

古井贡酒 (000596.SZ)

三季度控货消化库存收入增速放缓, 费用率下降释放利润弹性

核心观点:

● 单三季度收入增速放缓因发货节奏所致, 费用率下降释放利润弹性

公司公告 2019 年前三季度营收 82.03 亿元, 同比增长 21.31%, 19Q3 收入 22.15 亿元, 同比增长 11.91%。前三季度公司收入实现较快增长, 我们认为主要是高档产品放量增长带动。19Q3 收入增速较上半年放缓, 我们认为主要是公司发货节奏的原因, 公司一季度加大了招商力度, 发货回款较多, 二、三季度控货消化渠道库存, 因此二、三季度收入增速均明显低于一季度增速。

19 年前三季度归母净利润 17.42 亿元, 同比增长 38.69%; 19Q3 归母净利润 4.93 亿元, 同比增长 35.78%。公司净利润增速超过收入增速, 主要因费用率下降提升净利率。前三季度毛利率同比下降 1.62pct 至 76.31%, 预计主要因原料和人工等成本上升所致。前三季度期间费用率同比下降 4.63pct, 其中销售费用率同比下降 3.9pct 至 29.41%, 我们预计可能是公司减少了体量较大的献礼和古 5 的促销费用; 管理费用率因规模效应同比下降 0.81pct 至 5.57%。营业税金及附加占比收入同比微幅上升 0.07pct 至 14.74%。

● 省内产品升级、省外区域扩张, 有望实现收入目标

公司作为徽酒龙头、八大名酒之一, 在省内渠道强势, 市占率较高, 各价位段产品布局完善, 我们认为公司未来有望持续受益省内消费升级, 收入实现稳健的增长。区域扩张仍需要投入费用, 但规模效应下期间费用率有望下降。

● 盈利预测

我们预计 19-21 年公司收入分别为 104.63/123.80/143.26 亿元, 同比增长 20.46%/18.32%/15.71%, 归母净利润分别为 22.62/27.66/33.01 亿元, 同比增长 33.42%/22.29%/19.36%, EPS 分别为 4.49/5.49/6.56 元/股, 按最新收盘价对应 PE 为 23/19/16 倍。考虑到公司 20-21 年业绩复合增速为 21%左右, 按照 PEG=1, 我们给予 2020 年 21 倍 PE, 合理价值 115 元/股, 维持买入评级。

● 风险提示: 省内竞争加剧, 消费升级低于预期, 结构升级不及预期。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,968	8,686	10,463	12,380	14,326
增长率(%)	15.8	24.7	20.5	18.3	15.7
EBITDA(百万元)	1,662	2,359	3,064	3,721	4,408
净利润(百万元)	1,149	1,695	2,262	2,766	3,301
增长率(%)	38.5	47.6	33.4	22.3	19.4
EPS (元/股)	2.28	3.37	4.49	5.49	6.56
市盈率 (P/E)	28.79	16.03	23.49	19.21	16.10
市净率 (P/B)	5.12	3.57	5.80	4.78	3.96
EV/EBITDA	19.01	10.79	16.46	12.93	10.31

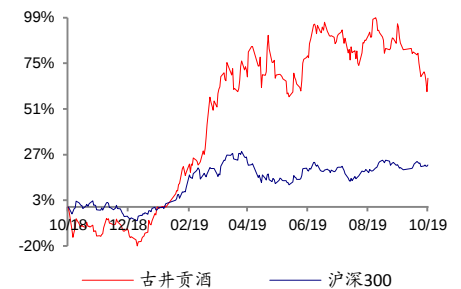
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	105.52 元
合理价值	115 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

王文丹



SAC 执证号: S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究:

古井贡酒 (000596.SZ): 业绩 2019-08-25

维持高增长, Q2 收入放缓系

高基数和发货节奏扰动

古井贡酒 (000596.SZ): 省内 2019-04-28

结构升级、省外渠道扩张, 收

入保持较快增长

联系人: 袁少州 010-59136617

yuanshaoshou@gf.com.cn

公司公告2019年前三季度营业收入82.03亿元，同比增长21.31%，单三季度收入22.15亿元，同比增长11.91%。2019前三季度归母净利润17.42亿元，同比增长38.69%；单三季度归母净利润4.93亿元，同比增长35.78%。收入增长略低于预期，业绩增长超出预期，点评如下：

