

古井贡酒 (000596)

点评报告

行业公司研究—食品饮料行业—

证券研究报告

# 业绩符合预期，古 20 延续优异表现

## ——古井贡酒 2020 年&2021Q1 业绩点评报告

✎ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎ 联系人：杨骥、张潇倩  
 ✉ yangji@stocke.com.cn;

### 事件

公司发布 2020 年报&2021 年一季报：2020 年公司实现收入约 102.92 亿元 (-1.20%)；净利润约 18.55 亿元 (-11.58%)；2021Q1 公司实现营业收入约 41.30 亿元 (+25.86%)；净利润约 8.14 亿元 (+27.90%)；公司发布《关于变更黄鹤楼酒业业绩承诺的公告》。

### 点评

#### □ 2020 年中低端产品吨价下行拖累利润表现

2020 年公司收入及净利润分别为-1.20%、-11.58%，剔除黄鹤楼（位居武汉地区，受疫情影响明显）后，预计公司收入增速为正。我们认为公司利润端略不及预期主因中低端产品吨价下行幅度较大拖累利润表现。具体产品来看，收入占比达 81%的年份原浆系列收入同比增长 6.52%至 78.34 亿元，吨价同比增长 2.43%，其中献礼收入增速预计为负，古 5 预计持平，伴随省内主流价格带上移，古 20 实现迅速增长（预计收入 10 亿左右）；古井贡酒及黄鹤楼收入分别同比下降 4.10%、52.97%，吨价分别同比下降 10.84%、10.79%。分地区来看，华北及华南地区实现双位数增长，而基数较高的华中地区收入小幅下降。库存方面，动销较弱的产品（比如献礼、5 年）库存仍在消化中，而动销较好的产品库存较低（比如：古 8/16/20）。

#### □ 预收环比大幅增长，经营性现金流净额稳步提升

2020 年公司销售费用率、管理费用率分别较去年同期变动-0.25、+1.20 个百分点至 30.32%、8.19%；预收款方面，2020 年公司预收款 15.27 亿元，环比增加 4.12 亿元；现金流方面，2020 年公司经营性现金流净额为 36.25 亿元，去年同期为 1.92 亿元，主要原因为收回上一报告期结构性存款所致。

#### □ 2021 年业绩实现双位数增长，古 20 延续优异表现

2021Q1 公司收入及净利润增速分别为 25.86%、27.90%，收入利润均实现双位数增长，具体产品来看，预计古 5 收入占比 35%、古 8 及以上收入占比约为 35%，毛利率达 30%的古 20 延续优异表现，预计收入 7 亿元左右，产品结构升级趋势不改。受益于结构升级叠加费用率控制得当，2021Q1 公司净利率较去年同期变动+1.09 个百分点至 20.32%；预收款方面，2021Q1 公司预收款 25.95 亿元，环比增加 10.68 亿元；现金流方面，2021Q1 公司经营性现金流净额为-13.74 亿元，去年同期为 16.33 亿元。

### 评级

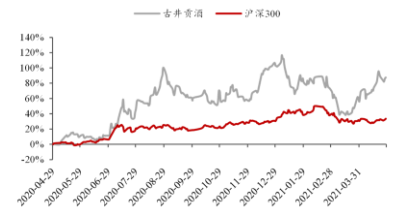
### 买入

上次评级 买入  
 当前价格 252.59

### 单季度业绩

### 元/股

2Q/2020 0.77  
 3Q/2020 1.02  
 4Q/2020 0.63  
 1Q/2021 1.62



### 公司简介

古井贡酒是安徽省龙头酒企业，其中年份原浆系列占比超 80%。

### 相关报告

- 《古井贡酒跟踪报告：内生增长叠加外延并购，两百亿实现路径清晰》(20210104)
- 《古井贡酒动态跟踪：省内外齐发力，十四五迈向双百亿》(20201214)
- 《收入表现亮眼，全年业绩有望回正——古井贡酒业绩点评报告》(20201029)
- 《2020Q2 收入降幅缩窄明显，下半年业绩有望回升——古井贡酒跟踪报告》(20200829)
- 《古井贡酒跟踪报告：年份原浆全线提价，坚定迈向双百亿》(20200714)

### □ 变更黄鹤楼酒业业绩承诺，顺延 2020 年目标业绩

黄鹤楼酒业 2020 年度业绩受湖北省疫情负面影响较大，为不可抗力原因导致原条款无法按期履行，经各方协商将原协议中营业收入和销售净利率经营指标完成期限均相应顺延一年，即 20 年当年度不考核，21 年、22 年营业收入（含税）需达到 17.01、20.41 亿元，且每年的销售净利率不低于 11%。我们认为黄鹤楼具备名酒基因，且产品结构丰富，古井贡可通过复制渠道及管理模式，助力黄鹤楼实现业绩目标。

