



古井贡酒 (000596.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩超预期，经营效率加快提升

业绩简评

8月30日，公司公告，23H1实现营收113.10亿元、同比+25.64%；归母净利27.79亿元，同比+44.85%。23Q2营收47.26亿元，同比+26.78%；归母净利12.10亿元，同比+47.52%，业绩超预期。

经营分析

结构优化延续，古16放量。

1) 分产品看，23H1年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他实现营业收入87.61/11.11/11.08亿元，同比+30.67%/23.26%/1.63%，年份原浆占比提升2.7pct至80%，结构持续上行。23H1年份原浆销量3.60万吨，量增24.7%、价升6.3%，预计古16受益于宴席回补而高增，且宴席份额在持续提升；古8以下春节返乡潮下需求稳固，古20因商务宴请受限增速放缓。古井怀旧版（瓷瓶）推出，加快全国招商布局。2) 分区域看，23H1华中/华北/华南实现营业收入97.83/8.21/6.96亿元，同比+24.19%/34.89%/38.07%，华中收入占比-1.0pct，省内基本盘稳定，黄鹤楼酒业收入同比-2%，省外加快推进古20+战略。3) 23H1合同负债30.25亿元，同比-11.74%，环比-17.20亿元，Q2销售收现同比+19.28%。

Q2毛销差超预期改善，增效加速兑现。

H1毛利率同比+1.4pct（年份原浆+0.75pct），系结构升级拉动；销售/管理费率同比-1.9/-1.0pct，带动净利率同比+3.2pct至25.1%。拆分来看，H1广告费率/劳务费率同比-1.2/-0.6pct，主要系规模效应显现+电视广告费大幅降低（同比-26%），职工薪酬率、综合促销费率相对稳定；修理费率同比-0.8pct带动管理效率提升。

Q2毛利率同比+0.8pct，销售/管理费率同比-2.6/-1.7pct，带动净利率同比+3.8pct至26.4%，预计古8以下控费，费投管控模式转变（重规划、降随量），信息化系统也在提升效率。

我们认为，安徽经济支撑白酒需求，古井作为龙头充分获益，全年有望跨越200亿、向更高目标迈进。古20短期因场景受限，阶段性采取买赠措施，批价降到480-490元，静待后续需求恢复；中长期坚定次高端、全国化战略不动摇。公司费率具备充足优化空间，今年多地平台公司整改完成，Q1集团激励落地覆盖740余人（享受分红权），有望带动员工积极性、利润释放动力提升。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速25%/21%/18%，利润增速40%/28%/25%，对应EPS为8.34/10.70/13.38元，估值为33/26/21X，维持“买入”评级。

风险提示

全国化不及预期，区域市场竞争加剧，宏观经济下行风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

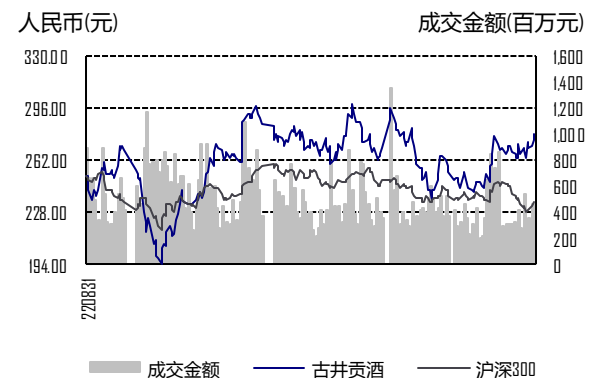
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：278.68元

相关报告：

- 《古井贡酒公司点评：超预期，净利率新高，升级提效加速》，2023.4.30
- 《预收蓄水池充足，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



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	20,896	25,189	29,765
营业收入增长率	28.93%	25.95%	25%	21%	18%
归母净利润(百万元)	2,298	3,143	4,409	5,654	7,074
归母净利润增长率	23.90%	36.78%	40%	28%	25%
摊薄每股收益(元)	4.347	5.946	8.34	10.70	13.38
每股经营性现金流净额	9.94	5.88	11.90	13.52	16.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.90%	16.97%	21.18%	23.83%	25.96%
P/E	56.13	44.89	33	26	21
P/B	7.80	7.62	7.08	6.21	5.41

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
主营业务收入	10,292	13,270	16,713	20,896	25,189	29,765
增长率		28.9%	25.9%	25.0%	20.5%	18.2%
主营业务成本	-2,550	-3,304	-3,816	-4,574	-5,295	-6,042
%销售收入	24.8%	24.9%	22.8%	21.9%	21.0%	20.3%
毛利	7,742	9,966	12,897	16,322	19,894	23,723
%销售收入	75.2%	75.1%	77.2%	78.1%	79.0%	79.7%
营业税金及附加	-1,625	-2,032	-2,824	-3,531	-4,257	-5,001
%销售收入	15.8%	15.3%	16.9%	16.9%	16.9%	16.8%
销售费用	-3,121	-4,008	-4,668	-5,610	-6,574	-7,531
%销售收入	30.3%	30.2%	27.9%	26.9%	26.1%	25.3%
管理费用	-802	-1,022	-1,167	-1,358	-1,612	-1,875
%销售收入	7.8%	7.7%	7.0%	6.5%	6.4%	6.3%
研发费用	-41	-51	-57	-71	-85	-89
%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	5,751	7,365	9,227
%销售收入	20.9%	21.5%	25.0%	27.5%	29.2%	31.0%
财务费用	261	204	216	297	344	405
%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	-32	-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	6,058	7,743	9,664
营业利润率	23.7%	23.4%	26.6%	29.0%	30.7%	32.5%
营业外收支	39	70	18	15	15	18
税前利润	2,474	3,171	4,470	6,073	7,758	9,682
利润率	24.0%	23.9%	26.7%	29.1%	30.8%	32.5%
所得税	-626	-797	-1,219	-1,579	-2,009	-2,498
所得税率	25.3%	25.1%	27.3%	26.0%	25.9%	25.8%
净利润	1,848	2,374	3,252	4,494	5,749	7,184
少数股东损益	-7	76	109	85	95	110
归属于母公司的净利润	1,855	2,298	3,143	4,409	5,654	7,074
净利率	18.0%	17.3%	18.8%	21.1%	22.4%	23.8%

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	4,494	5,749	7,184
少数股东损益	-7	76	109	85	95	110
非现金支出	287	338	325	405	453	539
非经营收益	7	-161	-204	-39	-70	-68
营运资金变动	1,482	2,703	-265	1,431	1,015	1,170
经营活动现金净流	3,625	5,254	3,108	6,291	7,147	8,825
资本开支	-558	-570	-1,578	-1,611	-1,611	-1,708
投资	285	-8,319	6,625	-660	-286	-206
其他	41	28	222	-12	-13	-14
投资活动现金净流	-231	-8,861	5,269	-2,282	-1,910	-1,928
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
筹资活动现金净流	-701	4,028	-1,329	-2,203	-2,752	-3,544
现金净流量	2,692	421	7,048	1,806	2,485	3,353

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	15,574	18,055	21,405
应收款项	1,775	706	353	607	732	864
存货	3,417	4,663	6,058	6,359	7,217	8,071
其他流动资产	357	2,996	2,144	2,816	3,185	3,458
流动资产	11,520	20,290	22,328	25,355	29,189	33,798
%总资产	75.9%	79.8%	75.0%	74.2%	74.3%	74.8%
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%	18.6%	19.0%	19.0%
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%	25.8%	25.7%	25.2%
资产总计	15,187	25,418	29,790	34,155	39,277	45,181
短期借款	71	43	125	44	45	46
应付款项	2,042	3,428	6,012	5,634	6,630	7,664
其他流动负债	2,375	4,208	3,871	6,282	7,379	8,574
流动负债	4,488	7,680	10,009	11,960	14,054	16,283
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	12,443	14,565	16,827
普通股股东权益	10,043	16,537	18,521	20,815	23,720	27,252
其中：股本	504	529	529	529	529	529
未分配利润	7,987	9,517	11,498	13,792	16,697	20,229
少数股东权益	406	715	812	897	992	1,102
负债股东权益合计	15,187	25,418	29,790	34,155	39,277	45,181

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.683	4.347	5.946	8.341	10.695	13.382
每股净资产	19.943	31.285	35.037	39.378	44.874	51.556
每股经营现金净流	7.197	9.940	5.880	11.902	13.520	16.695
每股股利	1.500	2.200	3.000	4.000	5.200	6.700
回报率						
净资产收益率	18.47%	13.90%	16.97%	21.18%	23.83%	25.96%
总资产收益率	12.21%	9.04%	10.55%	12.91%	14.39%	15.66%
投入资本收益率	15.04%	12.09%	15.37%	19.24%	21.70%	23.75%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.20%	28.93%	25.95%	25.02%	20.55%	18.17%
EBIT增长率	-13.37%	32.47%	46.59%	37.55%	28.06%	25.29%
净利润增长率	-11.58%	23.90%	36.78%	40.27%	28.23%	25.12%
总资产增长率	9.48%	67.37%	17.20%	14.65%	15.00%	15.03%
资产管理能力						
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	510.0	500.0	490.0
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	52.5	47.8	44.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.85%	-83.29%	-79.58%	-82.32%	-83.59%	-85.38%
EBIT利息保障倍数	-8.3	-14.0	-19.3	-19.4	-21.4	-22.8
资产负债率	31.20%	32.12%	35.10%	36.43%	37.08%	37.24%

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	2021-10-31	买入	227.65	N/A
2	2022-03-11	买入	201.02	N/A
3	2022-05-02	买入	195.51	N/A
4	2022-07-31	买入	213.34	N/A
5	2022-08-31	买入	245.11	N/A
6	2022-10-31	买入	201.22	N/A
7	2023-04-30	买入	273.74	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。



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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究