

强烈推荐-A (维持)

古井贡酒 000596.SZ

目标估值: 50 元
 当前股价: 41.02 元
 2016 年 05 月 29 日

弯道超车典范，徽酒巨龙腾飞

基础数据

上证综指	2821
总股本 (万股)	50360
已上市流通股 (万股)	38360
总市值 (亿元)	207
流通市值 (亿元)	157
每股净资产 (MRQ)	10.2
ROE (TTM)	14.7
资产负债率	38.3%
主要股东	安徽古井集团有限责
主要股东持股比例	53.89%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	20	5
相对表现	10	34	46



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《古井贡酒 (000596) — 方案彰显信心, 百亿更进一步》2016-04-29
- 2、《古井贡酒 (000596) — 增速领跑行业, 剑指百亿目标》2016-04-26
- 3、《古井贡酒 (000596) — 终端提价, 底气十足》2016-04-14

董广阳

021-68407471
 donggy1@cmschina.com.cn
 S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
 yangys5@cmschina.com.cn
 S1090514060001

研究助理

李晓峥

021-68407571
 lixiaozheng@cmschina.com.cn

我们参加公司股东大会, 整体感受是公司继续保持志向高远, 务实进取的态度。我们坚定看好以梁金辉董事长为核心的管理团队, 过去三年成就徽酒龙头, 未来三年成就全国扩张。尽管今年底部上涨已近 50%, 但我们认为公司是此轮弯道超车的典范, 有望继续跑赢板块和市场, 建议不断择机增持, 目标价 50 元。

- **管理层对行业判断: 行业仍处冬眠期, 但古井贡可以不断成长。** 公司认为经济进入新常态, 行业仍处于冬眠期, 度过这个过程需要耐力储备。今年以来白酒略有涨价, 是触底反弹的正常修复。古井不会抱有过高的目标, 因为现实环境已经决定无法再造一个茅台洋河, 过去省外扩张事半功倍, 现在则是相反, 所以公司必须敬业拼搏, 获得不断成长。
- **不断提升品质, 加大品牌投入。** 今年会场讲了更多品质和品牌的内容, 公司 08 年起提出品质和品牌的两品战略。品质今年持续提升, 改进工艺包括延长发酵周期到 120 天, 调整五粮比例使香气更协调, 风格更突出, 制曲工艺由中温曲升级为中高温曲, 口感更丰满。品牌上, 很多品牌离央视而去, 公司今年逆势选择央视春晚投放, 并在高铁上大量投放, 效果很好, 公司专门成立社群部经营自媒体。公司认为费用肯定仍会继续加大, 也可能部分效果不足, 但目前公司仍是爬坡阶段, 大力度品牌投放非常重要。
- **产品结构快速提升, 低端新推核心大单品。** 安徽消费升级显著, 乡镇市场献礼版消费增, 城市市场 5 年和 8 年快速增长 (20%、40%以上), 公司年份原浆占比已近 75%; 5 年和 8 年快速提高, 8 年 1 季度已相当于去年半年的量, 这在公司不断上升的毛利率中也有体现 (16Q1 毛利率已经 74.3%, 排酒类第三, 主要来自结构提升, 也来自成本大幅节约)。针对同行竞争和结构提升需求, 公司计划在 60 元左右重点打造古井贡酒, 经典瓶身和高性价比, 采取独立团队和地方经销商资源, 有望成为极具冲击力的产品。
- **全国扩张开始三管齐下, 效果初现。** 公司省外扩张路径已经清晰: 一是河南山东等地, 复制安徽模式, 再造安徽。公司在河南山东等地品牌基础较好, 但以老古井贡产品占主体, 2016 年公司经过人事调整, 模式复制, 已经扭转产品结构, 年份原浆销售比重提升, 2017 年有望放量; 二是上海浙江天津等地, 与大商合作推进市场铺设, 成为战略支撑点, 由点及面。公司在上海与百川商贸成立美缙公司, 成立专门的年份原浆上海滩 3、6、9 系列, 目前铺货和动销较往年大幅好转, 全年有望实现税前销售额上亿。同样, 在天津、浙江都与当地大商合资, 成功撬开了当地的市场和渠道。三是以收购合作黄鹤楼酒为样本, 推进全国市场。黄鹤楼酒品牌基因良好, 定位于古井相似, 现有团队和经销商质量不差, 唯独在产品线、制度、执行力上需要改善。公司派驻许鹏任董事长、古井销售公司副总朱向红任总经理, 全面改造黄鹤楼原来的企业文化, 大大提升黄鹤楼团队的战斗力。预计今年以稳盘子调结构提质量为主要工作, 明年推出大单品, 加大营销力度, 完全有能力实现承诺。

图 1: 古井不断提升产品品质



资料来源: 公司资料、招商证券

图 2: 60 元左右推出古井贡独立操作



资料来源: 公司资料、招商证券

继续建议不断择机增持，目标价 50 元。我们在 14 年中率先挖掘古井贡酒，看三年三倍空间，如今基本实现，核心因素在于公司契合消费升级的主流产品价格带，管理团队对行业前瞻性的判断和应对，以及他们令人钦佩的敬业精神和执行力。如今公司已经成为徽酒遥遥领先的龙头，未来三年的逻辑在于走向全国，目前看三管齐下已经显效，省内规模效应正在提高，造血功能加强。优秀企业管理者的能力，就在于对市场担忧了然于胸但仍能以我为主，披荆斩棘。我们认为古井未来 3 年全国化值得期待，5 年收入翻倍不是悬念。我们略有调整了财务模型，主要考虑了公司收购黄鹤楼带来的相关科目变化，给予 16-18 年 EPS 预测 1.65, 1.98, 2.25 元，目标价 50 元，对应 2017 年 25 倍 PE，继续强烈推荐。

图 3: 古井贡酒历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 古井贡酒历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《古井贡酒（000596）—方案彰显信心，百亿更进一步》2016-04-29
- 2、《古井贡酒（000596）—增速领跑行业，剑指百亿目标》2016-04-26
- 3、《古井贡酒（000596）—终端提价，底气十足》2016-04-14

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4006	4619	5338	6910	8303
现金	718	1087	1065	1488	2124
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	506	539	919	1160	1324
应收款项	4	5	1	1	2
其它应收款	8	9	10	12	14
存货	1227	1397	1533	1964	2231
其他	1542	1581	1809	2284	2607
非流动资产	2408	2564	3300	3245	3247
长期股权投资	0	0	800	800	800
固定资产	1724	1691	1682	1674	1717
无形资产	306	298	269	242	218
其他	377	575	549	529	513
资产总计	6414	7183	8639	10155	11549
流动负债	2186	2283	2960	3728	4286
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	405	378	418	535	607
预收账款	378	609	1005	1288	1462
其他	1404	1296	1537	1906	2216
长期负债	46	67	67	67	67
长期借款	0	0	0	0	0
其他	46	67	67	67	67
负债合计	2232	2349	3026	3794	4352
股本	504	504	504	504	504
资本公积金	1295	1295	1295	1295	1295
留存收益	2383	3035	3814	4562	5398
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4181	4834	5612	6361	7197
负债及权益合计	6414	7183	8639	10155	11549

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	387	790	877	720	1027
净利润	597	716	829	997	1135
折旧摊销	168	214	214	205	198
财务费用	(5)	(2)	(32)	(32)	(38)
投资收益	(105)	(69)	(69)	(69)	(69)
营运资金变动	(248)	(73)	(50)	(385)	(201)
其它	(20)	4	(15)	4	3
投资活动现金流	(836)	(331)	(950)	(150)	(200)
资本支出	(387)	(238)	(150)	(150)	(200)
其他投资	(448)	(94)	(800)	0	0
筹资活动现金流	(176)	(101)	51	(147)	(192)
借款变动	(144)	(95)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
股利分配	(176)	(101)	(50)	(249)	(299)
其他	144	95	102	102	108
现金净增加额	(625)	358	(22)	423	636

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4651	5253	6021	7597	8674
营业成本	1459	1510	1667	2135	2425
营业税金及附加	667	790	906	1143	1305
营业费用	1304	1558	1846	2329	2659
管理费用	579	544	617	771	881
财务费用	(38)	(20)	(32)	(32)	(38)
资产减值损失	9	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	105	69	69	69	69
营业利润	776	930	1088	1321	1513
营业外收入	29	45	45	45	45
营业外支出	8	9	9	9	9
利润总额	796	966	1124	1357	1549
所得税	199	251	295	360	413
净利润	597	716	829	997	1135
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	597	716	829	997	1135
EPS (元)	1.19	1.42	1.65	1.98	2.25

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	2%	13%	15%	26%	14%
营业利润	-6%	20%	17%	21%	14%
净利润	-4%	20%	16%	20%	14%
获利能力					
毛利率	68.6%	71.3%	72.3%	71.9%	72.0%
净利率	12.8%	13.6%	13.8%	13.1%	13.1%
ROE	14.3%	14.8%	14.8%	15.7%	15.8%
ROIC	12.6%	13.6%	13.5%	14.6%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	34.8%	32.7%	35.0%	37.4%	37.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	2.0	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2
应收帐款周转率	868.3	1131.2	1980.3	5939.0	5675.3
应付帐款周转率	3.4	3.9	4.2	4.5	4.2
每股资料 (元)					
每股收益	1.19	1.42	1.65	1.98	2.25
每股经营现金	0.77	1.57	1.74	1.43	2.04
每股净资产	8.30	9.60	11.14	12.63	14.29
每股股利	0.20	0.10	0.49	0.59	0.68
估值比率					
PE	34.6	28.9	24.9	20.7	18.2
PB	4.9	4.3	3.7	3.2	2.9
EV/EBITDA	16.3	13.2	11.2	9.5	8.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心董事。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中研院产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李重阳：食品专业本科，北京大学金融学硕士，香港中文大学经济学硕士，2015 年加入招商证券。

李晓峥：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 11 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中四年第一，2015 年获新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。