

方正证券研究所证券研究报告

古井贡酒(000596)

公司研究

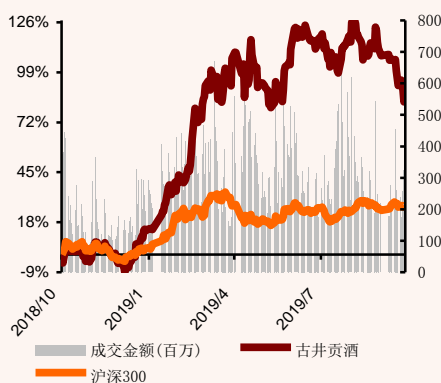
食品饮料行业

公司财报点评

2019.10.27/强烈推荐(维持)

首席分析师: 薛玉虎
 执业证书编号: S1220514070004
 TEL: 18516569939
 E-mail: xueyuhu@foundersc.com
分析师: 余驰
 执业证书编号: S1220518050002
 TEL:
 E-mail: yuchi@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《利润超预期，次高端加速升级中》
 2019.08.25
 《次高端爆发，全国化发力，业绩再提速》
 2019.04.28
 《8年以上次高端发力，19年持续增长可期》
 2019.01.31

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件描述

公司前三季度收入 82.03 亿元，同比+21.31%，归母净利润 17.42 亿元，同比+38.69%；其中 Q3 收入 22.14 亿元，同比+11.91%，归母净利润 4.93 亿元，同比+35.78%。

核心观点

1、业绩平稳高增，费用率趋势下行，省外市场逐步恢复：Q3 收入增速恢复至两位数以上，前三季整体仍保持在 20% 以上增长，业绩表现符合预期；利润增速更高，主要是 Q3 销售费用率同比-7.3pct 至 25.8%，从前三季情况看，公司费用率继续处于下行通道，未来随着产品升级、规模效应释放以及费用结构调整（从渠道转向消费者），销售费用率仍有进一步下行空间，利润弹性有望持续体现。单 Q3 销售收现/经营净现金流分别达到 29 亿元/12 亿元，远高于当期收入利润表现，显示回款情况良好。分区域看，据渠道反馈，省外市场在主动调整升级产品结构后，今年增长有所恢复，未来市场良性扩张，公司成长天花板有望进一步打开。

2、全年增长趋势确定，市场表现符合正常经营节奏：据渠道反馈，截止 9 月底，公司回款已基本完成全年任务，预计增速在 20%-25% 之间，因此公司全年业绩增长比较确定，不用担心季度之间波动。近期股价表现较弱，主要是市场担心古井的压货式增长模式和淡季渠道库存问题，从近几年情况看，公司经营节奏均是如此，我们认为四季度库存消化仍会良性进行，公司历史业绩的稳健持续增长已经证明了其模式的成功和管理层的优秀能力。

3、次高端驱动成长，向上潜力较大：次高端增长趋势延续，一方面，目前安徽市场正处于 100 元主导价位和 300 元新商务主流价位的双重升级之中，由于品牌壁垒和渠道优势，古井将持续受益；另一方面，从 17 年开始，公司就将核心资源聚焦于次高端价位，经过两年多的培育，消费氛围起势非常明显。今年以来，古 8 以上继续保持高增态势，预计次高端占比已近 30%；古 20 近期控货挺价，渠道普遍缺货，公司着眼长线培育。未来产品结构持续提升将是公司业绩增长的核心驱动力，继续看好。

4、盈利预测与评级：预计 19-21 年 EPS 为 4.46/5.65/7.05 元，对应 PE24/19/15 倍，维持“强烈推荐”评级。

5、风险提示：1) 宏观经济大幅波动，影响行业需求；2) 省内市场竞争加剧致费用大幅上升，影响利润；3) 黄鹤楼发展不及预期；4) 省外市场扩张进入不达预期，对冲省内增长，影响总体增速；5) 管理层动荡带来公司经营持续性受到影响。

盈利预测:

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8686.14	10650.67	12500.18	14499.07
(+/-) (%)	24.65	22.62	17.37	15.99
净利润	1695.23	2247.01	2847.51	3550.03
(+/-) (%)	47.57	32.55	26.72	24.67
EPS(元)	3.37	4.46	5.65	7.05
P/E	34.40	23.65	18.66	14.97

数据来源: wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9029.25	11494.81	14401.90	17952.19	营业总收入	8686.14	10650.67	12500.18	14499.07
现金	1705.76	4076.69	8396.83	11964.35	营业成本	1932.06	2198.12	2391.98	2586.12
应收账款	29.75	29.18	34.25	39.72	营业税金及附加	1278.91	1576.30	1850.03	2145.86
其它应收款	43.34	29.18	34.25	39.72	营业费用	2682.54	3131.30	3562.55	4030.74
预付账款	182.56	175.85	167.44	155.17	管理费用	645.00	745.55	850.01	898.94
存货	2407.31	2408.90	2490.28	2479.84	财务费用	-51.57	0.00	0.00	0.00
其他	4660.53	4775.02	3278.85	3273.38	资产减值损失	12.73	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3480.68	3475.03	3455.66	3448.95	公允价值变动收益	-0.16	0.00	0.00	0.00
长期投资	216.32	357.88	503.64	648.40	投资净收益	148.22	141.56	145.76	144.77
固定资产	1857.31	1644.21	1441.83	1244.39	营业利润	2346.80	3148.77	3998.49	4987.87
无形资产	1303.93	1369.81	1407.07	1453.03	营业外收入	35.29	36.00	38.00	40.00
其他	103.12	103.12	103.12	103.12	营业外支出	13.16	12.00	13.00	14.00
资产总计	12509.93	14969.84	17857.56	21401.13	利润总额	2368.93	3172.77	4023.49	5013.87
流动负债	4300.78	4426.63	4355.80	4212.37	所得税	628.01	838.71	1064.95	1326.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1740.91	2334.06	2958.55	3687.00
应付账款	484.95	421.56	393.20	354.26	少数股东损益	45.68	87.05	111.04	136.97
其他	3815.82	4005.07	3962.60	3858.11	归属母公司净利润	1695.23	2247.01	2847.51	3550.03
非流动负债	179.40	179.40	179.40	179.40	EBITDA	2359.45	3183.38	4024.25	5012.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	3.37	4.46	5.65	7.05
其他	179.40	179.40	179.40	179.40					
负债合计	4480.18	4606.03	4535.20	4391.77	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	427.77	514.82	625.86	762.82	成长能力				
股本	503.60	503.60	503.60	503.60	营业收入	0.25	0.23	0.17	0.16
资本公积	1295.41	1295.41	1295.41	1295.41	营业利润	0.47	0.34	0.27	0.25
留存收益	5798.18	8045.19	10892.70	14442.73	归属母公司净利润	0.48	0.33	0.27	0.25
归属母公司股东权益	7601.98	9848.99	12696.50	16246.53	获利能力				
负债和股东权益	12509.93	14969.84	17857.56	21401.13	毛利率	0.78	0.79	0.81	0.82
					净利率	0.20	0.21	0.23	0.24
					ROE	0.22	0.23	0.22	0.22
					ROIC	0.25	0.36	0.62	0.79
					偿债能力				
					资产负债率	0.36	0.31	0.25	0.21
					净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	2.10	2.60	3.31	4.26
					速动比率	1.54	2.05	2.73	3.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.78	0.76	0.74
					应收账款周转率	332.71	361.48	394.16	392.02
					应付账款周转率	18.87	23.50	30.68	38.80
					每股指标(元)				
					每股收益	3.37	4.46	5.65	7.05
					每股经营现金	2.86	4.78	8.61	7.13
					每股净资产	15.10	19.56	25.21	32.26
					估值比率				
					P/E	34.40	23.65	18.66	14.97
					P/B	7.67	5.40	4.19	3.27
					EV/EBITDA	23.99	-1.28	-2.09	-2.39

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com