

古井贡酒 (000596.SZ)

Q1 如期恢复，全年目标规划稳健

事件：公司发布 2020 年报及 2021 一季报。公司 2020 年实现收入 102.92 亿元，同降 1.2%，实现归母净利润 18.55 亿元，同降 11.6%，其中 2020Q4 实现收入 22.23 亿元，同增 0.4%，归母净利润 3.17 亿元，同降 11.0%。2021Q1 实现收入 41.30 亿元，同增 25.9%，归母净利润 8.14 亿元，同增 27.9%，收入和归母净利润较 2019Q1 分别同比+12.6%/4.0%。同时，公司变更黄鹤楼业绩承诺，将考核指标完成期限相应顺延一年。此外，公司公布 2021 年经营规划，预计实现营收 120 亿，同增 16.6%，利润总额 28.47 亿元，同增 15.1%。

疫情影响全年增长，Q1 如期恢复。分产品来看，2020 年公司本部实现收入 92.14 亿元，同增 4.8%，其中年份原浆/古井贡酒实现收入 78.3/13.8 亿元，同比 6.5%/-4.1%。2020 年黄鹤楼实现收入 4.2 亿元，同降 53.0%，主要系武汉疫情影响，消费场景缺失，公司也因此顺势递延黄鹤楼业绩承诺，2021/2022 年含税收入目标 17/20.4 亿元。分区域来看，公司华中/华北/华南分别实现收入 90.16/6.93/5.80 亿元，同比-3.3%/24.4%/11.4%，华中占比达 88%，省外市场在疫情影响下全年仍有不错的增速。Q1 公司充分受益于春节宴席市场带来的需求恢复，收入环比提速，其中古 8 及以上产品保持较快增长。此外，公司 Q1 末合同负债 19.44 亿元，环比增长 4.11 亿元，同比增长 7.37 亿元。

后疫情时代产品结构提升，费用率仍在下行通道。毛利率来看，公司 2020/2021Q1 毛利率分别为 75.2%/77.0%，同比-1.5%/-0.3%，主要系会计政策调整影响，2021 年开始产品结构提升有望在毛利率中逐季体现。其中 2020 年份原浆毛利率 81.5%，同比下滑-1.7pcts，古井贡酒毛利率 60.24%，同比下滑 5.8pcts，黄鹤楼毛利率 77.9%，同比下滑 4.8pcts。费用率来看，2020/2021Q1 公司销售费用率 30.3%/29.5%，同比下降 0.3/0.6pct，其中广告费用为 8.40 亿元，同比下降 4.1%，电视/线下/线上广告费用分别占比 49.5%/37.8%/12.7%，管理费用率分别为 7.8%/5.6%，同比+1.2/-0.3pct。整体来看，公司 2020/2021Q1 净利率分别为 18.0%/20.3%，同比-2.8/+1.1pcts。

全年规划留有余力，高端化全国化有望持续演绎。公司也制定 2021 年度经营计划，计划实现营业收入 120 亿元，同比增长 16.59%，实现利润总额 28.47 亿元，同比增长 15.08%，结合过去几年目标跟实际完成情况，我们认为规划基本均为保底目标。从近期的渠道跟踪来看，公司古 8 及以上产品稳步放量，古 20 动销保持高增，有望带动业绩逐季改善。中长期来看，公司省内龙头地位稳固，造血功能持续强化，省外积极推动产品结构升级，招商质量和广度均有提升，看好产品高端化和市场全国化继续带动品牌势能稳步释放，双品牌双百亿实现可期。

盈利预测及投资建议：我们略调整公司 2021-2022 年归母净利润至 23.42/28.80 亿元，引入 2023 年归母净利润预测为 34.85 亿元，同比+26%/23%/21%，对应 EPS 4.65/5.20/6.29 元，对应 PE 为 54/49/40 倍，看好公司中高端产品的放量和中长期的业绩弹性释放，维持 270 元目标价，对应 2021 年 58 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：省外拓张不及预期，高端产品推广不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,417	10,292	12,506	14,436	16,593
增长率 yoy (%)	19.9	-1.2	21.5	15.4	14.9
归母净利润（百万元）	2,098	1,855	2,342	2,880	3,485
增长率 yoy (%)	23.7	-11.6	26.3	23.0	21.0
EPS 最新摊薄（元/股）	4.17	3.68	4.65	5.20	6.29
净资产收益率 (%)	22.9	17.7	19.8	19.5	19.7
P/E (倍)	60.6	68.6	54.3	48.6	40.2
P/B (倍)	14.2	12.7	10.9	8.8	7.3

