

古井贡酒(000596)

报告日期: 2023年08月12日

利润率提升逻辑持续演绎, 23Q2 利润弹性或超预期

——古井贡酒更新报告

投资要点

古井贡酒作为强业绩确定性的徽酒龙头企业, 23Q2 利润弹性表现或超预期, 我们仍看好中长期费率下降的利润率提升逻辑。短期看, 管理层预计古井贡酒 23 年营业收入/利润总额目标 201 亿元/60 亿元。在去年高基数基础上, 我们预计 23Q2 收入增长 20%+ 的确定性较强, 利润增速快于收入增速。中期看, 跨越 200 亿后古井贡酒在数字化、国际化、法制化指引下, 聚焦主业, “全国化、次高端古 20+” 战略坚定, 有信心再造一个新古井。

超预期点 1: 古 16 高增&古 20 仍为核心产品, 产品结构提升或超预期

市场担忧: 在 23 年次高端价格带整体承压的背景下, 公司产品结构升级受阻, 古 20 批价或有下行。

我们认为: 1) **短期看:** 预计 23 年年份原浆占比和产品结构仍稳步提升, 古 16 增速最快。今年以来古 16 依然表现较好, 伴随安徽市场消费升级, 宴席市场中古 16 的份额占比提升; 古 20 受外部环境影响增速放缓, 部分渠道因省外流货批价下行, 但省内整体古 20 终端进货价仍保持稳定; 古 8 及以上产品收入占比提升趋势不改, 整体产品结构仍呈持续上升态势; 2) **长期看:** 公司次高端酒战略仍将长期坚持, 古 20 仍为核心产品, 同时推出古 30 布局千元价位带, “年三十” 作为文创产品售价高于古 30 常规版。

超预期点 2: 省外回款加速&力争消灭亿元省份, 省外拓展或超预期

市场担忧: 上半年古井省外拓展压力较大, 古 20 批价&库存略有波动。

我们认为: 受外部环境影响, 23 年区域酒省外开拓均存在一定压力, 古井表现相对较优。1) **批价&库存:** 23Q2 公司加速省外市场回款 (主要为古 20), 导致部分省外区域市场古 20 库存略高于省内&价盘有略微波动, 短期省外库存略高但处合理范围, 预计随着后续势能向上库存价盘有望持续向好发展。2) **市场策略:** 坚持三通工程深度分销, 持续打造 10 亿级、3—5 亿级、1 亿级三大梯队, 力争消灭 1 亿元以下省份。具体来看, 南区薄弱省份已交由华东统管, 团队和费用支持实现薄弱省份滚动发展。江苏、河南、河北、山东等省外市场增长明显, 后续从强化推力转向强化拉力, 上海市场表现优异超预期。

超预期点 3: 费用精细化管理&费用规模收缩, 利润率提升或超预期

市场担忧: 公司目前处于市场扩张阶段, 扩张期费用无法精简, 利润率提升或不及预期。

我们认为: 公司费用模式有所转变, 从随量费用模式转变为加强费用精细化管理, 进一步提高费用投放的精准性, 提高费用使用的效率, 平台公司承担费用比例提升, 叠加市场和产品规模效应, 我们预计未来每年费用率仍有望下降 1—2 个百分点。此外伴随产品结构升级, 利润率提升或超预期。

战略层面: 23 年 200 亿目标不动摇, 跨越 200 亿后全国化次高端为指引再造新古井

①行业角度看, 未来是规模企业的竞争, 是有强品牌/有产能/有文化背书酒企的天下, 公司将通过“品牌求强/品质求精/品行求善”参与竞争, 对后续中秋国庆信心充足。短期次高端发展放缓, 但不改中期扩容趋势。

②古井有信心在“数字化、国际化、法制化”战略指引下, 聚焦主业, “全国化、次高端古 20+”战略坚定, 23 年 200 亿既定目标不动摇, 并有信心再造一个新古井。

③未来战略: 聚焦白酒主业不放松, 加快产能产区建设 (定增项目, 预计明年最迟 10 月投产), 古 20+ 为核心单品, 多香型协同发展 (如黄鹤楼、明绿液、并购酱酒作为储备), 做大健康产业 (亳州养生公司的“欣肝保倍”和养生酒探索; 中药+威士忌的探索)。管理提升和人才储备做为保障和依托。

盈利预测及估值

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

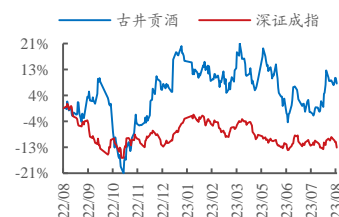
分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝
 panjunru@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 267.00
总市值(百万元)	141,136.20
总股本(百万股)	528.60

股票走势图



相关报告

- 《Q1 利润超预期, 后续弹性可期》2023.05.04
- 《锚定两百亿目标, 三箭齐发助加速——古井贡酒深度报告》2023.01.08
- 《业绩符合预期, 预收显现强潜力——古井贡酒 2022Q3 业绩点评报告》2022.10.31

预计 2023-2025 年公司收入增速分别为 23.09%、19.33%、18.56%；归母净利润增速分别为 32.89%、24.91%、23.56%，EPS 分别为 7.9、9.9、12.2 元/股；PE 分别为 34、27、22 倍。当前估值具有性价比，维持买入评级。

- **催化剂：**白酒需求恢复超预期；批价持续上行。
- **风险提示：**消费疲软；白酒动销恢复不及预期；次高端酒核心单品批价上行不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16713	20573	24549	29106
(+/-) (%)	25.95%	23.09%	19.33%	18.56%
归母净利润	3143	4177	5218	6447
(+/-) (%)	36.78%	32.89%	24.91%	23.56%
每股收益(元)	5.95	7.90	9.87	12.20
P/E	44.90	33.79	27.05	21.89

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	22328	24045	29042	34579
现金	13773	14715	18425	23125
交易性金融资产	1783	1549	1998	1777
应收账款	63	136	182	229
其它应收款	73	89	116	130
预付账款	234	193	253	289
存货	6058	6415	7397	8375
其他	345	946	672	654
非流动资产	7462	8192	9467	10715
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	10	7	7	8
固定资产	2742	3522	4394	5341
无形资产	1108	1176	1228	1269
在建工程	2455	2569	2837	3103
其他	1147	918	1000	994
资产总计	29790	32236	38509	45293
流动负债	10009	9151	11087	12528
短期借款	83	0	0	0
应付款项	2750	1953	2510	3086
预收账款	0	0	0	0
其他	7175	7198	8577	9443
非流动负债	448	356	404	426
长期借款	45	54	65	78
其他	404	302	340	348
负债合计	10457	9507	11492	12955
少数股东权益	812	957	1137	1360
归属母公司股东权益	18521	21773	25880	30979
负债和股东权益	29790	32236	38509	45293

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3108	2522	6231	6941
净利润	3252	4321	5398	6670
折旧摊销	300	271	338	409
财务费用	(216)	(406)	(572)	(535)
投资损失	11	(0)	2	4
营运资金变动	2585	(1395)	2108	1394
其它	(2823)	(269)	(1043)	(1002)
投资活动现金流	5269	(963)	(2001)	(1445)
资本支出	(2148)	(1097)	(1405)	(1550)
长期投资	(14)	9	(2)	(2)
其他	7431	125	(594)	108
筹资活动现金流	(1329)	(617)	(521)	(796)
短期借款	53	(83)	0	0
长期借款	(127)	9	11	13
其他	(1255)	(543)	(531)	(809)
现金净增加额	7048	943	3710	4700

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16713	20573	24549	29106
营业成本	3816	4436	4993	5564
营业税金及附加	2824	3476	4148	4918
营业费用	4668	5678	6825	7917
管理费用	1167	1436	1714	2032
研发费用	57	70	83	99
财务费用	(216)	(406)	(572)	(535)
资产减值损失	(11)	(14)	(16)	(19)
公允价值变动损益	29	5	14	16
投资净收益	(11)	0	(2)	(4)
其他经营收益	48	48	48	48
营业利润	4453	5923	7403	9152
营业外收支	18	18	18	18
利润总额	4470	5941	7421	9169
所得税	1219	1619	2023	2500
净利润	3252	4321	5398	6670
少数股东损益	109	144	180	223
归属母公司净利润	3143	4177	5218	6447
EBITDA	4571	6006	7516	9274
EPS (最新摊薄)	5.95	7.90	9.87	12.20

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	25.95%	23.09%	19.33%	18.56%
营业利润	43.56%	33.02%	24.99%	23.62%
归属母公司净利润	36.78%	32.89%	24.91%	23.56%
获利能力				
毛利率	77.17%	78.44%	79.66%	80.88%
净利率	19.46%	21.01%	21.99%	22.92%
ROE	17.18%	19.86%	20.98%	21.72%
ROIC	16.60%	19.08%	20.09%	20.73%
偿债能力				
资产负债率	35.10%	29.49%	29.84%	28.60%
净负债比率	1.63%	0.76%	0.78%	0.82%
流动比率	2.23	2.63	2.62	2.76
速动比率	1.63	1.93	1.95	2.09
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.66	0.69	0.69
应收账款周转率	220.35	229.00	197.11	211.00
应付账款周转率	2.48	2.46	2.82	2.54
每股指标(元)				
每股收益	5.95	7.90	9.87	12.20
每股经营现金	5.88	4.77	11.79	13.13
每股净资产	35.04	41.19	48.96	58.61
估值比率				
P/E	44.90	33.79	27.05	21.89
P/B	7.62	6.48	5.45	4.56
EV/EBITDA	23.61	20.97	16.23	12.69

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>