古井贡酒（000596.SZ） 食品饮料/饮料制造

新时代证券 New Times Securities

业绩环比改善，关注省外板块成长

公司点评

● 业绩环比改善，经营性现金流表现良好

公司公布 2020 年中报，实现营收 55.20 亿元/-7.82%；归母净利润 10.25 亿元/-17.89%。其中，2020Q2 实现营收 22.38 亿元/-3.51%；归母净利润 3.88 亿元/-16.51%。预收账款 10.33 亿元/+40.7%，Q2 收入+Δ预收款变化 29.66 亿元，同增 72.3%，Q2 现金回款 19.21 亿元/-7.2%，应收款项 10.8 亿元，环比 Q1 下降 5.31 亿元；经营性现金流 7.09 亿元，较 2019Q2 增加 6.78 亿元，主要系公司用于质押开具银行承兑汇票的存款（或票据）减少所致。

● 薪酬等期间费用增加 38%压制净利率

公司毛利率 76.20%，同降 0.52pct；销售费用率 29.31%，同降 1.42pct；管理费用率 7.45%，同升 2.16pct；净利率 18.23%，同降 3.06pct，主要系公司员工薪酬提升和销售团队扩充，期间费用员工薪酬增加 38%至 5.34 亿元所致。其中，Q2 毛利率 74.6%，同升 0.20pct；税金附加占比 16.4%，同升 2.20pc，判断系消费税基数调整，消费税同增 2.8%至 7.3 亿元；销售费用率 28.1%，同降 0.90pct；管理费用率 9.3%，同升 2.4pct；净利率 16.78%，同降 3.89pct。

● 省内龙头地位强化，黄鹤楼短期拖累营收增速

2020H1 公司白酒收入 54.33 亿元/-7.56%，湖北黄鹤楼收入 1.81 亿元/-60.39%，若扣除黄鹤楼影响，判断公司白酒收入下降约 3%，2020Q2 环比改善。公司坚守“三通工程”，省内市占率稳步提升，产品结构梯次提升、内部转化，献礼版、古 5 深耕县乡村，古 8 卡位 200 元已成为地市中高档宴席及商务用酒首选，预计未来 3 年古 8 及以上产品占比有望突破 40%；目前省内动销逐步恢复 8 成，主导产品价格稳中有升，划定库存红线纳入销售人员 KPI 考核，伴随省内品牌与渠道势能累积，未来次高端价位竞争格局公司必有作为。

● 看好省内龙头地位强化与省外战略市场的成长，维持“强烈推荐”评级

200 亿战略目标清晰，省内龙头地位强化为公司业绩提供了安全垫，持续受益消费升级，省外以古 16、古 20 等次高端价位导入，以“老八大”品牌力+厂商深度协销模式持续布局深耕江浙沪、豫鲁冀等周边板块市场，未来期待机制进一步放活，在国改中早日突破，我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 23.33/26.68/31.30 亿元，同比增长 11.2/14.3/17.3%；当前股价对应 PE 分别为 58.3/51.0/43.5 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情持续时间拉长致需求持续下滑，省外拓展不及预期等风险。

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	11,627	13,154	15,316
增长率(%)	24.7	19.9	11.6	13.1	16.4
净利润(百万元)	1,695	2,098	2,333	2,668	3,130
增长率(%)	47.6	23.7	11.2	14.3	17.3
毛利率(%)	77.8	76.7	76.9	77.1	77.4
净利率(%)	19.5	20.1	20.1	20.3	20.4
ROE(%)	21.7	22.9	21.7	20.7	20.4
EPS(摊薄/元)	3.37	4.17	4.63	5.30	6.22
P/E(倍)	80.2	64.9	58.3	51.0	43.5
P/B(倍)	17.9	15.2	12.9	10.8	9.0

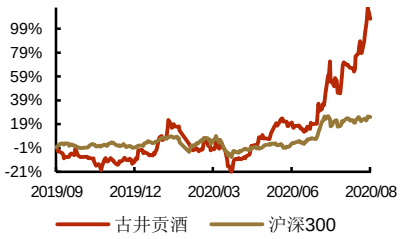
强烈推荐（维持评级）

王言海（分析师）
wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080003

张向伟（联系人）
zhangxiangwei@xsdzq.cn
证书编号：S0280119090008

市场数据	时间 2020.08.31
收盘价(元):	258.36
一年最低/最高(元):	99.01/277.58
总股本(亿股):	3.84
总市值(亿元):	991.07
流通股本(亿股):	3.84
流通市值(亿元):	991.07
近 3 月换手率:	47.43%

股价一年走势



相关报告

《费用确认节奏拖累 2019Q4 业绩，2020 年目标积极》2020-04-27

《业绩符合预期，季度任务节奏影响收入水平》2019-10-28

《发力“后百亿”时代，徽酒龙头未来可期》2019-08-26

《徽酒龙头效应强化，期待“年份原浆”品牌破局》2019-04-29

《省内消费升级可持续，业绩增速符合预期》2018-08-27

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**	**15353**	**17621**	**20676**
现金	1706	5620	7120	8178	9894
应收票据及应收账款合计	1377	1045	1724	1371	2254
其他应收款	43	26	51	36	66
预付账款	183	197	227	253	306
存货	2407	3015	4159	4434	5446
其他流动资产	3313	623	2072	3348	2710
非流动资产	**3481**	**3345**	**3525**	**3750**	**4033**
长期投资	5	5	4	4	4
固定资产	1764	1723	1894	2086	2354
无形资产	742	786	860	951	984
其他非流动资产	970	832	767	708	691
资产总计	**12510**	**13871**	**18879**	**21371**	**24709**
流动负债	**4301**	**4247**	**7612**	**7938**	**8707**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	834	1267	877	1608	1195
其他流动负债	3467	2980	6734	6331	7512
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**	**7803**	**8130**	**8898**
少数股东权益	428	488	554	631	719
股本	504	504	504	504	504
资本公积	1295	1295	1295	1295	1295
留存收益	5798	7145	8577	10275	12231
归属母公司股东权益	7602	8944	10522	12610	15092
负债和股东权益	**12510**	**13871**	**18879**	**21371**	**24709**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1441**	**192**	**2352**	**1769**	**2547**
净利润	1741	2158	2399	2745	3218
折旧摊销	235	263	222	258	274
财务费用	-52	-98	-169	-206	-231
投资损失	-148	-126	-131	-140	-137
营运资金变动	-14	-335	37	-882	-571
其他经营现金流	-322	-1669	-5	-6	-7
投资活动现金流	**-1126**	**2672**	**-266**	**-338**	**-414**
资本支出	307	412	181	225	284
长期投资	-957	2953	0	0	0
其他投资现金流	-1776	6038	-85	-112	-130
筹资活动现金流	**-504**	**-755**	**-586**	**-373**	**-417**
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	-586	-373	-417
现金净增加额	**-189**	**2109**	**1500**	**1059**	**1716**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**8686**	**10417**	**11627**	**13154**	**15316**
营业成本	1932	2426	2690	3008	3458
营业税金及附加	1279	1593	1744	1973	2297
营业费用	2683	3185	3520	3972	4595
管理费用	645	685	744	855	1011
研发费用	24	42	47	54	62
财务费用	-52	-98	-169	-206	-231
资产减值损失	13	-1	18	18	17
公允价值变动收益	-0	18	4	5	7
其他收益	36	98	42	52	57
投资净收益	148	126	131	140	137
营业利润	**2347**	**2823**	**3211**	**3678**	**4306**
营业外收入	35	58	41	41	44
营业外支出	13	8	11	11	11
利润总额	**2369**	**2873**	**3241**	**3708**	**4339**
所得税	628	715	843	963	1121
净利润	**1741**	**2158**	**2399**	**2745**	**3218**
少数股东损益	46	60	66	77	88
归属母公司净利润	**1695**	**2098**	**2333**	**2668**	**3130**
EBITDA	2553	2967	3272	3737	4342
EPS（元）	3.37	4.17	4.63	5.30	6.22

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	24.7	19.9	11.6	13.1	16.4
营业利润(%)	47.2	20.3	13.7	14.5	17.1
归属于母公司净利润(%)	47.6	23.7	11.2	14.3	17.3
获利能力					
毛利率(%)	77.8	76.7	76.9	77.1	77.4
净利率(%)	19.5	20.1	20.1	20.3	20.4
ROE(%)	21.7	22.9	21.7	20.7	20.4
ROIC(%)	29.7	70.7	76.5	64.7	63.5
偿债能力					
资产负债率(%)	35.8	32.0	41.3	38.0	36.0
净负债比率(%)	-20.3	-58.8	-63.6	-61.2	-62.1
流动比率	2.1	2.5	2.0	2.2	2.4
速动比率	0.7	1.7	1.2	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	8.2	8.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.6	2.3	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.37	4.17	4.63	5.30	6.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	10.05	4.67	3.51	5.06
每股净资产(最新摊薄)	15.10	17.76	20.89	25.04	29.97
估值比率					
P/E	80.2	64.9	58.3	51.0	43.5
P/B	17.9	15.2	12.9	10.8	9.0
EV/EBITDA	52.8	44.0	39.4	34.3	29.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

王言海，现任职于新时代证券，首席分析师，从事于食品饮料方向研究，从业证书编号为：S0280520080003。7 年酒类消费品专业咨询经验，2 年证券从业经验，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/