



2021年08月29日

销量吨价提升带动收入高增，收入业绩趋势向上

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:	295.0/177.01
目标价格:		总市值(亿)	1,048.32
最新收盘价:	198.32	自由流通市值(亿)	760.76
		自由流通股数(百万)	383.60

事件概述

2021H1 实现收入 70.07 亿元，同比+26.96%；归母净利 13.79 亿元，同比+34.53%；扣非归母净利 13.38 亿元，同比+32.78%；合同负债 22.14 亿元，同比+204.34%。其中，2021Q2 实现收入 28.78 亿元，同比+28.60%；归母净利 5.64 亿元，同比+45.39%；扣非归母净利 5.37 亿元，同比+44.13%。符合市场预期。

分析判断:

► 销量和吨价提升带动收入高增，省外拓展仍在进行中。

2021H1 公司白酒业务收入 68.09 亿元，同比+25.33%。分产品来看，2021H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼/其他分别实现收入 50.70/8.06/5.81/3.52 亿元，分别同比+15.49%/+14.09%/+319.60%/+77.61%；销量分别同比-7.33%/+14.13%/+203.91%/+23.65%；吨价分别同比+24.63%/-0.04%/+38.07%/+43.64%。上半年收入高增一方面因为公司主力产品年份原浆吨价同比有较大幅度提升，另一方面湖北省疫情影响逐渐消退，公司另一品牌黄鹤楼销量和吨价同比都有较大幅度提升。分区域来看，2021H1 华北/华中/华南分别实现收入 5.05/60.25/4.72 亿元，分别同比+40.30%/+23.54%/+67.51%，经销商数量分别净+83/+32/+213 家。上半年华北和华南收入均实现了高速增长，经销商数量也有了较大幅度提升，公司省外拓展顺利进行中。

► 吨价提升+规模效应促进盈利能力提升，结构性存款增加导致经营活动现金流同比下滑。

2021H1 公司整体毛利率 76.40%，同比+0.20pct；白酒业务毛利率 77.84%，同比+1.05pct；年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼/其他毛利率分别为 82.45%/59.47%/75.35%/57.66%，分别同比+1.92%/-0.72%/+4.47%/+0.27pct。其中，2021Q2 毛利率 75.56%，同比+1.01pct。毛利率上涨我们判断一方面由于两大品牌吨价提升幅度较大；另一方面由于销量提升规模效应显现。虽然上半年综合促销费（H1 同比+44.07%）、职工薪酬（H1 同比+28.32%）和折旧费（H1 同比+13.94%）增加，但由于公司营业收入大幅增长因此 H1 销售/管理费用率 28.94%/6.67%，同比-0.37/-0.49pct；其中 Q2 销售/管理费用率 28.12%/8.19%，同比+0.03/-0.82pct。吨价提升+规模效应促进毛利率提升，同时销售和管理费用率下降，H1 公司净利率 20.27%，同比+2.04pct；其中 Q2 净利率 20.20%，同比+3.42pct。

2021H1 合同负债 22.14 亿元，同比+204.34%，主因公司产品动销良好经销商积极备货导致的预收款项增加。销售收现 80.65 亿元，同比+27.27%，主因营业收入和合同负债增加。经营活动现金流量净额 2.64 亿元，同比-88.73%，主因结构性存款增加。

► 全国化次高端深耕渠道，产品结构+多品牌提升公司实力。

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，2020 年在“华樽杯”中国酒类品牌价值评选活动中，公司以 1971.36 亿元的品牌价值位列中国白酒行业第四名。同时，2021 年 1 月公司与明光酒业签订战略合作协议，通过多品牌和多香型满足消费者需求的多样性。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，“黄鹤楼”作为湖北省名酒与公司合作拓展华南市场。我们判断，年初至今年份原浆系列产品批价稳定，动销情况良好，次高端及以上产品库存水平良性。目前公司整体回款比例较高，全年任务完成压力较小，叠加次高端行业热度持续较高有望超预期。

投资建议

根据公司中报情况我们上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现营业收入 122.1/143.0/166.6 亿元，同比+18.6%/+17.1%/+16.5%，上次预测同比+16.6%/+15.1%/+15.0%；实现归母净利润 23.3/28.5/33.8 亿元，同比+25.7%/+22.1%/+18.7%，上次预测同比+18.7%/+17.6%/+16.7%；EPS 分别为 4.41/5.38/6.39 元，当前股价对应估值分别为 45.0/36.9/31.1 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	12,208	14,300	16,656
YoY (%)	19.9%	-1.2%	18.6%	17.1%	16.5%
归母净利润(百万元)	2,098	1,855	2,331	2,845	3,376
YoY (%)	23.7%	-11.6%	25.7%	22.1%	18.7%
毛利率 (%)	76.7%	75.2%	76.1%	76.4%	76.4%
每股收益 (元)	3.97	3.51	4.41	5.38	6.39
ROE	23.5%	18.5%	20.4%	21.7%	22.2%
市盈率	49.98	56.53	44.97	36.85	31.05

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：

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	12,208	14,300	16,656	净利润	1,848	2,340	2,857	3,390
YoY (%)	-1.2%	18.6%	17.1%	16.5%	折旧和摊销	272	227	215	217
营业成本	2,550	2,920	3,370	3,931	营运资金变动	1,482	1,261	833	934
营业税金及附加	1,625	1,880	2,188	2,532	经营活动现金流	3,625	3,800	3,854	4,493
销售费用	3,121	3,540	4,075	4,697	资本开支	-558	-627	-486	-501
管理费用	802	940	1,087	1,249	投资	285	0	0	0
财务费用	-261	-131	-180	-208	投资活动现金流	-231	-605	-461	-475
资产减值损失	-14	0	0	0	股权募资	0	25	0	0
投资收益	7	12	14	17	债务募资	131	-71	0	0
营业利润	2,435	3,084	3,789	4,490	筹资活动现金流	-701	-997	-1,163	-1,322
营业外收支	39	16	35	30	现金净流量	2,692	2,198	2,230	2,696
利润总额	2,474	3,100	3,824	4,520	主要财务指标				
所得税	626	759	967	1,130	成长能力				
净利润	1,848	2,340	2,857	3,390	营业收入增长率	-1.2%	18.6%	17.1%	16.5%
归属于母公司净利润	1,855	2,331	2,845	3,376	净利润增长率	-11.6%	25.7%	22.1%	18.7%
YoY (%)	-11.6%	25.7%	22.1%	18.7%	盈利能力				
每股收益	3.51	4.41	5.38	6.39	毛利率	75.2%	76.1%	76.4%	76.4%
资产负债表（百万元）					净利率	18.0%	19.2%	20.0%	20.4%
货币资金	5,971	8,169	10,399	13,095	总资产收益率 ROA	12.2%	13.3%	14.3%	14.9%
预付款项	56	58	67	79	净资产收益率 ROE	18.5%	20.4%	21.7%	22.2%
存货	3,417	3,200	2,955	2,800	偿债能力				
其他流动资产	2,076	2,058	2,057	2,069	流动比率	2.57	2.48	2.56	2.64
流动资产合计	11,520	13,486	15,479	18,044	速动比率	1.79	1.88	2.06	2.22
长期股权投资	5	5	5	5	现金比率	1.33	1.50	1.72	1.91
固定资产	1,798	1,834	1,884	1,929	资产负债率	31.2%	32.4%	31.7%	31.2%
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	17,559	19,849	22,720	每股指标（元）				
短期借款	71	0	0	0	每股收益	3.51	4.41	5.38	6.39
应付账款及票据	646	1,088	1,206	1,358	每股净资产	19.00	21.66	24.84	28.73
其他流动负债	3,771	4,358	4,837	5,488	每股经营现金流	6.86	7.19	7.29	8.50
流动负债合计	4,488	5,446	6,043	6,846	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	56.53	44.97	36.85	31.05
非流动负债合计	250	250	250	250	PB	14.32	9.16	7.98	6.90
负债合计	4,738	5,696	6,293	7,096					
股本	504	529	529	529					
少数股东权益	406	415	426	440					
股东权益合计	10,449	11,863	13,556	15,625					
负债和股东权益合计	15,187	17,559	19,849	22,720					

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跨部门、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。