



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：213.34

证券分析师

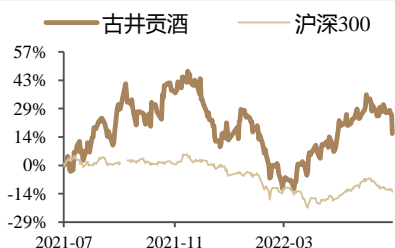
花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.51	6.23	10.21
相对涨幅(%)	-4.83	2.01	6.37

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《古井贡酒(000596.SZ)深度报告：加速全国化，奋进双百亿》，2022.7.18

古井贡酒(000596.SZ)：营收和业绩 稳健增长，展望中秋有信心

投资要点

- **事件**：公司发布2022年半年报业绩快报，2022年上半年公司预计实现营业总收入90.02亿元，同比增长28.46%；实现归属于上市公司股东的净利润19.19亿元，同比增长39.17%；实现扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润18.89亿元，同比增长41.15%。
- **第二季度安徽疫情管控良好，营收和业绩稳健增长**。受益于春节期间省内返乡潮及近几年持续投入下的品牌势能提升，古井第一季度开门红，为全年增长打下良好基础。第二季度全国范围内疫情有所反复，但安徽确诊病例较少，白酒整体动销平稳。第二季度公司预计实现营收37.28亿元，同比增长29.55%，预计实现归母净利润8.20亿元，同比增长45.32%，表现亮眼。预收款来看，第二季度合同负债34.28亿元，较第一季度减少12.64亿元，预计与发货确认收入有关。
- **展望中秋有信心，旺季来临有望御风而行**。7月以后，安徽宿州等地零星出现疫情，目前基本得到控制，省内新增确诊病例+本土无症状感染者已连续6天少于5例，此轮疫情进入扫尾阶段后预计对中秋备货影响不大，下半年仍有望保持高质量成长。全年来看，尽管上半年疫情有所反复，但公司按照年初的既定目标，战略不变、策略不改、指标不调，踏实做好市场培育，战略上将继续围绕“全国化、次高端”战略，重点布局苏鲁豫浙冀等市场，逐步向全国其他市场进行辐射，挖掘省外增量。
- **安徽省内主流价格带升级明显，看好徽酒龙头切割较大市场份额**。安徽省内产业结构调整较优，新能源、半导体等战略性新兴产业快速发展，省内白酒消费升级明显。安徽200~300元价位段未来2~3年或占据省内最大份额，古8作为200元价位的主导者有望持续享受价格带红利。古20经过长达5年的市场培育，已经成长为该价位段拳头型产品，有望实现古井品牌价值回归。
- **徽酒龙头全国化次高端势能快速崛起，维持“买入”评级**。安徽省内消费升级趋势明显，省外处于快速扩张期，预计22-24年公司营业收入分别为159.29/185.30/210.32亿元，归母净利润分别为29.80/36.47/44.06亿元，EPS分别为5.64/6.90/8.33元，当前股价对应22-24年PE为37.84x/30.92x/25.60x，维持“买入”评级。
- **风险提示**：疫情再次反复；省内市场竞争加剧；省外开拓不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	528.60
流通A股(百万股):	408.60
52周内股价区间(元):	162.44-271.30
总市值(百万元):	112,771.52
总资产(百万元):	30,822.52
每股净资产(元):	33.34

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,292	13,270	15,929	18,530	21,032
(+/-)YOY(%)	-1.2%	28.9%	20.0%	16.3%	13.5%
净利润(百万元)	1,855	2,298	2,980	3,647	4,406
(+/-)YOY(%)	-11.6%	23.9%	29.7%	22.4%	20.8%
全面摊薄EPS(元)	3.51	4.35	5.64	6.90	8.33
毛利率(%)	75.2%	75.1%	75.9%	76.9%	77.7%
净资产收益率(%)	18.5%	13.9%	16.3%	17.8%	19.0%

资料来源：公司年报(2020-2021)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	4.35	5.64	6.90	8.33
每股净资产	31.29	34.67	38.81	43.81
每股经营现金流	9.94	5.41	8.52	8.89
每股股利	2.20	2.26	2.76	3.33
价值评估(倍)				
P/E	56.13	37.84	30.92	25.60
P/B	7.80	6.15	5.50	4.87
P/S	8.50	7.08	6.09	5.36
EV/EBITDA	37.03	25.77	20.79	16.92
股息率%	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	75.1%	75.9%	76.9%	77.7%
净利润率	17.3%	18.7%	19.7%	20.9%
净资产收益率	13.9%	16.3%	17.8%	19.0%
资产回报率	9.0%	10.8%	11.7%	12.8%
投资回报率	12.2%	14.7%	16.2%	17.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.9%	20.0%	16.3%	13.5%
EBIT 增长率	32.5%	32.6%	23.8%	21.6%
净利润增长率	23.9%	29.7%	22.4%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	32.1%	30.5%	31.3%	29.8%
流动比率	2.6	2.4	2.3	2.4
速动比率	2.0	1.8	1.6	1.7
现金比率	1.6	1.3	1.2	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.4	2.4	2.4	2.4
存货周转天数	515.2	502.1	508.7	505.4
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	6.7	9.0	11.9	15.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,298	2,980	3,647	4,406
少数股东损益	76	89	109	132
非现金支出	338	204	204	203
非经营收益	-161	-46	-54	-50
营运资金变动	2,703	-365	596	11
经营活动现金流	5,254	2,862	4,502	4,702
资产	-570	-3,298	-1,842	-1,116
投资	-8,319	0	0	0
其他	28	8	0	0
投资活动现金流	-8,861	-3,290	-1,842	-1,116
债权募资	203	-30	0	0
股权募资	4,963	0	0	0
其他	-1,138	-1,201	-1,467	-1,771
融资活动现金流	4,028	-1,231	-1,467	-1,771
现金净流量	421	-1,659	1,193	1,815

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,270	15,929	18,530	21,032
营业成本	3,304	3,839	4,288	4,681
毛利率%	75.1%	75.9%	76.9%	77.7%
营业税金及附加	2,032	2,460	2,853	3,228
营业税金率%	15.3%	15.4%	15.4%	15.3%
营业费用	4,008	4,552	5,205	5,724
营业费用率%	30.2%	28.6%	28.1%	27.2%
管理费用	1,022	1,234	1,432	1,627
管理费用率%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
研发费用	51	62	72	82
研发费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	2,852	3,782	4,681	5,691
财务费用	-204	-213	-209	-240
财务费用率%	-1.5%	-1.3%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	5	0	0	0
营业利润	3,102	4,038	4,946	5,992
营业外收支	70	55	62	59
利润总额	3,171	4,093	5,009	6,050
EBITDA	3,167	3,986	4,884	5,894
所得税	797	1,023	1,252	1,513
有效所得税率%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	76	89	109	132
归属母公司所有者净利润	2,298	2,980	3,647	4,406

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,925	10,266	11,459	13,274
应收账款及应收票据	89	106	124	140
存货	4,663	5,282	5,976	6,482
其它流动资产	3,613	3,586	3,650	3,658
流动资产合计	20,290	19,241	21,209	23,555
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1,984	1,770	1,557	1,344
在建工程	1,064	4,436	6,358	7,551
无形资产	1,063	1,055	1,045	1,036
非流动资产合计	5,128	8,268	9,968	10,940
资产总计	25,418	27,509	31,178	34,495
短期借款	30	0	0	0
应付票据及应付账款	1,148	1,153	1,388	1,461
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	6,502	6,740	7,876	8,345
流动负债合计	7,680	7,893	9,264	9,806
长期借款	172	172	172	172
其它长期负债	313	313	313	313
非流动负债合计	486	486	486	486
负债总计	8,165	8,379	9,750	10,292
实收资本	529	529	529	529
普通股股东权益	16,537	18,325	20,514	23,157
少数股东权益	715	805	914	1,046
负债和所有者权益合计	25,418	27,509	31,178	34,495

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。