

公司研究/季报点评

2019年10月28日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 105.52  
合理价格区间(元): 123.90~129.80

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

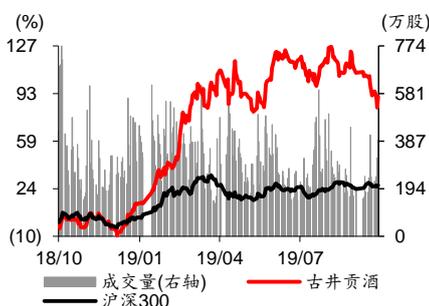
**李晴** 执业证书编号: S0570518110003  
研究员 021-28972093  
liqing3@htsc.com

**张晋溢** 执业证书编号: S0570519030001  
研究员 010-56793951  
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《古井贡酒(000596,买入): 经营数据亮眼, 业绩持续超预期》2019.04
- 2 《古井贡酒(000596,买入): 产品纵深有度, 省内龙头再次腾飞》2018.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 符合预期, 收入增速回暖/利润率提升

## 古井贡酒(000596)

### 19Q3 业绩符合预期, 收入增速回暖+利润率显著提升

19 年前三季度公司实现营收 82.0 亿元, 同比+21.3%; 实现归母净利 17.4 亿元, 同比+38.7%; 19Q3 实现营收 22.1 亿元, 同比+11.9%; 实现归母净利 4.9 亿元, 同比+35.8%, 业绩表现符合预期。公司 2019 年经营目标为实现营收 102.26 亿元 (前三季度完成 80%)、利润总额 25.15 亿元 (前三季度完成 95%), Q3 收入增速环比回暖, 费用优化促使利润加速释放, 19Q3 利润率同比提升 3.9pct 至 22.3%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 4.90/5.90/7.66 元, 维持“买入”评级。

### 毛利率小幅下降, 费用率优化释放弹性

公司 19Q3 毛利率 75.2%, 同比-2.1pct, 结构持续升级优化背景下, 毛利率下降主要系人工成本上升所致。2019 年, 公司围绕市场建设和消费者培育, 精准聚焦, 优化资源配置, 提升费用投放使用精准性, 19Q3 四费率 32.4%, 同比-9.1pct, 其中销售费用率 25.8%, 同比-7.3pct; 管理费用率+研发费用率为 7.5%, 同比-0.7pct; 财务费用大幅下降 (19Q3 为 -2055 万 vs 18Q3 为 369 万)。Q3 收入增速回暖 (增速环比+7.6pct), 费用优化促使利润加速释放, 盈利能力提升明显, 19Q3 利润率同比提升 3.9pct 至 22.3%。

### 经营活动产生的现金流量净额小幅减少, 19Q3 预收款较 Q2 末大幅增加

19 前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金 82.5 亿, 同比+14%, 慢于前三季度营收增速 7.2pct, 其中单三季度收到现金为 29 亿 (同比-5%)。19Q1-Q3 收现比为 112% (1818 Q1-Q3 为 116%), 付现比为 87% (18 Q1-Q3 为 81%); 19 前三季度预收账款 1.04 亿元, 同比-20%, 较 19H1 末增加 72%。19 前三季度经营活动产生的现金流量净额为 3.6 亿元, 同比-12%, 主要系对上游支付现金大幅增加及支付职工薪酬增加导致经营性活动现金流出同比大幅增加 56% 所致。

### 产品纵深有度, 看好业绩持续稳健增长

18 年开始公司着重针对高端产品进行消费者教育, 同年重磅推出新版年份原浆中国香, 古井 20 年上市, 小罍子酒、黄鹤楼大清香等系列新品相继推出, 19 年高端产品持续放量带来结构优化 (古 8 以上保持高增长), 同时公司在安徽省内格局稳固后, 渠道精耕细作, 提高费用投放精准性, 在结构升级同时迎来费用优化, 19 年效果显著, 前三季度费用率同比下降 4.6pct 至 35%, 看好结构升级+费用优化+收入稳健增长推动公司业绩持续稳健增长。

### 看好高端产品放量+费用优化带来的业绩稳健增长, 维持“买入”评级

公司作为省内龙头白酒企业, 消费群体基础扎实, 品牌认可度较高, 结构升级顺利推进, 推动公司业绩持续稳健增长。我们维持盈利预测, 预计公司 19~21 年 EPS 为 4.90/5.90/7.66, 可比公司平均估值水平为 2020 年 21 倍 PE, 给予其 2020 年 21-22 倍 PE, 目标价范围为 123.90-129.80 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场竞争加剧、市场需求不达预期的风险、食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	503.60
流通 A 股 (百万股)	383.60
52 周内股价区间 (元)	50.84-125.55
总市值 (百万元)	53,140
总资产 (百万元)	13,266
每股净资产 (元)	17.05

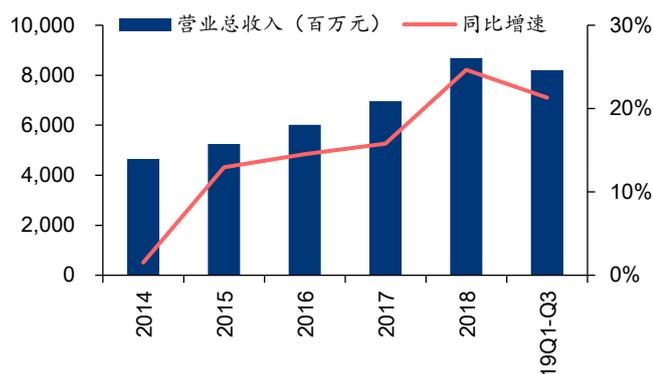
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,968	8,686	11,255	14,148	17,512
+/-%	15.81	24.65	29.57	25.71	23.78
归属母公司净利润 (百万元)	1,149	1,695	2,315	2,974	3,858
+/-%	38.46	47.57	36.56	28.44	29.73
EPS (元, 最新摊薄)	2.28	3.37	4.60	5.90	7.66
PE (倍)	46.26	31.35	22.95	17.87	13.77

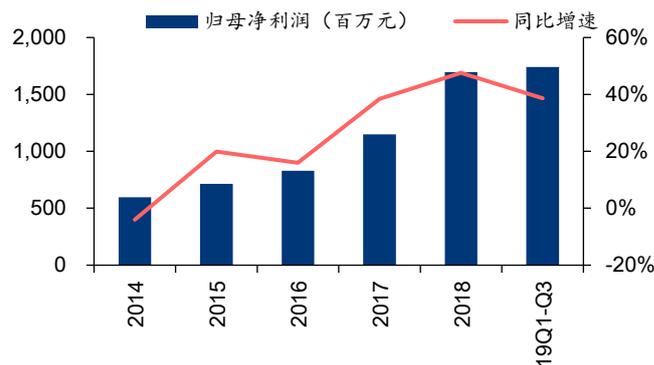
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2014-2019年前三季度古井贡酒营业总收入及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2014-2019年前三季度古井贡酒归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

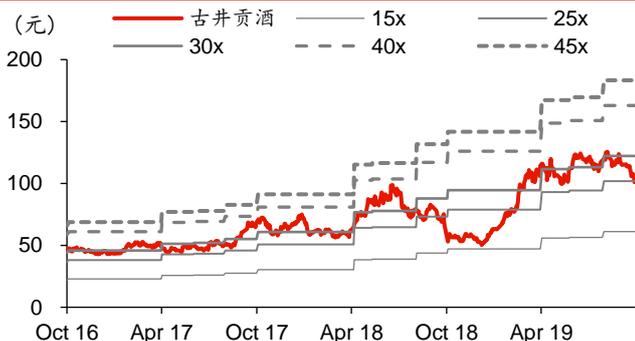
图表3: 可比估值表

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	EPS (元)				PE (x)			
		2019/10/25	2019/10/25	17A	18A	19E	20E	17A	18A	19E	20E
泸州老窖	000568.SZ	83.00	121,574	1.8	2.4	3.2	4.0	46	35	26	21
酒鬼酒	000799.SZ	33.57	10,908	0.5	0.7	0.9	1.1	62	49	38	29
五粮液	000858.SZ	128.20	497,622	2.5	3.5	4.5	5.5	50	37	28	23
顺鑫农业	000860.SZ	46.50	34,492	0.8	1.3	1.6	2.1	61	36	30	22
洋河股份	002304.SZ	101.76	153,351	4.4	5.4	6.1	6.9	23	19	17	15
伊力特	600197.SH	15.11	6,664	0.8	1.0	1.0	1.1	19	16	15	13
贵州茅台	600519.SH	1171.35	1,471,447	21.6	28.0	34.4	41.1	54	42	34	28
老白干酒	600559.SH	11.98	10,750	0.4	0.5	0.5	0.6	32	22	24	20
舍得酒业	600702.SH	29.31	9,886	0.4	1.0	1.2	1.6	69	29	25	19
水井坊	600779.SH	45.94	22,444	0.7	1.2	1.5	1.9	67	39	30	24
山西汾酒	600809.SH	83.85	73,078	1.1	1.7	2.2	2.7	77	49	38	31
迎驾贡酒	603198.SH	20.44	16,352	0.8	1.0	1.1	1.2	25	21	19	17
今世缘	603369.SH	31.02	38,915	0.7	0.9	1.2	1.4	43	34	27	22
口子窖	603589.SH	52.35	31,410	1.9	2.6	3.1	3.7	28	21	17	14
金徽酒	603919.SH	16.45	6,419	0.7	0.7	0.7	0.9	24	23	22	19
平均值			167,021					45	31	26	21
中间值			31,410					46	34	26	21

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 估值为 Wind 一致预期, 估值日期为 2019 年 10 月 25 日

PE/PB - Bands

图表4: 古井贡酒历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 古井贡酒历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,135	9,029	10,567	13,950	18,234
现金	1,484	1,706	3,369	5,446	8,263
应收账款	22.47	29.75	35.82	46.56	57.26
其他应收账款	29.27	43.34	66.68	86.77	101.15
预付账款	41.73	182.56	158.26	207.74	265.30
存货	2,064	2,407	3,084	3,813	4,655
其他流动资产	2,493	4,661	3,853	4,350	4,893
非流动资产	4,018	3,481	3,837	4,147	4,376
长期投资	0.00	4.90	1.23	1.53	1.91
固定投资	1,792	1,764	1,873	2,011	2,155
无形资产	691.38	742.08	814.35	904.61	1,016
其他非流动资产	1,535	969.71	1,149	1,229	1,203
资产总计	10,153	12,510	14,403	18,097	22,610
流动负债	3,148	4,301	3,866	4,588	5,241
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	636.37	834.16	1,033	1,295	1,573
其他流动负债	2,512	3,467	2,833	3,293	3,668
非流动负债	163.49	179.40	144.85	165.85	168.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	163.49	179.40	144.85	165.85	168.28
负债合计	3,312	4,480	4,011	4,754	5,409
少数股东权益	382.10	427.77	475.58	552.93	654.21
股本	503.60	503.60	503.60	503.60	503.60
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295	1,295
留存公积	4,607	5,798	8,118	10,991	14,748
归属母公司股东权益	6,459	7,602	9,917	12,790	16,547
负债和股东权益	10,153	12,510	14,403	18,097	22,610

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	930.91	1,441	1,698	2,460	3,055
净利润	1,185	1,741	2,363	3,051	3,959
折旧摊销	245.74	235.46	221.67	251.10	287.93
财务费用	(25.93)	(51.57)	(105.05)	(182.48)	(283.77)
投资损失	(153.43)	(148.22)	(141.56)	(110.00)	(126.89)
营运资金变动	52.45	(13.53)	(441.16)	(530.20)	(812.40)
其他经营现金	(373.15)	(322.17)	(199.18)	(18.93)	31.26
投资活动现金	(132.52)	(1,126)	(139.13)	(465.56)	(421.34)
资本支出	200.09	307.32	300.00	355.00	400.00
长期投资	28.15	957.07	101.98	(34.86)	11.41
其他投资现金	95.73	138.59	262.86	(145.42)	(9.94)
筹资活动现金	(302.16)	(503.62)	105.05	81.76	183.05
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(302.16)	(503.62)	105.05	81.76	183.05
现金净增加额	496.24	(188.53)	1,664	2,077	2,817

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,968	8,686	11,255	14,148	17,512
营业成本	1,643	1,932	2,477	3,070	3,743
营业税金及附加	1,136	1,279	1,688	2,122	2,627
营业费用	2,170	2,683	3,545	4,400	5,341
管理费用	591.06	645.00	619.01	735.68	875.58
财务费用	(25.93)	(51.57)	(105.05)	(182.48)	(283.77)
资产减值损失	33.55	12.73	2.00	5.00	4.00
公允价值变动收益	(0.11)	(0.16)	(0.06)	(0.09)	(0.10)
投资净收益	153.43	148.22	141.56	110.00	126.89
营业利润	1,594	2,347	3,170	4,108	5,332
营业外收入	30.14	35.29	36.11	37.62	36.15
营业外支出	12.38	13.16	12.90	12.99	10.00
利润总额	1,612	2,369	3,193	4,132	5,358
所得税	426.99	628.01	830.21	1,081	1,399
净利润	1,185	1,741	2,363	3,051	3,959
少数股东损益	36.49	45.68	47.81	77.35	101.28
归属母公司净利润	1,149	1,695	2,315	2,974	3,858
EBITDA	1,814	2,531	3,287	4,176	5,336
EPS (元, 基本)	2.28	3.37	4.60	5.90	7.66

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.81	24.65	29.57	25.71	23.78
营业利润	42.65	47.19	35.07	29.59	29.81
归属母公司净利润	38.46	47.57	36.56	28.44	29.73
获利能力 (%)					
毛利率	76.43	77.76	77.99	78.30	78.63
净利率	16.49	19.52	20.57	21.02	22.03
ROE	17.78	22.30	23.34	23.25	23.31
ROIC	24.92	28.39	35.60	40.24	45.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.62	35.81	27.85	26.27	23.92
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.95	2.10	2.73	3.04	3.48
速动比率	1.28	1.54	1.93	2.20	2.58
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.77	0.84	0.87	0.86
应收账款周转率	367.17	324.42	339.78	338.28	332.77
应付账款周转率	3.36	2.63	2.65	2.64	2.61
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.28	3.37	4.60	5.90	7.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.85	2.86	3.37	4.89	6.07
每股净资产(最新摊薄)	12.83	15.10	19.69	25.40	32.86
估值比率					
PE (倍)	46.26	31.35	22.95	17.87	13.77
PB (倍)	8.23	6.99	5.36	4.15	3.21
EV_EBITDA (倍)	28.46	20.40	15.71	12.36	9.68

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com