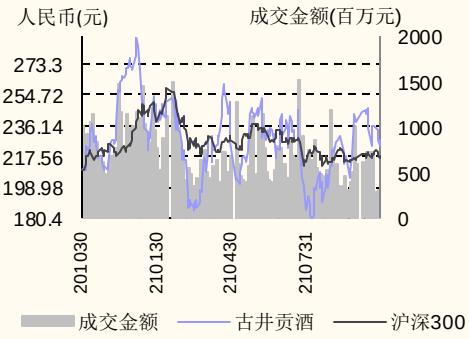
古井贡酒 (000596.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 227.65 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.29
已上市流通 A 股(亿股)	3.84
总市值(亿元)	1,203.36
年内股价最高最低(元)	290.09/180.40
沪深 300 指数	4909
深证成指	14451



相关报告

1.《结构升级，后百亿时代稳健成长-古井贡酒 21 年中报点评》，2021.8.30

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

业绩略低预期，关注产品结构优化成效落地

公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,417	10,292	12,659	15,444	18,533
营业收入增长率	19.93%	-1.20%	23.00%	22.00%	20.00%
归母净利润（百万元）	2,098	1,855	2,306	2,914	3,600
归母净利润增长率	23.73%	-11.58%	24.34%	26.37%	23.54%
摊薄每股盈利（元）	4.17	3.68	4.36	5.51	6.81
每股经营性现金流净额	0.38	7.14	9.25	5.49	7.00
净资产收益率	23.45%	18.47%	14.01%	15.82%	17.17%
市盈率（倍）	32.63	73.86	52.19	41.29	33.43
市净率（倍）	7.65	13.64	7.31	6.53	5.74

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 10 月 29 日发布三季报，21Q1-3 实现营收 101.02 亿元，同比+25.19%；归母净利 19.69 亿元，同比+28.05%；扣非归母净利 19.02 亿元，同比+26.69%。其中，21Q3 实现营收 30.95 亿元，同比+21.37%；归母净利 5.90 亿元，同比+15.09%；扣非归母净利 5.63 亿元，同比+14.24%。

经营分析

- **收入基本符合预期，预收高增保障业绩**。21Q3 公司营收同比+21.4%，基本符合预期；若考虑合同负债+其他流动负债，21Q3 公司实际收入同比+45.37%；截至 21Q3 末，公司合同负债+其他流动负债同比+224.61%，预收高增为 Q4 及来年业绩奠基。现金流方面，公司 21Q3 销售收现 38.43 亿元，同比+66.28%，延续高增态势。
- **盈利能力略有下调，利润增速略低预期**。21Q3 公司归母净利同比+15.1%，增速低于营收端；21Q3 净利率为 19.64%，同比-0.99pct，盈利能力略有下滑。1）21Q3 毛利率为 75.25%，同比-0.27pct，产品结构优化成效仍需沉淀。2）21Q3 管理费用率同比+2.29pct。3）21Q3 销售费用率/营业税金及附加占比同比-1.10pct/-1.16pct。
- **建议持续关注公司产品结构优化成效**。根据渠道反馈，21Q1-3 古 8 及以上产品实现中两位数增长，占年份原浆系列比重持续提升；其中古 20 实现翻倍式增长，享受次高端扩容红利，期待公司产品结构优化成效落地后对盈利端的提振效能。公司持续深耕省内，并着手以古 16/古 20 为核的省外扩张，建议关注公司对省外市场的开拓进程。

盈利预测

- 结合三季度业绩情况，鉴于疫情反复对终端需求的影响，我们对 21-23 年归母净利分别下调 7%/6%/4%。我们预计 21-23 年收入增速分别为 23%/22%/20%，对应收入为 127/154/185 亿元；利润增速分别为 24%/26%/24%，对应利润为 23/29/36 亿元；EPS 为 4.36/5.51/6.81 元，当前股价对应 PE 为 52/41/33X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险，区域市场竞争加剧风险，宏观经济风险，食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**8,686**	**10,417**	**10,292**	**12,659**	**15,444**	**18,533**
增长率	24.7%	19.9%	-1.2%	23.0%	22.0%	20.0%
主营业务成本	-1,932	-2,426	-2,550	-3,000	-3,645	-4,318
%销售收入	22.2%	23.3%	24.8%	23.7%	23.6%	23.3%
毛利	**6,754**	**7,991**	**7,742**	**9,659**	**11,799**	**14,215**
%销售收入	77.8%	76.7%	75.2%	76.3%	76.4%	76.7%
营业税金及附加	-1,279	-1,593	-1,625	-1,899	-2,306	-2,724
%销售收入	14.7%	15.3%	15.8%	15.0%	14.9%	14.7%
销售费用	-2,683	-3,185	-3,121	-3,798	-4,607	-5,467
%销售收入	30.9%	30.6%	30.3%	30.0%	29.8%	29.5%
管理费用	-645	-685	-802	-1,000	-1,212	-1,436
%销售收入	7.4%	6.6%	7.8%	7.9%	7.9%	7.8%
研发费用	-24	-42	-41	-38	-46	-56
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润（EBIT）	2,124	2,485	2,153	2,924	3,628	4,531
%销售收入	24.4%	23.9%	20.9%	23.1%	23.5%	24.5%
财务费用	52	98	261	170	241	240
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-2.5%	-1.3%	-1.6%	-1.3%
资产减值损失	-13	1	14	-8	-2	-1
公允价值变动收益	0	18	-20	-10	5	8
投资收益	148	126	7	-20	30	50
%税前利润	6.3%	4.4%	0.3%	n.a	0.8%	1.0%
营业利润	2,347	2,823	2,435	3,086	3,932	4,869
营业利润率	27.0%	27.1%	23.7%	24.4%	25.5%	26.3%
营业外收支	22	49	39	10	20	25
税前利润	2,369	2,873	2,474	3,096	3,952	4,894
利润率	27.3%	27.6%	24.0%	24.5%	25.6%	26.4%
所得税	-628	-715	-626	-780	-988	-1,223
所得税率	26.5%	24.9%	25.3%	25.2%	25.0%	25.0%
净利润	1,741	2,158	1848	2316	2964	3670
少数股东损益	46	60	-7	10	50	70
归属于母公司的净利润	**1,695**	**2,098**	**1,855**	**2,306**	**2,914**	**3,600**
净利率	19.5%	20.1%	18.0%	18.2%	18.9%	19.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,741	2,158	1,848	2,316	2,964	3,670
少数股东损益	46	60	-7	10	50	70
非现金支出	248	262	258	270	314	380
非经营收益	-118	-90	7	162	-25	-54
营运资金变动	-14	-2,140	1,482	2,144	-350	-293
经营活动现金净流	**1,858**	**189**	**3,595**	**4,892**	**2,903**	**3,703**
资本开支	-306	-408	-558	-973	-1,630	-2,307
投资	-957	2,953	285	-52	-360	-560
其他	138	127	41	-20	30	50
投资活动现金净流	**-1,126**	**2,672**	**-231**	**-1,045**	**-1,960**	**-2,817**
股权募资	0	0	0	4,955	0	0
债权募资	0	0	131	49	-15	-20
其他	-504	-755	-832	-856	-962	-1,066
筹资活动现金净流	**-504**	**-755**	**-701**	**4,148**	**-977**	**-1,086**
现金净流量	**228**	**2,106**	**2,663**	**7,995**	**-33**	**-200**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,706	5,620	5,971	13,966	13,933	13,732
应收款项	1,421	1,071	1,775	2,018	2,463	2,956
存货	2,407	3,015	3,417	3,973	4,897	5,494
其他流动资产	3,496	821	357	604	1,020	1,642
流动资产	9,029	10,526	11,520	20,561	22,312	23,824
%总资产	72.2%	75.9%	75.9%	82.4%	79.6%	75.6%
长期投资	216	9	9	9	9	9
固定资产	1,857	1,907	2,077	2,643	3,861	5,714
%总资产	14.8%	13.7%	13.7%	10.6%	13.8%	18.1%
无形资产	1,304	1,334	1,478	1,637	1,756	1,858
非流动资产	3,481	3,345	3,667	4,390	5,728	7,682
%总资产	27.8%	24.1%	24.1%	17.6%	20.4%	24.4%
资产总计	**12,510**	**13,871**	**15,187**	**24,951**	**28,040**	**31,505**
短期借款	0	0	71	0	0	0
应付款项	2,026	2,583	2,042	2,783	3,340	3,915
其他流动负债	2,275	1,664	2,375	4,790	5,304	5,581
流动负债	4,301	4,247	4,488	7,573	8,644	9,496
长期贷款	0	0	60	155	140	120
其他长期负债	179	192	190	350	370	390
负债	**4,480**	**4,439**	**4,738**	**8,078**	**9,154**	**10,006**
普通股股东权益	**7,602**	**8,944**	**10,043**	**16,458**	**18,421**	**20,964**
其中：股本	504	504	504	529	529	529
未分配利润	5,541	6,888	7,987	9,448	11,410	13,953
少数股东权益	428	488	406	416	466	536
负债股东权益合计	**12,510**	**13,871**	**15,187**	**24,951**	**28,040**	**31,505**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	3.37	4.17	3.68	4.36	5.51	6.81
每股净资产	15.10	17.76	19.94	31.14	34.85	39.66
每股经营现金净流	3.69	0.38	7.14	9.25	5.49	7.00
每股股利	0.60	1.00	1.50	1.60	1.80	2.00
回报率						
净资产收益率	22.30%	23.45%	18.47%	14.01%	15.82%	17.17%
总资产收益率	13.55%	15.12%	12.21%	9.24%	10.39%	11.43%
投入资本收益率	19.19%	19.55%	15.04%	12.66%	14.10%	15.51%
增长率						
主营业务收入增长率	24.65%	19.93%	-1.20%	23.00%	22.00%	20.00%
EBIT增长率	50.00%	17.04%	-13.37%	35.81%	24.06%	24.90%
净利润增长率	47.57%	23.73%	-11.58%	24.34%	26.37%	23.54%
总资产增长率	23.22%	10.88%	9.48%	64.30%	12.38%	12.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.1	1.2	1.9	1.7	1.8	1.8
存货周转天数	422.4	407.9	460.4	450.0	445.0	440.0
应付账款周转天数	87.0	78.9	76.5	68.0	68.0	68.0
固定资产周转天数	74.1	60.4	63.8	53.7	49.2	47.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.25%	-64.98%	-57.85%	-83.29%	-76.20%	-68.70%
EBIT利息保障倍数	-41.2	-25.5	-8.3	-17.2	-15.1	-18.9
资产负债率	35.81%	32.00%	31.20%	32.37%	32.65%	31.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402