

古井贡酒(000596)/饮料制造
徽酒龙头地位强化, 省外发展进入上升期
评级: 买入(维持)

市场价格: 270.11

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

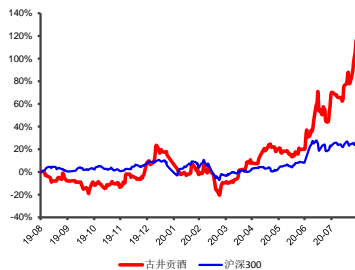
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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)	270.11
市值(百万元)	136,135
流通市值(百万元)	103,722

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 古井贡酒(000596.SZ)_公司深度: 品牌势能崛起, 徽酒龙头再超越
- 古井贡酒(000596.SZ)_公司点评: 锐志进取, 志在全国化
- 古井贡酒(000596.SZ)_年报&一季报点评: 回款势头良好, 全年目标依旧积极

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,686	10,417	11,147	13,388	15,795
增长率 yoy%	24.65%	19.93%	7.01%	20.11%	17.97%
净利润	1,695	2,098	2,227	2,846	3,480
增长率 yoy%	47.57%	23.73%	6.20%	27.78%	22.27%
每股收益(元)	3.37	4.17	4.42	5.65	6.91
每股现金流量	2.86	0.38	5.01	4.97	6.95
净资产收益率	22.30%	23.45%	19.82%	21.51%	22.21%
P/E	80.24	64.85	61.07	47.79	39.09
PEG	4.24	3.53	2.48	2.53	2.13
P/B	17.89	15.21	12.10	10.28	8.68

备注:

投资要点

- **事件: 2020年上半年公司实现收入 55.20 亿元, 同比下降 7.82%, 实现归母净利润 10.25 亿元, 同比下降 17.89%, 扣非净利润 10.08 亿元, 同比下降 13.55%; 其中二季度实现收入 22.38 亿元, 同比下降 3.51%, 实现归母净利润 3.88 亿元, 同比下降 16.51%, 扣非净利润 3.72 亿元, 同比下降 10.67%。**
- **二季度业绩符合预期, 黄鹤楼拖累较大。**20Q2 公司收入和净利润分别下降 3.51%/16.51%, 环比 Q1 降幅收窄, 考虑到疫情重灾区武汉所在地黄鹤楼影响, 我们预计古井本部收入已开始持平微增, 主要是古 8 及以上产品动销恢复较快所致。报告期末公司还原预收账款为 7.27 亿元, 同比增长 40.62%, 环比下降 52.58%, 经营净现金流为 23.42 亿元, 同比增长 124.78%, 主要是票据贴现回款增加所致, 现金流表现靓丽。分品牌看, 上半年古井本部公司 53.39 亿元, 同比下降 2.37%, 净利润 10.42 亿元, 同比下降 14.61%, 利润下滑幅度更大主要是税金及附件和人工薪酬提升所致; 黄鹤楼收入 1.81 亿元, 同比下降 60.48%, 净利润-0.36 亿元, 主要受武汉疫情影响较大。分区域看, 受百元价位产品大众消费场景恢复较慢限制, 我们预计上半年省内收入有所下滑, 省外除湖北外多数市场保持良好的增长势头, 如江苏、浙江、河北等地, 古 16 和古 20 次高端产品在多地开花结果。
- **毛利率微降, 期间费用率小幅下降。**2020 年上半年公司毛利率为 76.20%, 同比下降 0.52pct, 主要是 Q1 疫情期间产品结构受损, 但 Q2 毛利率同比已小幅回升; 期间费用率为 35.52%, 同比下降 0.43pct, 其中销售费用率为 29.31%, 同比下降 1.43pct, 管理费用率 7.45%, 同比提高 2.16pct, 主要是公司实行工资薪酬调整, 并为员工购买企业年金所致, 财务费用率为 -1.24%, 同比下降 1.17pct, 主要是利息收入增加所致; 净利率为 18.23%, 同比下降 3.06pct, 主要是税金、管理费用增加以及黄鹤楼亏损共同所致。
- **疫情加快省内份额提升, 看好下半年恢复较快增长。**从中报来看, 古井仍是省内 4 家上市酒企业绩表现最好的, 我们认为疫情冲击将强化公司省内龙头地位, 市场份额有望进一步提升。安徽作为劳务输出大省, 今年中秋国庆重叠有望带动更多人口回流, 旺季动销值得期待, 我们看好下半年公司恢复较快增长。2020 年公司计划实现营业收入 116 亿元, 同比增长 11.36%, 目前来看完成目标有压力, 但我们认为下半年公司会全力以赴抢增量, 努力争取完成既定目标。

- **全国化+次高端全面发力，未来 5 年收入目标迈向 200 亿。**2019 年公司收入突破百亿大关，同期管理层已提前部署下一个 5 年规划，2020-2024 年规划收入实现 200 亿元目标。围绕上述目标，在团队建设方面，2019 年公司已对销售公司组织架构进行重大改革，建立了 5 大战区、18 个省级大区的一线作战司令部指挥体系，同时选拔一批年轻骨干升任管理岗位，从组织、资源上予以保障下一步战略实施。在战术打法方面，2008 年公司提出三通工程驱动业绩实现 10 年高速发展，未来 5 年仍将坚持三通工程体系，按照“抓动销、去库存、深渠道、稳价格”方针坚持执行。在产品结构方面，2018 年公司及时推出古 20，定位 500 元价格带，目前已在安徽、江苏等地实现快速增长，未来 5 年公司将全面发力次高端，依靠品牌聚焦投入和团队狼性作战力取得应有的市场份额，我们预计消费基础较好的华东市场将是古井的主战场。
- **投资建议：维持“买入”评级。**根据中报情况，我们更新盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 111/134/158（之前 116/141/167）亿元，同比增长 7%/20%/18%（之前 12%/21%/18%）；净利润分别为 22/28/35（之前 23/30/37）亿元，同比增长 6%/28%/22%（之前 11%/26%/24%），EPS 分别为（之前 4.64/5.86/7.29）元，对应 PE 分别为 61/48/39 倍，持续重点推荐。
- **风险提示：省内消费升级放缓、疫情持续扩散带来全球经济下行风险、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)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,686	10,417	11,147	13,388	15,795
增长率	24.7%	19.9%	7.0%	20.1%	18.0%
营业成本	-1,932	-2,426	-2,463	-2,784	-3,084
%销售收入	22.2%	23.3%	22.1%	20.8%	19.5%
毛利	6,754	7,991	8,684	10,605	12,711
%销售收入	77.8%	76.7%	77.9%	79.2%	80.5%
营业税金及附加	-1,279	-1,593	-1,672	-2,008	-2,369
%销售收入	14.7%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-2,683	-3,185	-3,344	-3,950	-4,660
%销售收入	30.9%	30.6%	30.0%	29.5%	29.5%
管理费用	-645	-685	-780	-910	-1,074
%销售收入	7.4%	6.6%	7.0%	6.8%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	2,148	2,528	2,888	3,736	4,608
%销售收入	24.7%	24.3%	25.9%	27.9%	29.2%
财务费用	52	98	51	57	64
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	13	-1	15	9	8
公允价值变动收益	0	18	0	0	0
投资收益	148	126	143	139	136
%税前利润	6.2%	4.5%	4.6%	3.5%	2.8%
营业利润	2,360	2,768	3,097	3,941	4,816
营业利润率	27.2%	26.6%	27.8%	29.4%	30.5%
营业外收支	22	49	30	34	38
税前利润	2,382	2,818	3,127	3,975	4,853
利润率	27.4%	27.0%	28.1%	29.7%	30.7%
所得税	-628	-715	-805	-1,029	-1,258
所得税率	26.4%	25.4%	25.8%	25.9%	25.9%
净利润	1,741	2,158	2,292	2,928	3,580
少数股东损益	46	60	64	82	100
归属于母公司的净利润	1,695	2,098	2,227	2,846	3,480
净利率	19.5%	20.1%	20.0%	21.3%	22.0%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,706	5,620	8,917	10,711	12,636
应收款项	1,396	1,069	1,568	1,599	2,138
存货	2,407	3,015	2,489	3,733	3,161
其他流动资产	3,521	823	814	873	861
流动资产	9,029	10,526	13,788	16,916	18,795
%总资产	72.2%	75.9%	81.3%	84.9%	86.9%
长期投资	216	9	8	8	7
固定资产	1,764	1,723	1,542	1,358	1,172
%总资产	14.1%	12.4%	9.1%	6.8%	5.4%
无形资产	742	786	797	808	816
非流动资产	3,481	3,345	3,179	3,010	2,832
%总资产	27.8%	24.1%	18.7%	15.1%	13.1%
资产总计	12,510	13,871	16,968	19,927	21,627
短期借款	0	0	617	669	32
应付款项	3,175	3,113	3,233	4,066	3,867
其他流动负债	1,125	1,135	1,135	1,135	1,135
流动负债	4,301	4,247	4,985	5,869	5,033
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	179	192	192	192	192
负债	4,480	4,439	5,176	6,061	5,225
普通股股东权益	7,602	8,944	11,239	13,232	15,668
少数股东权益	428	488	552	634	734
负债股东权益合计	12,510	13,871	16,968	19,927	21,627

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	3.37	4.17	4.42	5.65	6.91
每股净资产 (元)	15.10	17.76	22.32	26.27	31.11
每股经营现金流 (元)	2.86	0.38	5.01	4.97	6.95
每股股利 (元)	1.50	1.50	1.33	1.70	2.07
回报率					
净资产收益率	22.30%	23.45%	19.82%	21.51%	22.21%
总资产收益率	13.92%	15.56%	13.51%	14.69%	16.55%
投入资本收益率	38.73%	36.40%	71.21%	100.80%	109.62%
增长率					
营业总收入增长率	24.65%	19.93%	7.01%	20.11%	17.97%
EBIT增长率	48.67%	17.09%	12.81%	28.22%	22.49%
净利润增长率	47.57%	23.73%	6.20%	27.78%	22.27%
总资产增长率	23.22%	10.88%	22.32%	17.44%	8.53%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
存货周转天数	92.7	93.7	88.9	83.7	78.6
应付账款周转天数	85.8	77.8	81.8	79.8	80.8
固定资产周转天数	73.7	60.2	52.7	39.0	28.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-69.99%	-94.54%	-85.60%	-86.31%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-44.3	-27.4	-58.7	-68.3	-73.7
资产负债率	35.81%	32.00%	30.51%	30.42%	24.16%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,741	2,158	2,292	2,928	3,580
加: 折旧和摊销	236	263	243	247	251
资产减值准备	13	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	-18	0	0	0
财务费用	15	35	-51	-57	-64
投资收益	-148	-126	-143	-139	-136
少数股东损益	46	60	64	82	100
营运资金的变动	-793	2,615	181	-477	-132
经营活动现金净流	1,441	192	2,521	2,502	3,499
固定资本投资	-11	-49	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,126	2,672	40	36	43
股利分配	-755	-755	-668	-854	-1,044
其他	252	0	1,404	109	-573
筹资活动现金净流	-504	-755	736	-745	-1,617
现金净流量	-189	2,109	3,298	1,793	1,925

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。