古井贡酒（000596）

基地市场优势显著，升级扩张路径清晰

买入（维持）

2020 年 08 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,417	10,881	12,995	15,064
同比（%）	19.9%	4.5%	19.4%	15.9%
归母净利润（百万元）	2,098	2,193	2,856	3,473
同比（%）	23.7%	4.6%	30.2%	21.6%
每股收益（元/股）	4.17	4.36	5.67	6.90
P/E（倍）	60.36	57.72	44.32	36.45

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 55.2 亿元（-7.82%），归母净利 10.25 亿元（-17.89%），扣非净利 10.08 亿元（-13.55%）。20Q2 实现营收 22.38 亿元（-3.51%），归母净利 3.88 亿元（-16.51%），扣非净利 3.72 亿元（-10.67%）。

投资要点

- **Q2 白酒动销改善，公司现金流良性。**公司 20H1 年实现营收 55.2 亿（-7.82%），20Q2 实现营收 22.38 亿（-3.51%）。公司上半年白酒业务实现营收 54.3 亿（-7.56%），安徽省内市场自 5 月之后基本恢复正常销售，五一假期动销主要以古 5/献礼为主，五一后宴席场景回暖，古 8、古 16 等企业订单也逐步恢复，Q2 动销环比改善显著。此外，受湖北疫情影响，黄鹤楼 20H1 实现营收 1.8 亿（-60.4%），净利润下滑 0.9 亿为-0.4 亿，其他省外市场随疫情减弱同样出现恢复。**现金流表现良性，**公司 20H1 经营净现金流 23.4 亿（同比+13 亿），合同负债 7.3 亿（环比 19 年末增加约 2 亿）。公司 Q2 经营净现金流 7.1 亿（同比+7 亿），主因存款回款大幅增长所致，销售收现为 19.2 亿。

- **结构优化提振 Q2 毛利，但管理费用及税率拖累净利率水平。**公司 20H1 实现归母净利 10.3 亿(-17.89%)，20Q2 实现归母净利 3.88 亿(-16.51%)，但剔除黄鹤楼影响后公司上半年净利润为 10.6 亿（同比-10.9%）。公司 20H1 毛利率为 76.2%（-0.52pct），净利率为 18.23%（-3.06pct），其中 20Q2 公司净利率 16.78%（-3.89pct），或系管理费用率（含研发）由于员工薪酬增长影响同比增加 2.47pct（为 9.34%）及公司税金及附加比率受收入下滑影响同比增加 2.24pct 所致。此外，公司 20Q2 毛利率为 74.55%（+0.2pct，环比 Q1 毛利率转为正增长），预计系五一后古 8 及以上动销显著改善，产品结构改善所致，销售费用率 28.10%（-0.93%），主要是疫后综合促销费减少所影响。

- **升级与扩张逻辑清晰，徽酒龙头剑指双百亿。**20 年公司进入后百亿时代，升级与扩张逻辑依然清晰。近年来公司省内高份额优势已成，基地市场价格带升级红利持续释放，古 8 及以上产品保持高增，未来省内占比有望突破 40%。省外以次高端及以上产品为主导，多年费用投入后品牌和渠道已有积累，省内竞争优势的强化使得公司在省外操作更加游刃有余，费用结构更趋优化，全国化进程稳步推进，徽酒龙头双百亿目标可期。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年营收为 108.8/130.0/150.6 亿元，增速为 4.5/19.4/15.9%;归母净利润为 21.9/28.6/34.7 亿元，增速为 4.6/30.2/21.6%;对应 EPS 为 4.36/5.67/6.90 元。当前股价对应 PE 分别为 58/44/36X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**竞争加剧风险，疫情风险，消费需求疲软

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	256.95
一年最低/最高价	98.13/259.00
市净率(倍)	13.51
流通 A 股市值(百万元)	98566.02

基础数据

每股净资产(元)	18.30
资产负债率(%)	36.83
总股本(百万股)	503.60
流通 A 股(百万股)	383.60

相关研究

1、《古井贡酒（000596）：产品升级+费率下行提振盈利，全年目标完成可期》2020-04-27

2、《古井贡酒（000596）：徽酒龙头升级持续，年份原浆香飘全国》2020-01-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

古井贡酒三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10,526**	**11,383**	**13,850**	**16,799**
现金	5,620	6,827	8,180	10,430
应收账款	1,045	1,214	1,500	1,615
存货	3,015	2,517	3,242	3,847
其他流动资产	847	826	929	906
非流动资产	**3,345**	**3,337**	**3,719**	**3,986**
长期股权投资	5	4	4	4
固定资产	1,723	1,713	2,056	2,308
在建工程	184	152	142	133
无形资产	786	860	951	984
其他非流动资产	648	608	567	557
资产总计	**13,871**	**14,720**	**17,569**	**20,785**
流动负债	**4,247**	**3,596**	**4,085**	**4,377**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	563	500	682	620
其他流动负债	3,684	3,095	3,404	3,756
非流动负债	**192**	**192**	**192**	**192**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	192	192	192	192
负债合计	**4,439**	**3,787**	**4,277**	**4,568**
少数股东权益	488	551	633	733
归属母公司股东权益	8,944	10,382	12,659	15,484
负债和股东权益	**13,871**	**14,720**	**17,569**	**20,785**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	192	1,833	2,209	2,991
投资活动现金流	2,672	-67	-493	-397
筹资活动现金流	-755	-558	-363	-345
现金净增加额	2,109	1,207	1,354	2,250
折旧和摊销	263	213	248	269
资本开支	412	-7	382	267
营运资本变动	-335	-302	-623	-407

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,417**	**10,881**	**12,995**	**15,064**
减:营业成本	2,426	2,462	2,735	3,013
营业税金及附加	1,593	1,617	1,859	2,185
营业费用	3,185	3,331	3,857	4,428
管理费用	685	790	967	1,115
财务费用	-98	-197	-216	-304
资产减值损失	-1	0	0	0
加:投资净收益	126	134	131	132
其他收益	18	4	5	7
营业利润	**2,823**	**3,016**	**3,929**	**4,765**
加:营业外净收支	49	31	30	33
利润总额	**2,873**	**3,047**	**3,959**	**4,798**
减:所得税费用	715	791	1,020	1,225
少数股东损益	60	63	82	100
归属母公司净利润	**2,098**	**2,193**	**2,856**	**3,473**
EBIT	2,704	2,860	3,734	4,519
EBITDA	2,967	3,074	3,981	4,787

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	4.17	4.36	5.67	6.90
每股净资产(元)	17.76	20.62	25.14	30.75
发行在外股份(百万股)	504	504	504	504
ROIC(%)	22.5%	20.3%	21.8%	21.6%
ROE(%)	22.9%	20.6%	22.1%	22.0%
毛利率(%)	76.7%	77.4%	78.9%	80.0%
销售净利率(%)	20.1%	20.2%	22.0%	23.1%
资产负债率(%)	32.0%	25.7%	24.3%	22.0%
收入增长率(%)	19.9%	4.5%	19.4%	15.9%
净利润增长率(%)	23.7%	4.6%	30.2%	21.6%
P/E	60.36	57.72	44.32	36.45
P/B	14.15	12.19	10.00	8.18
EV/EBITDA	40.79	39.01	29.80	24.33

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn