

古井贡酒 (000596.SZ)

收入环比改善，龙头地位稳固

事件: 公司发布 2020 年半年报, 2020H1 营业总收入 55.20 亿元, 同降 7.8%; 归母净利润 10.25 亿元, 同降 17.9%; 2020Q2 营业总收入 22.38 亿元, 同降 3.5%; 归母净利润 3.88 亿元, 同降 16.5%, 收入基本符合市场预期。此外, 黄鹤楼酒业因疫情影响 H1 承压, 实现收入 1.81 亿元, 同降 60.4%, 亏损 3570 万元, 剔除黄鹤楼影响, 古井本身发展态势良好, H1 实现收入 53.38 亿元, 同比小幅下降 3.5%。2020H1 销售商品收到的现金为 63.37 亿元, 同增 18.4%。

Q2 收入环比改善, 高端低端两头提速。根据渠道调研, 疫情后公司省内呈现两头增长的趋势, 古 16/20 环比提速, 古 8 增势有所放缓, 主要系疫情后经济形势不乐观, 定位 200 元价格带的古 8 作为大流通产品动销承压, 古 16/20 主要定位商务宴请和礼品, 直接受益于商务消费的复苏。省外来看, 公司江苏、河北、浙江等低基数市场聚焦宴席和团购渠道, 古 8 及以上产品保持良好的放量态势, 渠道反馈今年江苏市场进度良好, 全年目标 10 亿规模。此外, 公司疫情后保持渠道良性健康, 严控价盘稳定, 渠道适度减压, Q2 实现回款 19.21 亿元, 同降 7.2%, Q2 末合同负债为 7.27 亿元, 环降 8.06 亿元。

薪酬调整和税费季节波动影响净利增速。公司 H1 毛利率 76.2%, 同比下降 0.5pct, 其中 Q2 毛利率 74.6%, 同比提升 0.2pct, 主要系 Q2 商务宴请恢复后, 产品结构提升拉动; 费用率方面, 公司 H1 销售费用率 29.3%, 同比下降 1.4pcts, Q2 销售费用率 28.1%, 同比下降 0.9pct, 销售费用投放后置, H1/Q2 管理费用率分别为 7.2%/9.0%, 同比分别提升 2.1/2.5pcts, 主要系公司实行工资薪酬调整, 为员工购买企业年金所致。此外, 公司 H1 营业税金率 16.1%, 同比提升 1.6pcts, 对净利率也有所拖累。综合来看, 公司 20H1 净利率 18.2%, 同比下降 3.1pcts, 其中 Q2 净利率 16.8%, 同比下降 3.9pcts, 疫情影响下盈利能力短期触底。

后续有望逐季提速, 中长期结构升级和全国化逻辑未变。疫情影响下, 公司进一步提升产品结构, 巩固大本营市场, H1 表现优于省内竞品, 龙头地位稳固; 省外加强招商, 优化经销商开发政策, 全国化步伐并未停歇。当前终端动销已恢复正常, 宴席市场需求较旺, 经销商库存处于相对低位, 预计下半年收入端有望逐季改善, 实现年初制定的收入 116 亿元, 利润总额 29.9 亿元的目标概率较大。公司中长期逻辑未改, 省内龙头地位稳固, 造血功能持续强化, 省外积极推动产品结构升级, 招商质量和广度均有提升, 看好产品高端化和市场全国化继续带动品牌势能稳步释放。

盈利预测及投资建议: 维持 2020-2022 年公司 EPS 预测: 4.62/5.51/6.72 元, 对应目前股价的市盈率分别为 59/49/40x, 看好公司中高端产品的放量和中长期的业绩弹性释放, 上调目标价至 300 元, 对应 2021 年 55 倍市盈率, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响不确定性; 高端产品推广不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,686	10,417	11,590	13,017	15,517
增长率 yoy (%)	24.7	19.9	11.3	12.3	19.2
归母净利润 (百万元)	1,695	2,098	2,326	2,773	3,387
增长率 yoy (%)	47.6	23.7	10.9	19.2	22.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.37	4.17	4.62	5.51	6.72
净资产收益率 (%)	21.7	22.9	20.2	19.4	19.5
P/E (倍)	80.2	64.9	58.5	49.0	40.2
P/B (倍)	17.9	15.2	12.1	9.7	7.9

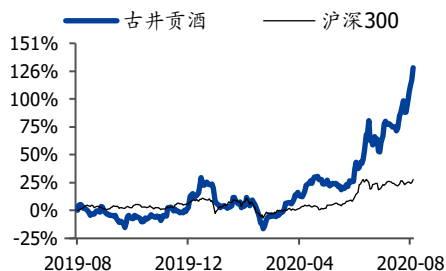
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
最新收盘价	270.11
总市值(百万元)	136,027.40
总股本(百万股)	503.60
其中自由流通股(%)	76.17
30 日日均成交量(百万股)	1.63

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号: S0680520080003

邮箱: yangchuanxin@gszq.com

相关研究

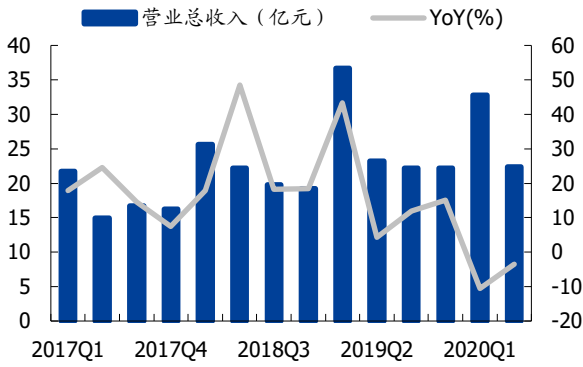
- 1、《古井贡酒 (000596.SZ): 营收跨过百亿, 全年目标彰显发展信心》2020-04-26
- 2、《古井贡酒 (000596.SZ): 稳扎稳打, 步步为营, 期待再上台阶》2019-11-29

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9029	10526	13070	16175	19834	营业收入	8686	10417	11590	13017	15517
现金	1706	5620	7887	10205	12835	营业成本	1932	2426	2527	2827	3331
应收票据及应收账款	1377	1045	1650	1377	2231	营业税金及附加	1279	1593	1770	1977	2364
其他应收款	43	26	51	35	68	营业费用	2683	3185	3593	3840	4500
预付账款	183	197	225	250	317	管理费用	645	685	811	911	1086
存货	2407	3015	2632	3685	3760	研发费用	24	42	58	65	78
其他流动资产	3313	623	623	623	623	财务费用	-52	-98	-175	-240	-308
非流动资产	3481	3345	3516	3718	4080	资产减值损失	13	-1	1	20	12
长期投资	5	5	4	4	4	其他收益	36	98	42	52	57
固定资产	1764	1723	1885	2055	2399	公允价值变动收益	-0	18	0	0	0
无形资产	742	786	860	951	984	投资净收益	148	126	138	136	135
其他非流动资产	970	832	767	707	693	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	12510	13871	16586	19893	23914	营业利润	2347	2823	3185	3806	4648
流动负债	4301	4247	4571	5025	5879	营业外收入	35	58	50	53	52
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	13	8	4	4	4
应付票据及应付账款	834	1267	921	1527	1358	利润总额	2369	2873	3231	3854	4695
其他流动负债	3467	2980	3650	3498	4520	所得税	628	715	840	1001	1213
非流动负债	179	192	192	192	192	净利润	1741	2158	2391	2853	3482
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	46	60	65	80	95
其他非流动负债	179	192	192	192	192	归属母公司净利润	1695	2098	2326	2773	3387
负债合计	4480	4439	4763	5216	6071	EBITDA	2553	2967	3250	3840	4624
少数股东权益	428	488	553	633	729	EPS (元)	3.37	4.17	4.62	5.51	6.72
股本	504	504	504	504	504						
资本公积	1295	1295	1295	1295	1295						
留存收益	5798	7145	8819	10828	13403						
归属母公司股东权益	7602	8944	11270	14043	17115						
负债和股东权益	12510	13871	16586	19893	23914						
现金流量表 (百万元)						主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1441	192	2347	2399	3138	成长能力					
净利润	1741	2158	2391	2853	3482	营业收入(%)	24.7	19.9	11.3	12.3	19.2
折旧摊销	235	263	221	256	274	营业利润(%)	47.2	20.3	12.8	19.5	22.1
财务费用	-52	-98	-175	-240	-308	归属于母公司净利润(%)	47.6	23.7	10.9	19.2	22.1
投资损失	-148	-126	-138	-136	-135	获利能力					
营运资金变动	-14	-335	48	-334	-175	毛利率(%)	77.8	76.7	78.2	78.3	78.5
其他经营现金流	-322	-1669	0	-0	-0	净利率(%)	19.5	20.1	20.1	21.3	21.8
投资活动现金流	-1126	2672	-254	-322	-501	ROE(%)	21.7	22.9	20.2	19.4	19.5
资本支出	307	412	171	202	362	ROIC(%)	22.2	22.5	19.8	18.8	18.8
长期投资	-957	2953	0	0	0	偿债能力					
其他投资现金流	-1776	6038	-83	-120	-138	资产负债率(%)	35.8	32.0	28.7	26.2	25.4
筹资活动现金流	-504	-755	175	240	-6	净负债比率(%)	-20.3	-58.8	-66.1	-69.0	-71.5
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	2.1	2.5	2.9	3.2	3.4
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	0.7	1.7	2.2	2.4	2.7
普通股增加	0	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
其他筹资现金流	-504	-755	175	240	-6	应收账款周转率	8.2	8.6	8.6	8.6	8.6
现金净增加额	-189	2109	2268	2317	2630	应付账款周转率	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	3.37	4.17	4.62	5.51	6.72
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.86	0.38	4.66	4.76	6.23
						每股净资产(最新摊薄)	15.10	17.76	22.38	27.89	33.99
						估值比率					
						P/E	80.2	64.9	58.5	49.0	40.2
						P/B	17.9	15.2	12.1	9.7	7.9
						EV/EBITDA	52.8	44.0	39.5	32.8	26.7

