消费升级与娱乐研究中心

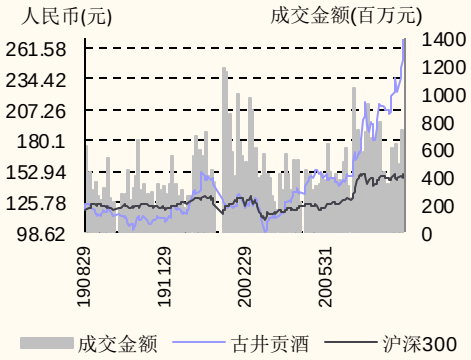
古井贡酒 (000596.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：270.11 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.04
已上市流通 A 股(亿股)	3.84
总市值(亿元)	1,360.27
年内股价最高最低(元)	270.11/197.54
沪深 300 指数	4844
深证成指	13851



相关报告

1.《19Q4 业绩低于预期，全年定调双位数收入增长-古井贡酒公司点...》，2020.4.27

2.《徽酒龙头奋力战“疫”，渠道反馈良性-古井贡酒公司点评》，2020.2.23

3.《产品渠道双引擎发力，助推区域龙头二次腾飞-古井贡酒首次覆盖报...》，2019.11.24

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

稳中有进，全年目标实现依旧可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	3.37	4.17	4.37	5.47	6.56
每股净资产(元)	15.10	17.76	20.53	24.20	28.77
每股经营性现金流(元)	3.69	0.38	4.01	5.56	7.63
市盈率(倍)	16.03	32.63	61.75	49.40	41.16
净利润增长率(%)	47.57%	23.73%	5.02%	25.01%	20.01%
净资产收益率(%)	22.30%	23.45%	21.30%	22.59%	22.81%
总股本(百万股)	503.60	503.60	503.60	503.60	503.60

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20H1 收入 55.20 亿元，同比-7.82%；归母净利 10.25 亿元，同比-17.89%；扣非归母净利 10.08 亿元，同比-13.55%。其中 20Q2 收入 22.38 亿元，同比-3.51%；归母净利 3.88 亿元，同比-16.51%；扣非归母净利 3.72 亿元，同比-10.67%。

经营分析

- **收入增速符合预期，重视渠道良性。**20Q2 收入同比-3.51%，预收款项（合同负债）环降 8.06 亿元，考虑预收款项，Q2 实际收入增速为-16.79%。短期收入下滑主要因为：1）Q2 省内外白酒消费需求尚未完全恢复；2）一季度库存水平偏高（3 个月）。Q2 公司重视价值链健康，主动放缓发货、打款节奏，并将动销、库存等项目纳入员工考核。
- **利润增速略低于预期，黄鹤楼影响下业绩端承压。**20H1 净利率同比-3.06pcts，扣非归母净利率-1.21pcts，黄鹤楼收入同降 60.39%，亏损 3570 万元拖累业绩。20H1 白酒毛利率同比-0.65pct，主要系原材料及人工成本略微提升导致。20H1 销售费用率同比-1.43pcts，主要系疫情影响促销费用投放；管理费用率同比+2.13pcts，主要系公司对工资薪酬进行调整，并为员工购买企业年金所致；营业税金及附加占比同比+1.57pcts，主要受消费税缴纳节奏调整影响。
- **全年收入双位数增长可期，徽酒龙头产品升级和全国化加速。**公司定调 20 年营收增长 11.36%，利润增长 4.08%。当前渠道反馈，主力产品批价保持良性，库存 2 个月左右。20H1 古井回款比例近 60%，20Q3 回款目标占比约 30-35%。当前安徽疫情影响基本消除，需求恢复加速，升学宴叠加中秋旺季，预计 Q3 收入有望实现 25-30%的增长，全年目标可期。中长期看，古井股东大会释放积极信号，2024 年规划收入达到 200 亿（5 年 CAGR 为 14.87%），古 8 及以上产品占比达 40%，省外收入占比达 40%。古井作为徽酒龙头，有望借助优质产品、品牌和渠道优势实现省内产品升级，省外加速扩张。

