开源证券

古井贡酒（000596.SZ）

2020 年 10 月 29 日

旺季表现不负期待，全力追赶年初预定目标

——公司信息更新报告

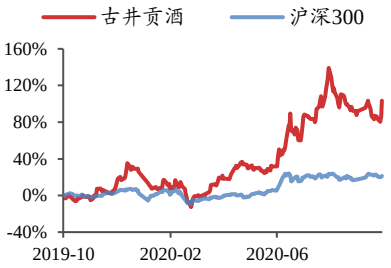
投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

日期	2020/10/28
当前股价(元)	229.60
一年最高最低(元)	277.58/99.01
总市值(亿元)	1,156.27
流通市值(亿元)	880.75
总股本(亿股)	5.04
流通股本(亿股)	3.84
近 3 个月换手率(%)	35.72

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-紧抓升级机遇，加速省外扩张》-2020.9.6

● 公司营销管理水平突出，成长路径清晰，后期恢复弹性大，维持“增持”评级

公司前三季度实现营收 80.7 亿元，同比-1.6%，归母净利 15.4 亿元，同比-11.7%，扣非归母净利 15.0 亿元，同比-6.8%；其中 2020Q3 收入 25.5 亿元，同比+15.1%，归母净利 5.1 亿元，同比+3.9%，扣非归母净利 4.9 亿元，同比+11.0%。往长期看，公司作为八大名酒之一，营销管理水平突出，省内产品持续升级增长空间充足，省外扩张趋势持续，成长路径清晰。展望四季度至 2021 年，随着省内和湖北需求回暖，恢复弹性较大，由于销售费用提升较多，我们略微下调盈利预测，2020-2022 年公司 EPS 分别为 4.45 元（-0.12）、5.35 元（-0.23）、6.30 元（-0.35），目前股价对应 PE 为 52/43/36 倍，维持“增持”评级。

● 三季度收入快速恢复，省内旺季表现更佳

分地区来看，黄鹤楼占比较大，预计三季度仍然下滑，省内增速高于整体，体现了古井在省内超强的渠道掌控力。三季度宴席动销比较旺盛，礼品酒市场有部分恢复，古 8 及以上产品增长明显，贡献主要增量，古 5 稳定增长，献礼压力较大。

● 降预收款环比提升，回款进度慢于 2019 年同期

三季度末预收款环比增加 1.2 亿元，实际回款进度高于报表收入确认值，省外市场受冲击较大，预收款增加值与同期相比下降 2.5 亿元，说明 2020 年回款进度慢于 2019 年同期。

● 销售费用率季度上涨明显，净利率短期承压

2020Q3 毛利率 75.5%，同比提升 0.3pct，营业税金比率 15.8%，同比提升 0.4pct，管理费用率 6.7%，同比下降 0.3pct,销售费用率 29.4%，同比提升 3.6pct，推测是由于三季度抢占消费恢复、加大宴席等市场费用投放所致，销售费用率单季度提升较快导致净利率同比下降 1.1pct 至 20.1%。展望 2021 年，产品结构升级持续，需求稳定后市场投入力度将环比减弱，公司净利率提升是长期趋势。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,686	10,417	11,270	12,799	14,486
YOY(%)	24.7	19.9	8.2	13.6	13.2
归母净利润(百万元)	1,695	2,098	2,240	2,696	3,174
YOY(%)	47.6	23.7	6.8	20.3	17.7
毛利率(%)	77.8	76.7	77.3	77.8	78.1
净利率(%)	19.5	20.1	19.9	21.1	21.9
ROE(%)	21.7	22.9	21.0	20.9	20.4
EPS(摊薄/元)	3.37	4.17	4.45	5.35	6.30
P/E(倍)	68.2	55.1	51.6	42.9	36.4
P/B(倍)	15.2	12.9	11.1	9.1	7.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9029	10526	12402	14782	17849
现金	1706	5620	7226	8822	11465
应收票据及应收账款	1377	1045	1575	1400	1968
其他应收款	43	26	49	36	60
预付账款	183	197	214	253	275
存货	2407	3015	2714	3647	3457
其他流动资产	3313	623	623	623	623
非流动资产	3481	3345	3435	3669	3854
长期投资	5	5	4	4	4
固定资产	1764	1723	1808	2008	2181
无形资产	742	786	860	951	984
其他非流动资产	970	832	764	706	684
资产总计	12510	13871	15837	18450	21702
流动负债	4301	4247	4665	4980	5527
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	834	1267	953	1512	1241
其他流动负债	3467	2980	3712	3468	4286
非流动负债	179	192	192	192	192
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	179	192	192	192	192
负债合计	4480	4439	4857	5172	5718
少数股东权益	428	488	551	627	717
股本	504	504	504	504	504
资本公积	1295	1295	1295	1295	1295
留存收益	5798	7145	8675	10369	12348
归属母公司股东权益	7602	8944	10429	12651	15267
负债和股东权益	12510	13871	15837	18450	21702

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1441	192	2363	2189	3238
净利润	1741	2158	2303	2772	3263
折旧摊销	235	263	218	250	261
财务费用	-52	-98	-171	-218	-266
投资损失	-148	-126	-131	-140	-137
营运资金变动	-14	-335	149	-470	123
其他经营现金流	-322	-1669	-4	-5	-7
投资活动现金流	-1126	2672	-172	-338	-302
资本支出	307	412	91	234	185
长期投资	-957	2953	0	0	0
其他投资现金流	-1776	6038	-81	-104	-117
筹资活动现金流	-504	-755	-584	-256	-292
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-504	-755	-584	-256	-292
现金净增加额	-189	2109	1606	1595	2644

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8686	10417	11270	12799	14486
营业成本	1932	2426	2563	2846	3178
营业税金及附加	1279	1593	1723	1957	2215
营业费用	2683	3185	3719	4096	4491
管理费用	645	685	563	640	724
研发费用	24	42	19	27	39
财务费用	-52	-98	-171	-218	-266
资产减值损失	13	-1	0	0	0
其他收益	36	98	42	52	57
公允价值变动收益	-0	18	4	5	7
投资净收益	148	126	131	140	137
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	2347	2823	3031	3648	4305
营业外收入	35	58	47	52	49
营业外支出	13	8	11	10	10
利润总额	2369	2873	3066	3691	4345
所得税	628	715	763	919	1081
净利润	1741	2158	2303	2772	3263
少数股东损益	46	60	63	76	90
归母净利润	1695	2098	2240	2696	3174
EBITDA	2553	2967	3091	3700	4301
EPS(元)	3.37	4.17	4.45	5.35	6.30

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	24.7	19.9	8.2	13.6	13.2
营业利润(%)	47.2	20.3	7.3	20.4	18.0
归属于母公司净利润(%)	47.6	23.7	6.8	20.3	17.7
获利能力					
毛利率(%)	77.8	76.7	77.3	77.8	78.1
净利率(%)	19.5	20.1	19.9	21.1	21.9
ROE(%)	21.7	22.9	21.0	20.9	20.4
ROIC(%)	22.2	22.5	20.6	20.4	19.8
偿债能力					
资产负债率(%)	35.8	32.0	30.7	28.0	26.3
净负债比率(%)	-20.3	-58.8	-65.2	-65.9	-71.3
流动比率	2.1	2.5	2.7	3.0	3.2
速动比率	0.7	1.7	2.0	2.2	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	8.2	8.6	8.6	8.6	8.6
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	4.45	5.35	6.30
每股经营现金流(最新摊薄)	2.86	0.38	4.69	4.35	6.43
每股净资产(最新摊薄)	15.10	17.76	20.71	25.12	30.31
估值比率					
P/E	68.2	55.1	51.6	42.9	36.4
P/B	15.2	12.9	11.1	9.1	7.6
EV/EBITDA	44.8	37.1	35.1	28.9	24.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn