

# 古井贡酒 (000596.SZ)

## 业绩符合预期，现金流表现亮眼

**事件:** 公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 70.07 亿元，同增 27.0%；归母净利润 13.79 亿元，同增 34.5%。其中 Q2 实现营收 28.77 亿元，同增 28.6%；归母净利润 5.64 亿元，同增 45.4%，符合市场预期。此外，公司 Q2 末合同负债 22.14 亿元，环比增长 2.70 亿元，Q2 销售回款 40.83 亿元，同增 112.6%，经营活动产生的现金流量净额为 16.38 亿元，同增 131.0%，现金流表现亮眼。

**年份原浆结构升级显著，黄鹤楼实现较好恢复。**公司 2021H1 白酒业务实现收入 68.09 亿元，同增 25.3%，分产品来看，年份原浆/古井贡酒实现收入 50.70/8.06 亿元，同增 15.5%/14.1%，其中年份原浆系列销量同降 7.33%，均价同增 24.6%，预计公司年份原浆古 8 及以上产品顺应省内消费升级趋势放量增长，古井贡酒系列销量同增 14.1%，均价同比持平。2021H1 黄鹤楼实现收入 5.81 亿元，同增 319.6%，同比 2019H1 增长 26.9%，疫情后实现较好的恢复。分区域来看，公司华中/华北/华南分别实现收入 60.25/5.05/4.72 亿元，同比 23.5%/40.3%/67.5%。

**产品结构持续提升，净利率进入上行通道。**公司 2021Q2 毛利率为 75.6%，同比提升 1.0pcts，其中年份原浆系列毛利率 82.5%，同比提升 1.9pcts，古井贡酒毛利率 59.5%，同比下降 0.7pct，黄鹤楼毛利率 75.4%，同比提升 4.5pcts。2021Q2 公司销售费用率 28.1%，同比基本持平，管理费用率 8.2%，同比下降 0.8pct。此外，所得税率季度间波动增厚利润。整体来看，公司 2021H1/2021Q2 净利率分别为 20.3%/20.2%，同比分别提升 2.0/3.4pcts。

**古 20 省内外放量，中长期成长路径清晰。**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。省外江苏、河北、湖北、江西等市场也快速起量，保持高速发展势头。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势能稳步释放。

**盈利预测及投资建议:** 我们上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 24.99/31.95/39.38 亿元，同比+34.8/27.9/23.3%，考虑到定增对股本的摊薄，对应 EPS 分别为 4.73/5.77/7.11 元，对应 2021-2023 年市盈率分别为 42/34/28 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 57 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	12,889	14,961	17,325
增长率 yoy (%)	19.9	-1.2	25.2	16.1	15.8
归母净利润 (百万元)	2,098	1,855	2,499	3,195	3,938
增长率 yoy (%)	23.7	-11.6	34.8	27.9	23.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.97	3.51	4.73	5.77	7.11
净资产收益率 (%)	22.9	17.7	14.8	15.9	16.7
P/E (倍)	50.0	56.5	41.9	34.4	27.9
P/B (倍)	11.7	10.4	6.2	5.2	4.5

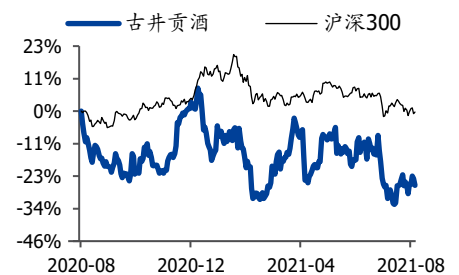
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	198.32
总市值(百万元)	104,831.95
总股本(百万股)	528.60
其中自由流通股(%)	72.57
30日日均成交量(百万股)	2.87

#### 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): Q1 如期恢复，全年目标规划稳健》2021-04-30
- 2、《古井贡酒 (000596.SZ): 定增加码产能建设，锚定双百亿目标》2020-11-15
- 3、《古井贡酒 (000596.SZ): Q3 收入环比提速，份额持续强化》2020-10-29



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10526	11520	19972	21462	26845
现金	5620	5971	12025	14814	17658
应收票据及应收账款	1045	68	1326	292	1582
其他应收款	26	33	41	45	54
预付账款	197	56	261	107	319
存货	3015	3417	4344	4230	5258
其他流动资产	623	1975	1975	1975	1975
<b>非流动资产</b>	3345	3667	4148	4415	4643
长期投资	5	5	5	5	6
固定资产	1723	1798	2238	2477	2692
无形资产	786	935	1034	1077	1134
其他非流动资产	832	929	870	856	811
<b>资产总计</b>	13871	15187	24120	25877	31488
<b>流动负债</b>	4247	4488	6636	5152	7368
短期借款	0	71	71	71	71
应付票据及应付账款	1267	646	1663	888	1934
其他流动负债	2980	3771	4903	4194	5364
<b>非流动负债</b>	192	250	239	228	216
长期借款	0	60	49	38	26
其他非流动负债	192	190	190	190	190
<b>负债合计</b>	4439	4738	6875	5380	7585
少数股东权益	488	406	457	515	577
股本	504	504	529	529	529
资本公积	1295	1295	6270	6270	6270
留存收益	7145	8244	10030	12052	14607
归属母公司股东权益	8944	10043	16787	19982	23326
<b>负债和股东权益</b>	13871	15187	24120	25877	31488

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	192	3625	2315	3021	3577
净利润	2158	1848	2551	3253	4001
折旧摊销	263	272	254	310	334
财务费用	-98	-261	-233	-361	-440
投资损失	-126	-7	5	5	5
营运资金变动	-335	-859	-262	-186	-323
其他经营现金流	-1669	2631	0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	2672	-231	-740	-582	-567
资本支出	412	562	481	267	228
长期投资	2953	285	-0	-0	-0
其他投资现金流	6038	616	-260	-315	-340
<b>筹资活动现金流</b>	-755	-701	4479	350	-166
短期借款	0	71	0	0	0
长期借款	0	60	-11	-11	-12
普通股增加	0	0	25	0	0
资本公积增加	0	0	4975	0	0
其他筹资现金流	-755	-832	-510	361	-154
<b>现金净增加额</b>	2109	2692	6054	2789	2844

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10417	10292	12889	14961	17325
营业成本	2426	2550	3077	3399	3761
营业税金及附加	1593	1625	1991	2324	2694
营业费用	3185	3121	3738	4264	4851
管理费用	685	802	928	1002	1126
研发费用	42	41	64	75	87
财务费用	-98	-261	-233	-361	-440
资产减值损失	-1	-14	1	0	-6
其他收益	98	47	54	59	64
公允价值变动收益	18	-20	0	0	0
投资净收益	126	7	-5	-5	-5
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	2823	2435	3371	4311	5312
营业外收入	58	67	50	50	50
营业外支出	8	27	6	6	6
<b>利润总额</b>	2873	2474	3415	4355	5356
所得税	715	626	864	1102	1355
<b>净利润</b>	2158	1848	2551	3253	4001
少数股东损益	60	-7	52	58	62
<b>归属母公司净利润</b>	2098	1855	2499	3195	3938
EBITDA	2967	2575	3405	4268	5209
EPS (元)	3.97	3.51	4.73	5.77	7.11

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.9	-1.2	25.2	16.1	15.8
营业利润(%)	20.3	-13.8	38.5	27.9	23.2
归属于母公司净利润(%)	23.7	-11.6	34.8	27.9	23.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	76.7	75.2	76.1	77.3	78.3
净利率(%)	20.1	18.0	19.4	21.4	22.7
ROE(%)	22.9	17.7	14.8	15.9	16.7
ROIC(%)	22.5	16.8	13.9	14.7	15.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.0	31.2	28.5	20.8	24.1
净负债比率(%)	-58.8	-55.2	-68.5	-71.3	-73.1
流动比率	2.5	2.6	3.0	4.2	3.6
速动比率	1.7	1.4	2.0	3.0	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.97	3.51	4.73	5.77	7.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	6.86	4.38	5.71	6.77
每股净资产(最新摊薄)	16.92	19.00	31.76	37.80	44.13
<b>估值比率</b>					
P/E	50.0	56.5	41.9	34.4	27.9
P/B	11.7	10.4	6.2	5.2	4.5
EV/EBITDA	33.5	38.5	27.4	21.2	16.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 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

#### 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

#### 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：021-38124100

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