

古井贡酒 (000596.SZ)

2 季度业绩增长 45%，次高端和全国化战略稳步推进

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级: 买入 (维持评级)

证券分析师:	陈青青	0755-22940855	chenqingq@guosen.com.cn	执证编码: S0980520110001
		0755-81983057		
证券分析师:	李依琳	010-88005029	liyilin1@guosen.com.cn	执证编码: S0980521070002

事项:

公司披露 2022 年半年度业绩快报: 2022H1 公司实现营业总收入 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%; 扣非归母净利润 18.89 亿元, 同比增长 41.15%; 基本每股收益 3.63 元, 同比增长 32.48%。

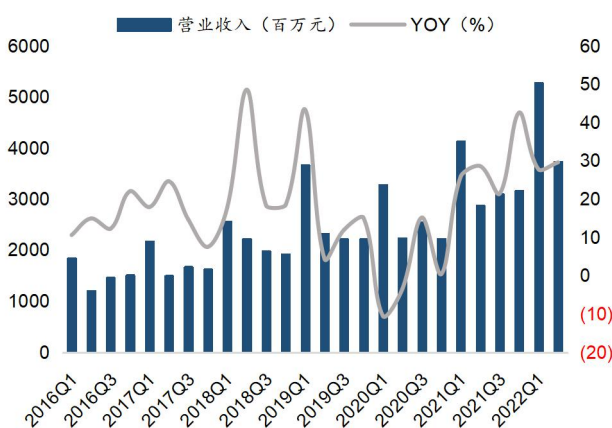
国信食饮观点: 1) 2022Q2 业绩增长逆势提速, 基地市场优势显著; 2) 产品结构稳步升级, 叠加费效比优化拉升净利率; 3) 公司有望尽享次高端扩容和全国化扩张红利, 业绩成长可期; 4) 投资建议: 公司有望尽享次高端扩容和全国化扩张红利, 业绩成长可期, 预计 2022-2024 年公司营业收入为 163.6/196.5/233.5 亿元, 归母净利润为 30.1/37.5/46.0 亿元, 对应摊薄 EPS 为 5.70/7.09/8.70 元, 当前股价对应 PE 为 37/30/25x, 维持“买入”评级。

评论:

◆ 2022Q2 业绩增长逆势提速, 基地市场优势显著

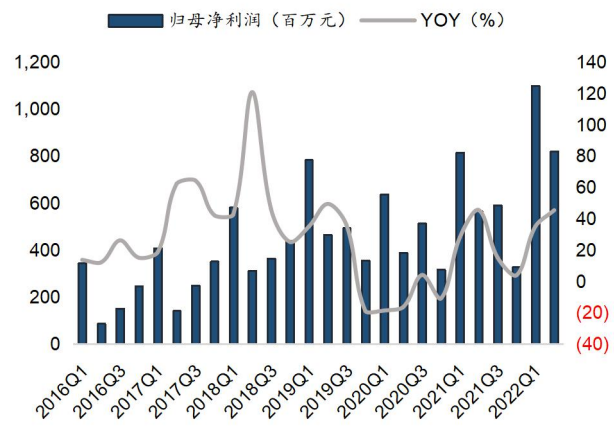
2022H1 公司实现营收 90.0 亿元 (+28.5%), 实现归母净利润 19.2 亿元 (+39.2%), 扣非归母净利润 18.9 亿元 (+41.2%); 2022Q2 公司实现营收 37.3 亿元 (+29.5%), 实现归母净利润 8.2 亿元 (+45.3%), 扣非归母净利润 8.0 亿元 (+49.0%), 增长环比 2022Q1 提速。2 季度安徽疫情管控良好, 疫情冲击区域较少、影响相对有限, 5 月起开始商务用酒、婚宴等消费需求快速恢复, 公司发挥基地市场品牌和渠道优势, 延续了 1 季度良好销售势头。2 季度渠道回款积极, 至 6 月底预计回款进度约为 70%, 达到历史同期最好水平, 库存保持良性。2022H1 末, 合同负债为 34.3 亿元 (+54.9%), 维持高位; “营收+合同负债”为 124.3 亿元 (+34.8%), 彰显成长潜力。

图 1: 古井贡酒单季度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 古井贡酒单季度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)

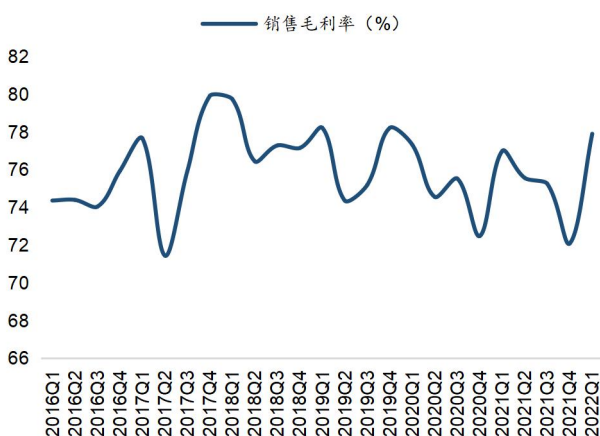


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 产品结构稳步升级，叠加费效比优化拉升净利率

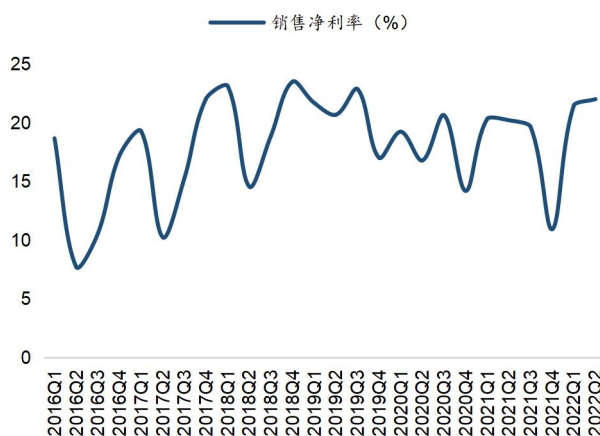
公司盈利水平稳步提升，2022H1 归母净利率为 21.3% (+1.6pct)，扣非净利率为 21.0% (+1.9pct)；2022Q2 归母净利率为 22.0% (+2.4pct)，扣非净利率为 21.4% (+2.8pct)，预计一方面得益于安徽省内消费升级和头部集中趋势延续带动公司高价酒占比提升，从而拉升毛利率，上半年献礼和古 5 实现稳健增长，古 16 和古 20 产品保持快速增长，预计古 8 以上产品收入占比有所提升；另一方面销售费用率或有所下降从而推升净利率，公司通过实施“三通工程”战略不断推动渠道建设和费用投放精细化，成熟产品费用投放力度逐渐收缩，随着产品体量上升和信息化系统的应用，预计后续费用率有望持续优化。

图3：古井贡酒单季度销售毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：古井贡酒单季度销售净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 省内基本盘稳固，结构升级和区域拓张逻辑持续兑现

近年来公司强势引领次高端产品结构升级，古 8 以上产品收入占比提升明显；古 16 和古 20 增长强劲，每年保持 50%以上的增长。古 16 卡位 300-400 元价格带，定位中高端以上商务和婚宴市场，2021 年古 16 两度提价，今年提价效应显现有望拉动收入增长。目前古 20 在 500-600 元价格带已成功占据有利地位，乘消费升级东风不断快速放量，省外销售体量已经超过省内，全国化放量可期；近两年公司对古 20 持续提价挺价以巩固产品优势，提价红利有望逐步释放。公司新百亿成长路径清晰，在省内依靠产品结构升级，成长仍有较大空间；省外继续高举高打，招商快速推进，销售过 10 亿元市场陆续出现，薄弱市场销售亿元大关亦将逐步突破，中长期看，2024 年公司 200 亿营收目标实现可期。

◆ 投资建议：公司有望尽享次高端扩容和全国化扩张红利，业绩成长可期，维持“买入”评级

看好公司产品结构持续升级和省外加速扩张，微调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司营业收入为 163.6/196.5/233.5 亿元，归母净利润为 30.1/37.5/46.0 亿元，对应摊薄 EPS 为 5.70/7.09/8.70 元（前值为 5.72/7.19/8.23 元），当前股价对应 PE 为 37/30/25x，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济波动风险，疫情大面积反复风险，高端酒需求不及预期风险。

相关研究报告：

- 《古井贡酒（000596.SZ）-2021 年业绩平稳，2022 年成长势头向好》——2022-03-15
- 《古井贡酒-000596-2021 年三季报点评：业绩平稳增长，成长势头向好》——2021-11-01
- 《古井贡酒-000596-重大事件快评：全力打造古 20 大单品，省外扩张稳步推进》——2021-06-07
- 《国信证券-古井贡酒-000596-2020 年报及 2021 一季报点评：21Q1 销售平稳恢复，市场份额持续提升》——2021-05-01
- 《古井贡酒-000596-2020 三季报点评：省内销售恢复向好，Q3 收入超预期》——2020-11-02

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	5971	11925	11925	13373	16649	营业收入	10292	13270	16358	19650	23348
应收款项	101	161	679	816	969	营业成本	2550	3304	3861	4464	5162
存货净额	3417	4663	5229	6114	7155	营业税金及附加	1625	2032	2503	3006	3572
其他流动资产	1826	880	1494	2195	2096	销售费用	3121	4008	4908	5856	6911
流动资产合计	11520	20290	21988	25159	29530	管理费用	802	1022	1229	1457	1712
固定资产	2077	3048	3433	3816	4159	研发费用	41	51	63	76	91
无形资产及其他	935	1063	1022	980	939	财务费用	(261)	(204)	(285)	(303)	(364)
投资性房地产	650	1011	1011	1011	1011	投资收益	7	5	6	6	5
长期股权投资	5	5	5	6	6	资产减值及公允价值变动	(6)	24	12	10	15
资产总计	15187	25418	27459	30972	35644	其他收入	(21)	(35)	(63)	(76)	(91)
短期借款及交易性金融负债	71	43	119	51	44	营业利润	2435	3102	4099	5110	6285
应付款项	646	1148	1467	1495	1879	营业外净收支	39	70	53	53	53
其他流动负债	3771	6489	6154	7269	8543	利润总额	2474	3171	4152	5163	6337
流动负债合计	4488	7680	7740	8815	10465	所得税费用	626	797	1038	1291	1584
长期借款及应付债券	60	172	172	172	172	少数股东损益	(7)	76	100	124	153
其他长期负债	190	313	358	413	415	归属于母公司净利润	1855	2298	3014	3747	4600
长期负债合计	250	486	530	586	587	现金流量表（百万元）					
负债合计	4738	8165	8270	9401	11052	净利润	1855	2298	3014	3747	4600
少数股东权益	406	715	782	866	968	资产减值准备	13	8	14	5	4
股东权益	10043	16537	18406	20706	23624	折旧摊销	249	267	292	364	411
负债和股东权益总计	15187	25418	27459	30972	35644	公允价值变动损失	6	(24)	(12)	(10)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	(261)	(204)	(285)	(303)	(364)
每股收益	3.68	4.35	5.70	7.09	8.70	营运资本变动	(769)	2631	(1654)	(520)	567
每股红利	1.65	1.44	2.17	2.74	3.18	其它	(17)	43	53	79	98
每股净资产	19.94	31.29	34.82	39.17	44.69	经营活动现金流	1337	5223	1706	3665	5665
ROIC	18.96%	18.43%	20%	22%	27%	资本开支	0	(1228)	(637)	(701)	(701)
ROE	18.47%	13.90%	16%	18%	19%	其它投资现金流	305	(2457)	0	0	0
毛利率	75%	75%	76%	77%	78%	投资活动现金流	305	(3686)	(637)	(701)	(701)
EBIT Margin	21%	21%	23%	24%	25%	权益性融资	0	4963	0	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	25%	26%	27%	负债净变化	60	112	0	0	0
收入增长	-1%	29%	23%	20%	19%	支付股利、利息	(832)	(760)	(1145)	(1448)	(1682)
净利润增长率	-12%	24%	31%	24%	23%	其它融资现金流	253	750	76	(68)	(7)
资产负债率	34%	35%	33%	33%	34%	融资活动现金流	(1290)	4417	(1069)	(1516)	(1689)
股息率	0.7%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%	现金净变动	351	5954	0	1448	3276
P/E	57.9	49.1	37.4	30.1	24.5	货币资金的期初余额	5620	5971	11925	11925	13373
P/B	10.7	6.8	6.1	5.4	4.8	货币资金的期末余额	5971	11925	11925	13373	16649
EV/EBITDA	46.7	38.8	29.6	23.7	19.6	企业自由现金流	0	3805	847	2737	4703
						权益自由现金流	0	4667	1137	2896	4969

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032