

业绩增速超预期，整体维持量价齐升态势

古井贡酒(000596)

评级:	增持	股票代码:	000596
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	308.0/186.8
目标价格:		总市值(亿)	1,375.01
最新收盘价:	299.25	自由流通市值(亿)	1,062.88
		自由流通股数(百万)	408.60

事件概述

22年公司实现营业总收入167.13亿元，同比+25.9%；归母净利润31.43亿元，同比+36.8%。其中，21Q4实现营业总收入39.49亿元，同比+24.7%；归母净利润5.20亿元，同比+58.2%。23Q1实现营业总收入65.84亿元，同比+24.8%；归母净利润15.70亿元，同比+42.9%。业绩增速超过市场预期。

分析判断:

▶ 分产品均呈现量价齐升态势，年份原浆系列拉动整体增长

分产品来看，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼分别实现收入121.07/18.74/12.63亿元，同比+30.1%/+16.5%/+11.4%。年份原浆量/价贡献分别+21.8%/+6.8%；古井贡酒量/价贡献分别+9.1%/+6.7%；黄鹤楼量/价贡献分别+5.1%/+5.9%。我们判断虽22年受到疫情影响古16和古20所在的次高端价格带消费场景，但古16及以上产品仍有望维持与年份原浆系列整体增速相仿的高速增长，产品结构持续提升；古井贡酒增速稳定，量价贡献稳定；黄鹤楼系列经过21年疫后调整及清香型品类消费带动下整体实现双位数增长，其中量价贡献稳定。

分渠道来看，线上/线下分别实现收入6.10/161.03亿元，同比+14.9%/+26.4%，线下消费有所恢复，电商平台收入平稳增长。

分区域来看，华北/华中/华南分别实现收入13.26/143.55/10.11亿元，同比+23.8%/+26.9%/+15.2%；华北/华中/华南经销商分别净+127/+183/-230家至1132/2721/530家。公司坚持全国化、次高端、古20+的发展战略，加速推进全国化进程，提速省外市场，产品结构不断提升。坚持“品牌求强，高举高打、资源聚焦”的传播策略，推进品牌联动、传播创新，品牌影响力逐步增强。

▶ 产品结构提升酒类业务盈利能力提高

22年公司整体毛利率77.2%，同比+2.1pct；其中年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼毛利率分别84.5%/59.7%/75.0%，分别同比+1.3/+1.1/-0.1pct，年份原浆和古井贡酒产品结构提升明显，白酒业务毛利率和占比提升拉动公司整体毛利率增长。23Q1毛利率79.7%，同比+1.8pct，我们认为23年春节期间安徽省白酒动销旺盛，次高端消费场景恢复明显，古8及以上产品收入高增，产品结构持续提升。22年税金及附加占营业总收入16.9%，同比+1.6pct，我们判断主因公司白酒销量同比+13.5%导致。22年销售/管理费用率分别27.9%/7.0%，分别同比-2.3/-0.7pct；23Q1销售/管理费用率分别28.8%/5.5%，分别同比-1.3/-0.6pct，预计主因收入高增费效比提升。22年净利率19.5%，同比+1.6pct；23Q1净利率24.3%，同比+2.8pct，主因毛利率提升和费用率下降拉动。

▶ 量价齐升的结构增长力量凸显，持续释放品牌势能

我们认为2023年，白酒行业长期消费升级趋势不变，在消费场景和消费意愿逐步恢复主线下，动销和复苏有望逐步加快的态势。在白酒市场竞争日益激烈的背景下，有望继续呈现“向优势品牌、向优势产能、向优势产区”三集中的发展趋势。公司也将坚持全国化、次高端战略，持续深化“三通工程”，加速推进全国化进程、精准布局，培育市场活力、深化营销，强化消费者培育。根据年报，公司2023年计划实现营业收入201亿元，同比+20.3%；计划实现利润总额60亿元，同比+34.2%，但我们认为古井在中长期具备高确定性的稳健成长，全年收入业绩存在超预期可能性。

投资建议

根据公司年报和一季度表现调整盈利预测，23-24 年营业收入由 200.4/238.0 亿元上调至 205.7/247.1 亿元，新增 25 年营业收入 292.24 亿元；23-24 年归母净利润 38.3/47.2 亿元上调至 42.8/54.4 亿元，新增 25 年归母净利润 67.6 亿元；23-24 年 EPS 由 7.25/8.92 元上调至 8.10/10.30 元，新增 25 年 EPS 12.79 元。2023 年 5 月 5 日收盘价 299.25 元对应估值分别 34/27/21 倍，维持“增持”评级。

风险提示

经济复苏情况不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,270	16,713	20,572	24,712	29,224
YoY (%)	28.9%	25.9%	23.1%	20.1%	18.3%
归母净利润(百万元)	2,298	3,143	4,284	5,443	6,760
YoY (%)	23.9%	36.8%	36.3%	27.0%	24.2%
毛利率 (%)	75.1%	77.2%	78.2%	79.1%	79.8%
每股收益 (元)	4.45	5.95	8.10	10.30	12.79
ROE	13.9%	17.0%	20.2%	22.2%	23.5%
市盈率	61.51	46.01	33.78	26.59	21.40

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,713	20,572	24,712	29,224	净利润	3,252	4,402	5,610	6,966
YoY (%)	25.9%	23.1%	20.1%	18.3%	折旧和摊销	314	612	719	838
营业成本	3,816	4,492	5,158	5,891	营运资金变动	-265	137	95	103
营业税金及附加	2,824	3,436	4,077	4,764	经营活动现金流	3,108	5,122	6,399	7,886
销售费用	4,668	5,554	6,549	7,598	资本开支	-1,578	-2,099	-2,156	-2,161
管理费用	1,167	1,337	1,532	1,753	投资	6,625	-237	134	10
财务费用	-216	-274	-296	-343	投资活动现金流	5,269	-2,346	-2,035	-2,165
研发费用	57	72	86	102	股权募资	6	0	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	债务募资	-107	0	0	0
投资收益	-11	-10	-12	-15	筹资活动现金流	-1,329	-1,640	-2,063	-2,539
营业利润	4,453	6,008	7,670	9,534	现金净流量	7,048	1,135	2,301	3,181
营业外收支	18	39	37	34					
利润总额	4,470	6,047	7,707	9,568	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	1,219	1,645	2,096	2,603	成长能力				
净利润	3,252	4,402	5,610	6,966	营业收入增长率	25.9%	23.1%	20.1%	18.3%
归属于母公司净利润	3,143	4,284	5,443	6,760	净利润增长率	36.8%	36.3%	27.0%	24.2%
YoY (%)	36.8%	36.3%	27.0%	24.2%	盈利能力				
每股收益	5.95	8.10	10.30	12.79	毛利率	77.2%	78.2%	79.1%	79.8%
					净利率	18.8%	20.8%	22.0%	23.1%
					总资产收益率 ROA	10.6%	12.9%	14.6%	16.0%
					净资产收益率 ROE	17.0%	20.2%	22.2%	23.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	13,773	14,908	17,209	20,390	流动比率	2.23	2.27	2.40	2.58
预付款项	234	270	309	353	速动比率	1.59	1.62	1.74	1.91
存货	6,058	6,545	6,923	7,478	现金比率	1.38	1.40	1.54	1.72
其他流动资产	2,264	2,495	2,345	2,316	资产负债率	35.1%	33.5%	31.2%	29.0%
流动资产合计	22,328	24,217	26,787	30,538	经营效率				
长期股权投资	10	14	17	21	总资产周转率	0.61	0.65	0.70	0.73
固定资产	2,742	4,696	6,275	7,562	每股指标 (元)				
无形资产	1,108	1,329	1,476	1,631	每股收益	5.95	8.10	10.30	12.79
非流动资产合计	7,462	8,993	10,473	11,837	每股净资产	35.04	40.04	46.44	54.43
资产合计	29,790	33,210	37,259	42,375	每股经营现金流	5.88	9.69	12.11	14.92
短期借款	83	83	83	83	每股股利	3.00	3.10	3.90	4.80
应付账款及票据	2,750	2,117	1,838	1,435	估值分析				
其他流动负债	7,175	8,465	9,245	10,334	PE	46.01	33.78	26.59	21.40
流动负债合计	10,009	10,665	11,166	11,853	PB	7.62	6.84	5.89	5.03
长期借款	45	45	45	45					
其他长期负债	404	404	404	404					
非流动负债合计	448	448	448	448					
负债合计	10,457	11,113	11,614	12,301					
股本	529	529	529	529					
少数股东权益	812	930	1,098	1,304					
股东权益合计	19,333	22,096	25,645	30,074					
负债和股东权益合计	29,790	33,210	37,259	42,375					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。