

古井贡酒 (000596.SZ)

区域次高端行业红利释放在即，古8及以上产品驱动公司收入增长

核心观点:

- **古8及以上产品驱动产品结构升级，合同负债高增蓄力来年。**公司披露2021年三季报，公告2021年前三季度营业收入为101.02亿元，同比增长25.19%；扣非归母净利润为19.02亿元，同比增长26.69%。其中，21Q3营业收入为30.95亿元，同比增长21.37%；扣非归母净利润为5.63亿元，同比增长14.24%。主要由于：古16/20等升级产品收入占比持续升高，公司持续培育下品牌势能稳步提升。21年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金119.08亿元，同比增长37.70%；合同负债27.93亿元，同比提升229.72%。21年前三季度毛利率同比下降0.15PCT至76.05%；扣非净利率同比提升0.22PCT至18.82%。公司合同负债高增长，主要系古16/20等升级产品消费氛围持续提升，价盘稳定+渠道利润增厚使得经销商信心持续增强。
- **2022年区域次高端业绩加速增长，古井有望迎来收入加速+盈利水平提升共振。**我们在2021-08-19发布报告《白酒：2022，从全国次高端到区域次高端》中提出：每一轮白酒牛市的第四年，区域次高端酒企业绩往往会超预期增长。逻辑在于，升级产品占比提升拉动收入增长+费用减少提升净利率。其中，古井自2018年即开始培育古16/古20，预计当前已经阶段性成熟，2022年将迎来收入加速+盈利水平提升共振。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计21-23年公司收入分别为129.99/160.04/184.74亿元，同比增长26.30%/23.12%/15.43%，归母净利润分别为23.94/33.31/42.20亿元，同比增长29.09%/39.15%/26.68%，EPS分别为4.53/6.30/7.98元/股，按最新收盘价对应PE为50/36/29倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予22年40倍PE估值，合理价值为252.1元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**产品升级不及预期，渠道扩张不及预期，食品安全风险。

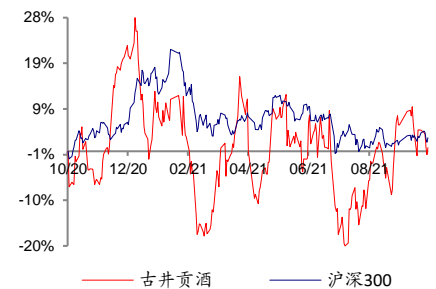
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,417	10,292	12,999	16,004	18,474
增长率(%)	19.9	-1.2	26.3	23.1	15.4
EBITDA(百万元)	2,748	2,425	3,211	4,419	5,543
归母净利润(百万元)	2,098	1,855	2,394	3,331	4,220
增长率(%)	23.7	-11.6	29.1	39.1	26.7
EPS(元/股)	4.17	3.68	4.53	6.30	7.98
市盈率(P/E)	32.63	73.86	50.26	36.12	28.51
ROE(%)	23.5	18.5	19.2	21.1	21.1
EV/EBITDA	22.86	54.07	35.03	24.70	18.96

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	227.65元
合理价值	252.1元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-31

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

袁少州



SAC 执证号: S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意，袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

古井贡酒(000596.SZ):次 2021-08-29

高端产品结构升级明显，有望迎来收入提速+净利率提升

“双击”

古井贡酒(000596.SZ):20 2021-05-06

年受疫情影响较大，21Q1收入业绩重回快速增长

公司发布2021年第三季度报告，公告2021年前三季度营业收入为101.02亿元，同比增长25.19%；归母净利润为19.69亿元，同比增长28.05%；扣非归母净利润为19.02亿元，同比增长26.69%。其中，21Q3营业收入为30.95亿元，同比增长21.37%；归母净利润5.90亿元，同比增长15.09%；扣非归母净利润为5.63亿元，同比增长14.24%。业绩增速略低于预期，我们点评如下：

一、古8及以上产品驱动产品结构升级，合同负债高增蓄力来年

公司2021年前三季度营业收入为101.02亿元，同比增长25.19%。其中，21Q3营业收入为30.95亿元，同比增长21.37%。我们认为收入增长的原因主要是：古16/20等升级产品收入占比持续升高，公司持续培育下品牌势能稳步提升。作为公司的主力升级产品，古16卡位300-400元/瓶价格带，古20卡位400-600元/瓶价格带，在充分受益省内次高端消费升级的同时，对古井贡的品牌势能拉动效应明显，对公司收入的驱动作用持续提升。

公司2021年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金119.08亿元，同比增长37.70%；其中21Q3为38.43亿元，同比增长66.28%。公司2021年前三季度合同负债27.93亿元，同比提升229.72%。公司2021年前三季度经营活动现金流量净额39.53亿元，同比增长53.21%。公司合同负债高增长，主要系古16/20等升级产品消费氛围持续提升，价盘稳定+渠道利润增厚使得经销商信心持续增强。公司现金流量表健康，经销商打款积极，来年业绩增长动力充足。我们在2021-08-19发布报告《2022，从全国次高端到区域次高端》，报告中提出：历史上每一轮白酒牛市的第四年，区域次高端酒企业绩往往会超预期增长。合同负债高增预示古井贡酒2022年业绩加速概率较大。

公司2021年前三季度归母净利润为19.69亿元，同比增长28.05%；扣非归母净利润为19.02亿元，同比增长26.69%。其中，21Q3归母净利润5.90亿元，同比增长15.09%；扣非归母净利润为5.63亿元，同比增长14.24%。公司2021年前三季度毛利率同比下降0.15 PCT至76.05%；期间费用率同比下降0.48 PCT至35.04%，其中销售费用率同比下降0.57 PCT至28.74%，管理费用率（含研发费用）同比增长0.28 PCT至7.73%。公司2021年前三季度净利率同比提升1.85 PCT至20.08%，扣非净利率同比提升0.22PCT至18.82%。其中21Q3净利率同比下降0.99PCT至19.64%，扣非净利率同比下降1.14PCT至18.20%。公司2021年前三季度税金及附加率同比下降0.92PCT至15.07%，其中21Q3税金及附加率同比下降1.16PCT至14.62%。公司前三季度净利率提升主要系古16/20等消费氛围提升后，买赠等渠道费用等投入下降。单三季度净利率小幅下滑主要系收入增长放缓情况下费用维持正常开支所致。

二、2022 年区域次高端业绩加速增长，古井有望迎来收入加速+盈利水平提升共振

2022年区域次高端业绩有望超预期增长。我们在2021-08-19发布报告《2022，从全国次高端到区域次高端》，报告中提出：历史上每一轮白酒牛市的第四年，区域次高端酒企业绩往往会超预期增长。背后的逻辑在于，升级产品占比提升拉动收入增长+费用减少提升净利率。2022年，区域次高端白酒有望接力全国次高端，实现业绩超预期增长。

2022年古井贡酒有望迎来收入加速+盈利水平提升共振。（1）古16/20有望推动产品结构升级以及省外扩张保持整体收入较快增长，次高端升级产品将帮助公司充分受益本轮次高端行业红利释放。公司自2018年即开始培育古16/古20，向300-500元价格带进军，并将线上线下费用投入重点向古8/16/20倾斜，主动引导消费升级。我们预计目前产品培育已经阶段性成熟，本轮次高端牛市中古井贡主要增长驱动将由古16/20接力古8进行驱动。（2）升级产品培育阶段性放量后，渠道投入费用将被摊薄且厂家会主动收缩投放，如减少买赠等折扣方式，带来净利率的提升。

三、盈利预测

我们预计21-23年公司收入分别为129.99/160.04/184.74亿元，同比增长26.30%/23.12%/15.43%，归母净利润分别为23.94/33.31/42.20亿元，同比增长29.09%/39.15%/26.68%，EPS分别为4.53/6.30/7.98元/股，按最新收盘价对应PE为50/36/29倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予22年40倍PE估值，合理价值为252.1元/股，维持买入评级。

四、风险提示

产品升级不及预期。若产品结构升级不畅，则影响收入、业绩增长。

渠道扩张不及预期。若渠道扩张推进受阻，将影响收入、业绩增长。

食品安全风险。如出现食品安全问题，则对公司销量有较大影响。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,526	11,520	14,721	18,650	23,419
货币资金	5,620	5,971	7,920	11,249	15,336
应收及预付	1,242	124	625	567	722
存货	3,015	3,417	4,163	4,809	5,330
其他流动资产	649	2,008	2,014	2,024	2,031
非流动资产	3,345	3,667	3,847	4,027	4,169
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	1,723	1,798	1,783	1,759	1,707
在建工程	184	279	373	467	561
无形资产	786	935	1,037	1,146	1,247
其他长期资产	648	650	650	650	649
资产总计	13,871	15,187	18,568	22,677	27,588
流动负债	4,247	4,488	5,484	6,273	6,979
短期借款	0	71	0	0	0
应付及预收	1,797	646	1,312	1,323	1,553
其他流动负债	2,450	3,771	4,171	4,950	5,426
非流动负债	192	250	250	250	250
长期借款	0	60	60	60	60
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	192	190	190	190	190
负债合计	4,439	4,738	5,734	6,523	7,229
股本	504	504	529	529	529
资本公积	1,295	1,295	1,270	1,270	1,270
留存收益	7,145	8,244	10,638	13,970	18,190
归属母公司股东权益	8,944	10,043	12,437	15,769	19,989
少数股东权益	488	406	397	385	370
负债和股东权益	13,871	15,187	18,568	22,677	27,588

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,417	10,292	12,999	16,004	18,474
营业成本	2,426	2,550	3,184	3,648	4,054
营业税金及附加	1,593	1,625	2,015	2,481	2,863
销售费用	3,185	3,121	3,835	4,561	4,988
管理费用	685	802	975	1,136	1,293
研发费用	42	41	45	51	54
财务费用	-98	-261	-135	-189	-263
资产减值损失	-1	-14	0	0	0
公允价值变动收益	18	-20	0	0	0
投资净收益	126	7	9	11	12
营业利润	2,823	2,435	3,169	4,426	5,607
营业外收支	49	39	12	0	0
利润总额	2,873	2,474	3,181	4,426	5,607
所得税	715	626	795	1,106	1,402
净利润	2,158	1,848	2,385	3,319	4,205
少数股东损益	60	-7	-9	-12	-15
归属母公司净利润	2,098	1,855	2,394	3,331	4,220
EBITDA	2,748	2,425	3,211	4,419	5,543
EPS (元)	4.17	3.68	4.53	6.30	7.98

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	192	3,625	2,448	3,793	4,539
净利润	2,158	1,848	2,385	3,319	4,205
折旧摊销	263	272	265	291	321
营运资金变动	-2,140	1,482	-186	190	23
其它	-88	22	-16	-8	-10
投资活动现金流	2,672	-231	-425	-461	-451
资本支出	-408	-558	-434	-471	-463
投资变动	2,953	285	0	0	0
其他	127	41	9	11	12
筹资活动现金流	-755	-701	-75	-2	-2
银行借款	0	131	-71	0	0
股权融资	0	0	25	0	0
其他	-755	-832	-29	-2	-2
现金净增加额	2,109	2,692	1,948	3,330	4,086
期初现金余额	836	2,945	5,971	7,920	11,249
期末现金余额	2,945	5,637	7,920	11,249	15,336

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	19.9%	-1.2%	26.3%	23.1%	15.4%
营业利润增长	20.3%	-13.8%	30.2%	39.7%	26.7%
归母净利润增长	23.7%	-11.6%	29.1%	39.1%	26.7%
获利能力					
毛利率	76.7%	75.2%	75.5%	77.2%	78.1%
净利率	20.7%	18.0%	18.4%	20.7%	22.8%
ROE	23.5%	18.5%	19.2%	21.1%	21.1%
ROIC	19.8%	15.2%	17.1%	19.1%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	31.2%	30.9%	28.8%	26.2%
净负债比率	47.1%	45.3%	44.7%	40.4%	35.5%
流动比率	2.48	2.57	2.68	2.97	3.36
速动比率	1.72	1.79	1.90	2.19	2.57
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.68	0.70	0.71	0.67
应收账款周转率	255.46	151.50	175.28	166.56	169.37
存货周转率	3.45	3.01	3.12	3.33	3.47
每股指标 (元)					
每股收益	4.17	3.68	4.53	6.30	7.98
每股经营现金流	0.38	7.20	4.63	7.18	8.59
每股净资产	17.76	19.94	23.53	29.83	37.81
估值比率					
P/E	32.63	73.86	50.26	36.12	28.51
P/B	7.65	13.64	9.68	7.63	6.02
EV/EBITDA	22.86	54.07	35.03	24.70	18.96

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。