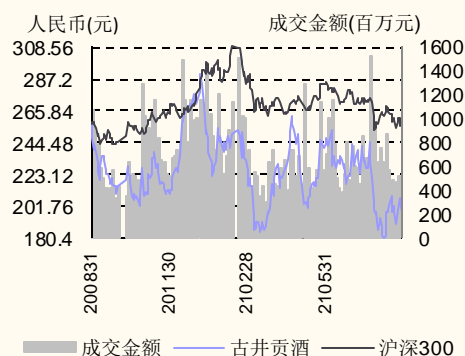


市场价格 (人民币): 198.32元

结构升级, 后百亿时代稳健成长

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.29
已上市流通 A 股(亿股)	3.84
总市值(亿元)	1,048.32
年内股价最高最低(元)	290.09/180.40
沪深 300 指数	4827
深证成指	14437



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,417	10,292	12,968	15,951	19,141
营业收入增长率	19.93%	-1.20%	26.00%	23.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	2,098	1,855	2,468	3,107	3,765
归母净利润增长率	23.73%	-11.58%	33.06%	25.92%	21.17%
摊薄每股收益(元)	4.17	3.68	4.67	5.88	7.12
每股经营性现金流净额	0.38	7.14	2.35	5.67	7.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.45%	18.47%	21.08%	22.34%	22.59%
P/E	32.63	73.86	42.48	33.74	27.84
P/B	7.65	13.64	8.53	7.18	5.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月27日公司发布21年半年报, 21H1公司实现营收70.07亿元, 同比+26.96%; 归母净利润实现13.79亿元, 同比+34.53%。其中21Q2实现营收28.77亿元, 同比+28.56%; 归母净利润5.64亿元, 同比+45.39%。

经营分析

- 收入稳中有进, 年份原浆结构升级。**21H1公司白酒业务实现营收68.09亿元, 同比+25.33%。1) 分产品来看, H1年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼系列营收分别同比+15.49%/+14.09%/+319.60%, 疫情影响减少后, 黄鹤楼高增主要系去年同期疫情下低基数; 年份原浆销量/吨价同比-7.3%/+24.63%, 产品结构持续升级。2) 分地区来看, H1华北/华南/华中营收分别同比+40.30%/+23.54%/+67.51%, 经销商数量分别净增加82/32/213家, 同比+9.81%/8.42%/9.87%, 省外扩张、省内深耕稳健推进。
- 费用率稳定优化, 产品升级改善利润率。**21H1毛利率为76.40%, 同比+0.20pct(年份原浆同比+1.92pct), 剔除新会计准则下运费由销售费用调整至营业成本影响后, 同比+0.64pct, 主要系高端产品放量, 带动产品结构优化。费用端来看, 销售(剔除新会计准则运费影响)/管理/财务费率分别同比+0.07/-0.50/-0.26pct, 期间费用整体维持稳定, 税金及附加同比-0.82pct, 传导至净利率端实现20.27%, 同比+2.04pct。
- 定增落地, 后百亿征程可期。**公司定增募集资金将全部用于技改项目建设升级制曲/酿造车间、存储酒库、灌装车间与配套生产设施等, 有利于在次高端价格带扩容及集中度提升过程中有效保障基酒供应与品质。我们认为, 公司凭借优秀的销售团队及渠道管控力率先抢占逐步恢复的需求, 龙头地位进一步巩固。公司重视价值链健康, 将动销、库存等项目纳入员工考核。中长期看, 十四五规划收入达到200亿(5年CAGR约14%), 古8及以上产品占比达40%, 省内:省外近期目标6:4、远期目标5:5。古井有望继续借助优质产品、品牌和渠道优势实现省内产品升级, 省外加速扩张。

盈利预测与投资建议

- 我们维持21-22年盈利预测, 并引入23年盈利预测, 预计公司21-23年营收增速分别为26%/23%/20%; 归母净利润增速分别为33%/26%/21%; 对应EPS分别为4.67/5.88/7.12元, PE分别为42/34/28X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 区域市场竞争加剧风险, 宏观经济风险, 食品安全问题。

相关报告

- 《稳中有进, 后百亿征程依旧可期-古井贡酒三季报点评》, 2020.10.29
- 《稳中有进, 全年目标实现依旧可期-古井贡酒中报点评》, 2020.8.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	8,686	10,417	10,292	12,968	15,951	19,141	货币资金	1,706	5,620	5,971	6,211	7,836	10,369
增长率	24.7%	19.9%	-1.2%	26.0%	23.0%	20.0%	应收款项	1,421	1,071	1,775	3,217	3,798	4,519
主营业务成本	-1,932	-2,426	-2,550	-3,009	-3,669	-4,326	存货	2,407	3,015	3,417	3,578	4,113	4,731
%销售收入	22.2%	23.3%	24.8%	23.2%	23.0%	22.6%	其他流动资产	3,496	821	357	295	412	533
毛利	6,754	7,991	7,742	9,959	12,282	14,815	流动资产	9,029	10,526	11,520	13,301	16,158	20,153
%销售收入	77.8%	76.7%	75.2%	76.8%	77.0%	77.4%	%总资产	72.2%	75.9%	75.9%	77.8%	80.4%	82.8%
营业税金及附加	-1,279	-1,593	-1,625	-1,984	-2,424	-2,909	长期投资	216	9	9	9	9	9
%销售收入	14.7%	15.3%	15.8%	15.3%	15.2%	15.2%	固定资产	1,857	1,907	2,077	2,080	2,156	2,326
销售费用	-2,683	-3,185	-3,121	-3,877	-4,817	-5,819	%总资产	14.8%	13.7%	13.7%	12.2%	10.7%	9.6%
%销售收入	30.9%	30.6%	30.3%	29.9%	30.2%	30.4%	无形资产	1,304	1,334	1,478	1,597	1,678	1,740
管理费用	-645	-685	-802	-908	-1,089	-1,298	非流动资产	3,481	3,345	3,667	3,787	3,944	4,177
%销售收入	7.4%	6.6%	7.8%	7.0%	6.8%	6.8%	%总资产	27.8%	24.1%	24.1%	22.2%	19.6%	17.2%
研发费用	-24	-42	-41	-39	-48	-57	资产总计	12,510	13,871	15,187	17,089	20,102	24,330
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	0	0	71	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	2,124	2,485	2,153	3,151	3,903	4,732	应付款项	2,026	2,583	2,042	3,079	3,739	4,427
%销售收入	24.4%	23.9%	20.9%	24.3%	24.5%	24.7%	其他流动负债	2,275	1,664	2,375	1,636	1,737	2,446
财务费用	52	98	261	103	122	160	流动负债	4,301	4,247	4,488	4,715	5,476	6,873
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-2.5%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	长期贷款	0	0	60	60	60	60
资产减值损失	-13	1	14	-7	-1	-1	其他长期负债	179	192	190	193	195	197
公允价值变动收益	0	18	-20	-10	5	8	负债	4,480	4,439	4,738	4,968	5,731	7,130
投资收益	148	126	7	35	130	150	普通股股东权益	7,602	8,944	10,043	11,705	13,906	16,664
%税前利润	6.3%	4.4%	0.3%	1.1%	3.1%	2.9%	其中：股本	504	504	504	504	504	504
营业利润	2,347	2,823	2,435	3,302	4,190	5,088	未分配利润	5,541	6,888	7,987	9,649	11,850	14,608
营业利润率	27.0%	27.1%	23.7%	25.5%	26.3%	26.6%	少数股东权益	428	488	406	416	466	536
营业外收支	22	49	39	10	20	25	负债股东权益合计	12,510	13,871	15,187	17,089	20,102	24,330
税前利润	2,369	2,873	2,474	3,312	4,210	5,113	比率分析						
利润率	27.3%	27.6%	24.0%	25.5%	26.4%	26.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-628	-715	-626	-835	-1,052	-1,278	每股指标						
所得税率	26.5%	24.9%	25.3%	25.2%	25.0%	25.0%	每股收益	3.37	4.17	3.68	4.67	5.88	7.12
净利润	1,741	2,158	1,848	2,478	3,157	3,835	每股净资产	15.10	17.76	19.94	23.24	27.61	33.09
少数股东损益	46	60	-7	10	50	70	每股经营现金净流	3.69	0.38	7.14	2.35	5.67	7.83
归属于母公司的净利润	1,695	2,098	1,855	2,468	3,107	3,765	每股股利	0.60	1.00	1.50	1.60	1.80	2.00
净利率	19.5%	20.1%	18.0%	19.0%	19.5%	19.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.30%	23.45%	18.47%	21.08%	22.34%	22.59%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	13.55%	15.12%	12.21%	14.44%	15.46%	15.48%
净利润	1,741	2,158	1,848	2,478	3,157	3,835	投入资本收益率	19.19%	19.55%	15.04%	19.16%	20.11%	20.41%
少数股东损益	46	60	-7	10	50	70	增长率						
非现金支出	248	262	258	253	255	280	主营业务收入增长率	24.65%	19.93%	-1.20%	26.00%	23.00%	20.00%
非经营收益	-118	-90	7	-27	-149	-177	EBIT增长率	50.00%	17.04%	-13.37%	46.35%	23.86%	21.23%
营运资金变动	-14	-2,140	1,482	-1,518	-408	4	净利润增长率	47.57%	23.73%	-11.58%	33.06%	25.92%	21.17%
经营活动现金净流	1,858	189	3,595	1,186	2,855	3,942	总资产增长率	23.22%	10.88%	9.48%	12.52%	17.63%	21.03%
资本开支	-306	-408	-558	-353	-390	-487	资产管理能力						
投资	-957	2,953	285	258	-60	-60	应收账款周转天数	1.1	1.2	1.9	1.7	1.8	1.8
其他	138	127	41	35	130	150	存货周转天数	422.4	407.9	460.4	435.0	410.0	400.0
投资活动现金净流	-1,126	2,672	-231	-60	-320	-397	应付账款周转天数	87.0	78.9	76.5	74.0	71.0	70.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	74.1	60.4	63.8	45.1	33.8	31.0
债权募资	0	0	131	-73	0	0	偿债能力						
其他	-504	-755	-832	-812	-911	-1,011	净负债/股东权益	-21.25%	-64.98%	-57.85%	-50.20%	-54.03%	-60.21%
筹资活动现金净流	-504	-755	-701	-885	-911	-1,011	EBIT利息保障倍数	-41.2	-25.5	-8.3	-30.5	-31.9	-29.6
现金净流量	228	2,106	2,663	240	1,624	2,534	资产负债率	35.81%	32.00%	31.20%	29.07%	28.51%	29.31%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402