1. 单三季度收入增速放缓因发货节奏所致，费用率下降释放利润弹性

公司公告2019年前三季度营业收入82.03亿元，同比增长21.31%，单三季度收入22.15亿元，同比增长11.91%。前三季度公司收入实现较快增长，我们认为主要是因为受益安徽消费升级，公司高档产品（成交价200元及以上，G7/G8/G16/G20等）放量增长。单三季度公司收入增速较上半年放缓，我们认为主要是公司发货节奏的原因，公司一季度加大了招商力度，发货回款较多，二、三季度控量消化渠道库存，因此二、三季度收入增速均明显低于一季度增速。

公司2019年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金82.52亿元，同比增长14.07%，低于收入增速，一方面是因为去年基数高（去年三季度末回款较多，今年三季度主要消化库存回款任务轻），另外一方面是因为预收款逐步确认。三季度末预收款较年初环比下降2.59亿元至8.90亿元，同比下降20.11%，主要是收入确认的季节性原因所致。三季度末应收票据较年初环比下降1.42至12.05亿元，同比下降11.22%。前三季度经营活动产生的现金流量净额22.41亿元，同比下降11.67%，主要因去年基数较高，18年前三季度经营活动产生的现金流量净额同比大幅增长116.47%。

2019前三季度归母净利润17.42亿元，同比增长38.69%；单三季度归母净利润4.93亿元，同比增长35.78%。2019前三季度扣非归母净利润16.1亿元，同比增长32.04%，单三季度扣非归母净利润4.45亿元，同比增长28.04%。公司净利润增速超过收入增速，主要因费用率下降提升净利率。前三季度毛利率同比下降1.62pct至76.31%，预计主要因原料和人工等成本上升所致。前三季度期间费用率同比下降4.63pct，其中销售费用率同比下降3.9pct至29.41%，我们预计可能是公司减少了体量较大的献礼和古5的促销费用；管理费用率因规模效应同比下降0.81pct至5.57%。营业税金及附加占比收入同比微幅上升0.07pct至14.74%。

2. 省内产品升级、省外区域扩张，有望实现收入目标

公司作为徽酒龙头、八大名酒之一，在省内渠道强势，市占率较高，各价位段产品布局完善，我们认为公司未来有望持续受益省内消费升级，收入实现稳健的增长。公司近几年加大了全国化的布局：河南市场调整完毕后预计19年继续恢复性增长；湖北市场公司收购黄鹤楼之后输出管理经验，未来有望完成收入目标。据公司2018年年报，公司19年收入增长目标为17.74%，利润总额增长目标6.19%。但参照历史经验，我们认为公司目标较为保守（18年收入增长目标14.31%，利润总额增

长目标20.3%)。我们认为公司能够完成收入目标,公司全国化过程中仍需要投入大量费用,但规模效应下期间费用率有望继续下降。

3. 盈利预测

我们预计19-21年公司收入分别为104.63/123.80/143.26亿元,同比增长20.46%/18.32%/15.71%,归母净利润分别为22.62/27.66/33.01亿元,同比增长33.42%/22.29%/19.36%,EPS分别为4.49/5.49/6.56元/股,按最新收盘价对应PE为23/19/16倍。考虑到公司20-21年业绩复合增速为21%左右,按照PEG=1,我们给予2020年21倍PE,合理价值115元/股,维持买入评级。

风险提示: 省内竞争加剧,消费升级低于预期,产品结构升级不及预期,省外扩张受阻。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,135	9,029	10,321	13,305	16,655	经营活动现金流	931	1,441	2,845	2,999	3,554
货币资金	1,484	1,706	2,709	5,017	7,680	净利润	1,185	1,741	2,323	2,841	3,390
应收及预付	785	1,560	1,502	1,769	2,039	折旧摊销	246	236	217	220	223
存货	2,064	2,407	2,753	3,155	3,562	营运资金变动	-404	-431	460	88	89
其他流动资产	1,802	3,356	3,357	3,365	3,373	其它	-97	-105	-155	-149	-149
非流动资产	4,018	3,481	4,555	4,375	4,192	投资活动现金流	-133	-1,126	-1,134	109	109
长期股权投资	0	5	5	5	5	资本支出	-198	-306	-14	-11	-11
固定资产	1,792	1,764	1,617	1,466	1,313	投资变动	-28	-957	0	0	0
在建工程	54	93	83	73	63	其他	93	138	-1,120	120	120
无形资产	691	742	722	703	683	筹资活动现金流	-302	-504	-708	-800	-1,000
其他长期资产	1,480	876	2,128	2,128	2,128	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	10,153	12,510	14,876	17,680	20,847	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	3,148	4,301	5,049	5,813	6,589	其他	-302	-504	-708	-800	-1,000
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	496	-189	1,003	2,308	2,663
应付及预收	1,139	1,983	2,290	2,675	3,067	期初现金余额	528	1,024	1,706	2,709	5,017
其他流动负债	2,009	2,317	2,759	3,138	3,522	期末现金余额	1,024	836	2,709	5,017	7,680
非流动负债	163	179	179	179	179						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	163	179	179	179	179						
负债合计	3,312	4,480	5,228	5,992	6,768						
股本	504	504	504	504	504						
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295	1,295						
留存收益	4,607	5,798	7,360	9,326	11,628						
归属母公司股东权益	6,459	7,602	9,159	11,125	13,427						
少数股东权益	382	428	489	563	652						
负债和股东权益	10,153	12,510	14,876	17,680	20,847						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,968	8,686	10,463	12,380	14,326	成长能力(%)					
营业成本	1,643	1,932	2,379	2,726	3,079	营业收入增长	15.8%	24.7%	20.5%	18.3%	15.7%
营业税金及附加	1,136	1,279	1,538	1,808	2,077	营业利润增长	42.6%	47.2%	30.9%	22.4%	19.5%
销售费用	2,170	2,683	3,034	3,566	4,097	归母净利润增长	38.5%	47.6%	33.4%	22.3%	19.4%
管理费用	591	645	643	755	860	获利能力					
研发费用	12	24	21	25	29	毛利率	76.4%	77.8%	77.3%	78.0%	78.5%
财务费用	-26	-52	-44	-77	-127	净利率	17.0%	20.0%	22.2%	22.9%	23.7%
资产减值损失	34	13	0	0	0	ROE	17.8%	22.3%	24.7%	24.9%	24.6%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
投资净收益	153	148	120	120	120	偿债能力(%)					
营业利润	1,594	2,347	3,071	3,758	4,492	资产负债率	32.6%	35.8%	35.1%	33.9%	32.5%
营业外收支	18	22	26	29	29	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	1,612	2,369	3,097	3,787	4,521	流动比率	1.95	2.10	2.04	2.29	2.53
所得税	427	628	774	947	1,130	速动比率	1.28	1.50	1.45	1.70	1.94
净利润	1,185	1,741	2,323	2,841	3,390	营运能力					
少数股东损益	36	46	61	75	89	总资产周转率	0.74	0.77	0.76	0.76	0.74
归属母公司净利润	1,149	1,695	2,262	2,766	3,301	应收账款周转率	10.81	8.19	8.19	8.19	8.19
EBITDA	1,662	2,359	3,064	3,721	4,408	存货周转率	0.85	0.86	0.86	0.86	0.86
EPS (元)	2.28	3.37	4.49	5.49	6.56	每股指标 (元)					
						每股收益	2.28	3.37	4.49	5.49	6.56
						每股经营现金流	1.85	2.86	5.65	5.96	7.06
						每股净资产	12.83	15.10	18.19	22.09	26.66
						估值比率					
						P/E	28.79	16.03	23.49	19.21	16.10
						P/B	5.12	3.57	5.80	4.78	3.96
						EV/EBITDA	19.01	10.79	16.46	12.93	10.31

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。

王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。

刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。

陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。