

## 控货去化库存回落，机制改善盈利提升



## 事件

- **Q3 收入稳健增长，利润增速超预期。**公司公布 2019 年三季报，19 年 1-9 月实现营收 82.03 亿元，同比增长 21.31%；实现扣非后归母净利润 16.10 亿元，同比增长 32.04%，对应基本 EPS3.46 元/股。其中 19Q3 实现营收 22.15 亿元，同增 11.91%；实现扣非后归母净利润 4.45 亿元，同比增长 28.04%。公司三季度收入增速符合预期，净利润表现超市场预期。

## 核心观点

- **控货去化库存回落，产品迭代区域扩张。**公司 Q3 收入增速偏慢，主要因主动控货清理渠道库存所致，目前库存已回落至良性水平。**从产品端看**，年份原浆系列占比持续提升，预计献礼和古 5 稳健增长，古 8 及以上产品快速放量，产品结构持续向中高端以上升级。**从区域端看**，公司省内享受消费升级红利，县级市场不断精耕细作，持续收割市场份额；省外河南取得恢复性增长，湖北、江浙沪等核心市场持续发力，增速喜人；**从预收款看**，9 月末预收款为 8.90 亿元，环比增加 3.73 亿元，同比下降 20.11%。
- **费效比显著提升，盈利能力稳步增强。**19Q3 销售毛利率同降 2.09pct 至 75.19%，推测与人工、包材、酿酒原材料等成本上涨有关。受益于省内竞争缓释、规模效应发挥、资源投入效率提升等因素，三季度销售费用率同比大幅下降 7.28pct 至 25.84%；管理费用率(含研发费用)同降 0.73pct 达 7.51%；税金及附加占收入比重上升 2.08pct 至 15.33%。受益于期间费用率的下降，公司 Q3 销售净利率同比提升 3.99pct 达 22.86%，盈利能力进一步提升。
- **品牌势能逐渐形成，机制改善值得期待。**古井作为徽酒龙头、老八大名酒，近年品牌力不断得到市场认可，战略聚焦次高端古 20，核心单品动销良好、批价上行。公司省内不断拉开与竞品差距，省外积极布局。此外，随着公司推进体制改善、加快市场化考核、加强费用管控、努力提升资源及费用使用效率，销售及管理费用率有望进一步下行，净利率提升逻辑逐步验证。

## 财务预测与投资建议

- 我们维持前次盈利预测，预测公司 19-21 年 EPS 分别为 4.49、5.70、6.94 元，维持给予 19 年 31 倍 PE，对应目标价为 139.19 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 省内竞争加剧，黄鹤楼业绩不及预期，消费升级不及预期风险。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,968	8,686	10,635	12,831	15,187
同比增长(%)	15.8%	24.7%	22.4%	20.7%	18.4%
营业利润(百万元)	1,594	2,347	3,092	3,941	4,821
同比增长(%)	42.7%	47.2%	31.8%	27.4%	22.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,149	1,695	2,257	2,868	3,492
同比增长(%)	38.5%	47.6%	33.1%	27.1%	21.8%
每股收益(元)	2.28	3.37	4.49	5.70	6.94
毛利率(%)	76.4%	77.8%	80.0%	81.7%	82.7%
净利率(%)	16.5%	19.5%	21.2%	22.3%	23.0%
净资产收益率(%)	19.1%	24.1%	26.9%	28.5%	28.8%
市盈率	46.2	31.3	23.5	18.5	15.2
市净率	8.2	7.0	5.8	4.8	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月25日)	105.52 元
目标价格	139.19 元
52周最高价/最低价	125.55/50.84 元
总股本/流通A股(万股)	50,360/38,360
A股市值(百万元)	53,140
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2019年10月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.47	-13.86	-11.6	65.08
相对表现	1.18	14.53	12.79	-43.09
沪深300	0.71	0.67	1.19	21.99



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	叶书怀
	021-63325888-3203
	yeshuhuai@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517090002
证券分析师	蔡琪
	021-63325888-6079
	caiqi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860519080001

## 相关报告

高端驱动结构升级，费率下降增厚利润：	2019-08-26
年报完美收官一季报超预期，徽酒龙头砥砺前行：	2019-04-28
省内升级省外扩张，徽酒龙头加速腾飞：	2018-12-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,484	1,706	2,747	4,536	6,772	营业收入	6,968	8,686	10,635	12,831	15,187
应收账款	22	30	36	44	52	营业成本	1,643	1,932	2,125	2,351	2,627
预付账款	42	183	224	270	319	营业税金及附加	1,136	1,279	1,566	1,889	2,236
存货	2,064	2,407	2,603	2,921	3,251	营业费用	2,170	2,683	3,297	3,965	4,678
其他	2,522	4,704	5,009	5,355	5,725	管理费用	604	669	748	889	1,053
<b>流动资产合计</b>	<b>6,135</b>	<b>9,029</b>	<b>10,620</b>	<b>13,126</b>	<b>16,120</b>	财务费用	(26)	(52)	(22)	(36)	(57)
长期股权投资	0	5	0	0	0	资产减值损失	34	13	13	16	14
固定资产	1,792	1,764	1,652	1,514	1,366	公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	54	93	79	61	52	投资净收益	153	148	148	148	148
无形资产	691	742	724	706	688	其他	33	36	36	36	36
其他	1,480	876	752	730	709	<b>营业利润</b>	<b>1,594</b>	<b>2,347</b>	<b>3,092</b>	<b>3,941</b>	<b>4,821</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,018</b>	<b>3,481</b>	<b>3,206</b>	<b>3,010</b>	<b>2,814</b>	营业外收入	30	35	35	35	35
<b>资产总计</b>	<b>10,153</b>	<b>12,510</b>	<b>13,826</b>	<b>16,136</b>	<b>18,934</b>	营业外支出	12	13	13	13	13
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,612</b>	<b>2,369</b>	<b>3,115</b>	<b>3,963</b>	<b>4,843</b>
应付账款	436	485	524	598	658	所得税	427	628	810	1,030	1,259
其他	2,713	3,816	3,630	3,950	4,393	<b>净利润</b>	<b>1,185</b>	<b>1,741</b>	<b>2,305</b>	<b>2,933</b>	<b>3,584</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,148</b>	<b>4,301</b>	<b>4,154</b>	<b>4,548</b>	<b>5,052</b>	少数股东损益	36	46	48	65	92
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,149</b>	<b>1,695</b>	<b>2,257</b>	<b>2,868</b>	<b>3,492</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.28	3.37	4.49	5.70	6.94
其他	163	179	44	44	44						
<b>非流动负债合计</b>	<b>163</b>	<b>179</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,312</b>	<b>4,480</b>	<b>4,198</b>	<b>4,591</b>	<b>5,095</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	382	428	476	541	632	成长能力					
股本	504	504	504	504	504	营业收入	15.8%	24.7%	22.4%	20.7%	18.4%
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295	1,295	营业利润	42.7%	47.2%	31.8%	27.4%	22.3%
留存收益	4,607	5,798	7,300	9,152	11,354	归属于母公司净利润	38.5%	47.6%	33.1%	27.1%	21.8%
其他	54	5	54	54	54	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,841</b>	<b>8,030</b>	<b>9,628</b>	<b>11,545</b>	<b>13,838</b>	毛利率	76.4%	77.8%	80.0%	81.7%	82.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,153</b>	<b>12,510</b>	<b>13,826</b>	<b>16,136</b>	<b>18,934</b>	净利率	16.5%	19.5%	21.2%	22.3%	23.0%
						ROE	19.1%	24.1%	26.9%	28.5%	28.8%
						ROIC	18.0%	22.7%	25.7%	27.3%	27.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	32.6%	35.8%	30.4%	28.5%	26.9%
净利润	1,185	1,741	2,305	2,933	3,584	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	204	160	203	208	212	流动比率	1.95	2.10	2.56	2.89	3.19
财务费用	(26)	(52)	(22)	(36)	(57)	速动比率	1.28	1.54	1.93	2.24	2.54
投资损失	(153)	(148)	(148)	(148)	(148)	营运能力					
营运资金变动	32	(1,194)	(697)	(326)	(257)	应收账款周转率	401.0	332.7	321.4	319.3	316.5
其它	(312)	934	14	17	14	存货周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>931</b>	<b>1,441</b>	<b>1,654</b>	<b>2,647</b>	<b>3,348</b>	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
资本支出	(35)	(183)	(33)	(27)	(27)	每股指标(元)					
长期投资	(110)	306	5	0	0	每股收益	2.28	3.37	4.49	5.70	6.94
其他	12	(1,249)	149	148	148	每股经营现金流	1.85	2.86	3.29	5.26	6.66
<b>投资活动现金流</b>	<b>(133)</b>	<b>(1,126)</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	每股净资产	12.84	15.11	18.20	21.88	26.25
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	46.2	31.3	23.5	18.5	15.2
其他	(302)	(504)	(733)	(979)	(1,234)	市净率	8.2	7.0	5.8	4.8	4.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(302)</b>	<b>(504)</b>	<b>(733)</b>	<b>(979)</b>	<b>(1,234)</b>	EV/EBITDA	28.7	20.7	15.6	12.4	10.2
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	32.5	22.2	16.6	13.0	10.7
<b>现金净增加额</b>	<b>496</b>	<b>(189)</b>	<b>1,042</b>	<b>1,789</b>	<b>2,236</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

