

## 食品饮料

2022年07月31日

## 古井贡酒 (000596)

——点评：受益消费升级和头部集中 Q2 延续高增

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

投资要点：

- **事件：**公司发布 2022 年半年度业绩快报，报告期内公司实现营业收入 90.02 亿元，同比增长 28.46%，归母净利润 19.19 亿元，同比增长 39.17%；测算 Q2 实现营业收入 37.28 亿，同增 29.6%，归母净利润 8.2 亿，同增 45%，Q2 净利率 22%，去年同期为 19.6%，同比提高 2.4pct。我们在业绩前瞻中预测公司 Q2 收入利润分别增长 20%，22%，收入利润均超预期，关注中报披露后的现金流和增长质量。
- **投资评级与估值：**尽管二季度面临疫情冲击，但凭借良好的增长势头和 Q1 打下的基础，Q2 仍超预期，我们上调全年盈利预测，预测 2022-2024 年净利润分别为 30.56、37.61、45.15 亿，（前次为 28.8、35.3 和 42.5 亿），同比增长 33%、23%、20%，当前股价对应 PE 分别为 37x、30x、25x，维持买入评级。古井在安徽省内处于绝对龙头地位，竞争优势突出，受益于安徽省内消费升级，古井产品结构快速提升，并在 300 元和 500 元次高端价格带占位领先，长期空间可期。从徽酒格局来看，古井多年来在品牌上持续投入，已实现省内深度覆盖，省内份额持续提升。从省外发展看，依靠持续大力投入，公司在华东、华北等多个省份快速上量，省外占比不断提升。我们看好公司省内结构升级和份额提升带来的收入成长空间和盈利能力的提升空间。
- **逆境下保持高增 持续受益消费升级和头部集中。**我们认为公司二季度维持高增的主要原因有，1、安徽虽受疫情影响，但消费场景恢复较快，古井贡在省内已实现深度全面覆盖，受疫情影响的时间和区域相对有限；2、全面受益安徽的经济发展和消费升级，其中 200 元以上的古 8、古 16、古 20 高速增长，在 300 元和 500 元完成提前站位并引领市场，且动销顺畅，库存良性，古 5 和献礼版也实现两位数增长；3、Q1 末渠道回款积极，22Q1 末合同负债为 47 亿，环比 21Q4 末增加 18.67 亿，且目前回款进度仍快于往年同期，预计省内三季度内可完成全年回款任务；4、从区域看，除安徽市场今年表现超预期外，江苏延续较快增长，产品结构主要以 16 年及以上为主，山东、河北、浙江等市场逐步起量过去公司省外主要依靠河南等北方区域，但近年来华东市场打开局面，成为新增长点。湖北市场方面，7 月 30 日黄鹤楼南派清香新品“楼 20”举行上市发布会，指导价 699 元，我们认为黄鹤楼是清香品类中，除汾酒外最具名酒基因的品牌，若能聚焦清香，把握住近年来香型、价位和区域的结构性的机会，未来具备较大的成长空间，值得持续关注。
- **股价表现的催化剂：**国企改革或机制改革，盈利能力提升速度超预期
- **核心假设风险：**省内竞争加剧，经济下行影响白酒整体需求

财务数据及盈利预测

|            | 2021   | 2022Q1 | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 13,270 | 5,274  | 16,121 | 19,187 | 22,276 |
| 同比增长率（%）   | 28.9   | 27.7   | 21.5   | 19.0   | 16.1   |
| 归母净利润（百万元） | 2,298  | 1,099  | 3,056  | 3,761  | 4,515  |
| 同比增长率（%）   | 23.9   | 34.9   | 33.0   | 23.1   | 20.0   |
| 每股收益（元/股）  | 4.35   | 2.08   | 5.78   | 7.12   | 8.54   |
| 毛利率（%）     | 75.1   | 77.9   | 76.7   | 77.4   | 77.9   |
| ROE（%）     | 13.9   | 6.2    | 15.6   | 16.1   | 16.2   |
| 市盈率        | 49     |        | 37     | 30     | 25     |

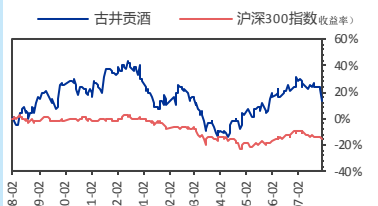
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

| 市场数据：         | 2022年07月29日      |
|---------------|------------------|
| 收盘价（元）        | 213.34           |
| 一年内最高/最低（元）   | 278/160.57       |
| 市净率           | 6.4              |
| 息率（分红/股价）     | 1.03             |
| 流通 A 股市值（百万元） | 87171            |
| 上证指数/深证成指     | 3253.24/12266.92 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据：          | 2022年03月31日 |
|----------------|-------------|
| 每股净资产（元）       | 33.34       |
| 资产负债率%         | 40.39       |
| 总股本/流通 A 股（百万） | 529/409     |
| 流通 B 股/H 股（百万） | 120/-       |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《古井贡酒（000596）点评：21 年报及 22Q1 点评：业绩符合预期，现金流表现亮丽》2022/05/04

《古井贡酒（000596）点评：21Q3 点评收入符合预期，现金流表现亮丽》2021/10/30

证券分析师

周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com  
吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

联系人

周缘  
(8621)23297818×转  
zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入                  | 10,292 | 13,270 | 16,121 | 19,187 | 22,276 |
| 其中: 营业收入               | 10,292 | 13,270 | 16,121 | 19,187 | 22,276 |
| 减: 营业成本                | 2,550  | 3,304  | 3,758  | 4,336  | 4,914  |
| 减: 税金及附加               | 1,625  | 2,032  | 2,450  | 2,878  | 3,341  |
| 主营业务利润                 | 6,117  | 7,934  | 9,913  | 11,973 | 14,021 |
| 减: 销售费用                | 3,121  | 4,008  | 4,917  | 5,756  | 6,549  |
| 减: 管理费用                | 802    | 1,022  | 1,069  | 1,220  | 1,368  |
| 减: 研发费用                | 41     | 51     | 63     | 74     | 86     |
| 减: 财务费用                | -261   | -204   | -237   | -190   | -137   |
| 经营性利润                  | 2,414  | 3,056  | 4,101  | 5,113  | 6,155  |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -1     | -6     | 0      | 0      | 0      |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -14    | -17    | 30     | 0      | 0      |
| 加: 投资收益及其他             | 36     | 69     | 61     | 62     | 62     |
| 营业利润                   | 2,435  | 3,102  | 4,193  | 5,174  | 6,216  |
| 加: 营业外净收入              | 39     | 70     | 53     | 54     | 59     |
| 利润总额                   | 2,474  | 3,171  | 4,246  | 5,227  | 6,275  |
| 减: 所得税                 | 626    | 797    | 1,103  | 1,358  | 1,630  |
| 净利润                    | 1,848  | 2,374  | 3,144  | 3,870  | 4,645  |
| 少数股东损益                 | -7     | 76     | 88     | 108    | 130    |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 1,855  | 2,298  | 3,056  | 3,761  | 4,515  |
| 全面摊薄总股本                | 504    | 529    | 529    | 529    | 529    |
| 每股收益 (元)               | 3.68   | 4.45   | 5.78   | 7.12   | 8.54   |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |                      |
|--------|-----|---------------|----------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶  | 021-33388362  | chentao1@swhysec.com |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211   | xiewenni@swhysec.com |
| 华北组    | 李丹  | 010-66500631  | lidan4@swhysec.com   |
| 华南组    | 李昇  | 0755-82990609 | Lisheng5@swhysec.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。