古井贡酒（000596）

公司研究/点评报告

疫情对 20H1 冲击明显，未来业绩有望逐季改善

——古井贡酒（000596）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 8 月 31 日

一、事件概述

8 月 28 日，公司发布 2020 年半年报，报告期内公司实现营业总收入 55.20 亿元，同比-7.82%；实现归母净利润 10.25 亿元，同比-17.89%；基本 EPS 为 2.04 元。

二、分析与判断

➢ 疫情导致 20H1 收入端同比下滑，中秋旺季动销值得期待

2020H1 公司实现营收/归母净利润 55.20/10.25 亿元，同比分别-7.82%/-17.89%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 22.38/3.88 亿元，同比分别-3.51%/-16.51%。总体看，疫情对公司 20H1 经营的冲击较为明显，毛利率下滑叠加管理费用率上升导致利润端降幅大于收入端。公司目前 8 成左右销售为流通渠道，下游需求以餐饮、宴请、自饮等为主。疫情发生以来，餐饮渠道需求疲软及聚会需求下降是收入同比下滑明显的主要原因。Q2 单季度收入端降幅环比改善，主要原因是下游需求的弱复苏。

从销售进度看，春节、端午、中秋前后的打款额一般为 4:3:3，为主要的打款及发货高峰。春节动销主要在疫情发生以前，受影响较为有限；端午期间动销受疫情影响较大，动销较弱。目前全国大部分地区疫情的负面影响逐步消散，下游餐饮等渠道需求处于复苏中，中秋旺季动销值得期待。预计未来业绩将逐季环比改善。

截至 20H1，公司合同负债余额为 7.27 亿元，同比+40.66%，显示经销商打款积极性仍然较高，未来业绩释放潜力仍然较大。

➢ 毛利率下滑及管理费用率上升是利润端下滑幅度大于收入端的主要原因

2020H1 公司毛利率 76.20%，同比-0.52ppt（Q2 为 74.55%，同比+0.20ppt）。受疫情影响，Q1 毛利率小幅下滑，主要原因是 2 月份以后动销不畅，叠加公司加大对经销商的扶持力度，主要产品毛利率出现下滑；Q2 动销弱复苏，经营环比改善，毛利率水平同比小幅上行。

20H1 期间费用率为 35.53%，同比-0.43ppt（Q2 为 34.94%，同比-0.83ppt）原因是销售费用率及财务费用率下滑明显。其中销售费用率为 29.31%，同比-1.42ppt（Q2 为 28.08%，同比-0.93ppt），原因是销售收入同比下滑，相关销售费用投入有所减少。管理费用率为 7.17%，同比+2.12ppt（Q2 为 9.00%，同比+2.49ppt）原因是工资薪酬调整，为员工购买企业年金。研发费用率为 0.28%，同比+0.03ppt（Q2 为 0.34%，同比-0.02ppt）。财务费用率为-1.24%，同比-1.16ppt（Q2 为-2.49%，同比-2.38ppt），原因是利息收入增加。

➢ 多措施应对疫情挑战，消费升级的长线逻辑仍然成立

今年疫情发生后，公司为应对疫情冲击，从价格体系、宣传口径、缓解经销商资金压力等方面采取多项行之有效的措施。公司目前严格监督和稳定整个产品体系，并对有资金压力的经销商协议延长还款时间，并予以小额免息贷款支持。上述举措在疫情期间维护了整个经销体系以及价盘的稳定，未来疫情缓解后，高效的经销商队伍及完善的产品矩阵仍将有效保证公司的长期成长性。

从产品结构看，20H1 公司加大古 20 的扶持力度，古 20 销售情况好于其他单品。未来预计公司将逐步引导核心单品从古 8 逐步向古 16/古 20 演进。长远看，安徽及周边市场的消费升级仍然将支撑公司核心产品的价格带逐步上移。

推荐　维持评级

当前价格：　270.11 元

交易数据	2020-08-28
近 12 个月最高/最低(元)	270.11/98.62
总股本（百万股）	503.60
流通股本（百万股）	383.60
流通股比例（%）	76%
总市值（亿元）	1360.27
流通市值（亿元）	1036.14

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

1. 古井贡酒（000596）公司深度：核心品类享受区域消费升级，产品渠道保证成长性
2. 古井贡酒（000596）2019 年报 2020 一季报点评:2019 年业绩平稳增长，2020 年业绩指引务实

三、投资建议

预计 20-22 年收入为 116.04/133.57/151.20 亿元，同比+11.4%/+15.1%/+13.2%；归母净利润 21.90/26.43/31.10 亿元，同比+4.4%/+20.7%/+17.7%，折合 EPS 为 4.35/5.25/6.18 元，对应 PE 为 62/52/44 倍。目前公司估值水平略高于白酒行业 45 倍左右的估值水平，考虑到公司在华中地区的市场地位和长期发展的确定性，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情及经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,417	11,604	13,357	15,120
增长率（%）	19.9%	11.4%	15.1%	13.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,098	2,190	2,643	3,110
增长率（%）	23.7%	4.4%	20.7%	17.7%
每股收益（元）	4.17	4.35	5.25	6.18
PE（现价）	64.8	62.1	51.5	43.7
PB	15.2	13.2	11.3	9.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,417	11,604	13,357	15,120
营业成本	2,426	2,576	2,912	3,281
营业税金及附加	1,593	1,742	2,023	2,280
销售费用	3,185	3,725	4,141	4,460
管理费用	685	813	907	1,043
研发费用	42	40	50	54
EBIT	2,485	2,710	3,324	4,002
财务费用	(98)	(84)	(76)	(53)
资产减值损失	(1)	(1)	(2)	(1)
投资收益	126	126	126	126
营业利润	2,823	2,989	3,611	4,258
营业外收支	49	0	0	0
利润总额	2,873	3,025	3,653	4,297
所得税	715	753	909	1,069
净利润	2,158	2,272	2,744	3,227
归属于母公司净利润	2,098	2,190	2,643	3,110
EBITDA	2,748	2,930	3,547	4,218

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5620	7575	8909	11546
应收账款及票据	1045	1502	1534	1847
预付款项	197	227	247	283
存货	3015	2844	3718	3706
其他流动资产	114	114	114	114
流动资产合计	10526	12833	15067	18086
长期股权投资	5	131	258	384
固定资产	1723	1688	1650	1613
无形资产	786	806	822	839
非流动资产合计	3345	3334	3319	3312
资产合计	13871	16168	18386	21398
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1267	1229	1455	1602
其他流动负债	197	197	197	197
流动负债合计	4247	5103	5491	6281
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	192	192	192	192
非流动负债合计	192	192	192	192
负债合计	4439	5294	5683	6473
股本	504	504	504	504
少数股东权益	488	570	670	788
股东权益合计	9432	10873	12703	14925
负债和股东权益合计	13871	16168	18386	21398

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	19.9%	11.4%	15.1%	13.2%
EBIT 增长率	17.0%	9.0%	22.7%	20.4%
净利润增长率	23.7%	4.4%	20.7%	17.7%
盈利能力				
毛利率	76.7%	77.8%	78.2%	78.3%
净利润率	20.1%	18.9%	19.8%	20.6%
总资产收益率 ROA	15.1%	13.5%	14.4%	14.5%
净资产收益率 ROE	23.5%	21.3%	22.0%	22.0%
偿债能力				
流动比率	2.5	2.5	2.7	2.9
速动比率	1.8	2.0	2.1	2.3
现金比率	1.4	1.6	1.7	1.9
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	402.3	409.4	405.9	407.7
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	4.2	4.3	5.2	6.2
每股净资产	17.8	20.5	23.9	28.1
每股经营现金流	0.4	5.6	4.5	7.3
每股股利	1.5	1.7	1.8	2.0
估值分析				
PE	64.8	62.1	51.5	43.7
PB	15.2	13.2	11.3	9.6
EV/EBITDA	46.7	43.3	35.3	29.1
股息收益率	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,158	2,272	2,744	3,227
折旧和摊销	264	219	222	216
营运资金变动	(2,140)	505	(510)	408
经营活动现金流	192	2,834	2,287	3,686
资本开支	408	48	39	44
投资	2,953	0	0	0
投资活动现金流	2,672	(48)	(39)	(44)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(755)	(831)	(914)	(1,005)
现金净流量	2,108	1,955	1,334	2,637

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。