

# 古井贡酒 (000596.SZ)

## 收入利润超预期，区域次高端逻辑持续兑现

### 核心观点：

- 收入/利润超预期，合同负债同比高增。**公司发布 22 年半年度业绩快报，公司 22 年上半年实现营业总收入 90.02 亿元，同比增长 28.46%；归母净利润 19.19 亿元，同比增长 39.17%。经测算 22Q2 营业总收入为 37.28 亿元，同比增长 29.55%；归母净利润为 8.20 亿元，同比增长 45.32%。22Q1 公司收入利润增速分别为 27.71%/34.90%，22Q2 收入利润增长环比加速，超市场预期，主要由于：(1) 安徽白酒需求受疫情影响整体可控，5 月中旬后消费场景基本恢复，古井对比竞品受影响更小。(2) 22Q1 合同负债 46.92 亿，同比增长 157.06%，报表余力充足。22Q2 合同负债 34.28 亿元，同比增长 54.87%，延续高增长。根据渠道调研，公司库存维持合理水平，增长主要由终端需求拉动。
- 古 16/古 20 进入收获期，区域次高端逻辑持续兑现。**我们预计 22 年上半年古 16/古 20 占比持续增加，产品结构优化带动盈利能力提升，经测算 22Q2 归母净利率为 22.00%，同比提升 2.39pct。我们在 21 年 8 月 19 日发布的《2022，从全国性次高端到区域次高端》以及 22 年 4 月 8 日发布的《苏皖区域次高端崛起，业绩有望加速》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。22Q2 古井区域次高端的逻辑再次得到了兑现，古 16/古 20 经过前期培育进入收获期，有望带动公司收入端加速增长和盈利能力提升。
- 盈利预测和投资建议。**我们维持此前盈利预测，预计 22-24 年公司收入为 165.86/195.40/225.79 亿元，同比增长 24.99%/17.81%/15.55%，归母净利润为 31.40/39.29/47.85 亿元，同比增长 36.65%/ 25.12%/ 21.80%，按最新收盘价对应 PE 为 36/29/24 倍。参考可比公司，给予 23 年 35 倍 PE 估值，维持合理价值 260.14 元/股，维持买入评级。
- 风险提示。**省外扩张不及预期；黄鹤楼增长不及预期；食品安全风险。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10,292	13,270	16,586	19,540	22,579
增长率 (%)	-1.20	28.93	24.99	17.81	15.55
EBITDA (百万元)	2,425	3,167	4,307	5,376	6,495
归母净利润 (百万元)	1,855	2,298	3,140	3,929	4,785
增长率 (%)	-11.58	23.90	36.65	25.12	21.80
EPS (元/股)	3.68	4.35	5.94	7.43	9.05
市盈率 (P/E)	73.86	56.13	35.91	28.70	23.57
ROE (%)	18.47	13.90	15.96	16.64	16.85
EV/EBITDA	54.07	37.03	22.93	17.69	13.97

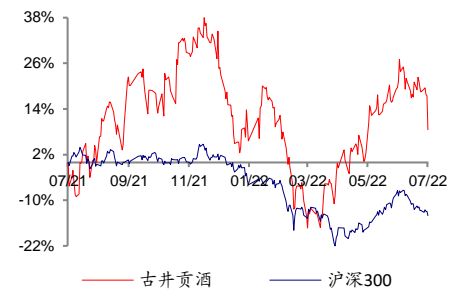
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	213.34 元
合理价值	260.14 元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-31

### 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：

食品饮料行业：白酒：2022，从全国次高端到区域次高端	2021-08-19
古井贡酒 (000596.SZ)：区域次高端逻辑兑现，22 年业绩有望加速	2022-05-01
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	2021-10-31
古井贡酒 (000596.SZ)：次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”	2021-08-29

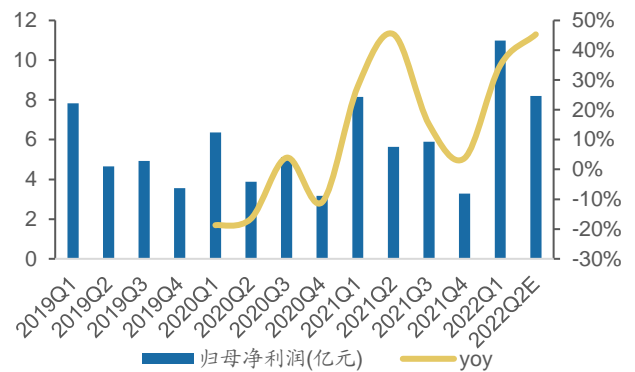
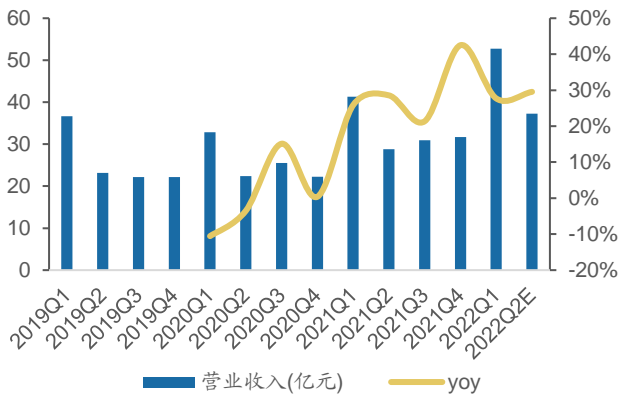
公司发布22年半年度业绩快报，公司22年上半年实现营业总收入90.02亿元，同比增长28.46%；归母净利润19.19亿元，同比增长39.17%。收入利润超预期，点评如下：

## 一、收入/利润超预期，合同负债同比高增

公司发布22年半年度业绩快报，公司22年上半年实现营业总收入90.02亿元，同比增长28.46%；归母净利润19.19亿元，同比增长39.17%。经测算22Q2营业总收入为37.28亿元，同比增长29.55%；归母净利润为8.20亿元，同比增长45.32%。22Q1公司收入利润增速分别为27.71%/34.90%，收入利润增长环比加速，超市场预期。主要由于：（1）安徽白酒需求受疫情影响整体可控，5月中旬后消费场景基本恢复，古井作为徽酒龙头受影响更小。（2）22Q1公司合同负债46.92亿，同比增长157.06%，报表余力充足。22Q2公司合同负债34.28亿元，同比增长54.87%，合同负债维持高增长。根据渠道调研，公司库存维持合理水平，增长主要由终端需求拉动。

图1: 预计22Q2营业总收入为37.28亿元, 同比+29.55%

图2: 预计22Q2归母净利润为8.20亿元, 同比+45.32%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 二、古16/古20进入收获期，区域次高端逻辑持续兑现

我们预计22年上半年古16/古20占比持续增加，产品结构优化带动盈利能力提升，经测算22Q2归母净利率为22.00%，同比提升2.39pct。我们在21年8月19日发布的《2022，从全国性次高端到区域次高端》以及22年4月8日发布的《苏皖区域次高端崛起，业绩有望加速》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。22Q2区域次高端的逻辑古井再次得到了兑现，古16/古20经过前期培育进入收获期，有望带动公司收入端加速增长和盈利能力提升。

### 三、盈利预测和投资建议

我们预计22-24年公司收入分别为165.86/195.40/225.79亿元，同比增长24.99%/17.81%/15.55%，归母净利润分别为31.40/39.29/47.85亿元，同比增长36.65%/25.12%/21.80%，按最新收盘价对应PE为36/29/24倍。参考可比公司，给予23年35倍PE估值，合理价值260.14元/股，维持买入评级。

表1: 可比公司估值对比 (截止2022年07月29日收盘价) (单位: 人民币元)

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
山西汾酒	600809.SH	274.17	6.41	8.48	10.85	43	32	25
舍得酒业	600702.SH	163.25	5.51	7.51	9.76	30	22	17
酒鬼酒	000799.SZ	147.47	4.24	5.72	7.29	35	26	20
洋河股份	002304.SZ	165.20	6.38	7.75	9.23	26	21	18
口子窖	603589.SH	50.11	3.32	3.93	4.60	15	13	11
迎驾贡酒	603198.SH	54.53	2.26	2.85	3.54	24	19	15
今世缘	603369.SH	43.77	1.99	2.46	3.03	22	18	14
平均值	/	/	—	—	—	28	22	17

