



20 年收入短期承压，21 年明确发展目标

古井贡酒 (000596)

评级:	买入	股票代码:	000596
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	295.0/133.0
目标价格:		总市值(亿)	1,030.57
最新收盘价:	204.64	自由流通市值(亿)	785.00
		自由流通股数(百万)	383.60

事件概述

公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年公司实现营业收入 102.92 亿元，同比-1.20%；归母净利润 18.55 亿元，同比-11.58%；扣非归母净利润 17.73 亿元，同比-6.24%；EPS3.68 元/股；拟每 10 股派息 15 元（含税）。其中，2020Q4 公司实现营业收入 22.23 亿元，同比+0.39%；归母净利润 3.17 亿元，同比-10.96%；扣非归母净利润 2.72 亿元，同比-3.12%，略低于预期。2021Q1 实现营业收入 41.30 亿元，同比+25.86%；归母净利润 8.14 亿元，同比+27.90%；扣非归母净利润 8.02 亿元，同比+26.13%，基本符合预期。

分析判断：

► 2020 年收入短期承压，2021 年持续省外扩张和产品结构升级。

2020 年公司酒类实现收入 100.74 亿元（-0.89%），销量 8.69 万吨（-3.75%），吨价同比+2.98%。公司收入主要来源于年份原浆的量价齐升（销量和吨价分别+3.99%/+2.43%），预计古 8 以上产品发展势头强劲。古井贡酒收入 13.80 亿元（-4.10%），量增价减（销量和吨价分别+7.56%/-10.84%），我们判断主因促进销量加大货折。黄鹤楼收入 4.22 亿元（-52.97%），主因 2020 年湖北省受疫情影响严重，因此公司递延 1 年业绩承诺，2021 年预计实现营业收入 17.01 亿元（含税）。2021 年疫情影响消退+次高端回暖，黄鹤楼有望快速恢复。

从产品结构上看，年份原浆在白酒收入占比提升 5.41pct 至 77.77%，整体产品结构持续提升。从区域来看，华中、华北、华南分别实现 90.16 亿元（-3.34%）、6.93 亿元（+24.40%）、5.80 亿元（+11.39%）；经销商数量分别为 2157 家（+217）、846 家（+135）、380 家（+85）。经销商数量持续增加，全国化渠道拓展进展顺利。2020 年公司合同负债 12.07 亿元，同比+127.71%；销售收现 108.08 亿元，同比+0.75%；经营活动现金流净额 36.25 亿元，同比+1783.40%，主因受限货币资金收回较多（同比+207.47%）和不可提前支取的结构性定期存款及定期存款支出减少（同比-91.54%）。

21Q1 营业收入同比+25.86%，我们判断主要来源于古 8 以上产品收入高增贡献；合同负债 19.44 亿元，同比+26.75%、环比增加 7.37 亿元，主因公司产品动销情况良好，经销商打款备货积极；销售收现 39.82 亿元，同比-9.83%，主因应收款项融资增加（同比+98.97%）；经营活动现金流净额-13.74 亿元，去年同期 16.33 亿元，主因购买的结构性存款增加。

► 产品结构升级趋势下 2021 年盈利能力有望改善。

2020 年公司毛利率 75.23%（-1.49pct）；其中，年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼毛利率分别为 81.50%（-1.66pct）、60.24%（-5.81pct）、68.58%（-4.76pct）。毛利率下滑主因 1）运输费用调整至营业成本；2）人工成本提升（同比+22.03%）。运输费用项目调整和综合促销费下降（-22.03%）对销售费用的贡献被职工薪酬上涨抵消（+34.26%），因此销售费用率微降 0.25pct 至 30.32%；职工薪酬同比+21.30%。因此管理费用率提升 1.22pct 至 7.79%。综合影响，2020 年净利率 17.95%（-2.76pct）。

21Q1 公司毛利率 76.99%（-0.33pct），主因运输费用调整至营业成本。税金及附加占营收比重 15.63%（-0.22pct）、销售费用率 29.52%（-0.63pct）、管理费用率 5.62%（-0.30pct）。综合影响，21Q1 净利率 20.32%（+1.09pct），盈利能力改善。

► 聚焦“全国化、次高端”战略深耕渠道，产品结构+品牌双优化提升公司实力。

公司坚定“全国化、次高端”发展战略，聚焦品牌推广+产品结构优化。品牌建设方面，重点聚焦央视、省级卫视、高铁、新媒体及实践活动，积极参与国际性重大事件提高品牌曝光度。产品结构方面，重点培育年份原浆系列产品，聚焦大单品古 20，打开次高端省外市场空间，实现整体产品结构提升。我们判断，年初至今公司年份原浆系列产品批价稳步提升，动销情况良好，次高端及以上产品库存水平较低。公司 2021 年目标实现营业收入 120 亿元 (+16.59%)，利润总额 28.47 亿元 (+15.08%)。按照公司目标计算，预计 2021 年后三季度收入 78.70 亿元 (+12.26%)，利润总额 20.33 亿元 (+24.37%)。在白酒动销持续恢复的后三季度，我们判断公司收入目标略保守，认为有望超预期。

投资建议

我们看好公司结构升级和全年次高端弹性，认为 2021 年盈利有望高于收入。预计公司 2021-2023 年实现营业收入 120.00/138.09/158.80 亿元，同比+16.6%/+15.1%/+15.0%，上次预测 2021-2022 年同比+21.1%/+17.8%；实现归母净利润 22.02/25.90/30.22 亿元，同比+18.7%/+17.6%/+16.7%，上次预测 2021-2022 年同比+26.6%/+20.8%；EPS 分别为 4.37/5.14/6.00 元，当前股价对应估值分别为 47/40/34 倍。维持“买入”评级。

风险提示

①疫情持续超预期；②经济下行导致需求减弱；③食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,417	10,292	12,000	13,809	15,880
YoY (%)	19.9%	-1.2%	16.6%	15.1%	15.0%
归母净利润(百万元)	2,098	1,855	2,202	2,590	3,022
YoY (%)	23.7%	-11.6%	18.7%	17.6%	16.7%
毛利率 (%)	76.7%	75.2%	76.6%	76.9%	77.0%
每股收益 (元)	4.17	3.68	4.37	5.14	6.00
ROE	23.5%	18.5%	19.4%	20.2%	20.7%
市盈率	49.13	55.57	46.80	39.78	34.10

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：010-59775343

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：010-59775343

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,292	12,000	13,809	15,880	净利润	1,848	2,211	2,601	3,034
YoY (%)	-1.2%	16.6%	15.1%	15.0%	折旧和摊销	272	227	215	217
营业成本	2,550	2,812	3,195	3,649	营运资金变动	1,482	1,200	758	810
营业税金及附加	1,625	1,872	2,140	2,446	经营活动现金流	3,625	3,609	3,523	4,013
销售费用	3,121	3,636	4,170	4,796	资本开支	-558	-627	-486	-502
管理费用	802	924	1,063	1,207	投资	285	0	0	0
财务费用	-261	-131	-178	-199	投资活动现金流	-231	-605	-462	-476
资产减值损失	-14	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	7	12	14	16	债务募资	131	-71	0	0
营业利润	2,435	2,912	3,447	4,016	筹资活动现金流	-701	-977	-1,108	-1,259
营业外收支	39	16	35	30	现金净流量	2,692	2,027	1,953	2,279
利润总额	2,474	2,928	3,482	4,046	主要财务指标				
所得税	626	717	881	1,011	成长能力				
净利润	1,848	2,211	2,601	3,034	营业收入增长率	-1.2%	16.6%	15.1%	15.0%
归属于母公司净利润	1,855	2,202	2,590	3,022	净利润增长率	-11.6%	18.7%	17.6%	16.7%
YoY (%)	-11.6%	18.7%	17.6%	16.7%	盈利能力				
每股收益	3.68	4.37	5.14	6.00	毛利率	75.2%	76.6%	76.9%	77.0%
资产负债表（百万元）					净利率	18.0%	18.4%	18.8%	19.1%
货币资金	5,971	7,998	9,951	12,230	总资产收益率 ROA	12.2%	12.8%	13.5%	14.0%
预付款项	56	56	64	73	净资产收益率 ROE	18.5%	19.4%	20.2%	20.7%
存货	3,417	3,081	2,801	2,599	偿债能力				
其他流动资产	2,076	2,056	2,053	2,063	流动比率	2.57	2.51	2.59	2.66
流动资产合计	11,520	13,192	14,870	16,965	速动比率	1.79	1.91	2.09	2.24
长期股权投资	5	5	5	5	现金比率	1.33	1.52	1.73	1.92
固定资产	1,798	1,834	1,884	1,929	资产负债率	31.2%	31.9%	31.2%	30.6%
无形资产	935	1,147	1,311	1,488	经营效率				
非流动资产合计	3,667	4,073	4,371	4,677	总资产周转率	0.68	0.70	0.72	0.73
资产合计	15,187	17,265	19,240	21,641	每股指标（元）				
短期借款	71	0	0	0	每股收益	3.68	4.37	5.14	6.00
应付账款及票据	646	1,048	1,143	1,260	每股净资产	19.94	22.52	25.46	28.96
其他流动负债	3,771	4,214	4,601	5,110	每股经营现金流	7.20	7.17	7.00	7.97
流动负债合计	4,488	5,262	5,744	6,370	每股股利	0.00	1.80	2.20	2.50
长期借款	60	60	60	60	估值分析				
其他长期负债	190	190	190	190	PE	55.57	46.80	39.78	34.10
非流动负债合计	250	250	250	250	PB	13.64	9.09	8.04	7.07
负债合计	4,738	5,512	5,994	6,620					
股本	504	504	504	504					
少数股东权益	406	414	425	437					
股东权益合计	10,449	11,753	13,246	15,021					
负债和股东权益合计	15,187	17,265	19,240	21,641					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。