### □ 品牌力有望不断提升，坚定迈向双百亿

**短期看**，我们认为相较于利润增长，收入的扩张更为重要。目前公司安内攘外路线清晰，份额结构稳步提升：产品端，产品结构持续升级有望增厚利润；渠道端，公司抓动销、去库存、深渠道、稳价格，省内：古井贡酒在安徽省占率不到 20%，省内发展空间较大；省外招商速度及质量不断增长，全国化稳步推进；公司加快数字化建设以进行前瞻性布局。**长期看**，品牌力为公司是否能站稳次高端价位带的重要因素，公司将通过提前布局千元价格带产品以拉高品牌势能，发力高端及次高端以进一步抢占市场份额。

### □ 盈利预测及估值

预计 2021~2023 年公司收入增速分别为 26.7%、20.1%、17.3%；净利润增速分别为 29.3%、22.6%、18.9%；EPS 分别为 4.8、5.9、7.1 元/股；对应 PE 分别为 52、43、36 倍。考虑到公司长期逻辑不改，给予增持评级。

□ **风险提示**：1、宏观经济下行；2、疫情影响超预期。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	10292.1	13039.0	15661.7	18375.0
(+/-)	-1.2%	26.7%	20.1%	17.3%
净利润	1883.7	2436.0	2987.2	3550.9
(+/-)	-10.3%	29.3%	22.6%	18.9%
每股收益 (元)	3.7	4.8	5.9	7.1
P/E	67.5	52.2	42.6	35.8

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	11520	7889	8019	11318	<b>营业收入</b>	10292	13039	15662	18375
现金	5971	652	783	3261	营业成本	2550	3035	3462	3849
交易性金融资产	204	238	317	253	营业税金及附加	1625	2059	2473	2902
应收账款	68	1152	1019	986	营业费用	3121	3990	4980	5972
其它应收款	33	33	42	52	管理费用	802	926	1065	1213
预付账款	56	200	195	185	研发费用	41	51	62	72
存货	3417	3873	4453	5007	财务费用	(261)	(166)	(253)	(251)
其他	1771	1742	1210	1574	资产减值损失	(14)	(18)	(21)	(25)
<b>非流动资产</b>	3667	12941	12263	11655	公允价值变动损益	(20)	(20)	(20)	(20)
金额资产类	0	69	23	31	投资净收益	7	7	7	7
长期投资	5	5	5	5	其他经营收益	49	49	49	49
固定资产	1798	11012	10372	9720	<b>营业利润</b>	2464	3197	3930	4679
无形资产	935	988	1048	1125	营业外收支	39	39	39	39
在建工程	279	223	179	143	<b>利润总额</b>	2503	3237	3969	4718
其他	650	644	636	632	所得税	626	809	993	1180
<b>资产总计</b>	15187	20831	20282	22972	<b>净利润</b>	1877	2427	2977	3538
<b>流动负债</b>	4488	8589	6118	6555	少数股东损益	(7)	(9)	(11)	(13)
短期借款	71	3135	222	0	<b>归属母公司净利润</b>	1884	2436	2987	3551
应付款项	646	1221	1359	1345	EBITDA	2693	3736	4787	5440
预收账款	0	796	584	602	EPS (最新摊薄)	3.7	4.8	5.9	7.1
其他	3771	3437	3953	4608	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	250	247	250	249	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	60	60	60	60	<b>成长能力</b>				
其他	190	187	190	189	营业收入增长率	(1.2%)	26.7%	20.1%	17.3%
<b>负债合计</b>	4738	8836	6368	6804	营业利润增长率	(12.8%)	29.8%	22.9%	19.1%
少数股东权益	406	397	386	374	归属于母公司净利润	(10.3%)	29.3%	22.6%	18.9%
归属母公司股东权	10043	11598	13528	15794	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	15187	20831	20282	22972	毛利率	75.2%	76.7%	77.9%	79.1%
					净利率	18.2%	18.6%	19.0%	19.3%
					ROE	18.9%	21.7%	23.1%	23.6%
					ROIC	17.8%	16.6%	22.0%	22.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	31.2%	42.4%	31.4%	29.6%
					净负债比率	2.8%	36.2%	4.4%	0.9%
					流动比率	2.6	0.9	1.3	1.7
					速动比率	1.8	0.5	0.6	1.0
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
					应收账款周转率	189.3	202.9	224.2	205.3
					应付账款周转率	4.8	5.1	4.8	4.9
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	3.7	4.8	5.9	7.1
					每股经营现金流(最	7.2	4.4	7.8	7.6
					每股净资产(最新摊	19.9	23.0	26.9	31.4
					<b>估值比率</b>				
					P/E	67.5	52.2	42.6	35.8
					P/B	12.7	11.0	9.4	8.1
					EV/EBITDA	40.7	34.8	26.5	22.8

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>