

古井贡酒 (000596.SZ) 收入端气势如虹，利润率加速提升

2023年05月04日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）
逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

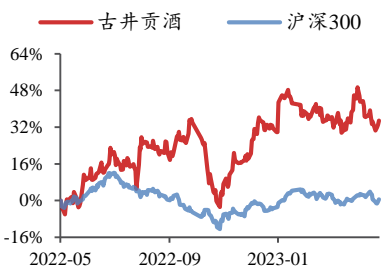
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2023/4/28
当前股价(元)	273.74
一年最高最低(元)	308.00/186.80
总市值(亿元)	1,446.99
流通市值(亿元)	1,118.50
总股本(亿股)	5.29
流通股本(亿股)	4.09
近3个月换手率(%)	22.19

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《坚定全年目标不放松，竞争优势持续加强——公司信息更新报告》-2022.11.1

《提质增效，逆势进击——公司信息更新报告》-2022.9.2

● 业绩超市场预期，盈利能力提升明显，维持“增持”评级

古井贡酒 2022 年营收 167.1 亿元，同比+26.0%，归母净利润 31.4 亿元，同比+36.8%。2023Q1 收入 65.8 亿元，同比+24.8%，归母净利润 15.7 亿元，同比+42.9%。年报和季报业绩均超市场预期，我们上调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 42.4 (+3.12) 亿元、54.1 (+4.59) 亿元、67.6 亿元，同比分别+35.0%、+27.6%、+24.8%，EPS 分别为 8.03 (+0.60)、10.24 (+0.87)、12.78 元，当前股价对应 PE 分别为 34.1、26.7、21.4 倍，公司管理水平位居业内前列，收入增速确定性强，业绩进入释放期，维持“增持”评级。

● 年份原浆贡献主要增长，黄鹤楼未达疫情前水平

2022 年年份原浆营业收入 121.1 亿元，同比+30.1%，公司坚定聚焦次高端产品，古 8 及以上产品增长更快；古井贡酒系列基本在百元以下，营业收入 18.7 亿元，同比+16.5%；黄鹤楼收入 12.6 亿元，同比+11.4%，仍未恢复至疫情前高点。

● 省外市场取得重点突破，全国化成为公司重要成长逻辑

2022 年华北地区收入 13.3 亿元，同比+23.8%，其中河北市场增长较快；华中区域收入 143.5 亿元，同比+26.9%，其中江苏市场增长贡献明显，省内我们预计增速在 15-20% 之间。华南区域收入 10.1 亿元，同比+15.2%。公司在环安徽实现泛区域化，2023 年进一步扩张东北、西北、华南，全国化扩张成为重要成长动力。

● 预收款和现金流表现优秀，毛利率提升，业绩具有较大弹性

2023 年 Q1 末合同负债 47.5 亿元，环比 2022Q4 末增加 39.2 亿元（2022Q1 环比 2021Q4 增加 28.7 亿元）。2023 年 Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 77.6 亿元，同比+25.8%。由于公司产品进一步向 200 元以上价格带聚焦，2023 年 Q1 毛利率同比+1.77pct 至 79.67%，销售费用率同比下降 1.33pct，净利率同比+2.80pct 至 24.26%。公司持续多年高费用投入之后，消费者认可度具有较大优势，进入品牌势能收获期，未来费用率还有较大下降空间，公司业绩具有较大弹性。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,270	16,713	20,140	23,725	27,899
YOY(%)	28.9	25.9	20.5	17.8	17.6
归母净利润(百万元)	2,298	3,143	4,242	5,414	6,757
YOY(%)	23.9	36.8	35.0	27.6	24.8
毛利率(%)	75.1	77.2	78.4	79.5	80.2
净利率(%)	17.9	19.5	21.8	23.6	25.1
ROE(%)	13.8	16.8	18.5	19.6	20.0
EPS(摊薄/元)	4.35	5.95	8.03	10.24	12.78
P/E(倍)	63.0	46.0	34.1	26.7	21.4
P/B(倍)	8.7	7.8	6.4	5.3	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	20290	22328	25330	29719	34381
现金	11925	13773	16596	19551	23611
应收票据及应收账款	89	63	120	95	158
其他应收款	72	73	101	104	138
预付账款	157	234	237	318	334
存货	4663	6058	6150	7523	8013
其他流动资产	3385	2128	2126	2128	2127
非流动资产	5128	7462	7960	8403	8949
长期投资	5	10	15	20	25
固定资产	1984	2742	3553	4209	4828
无形资产	1063	1108	1150	1194	1245
其他非流动资产	2075	3601	3243	2980	2851
资产总计	25418	29790	33290	38122	43330
流动负债	7680	10009	9124	9068	7981
短期借款	30	83	2193	1166	83
应付票据及应付账款	1148	2750	0	0	0
其他流动负债	6502	7175	6931	7902	7898
非流动负债	486	448	444	439	435
长期借款	172	45	41	36	32
其他非流动负债	313	404	404	404	404
负债合计	8165	10457	9568	9507	8416
少数股东权益	715	812	959	1146	1380
股本	529	529	529	529	529
资本公积	6225	6225	6225	6225	6225
留存收益	9787	11767	14759	18635	23647
归属母公司股东权益	16537	18521	22763	27469	33534
负债和股东权益	25418	29790	33290	38122	43330

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5254	3108	1392	5243	6512
净利润	2374	3252	4389	5601	6990
折旧摊销	301	300	368	473	556
财务费用	-204	-216	-219	-362	-421
投资损失	-5	11	-5	-5	-5
营运资金变动	2368	-399	-3138	-461	-603
其他经营现金流	420	160	-3	-4	-5
投资活动现金流	-8861	5269	-862	-911	-1097
资本支出	578	1580	862	911	1097
长期投资	-8254	6646	-5	-5	-5
其他投资现金流	-29	203	5	5	5
筹资活动现金流	4028	-1329	183	-351	-272
短期借款	-41	53	2110	-1027	-1083
长期借款	112	-127	-4	-5	-4
普通股增加	25	0	0	0	0
资本公积增加	4929	0	0	0	0
其他筹资现金流	-998	-1255	-1923	681	815
现金净增加额	421	7048	714	3981	5143

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13270	16713	20140	23725	27899
营业成本	3304	3816	4345	4867	5530
营业税金及附加	2032	2824	3323	3915	4603
营业费用	4008	4668	5438	6169	6975
管理费用	1022	1167	1309	1471	1674
研发费用	51	57	73	83	100
财务费用	-204	-216	-219	-362	-421
资产减值损失	-17	-11	0	0	0
其他收益	55	47	30	30	30
公允价值变动收益	7	29	0	0	0
投资净收益	5	-11	5	5	5
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	3102	4453	5903	7614	9469
营业外收入	80	51	66	58	62
营业外支出	11	33	22	27	25
利润总额	3171	4470	5947	7645	9506
所得税	797	1219	1558	2043	2515
净利润	2374	3252	4389	5601	6990
少数股东损益	76	109	147	187	234
归属母公司净利润	2298	3143	4242	5414	6757
EBITDA	3127	4365	5995	7648	9421
EPS(元)	4.35	5.95	8.03	10.24	12.78

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.9	25.9	20.5	17.8	17.6
营业利润(%)	27.4	43.6	32.6	29.0	24.4
归属于母公司净利润(%)	23.9	36.8	35.0	27.6	24.8
获利能力					
毛利率(%)	75.1	77.2	78.4	79.5	80.2
净利率(%)	17.9	19.5	21.8	23.6	25.1
ROE(%)	13.8	16.8	18.5	19.6	20.0
ROIC(%)	94.4	92.1	62.0	70.9	78.3
偿债能力					
资产负债率(%)	32.1	35.1	28.7	24.9	19.4
净负债比率(%)	-67.3	-69.8	-60.1	-63.7	-67.0
流动比率	2.6	2.2	2.8	3.3	4.3
速动比率	2.0	1.6	2.1	2.4	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	169.1	220.4	220.4	220.4	220.4
应付账款周转率	4.3	2.5	4.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.35	5.95	8.03	10.24	12.78
每股经营现金流(最新摊薄)	9.94	5.88	2.63	9.92	12.32
每股净资产(最新摊薄)	31.29	35.04	43.06	51.97	63.44
估值比率					
P/E	63.0	46.0	34.1	26.7	21.4
P/B	8.7	7.8	6.4	5.3	4.3
EV/EBITDA	41.9	29.8	21.6	16.5	12.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn