

**证券研究报告—动态报告**

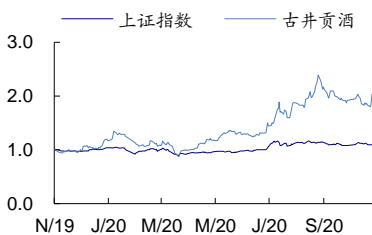
食品饮料

饮料

**古井贡酒(000596)**
**买入**
**2020 年报及 2021 一季报点评**

(维持评级)

2021 年 4 月 30 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	504/504
总市值/流通(百万元)	105,857/80,633
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12 个月最高/最低(元)	277.58/99.01

**相关研究报告:**

《古井贡酒-000596-2019 年三季报点评: 百亿近在咫尺, 势能持续释放》——2019-10-28  
 《古井贡酒-000596-2019 年中报: 业绩超预期, 结构持续优化》——2019-08-26  
 《古井贡酒-000596-2018 年年报及 2019 年一季报: 收入、利润均超预期, 产品结构持续优化》——2019-04-29  
 《古井贡酒-000596-2018 年三季报点评: 18 年前三季度净利增速保持高增, 省内省外同步发力》——2018-10-29  
 《古井贡酒-000596-2018 年半年报点评: 18 年 H1 净利增速大超预期, 公司深度全国化继续推进》——2018-08-28

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

**证券分析师: 熊鹏**

电话: 021-60875164  
 E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**21Q1 销售平稳恢复, 市场份额持续提升**
**● 疫情政策影响春节消费, 年报及一季报业绩略低预期**

公司 2020 年实现营收 102.92 亿元 (-1.2%), 归母净利润 18.55 亿元 (-11.58%), 2020Q4 营收 22.23 亿元 (+0.39%), 归母净利润 3.17 亿元 (-10.96%), 2021Q1 实现营收 41.30 亿元 (+25.86%), 归母净利润 8.14 亿元 (+27.90%), 年报及一季报业绩增速略低于我们此前预期, 预计主要系疫情就地过年政策下, 春节旺季终端需求未完成恢复。2020 年公司年份原浆系列收入同比增长 6.52%, 古井贡酒系列下滑 4.10%, 黄鹤楼受疫情冲击较大同比下滑 52.97%; 分区域来看, 华中地区收入小幅下滑 3.34%, 省外华北华南地区仍保持双位数以上增长。2021Q1 随着经济复苏公司销售逐步向好, 收入利润均恢复至超过 2019 年同期水平, 相对于省内竞品情况更好, 市场份额持续提升。2021Q1 公司销售商品收现 39.82 亿元, 同比下滑 9.83%。经营活动现金流量金额-13.74 亿元, 同比下滑 184.14%, 主要系公司购买的结构性存款增加所致。

**● 21Q1 费用率表现平稳, 净利率小幅提升**

2021Q1 公司毛利率同比下滑 0.33pct 至 76.99%, 产品结构恢复预计将在二季度后逐步体现, 销售费用率同比下滑 0.63pct 至 29.52%, 管理费用率(加研发费用)同比下滑 0.31pct 至 5.84%, 税金及附加比例同比下滑 0.22pct 至 15.63%; 综合以上因素, 使得公司一季度净利率同比提升 1.09pct 至 20.32%。

**● 21 年规划收入 120 亿, 中长期双品牌双百亿可期**

公司年报中制定 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, 规划基本均为保底目标(2020 年疫情除外)。短期看随着经济逐步复苏, 公司古 8 以上产品放量有望带动业绩持续上行, 从中长期看, 古井作为安徽省内白酒龙头, 将持续享受消费升级以及集中度提升带来的红利, 同时陆续推进省外泛区域扩张, 双品牌双百亿实现可期。

**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

年报低预期, 略下调 2021-2023 年归母净利润至 24.29/29.46/35.29 亿元, 摊薄公司 EPS 为 4.82/5.85/7.01 元, 股价对应 PE=52/43/36x。维持“买入”评级。

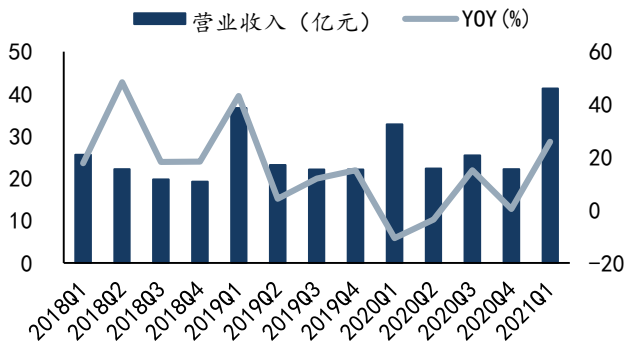
**● 风险提示: 省内消费升级不及预期, 省外扩张不及预期**
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,417	10,292	12,503	14,579	16,894
(+/-%)	19.9%	-1.2%	21.5%	16.6%	15.9%
净利润(百万元)	2098	1855	2429	2946	3529
(+/-%)	23.7%	-11.6%	31.0%	21.3%	19.8%
摊薄每股收益(元)	4.17	3.68	4.82	5.85	7.01
EBIT Margin	24.3%	21.3%	24.0%	25.2%	26.5%
净资产收益率(ROE)	23.5%	18.5%	21.3%	22.7%	23.6%
市盈率(PE)	60.6	68.6	52.4	43.2	36.0
EV/EBITDA	47.6	54.0	41.0	33.7	28.0
市净率(PB)	14.22	12.67	11.17	9.78	8.51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

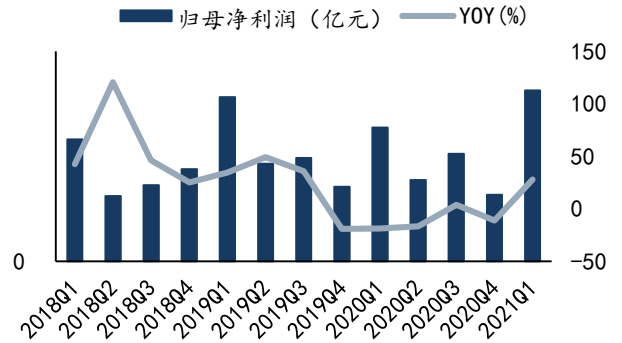
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 古井贡酒分季度营业收入及同比增速



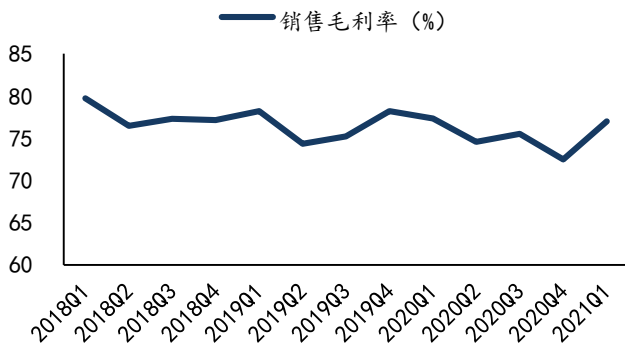
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 古井贡酒分季度归母净利润及同比增速



