

2020年12月31日

收购明光酒业，提升品类多元

古井贡酒(000596)

评级:	买入	股票代码:	000596
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	283.38/99.01
目标价格:		总市值(亿)	1,369.79
最新收盘价:	272	自由流通市值(亿)	1,043.39
		自由流通股数(百万)	383.60

事件概述

古井贡酒12月30日晚间披露，公司当日召开董事会审议并通过关于收购安徽明光酒业有限公司60%股权的议案。全体董事一致同意公司以自有资金20020万元收购安徽明光酒业有限公司60%的股权，并授权公司管理层开展与本次收购有关的协议签署、股权交割、支付收购款项等相关工作。

分析判断:

古井贡酒收购明光酒业，市场上对此事件的评价有一定差异。要看懂古井贡酒收购明光酒的意图，要从两个维度去理解这一事件。

▶ 外部环境看行业变局——酱酒的崛起引发古井反思

目前来看，我们认为酱酒的崛起肯定不是一阵风潮，酱酒极有可能会成为行业未来10年、20年甚至更长时间内的关键词之一。之所以这么说，是因为在部分消费者看来，同样价位的白酒产品，酱香型白酒的饮后体感更为舒适，更没有负担。所以消费者会慢慢倾向于选择酱香酒，进而对传统浓香型酒企产生冲击。

古井作为重要的浓香型白酒企业之一，相信对一点感触更深，虽然酱酒目前在安徽规模还不小、风潮也还不够热烈，但趋势上讲，酱酒给消费者的体验提升以及对浓香白酒的挑战，会持续加强。

▶ 内部发展做判断趋势——未来行业不会单香型独大，很可能多元化才是最终稳态

如果酱酒的趋势不可阻挡，那古井应对的方式是什么？目前来看，企业做了两件事情，去升级战略：

一是品类多元化。据古井集团董事长梁金辉在12月11日股东大会上发言表示：未来消费者的需求一定是多样化的，公司当初收购黄鹤楼，就有多元化的考量在里面。而明光酒的酿造原料采用了绿豆，在90年代就曾经风靡全安徽。一方水土养一方人，明光酒的这种特色化当初能够被市场高度认可，就说明其有着自己独特的价值。古井的收购，相信会在未来实现对其价值的更大程度释放。

二是打造古香型。新推出的年三十，也是差异化香型——烤麦香，古井将其定义为古香型。我们判断，未来随着该香型产能的稳定，古井会把古香型做更大范围的推广，并逐渐成为古井的一种特色。

综合来看，古井未来会逐渐丰富品类的多元性，同时提升自己的品牌特色化、香型品类化，从而更好的适应白酒行业未来的竞争。

投资建议

收购明光酒短期不会给古井带来重大改变，企业的主要逻辑还是围绕年份原浆进行持续增长。在完成从献礼到古5、再到古8、古20的持续升级以后，企业进一步推出年三十去进驻千元价位，持续提升竞争格局。而企业持续推进的多元化布局、自身品类化等举措，则为企业的战略远点打开更多想象空间。对于兼顾短、中、长期发展的古井贡酒，我们继续看好其长期可持续发展的确定性。预计公司2020/2021/2022年的营收增速分别为7.6%/21.1%/17.8%，归母净利润增速分别为0.7%/26.6%/20.8%，对应PE分别为65.11/51.43/42.57倍。维持盈利预测不变，继续维持买入评级。

风险提示

①疫情出现反复；②安徽购买力出现大幅度下降；③酱酒发展超预期；④公司人事变动；⑤食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,686	10,417	11,207	13,568	15,977
YoY (%)	24.7%	19.9%	7.6%	21.1%	17.8%
归母净利润(百万元)	1,695	2,098	2,111	2,673	3,230
YoY (%)	47.6%	23.7%	0.7%	26.6%	20.8%
毛利率 (%)	77.8%	76.7%	75.6%	77.5%	78.0%
每股收益 (元)	3.37	4.17	4.19	5.31	6.41
ROE	22.3%	23.5%	20.5%	22.3%	22.9%
市盈率	81.10	65.55	65.11	51.43	42.57

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

联系人: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

联系人: 郭辉

邮箱: guohui@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

联系人: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

联系人: 刘来珍

邮箱: liulz@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,417	11,207	13,568	15,977	净利润	2,158	2,173	2,749	3,322
YoY (%)	19.9%	7.6%	21.1%	17.8%	折旧和摊销	263	586	307	364
营业成本	2,426	2,729	3,053	3,515	营运资金变动	-2,140	126	111	182
营业税金及附加	1,593	1,730	2,056	2,444	经营活动现金流	192	2,663	2,923	3,592
销售费用	3,185	3,413	4,273	4,988	资本开支	-408	-1,533	-636	-771
管理费用	685	808	954	1,122	投资	2,953	0	0	0
财务费用	-98	-152	-179	-208	投资活动现金流	2,672	-1,342	-427	-534
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	126	191	209	238	债务募资	0	0	0	0
营业利润	2,823	2,905	3,670	4,425	筹资活动现金流	-755	-755	-1,007	-1,108
营业外收支	49	30	34	38	现金净流量	2,109	566	1,489	1,950
利润总额	2,873	2,935	3,704	4,462					
所得税	715	762	955	1,140	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,158	2,173	2,749	3,322	成长能力				
归属于母公司净利润	2,098	2,111	2,673	3,230	营业收入增长率	19.9%	7.6%	21.1%	17.8%
YoY (%)	23.7%	0.7%	26.6%	20.8%	净利润增长率	23.7%	0.7%	26.6%	20.8%
每股收益	4.17	4.19	5.31	6.41	盈利能力				
					毛利率	76.7%	75.6%	77.5%	78.0%
					净利率	20.7%	19.4%	20.3%	20.8%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	15.1%	13.2%	14.5%	15.0%
货币资金	5,620	6,186	7,675	9,626	净资产收益率 ROE	23.5%	20.5%	22.3%	22.9%
预付款项	197	183	247	269	偿债能力				
存货	3,015	3,242	3,420	3,938	流动比率	2.48	2.36	2.44	2.52
其他流动资产	1,694	2,032	2,397	2,536	速动比率	1.72	1.67	1.79	1.87
流动资产合计	10,526	11,644	13,739	16,369	现金比率	1.32	1.26	1.36	1.48
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	32.0%	32.0%	31.7%	31.1%
固定资产	1,723	2,298	2,463	2,696	经营效率				
无形资产	786	1,048	1,166	1,308	总资产周转率	0.75	0.70	0.74	0.74
非流动资产合计	3,345	4,322	4,685	5,131	每股指标 (元)				
资产合计	13,871	15,965	18,424	21,499	每股收益	4.17	4.19	5.31	6.41
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	17.76	20.45	23.76	27.97
应付账款及票据	1,267	1,220	1,426	1,683	每股经营现金流	0.38	5.29	5.80	7.13
其他流动负债	2,980	3,704	4,215	4,819	每股股利	0.00	1.50	2.00	2.20
流动负债合计	4,247	4,924	5,641	6,502	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	65.55	65.11	51.43	42.57
其他长期负债	192	192	192	192	PB	7.65	13.35	11.49	9.76
非流动负债合计	192	192	192	192					
负债合计	4,439	5,115	5,833	6,694					
股本	504	504	504	504					
少数股东权益	488	550	625	718					
股东权益合计	9,432	10,850	12,591	14,806					
负债和股东权益合计	13,871	15,965	18,424	21,499					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：

华西证券食品饮料高级分析师，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：

华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：

华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：

华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。