pct; 净利率为22.86%, 同比提高3.99pct, 盈利能力持续提升, 主要得益于费用管控效率提升。19Q3公司经营活动产生的现金流量净额为12.00亿元, 同比下降35.80%, 主要是去年同期应收票据收现较多所致。
- **机制改善正在路上, 期待进一步优化充分释放经营活力。**2018年公司开始深度聚焦次高端产品, 推出古井20年, 费用投入亦高度倾斜, 努力把握行业红利实现价格体系的跃迁, 目前品牌战略效果逐步显现。在其他名酒快速发展的大环境下, 政府对公司支持力度也在明显增强, 2018年销售公司市场化考核逐步实施, 同时费用管控更加严格高效, 内在经营活力得到提升, 2019年股权转让至国有资本运营公司, 我们期待机制进一步深化, 公司潜在利润弹性有望充分体现。2018年古井集团收入已顺利完成百亿目标, 我们认为2019年股份公司收入有望突破百亿大关既定目标, 这对古

井而言亦具备里程碑意义，预计全年收入有望实现 20%以上增长。

- **古井品牌势能持续提升，省外占比逐步提高，理应给予更高估值定价。**古井历史业绩表现相对稳定，核心是渠道管控能力突出，我们认为公司是二线白酒中的成长路径非常清晰的企业，继续看好中长期良好成长潜力。相对于大部分地产酒，古井在省外扩张做的要更好，近几年费用逐步向次高端价位产品倾斜，努力拔高品牌力，目前省外收入占比约 40%，长期成长的天花板相对较高，目前公司对应 2019 年估值仅 23 倍，持续重点推荐。
- **投资建议：重申“买入”评级，持续重点推荐。**我们微调盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 105/126/151 亿元，同比增长 21%/20%/19%；净利润分别为 23/29/36 亿元，同比增长 35%/27%/25%，对应 EPS 分别为 4.55/5.79/7.24 元。
- **风险提示：省内消费升级放缓、省外增长乏力、食品安全事件。**

图表 1: 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)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,968	8,686	10,548	12,622	15,078	货币资金	1,484	1,706	8,438	10,097	12,096
增长率	15.8%	24.7%	21.4%	19.7%	19.5%	应收款项	758	1,396	1,220	1,910	1,829
营业成本	-1,643	-1,932	-2,191	-2,477	-2,854	存货	2,064	2,407	2,664	3,069	3,536
%销售收入	23.6%	22.2%	20.8%	19.6%	18.9%	其他流动资产	1,828	3,521	3,410	3,554	3,454
毛利	5,326	6,754	8,356	10,144	12,224	流动资产	6,135	9,029	15,733	18,630	20,914
%销售收入	76.4%	77.8%	79.2%	80.4%	81.1%	%总资产	60.4%	72.2%	82.5%	85.3%	87.3%
营业税金及附加	-1,136	-1,279	-1,553	-1,858	-2,219	长期投资	522	216	215	213	212
%销售收入	16.3%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%	固定资产	1,792	1,764	1,596	1,426	1,253
营业费用	-2,170	-2,683	-3,059	-3,597	-4,222	%总资产	17.7%	14.1%	8.4%	6.5%	5.2%
%销售收入	31.1%	30.9%	29.0%	28.5%	28.0%	无形资产	691	742	770	797	823
管理费用	-604	-645	-738	-820	-905	非流动资产	4,018	3,481	3,346	3,207	3,055
%销售收入	8.7%	7.4%	7.0%	6.5%	6.0%	%总资产	39.6%	27.8%	17.5%	14.7%	12.7%
息税前利润 (EBIT)	1,416	2,148	3,006	3,869	4,878	资产总计	10,153	12,510	19,079	21,837	23,970
%销售收入	20.3%	24.7%	28.5%	30.7%	32.4%	短期借款	0	0	660	390	0
财务费用	26	52	32	35	36	应付款项	2,172	3,175	2,848	3,755	3,627
%销售收入	-0.4%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	其他流动负债	976	1,125	1,125	1,125	1,125
资产减值损失	34	13	19	22	18	流动负债	3,148	4,301	4,633	5,271	4,752
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	153	148	133	145	142	其他长期负债	163	179	179	179	179
%税前利润	9.3%	6.2%	4.1%	3.5%	2.8%	负债	3,312	4,480	4,812	5,450	4,931
营业利润	1,629	2,360	3,191	4,071	5,074	普通股股东权益	6,459	7,602	13,777	15,819	18,372
营业利润率	23.4%	27.2%	30.3%	32.3%	33.7%	少数股东权益	382	428	489	568	666
营业外收支	18	22	24	21	23	负债股东权益合计	10,153	12,510	19,079	21,837	23,970
税前利润	1,646	2,382	3,215	4,092	5,097						
利润率	23.6%	27.4%	30.5%	32.4%	33.8%	比率分析					
所得税	-427	-628	-826	-1,053	-1,316		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税率	25.9%	26.4%	25.7%	25.7%	25.8%	每股指标					
净利润	1,185	1,741	2,351	2,996	3,745	每股收益 (元)	2.28	3.37	4.55	5.79	7.24
少数股东损益	36	46	62	79	98	每股净资产 (元)	12.83	15.10	27.36	31.41	36.48
归属于母公司的净利润	1,149	1,695	2,289	2,917	3,647	每股经营现金净流 (元)	1.85	2.86	4.23	5.43	6.76
净利率	16.5%	19.5%	21.7%	23.1%	24.2%	每股股利 (元)	1.00	1.00	1.36	1.74	2.17
						回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	17.78%	22.30%	16.62%	18.44%	19.85%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	11.67%	13.92%	12.32%	13.72%	15.62%
净利润	1,185	1,741	2,351	2,996	3,745	投入资本收益率	25.67%	38.73%	41.05%	50.81%	61.37%
加: 折旧和摊销	246	236	220	224	228	增长率					
资产减值准备	34	13	0	0	0	营业总收入增长率	15.81%	24.65%	21.43%	19.66%	19.46%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	41.25%	48.67%	36.68%	27.93%	25.31%
财务费用	0	15	-32	-35	-36	净利润增长率	38.46%	47.57%	35.03%	27.43%	25.01%
投资收益	-153	-148	-133	-145	-142	总资产增长率	16.22%	23.22%	52.51%	14.46%	9.76%
少数股东损益	36	46	62	79	98	资产管理能力					
营运资金的变动	-20	-793	-275	-307	-391	应收账款周转天数	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
经营活动现金净流	931	1,441	2,131	2,733	3,404	存货周转天数	99.5	92.7	86.6	81.8	78.8
固定资本投资	91	-11	-60	-60	-50	应付账款周转天数	85.1	85.8	85.4	85.6	85.5
投资活动现金净流	-133	-1,126	24	36	43	固定资产周转天数	94.5	73.7	57.3	43.1	32.0
股利分配	-504	-504	-687	-875	-1,094	偿债能力					
其他	201	0	5,264	-234	-354	净负债/股东权益	-24.93%	-105.09%	-66.15%	-71.43%	-125.00%
筹资活动现金净流	-302	-504	4,577	-1,109	-1,448	EBIT利息保障倍数	-59.2	-44.3	-97.4	-114.2	-138.5
现金净流量	496	-189	6,732	1,659	1,999	资产负债率	32.62%	35.81%	25.22%	24.96%	20.57%

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。