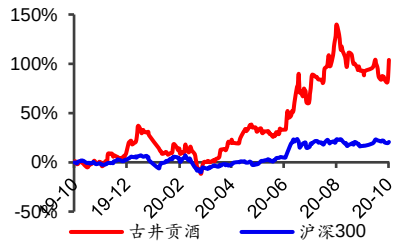
收入恢复双位数增长，徽酒单寡头格局延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-28
收盘价（元）	229.60
近 12 个月最高/最低（元）	277.58/98.13
总股本（百万股）	504
流通股本（百万股）	384
流通股比例（%）	76
总市值（亿元）	973
流通市值（亿元）	881

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com
联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_公司研究_深度报告_古井贡酒（000596）：省内势不可挡，后百亿征程可期》2020-07-13

2.《华安证券_公司研究_公司点评_古井贡酒（000596）：二季度不及预期，不改徽酒单寡头格局》2020-08-31

事件

公司三季报，前三季度营业总收入 80.7 亿（-1.6% YoY），归母净利润 15.4 亿（-11.7% YoY），扣非后归母净利润 15.0 亿（-6.8%YoY）；3Q 营业总收入 25.5 亿（+15.1%），归母净利润 5.1 亿（+3.9%），扣非后归母净利润 4.9 亿（+11%YoY），3Q 业绩符合预期。

主要观点

消费升级或带动产品结构上移，仍受黄鹤楼拖累。3Q20 安徽省内消费升级趋势延续，或带动公司年份原浆产品结构持续上移。古 20 品牌建设较好，在 500 元价格带快速发展，充分受益于安徽省内消费升级，预计后续在核心消费人群中持续放量；古 16、古 8 亦受益于消费升级，在 200~300 元价格带实现增长，预计古 8 以上产品占比接近 40%；下方古 5 预计 3Q 增长并带动前三季度累计转增，献礼 2Q 以来随消费场景逐渐恢复，但短期或仍有一定幅度下滑；3Q20 公司综合毛利率 75.5%，同增 0.33pcts，环比 2Q 增 0.97pct；前三季度黄鹤楼仍有较大缺口，一定程度拖累公司收入端及毛利率表现。

财务指标略有波动，整体仍可接受。3Q20 预收款余额 8.5 亿元，同比 3Q19 微降 0.4 亿元，环比 2Q20 增 1.2 亿元，相对稳健；3Q20 经营性现金净流量净额 2.4 亿元，比上年同期减 9.6 亿，3Q20 销售回款 23.1 亿元，同降 20.3%；3Q20 销售费用同增 30.9%，或系疫情后旺季加大费用投入抢占市场，一定程度拖累利润端，3Q20 管理费用同增 11%，营业税金同增 18.6%，均基本正常。

徽酒单寡头格局稳固，维持“买入”评级。维持 2020~2022 年业绩预测，预计营收分别为 106、125、144 亿元，分别同增 2%、17%、15%，归母净利润分别为 19.8、23.9、28.0 亿元，分别同增-6%、21%、17%，对应 PE 为 58.5、48.3、41.4 倍，我们认为，公司作为徽酒绝对龙头，安徽地产酒单寡头格局稳固，古 8 以上次高端产品流行性已出现，有望持续享受省内消费升级红利，省外瞄准次高端谋求全国化目标明确，持续推进环安徽省招商。公司作为徽酒龙头，依托省内市场、及泛全国化发展，短期估值虽高，不改中长期成长确定性，因此维持“买入”评级。

风险提示：1）年份原浆系列动销不及预期；2）省内渠道下沉、省外全国化扩展不及预期等。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10417	10596	12478	14362
收入同比(%)	20%	2%	18%	15%
归属母公司净利润	2098	1977	2394	2795
净利润同比(%)	24%	-6%	21%	17%
毛利率(%)	76.7%	76.6%	76.8%	76.9%
ROE(%)	22.9%	18.7%	19.6%	19.8%
每股收益(元)	4.17	3.92	4.75	5.55
P/E	55.13	58.50	48.30	41.37
P/B	12.93	11.21	9.68	8.37
EV/EBITDA	22	40	33	28

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,526	12,436	14,986	17,337
现金	5,620	7,706	10,236	13,502
应收账款	65	61	73	85
其他应收款	24	23	28	32
预付账款	197	246	342	406
存货	3,033	2,716	2,861	2,726
其他流动资产	1,588	1,684	1,447	586
非流动资产	3,345	2,766	2,461	2,215
长期投资	5	3	4	4
固定资产	1,723	1,613	1,504	1,395
无形资产	786	733	684	639
其他非流动资	832	416	268	177
资产总计	13,871	15,202	17,447	19,553
流动负债	4,247	4,155	4,695	4,836
短期借款	0	0	0	0
应付账款	563	618	708	803
其他流动负债	3,684	3,536	3,986	4,033
非流动负债	192	188	200	210
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	192	188	200	210
负债合计	4,439	4,342	4,894	5,045
少数股东权益	488	546	613	694
股本	504	504	504	504
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295
留存收益	7,145	8,515	10,140	12,015
归属母公司股东	8,944	10,314	11,939	13,814
负债和股东权	13,871	15,202	17,447	19,553

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	192	2,057	3,059	3,902
净利润	2,158	1,977	2,394	2,795
折旧摊销	263	161	158	155
财务费用	35	(100)	(135)	(178)
投资损失	(126)	(126)	(126)	(126)
营运资金变动	2,509	80	695	1,167
其他经营现金	(4,646)	66	74	90
投资活动现金	2,672	127	115	117
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	1	(1)	0
其他投资现金	2,672	125	116	116
筹资活动现金	(755)	(506)	(635)	(743)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	(755)	(506)	(635)	(743)
现金净增加额	2,109	1,678	2,540	3,276

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,417	10,596	12,478	14,362
营业成本	2,426	2,478	2,901	3,316
营业税金及附加	1,593	1,620	1,908	2,196
销售费用	3,185	3,211	3,781	4,352
管理费用	685	848	936	1,034
财务费用	(98)	(100)	(135)	(178)
资产减值损失	(1)	7	(4)	(1)
公允价值变动收	18	1	10	10
投资净收益	126	126	126	126
营业利润	2,823	2,659	3,228	3,779
营业外收入	58	58	58	58
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	2,873	2,708	3,277	3,828
所得税	715	674	816	953
净利润	2,158	2,034	2,461	2,876
少数股东损益	60	58	68	80
归属母公司净利润	2,098	1,977	2,394	2,795
EBITDA	2,909	2,720	3,251	3,756
EPS（元）	4.17	3.92	4.75	5.55

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	19.93%	1.72%	17.76%	15.10%
营业利润	20.31%	-5.83%	21.39%	17.08%
归属于母公司净利	23.73%	-5.76%	21.10%	16.77%
获利能力				
毛利率(%)	76.71%	76.61%	76.75%	76.91%
净利率(%)	20.14%	18.65%	19.18%	19.46%
ROE(%)	22.88%	18.73%	19.61%	19.82%
ROIC(%)	36.07%	60.76%	50.33%	62.81%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.00%	28.56%	28.05%	25.80%
净负债比率(%)	-12.08%	-30.08%	-46.96%	-59.34%
流动比率	2.48	2.99	3.19	3.59
速动比率	1.76	2.34	2.58	3.02
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.73	0.76	0.78
应收账款周转率	295.41	271.39	302.57	292.81
存货款周转率	19.87	17.93	18.81	19.01
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	4.17	3.92	4.75	5.55
每股经营现金流	0.38	4.09	6.08	7.75
每股净资产(最新	17.76	20.48	23.71	27.43
估值比率				
P/E	55.1	58.5	48.3	41.4
P/B	12.9	11.2	9.7	8.4
EV/EBITDA	21.57	40.44	33.24	28.04

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。