点评报告

行业公司研究—食品饮料—

证券研究报告

古井贡酒（000596） 报告日期：2020 年 08 月 29 日

2020Q2 收入环比改善，下半年业绩有望回升

——古井贡酒业绩点评

分析师：邱冠华 执业证书编号：S1230520010003
联系人：杨骥、张潇倩
qiuguanhua@stocke.com.cn；

评级	增持
上次评级	增持
当前价格	270.11

单季度业绩	元/股
2Q/2019	0.98
3Q/2019	0.71
1Q/2020	1.26
2Q/2020	0.77

公司简介

古井贡酒是安徽省龙头酒企业，其中年份原浆系列占比超 80%。

相关报告

《古井贡酒跟踪报告：年份原浆全线提价，坚定迈向双百亿》（20200714）
《今世缘深度报告：省外扩张或超预期，品牌势能持续释放》（20200810）
《贵州茅台业绩点评：1499 元指导价为观测核心，坚定渠道转型不动摇》（20200728）
《五粮液：计划量调整政策出台，量价有望持续上行》（20200630）
《五粮液："二次创业"结硕果，纵深改革上层楼》（20200512）

报告撰写人：邱冠华
联系人：杨骥、张潇倩

事件

公司发布 2020 年中报，公司 2020H1 实现收入 55.2 亿元、归母净利润 10.25 亿元，分别同比下降 7.82%、17.89%，其中 2020Q2 公司收入及归母净利润分别为 22.38、3.88 亿元，分别同比下降 3.51%、16.51%。

点评

❑ 黄鹤楼拖累报表，2020H1 业绩符合预期，

分业务来看：2020H1 年公司白酒、酒店收入分别同比下降 7.56%、45.78%至 54.33、0.22 亿元，白酒收入下降原因为：1）黄鹤楼酒业由于受疫情影响严重，2020H1 收入同比下降 60.39%至 1.81 亿元；2）受疫情影响，献礼版、古 5、古 8 等 100-300 元价位产品收入预计承压，而古 16、古 20 库存压力较小主因公司采取配额制和控货行为。在疫情爆发后，公司通过强调保障价格体系稳定；延长协议资金归还时间、免除部分小额贷款利息等举措来减缓经销商现金流压力等方式保证业绩稳健发展；**利润方面：**2020H1 公司毛利率和去年基本持平，净利润下降幅度大于收入主因产品结构整体下移。2020H1 公司期间费用率下降 0.43 个百分点至 35.52%，其中销售费用率及管理费用率分别变动-1.43、+2.16 个百分点至 29.31%、7.45%；合同负债方面：2020H1 末公司合同负债为 7.27 亿元，环比下降明显；现金流方面：2020H1 公司经营性现金流净额同比提升 124.78%至 23.42 亿元，主因票据贴现回款增加所致。

❑ 宴席市场逐步恢复，收入端降幅缩窄明显

2020Q1 公司收入及净利润分别为 22.4、3.9 亿元，分别较去年同期变动-3.5%、-16.5%，二季度宴席市场恢复情况良好，收入降幅缩窄明显；公司针对宴席市场疫后将出现的补偿性消费做准备使得销售费用率与去年同期基本持平，公司有望在下半年中抢抓补偿性消费，回补上半年损失的量，另外，提价效应亦将增厚公司下半年业绩。

❑ 品牌力和次高端有望不断提升，坚定迈向双百亿

公司突破千亿市值，除了高端酒和泛全国化品牌外，新的一轮周期下，"百亿销售、千亿市值"会成为区域酒厂成长路径上的参考标杆。短期看，公司安内攘外路线清晰，份额结构稳步提升：产品端，目前古 8 及以上产品占比约 30%，产品结构持续升级有望增厚利润；渠道端，公司抓动销、去库存、深渠道、稳价格，省内：古井贡酒在安徽市占率不到 30%，但已掌握竞争主动权，省内发展空间较大；省外招商速度及质量不断增长，全国化稳步推进；公司加快数字化建设以进行前瞻性布局。长期看，品牌力为公司是否能站稳次高端价位带的重要因素，公司将通

过提前布局千元价格带产品以拉高品牌势能，发力高端及次高端以进一步抢占市场份额。

- **盈利预测及估值**

预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 4.6、5.5、6.6 元/股；对应 PE 分别为 58.5、49.4、41.2 倍。考虑到公司长期逻辑不改，给予增持评级。

- **风险提示：**1、宏观经济下行；2、疫情影响超预期。

财务摘要

（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	10417	11647	13643	15849
(+/-)	19.93%	11.81%	17.14%	16.17%
净利润	2101	2327	2753	3302
(+/-)	23.93%	10.77%	18.31%	19.91%
每股收益（元）	4.17	4.62	5.47	6.56
P/E	64.75	58.45	49.40	41.20

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10526.5	7488.3	8409.5	9961.0
现金	5619.7	582.4	682.2	2052.3
交易性金融资产	509.0	169.9	226.5	301.8
应收账项	1045.0	1438.0	1769.5	1901.6
其它应收款	23.8	25.7	30.1	35.4
预付账款	197.5	179.8	242.2	258.7
存货	3015.1	3345.9	3725.6	4212.4
其他	116.3	1746.6	1733.5	1198.8
非流动资产	3344.8	12844.6	12013.0	11325.6
金额资产类	0.0	241.2	149.2	130.1
长期投资	4.7	3.2	4.3	4.0
固定资产	1722.6	10923.4	10273.8	9616.7
无形资产	785.7	792.2	809.3	821.9
在建工程	184.0	147.2	117.8	94.2
其他	647.9	737.4	658.7	658.7
资产总计	13871.3	20332.9	20422.5	21286.6
流动负债	4247.5	9209.9	7519.8	6270.5
短期借款	0.0	4189.6	1774.9	0.0
应付款项	1267.2	1198.4	1396.9	1619.3
预收账款	529.9	991.4	1220.1	1190.9
其他	2450.5	2830.5	3128.0	3460.4
非流动负债	191.7	178.2	183.1	184.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	191.7	178.2	183.1	184.3
负债合计	4439.1	9388.1	7702.9	6454.8
少数股东权益	488.0	554.8	633.8	728.5
归属母公司股东权	8944.1	10390.0	12085.8	14103.2
负债和股东权益	13871.3	20332.9	20422.5	21286.6

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	192.4	1028.6	3321.1	4158.6
净利润	2161.2	2393.9	2832.3	3396.4
折旧摊销	262.9	459.3	729.1	733.4
财务费用	(97.6)	(141.8)	(190.4)	(206.1)
投资损失	(126.4)	(126.4)	(126.4)	(126.4)
营运资金变动	3152.8	(1112.5)	398.8	864.6
其它	(5160.4)	(444.0)	(322.3)	(503.2)
投资活动现金流	2672.1	(9516.0)	60.6	64.5
资本支出	(49.2)	(9572.0)	0.0	0.0
长期投资	206.9	(240.0)	91.0	19.3
其他	2514.5	296.0	(30.4)	45.2
筹资活动现金流	(755.4)	3450.1	(3281.9)	(2852.9)
短期借款	0.0	4189.6	(2414.7)	(1774.9)
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(755.4)	(739.5)	(867.2)	(1078.0)
现金净增加额	2109.2	(5037.4)	99.8	1370.2

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10417.0	11647.4	13643.4	15849.2
营业成本	2426.0	2680.0	2990.6	3381.6
营业税金及附加	1592.9	1781.1	2086.3	2423.6
营业费用	3184.9	3561.1	4297.7	4913.2
管理费用	685.3	827.0	927.8	1046.0
研发费用	42.4	47.4	55.5	64.5
财务费用	(97.6)	(141.8)	(190.4)	(206.1)
资产减值损失	(1.2)	(1.4)	(1.6)	(1.9)
公允价值变动损益	17.6	17.6	17.6	17.6
投资净收益	126.4	126.4	126.4	126.4
其他经营收益	98.5	98.5	98.5	98.5
营业利润	2826.8	3136.6	3720.0	4470.7
营业外收支	49.4	49.4	49.4	49.4
利润总额	2876.2	3186.0	3769.4	4520.1
所得税	715.0	792.1	937.1	1123.7
净利润	2161.2	2393.9	2832.3	3396.4
少数股东损益	60.3	66.8	79.0	94.7
归属母公司净利润	2100.9	2327.2	2753.3	3301.7
EBITDA	3054.8	3703.5	4638.1	5277.3
EPS（最新摊薄）	4.2	4.6	5.5	6.6

主要财务比率

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	19.9%	11.8%	17.1%	16.2%
营业利润增长率	20.5%	11.0%	18.6%	20.2%
归属于母公司净利润	23.9%	10.8%	18.3%	19.9%
获利能力				
毛利率	76.7%	77.0%	78.1%	78.7%
净利率	20.7%	20.6%	20.8%	21.4%
ROE	24.1%	22.8%	23.3%	24.0%
ROIC	23.5%	16.7%	21.2%	24.2%
偿债能力				
资产负债率	32.0%	46.2%	37.7%	30.3%
净负债比率	0.0%	44.6%	23.0%	0.0%
流动比率	2.5	0.8	1.1	1.6
速动比率	1.8	0.4	0.6	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	295.4	284.8	301.8	294.1
应付账款周转率	4.6	4.4	4.3	4.4
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	4.2	4.6	5.5	6.6
每股经营现金流(最	0.4	2.0	6.6	8.3
每股净资产(最新摊	17.8	20.6	24.0	28.0
估值比率				
P/E	64.7	58.5	49.4	41.2
P/B	15.2	13.1	11.3	9.6
EV/EBITDA	17.7	37.8	29.7	25.5

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 ＋20%以上；
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 ＋10%～＋20%；
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%之间波动；
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现－10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现＋10%以上；
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%以上；
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层
邮政编码：200127
电话：(8621)80108518
传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn