

# 古井贡酒 (000596)

## 22 年报及 23Q1 业绩点评：业绩韧性凸显，坚定迈向双百亿

买入 (维持)

2023 年 04 月 29 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)       | 16,713 | 20,099 | 23,629 | 27,490 |
| 同比                | 26%    | 20%    | 18%    | 16%    |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 3,143  | 4,266  | 5,099  | 5,934  |
| 同比                | 37%    | 36%    | 20%    | 16%    |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 5.95   | 8.07   | 9.65   | 11.23  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 46.04  | 33.92  | 28.38  | 24.38  |

关键词：#业绩超预期

### 投资要点

- **事件：**2022 年公司实现总营收 167.13 亿元，同比+25.95%，归母净利润 31.43 亿元，同比+36.78%。23Q1 实现总营收 65.84 亿元，同比+24.83%，归母净利润 15.7 亿元，同比+42.87%，1 季度业绩超预期。
- **22 年顺利收官，结构升级趋势延续。**2022 年白酒业务收入 162 亿元，同比+27%，其中量+14%，价+9%，分产品看，年份原浆系列收入 121 亿元，同比+30%，其中量+22%，价+7%，主系古 8 及以上保持高增，古 16 古 20 销售步伐加快，古井贡酒系列收入 18.7 亿元，同比+16.5%，其中量+9%，价+7%。分区域看，华中地区收入 144 亿元，同比+27%，大本营市场优势明显，华北/华南地区收入 13/10 亿元，同比+24%/+15%，省外市场稳定拓展。利润方面，2022 年毛利率 77.17%，同比+2.07pct，销售/管理费用率分别为 27.93%/6.98%，分别同比-2.27pct/-0.72pct，销售净利率同比+1.57pct 至 19.46%，结构升级+费用管控成效显著，毛利率+净利率实现双提升。
- **23Q1 业绩超预期，利润弹性持续释放。**23Q1 总营收同比+25%，归母净利润同比+43%，超市场预期。23Q1 毛利率 79.67%，同比+1.77pct，我们预计主系年份原浆系列占比持续提升，销售/管理费用率分别为 28.83%/5.47%，分别同比-1.33pct/-0.61pct，销售净利率同比+2.8pct 至 24.26%，处于稳定上行通道。截至 23Q1 末有合同负债 47.45 亿元，同比增长 0.53 亿元。
- **全国化+高端化逻辑持续兑现，十四五双百亿目标坚定。**公司披露 23 年计划实现营收 201 亿元，同比+20.26%、利润总额 60 亿元，同比+34.21%，春节期间公司各项活动政策扎实落地，费用持续聚焦次高端产品和省外市场，古 20 引领产品升级，古 8 及古 16 享受宴席市场红利快速放量，势头保持，省外山东、河南、江苏、江西等区域反馈表现较好，都是具备放量市场。公司十三五提前完成百亿目标，十四五双百亿决心坚定，通过持续耕耘向全国化、高端化持续迈进，业绩后劲仍充足。
- **盈利预测与投资评级：**产品结构升级+全国化趋势延续，徽酒龙头优势显著，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 43、51、59 亿元 (此前预测 23-24 年 38、45 亿元)，同比+36%/20%/16% (之前预测 23-24 年同比+25%、20%)，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 34/28/24 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、省外扩张不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元)        | 273.74        |
| 一年最低/最高价      | 186.80/308.00 |
| 市净率(倍)        | 8.04          |
| 流通 A 股市值(百万元) | 111,850.16    |
| 总市值(百万元)      | 144,698.96    |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 34.04  |
| 资产负债率(% ,LF) | 38.96  |
| 总股本(百万股)     | 528.60 |
| 流通 A 股(百万股)  | 408.60 |

### 相关研究

《古井贡酒(000596): 2022 年三季报点评: 渠道回款意愿仍较为积极, 中长期成长路径清晰》

2022-10-30

《古井贡酒(000596): 22Q3 业绩快报点评: 三季度宴席表现亮眼, 徽酒龙头势能持续》

2022-10-16

## 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)       |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |                 | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>22,328</b> | <b>25,651</b> | <b>33,090</b> | <b>41,934</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>16,713</b> | <b>20,099</b> | <b>23,629</b> | <b>27,490</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 15,555        | 16,904        | 22,996        | 30,232        | 营业成本(含金融类)      | 3,816         | 4,343         | 4,973         | 5,768         |
| 经营性应收款项          | 514           | 3,212         | 3,773         | 4,389         | 税金及附加           | 2,824         | 3,316         | 3,851         | 4,481         |
| 存货               | 6,058         | 5,354         | 6,131         | 7,112         | 销售费用            | 4,668         | 5,527         | 6,451         | 7,505         |
| 合同资产             | 2             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 1,167         | 1,226         | 1,370         | 1,567         |
| 其他流动资产           | 199           | 181           | 190           | 201           | 研发费用            | 57            | 60            | 71            | 85            |
| <b>非流动资产</b>     | <b>7,462</b>  | <b>7,608</b>  | <b>7,753</b>  | <b>7,895</b>  | 财务费用            | -216          | -189          | -76           | -106          |
| 长期股权投资           | 10            | 10            | 11            | 11            | 加:其他收益          | 47            | 78            | 87            | 95            |
| 固定资产及使用权资产       | 2,774         | 2,723         | 2,670         | 2,614         | 投资净收益           | -11           | -8            | -12           | -14           |
| 在建工程             | 2,455         | 2,545         | 2,635         | 2,725         | 公允价值变动          | 29            | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 1,108         | 1,228         | 1,348         | 1,468         | 减值损失            | -11           | 0             | 0             | 0             |
| 商誉               | 561           | 561           | 561           | 561           | 资产处置收益          | 1             | 2             | 2             | 2             |
| 长期待摊费用           | 51            | 46            | 41            | 36            | <b>营业利润</b>     | <b>4,453</b>  | <b>5,886</b>  | <b>7,066</b>  | <b>8,273</b>  |
| 其他非流动资产          | 502           | 495           | 487           | 480           | 营业外净收支          | 18            | 69            | 69            | 69            |
| <b>资产总计</b>      | <b>29,790</b> | <b>33,260</b> | <b>40,843</b> | <b>49,829</b> | <b>利润总额</b>     | <b>4,470</b>  | <b>5,955</b>  | <b>7,135</b>  | <b>8,342</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>10,009</b> | <b>9,805</b>  | <b>12,882</b> | <b>16,509</b> | 减:所得税           | 1,219         | 1,557         | 1,868         | 2,213         |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 125           | 125           | 125           | 125           | <b>净利润</b>      | <b>3,252</b>  | <b>4,398</b>  | <b>5,267</b>  | <b>6,129</b>  |
| 经营性应付款项          | 2,750         | 2,597         | 3,725         | 5,154         | 减:少数股东损益        | 109           | 132           | 168           | 195           |
| 合同负债             | 827           | 2,171         | 2,984         | 3,749         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>3,143</b>  | <b>4,266</b>  | <b>5,099</b>  | <b>5,934</b>  |
| 其他流动负债           | 6,307         | 4,911         | 6,048         | 7,480         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 5.95          | 8.07          | 9.65          | 11.23         |
| 非流动负债            | 448           | 448           | 448           | 448           | EBIT            | 4,218         | 5,626         | 6,913         | 8,084         |
| 长期借款             | 45            | 45            | 45            | 45            | EBITDA          | 4,532         | 6,014         | 7,322         | 8,517         |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 77.17         | 78.39         | 78.95         | 79.02         |
| 租赁负债             | 19            | 19            | 19            | 19            | 归母净利率(%)        | 18.81         | 21.23         | 21.58         | 21.59         |
| 其他非流动负债          | 385           | 385           | 385           | 385           | 收入增长率(%)        | 25.95         | 20.26         | 17.56         | 16.34         |
| <b>负债合计</b>      | <b>10,457</b> | <b>10,254</b> | <b>13,331</b> | <b>16,957</b> | 归母净利润增长率(%)     | 36.78         | 35.73         | 19.52         | 16.38         |
| 归属母公司股东权益        | 18,521        | 22,062        | 26,401        | 31,565        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 812           | 944           | 1,112         | 1,307         |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>19,333</b> | <b>23,006</b> | <b>27,513</b> | <b>32,871</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>29,790</b> | <b>33,260</b> | <b>40,843</b> | <b>49,829</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) |        |       |       |       | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|-------------|--------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |                | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流     | 3,108  | 2,546 | 7,347 | 8,523 | 每股净资产(元)       | 35.04 | 39.85 | 47.69 | 57.02 |
| 投资活动现金流     | 5,269  | -472  | -496  | -518  | 最新发行在外股份(百万股)  | 529   | 529   | 529   | 529   |
| 筹资活动现金流     | -1,329 | -725  | -760  | -770  | ROIC(%)        | 16.58 | 19.45 | 20.05 | 19.55 |
| 现金净增加额      | 7,048  | 1,349 | 6,091 | 7,236 | ROE-摊薄(%)      | 16.97 | 19.34 | 19.31 | 18.80 |
| 折旧和摊销       | 314    | 388   | 410   | 433   | 资产负债率(%)       | 35.10 | 30.83 | 32.64 | 34.03 |
| 资本开支        | -1,578 | -469  | -489  | -509  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 46.04 | 33.92 | 28.38 | 24.38 |
| 营运资本变动      | -399   | -800  | 603   | 597   | P/B(现价)        | 7.81  | 6.87  | 5.74  | 4.80  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

