证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

# 古井贡酒(000596)

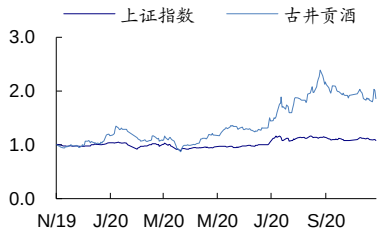
买入

2020 三季报点评

（维持评级）

2020 年 11 月 02 日

**一年该股与上证综指走势比较**




**股票数据**

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(百万股) | 504/504 |
| 总市值/流通(百万元) | 105,857/80,633 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,225/13,237 |
| 12 个月最高/最低(元) | 277.58/99.01 |

**相关研究报告:**

《古井贡酒-000596-2019 年三季报点评：百亿近在咫尺，势能持续释放》 ——2019-10-28

《古井贡酒-000596-2019 年中报:业绩超预期，结构持续优化》 ——2019-08-26

《古井贡酒-000596-2018 年年报及 2019 年一季报：收入、利润均超预期，产品结构持续优化》 ——2019-04-29

《古井贡酒-000596-2018 年三季报点评:18 年前三季度净利增速保持高增，省内省外同步发力》 ——2018-10-29

《古井贡酒-000596-2018 年半年报点评:18 年 H1 净利增速大超预期，公司深度全国化继续推进》 ——2018-08-28

**证券分析师：陈梦瑶**
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

**证券分析师：熊鹏**
电话：13012858690
E-MAIL：xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**财报点评**

## 省内销售恢复向好，Q3 收入超预期

**● Q3 收入超预期，省内市场恢复向好**

公司 2020 前三季度营收 80.69 亿元（-1.63%），归母净利润 15.38 亿元（-11.71%），单 Q3 营收 25.50 亿元(+15.13%)，归母净利润 5.13 亿元（+3.94%），扣非后归母净利润 4.93 亿元（+10.94%）。Q3 收入环比加速略超我们此前预期，主要系公司三季度旺季动销较好，省内市占率加速提升，古井本部订单增速超过双位数。2020Q3 末公司预收款 8.47 亿元，环比增长 1.2 亿元，销售商品收现 23.11 亿元，同比下滑-20.31%，经营活动现金流量金额 2.38 亿元，同比下滑 80.17%，主要系三季度经销商票据打款较多。

**● 毛利率小幅提升，销售费用率较高拉低净利率**

2020 前三季度公司毛利率 75.98%，同比下滑 0.33pct，其中单三季度毛利率 75.52%，同比增长 0.33ct，毛利率上行主要系产品结构升级，古 8 以上产品增速较快占比较高。Q3 公司销售费用率同比增长 3.53pct 至 29.37%，主要系三季度终端需求回暖公司加大费用投放所致；管理费用率（加研发费用）同比下滑 0.40pct 至 7.11%，税金及附加比例同比增长 0.45pct 至 15.78%。综合以上因素，以及三季度投资净收益减少，使得单三季度公司净利率同比下滑 2.23pct 至 20.63%。

**● 短期业绩改善确定性高，中长期双品牌双百亿可期**

三季度以来省内动销恢复向好，公司本部订单增速维持在双位数以上，渠道库存逐步消化，环比二季度有所改善。短期来看随着消费复苏，古井本部及湖北黄鹤楼动销逐步向好，当前库存低位情况下四季度以及春节边际改善确定性高。从中长期看，古井作为安徽省内白酒龙头，将持续享受消费升级以及集中度提升带来的红利，同时省外泛区域扩张也将陆续推进，双品牌双百亿实现可期。

**● 投资建议：维持 “买入”评级。**

公司 2020-2022 年归母净利润 21.50/27.66/33.35 亿元，摊薄公司 EPS 为 4.27/5.49/6.62 元，当前股价对应 PE=49/38/32x。维持“买入”评级。

