

2021年12月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

古井贡酒 (000596) : 产品结构升级顺利, 省外扩张进行时

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2021-12-21

当前股价 (元)	260.87
总市值 (亿元)	1,379.0
总股本 (百万股)	528.6
流通股本 (百万股)	383.6
52周价格范围 (元)	177.01-295
日均成交额 (百万元)	596.7

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

■ 三季度报稳增长, 蓄水池保障全年业绩

公司2021Q1-Q3营收101.02亿元, 同增25%; 归母净利润19.69亿元, 同增28%。其中2021Q3营业收入30.95亿元, 同增21%; 归母净利润5.9亿元, 同增15%, 第三季度稳增长。2021Q3末合同负债为27.9亿元, 环比增加5.8亿元, 同比增加19.5亿元, 蓄水池效应仍旧明显。进入12月中下旬, 经销商已陆续开始打款, 我们预计打款比例在40%左右。明年一季度有望开门红。2021年经营目标: 营收120亿元, 同增16.59%; 利润总额28.47亿元, 同增15.08%。

■ 高举高打古20, 产品结构升级顺利

2018年以来公司高举高打主推古20, 在合肥地区投入较大资源和精力, 经过三年市场培育, 目前该地区主流价格带已升至古8 (卡位200-250元价格带), 安徽省其他地区主流价格带是古5, 未来省会示范效应有望扩散。整体来看, 我们认为今年公司产品结构升级比较顺利, 预计古8及以上产品占比已超40%, 公司当前重心已是古20, 通过古20拉升古16 (卡位300-400元价格带), 进而带动古8、古5乃至献礼版。近两年安徽省内百元以下产品增速放缓, 公司对献礼和古5这两款产品提出保盘、保价、保量、保位, 稳住公司基本盘, 通过古16和古20加速放量拉升品牌力。

■ 十四五省内外五五开, 全国化+次高端双驱动

公司已于去年收购省内老明光酒业, 意图强化省内龙头地位同时继续收割省内百元以下价格带产品的市场份额。当前千元价位带在扩容上升, 公司坚定战略主推次高端古20, 同时积极储备高端产品如古香型的年三十。

十四五公司坚持“全国化+次高端”战略不变, 加快“全国化、次高端”的推进速度, 打造规模省区、规模市场、规模客户、规模单品、规模网点。十四五公司省内外营收比重目标是五五开。目前省外主要是大商模式, 环安徽市场表现良好, 江苏、河北地区势头良好, 河南市场表现突出。近年来公司提出在河南市场再造一个新安徽市场, 提升产品结构。

■ 盈利预测

当前安徽省内呈现出一超多强格局, 公司作为徽酒龙头将继续收割省内其他中小酒企份额。当前省内消费升级从80-120元价格带向200元以上升级, 公司主推古20站稳500元价格带, 引领徽酒消费升级。我们继续看好公司次高端+全国化

战略持续推进，预计2021-2023年EPS分别为4.51/5.68/7.05元，当前股价对应PE分别为58/46/37倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、古8及以上增长不及预期、黄鹤楼增长不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	10,292	12,705	15,218	17,814
增长率（%）	15.5%	23.4%	19.8%	17.1%
归母净利润（百万元）	1,855	2,384	3,006	3,731
增长率（%）	-11.6%	28.5%	26.1%	24.1%
摊薄每股收益（元）	3.68	4.51	5.68	7.05
ROE（%）	17.7%	20.1%	22.1%	23.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	10,292	12,705	15,218	17,814
现金及现金等价物	5,971	8,634	10,039	12,023	营业成本	2,550	2,820	3,348	3,796
应收款	101	122	133	146	营业税金及附加	1,625	1,931	2,298	2,672
存货	3,417	3,905	4,331	4,608	销售费用	3,121	3,811	4,413	5,059
其他流动资产	2,030	712	889	1,095	管理费用	802	978	1,157	1,318
流动资产合计	11,520	13,170	15,189	17,667	财务费用	-261	-20	-24	-30
非流动资产:					研发费用	41	51	61	71
金融类资产	204	204	204	204	费用合计	3,703	4,820	5,606	6,419
固定资产	1,798	1,845	1,789	1,697	资产减值损失	-14	-8	-5	-3
在建工程	279	112	45	18	公允价值变动	-20	0	0	0
无形资产	935	930	883	836	投资收益	7	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	营业利润	2,435	3,141	3,970	4,930
其他非流动资产	650	650	650	650	加: 营业外收入	67	53	45	40
非流动资产合计	3,667	3,542	3,372	3,206	减: 营业外支出	27	6	5	4
资产总计	15,187	16,712	18,561	20,874	利润总额	2,474	3,188	4,010	4,966
流动负债:					所得税费用	626	797	999	1,232
短期借款	71	71	71	71	净利润	1,848	2,391	3,012	3,735
应付账款、票据	646	781	851	922	少数股东损益	-7	7	6	4
其他流动负债	3,771	3,771	3,771	3,771	归母净利润	1,855	2,384	3,006	3,731
流动负债合计	4,488	4,623	4,693	4,763					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	60	60	60	60	成长性				
其他非流动负债	190	190	190	190	营业收入增长率	15.5%	23.4%	19.8%	17.1%
非流动负债合计	250	250	250	250	归母净利润增长率	-11.6%	28.5%	26.1%	24.1%
负债合计	4,738	4,873	4,943	5,013	盈利能力				
所有者权益					毛利率	75.2%	77.8%	78.0%	78.7%
股本	504	529	529	529	四项费用/营收	36.0%	37.9%	36.8%	36.0%
股东权益	10,449	11,839	13,618	15,860	净利率	18.0%	18.8%	19.8%	21.0%
负债和所有者权益	15,187	16,712	18,561	20,874	ROE	17.7%	20.1%	22.1%	23.5%
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
净利润	1848	2391	3012	3735	资产负债率	31.2%	29.2%	26.6%	24.0%
少数股东权益	-7	7	6	4	营运能力				
折旧摊销	249	167	170	163	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
公允价值变动	-20	0	0	0	应收账款周转率	101.5	104.3	114.1	121.7
营运资金变动	1555	674	-684	-566	存货周转率	0.7	1.2	1.3	1.4
经营活动现金净流量	3625	3509	2643	3477	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	-231	120	123	119	EPS	3.68	4.51	5.68	7.05
筹资活动现金净流量	-730	-1001	-1232	-1492	P/E	70.8	57.9	45.9	37.0
现金流量净额	2,663	2,628	1,534	2,104	P/S	12.8	10.9	9.1	7.7
					P/B	13.1	12.1	10.5	8.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。