

强烈推荐-A (维持)

古井贡酒 000596.SZ

目标估值: 60.0 元

当前股价: 49.53 元

2017 年 04 月 30 日

解读居高不下的销售费用

基础数据

上证综指	3155
总股本 (万股)	50360
已上市流通股 (万股)	38360
总市值 (亿元)	249
流通市值 (亿元)	190
每股净资产 (MRQ)	11.9
ROE (TTM)	14.9
资产负债率	38.5%
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	-5	1	31
相对表现	-4	-2	22



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《古井贡酒 (000596) — 2016 春季糖酒会见闻系列之五》2017-03-30
- 2、《古井贡酒 (000596) — Q3 并表较少, 不改明年鸿志, 目标价 60 元!》2016-10-31
- 3、《古井贡酒 (000596) — 王者风范尽显, 现价值得买入》2016-08-29

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

李晓峥 研究助理

021-68407571  
lixiaozheng@cmschina.com.cn

公司披露年报季报, 除业绩指标受费用拖累外, 收入、毛利率及现金流等各项指标靓丽。我们认为, 公司目前处于冲击百亿目标阶段, 尚未进入业绩收获期, 预计收入增速有望维持, 但费用率短期回落较难, 期待公司百亿目标及管理层激励早日实现, 释放更大业绩弹性。预测 17-18 年 EPS2.00、2.48 元, 给予 17 年 30 倍 PE, 目标价 60 元, 维持“强烈推荐”。

- 年报符合预期, 17Q1 扣非业绩低于市场预期。公司 16 年实现收入 60.2 亿, 净利 8.3 亿, 同比增长 14.5%、15.9%, 其中 Q4 收入 15.12 亿, 净利 2.47 亿, 同比增长 22.0%、15.0%。17Q1 实现收入 21.73 亿, 净利 4.08 亿, 同比增长 17.88%、18.53%, 扣除 17Q1 取得的投资收益 0.47 亿后, 扣非归母净利润同比增长 5.3%, 收入增速尚可, 预计黄鹤楼确认收入 1.5 亿左右, 古井本部收入两位数以上, 业绩增速受费用拖累, 低于我们及市场预期。年报每 10 股派发 6 元红利, 现金分红比例 36.4%。
- 毛利率及预收款创新高, 经营性净现金明显回升。除业绩指标外, 公司得益于安徽省内一超多强的地位, 其他指标均比较靓丽。公司自去年以来, 毛利率持续回升, 16Q4 及 17Q1 分别达到 75.9%、77.7%, 这与终端调研, 年份原浆五年及以上产品占比大幅提升的情况相吻合, 公司尽享安徽省内消费升级。17Q1 销售商品收到现金 22.18 亿, 经营性净现金 6.49 亿, 分别同比增长 26.5%、36.3%, 显示公司回款强劲。一季度末预收账款 12.25 亿, 同比增长 23.6%, 创历史最高水平。
- 净利率保持平稳, 费用率继续攀升至历史最高水平。公司 16Q4 及 17Q1 净利率 16.4%、18.8%, 同比保持平稳, 同期销售费用率 29.4%、34.1%, 同比增加 5.0%、5.1%, 费用增加拖累业绩增速。从销售费用细项看, 职工薪酬、广告费及促销费增长明显, 从年报待摊费用细项看, 专卖店装修、及北京、上海、郑州体验中心确认费用近 2000 万。管理费用总额同比下降, 主要系部分税金科目从管理费用调整至营业税金科目, 也反应公司内部管理效果显著。
- 居高不下的费用率: 冲刺百亿, 尚未进入业绩收获期, 期待百亿目标及激励早日实现。从 16 年数据看, 公司目前已经大幅超越省内竞争对手, 但距离公司 14 年提出的百亿目标仍有距离, 公司尚未进入业绩收获期, 从销售费用投入细项即可看出, 公司仍然加大提升省内形象, 加大省外市场培育, 收入增速快于业绩是表, 份额扩张的战略目标是本, 预计公司省内份额将进一步提升, 但今年仍难以看到业绩增速超越收入。预计公司 18 年将实现本部百亿目标 (含税), 省内将进入收入利润目标并举, 考虑到目前公司毛利率及净利率间的剪刀差极大, 届时业绩弹性值得期待。另外我们在之前的《安徽白酒深度报告》中提到, 在消费升级背景下, 徽酒行业酝酿巨变, 若激励机制不到位, 省内龙头或将错失发展良机, 从“国资、管理层、消费者”角度看, 国企改革有助于实现三方共赢, 期待古井早日改制, 释放更大的业绩弹性。
- 开局顺利, 冲击百亿, 维持“强烈推荐-A”投资评级。公司披露年报季报, 除业绩指标受费用拖累外, 收入、毛利率及现金流等各项指标靓丽, 我们预计公司将在 18 年实现百亿目标, 届时业绩将逐步进入收获期, 高毛利低净利之间的剪刀差, 带来巨大的业绩释放空间, 期待激励机制早日到位, 带来更大业绩弹性。预测 17-18 年 EPS2.00、2.48 元, 给予 17 年 30 倍 PE, 目标价 60 元, 维持“强烈推荐”投资评级。风险提示: 省外扩张慢于预期。

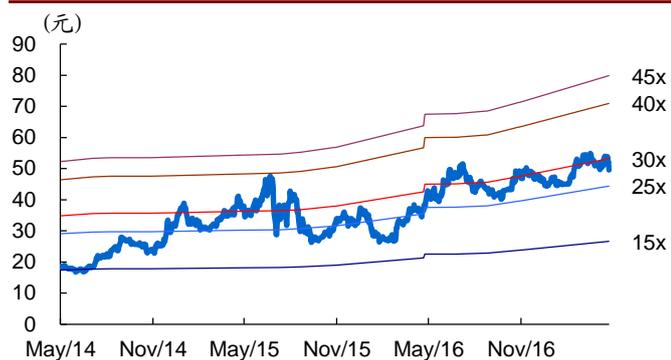
**黄鹤楼 16H2 录得 3.55 亿收入，17 年蓄势待发。**年报显示，黄鹤楼自去年 6 月份并表以来，实现收入 3.55 亿元，净利润 0.42 亿元，净利率 11.8%，黄鹤楼近期举行座谈会，被评价为洗尽铅华、蓄势待发。据草根了解，在古井入驻之前，黄鹤楼面临产品杂、库存多的情况，16 年是公司整固年，主要解决历史问题及产品重塑，全年录得 3.55 亿收入符合预期，17 年系发力元年，业绩承诺 8.05 亿（含税），一季度预计并表 1.5 亿，随着陈香新品推出及招商工作陆续铺开，全年有望超越业绩承诺目标。

**表 1、古井贡酒单季度利润表**

单位：百万元	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	2015	2016
一、营业总收入	1046	1301	1239	1843	1202	1461	1512	2173	5253	6017
二、营业总成本	953	1170	975	1417	1096	1296	1189	1698	4392	4998
其中：营业成本	327	360	321	473	308	379	364	486	1510	1524
营业税金及附加	155	190	208	287	184	227	258	362	790	956
营业费用	364	462	302	535	478	522	444	741	1558	1980
管理费用	106	165	141	125	132	168	131	121	544	557
财务费用	-3	-6	-5	-4	-6	-1	-19	-11	-20	-30
资产减值损失	4	0	8	0	0	0	12	0	11	12
三、其他经营收益	12	11	20	30	16	23	29	62	69	98
公允价值变动收益	0	0	0	0	2	-2	0	0	0	0
投资收益	12	11	20	30	14	25	29	62	69	98
四、营业利润	105	141	285	456	122	188	351	537	930	1117
加：营业外收入	3	22	13	4	4	25	8	22	45	42
减：营业外支出	1	1	7	0	5	0	3	1	9	9
五、利润总额	108	163	291	460	121	213	356	558	966	1151
减：所得税	30	43	76	116	29	59	96	139	251	300
六、净利润	78	120	215	344	93	154	260	419	716	850
减：少数股东损益	0	0	0	0	6	2	13	11	0	21
七、归属母公司净利润	78	120	215	344	87	151	247	408	716	830
EPS	0.15	0.24	0.43	0.68	0.17	0.30	0.49	0.81	1.42	1.65
<b>主要比率</b>										
毛利率	68.7%	72.3%	74.1%	74.4%	74.4%	74.0%	75.9%	77.7%	71.3%	74.7%
主营税金率	14.8%	14.6%	16.8%	15.6%	15.3%	15.5%	17.0%	16.7%	15.0%	15.9%
营业费率	34.8%	35.5%	24.4%	29.0%	39.8%	35.8%	29.4%	34.1%	29.7%	32.9%
管理费	10.1%	12.7%	11.4%	6.8%	11.0%	11.5%	8.7%	5.6%	10.4%	9.2%
营业利润率	10.1%	10.9%	23.0%	24.7%	10.2%	12.9%	23.2%	24.7%	17.7%	18.6%
实际税率	27.7%	26.2%	26.0%	25.3%	23.7%	27.7%	27.1%	25.0%	25.9%	26.1%
净利率	7.4%	9.2%	17.4%	18.7%	7.2%	10.4%	16.4%	18.8%	13.6%	13.8%
<b>YoY</b>										
收入增长率	15.9%	14.3%	10.4%	10.6%	14.9%	12.2%	22.0%	17.9%	13.0%	14.5%
营业利润增长率	10.5%	3.1%	72.5%	14.4%	16.2%	32.8%	23.3%	17.7%	20.0%	20.1%
净利润增长率	9.3%	17.1%	57.3%	13.6%	12.0%	26.0%	15.0%	18.5%	19.9%	15.9%