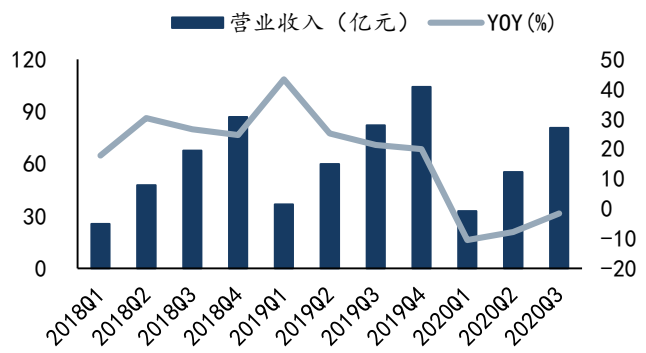
**风险提示：**省内消费升级不及预期，省外扩张不及预期

**盈利预测和财务指标**

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 8,686 | 10,417 | 10,982 | 13,201 | 15,332 |
| (+/-%) | 24.7% | 19.9% | 5.4% | 20.2% | 16.1% |
| 净利润(百万元) | 1695 | 2098 | 2150 | 2766 | 3335 |
| (+/-%) | 47.6% | 23.7% | 2.5% | 28.7% | 20.6% |
| 摊薄每股收益(元) | 3.37 | 4.17 | 4.27 | 5.49 | 6.62 |
| EBIT Margin | 24.7% | 24.3% | 24.7% | 26.6% | 28.1% |
| 净资产收益率(ROE) | 22.3% | 23.5% | 20.8% | 22.9% | 23.4% |
| 市盈率(PE) | 62.4 | 50.5 | 49.2 | 38.3 | 31.7 |
| EV/EBITDA | 46.7 | 39.9 | 37.8 | 29.7 | 24.6 |
| 市净率(PB) | 13.92 | 11.84 | 10.26 | 8.76 | 7.44 |

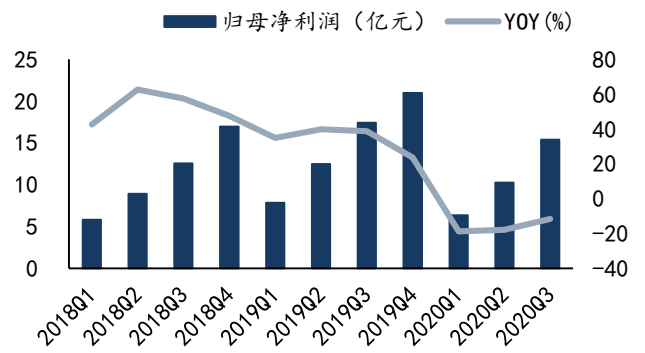
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**图 1：古井贡酒分季度营业收入及同比增速**



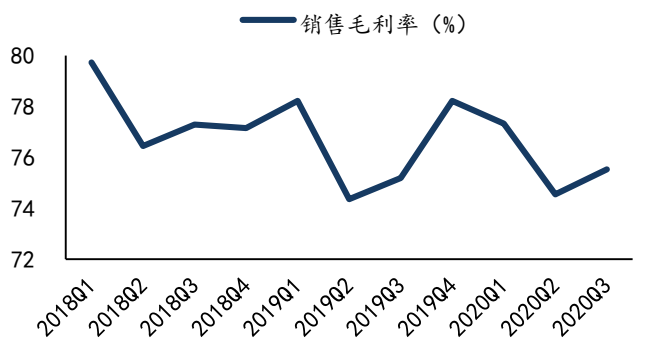

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**图 2：古井贡酒分季度归母净利润及同比增速**



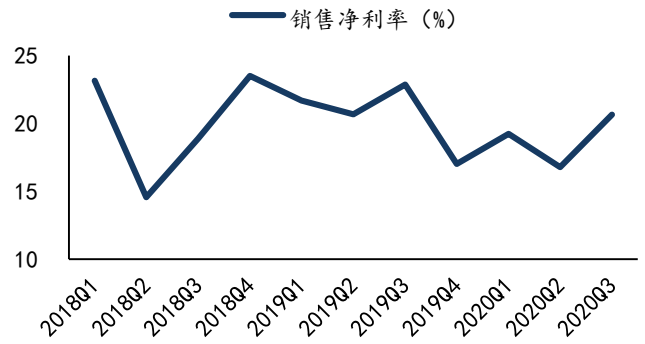

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**图 3：古井贡酒分季度毛利率**




资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**图 4：古井贡酒分季度净利率**




资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**表 1：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 11 月 1 日）**

| 股票代码 | 简称 | PE（TTM） | 总市值(亿元) | EPS | | | PE | | | 评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 77.0 | 1813 | 2.22 | 2.84 | 3.58 | 93.69 | 73.24 | 58.10 | 买入 |
| 000858.SZ | 洋河股份 | 34 | 2,533 | 4.90 | 5.04 | 5.82 | 34.3 | 33.3 | 28.9 | ,买入 |
| 603369.SZ | 今世缘 | 44 | 650 | 1.16 | 1.29 | 1.59 | 44.61 | 40.23 | 32.70 | 买入 |
| | 平均 | 52 | 1665 | 2.76 | 3.06 | 3.66 | 57.53 | 48.92 | 39.90 | |
| **000596.SZ** | **古井贡酒** | **56** | **898** | **4.17** | **4.27** | **5.49** | **50.5** | **49.2** | **38.3** | **买入** |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

# 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 13252 | 159939 | 190207 | 226084 |
| 应收款项 | 1540 | 1510 | 1754 | 2026 |
| 存货净额 | 25285 | 30164 | 35046 | 40124 |
| 其他流动资产 | 1570 | 1872 | 2229 | 2477 |
| **流动资产合计** | 159024 | 193484 | 229236 | 270711 |
| 固定资产 | 17663 | 19435 | 21261 | 22844 |
| 无形资产及其他 | 4728 | 4539 | 4350 | 4161 |
| 投资性房地产 | 1627 | 1627 | 1627 | 1627 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **资产总计** | **183042** | **219085** | **256473** | **299342** |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1514 | 1542 | 1795 | 2096 |
| 其他流动负债 | 39580 | 50069 | 57337 | 65180 |
| **流动负债合计** | **41093** | **51611** | **59132** | **67276** |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 73 | 92 | 117 | 119 |
| **长期负债合计** | **73** | **92** | **117** | **119** |
| **负债合计** | **41166** | **51703** | **59249** | **67394** |
| 少数股东权益 | 5866 | 7473 | 9351 | 11537 |
| 股东权益 | 136010 | 159909 | 187873 | 220410 |
| **负债和股东权益总计** | **183042** | **219085** | **256473** | **299342** |

| 关键财务与估值指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | 32.80 | 37.17 | 43.50 | 50.61 |
| 每股红利 | 16.01 | 18.15 | 21.24 | 24.71 |
| 每股净资产 | 108.27 | 127.30 | 149.56 | 175.46 |
| ROIC | 63% | 221% | 283% | 343% |
| ROE | 30% | 29% | 29% | 29% |
| 毛利率 | 92% | 92% | 92% | 92% |
| EBIT Margin | 67% | 67% | 67% | 68% |
| EBITDA Margin | 68% | 69% | 69% | 70% |
| 收入增长 | 15% | 11% | 16% | 15% |
| 净利润增长率 | 17% | 13% | 17% | 16% |
| 资产负债率 | 26% | 27% | 27% | 26% |
| 息率 | 0.9% | 1.1% | 1.2% | 1.4% |
| P/E | 52.3 | 46.1 | 39.4 | 33.9 |
| P/B | 15.8 | 13.5 | 11.5 | 9.8 |
| EV/EBITDA | 36.3 | 32.4 | 27.8 | 24.0 |

| 利润表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **88854** | **98895** | **114931** | **132708** |
| 营业成本 | 7430 | 8208 | 9367 | 10617 |
| 营业税金及附加 | 12733 | 14082 | 16547 | 19007 |
| 销售费用 | 3279 | 3560 | 3908 | 4247 |
| 管理费用 | 6168 | 6865 | 7660 | 8682 |
| 财务费用 | 7 | (938) | (932) | (1050) |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | (14) | (2) | (6) | (7) |
| 其他收入 | (181) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 59041 | 67116 | 78375 | 91198 |
| 营业外净收支 | (259) | (325) | (325) | (325) |
| **利润总额** | **58783** | **66791** | **78051** | **90873** |
| 所得税费用 | 14813 | 16955 | 19741 | 23026 |
| 少数股东损益 | 2764 | 3140 | 3669 | 4272 |
| **归属于母公司净利润** | **41206** | **46696** | **54640** | **63574** |

| 现金流量表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **净利润** | **41206** | **46696** | **54640** | **63574** |
| 资产减值准备 | 4 | 1 | 1 | 1 |
| 折旧摊销 | 1233 | 1877 | 2167 | 2408 |
| 公允价值变动损失 | 14 | 2 | 6 | 7 |
| 财务费用 | 7 | (938) | (932) | (1050) |
| 营运资本变动 | (4220) | 5388 | 2063 | 2548 |
| 其它 | 1410 | 1606 | 1877 | 2186 |
| **经营活动现金流** | **39648** | **55570** | **60754** | **70725** |
| 资本开支 | (1600) | (3464) | (3810) | (3810) |
| 其它投资现金流 | (117378) | 117378 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | **(118978)** | **113914** | **(3810)** | **(3810)** |
| 权益性融资 | 833 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (20117) | (22797) | (26676) | (31038) |
| 其它融资现金流 | 19909 | 0 | 0 | 0 |
| **融资活动现金流** | **(19493)** | **(22797)** | **(26676)** | **(31038)** |
| **现金净变动** | **(98823)** | **146687** | **30268** | **35877** |
| 货币资金的期初余额 | 112075 | 13252 | 159939 | 190207 |
| 货币资金的期末余额 | 13252 | 159939 | 190207 | 226084 |
| 企业自由现金流 | 39728 | 53181 | 58280 | 68457 |
| 权益自由现金流 | 59637 | 54797 | 61550 | 72342 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

# 国信证券经济研究所

**深圳**
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

**上海**
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

**北京**
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032