

古井贡酒 (000596)

公司研究/点评报告

预收“蓄水池”逐季上涨，产品结构持续优

——古井贡酒 (000596) 2021 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 11 月 02 日

一、事件概述

公司于 2021 年 10 月 29 日发布三季报:2021Q1-3 共实现营收 101.02 亿元,同比 25.19%,归母净利润 19.69 亿元,同比 28.05%。其中,2021Q3 单三季度营收 30.95 亿元,同比 21.37%,归母净利润 5.90 亿元,同比 15.09%。

二、分析与判断

➤ 公司年内预收“蓄水池”蓄水池逐季上涨,未来业绩高增确定性强

收入端:公司 2021 年内预收账款(合同负债+其他流动负债)逐季递增,公司在 21 年前三季度预收账款期内增加 7.37/2.7/5.79 亿元至 19.44/22.14/27.93 亿元,结合白酒市场一、三季度为销售旺季,二季度为传统淡季的特点,公司打款进度符合市场节奏,侧面印证公司旺季动销优异。预收款作为公司业绩的“蓄水池”,未来业绩高增确定性强;用“单季度营业收入+期间预收账款变动”核算真实营收,以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动,2021Q3 真实营收 36.74 亿元,较 20Q3 同比增加 37.63%,增速高于报表增速 21.37%。

费用端:2020Q1-3 毛利率/净利率同比增 0.06pct/增 1.09pct 至 76.05%/20.08%。其中,2021Q3 单季度毛利率 75.25%,同比降 0.27pct。期间费用共计 10.80 亿元,同比增 27.03%;其中销售/管理费用率分别降低 1.10pct/增加 2.36pct 至 28.27%/9.46%。

➤ 省域经济上行支撑产业结构提升 次高端受益结构优化增厚利润

由于近年安徽常住人口近年稳中有增,消费人群基数扩大。安徽省在 2021 年前三季度地方 GDP 总量排名居第十,两年期 GDP 的 CAGR=9.26%(高于江苏 8.83%、山东 8.73%、浙江的 8.55%、湖南 7.78%、河南 6.16%)。省内白酒消费结构升级将推动年份原浆结构持续优化,由年初“古 5+献礼+幸福版”与“古 8 及以上”平分秋色的局面,逐渐切换到“古 8 及以上”主导的场景。

➤ 省外泛全国化逻辑正确 十四五规划省内外 1:1 持续推进

公司以省内安徽市场为大本营,逐步孵化了江苏、河南、河北、江西、湖北等省外核心市场。除江苏、河南强势省外市场外,公司下半年还将重点发力山东、陕西市场。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年营收分别为 129.5/147.9/165.7 亿元,归母净利润分别为 24.0/31.7/37.8 亿元,当前股价对应 P/E 分别为 49/37/31 X,2022 年估值低于白酒行业平均估值 47X(算术平均法, Wind 一致预期),维持“推荐”评级。

四、风险提示

1) 商誉减值风险; 2) 省内经济上行不达预期; 3) 疫情致消费不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,292	12,950	14,788	16,574
增长率(%)	-1.2%	25.8%	14.2%	12.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	1,855	2,404	3,172	3,783
增长率(%)	-11.6%	29.6%	31.9%	19.2%
每股收益(元)	3.68	4.69	6.19	7.38
PE(现价)	61.86	48.53	36.78	30.84
PB	13.64	9.21	7.37	5.95

资料来源:公司公告、民生证券研究院

推荐

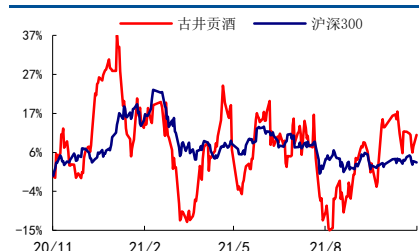
维持评级

当前价格: 234.1 元

交易数据 2021-11-1

近 12 个月最高/最低(元)	291.99/180.4
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)	1,237
流通市值(亿元)	898

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 王言海

执业证号: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

研究助理: 孙冉

执业证号: S0100121100003

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

1.古井贡酒(000596)2021年半年报点评:年份原浆结构优化及黄鹤楼量价齐升助力业绩高增

2.古井贡酒(000596)2020年年报及2021年一季报点评:疫情拖累2020年业绩,21Q1业绩超过疫情前水平

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,292	12,950	14,788	16,574
营业成本	2,550	3,030	3,024	3,260
营业税金及附加	1,625	2,007	2,292	2,569
销售费用	3,121	3,885	4,288	4,641
管理费用	802	971	1,094	1,210
研发费用	41	38	42	49
EBIT	2,187	3,019	4,047	4,845
财务费用	-261	-43	-63	-75
资产减值损失	-14	4	1	2
投资收益	7	102	87	83
营业利润	2,435	3,223	4,258	5,079
营业外收支	39	16	14	16
利润总额	2,474	3,238	4,273	5,095
所得税	626	810	1,068	1,274
净利润	1,848	2,429	3,205	3,821
归属于母公司净利润	1,855	2,404	3,172	3,783
EBITDA	2,460	3,236	4,289	5,100
资产负债表 (百万元)				
货币资金	5,971	10,359	13,374	15,483
应收账款及票据	68	1,146	963	885
预付款项	56	200	170	157
存货	3,417	996	994	2,171
其他流动资产	2,008	1,049	1,416	1,953
流动资产合计	11,520	13,751	16,918	20,649
长期股权投资	5	7	7	8
固定资产	1,798	1,769	1,751	1,780
无形资产	935	1,016	1,107	1,214
非流动资产合计	3,667	3,770	3,917	4,125
资产合计	15,187	17,520	20,835	24,773
短期借款	71	24	31	42
应付账款及票据	646	1,071	1,022	930
其他流动负债	3,771	3,081	3,232	3,431
流动负债合计	4,488	4,175	4,286	4,403
长期借款	60	60	60	60
其他长期负债	190	190	190	190
非流动负债合计	250	250	250	250
负债合计	4,738	4,425	4,536	4,653
股本	504	529	529	529
少数股东权益	406	430	462	500
股东权益合计	10,449	13,095	16,299	20,121
负债和股东权益合计	15,187	17,520	20,835	24,773

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-1.2%	25.8%	14.2%	12.1%
EBIT 增长率	-15.3%	38.0%	34.1%	19.7%
净利润增长率	-11.6%	29.6%	31.9%	19.2%
盈利能力				
毛利率	75.2%	76.6%	79.6%	80.3%
净利润率	18.0%	18.8%	21.7%	23.1%
总资产收益率 ROA	12.2%	13.7%	15.2%	15.3%
净资产收益率 ROE	18.5%	19.0%	20.0%	19.3%
偿债能力				
流动比率	2.57	3.29	3.95	4.69
速动比率	1.79	3.01	3.68	4.16
现金比率	1.33	2.48	3.12	3.52
资产负债率	31.2%	25.3%	21.8%	18.8%
经营效率				
应收账款周转天数	2.41	1.70	1.84	1.98
存货周转天数	489.12	120.00	120.00	243.04
总资产周转率	0.68	0.74	0.71	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	3.68	4.69	6.19	7.38
每股净资产	19.94	24.71	30.90	38.28
每股经营现金流	7.20	8.62	6.43	4.80
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	61.86	48.53	36.78	30.84
PB	13.64	9.21	7.37	5.95
EV/EBITDA	53.31	32.88	24.11	19.86
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,848	2,429	3,205	3,821
折旧和摊销	272	217	242	254
营运资金变动	1,482	1,892	-50	-1,515
经营活动现金流	3,625	4,419	3,295	2,461
资本开支	-558	-299	-373	-443
投资	285	-1	-0	-0
投资活动现金流	-231	-199	-286	-360
股权募资	0	217	0	0
债务募资	131	-47	8	10
筹资活动现金流	-701	168	6	8
现金净流量	2,692	4,388	3,015	2,109

分析师与研究助理简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

孙冉，曾任新时代证券食品饮料研究助理，康涅狄格大学硕士，现重点覆盖软饮料、部分白酒。2021年9月加入民生证券。

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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。