资料来源：公司报表

图 1: 古井贡酒历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 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) —2016 春季糖酒会见闻系列之五》2017-03-30
- 2、《古井贡酒 (000596) —Q3 并表较少, 不改明年鸿志, 目标价 60 元! 》2016-10-31
- 3、《古井贡酒 (000596) —王者风范尽显, 现价值得买入》2016-08-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4619	4705	6283	7899	9852
现金	1087	533	1455	2181	3034
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	539	534	617	747	910
应收款项	5	12	6	7	8
其它应收款	9	11	13	16	19
存货	1397	1786	1995	2291	2650
其他	1581	1828	2198	2657	3230
<b>非流动资产</b>	2564	4031	3902	3838	3783
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1691	1866	1825	1840	1853
无形资产	298	701	631	568	511
其他	575	1465	1446	1431	1419
<b>资产总计</b>	<b>7183</b>	<b>8736</b>	<b>10185</b>	<b>11737</b>	<b>13635</b>
<b>流动负债</b>	2283	2634	3072	3608	4240
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	378	341	382	439	508
预收账款	609	624	700	804	930
其他	1296	1669	1990	2364	2802
<b>长期负债</b>	67	161	161	161	161
长期借款	0	0	0	0	0
其他	67	161	161	161	161
<b>负债合计</b>	<b>2349</b>	<b>2795</b>	<b>3233</b>	<b>3769</b>	<b>4402</b>
股本	504	504	504	504	504
资本公积金	1295	1295	1295	1295	1295
留存收益	3035	3796	4751	5700	6880
少数股东权益	0	346	401	469	555
归属于母公司所有者权益	4834	5595	6550	7499	8679
<b>负债及权益合计</b>	<b>7183</b>	<b>8736</b>	<b>10185</b>	<b>11737</b>	<b>13635</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	790	1183	1016	1100	1276
净利润	716	830	1006	1250	1554
折旧摊销	214	246	278	263	255
财务费用	(2)	1	(8)	(30)	(55)
投资收益	(69)	(98)	(98)	(98)	(98)
营运资金变动	(73)	215	(209)	(358)	(470)
其它	4	(10)	47	72	89
<b>投资活动现金流</b>	(331)	(1541)	(150)	(200)	(200)
资本支出	(238)	(173)	(150)	(200)	(200)
其他投资	(94)	(1368)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(101)	(155)	55	(174)	(223)
借款变动	(95)	(231)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(101)	(50)	(50)	(302)	(375)
其他	95	126	106	128	152
<b>现金净增加额</b>	<b>358</b>	<b>(513)</b>	<b>922</b>	<b>726</b>	<b>854</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5253	6017	7256	8789	10702
营业成本	1510	1524	1709	1963	2271
营业税金及附加	790	956	1153	1396	1700
营业费用	1558	1980	2424	2936	3629
管理费用	544	557	664	848	1033
财务费用	(20)	(30)	(8)	(30)	(55)
资产减值损失	11	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	69	98	98	98	98
<b>营业利润</b>	930	1117	1412	1773	2222
营业外收入	45	42	42	42	42
营业外支出	9	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	966	1151	1445	1807	2255
所得税	251	300	384	488	616
<b>净利润</b>	716	850	1061	1319	1640
少数股东损益	0	21	55	69	85
<b>归属于母公司净利润</b>	716	830	1006	1250	1554
<b>EPS (元)</b>	1.42	1.65	2.00	2.48	3.09

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	13%	15%	21%	21%	22%
营业利润	20%	20%	26%	26%	25%
净利润	20%	16%	21%	24%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	71.3%	74.7%	76.4%	77.7%	78.8%
净利率	13.6%	13.8%	13.9%	14.2%	14.5%
ROE	14.8%	14.8%	15.4%	16.7%	17.9%
ROIC	13.6%	13.1%	14.4%	15.6%	16.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.7%	32.0%	31.7%	32.1%	32.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.8	2.0	2.2	2.3
速动比率	1.4	1.1	1.4	1.6	1.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	1131.2	698.2	808.6	1404.4	1407.7
应付帐款周转率	3.9	4.2	4.7	4.8	4.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.42	1.65	2.00	2.48	3.09
每股经营现金	1.57	2.35	2.02	2.18	2.53
每股净资产	9.60	11.11	13.01	14.89	17.23
每股股利	0.10	0.10	0.60	0.74	0.93
<b>估值比率</b>					
PE	34.9	30.1	24.8	19.9	16.0
PB	5.2	4.5	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA					

## 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，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，8 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 在中研院产业研究所负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

**李晓峰**：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 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富最佳分析师第一名。

## 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。