

21Q4 营收超预期，2022 固本提质增效

2022 年 03 月 13 日

➤ **公司于 2022 年 3 月 10 日公告 2021 年业绩快报：**2021 年度公司实现营收 132.71 亿元，同增+28.95%；归母净利润 22.91 亿元，同增+23.54%；扣非后归母净利润 22 亿元，同增+24.14%。据此测算，2021Q4 公司实现营收 31.69 亿元，同增+42.56%；归母净利润 3.22 亿元，同增+1.65%；扣非后归母净利润 2.98 亿元，同增+10.06%。

➤ **Q4 营收高增超预期，税费确认节奏导致净利润低于预期。**疫情“精准防控”“动态清零”措施下，省内宴席、餐饮等消费场景快速恢复，叠加产业经济迭代带动了白酒消费结构的整体跃升，省会合肥宴席用酒古 8 价位段正成为主流，古 20、古 16 等高增也拉升了结构。另外，黄鹤楼、明光亦有贡献，根据黄鹤楼业绩承诺补充协议，2021 年营收含税目标超 17 亿元，销售净利率不低于 11%；3 月 1 日明光酒业董事长华兴安在 2021 年度总结表彰暨 2022 年工作部署大会上介绍，2021 年公司超额完成全年经营指标，成为明光市首家纳税超亿元的工业企业。21Q4 净利润低于预期或受广宣、渠道销售费用及所得税缴纳节奏等影响，为 2022 年度公司固本提质增效提供保障。

➤ **22Q1 “开门红”基础稳固，结构提升下的净利率提升与泛全国化布局带来的营收贡献仍是未来看点。**2022 年春节返乡人数同比高增，省内疫情防控总体稳定，各类走亲访友聚饮及礼赠消费场景恢复正常，期间也发现低线城市及县乡白酒消费升级显著，百元价位带古 5、献礼等动销旺盛，短期渠道库存新低，节后补库需求迫切，也奠定了 22Q1 “开门红”基础。另外，我们认为，**市场关注的净利率提升与省外扩张线索未来也将持续验证**，省内经济高增是居民收入增长及消费升级的基础，公司提出 2022 “**固本提质增效**”，**稳步迈向 200 亿（含税）目标，也将持续推进**“古 8 以下维持现有规模、稳住基本盘，古 16 以上重点突破、实现增长”转型升级目标。泛全国化布局也将呈现板块化扩张特征，从安徽向江苏、河南、河北、江西、上海、湖北等长三角、华北核心板块市场突破，伴随安徽“产业社交圈”稳步扩大与区域消费能力的提升，市场的概念将从安徽省内区域延展到安徽籍人口的社交圈，辐射力有望增强，达成公司“十四五”规划**省内/省外 1:1 的区域销售目标**。

➤ **投资建议：**预计 2021-2023 年公司实现收入 132.71/161.26/194.90 亿元，同比+28.9%/+21.5%/+20.9%；实现归母净利润 22.91/31.64/42.8 亿元，同比+23.5%/+38.1%/+35.3%，EPS 分别为 4.34/5.99/8.10，对应 PE 分别为 45X/33X/24X。考虑到公司徽酒龙头地位及板块市场扩张动能，域内产业社交圈的扩大也将助力徽酒“走出去”，中长期古 8 及以上占比有望持续提升，推升净利率的目标也将逐步兑现，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**省内经济增长支撑性不达预期；疫情致消费场景及消费能力受损超预期；省外扩张竞争加剧致费用率持续提升；商誉减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,292	13,271	16,126	19,490
增长率（%）	-1.2	28.9	21.5	20.9
归属母公司股东净利润（百万元）	1,855	2,291	3,164	4,280
增长率（%）	-11.6	23.5	38.1	35.3
每股收益（元）	3.51	4.33	5.99	8.10
PE	56	45	33	24
PB	9.9	6.1	5.1	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

195.6 元


分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：孙冉

执业证号：S0100121100003

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 1.古井贡酒(000596):预收“蓄水池”逐季上涨 产品结构持续优化
- 2.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
- 3.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
- 4.古井贡酒(000596)2020 年三季报点评：中秋动销顺畅，业绩环比改善明显
- 5.古井贡酒(000596)2020 年半年报点评：疫情对 20H1 冲击较明显，未来业绩有望逐季改善

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,292	13,271	16,126	19,490
营业成本	2,550	3,253	3,416	3,484
营业税金及附加	1,625	2,050	2,505	3,031
销售费用	3,121	4,048	4,911	5,934
管理费用	802	972	1,187	1,446
研发费用	41	50	63	75
EBIT	2,448	2,897	4,045	5,519
财务费用	-261	0	0	0
资产减值损失	-14	0	0	0
投资收益	7	96	94	106
营业利润	2,435	3,076	4,240	5,742
营业外收支	39	31	34	34
利润总额	2,474	3,107	4,274	5,776
所得税	626	788	1,080	1,462
净利润	1,848	2,319	3,194	4,314
归属于母公司净利润	1,855	2,291	3,164	4,280
EBITDA	2,720	3,115	4,285	5,768

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,971	12,665	15,374	19,182
应收账款及票据	68	838	814	924
预付款项	56	175	163	158
存货	3,417	4,203	4,440	4,543
其他流动资产	2,008	1,424	1,881	2,344
流动资产合计	11,520	19,305	22,673	27,152
长期股权投资	5	7	7	8
固定资产	1,798	1,765	1,735	1,714
无形资产	935	1,016	1,107	1,214
非流动资产合计	3,667	3,766	3,901	4,058
资产合计	15,187	23,071	26,574	31,210
短期借款	71	0	0	0
应付账款及票据	646	1,213	1,222	1,203
其他流动负债	3,771	4,596	4,895	5,237
流动负债合计	4,488	5,809	6,118	6,440
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	6,059	6,368	6,690
股本	504	529	529	529
少数股东权益	406	433	463	498
股东权益合计	10,449	17,012	20,206	24,520
负债和股东权益合计	15,187	23,071	26,574	31,210

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.20	28.95	21.51	20.86
EBIT 增长率	-8.74	18.38	39.59	36.47
净利润增长率	-11.58	23.54	38.09	35.27
盈利能力 (%)				
毛利率	75.23	75.49	78.82	82.12
净利率	17.95	17.47	19.81	22.14
总资产收益率 ROA	12.21	9.93	11.91	13.71
净资产收益率 ROE	18.47	13.82	16.03	17.82
偿债能力				
流动比率	2.57	3.32	3.71	4.22
速动比率	1.79	2.57	2.95	3.49
现金比率	1.33	2.18	2.51	2.98
资产负债率 (%)	31.20	26.26	23.96	21.43
经营效率				
应收账款周转天数	2.41	1.89	1.99	2.02
存货周转天数	489.12	471.56	474.42	475.92
总资产周转率	0.68	0.58	0.61	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	3.51	4.33	5.99	8.10
每股净资产	19.77	32.18	38.23	46.39
每股经营现金流	6.86	5.12	5.59	7.70
每股股利	1.50	1.43	0.00	0.00
估值分析				
PE	56	45	33	24
PB	9.9	6.1	5.1	4.2
EV/EBITDA	35.87	29.15	20.55	14.61
股息收益率 (%)	0.77	0.73	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,848	2,319	3,194	4,314
折旧和摊销	272	217	241	249
营运资金变动	1,482	300	-350	-349
经营活动现金流	3,625	2,708	2,956	4,073
资本开支	-558	-283	-341	-369
投资	285	-1	-0	-0
投资活动现金流	-231	-188	-247	-264
股权募资	0	5,000	0	0
债务募资	131	-71	0	0
筹资活动现金流	-701	4,174	0	0
现金净流量	2,692	6,694	2,709	3,809

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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