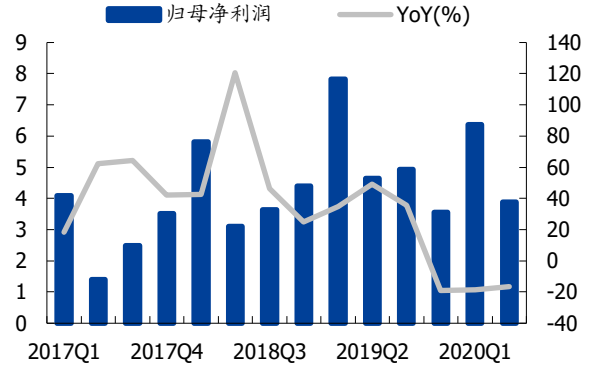
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 古井贡酒单季度收入及增速 (%)



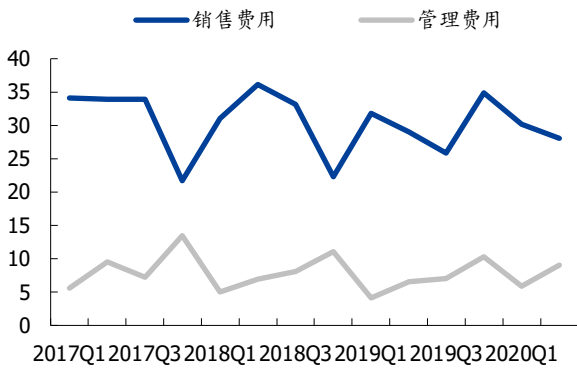
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: 古井贡酒单季度归母净利润及增速



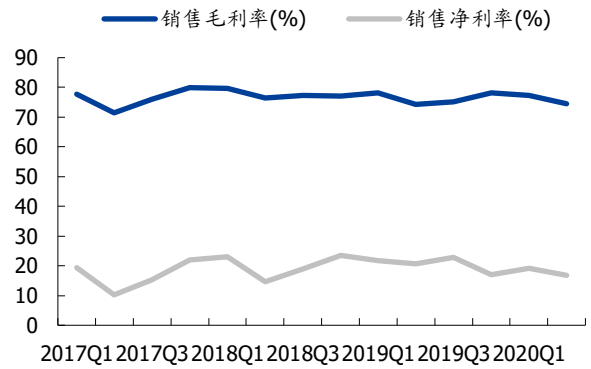
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 3: 古井贡酒单季度销售及管理费用率



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 4: 古井贡酒单季度毛利率及净利率



资料来源: wind、国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com