盈利预测

- 预计 20-22 年收入分别同比+12%/+20%/+17%；归母净利分别同比+5%/+25%/+20%，EPS 分别为 4.37/5.47/6.56 元，对应 PE 分别为 62/49/41X。

风险提示

- 疫情不确定性影响需求；宏观经济下行；行业竞争加剧；省外扩张不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**6,968**	**8,686**	**10,417**	**11,667**	**14,000**	**16,380**
增长率		24.7%	19.9%	12.0%	20.0%	17.0%
主营业务成本	-1,643	-1,932	-2,426	-2,774	-3,206	-3,653
%销售收入	23.6%	22.2%	23.3%	23.8%	22.9%	22.3%
毛利	**5,326**	**6,754**	**7,991**	**8,893**	**10,794**	**12,728**
%销售收入	76.4%	77.8%	76.7%	76.2%	77.1%	77.7%
营业税金及附加	-1,136	-1,279	-1,593	-1,808	-2,124	-2,473
%销售收入	16.3%	14.7%	15.3%	15.5%	15.2%	15.1%
销售费用	-2,170	-2,683	-3,185	-3,477	-4,259	-4,996
%销售收入	31.1%	30.9%	30.6%	29.8%	30.4%	30.5%
管理费用	-604	-645	-685	-805	-938	-1,097
%销售收入	8.7%	7.4%	6.6%	6.9%	6.7%	6.7%
研发费用	0	-24	-42	-35	-56	-56
%销售收入	0.0%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
息税前利润（EBIT）	1,416	2,124	2,485	2,767	3,417	4,105
%销售收入	20.3%	24.4%	23.9%	23.7%	24.4%	25.1%
财务费用	26	52	98	112	136	172
%销售收入	-0.4%	-0.6%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-34	-13	-1	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	18	-10	5	8
投资收益	153	148	126	40	130	150
%税前利润	9.5%	6.3%	4.4%	1.4%	3.5%	3.3%
营业利润	1,594	2,347	2,823	2,933	3,718	4,475
营业利润率	22.9%	27.0%	27.1%	25.1%	26.6%	27.3%
营业外收支	18	22	49	10	20	25
税前利润	1,612	2,369	2,873	2,943	3,738	4,500
利润率	23.1%	27.3%	27.6%	25.2%	26.7%	27.5%
所得税	-427	-628	-715	-730	-935	-1,125
所得税率	26.5%	26.5%	24.9%	24.8%	25.0%	25.0%
净利润	1,185	1,741	2158	2213	2804	3375
少数股东损益	36	46	60	10	50	70
归属于母公司的净利润	**1,149**	**1,695**	**2,098**	**2,203**	**2,754**	**3,305**
净利率	16.5%	19.5%	20.1%	18.9%	19.7%	20.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,185	1,741	2,158	2,213	2,804	3,375
少数股东损益	36	46	60	10	50	70
非现金支出	279	248	264	242	244	269
非经营收益	-130	-118	-90	-49	-153	-181
营运资金变动	52	-14	-2,140	-385	-95	378
经营活动现金净流	**1,387**	**1,858**	**192**	**2,020**	**2,799**	**3,841**
资本开支	-198	-306	-408	-355	-390	-487
投资	-28	-957	2,953	258	-60	-60
其他	93	138	127	40	130	150
投资活动现金净流	**-133**	**-1,126**	**2,672**	**-57**	**-320**	**-397**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-302	-504	-755	-806	-906	-1,007
筹资活动现金净流	**-302**	**-504**	**-755**	**-806**	**-906**	**-1,007**
现金净流量	**952**	**228**	**2,108**	**1,158**	**1,573**	**2,437**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,484	1,706	5,620	6,777	8,350	10,788
