

# 2021 年业绩快报点评: Q4 收入超预期, 全国化和高端化继续加速 买入 (维持)

2022 年 03 月 14 日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证号: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值     | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)  | 10,292 | 13,271 | 16,191 | 19,106 |
| 同比 (%)      | -1.20  | 28.95  | 22.00  | 18.00  |
| 归母净利润 (百万元) | 1,855  | 2,291  | 2,992  | 3,750  |
| 同比 (%)      | -11.58 | 23.54  | 30.59  | 25.35  |
| 每股收益 (元/股)  | 3.51   | 4.33   | 5.66   | 7.09   |
| P/E (倍)     | 53.16  | 43.03  | 32.95  | 26.29  |

事件: 2021 年公司实现全年营业收入 132.71 亿元 (yoy+28.95%), 归母净利润 22.91 亿元 (yoy+23.54%)。单季度看, 2021Q4 实现营业收入 31.69 亿元 (yoy+42.58%), 归母净利润 3.22 亿元 (yoy+1.66%)。

## 投资要点

■ **全年收入超预期, Q4 利润略低于预期。**公司 2021 年营收/归母净利润同比 +28.95%/+23.54%; 2021Q4 营收/归母净利润同比 +42.58%/+1.66%, 四季度收入超市场预期, 我们预计主要系 2021 年安徽疫情影响环比减弱, 消费场景恢复拉动需求的提升, 公司给予更多团购资源推广古 16、古 20, 次高端产品占比提升。四季度归母净利润低于预期, 我们预计主要系春节时间有所提前, 加上市场竞争激烈, 部分费用前置, 导致利润承压。

■ **省内消费升级动力强劲, 全国化进程持续推进。**公司次高端化和全国化路径不变, 1) 省内方面, 安徽省近年来经济持续回升向好, 2021 年安徽 GDP 约为 4.3 万亿, 同比增长 8.3%, 消费升级动力强劲, 同时 2022 年春节期间安徽省疫情控制较好, 返乡人流量大, 宴席、聚饮等白酒消费场景需求旺盛, 消费升级和消费场景恢复延续, 将有望继续推动产品结构提升和核心产品的销售。2) 省外方面, 公司继续加快“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, 江苏、上海、浙江等重点市场快速拓展, 品牌力持续提升。

■ **定增落地扩建产能, 致力实现双百亿。**2021 年公司定增落地, 募集资金将用于酿酒生产智能化技术改造项目, 根据公司估算, 项目落地后可实现年均销售收入 148.06 亿元, 年均净利润 28.93 亿元, 有利于提高公司的优质产能, 为全国化扩张蓄力, 助力公司实现双百亿目标。

■ **盈利预测与投资评级:**我们预计省内消费升级叠加省外市场扩张为公司带来中长期增长动力, 我们预测公司 2022-2023 年总营收 161.91、191.05 亿元, 同比增长 22%、18%; 归母净利润预测 30、38 亿元, 同比增长 31%、25%, 对应 2022-2023 年 EPS 为 5.66/7.09 元, 当前市值对应 PE 为 33/26X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:**疫情影响增强、消费复苏不及预期、省外扩张不及预期

## 股价走势



## 市场数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元)        | 195.60        |
| 一年最低/最高价      | 177.01/278.00 |
| 市净率(倍)        | 6.25          |
| 流通 A 股市值(百万元) | 79922.16      |

## 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 30.67  |
| 资产负债率(%)    | 32.08  |
| 总股本(百万股)    | 528.60 |
| 流通 A 股(百万股) | 408.60 |

古井贡酒三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)     |        |        |        |        | 利润表(百万元)         |              |              |              |              |
|----------------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |                  | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| <b>流动资产</b>    | 11,520 | 14,926 | 19,380 | 24,684 | <b>营业收入</b>      | 10,292       | 13,271       | 16,191       | 19,106       |
| 现金             | 5,971  | 8,584  | 11,866 | 16,058 | 减:营业成本           | 2,550        | 3,146        | 3,712        | 4,232        |
| 应收账款           | 68     | 73     | 89     | 105    | 营业税金及附加          | 1,625        | 2,179        | 2,655        | 3,096        |
| 存货             | 3,417  | 3,878  | 4,576  | 5,217  | 营业费用             | 3,121        | 3,981        | 4,857        | 5,636        |
| 其他流动资产         | 2,064  | 2,391  | 2,849  | 3,304  | 管理费用             | 802          | 1,040        | 1,221        | 1,414        |
| <b>非流动资产</b>   | 3,667  | 3,909  | 4,150  | 4,388  | 研发费用             | 41           | 49           | 60           | 71           |
| 长期股权投资         | 5      | 5      | 5      | 6      | 财务费用             | -261         | -150         | -43          | -59          |
| 固定资产           | 1,798  | 1,842  | 1,885  | 1,925  | 资产减值损失           | 14           | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程           | 279    | 369    | 459    | 549    | 加:投资净收益          | 7            | -20          | 162          | 191          |
| 无形资产           | 935    | 1,055  | 1,175  | 1,295  | 其他收益             | 47           | 80           | 108          | 111          |
| 其他非流动资产        | 650    | 638    | 626    | 613    | 资产处置收益           | 1            | 1            | 1            | 2            |
| <b>资产总计</b>    | 15,187 | 18,835 | 23,530 | 29,072 | <b>营业利润</b>      | 2,435        | 3,087        | 4,000        | 5,020        |
| <b>流动负债</b>    | 4,488  | 6,531  | 8,952  | 11,480 | 加:营业外净收支         | 39           | 69           | 69           | 69           |
| 短期借款           | 71     | 71     | 71     | 71     | <b>利润总额</b>      | 2,474        | 3,156        | 4,069        | 5,089        |
| 应付账款           | 505    | 689    | 814    | 927    | 减:所得税费用          | 626          | 825          | 1,035        | 1,304        |
| 其他流动负债         | 3,912  | 5,771  | 8,068  | 10,482 | 少数股东损益           | -7           | 39           | 42           | 34           |
| <b>非流动负债</b>   | 250    | 250    | 250    | 250    | <b>归属母公司净利润</b>  | 1,855        | 2,291        | 2,992        | 3,750        |
| 长期借款           | 60     | 60     | 60     | 60     | EBIT             | 2,448        | 2,875        | 3,686        | 4,657        |
| 其他非流动负债        | 190    | 190    | 190    | 190    | EBITDA           | 2,720        | 3,168        | 4,000        | 4,994        |
| <b>负债合计</b>    | 4,738  | 6,781  | 9,202  | 11,730 | <b>重要财务与估值指标</b> |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 406    | 445    | 486    | 520    |                  | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 归属母公司股东权益      | 10,043 | 11,609 | 13,841 | 16,822 | 每股收益(元)          | 3.51         | 4.33         | 5.66         | 7.09         |
| <b>负债和股东权益</b> | 15,187 | 18,835 | 23,530 | 29,072 | 每股净资产(元)         | 19.94        | 21.96        | 26.18        | 31.82        |
|                |        |        |        |        | 发行在外股份(百万股)      | 504          | 529          | 529          | 529          |
|                |        |        |        |        | ROIC(%)          | 17.3%        | 17.4%        | 19.0%        | 19.8%        |
|                |        |        |        |        | ROE(%)           | 18.5%        | 19.7%        | 21.6%        | 22.3%        |
|                |        |        |        |        | 毛利率(%)           | 75.2%        | 76.3%        | 77.1%        | 77.9%        |
|                |        |        |        |        | 销售净利率(%)         | 18.0%        | 17.3%        | 18.5%        | 19.6%        |
|                |        |        |        |        | 资产负债率(%)         | 31.2%        | 36.0%        | 39.1%        | 40.3%        |
|                |        |        |        |        | 收入增长率(%)         | -1.2%        | 28.9%        | 22.0%        | 18.0%        |
|                |        |        |        |        | 净利润增长率(%)        | -11.6%       | 23.5%        | 30.6%        | 25.4%        |
|                |        |        |        |        | P/E              | 53.16        | 43.03        | 32.95        | 26.29        |
|                |        |        |        |        | P/B              | 13.64        | 8.49         | 7.12         | 5.86         |
|                |        |        |        |        | EV/EBITDA        | 48.22        | 28.45        | 21.71        | 16.55        |
| 现金流量表(百万元)     |        |        |        |        |                  |              |              |              |              |
|                | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |                  |              |              |              |              |
| 经营活动现金流        | 3,625  | 3,823  | 4,365  | 5,275  |                  |              |              |              |              |
| 投资活动现金流        | -231   | -485   | -323   | -313   |                  |              |              |              |              |
| 筹资活动现金流        | -701   | -725   | -760   | -770   |                  |              |              |              |              |
| 现金净增加额         | 2,692  | 2,613  | 3,282  | 4,192  |                  |              |              |              |              |
| 折旧和摊销          | 272    | 292    | 314    | 337    |                  |              |              |              |              |
| 资本开支           | -558   | -470   | -490   | -509   |                  |              |              |              |              |
| 营运资本变动         | 1,482  | 1,250  | 1,249  | 1,415  |                  |              |              |              |              |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>