古井贡酒（000596）

技改、并购齐助力，徽酒龙头迈向“双百亿”

买入（维持）

2020 年 11 月 16 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,417	10,881	12,995	15,064
同比（%）	19.9%	4.5%	19.4%	15.9%
归母净利润（百万元）	2,098	2,193	2,856	3,473
同比（%）	23.7%	4.6%	30.2%	21.6%
每股收益（元/股）	4.17	4.36	5.67	6.90
P/E（倍）	55.69	53.26	40.90	33.64

事件：1.公司于 11 月 14 日发布增发预案，拟向不超过 35 名（含 35 名）的特定投资者发行不超过公司总股本的 10%的股票，募集不超过 50 亿资金，扣除发行费用后全部投入公司酿酒生产智能化技改项目，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。定增发行完成后，古井集团持股比例降至 48.99%，但控股股东和实控人并未改变。

2.公司于 11 月 16 日发布公告，与安徽明光酒业有限公司就收购明光酒业股权事项达成初步意向。

投资要点

- **公司定增聚焦技改扩建，为产品升级蓄力。**白酒行业当前呈现出显著的分化特征，疫情更是加剧了行业低端产能的出清，疫后具有强品牌及渠道力的高端及各区域白酒龙头率先恢复，核心单品批价稳中有升，预计未来行业结构性繁荣的现象将持续。在消费升级的大背景下，古井此次通过技改扩建全面提升优质基酒产能，项目建成后公司将形成 6.66 万吨原酒、28.4 万吨基酒储存以及 13 万吨成品罐装能力的现代化智能园区。**据公司测算，按成品酒对外销售测算，公司可实现年均收入 148.06 亿，年均利润 28.93 亿，为顺应消费升级，次高端大单品“年份原浆”未来持续放量奠定良好基础。**

- **收购明光酒业，省内格局进一步优化。**据微酒数据，明光酒业在上世纪在省内曾是与古井、口子窖齐名的三大酿酒集团之一，历经近十年调整公司如今已逐步走出低谷，19 年实现销售规模约 5 亿，明绿液及老明光系列卡位 100-300 元价格带，成为双亿大单品；公司样板市场表现亮眼，滁州等区域销售收入破亿实现稳定增长。古井收购明光酒业，**一方面，**明光酒业超过万吨的基酒储备也使得古井可以快速补充市场急需的老酒需求，对于技改留下的时间差做好过渡。**另一方面，公司在省内的竞争格局将更加清晰。**当前安徽省内“一超多强”竞争格局显著，据我们测算古井省内市占率超 25%，100-300 元中高端价格带市占率超 40%，收购完成后公司将加速整合局部市场，进一步提高其在省内中高端市场份额，更快实现省内“县县过亿”的发展目标。

- **技改、并购皆有助力，徽酒龙头迈向“双百亿”。**公司“升级+扩张”逻辑依然清晰，公司具备较强的渠道+品牌力，管理及销售团队优异且狼性，近年来公司在省内高份额背景下定价优势已成，并购明光酒业进一步提高省内统治力，而未来技改落地公司将更好的实现次高端放量及产品升级。而基地市场红利下，公司在省外操作则更加游刃有余。期待定增之后公司进一步落地股权激励等国改措施，激发公司活力，徽酒龙头双百亿目标可期。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	231.97
一年最低/最高价	98.13/277.58
市净率(倍)	12.01
流通 A 股市值(百万元)	88983.69

基础数据

每股净资产(元)	19.31
资产负债率(%)	32.36
总股本(百万股)	503.60
流通 A 股(百万股)	383.60

相关研究

1、《古井贡酒（000596）：Q3 营收超预期，徽酒龙头剑指双百亿》2020-10-29
2、《古井贡酒（000596）：基地市场优势显著，升级扩张路径清晰》2020-08-30
3、《古井贡酒（000596）：产品升级+费率下行提振盈利，全年目标完成可期》2020-04-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年营收为 108.8/130.0/150.6 亿元，增速为 4.5/19.4/15.9%;归母净利润为 21.9/28.6/34.7 亿元，增速为 4.6/30.2/21.6%;对应 EPS 为 4.36/5.67/6.90 元。当前股价对应 PE 分别为 53/41/34X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧风险，疫情风险，消费需求疲软。

古井贡酒三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10,526**	**11,383**	**13,850**	**16,799**
现金	5,620	6,827	8,180	10,430
应收账款	1,045	1,214	1,500	1,615
存货	3,015	2,517	3,242	3,847
其他流动资产	847	826	929	906
非流动资产	**3,345**	**3,337**	**3,719**	**3,986**
长期股权投资	5	4	4	4
固定资产	1,723	1,713	2,056	2,308
在建工程	184	152	142	133
无形资产	786	860	951	984
其他非流动资产	648	608	567	557
资产总计	**13,871**	**14,720**	**17,569**	**20,785**
流动负债	**4,247**	**3,596**	**4,085**	**4,377**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	563	500	682	620
其他流动负债	3,684	3,095	3,404	3,756
非流动负债	**192**	**192**	**192**	**192**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	192	192	192	192
负债合计	**4,439**	**3,787**	**4,277**	**4,568**
少数股东权益	488	551	633	733
归属母公司股东权益	8,944	10,382	12,659	15,484
负债和股东权益	**13,871**	**14,720**	**17,569**	**20,785**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	192	1,833	2,209	2,991
投资活动现金流	2,672	-67	-493	-397
筹资活动现金流	-755	-558	-363	-345
现金净增加额	2,109	1,207	1,354	2,250
折旧和摊销	263	213	248	269
资本开支	412	-7	382	267
营运资本变动	-335	-302	-623	-407

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,417**	**10,881**	**12,995**	**15,064**
减:营业成本	2,426	2,462	2,735	3,013
营业税金及附加	1,593	1,617	1,859	2,185
营业费用	3,185	3,331	3,857	4,428
管理费用	685	790	967	1,115
财务费用	-98	-197	-216	-304
资产减值损失	-1	0	0	0
加:投资净收益	126	134	131	132
其他收益	18	4	5	7
营业利润	**2,823**	**3,016**	**3,929**	**4,765**
加:营业外净收支	49	31	30	33
利润总额	**2,873**	**3,047**	**3,959**	**4,798**
减:所得税费用	715	791	1,020	1,225
少数股东损益	60	63	82	100
归属母公司净利润	**2,098**	**2,193**	**2,856**	**3,473**
EBIT	2,704	2,860	3,734	4,519
EBITDA	2,967	3,074	3,981	4,787

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	4.17	4.36	5.67	6.90
每股净资产(元)	17.76	20.62	25.14	30.75
发行在外股份(百万股)	504	504	504	504
ROIC(%)	22.5%	20.3%	21.8%	21.6%
ROE(%)	22.9%	20.6%	22.1%	22.0%
毛利率(%)	76.7%	77.4%	78.9%	80.0%
销售净利率(%)	20.1%	20.2%	22.0%	23.1%
资产负债率(%)	32.0%	25.7%	24.3%	22.0%
收入增长率(%)	19.9%	4.5%	19.4%	15.9%
净利润增长率(%)	23.7%	4.6%	30.2%	21.6%
P/E	55.69	53.26	40.90	33.64
P/B	13.06	11.25	9.23	7.54
EV/EBITDA	37.49	35.82	27.34	22.29

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn