



2023-05-07

公司点评报告

买入/维持

古井贡酒(000596)

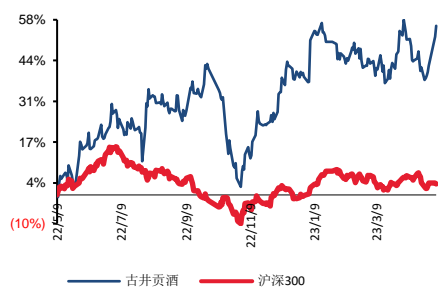
目标价: 354

昨收盘: 299.25

食品饮料 白酒 II

古井贡酒：费用率改善明显，业绩弹性持续释放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	529/409
总市值/流通(百万元)	158,184/122,274
12个月最高/最低(元)	303.00/192.43

相关研究报告：

古井贡酒(000596)《古井贡酒：Q3销售稳步增长，合同负债留有余力》--2022/11/04

古井贡酒(000596)《古井贡酒：年份原浆表现亮眼，全年目标完成无忧》--2022/09/09

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：伍兆丰

电话：13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522110002

事件：古井贡酒发布2022年报&23年一季报，22年公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润167.13亿元、31.43亿元、30.67亿元，分别同比+25.95%、+36.78%、+40.27%。其中Q4营收、归母净利润、扣非归母净利润39.49亿元、5.20亿元、4.88亿元，同比+24.66%、+58.21%、+71.62%。

23Q1公司实现营收65.84亿元，同比+24.83%。归母净利润15.70亿元，同比+42.87%，扣非归母净利润15.45亿元，同比+41.80%。

报表分析：22年合同负债下降幅度较大，23Q1合同负债有所提升。

22年现金回款173.49亿元，同比+11.69%，低于收入增速，销售收现率104%，其中22Q4现金回款33.56亿元，同比-7.44%，低于营收增速，销售收现率85%；合同负债为8.27亿元，同比减少9.98亿元。23Q1现金回款约77.55亿元，同比+25.76%，低于营收增速，销售收现率118%。合同负债约47.45亿元，同比+0.53亿元。

点评：

收入分析：年份原浆保持高速增长，黄鹤楼完成业绩承诺

22年公司实现营收167.13亿元，同比+25.95%（Q1：+27.71%；Q2：+29.55%；Q3：+21.58%；Q4：+24.66%），Q4增速环比提升。

1) **分产品：**22年核心品类年份原浆系列营收121.07，同比+30.07%，预计省内古8平稳增长，古16、古20受益于商务、宴席场景恢复快速增长。古井贡酒/黄鹤楼营收分别18.74(+16.45%)/12.63(+11.38%)亿元，其中黄鹤楼酒业22年含税营收20.52亿元，净利润2.19亿元，完成率100.53%、110.13%，顺利完成业绩承诺。

2) **分市场：**省外全国化市场稳步推进。22年公司通过“插旗、打井、育户”实施路径，稳步推进全国化进程，经销商稳步提升，22年经销商数量为4399家，净增长392家，其中华中/华北/华南/国际净增加183/127/78/4家，核心区域华中地区营收143.55亿元，同比+26.91%，预计省外江苏市场增长较好，华北/华南/国际地区实现营收13.26/10.11/0.22亿元，同比+23.84%/+15.16%/+115.76%。

本费利分析：毛利率进一步提升，经营效率改善推动归母净利率提升。

1) **22年公司毛利率77.17%**，同比+2.07pct，预计为产品结构持续向上，年份原浆系列毛利率84.51%，同比+1.31pct，同时占比进一步提

升至 72.44%。期间费用率 33.96%，同比-2.79pct，主要为销售费用率优化，其中销售费用率 27.93%，同比-2.27pct，主要为公司薪酬、广告投入相对稳定，销售收入增长带动费用规模效应，同时公司 22 年也持续加强消费者培育，促销及推广投入增长明显，综合促销费用同比+43.07%；管理费用率 6.98%，同比-0.72pct，研发费用率 0.34%，同比-0.05pct，财务费用率-1.29%，同比+0.25pct。归母净利润率 18.81%，同比+1.49pct，主要为毛销差改善驱动。

2) 23Q1 公司毛利率 79.67%，同比+1.77pct，期间费用率 33.16%，同比-1.74pct，主要为销售费用率、管理费用率减少，其中销售费用率 28.83%，同比-1.33pct，管理费用率 5.47%，同比-0.61pct，研发费用率 0.19%，同比-0.06pct，财务费用率-1.33%，同比+0.25pct。归母净利润率 23.84%，同比+3.01pct，主要为毛销差改善明显，我们认为随着产品结构持续提升，叠加省外随着公司逐渐打造江苏、山东等一批规模市场，费用投放效率有望持续提升，推动毛销差进一步改善。

23 年展望：Q1 顺利开门红，利润释放逻辑加快兑现。1) 销售端：春节受益于返乡潮，大众价格带持续放量，古 5 动销表现亮眼，节后随着宴席场景恢复，古 8/16 有望逐渐放量，Q1 实现营收 65.84 亿元，同比+24.83%，顺利实现开门红。根据部分经销商反馈，目前省内库存水平较为良性，价盘较为稳定，随着 Q2、Q3 端午、国庆旺季，商务场景有望逐步恢复，有望推动全年营收稳步增长。2) 利润端：根据公司 23 年财务预算，营收目标 201 亿元，同比 20.26%，利润总额目标 60 亿元，同比 34.21%，利润增长要求较高，而公司 Q1 营收、利润目标分别完成了 33%、36%，我们认为随着产品结构持续升级，节后省内宴席、商务场景恢复，省外市场逐渐进入收获期，销售费用率规模效应加速显现，毛销差有望持续改善，利润增长逻辑有望加快兑现。

中长期展望：徽酒龙头持续受益安徽市场消费升级，全国化有望持续推进。安徽作为白酒产销大省，随着经济快速发展，消费升级趋势明显，次高端持续扩容，公司作为徽酒龙头，在主流宴席、商务价格布局古 8/16/20，有望持续受益于安徽市场的消费升级，预计古 8 以上产品占比持续提升，推动产品结构升级、收入、毛利率的改善。省外市场，公司“十四五”规划明确提出“全国化、次高端”的战略布局，公司省外主推古 20 打造全国性大单品，在渠道上采用因地制宜的开拓方法，向“十四五”规划中省外占比 40%的目标持续推进。同时集团持股平台落地，有望进一步激发员工积极性。

投资建议：毛销差改善逻辑加速兑现推动业绩释放，中长期看好公司受益安徽省内次高端价格带扩容以及省外持续拓展。预计 23-25 年收入增速分别为 22%/20%/19%，归母净利润增速分别为 35%/23%/23%，EPS

分别为 8.04/9.88/12.19 元，对应当前股价 PE 分别为 37x/30x/25x，我们按照 2023 年业绩给予 44 倍，一年目标价 354 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：省内经济发展不及预期风险，原材料价格上涨风险，渠道拓展不及预期风险，疫情反复，核心产品增长不如预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16713	20437	24543	29252
(+/-%)	26%	22%	20%	19%
归母净利(百万元)	3143	4249	5224	6443
(+/-%)	37%	35%	23%	23%
摊薄每股收益(元)	5.95	8.04	9.88	12.19
市盈率(PE)	50	37	30	25

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11925	13773	12134	12151	14161	营业收入	13270	16713	20437	24543	29252
应收款项	161	136	487	392	582	营业成本	3304	3816	4451	5124	5915
存货净额	4663	6058	12549	14719	17238	营业税金及附加	2032	2824	3454	4148	4944
其他流动资产	3541	2362	2491	2633	2796	销售费用	4008	4668	5416	6479	7693
流动资产合计	20290	22328	25878	28112	32993	管理费用	1022	1167	1267	1497	1755
固定资产	1984	2742	2648	2562	2485	财务费用	(204)	(216)	(202)	(191)	(244)
在建工程	1064	2455	2455	2455	2455	其他费用/(-收入)	29	29	40	0	40
无形资产及其他	1063	1108	1080	1053	1026	营业利润	3102	4453	6022	7404	9132
长期股权投资	5	10	10	10	10	营业外净收支	70	18	0	0	0
资产总计	25418	29790	33218	35338	40116	利润总额	3171	4470	6022	7404	9132
短期借款	30	83	83	83	83	所得税费用	797	1219	1626	1999	2466
应付款项	1148	2750	3481	2286	2975	净利润	2374	3252	4396	5405	6666
合同负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	76	109	147	181	223
其他流动负债	6502	7175	7175	7175	7175	归属于母公司净利润	2298	3143	4249	5224	6443
流动负债合计	7680	10009	10740	9545	10234	预测指标					
长期借款及应付债券	172	45	45	45	45	ROE	13%	16%	19%	21%	22%
其他长期负债	313	404	404	404	404	毛利率	75%	77%	78%	79%	80%
长期负债合计	486	448	448	448	448	销售净利率	17%	19%	21%	21%	22%
负债合计	8165	10457	11188	9993	10682	收入增长率	29%	26%	22%	20%	19%
股本	529	529	529	529	529	利润增长率	24%	37%	35%	23%	23%
股东权益	17253	19333	22029	25344	29433	总资产周转率	0.52	0.56	0.62	0.69	0.73
负债和股东权益总计	25418	29790	33218	35338	40116	应收账款周转率	82.54	122.87	41.97	62.57	50.24
						存货周转率	0.71	0.63	0.63	0.63	0.63
						资产负债率	32%	35%	34%	28%	27%
						流动比	2.64	2.23	2.41	2.95	3.22
						EPS	4.35	5.95	8.04	9.88	12.19
						BVPS	31.29	35.04	39.86	45.79	53.10
						P/E	68.84	50.33	37.23	30.28	24.55
						P/B	9.57	8.54	7.51	6.54	5.64
						P/S	11.92	9.46	7.74	6.45	5.41

现金流量表(百万)

经营活动现金流	5254	3108	(1394)	2465	4989
投资活动现金流	(8861)	5269	94	86	77
筹资活动现金流	5455	(10015)	(1700)	(2090)	(2577)
现金净增加额	1848	(1638)	(3000)	461	2488

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。