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 四、风险提示

- 1.省外扩张不及预期。**若公司省外扩张不及预期，则收入、业绩增速可能无法达到预期增速水平。
- 2.黄鹤楼系列增长不及预期。**若黄鹤楼系列收入无法达到业绩承诺目标，则公司整体收入、业绩增速将受影响。
- 3.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。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>11,520</b>	<b>20,290</b>	<b>23,011</b>	<b>27,185</b>	<b>32,052</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>3,625</b>	<b>5,254</b>	<b>3,418</b>	<b>4,823</b>	<b>5,536</b>
货币资金	5,971	11,925	14,236	17,873	22,253	净利润	1,848	2,374	3,234	4,047	4,929
应收及预付	124	246	252	296	326	折旧摊销	272	315	349	384	422
存货	3,417	4,663	5,060	5,535	5,980	营运资金变动	1,482	2,703	-159	382	174
其他流动资产	2,008	3,456	3,462	3,481	3,494	其它	22	-138	-6	11	11
<b>非流动资产</b>	<b>3,667</b>	<b>5,128</b>	<b>5,863</b>	<b>6,658</b>	<b>7,383</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-231</b>	<b>-8,861</b>	<b>-1,068</b>	<b>-1,180</b>	<b>-1,149</b>
长期股权投资	5	5	5	5	5	资本支出	-558	-570	-1,074	-1,180	-1,149
固定资产	1,798	1,984	2,063	2,132	2,167	投资变动	285	-8,319	0	0	0
在建工程	279	1,064	1,619	2,251	2,857	其他	41	28	6	0	0
无形资产	935	1,063	1,167	1,263	1,350	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-701</b>	<b>4,028</b>	<b>-38</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
其他长期资产	650	1,011	1,009	1,006	1,004	银行借款	131	203	-30	0	0
<b>资产总计</b>	<b>15,187</b>	<b>25,418</b>	<b>28,874</b>	<b>33,843</b>	<b>39,435</b>	股权融资	0	4,963	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>4,488</b>	<b>7,680</b>	<b>7,902</b>	<b>8,824</b>	<b>9,487</b>	其他	-832	-1,138	-8	-7	-7
短期借款	71	30	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>2,692</b>	<b>421</b>	<b>2,311</b>	<b>3,636</b>	<b>4,380</b>
应付及预收	646	1,148	1,152	1,295	1,386	<b>期初现金余额</b>	<b>2,945</b>	<b>5,637</b>	<b>11,925</b>	<b>14,236</b>	<b>17,873</b>
其他流动负债	3,771	6,502	6,749	7,529	8,101	<b>期末现金余额</b>	<b>5,637</b>	<b>6,058</b>	<b>14,236</b>	<b>17,873</b>	<b>22,253</b>
<b>非流动负债</b>	<b>250</b>	<b>486</b>	<b>486</b>	<b>486</b>	<b>486</b>						
长期借款	60	172	172	172	172						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	190	313	313	313	313						
<b>负债合计</b>	<b>4,738</b>	<b>8,165</b>	<b>8,387</b>	<b>9,309</b>	<b>9,973</b>						
股本	504	529	529	529	529						
资本公积	1,295	6,225	6,225	6,225	6,225						
留存收益	8,244	9,787	12,927	16,856	21,641						
归属母公司股东权益	10,043	16,537	19,677	23,606	28,392						
少数股东权益	406	715	810	927	1,071						
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,187</b>	<b>25,418</b>	<b>28,874</b>	<b>33,843</b>	<b>39,435</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>10,292</b>	<b>13,270</b>	<b>16,586</b>	<b>19,540</b>	<b>22,579</b>
营业成本	2,550	3,304	3,646	3,966	4,293
营业税金及附加	1,625	2,032	2,820	3,322	3,838
销售费用	3,121	4,008	4,860	5,725	6,616
管理费用	802	1,022	1,244	1,465	1,693
研发费用	41	51	58	68	65
财务费用	-261	-204	-254	-314	-394
资产减值损失	-14	-17	-4	-4	-4
公允价值变动收益	-20	7	0	0	0
投资净收益	7	5	6	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,435</b>	<b>3,102</b>	<b>4,300</b>	<b>5,396</b>	<b>6,572</b>
营业外收支	39	70	12	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,474</b>	<b>3,171</b>	<b>4,312</b>	<b>5,396</b>	<b>6,572</b>
所得税	626	797	1,078	1,349	1,643
<b>净利润</b>	<b>1,848</b>	<b>2,374</b>	<b>3,234</b>	<b>4,047</b>	<b>4,929</b>
少数股东损益	-7	76	94	118	143
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,855</b>	<b>2,298</b>	<b>3,140</b>	<b>3,929</b>	<b>4,785</b>
EBITDA	2,425	3,167	4,307	5,376	6,495
EPS (元)	3.68	4.35	5.94	7.43	9.05

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-1.2%	28.9%	25.0%	17.8%	15.6%
营业利润增长	-13.8%	27.4%	38.6%	25.5%	21.8%
归母净利润增长	-11.6%	23.9%	36.6%	25.1%	21.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	75.2%	75.1%	78.0%	79.7%	81.0%
净利率	18.0%	17.9%	19.5%	20.7%	21.8%
ROE	18.5%	13.9%	16.0%	16.6%	16.9%
ROIC	15.2%	12.2%	14.3%	15.1%	15.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.2%	32.1%	29.0%	27.5%	25.3%
净负债比率	45.3%	47.3%	40.9%	37.9%	33.8%
流动比率	2.57	2.64	2.91	3.08	3.38
速动比率	1.79	2.01	2.25	2.43	2.73
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.68	0.52	0.57	0.58	0.57
应收账款周转率	151.50	149.09	149.88	149.62	149.71
存货周转率	3.01	2.85	3.28	3.53	3.78
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.68	4.35	5.94	7.43	9.05
每股经营现金流	7.20	9.94	6.47	9.12	10.47
每股净资产	19.94	31.29	37.23	44.66	53.71
<b>估值比率</b>					
P/E	73.86	56.13	35.91	28.70	23.57
P/B	13.64	7.80	5.73	4.78	3.97
EV/EBITDA	54.07	37.03	22.93	17.69	13.97

## 广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14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。  
邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
方一苇：资深分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。  
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。  
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。  
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
田荣振：高级研究员，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
廖承帅：研究员，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 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	gfyqyf@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（以下均简称“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。