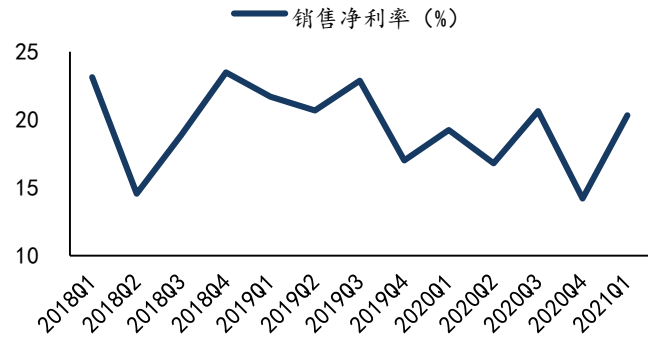
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 古井贡酒分季度毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 古井贡酒分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 4 月 30 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600809.SH	山西汾酒	118	3626	2.22	3.53	5.34	187	118	78	买入
000858.SZ	洋河股份	38.5	2884	4.90	4.96	5.25	39	39	37	买入
603369.SZ	今世缘	43.6	683	1.16	1.24	1.55	47	44	35	买入
	平均	66.7	2398	2.76	3.24	4.05	91	67	50	
000596.SZ	古井贡酒	60.6	1076	4.17	3.68	4.82	60.6	68.6	52.4	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5971	6595	7359	8190	营业收入	10292	12503	14579	16894
应收款项	101	703	820	950	营业成本	2550	2901	3353	3852
存货净额	3417	3733	4320	4977	营业税金及附加	1625	1875	2187	2534
其他流动资产	1826	2219	2587	2998	销售费用	3121	3776	4289	4832
<b>流动资产合计</b>	<b>11520</b>	<b>13577</b>	<b>15608</b>	<b>17950</b>	管理费用	802	950	1072	1203
固定资产	2077	2483	2911	3292	财务费用	(261)	(100)	(120)	(120)
无形资产及其他	935	897	860	823	投资收益	7	94	76	59
投资性房地产	650	650	650	650	资产减值及公允价值变动	(6)	0	4	(1)
长期股权投资	5	7	7	8	其他收入	(21)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>15187</b>	<b>17614</b>	<b>20037</b>	<b>22724</b>	营业利润	2435	3195	3877	4651
短期借款及交易性金融负债	71	24	31	42	营业外净收支	39	37	37	37
应付款项	646	1176	1327	1363	<b>利润总额</b>	<b>2474</b>	<b>3232</b>	<b>3914</b>	<b>4688</b>
其他流动负债	3771	4376	5016	5714	所得税费用	626	811	979	1172
<b>流动负债合计</b>	<b>4488</b>	<b>5575</b>	<b>6373</b>	<b>7118</b>	少数股东损益	(7)	(9)	(11)	(13)
长期借款及应付债券	60	60	60	60	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1855</b>	<b>2429</b>	<b>2946</b>	<b>3529</b>
其他长期负债	190	195	200	203					
<b>长期负债合计</b>	<b>250</b>	<b>255</b>	<b>261</b>	<b>264</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>4738</b>	<b>5830</b>	<b>6634</b>	<b>7382</b>	净利润	1855	2429	2946	3529
少数股东权益	406	401	395	388	资产减值准备	13	5	3	3
股东权益	10043	11383	13008	14954	折旧摊销	249	245	290	332
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15187</b>	<b>17614</b>	<b>20037</b>	<b>22724</b>	公允价值变动损失	6	(0)	(4)	1
					财务费用	(261)	(100)	(120)	(120)
关键财务与估值指标					运营资本变动				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	3.68	4.82	5.85	7.01	其它	(17)	(10)	(9)	(10)
每股红利	1.65	2.16	2.62	3.14	<b>经营活动现金流</b>	<b>1337</b>	<b>2503</b>	<b>2953</b>	<b>3397</b>
每股净资产	19.94	22.60	25.83	29.69	资本开支	(391)	(618)	(680)	(680)
ROIC	17%	21%	25%	28%	其它投资现金流	305	(122)	(196)	(313)
ROE	18%	21%	23%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(87)</b>	<b>(742)</b>	<b>(876)</b>	<b>(994)</b>
毛利率	75%	77%	77%	77%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	24%	25%	26%	负债净变化	60	0	0	0
EBITDA Margin	24%	26%	27%	28%	支付股利、利息	(832)	(1090)	(1321)	(1583)
收入增长	-1%	21%	17%	16%	其它融资现金流	645	(47)	8	10
净利润增长率	-12%	31%	21%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(899)</b>	<b>(1137)</b>	<b>(1314)</b>	<b>(1572)</b>
资产负债率	34%	35%	35%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>351</b>	<b>624</b>	<b>764</b>	<b>831</b>
息率	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	5620	5971	6595	7359
P/E	68.6	52.4	43.2	36.0	货币资金的期末余额	5971	6595	7359	8190
P/B	12.7	11.2	9.8	8.5	企业自由现金流	727	1708	2096	2550
EV/EBITDA	54.0	41.0	33.7	28.0	权益自由现金流	1432	1779	2231	2703

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032