

# 古井贡酒 (000596.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 超预期，净利率新高，升级提效加速

### 业绩简评

4月28日，公司公告，22年实现营收167.13亿元，同比+25.95%；归母净利31.43亿元，同比+36.78%；扣非净利30.67亿元，同比+40.27%。22Q4营收39.49亿元，同比+24.66%；归母净利5.20亿元，同比+58.21%；扣非净利4.88亿元，同比+71.62%。23Q1营收65.84亿元，同比+24.83%；归母净利15.70亿元，同比+42.87%。

### 经营分析

**22年年份原浆拉动增长，古8及以上占比加快提升。**1)分系列，22年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼营收分别为121.1/18.7/12.6亿元，同比+30%/+16%/+11%，年份原浆收入占比+2.2pct至72.4%；明光等其他白酒收入9.2亿元，同比+30%。22年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼量同比+22%/9%/5%，价同比+7%/7%/6%，黄鹤楼顺利达成业绩承诺。2)分产品，预计销售口径古20增速35%，古16增速不到70-80%，古8增速快于整体，古5双位数增长、献礼有增长。**安徽基地牢固，江苏、河北、山东靓丽。**22年华北/华中/华南营收13.3/143.6/10.1亿元，同比+24%/27%/15%。省内稳固，省外销售口径江苏20e、河北和山东过10e(50%以上增速)，河南约10e。**23Q1春节返乡潮，省内充分受益。**23Q1销售收现同比+25.8%，期末合同负债同比+1.1%，Q1回款50%+。春节返乡献礼、古5动销好，节后商务恢复带动古8以上好转，省内增速或好于省外。

### Q1净利率创新高，毛销差改善超预期。

22年净利率同比+1.6pct至19.5%，其中：1)毛利率同比+2.1pct，系升级拉动。2)销售/管理费率同比-2.3/-0.7pct，我们认为公司：①通过数字化系统升级、优化平台公司模式，费用效率提升；②规模效应下职工薪酬/差旅费/劳务费率明显优化(共降2.6pct)；广告费率-0.8pct，系疫情制约；综合促销费率+1.3pct。3)税金及附加+1.6pct，所得税率占比+2.1pct至27.3%，系缴纳节奏影响。23Q1净利率同比+2.8pct至24.3%，毛利率同比+1.8pct；销售/管理费率同比-1.3/-0.6pct，增利逻辑加快兑现。

公司计划2023年营收201亿元(同比+20.3%)，利润总额60亿元(同比+34.2%)，测算得利润率+3.1pct，实现压力不大。安徽省内经济支撑，需求恢复韧劲强；中长期省内：省外=5:5。产品上，古8及以上加快升级，古20高举高打后将逐步进入红利期(23年目标增速30%多)。当前净利率偏低，未来有望通过结构升级+规模效应+费用模式优化来提效。集团员工持股计划落地，覆盖740余人，公司利润释放动力增强，板块中业绩兼具弹性+确定性。

### 盈利预测、估值与评级

考虑业绩超预期且提净利率加速，我们上调23-24年业绩(幅度为10%/17%)，并引入25年预测，利润增速35%/30%/28%，EPS为8.01/10.38/13.34元，PE为34/26/21X，维持“买入”评级。

### 风险提示

区域市场竞争加剧；省外扩张不及预期；经济下行风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：273.74元

相关报告：

- 《预收蓄水充足，税费确认影响盈利-古井贡酒三季报点评》，2022.10.31
- 《结构升级延续，盈利水平加速向好-古井贡酒中报点评》，2022.8.31
- 《Q2业绩超预期，盈利能力加速提升-古井贡酒业绩快报点评》，2022.7.31



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,270	16,713	20,396	24,608	29,263
营业收入增长率	28.93%	25.95%	22%	21%	19%
归母净利润(百万元)	2,298	3,143	4,235	5,489	7,052
归母净利润增长率	23.90%	36.78%	35%	30%	28%
摊薄每股收益(元)	4.347	5.946	8.01	10.38	13.34
每股经营性现金流净额	9.94	5.88	11.50	13.05	16.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.90%	16.97%	20.52%	23.48%	26.22%
P/E	56.13	44.89	34	26	21
P/B	7.80	7.62	7.01	6.19	5.38

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,292</b>	<b>13,270</b>	<b>16,713</b>	<b>20,396</b>	<b>24,608</b>	<b>29,263</b>
增长率	28.9%	25.9%	22.0%	20.7%	18.9%	
主营业务成本	-2,550	-3,304	-3,816	-4,589	-5,338	-6,005
%销售收入	24.8%	24.9%	22.8%	22.5%	21.7%	20.5%
毛利	7,742	9,966	12,897	15,807	19,270	23,259
%销售收入	75.2%	75.1%	77.2%	77.5%	78.3%	79.5%
营业税金及附加	-1,625	-2,032	-2,824	-3,426	-4,110	-4,828
%销售收入	15.8%	15.3%	16.9%	16.8%	16.7%	16.5%
销售费用	-3,121	-4,008	-4,668	-5,435	-6,337	-7,257
%销售收入	30.3%	30.2%	27.9%	26.7%	25.8%	24.8%
管理费用	-802	-1,022	-1,167	-1,407	-1,673	-1,972
%销售收入	7.8%	7.7%	7.0%	6.9%	6.8%	6.7%
研发费用	-41	-51	-57	-69	-83	-99
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	2,153	2,852	4,181	5,469	7,067	9,101
%销售收入	20.9%	21.5%	25.0%	26.8%	28.7%	31.1%
财务费用	261	204	216	295	339	398
%销售收入	-2.5%	-1.5%	-1.3%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
资产减值损失	-15	-23	-11	-31	-4	-4
公允价值变动收益	-20	7	29	6	3	2
投资收益	7	5	-11	-12	-13	-14
%税前利润	0.3%	0.1%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	2,435	3,102	4,453	5,777	7,442	9,539
营业利润率	23.7%	23.4%	26.6%	28.3%	30.2%	32.6%
营业外收支	39	70	18	60	54	49
税前利润	2,474	3,171	4,470	5,837	7,496	9,588
利润率	24.0%	23.9%	26.7%	28.6%	30.5%	32.8%
所得税	-626	-797	-1,219	-1,518	-1,911	-2,426
所得税率	25.3%	25.1%	27.3%	26.0%	25.5%	25.3%
净利润	1,848	2,374	3,252	4,320	5,584	7,162
少数股东损益	-7	76	109	85	95	110
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,855</b>	<b>2,298</b>	<b>3,143</b>	<b>4,235</b>	<b>5,489</b>	<b>7,052</b>
净利率	18.0%	17.3%	18.8%	20.8%	22.3%	24.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,848	2,374	3,252	4,320	5,584	7,162
少数股东损益	-7	76	109	85	95	110
非现金支出	287	338	325	404	453	538
非经营收益	7	-161	-204	-84	-109	-98
营运资金变动	1,482	2,703	-265	1,439	971	1,262
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,625</b>	<b>5,254</b>	<b>3,108</b>	<b>6,079</b>	<b>6,899</b>	<b>8,864</b>
资本开支	-558	-570	-1,578	-1,566	-1,572	-1,677
投资	285	-8,319	6,625	-660	-286	-206
其他	41	28	222	-12	-13	-14
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-231</b>	<b>-8,861</b>	<b>5,269</b>	<b>-2,237</b>	<b>-1,871</b>	<b>-1,897</b>
股权募资	0	4,963	6	0	0	0
债权募资	131	-155	-107	-81	1	1
其他	-832	-780	-1,228	-2,121	-2,753	-3,545
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-701</b>	<b>4,028</b>	<b>-1,329</b>	<b>-2,203</b>	<b>-2,752</b>	<b>-3,544</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,692</b>	<b>421</b>	<b>7,048</b>	<b>1,639</b>	<b>2,276</b>	<b>3,422</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,971	11,925	13,773	15,406	17,679	21,098
应收款项	1,775	706	353	592	715	850
存货	3,417	4,663	6,058	6,255	7,131	7,857
其他流动资产	357	2,996	2,144	2,803	3,171	3,438
流动资产	11,520	20,290	22,328	25,056	28,695	33,243
%总资产	75.9%	79.8%	75.0%	74.0%	74.0%	74.5%
长期投资	9	64	80	90	100	102
固定资产	2,077	3,048	5,197	6,362	7,456	8,567
%总资产	13.7%	12.0%	17.4%	18.8%	19.2%	19.2%
无形资产	1,478	1,681	1,721	1,810	1,895	1,977
非流动资产	3,667	5,128	7,462	8,800	10,088	11,383
%总资产	24.1%	20.2%	25.0%	26.0%	26.0%	25.5%
<b>资产总计</b>	<b>15,187</b>	<b>25,418</b>	<b>29,790</b>	<b>33,856</b>	<b>38,784</b>	<b>44,626</b>
短期借款	71	43	125	44	45	46
应付款项	2,042	3,428	6,012	5,611	6,615	7,586
其他流动负债	2,375	4,208	3,871	6,181	7,239	8,456
流动负债	4,488	7,680	10,009	11,836	13,899	16,088
长期贷款	60	172	45	45	45	45
其他长期负债	190	313	404	438	466	499
负债	4,738	8,165	10,457	12,318	14,410	16,632
<b>普通股股东权益</b>	<b>10,043</b>	<b>16,537</b>	<b>18,521</b>	<b>20,641</b>	<b>23,382</b>	<b>26,892</b>
其中：股本	504	529	529	529	529	529
未分配利润	7,987	9,517	11,498	13,618	16,358	19,869
少数股东权益	406	715	812	897	992	1,102
<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,187</b>	<b>25,418</b>	<b>29,790</b>	<b>33,856</b>	<b>38,784</b>	<b>44,626</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	3.683	4.347	5.946	8.011	10.385	13.341
每股净资产	19.943	31.285	35.037	39.048	44.233	50.874
每股经营现金净流	7.197	9.940	5.880	11.500	13.051	16.768
每股股利	1.500	2.200	3.000	4.000	5.200	6.700
<b>回报率</b>						
净资产收益率	18.47%	13.90%	16.97%	20.52%	23.48%	26.22%
总资产收益率	12.21%	9.04%	10.55%	12.51%	14.15%	15.80%
投入资本收益率	15.04%	12.09%	15.37%	18.44%	21.22%	23.88%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-1.20%	28.93%	25.95%	22.03%	20.65%	18.92%
EBIT增长率	-13.37%	32.47%	46.59%	30.79%	29.23%	28.79%
净利润增长率	-11.58%	23.90%	36.78%	34.72%	29.63%	28.47%
总资产增长率	9.48%	67.37%	17.20%	13.65%	14.55%	15.06%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	1.9	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	460.4	446.3	512.7	500.0	490.0	480.0
应付账款周转天数	76.5	84.3	147.0	150.0	155.0	160.0
固定资产周转天数	63.8	54.6	59.9	53.8	49.0	45.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-57.85%	-83.29%	-79.58%	-82.21%	-83.21%	-85.38%
EBIT利息保障倍数	-8.3	-14.0	-19.3	-18.5	-20.9	-22.9
资产负债率	31.20%	32.12%	35.10%	36.38%	37.15%	37.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-30	买入	198.32	N/A
2	2021-10-31	买入	227.65	N/A
3	2022-03-11	买入	201.02	N/A
4	2022-05-02	买入	195.51	N/A
5	2022-07-31	买入	213.34	N/A
6	2022-08-31	买入	245.11	N/A
7	2022-10-31	买入	201.22	N/A

来源：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。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402