

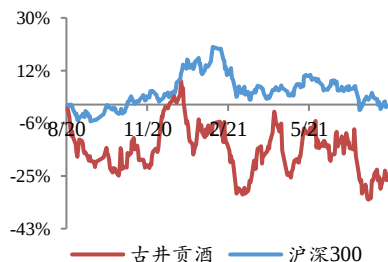
徽酒单寡头格局明确，全国化推进目标坚定

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-28

收盘价（元）	198.32
近12个月最高/最低（元）	290.09 180.40
总股本（百万股）	529
流通股本（百万股）	384
流通股比例（%）	72.57
总市值（亿元）	1,048
流通市值（亿元）	761

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

- 1.古井贡酒（000596.SZ）：徽酒单寡头格局明确，全国化推进目标坚定 20210525 2021-05-25
- 2.古井贡酒（000596.SZ）：业绩稳步增长，徽酒延续单寡头格局 20210429 2021-04-30

主要观点：

古井贡酒发布中报，H1实现营收70.1亿元，YoY+26.7%，实现归母净利润13.8亿元，YoY+34.5%，实现扣非后归母净利润13.4亿元，YoY+32.8%；H1毛利率76.40%，同增0.2pct；年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼分别实现收入50.7/8.1/5.8亿元，分别YoY+15.5%/14.1%/319.6%，黄鹤楼低基数下快速恢复，换算销售口径收入后基本完成全年任务一半，全年17亿对赌任务有机会完成；H1销售费用率28.94%，同降0.37pct，管理费用率6.96%，同降0.49pct；H1现金回款80.6亿元，YoY+27.2%，合同负债余额22.1亿元，QoQ+13.9%，YoY+204%。拆分Q2，Q2实现营收28.8亿元，YoY+28.6%，较19年Q2 CAGR 13.4%，实现归母净利润5.6亿元，YoY+45.4%；Q2毛利率75.56%，同增1.01pct，产品结构升级对毛利率贡献逐渐体现，销售费用率28.12%，同增0.04pct，管理费用率8.57%，同降0.77pct，Q2现金回款40.8亿元，YoY+112.7%。

●省内消费升级持续带动产品结构上移

安徽省内消费升级趋势明确，公司作为徽酒单寡头省内格局清晰，带动公司年份原浆产品结构持续上移。H1安徽省内回款同增20%+，20年末公司推出千元新高端产品年三十，21年年三十有望实现过亿元收入，贡献一定利润弹性；古20品牌建设较好，在500元价格带快速发展，充分受益于安徽省内消费升级，回款节奏较快，目前古井在全国战略上聚焦古20，在省外市场树立品牌形象，目前省外部分市场古20消费者接受度逐步显现，虽省外有一定货物回流，但省内消费端亦能够消化，预计21年古20有望实现约15亿规模；古16、古8亦受益于消费升级，在200~300元价格带实现增长，预计古8以上次高端产品占比约35%；下方古5、献礼版渠道利润收窄，在省会城市增长乏力，通过渠道下沉稳固基本盘，客观来说已经进入产品生命周期成熟期，但公司作为地产酒寡头，消费升级大背景下古井几乎一人独享升级红利，借产品结构轮动升级，上方产品接续放量，足以给公司提供持续增长动力。

●全国化两手抓，省外仍需持续跟踪

公司2024年规划200亿营收中约50%来自于省外市场，目前省外市场占比约30%，公司明确全国化两手抓，一手招商布局覆盖，另一手抓重点市场深度占有。目前江苏以南京、苏州为代表的市场快速推进，江苏已取代河南成为公司省外第一大市场，公司省外江苏、河北等市场产品结构布局较高，顺应消费升级发展较快；河南早年是公司省外规模较大的市场，产品结构较低，公司已提出河南再造新安徽，逐步推进产品结构、客户资源等切换，仍需时间。H1经销商增长709家，减少380家，较2020年末净增加10%。

● 投资建议

徽酒单寡头格局稳固，维持“买入”评级。预估 2021~2023 年营收分别为 123、140、159 亿元，分别同增 20%、14%、14%，归母净利润分别为 22.7、26.5、30.7 亿元，分别同增 23%、17%、16%，对应 PE 为 46、40、34 倍，我们认为，公司作为徽酒绝对龙头，安徽地产酒单寡头格局稳固，古 8 以上次高端产品流行性已出现，有望持续享受省内消费升级红利，省外瞄准次高端谋求全国化目标明确，持续推进环安徽省招商。公司作为徽酒龙头，依托省内市场、及泛全国化发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 年份原浆系列动销不及预期；2) 省内渠道下沉、省外全国化扩展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10292	12297	14025	15912
收入同比 (%)	-1.2%	19.5%	14.0%	13.5%
归属母公司净利润	1855	2274	2653	3067
净利润同比 (%)	-11.6%	22.6%	16.6%	15.6%
毛利率 (%)	75.2%	75.5%	75.9%	76.3%
ROE (%)	18.5%	18.5%	17.7%	17.0%
每股收益 (元)	3.68	4.30	5.02	5.80
P/E	77.53	46.09	39.51	34.18
P/B	14.32	8.51	7.00	5.81
EV/EBITDA	54.07	35.26	29.52	24.60

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11520	14892	17925	21676	营业收入	10292	12297	14025	15912
现金	5971	7749	10454	13714	营业成本	2550	3008	3380	3769
应收账款	68	57	71	86	营业税金及附加	1625	1942	2215	2513
其他应收款	33	44	43	53	销售费用	3121	3726	4249	4821
预付账款	56	198	191	181	管理费用	802	959	1093	1240
存货	3417	3839	4348	4903	财务费用	-261	-314	-392	-460
其他流动资产	1975	3006	2817	2738	资产减值损失	-14	0	0	0
非流动资产	3667	3667	3667	3667	公允价值变动收益	20	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	7	8	9	10
固定资产	1798	1798	1798	1798	营业利润	2435	2995	3500	4051
无形资产	935	935	935	935	营业外收入	67	67	67	67
其他非流动资产	929	929	929	929	营业外支出	27	27	27	27
资产总计	15187	18559	21592	25343	利润总额	2474	3034	3539	4091
流动负债	4488	5594	5983	6678	所得税	626	768	895	1035
短期借款	71	0	0	0	净利润	1848	2266	2643	3056
应付账款	505	683	741	810	少数股东损益	-7	-8	-10	-11
其他流动负债	3912	4911	5242	5869	归属母公司净利润	1855	2274	2653	3067
非流动负债	250	250	250	250	EBITDA	2425	2615	3032	3505
长期借款	60	60	60	60	EPS（元）	3.68	4.30	5.02	5.80
其他非流动负债	190	190	190	190					
负债合计	4738	5844	6233	6929					
少数股东权益	406	397	388	377					
股本	504	504	504	504					
资本公积	1295	1295	1295	1295					
留存收益	8244	10519	13172	16238					
归属母公司股东权益	10043	12318	14971	18037					
负债和股东权益	15187	18559	21592	25343					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3625	1799	2655	3209	成长能力				
净利润	1855	2274	2653	3067	营业收入	-1.2%	19.5%	14.0%	13.5%
折旧摊销	272	0	0	0	营业利润	-13.8%	23.0%	16.9%	15.8%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	-11.6%	22.6%	16.6%	15.6%
投资损失	-7	-8	-9	-10	获利能力				
营运资金变动	1482	-418	62	205	毛利率（%）	75.2%	75.5%	75.9%	76.3%
其他经营现金流	394	2644	2540	2810	净利率（%）	18.0%	18.5%	18.9%	19.3%
投资活动现金流	-231	49	50	52	ROE（%）	18.5%	18.5%	17.7%	17.0%
资本支出	-558	41	41	41	ROIC（%）	15.2%	15.3%	14.7%	14.2%
长期投资	285	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	41	8	9	10	资产负债率（%）	31.2%	31.5%	28.9%	27.3%
筹资活动现金流	-701	-71	0	0	净负债比率（%）	45.3%	46.0%	40.6%	37.6%
短期借款	71	-71	0	0	流动比率	2.57	2.66	3.00	3.25
长期借款	60	0	0	0	速动比率	1.79	1.94	2.24	2.48
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.68	0.66	0.65	0.63
其他筹资现金流	-832	0	0	0	应收账款周转率	151.50	215.21	197.87	184.04
现金净增加额	2692	1777	2705	3260	应付账款周转率	5.05	4.40	4.56	4.66

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	3.68	4.30	5.02	5.80	P/E	77.53	46.09	39.51	34.18
每股经营现金流薄）	6.86	3.40	5.02	6.07	P/B	14.32	8.51	7.00	5.81
每股净资产	19.00	23.30	28.32	34.12	EV/EBITDA	54.07	35.26	29.52	24.60

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人：姚启璠，华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。