

古井贡酒 (000596) 2020年报点评

年份原浆量价齐升，来年业绩确定性较高

2021年05月14日

【投资要点】

- ◆ 公司发布2020年报。2020年，公司实现营收102.9亿元，yoy-1.2%，基本符合我们的预期，实现归母净利润18.5亿元，yoy-11.6%，低于我们的预期，实现扣非净利润17.7亿元，yoy-6.2%。2020年公司实现经营性净现金流36.2亿元，同比多流入34.3亿元，实现销售回款108.1亿元，yoy+0.6%。
- ◆ 年份原浆量价齐升，黄鹤楼疫情受损拖累整体业绩。全年公司白酒业务实现营收100.7亿元，yoy-0.9%。分产品来看，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼分别实现营收78.3/13.8/4.2亿元，yoy+6.5%/-4.1%/-53.0%。受疫情影响，公司整体白酒业务收入有所下滑，年份原浆系列逆势增长。年份原浆定位集中在次高端价格带，受益于次高端扩容，古20动销表现强劲。量价拆分来看，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼销量分别同比变动+4.0%/+7.6%/-47.3%，销售单价分别同比变动+2.4%/-10.8%/-10.8%。年份原浆量价齐升，主要受益于公司战略倾向，省内外资源聚焦，重点培育年份原浆古20单品，在长三角等部分核心市场投放，终端渠道的陈列、广宣费用也重点覆盖该产品。黄鹤楼拖累整体业绩，主要系该系列聚焦湖北市场，2020年疫情对湖北市场影响较大。
- ◆ 华中区域受疫情影响明显，外埠市场发力。华中区域是公司重点经营区域，全年收入占比为87.60%。2020年公司华北/华中/华南/国际区域收入同比+24.4%/-3.3%/+11.4%/-71.2%。华北和华南区域收入高增，华中区域增速疲软，主要系湖北区域受疫情影响较严重。公司全年增加经销商440家，其中华北/华南/华中/国际区域分别增加135/85/217/3家(+19.0%/28.8%/11.2%/60.0%)，华北和华南区域经销商网络快速扩张，外埠市场发力。
- ◆ 货折压缩毛利率，人力成本增加。公司全年综合毛利率为75.2%，同比回落1.5pct。我们认为毛利率降低主要系新收入准则下运输费用调整至营业成本，叠加疫情影响下渠道去库存，货折较高。分产品来看，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼毛利率分别回落1.7/5.8/4.8pct。费用方面，公司全年期间费用率同比下降0.6pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.3/+1.2/-1.6/-0.01pct。销售费用率略降，主要系收入准则变更，管理费用率提升，主要系职工薪酬增加。
- ◆ 黄鹤楼考核顺延，21年业绩确定性较高。根据公司经营计划，2021年计划实现营业收入120亿元，yoy+16.59%，计划实现利润总额28.47

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

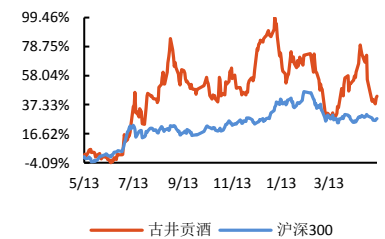
证券分析师：姜楠

证书编号：S1160520090001

联系人：李欣欣

电话：021-23586472

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	107765.36
流通市值 (百万元)	82086.56
52周最高/最低 (元)	295.00/139.00
52周最高/最低 (PE)	77.65/36.56
52周最高/最低 (PB)	15.68/7.98
52周涨幅 (%)	46.17
52周换手率 (%)	172.45

相关研究

《收入恢复两位数增长，定增扩产蓄力双百亿目标》

2020.11.17

亿元，yoy+15.08%。受疫情影响，黄鹤楼 20 年末未完成业绩承诺，各方协商后决定 2020 年不作为考核年度，顺延至 2021 年作为第四个考核年度，即 21 年黄鹤楼营收目标为 17.0 亿元，较 20 年营收增加 11.2 亿元。若黄鹤楼顺利完成营收指标，公司年份原浆和古井贡酒需贡献 0.1 亿元收入增量即可达成业绩指引。我们认为公司业绩指引仅为底线目标，达成难度不大，公司 21 年业绩确定性较高。

【投资建议】

- ◆ 古 20 卡位次高端主流价格带，省内外共同发力，中长期成长路径清晰。公司重点培育古 20 大单品，我们认为，在次高端白酒持续扩容的背景下，古 20 有望率先卡位 600-800 元主流价格带，提升品牌形象，率先享受扩容红利，拉动整体业绩。公司是安徽省酒龙头，省内品牌认可度较高，20 年收购明光酒业深耕省内市场，随着疫情影响逐渐消退，黄鹤楼有望贡献省外市场增量。中长期来看，公司有望借助黄鹤楼渠道加速推进全国化。我们下调公司 2021-2022 年营收预期至 123.19/142.11 亿元，预测 2023 年实现营收 161.02 亿元，下调公司 2021-2022 年归母净利润预期至 22.61/27.27 亿元，预测 2023 年实现归母净利润 31.09 亿元，对应 EPS 4.49/5.41/6.17 元/股，对应 PE 47/39/34 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10292.06	12318.90	14211.00	16102.21
增长率(%)	-1.20%	19.69%	15.36%	13.31%
EBITDA（百万元）	2425.44	3141.35	3738.01	4210.02
归属母公司净利润（百万元）	1854.58	2261.14	2726.81	3108.72
增长率(%)	-11.58%	21.92%	20.59%	14.01%
EPS(元/股)	3.68	4.49	5.41	6.17
市盈率 (P/E)	73.86	46.75	38.77	34.00
市净率 (P/B)	13.64	8.59	7.03	5.83
EV/EBITDA	54.07	31.25	25.53	21.93

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 古20推广不及预期；
- ◆ 黄鹤楼恢复不及预期；
- ◆ 省内竞争加剧；
- ◆ 疫情影响超预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11519.86	14451.88	17752.95	21389.85
货币资金	5971.21	7600.75	10340.70	13463.76
应收及预付	123.51	1372.35	1575.82	1777.35
存货	3416.88	3463.47	3814.91	4121.00
其他流动资产	2008.25	2015.30	2021.52	2027.74
非流动资产	3666.77	3676.77	3686.77	3696.77
长期股权投资	4.92	4.92	4.92	4.92
固定资产	1797.79	1767.79	1737.79	1707.79
在建工程	279.17	279.17	279.17	279.17
无形资产	934.71	974.71	1014.71	1054.71
其他长期资产	650.18	650.18	650.18	650.18
资产总计	15186.63	18128.65	21439.72	25086.62
流动负债	4487.72	5108.25	5619.73	6074.93
短期借款	70.67	0.00	0.00	0.00
应付及预收	645.82	923.59	1017.31	1098.93
其他流动负债	3771.24	4184.66	4602.41	4975.99
非流动负债	250.05	250.05	250.05	250.05
长期借款	60.12	60.12	60.12	60.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	189.93	189.93	189.93	189.93
负债合计	4737.77	5358.30	5869.78	6324.98
实收资本	503.60	503.60	503.60	503.60
资本公积	1295.41	1295.41	1295.41	1295.41
留存收益	8244.28	10505.42	13232.23	16340.95
归属母公司股东权益	10043.29	12304.42	15031.23	18139.95
少数股东权益	405.56	465.92	538.71	621.70
负债和股东权益	15186.63	18128.65	21439.72	25086.62

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10292.06	12318.90	14211.00	16102.21
营业成本	2549.81	2809.26	3094.32	3342.59
税金及附加	1625.29	1971.02	2273.76	2576.35
销售费用	3120.98	3695.67	4263.30	4830.66
管理费用	802.20	862.32	994.77	1288.18
研发费用	40.59	49.28	56.84	64.41
财务费用	-260.84	-96.70	-129.95	-173.18
资产减值损失	-14.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-19.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.79	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	1.22	0.00	0.00	0.00
其他收益	47.47	49.28	56.84	64.41
营业利润	2434.50	3077.33	3714.80	4237.61
营业外收入	66.60	50.00	50.00	50.00
营业外支出	27.26	32.00	32.00	32.00
利润总额	2473.84	3095.33	3732.80	4255.61
所得税	625.95	773.83	933.20	1063.90
净利润	1847.89	2321.50	2799.60	3191.70
少数股东损益	-6.69	60.36	72.79	82.98
归属母公司净利润	1854.58	2261.14	2726.81	3108.72
EBITDA	2425.44	3141.35	3738.01	4210.02

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3624.54	1906.60	2944.80	3327.92
净利润	1847.89	2321.50	2799.60	3191.70
折旧摊销	272.25	210.00	210.00	210.00
营运资金变动	1482.09	-611.29	-49.65	-58.64
其它	22.32	-13.61	-15.14	-15.14
投资活动现金流	-231.22	-202.00	-202.00	-202.00
资本支出	-557.86	-202.00	-202.00	-202.00
投资变动	285.17	0.00	0.00	0.00
其他	41.47	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-701.17	-75.06	-2.86	-2.86
银行借款	130.67	-70.67	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-831.84	-4.39	-2.86	-2.86
现金净增加额	2692.15	1629.54	2739.94	3123.06
期初现金余额	2944.75	5971.21	7600.75	10340.70
期末现金余额	5636.90	7600.75	10340.70	13463.76

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-1.20%	19.69%	15.36%	13.31%
营业利润增长	-13.78%	26.40%	20.72%	14.07%
归属母公司净利润增长	-11.58%	21.92%	20.59%	14.01%
获利能力 (%)				
毛利率	75.23%	77.20%	78.23%	79.24%
净利率	17.95%	18.84%	19.70%	19.82%
ROE	18.47%	18.38%	18.14%	17.14%
ROIC	15.20%	17.14%	16.93%	15.94%
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.20%	29.56%	27.38%	25.21%
净负债比率	-55.90%	-59.05%	-66.03%	-71.44%
流动比率	2.57	2.83	3.16	3.52
速动比率	1.79	2.12	2.45	2.82
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.68	0.66	0.64
应收账款周转率	151.50	243.33	243.33	243.33
存货周转率	3.01	3.56	3.73	3.91
每股指标 (元)				
每股收益	3.68	4.49	5.41	6.17
每股经营现金流	7.20	3.79	5.85	6.61
每股净资产	19.94	24.43	29.85	36.02
估值比率				
P/E	73.86	46.75	38.77	34.00
P/B	13.64	8.59	7.03	5.83
EV/EBITDA	54.07	31.25	25.53	21.93

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。