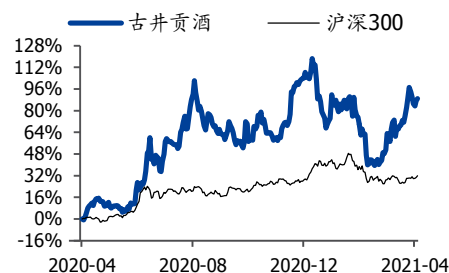
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
4 月 29 日收盘价(元)	252.59
总市值(百万元)	127,204.32
总股本(百万股)	503.60
其中自由流通股(%)	76.17
30 日日均成交量(百万股)	2.04

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

相关研究

- 1、《古井贡酒 (000596.SZ)：定增加码产能建设，锚定双百亿目标》2020-11-15
- 2、《古井贡酒 (000596.SZ)：Q3 收入环比提速，份额持续强化》2020-10-29
- 3、《古井贡酒 (000596.SZ)：收入环比改善，龙头地位稳固》2020-08-30



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10526	11520	14911	16131	21247	营业收入	10417	10292	12506	14436	16593
现金	5620	5971	6994	9440	11907	营业成本	2426	2550	3086	3432	3879
应收票据及应收账款	1045	68	1284	277	1518	营业税金及附加	1593	1625	1932	2243	2580
其他应收款	26	33	38	45	51	营业费用	3185	3121	3627	4114	4646
预付账款	197	56	252	103	305	管理费用	685	802	875	982	1079
存货	3015	3417	4367	4292	5492	研发费用	42	41	63	72	83
其他流动资产	623	1975	1975	1975	1975	财务费用	-98	-261	-158	-206	-275
非流动资产	3345	3667	4067	4314	4515	资产减值损失	-1	-14	1	0	-6
长期投资	5	5	5	5	6	其他收益	98	47	54	59	64
固定资产	1723	1798	2157	2376	2564	公允价值变动收益	18	-20	0	0	0
无形资产	786	935	1034	1077	1134	投资净收益	126	7	7	7	7
其他非流动资产	832	929	870	856	811	资产处置收益	0	1	0	0	0
资产总计	13871	15187	18977	20445	25762	营业利润	2823	2435	3141	3864	4679
流动负债	4247	4488	6654	5201	7556	营业外收入	58	67	64	65	64
短期借款	0	71	71	71	71	营业外支出	8	27	4	4	4
应付票据及应付账款	1267	646	1669	906	2004	利润总额	2873	2474	3201	3925	4739
其他流动负债	2980	3771	4914	4225	5482	所得税	715	626	810	993	1199
非流动负债	192	250	239	228	216	净利润	2158	1848	2391	2932	3540
长期借款	0	60	49	38	26	少数股东损益	60	-7	49	52	55
其他非流动负债	192	190	190	190	190	归属母公司净利润	2098	1855	2342	2880	3485
负债合计	4439	4738	6893	5429	7772	EBITDA	2967	2575	3262	3984	4746
少数股东权益	488	406	454	506	561	EPS (元)	4.17	3.68	4.65	5.20	6.29
股本	504	504	504	504	504	主要财务比率					
资本公积	1295	1295	1295	1295	1295	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	7145	8244	9918	11741	14001	成长能力					
归属母公司股东权益	8944	10043	11630	14510	17428	营业收入(%)	19.9	-1.2	21.5	15.4	14.9
负债和股东权益	13871	15187	18977	20445	25762	营业利润(%)	20.3	-13.8	29.0	23.0	21.1
						归属于母公司净利润(%)	23.7	-11.6	26.3	23.0	21.0
						获利能力					
						毛利率(%)	76.7	75.2	75.3	76.2	76.6
						净利率(%)	20.1	18.0	18.7	19.9	21.0
						ROE(%)	22.9	17.7	19.8	19.5	19.7
						ROIC(%)	22.5	16.8	19.0	18.7	18.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.0	31.2	36.3	26.6	30.2
						净负债比率(%)	-58.8	-55.2	-56.2	-61.6	-65.2
						流动比率	2.5	2.6	2.2	3.1	2.8
						速动比率	1.7	1.4	1.3	1.9	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	8.6	18.5	18.5	18.5	18.5
						应付账款周转率	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	4.17	3.68	4.65	5.20	6.29
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	7.20	4.49	5.54	6.52
						每股净资产(最新摊薄)	17.76	19.94	23.09	28.81	34.61
						估值比率					
						P/E	60.6	68.6	54.3	48.6	40.2
						P/B	14.2	12.7	10.9	8.8	7.3
						EV/EBITDA	41.0	47.2	37.0	29.7	24.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com