应收款项	772	1,421	1,071	1,248	1,499	1,755
存货	2,064	2,407	3,015	3,262	3,594	3,995
其他流动资产	1,814	3,496	821	581	681	784
流动资产	6,135	9,029	10,526	11,868	14,124	17,322
%总资产	60.4%	72.2%	75.9%	77.3%	79.5%	81.6%
长期投资	522	216	9	9	9	9
固定资产	1,847	1,857	1,907	1,919	2,004	2,183
%总资产	18.2%	14.8%	13.7%	12.5%	11.3%	10.3%
无形资产	1,239	1,304	1,334	1,455	1,537	1,602
非流动资产	4,018	3,481	3,345	3,484	3,651	3,895
%总资产	39.6%	27.8%	24.1%	22.7%	20.5%	18.4%
资产总计	**10,153**	**12,510**	**13,871**	**15,352**	**17,775**	**21,216**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,669	2,026	2,583	2,859	3,312	3,807
其他流动负债	1,479	2,275	1,664	1,461	1,531	2,109
流动负债	3,148	4,301	4,247	4,320	4,844	5,915
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	163	179	192	193	195	197
负债	**3,312**	**4,480**	**4,439**	**4,513**	**5,039**	**6,112**
普通股股东权益	**6,459**	**7,602**	**8,944**	**10,341**	**12,188**	**14,486**
其中：股本	504	504	504	504	504	504
未分配利润	4,350	5,541	6,888	8,285	10,133	12,430
少数股东权益	382	428	488	498	548	618
负债股东权益合计	**10,153**	**12,510**	**13,871**	**15,352**	**17,775**	**21,216**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.28	3.37	4.17	4.37	5.47	6.56
每股净资产	12.83	15.10	17.76	20.53	24.20	28.77
每股经营现金净流	2.75	3.69	0.38	4.01	5.56	7.63
每股股利	0.60	1.00	1.50	1.60	1.80	2.00
回报率						
净资产收益率	17.78%	22.30%	23.45%	21.30%	22.59%	22.81%
总资产收益率	11.31%	13.55%	15.12%	14.35%	15.49%	15.58%
投入资本收益率	14.95%	19.19%	19.55%	18.99%	19.93%	20.22%
增长率						
主营业务收入增长率	15.81%	24.65%	19.93%	12.00%	20.00%	17.00%
EBIT增长率	41.45%	50.00%	17.04%	11.34%	23.49%	20.12%
净利润增长率	38.46%	47.57%	23.73%	5.02%	25.01%	20.01%
总资产增长率	16.22%	23.22%	10.88%	10.67%	15.78%	19.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
存货周转天数	427.8	422.4	407.9	430.0	410.0	400.0
应付账款周转天数	86.3	87.0	78.9	80.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	93.9	74.1	60.4	48.0	37.0	35.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.69%	-21.25%	-64.98%	-64.73%	-67.87%	-73.75%
EBIT利息保障倍数	-54.6	-41.2	-25.5	-24.8	-25.1	-23.8
资产负债率	32.62%	35.81%	32.00%	29.40%	28.35%	28.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-24	买入	112.17	147.00～147.00
2	2020-02-23	买入	133.48	147.00～147.00
3	2020-04-27	买入	136.06	N/A

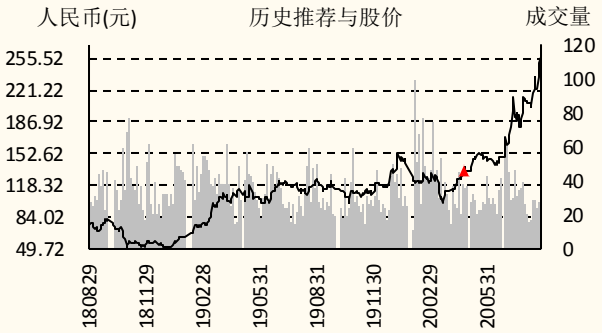
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH