

古井贡酒 (000596)

报告日期: 2021 年 8 月 29 日

利润高弹性, 次高端全国化加速推进

——古井贡酒 21H1 业绩点评

分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
联系人: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
zhangxiaolian@stocke.com.cn

事件

公司发布 2021H1 业绩公告: 1) 2021H1 公司营业收入为 70.07 亿元, 同比增长 26.96%; 归母净利润为 13.79 亿元, 同比增长 34.53%; 扣非净利润为 13.38 亿元, 同比增长 32.78%; 2) 2021Q2 营业收入为 28.77 亿元, 同比增长 28.56%; 归母净利润为 5.64 亿元, 同比增长 45.39%; 扣非净利润为 5.37 亿元, 同比增长 44.13%。

点评

□ 古 20 延续优异表现, 业绩符合预期

2021H1 公司收入及净利润分别为 26.96%、34.53%, 业绩实现高质量高成长:

- 1) 收入方面: 21H1 年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼分别实现收入 50.70、8.06、5.81 亿元 (+15.49%、+14.09%、+319.60%), 收入占比分别同比变动-5.34、-1.01、+6.36 个百分点至 78.51%、12.49%、9.00%。受益于次高端酒价格带持续扩容, 预计古 8 及以上收入占比超 35%, 毛利率达 30%的古 20 (重点发力产品) 延续优异表现, 带动次高端产品放量, 当前古 20 批价已稳定在 450 元以上; 库存方面, 动销较弱的产品 (比如献礼、5 年) 库存略高, 而动销较好的产品库存较低 (比如: 古 8/16/20)。黄鹤楼方面, 在需求逐步恢复下, 黄鹤楼在低基数下实现超高增长, 预计黄鹤楼完成全年业绩目标确定性强。
- 2) 盈利方面: 21H1 年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼吨价分别同比变动 +24.63%、-0.04%、+38.07%至 21.83、6.27、12.16 万元/吨, 其中年份原浆系列毛利率较去年同期提升 1.92 个百分点至 82.45%, 黄鹤楼毛利率较去年同期提升 4.47 个百分点至 75.35%;
- 3) 分区域来看, 21H1 华北、华中、华南、国际营业收入分别实现 5.05、60.25、4.72、0.06 亿元, 分别同比增长 40.30%、23.54%、67.51%、424.71%, 当前省外市场占比约为 30%, 其中江苏、河南、山东、湖北等省外市场正加速拓展, 由于公司十四五规划收入中超 40%源于省外, 因此省外市场的表现亦值得重点关注。

□ 盈利能力稳步提升, 预收款大幅增长

受益于产品结构提升, 2021H1 公司毛利率较去年同期增长 0.20 个百分点至 76.40%, 而销售费用率降低使得净利率较去年同期增长 2.04 个百分点至 20.27%, 具体来看: 2021H1 公司销售费用率下降 0.37 个百分点至 28.94%, 管理费用率下降 0.49 个百分点至 6.96%。现金流方面, 21H1 公司经营活动现金净流量为 2.64 亿元, 同比下降 88.73%; 预收款方面,

评级

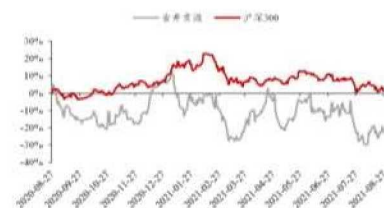
买入

上次评级 买入
当前价格 198.32

单季度业绩

元/股

3Q/2020 1.02
4Q/2020 0.63
1Q/2021 1.62
2Q/2021 1.07



公司简介

古井贡酒是安徽省龙头酒企业, 其中年份原浆系列占比超 80%。

相关报告

- 《古井贡酒 2020&2021Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 古 20 延续优异表现 (20210429)》
- 《古井贡酒跟踪报告: 内生增长叠加外延并购, 两百亿实现路径清晰》 (20210104)
- 《古井贡酒动态跟踪: 省内外齐发力, 十四五迈向双百亿》 (20201214)
- 《收入表现亮眼, 全年业绩有望回正——古井贡酒业绩点评报告》 (20201029)
- 《2020Q2 收入降幅缩窄明显, 下半年业绩有望回升——古井贡酒跟踪报告》 (20200829)
- 《古井贡酒跟踪报告: 年份原浆全线提价, 坚定迈向双百亿》 (20200714)

2021H1 预收款（合同负债+其他流动负债）为 28.89 亿元，环比 21Q1 增加 2.94 亿元，同比增加 18.55 亿元。

□ 品牌力有望不断提升，坚定迈向双百亿

短期看，我们认为相较于利润增长，收入的扩张更为重要。目前公司安内攘外路线清晰，份额结构稳步提升：产品端，公司通过发力古 20 带动次高端产品放量，产品结构持续升级有望增厚利润；渠道端，公司抓动销、去库存、深渠道、稳价格，省内：古井贡酒在安徽省占率不到 20%，省内发展空间较大；省外招商速度及质量不断增长，全国化稳步推进；公司加快数字化建设以进行前瞻性布局。**长期看**，品牌力为公司是否能站稳次高端价位带的重要因素，公司将通过提前布局千元价格带产品以拉高品牌势能，发力高端及次高端以进一步抢占市场份额。

□ 盈利预测及估值

预计 2021~2023 年公司收入增速分别为 22.1%、20.8%、18.9%；净利润增速分别为 24.8%、23.2%、20.3%；EPS 分别为 4.7、5.8、6.9 元/股；对应 PE 分别为 43、35、29 倍。考虑到公司长期逻辑不改，给予买入评级。

□ **风险提示**：1、宏观经济下行；2、疫情影响超预期。

财务摘要

（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	10292.1	12569.0	15177.6	18040.8
(+/-)	-1.2%	22.1%	20.8%	18.9%
净利润	1883.7	2351.0	2896.3	3484.9
(+/-)	-10.3%	24.8%	23.2%	20.3%
每股收益（元）	3.7	4.7	5.8	6.9
P/E	53.0	42.5	34.5	28.7

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	11520	7681	7823	10987	营业收入	10292	12569	15178	18041
现金	5971	628	759	3041	营业成本	2550	2929	3359	3782
交易性金融资产	204	238	317	253	营业税金及附加	1625	1985	2397	2849
应收账款	68	1109	987	966	营业费用	3121	3846	4826	5863
其它应收款	33	32	41	51	管理费用	802	892	1032	1191
预付账款	56	193	189	182	研发费用	41	50	60	71
存货	3417	3738	4321	4920	财务费用	(261)	(165)	(249)	(246)
其他	1771	1742	1210	1574	资产减值损失	(14)	(17)	(21)	(25)
非流动资产	3667	12938	12259	11652	公允价值变动损益	(20)	(20)	(20)	(20)
金额资产类	0	69	23	31	投资净收益	7	7	7	7
长期投资	5	5	5	5	其他经营收益	49	49	49	49
固定资产	1798	11012	10372	9720	营业利润	2464	3085	3809	4591
无形资产	935	988	1048	1125	营业外收支	39	39	39	39
在建工程	279	223	179	143	利润总额	2503	3124	3848	4631
其他	650	641	633	629	所得税	626	781	962	1158
资产总计	15187	20619	20082	22639	净利润	1877	2343	2886	3472
流动负债	4488	8461	6094	6463	少数股东损益	(7)	(8)	(10)	(12)
短期借款	71	3163	340	0	归属母公司净利润	1884	2351	2896	3485
应付款项	646	1179	1319	1322	EBITDA	2692.8	3624.3	4670.3	5357.2
预收账款	0	767	566	591	EPS (最新摊薄)	3.7	4.7	5.8	6.9
其他	3771	3352	3869	4550	主要财务比率				
非流动负债	250	247	250	249	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	60	60	60	60	成长能力				
其他	190	187	190	189	营业收入增长率	(1.2%)	22.1%	20.8%	18.9%
负债合计	4738	8709	6343	6712	营业利润增长率	(12.8%)	25.2%	23.5%	20.5%
少数股东权益	406	397	387	375	归属于母公司净利润	(10.3%)	24.8%	23.2%	20.3%
归属母公司股东权益	10043	11513	13352	15552	获利能力				
负债和股东权益	15187	20619	20082	22639	毛利率	75.2%	76.7%	77.9%	79.0%
					净利率	18.2%	18.6%	19.0%	19.2%
现金流量表					ROE	18.9%	21.0%	22.6%	23.5%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC	17.8%	16.1%	21.4%	22.2%
经营活动现金流	3625	2164	3833	3739	偿债能力				
净利润	1877	2343	2886	3472	资产负债率	31.2%	42.2%	31.6%	29.6%
折旧摊销	272	465	741	743	净负债比率	2.8%	37.0%	6.3%	0.9%
财务费用	(261)	(165)	(249)	(246)	流动比率	2.6	0.9	1.3	1.7
投资损失	(7)	(7)	(7)	(7)	速动比率	1.8	0.5	0.6	0.9
营运资金变动	(375)	(161)	1033	379	营运能力				
其它	2118	(312)	(572)	(602)	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
投资活动现金流	(231)	(9882)	(71)	(80)	应收账款周转率	189.3	199.0	224.7	206.5
资本支出	(170)	(9572)	0	0	应付账款周转率	4.8	5.0	4.8	4.9
长期投资	0	(69)	46	(8)	每股指标 (元)				
其他	(61)	(241)	(117)	(72)	每股收益 (最新摊薄)	3.7	4.7	5.8	6.9
筹资活动现金流	(701)	2376	(3632)	(1377)	每股经营现金流 (最	7.2	4.3	7.6	7.4
短期借款	71	3092	(2823)	(340)	每股净资产 (最新摊	19.9	22.9	26.5	30.9
长期借款	60	0	0	0	估值比率				
其他	(832)	(716)	(808)	(1038)	P/E	53.0	42.5	34.5	28.7
现金净增加额	2692	(5343)	130	2282	P/B	9.9	8.7	7.5	6.4
					EV/EBITDA	40.7	28.3	21.3	18.1

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>