



2017-04-28

公司点评报告

买入/维持

古井贡酒(000596)

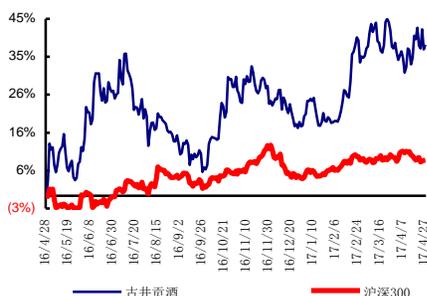
目标价: 61.5

昨收盘: 52.37

食品饮料 饮料制造

## 结构升级盈利提升，白酒新龙头稳步扩张

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 504/470  
 总市值/流通(百万元) 26,374/24,614  
 12个月最高/最低(元) 54.85/37.95

### 相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

**事件:** 公司公布 2016 年报实现收入 60.17 亿、归母净利润 8.3 亿、扣非归母净利润 7.93 亿, 同比增长 14.54%、15.94%、16.08%。EPS 为 1.65 元/股。单四季度收入 15.12 亿、归母净利润 2.47 亿, 同比增长 22%、14.99%。分红预案每 10 股派 6 元, 分红率提升至 36.42%, 为 2010 年以来最高分红率年份。2017 年一季度收入 21.73 亿、归母净利润 4.08 亿、扣非后归母净利润 3.57 亿, 同比增长 17.88%、18.53%、5.05%, EPS 0.81 元/股。

### 1、古井省内市占率位居第一，稳步提升

公司 16 年白酒业务收入 58.76 亿增长 14.8%，销量 8.16 万吨增长 13.65%。其中黄鹤楼并表期间(6~12月)收入 3.55 亿, 净利润 4222 万, 净利率 11.9%，收入全部并表、利润并表 2153 万。除去黄鹤楼并表因素古井贡自身 16 年收入、归母净利润为 55.21 亿、8.08 亿, 同比增长 8%、13%。从下表中可以看到, 古井自身品牌在安徽省内市占率位居龙头并稳步提升。

表 1: 安徽省内四家上市公司省内销售情况

	2015 年省内 销售	市占率%	2016 年省内 销售	市占率%	市占率变 化
迎驾贡	16.05	8.03%	16.69	8.35%	0.32%
口子窖	19.64	9.82%	23.14	11.57%	1.75%
古井贡	30.71	15.36%	33.126	16.56%	1.21%
金种子	12.69	6.34%	10.16	5.08%	-1.26%

资料来源: wind, 太平洋证券研究院,

备注: 古井省内销售按照 60%占比来估算, 安徽整体市场容量按照出厂口径 200 亿来估算

分区域看表现较好的华中、华北地区收入 52.86 亿、3.46 亿, 增长 19.18%、16.29%, 华南收入 3.83 亿下滑 25.94%。华中表现好和黄

鹤楼并表有关、同时也和安徽、河南等市场增长势头不错相关。

一季度少数股东权益 1115 万，倒推黄鹤楼净利润为 2276 万、并表 1161 万，如果按照 16 年 11.9% 来估算，黄鹤楼一季度收入 1.91 亿，一季度古井自身品牌（加酒店业务，16 年收入占比仅 1.4% 很低）收入报表增速为 7.5%，低于草根调研了解的情况，较符合公司一贯谨慎的原则。

## 2、一季度末预收款创历史新高彰显渠道信心

公司年末预收款 6.24 亿同比增长 2.46% 环比下降 33.97%，这个和公司连续两年在 10 月份完成全年计划、而在接下来的两个月消化渠道库存的打款节奏有关，尤其 16 年在 11 月份时对于 16 年少部分未完成任务的经销商明确发文不压货、剩余任务量相应取消用以保护渠道价格。而一季度末预收款高达 12.25 亿同比增长 23.6% 环比接近翻倍，创历史新高，其中应收票据 14.58 亿同比增长 5.88%。草根调研下来公司春节动销旺盛，预收款高企显现渠道对公司后市的信心。

## 3、产品结构升级带动毛利率快速上升，市场费用投放相应加大，净利率稳中略增

公司 16 年毛利率 74.68%、17Q1 毛利率 77.65%，分别上涨 3.41、3.3 个百分点，除了去年 4 月提高出厂价外主要还是年份原浆 5 年 8 年增速远快于幸福版带来的产品结构升级。受渠道促销费、样品酒投放费用同比增长 43%、49%，职工薪酬增长 36.7% 带动，销售费用率 16 年增长 3 个点至 33%，管理费用率下降 1 个点，期间费用率增加 2 个点，净利率 13.8% 略增 0.2 个百分点（古井自身净利率为 14.3%，同比增加 0.7 个百分点）。

## 4、盈利预测与估值

公司核心产品牢牢抓住这波安徽省内消费升级趋势，年份原浆 5 年和 8 年销售势头迅猛，迅速提升产品结构，外阜如河南市场增长较快，公司品牌力也在持续提升。此前公司提出 2018 年实现百亿收入，今年渠道端能明显感觉到公司在发力。此外经过一年的梳理期，黄鹤楼在品牌打造、产品梳理、生产升级、组织架构薪酬体系等四个方面进行改变，恢复情况也超出此前公司预期。近期公司在收购黄鹤楼一周年际提出“拿下武汉、打通湖北”的营销战略，定位黄鹤楼核心市场湖北两翼市场安徽河南、古井核心为安徽两翼为湖北河南，两者优势互补。黄鹤楼或将助推古井加速达百亿目标。我们预计今年黄鹤楼大概率超业绩承诺，古井贡也借助消费升级收入利润加速，预计 17~19 年 EPS 为 2.05、2.39、2.77 元/股，给予今年 30 倍 PE，目标价 61.5 元，维持买入评级。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,017.14	7,597.36	8,857.16	10,264.96
同比增长	14.54%	26.26%	16.58%	15.89%
净利润(百万元)	829.63	1,031.79	1,202.05	1,396.50
同比增长	15.94%	24.37%	16.50%	16.18%
摊薄每股收益(元)	1.65	2.05	2.39	2.77
PE	32	26	22	19

资料来源: Wind, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。