

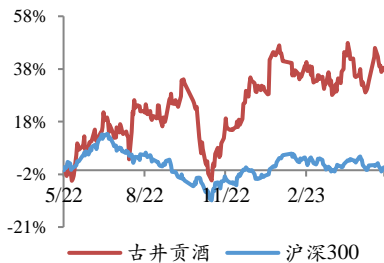
大步迈向两百亿，利润弹性可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-15

收盘价(元)	283.77
近12个月最高/最低(元)	303.00/197.06
总股本(百万股)	529
流通股本(百万股)	409
流通股比例(%)	77.30
总市值(亿元)	1,500
流通市值(亿元)	1,159

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

近日，古井贡酒发布2022年年报及2023年一季报。经公司核算，2022全年/23Q1古井贡酒实现营业收入167.13/65.84亿元，同比增加25.9%/24.8%；2022全年/23Q1实现归母净利润31.43/15.70亿元，同比增加36.8%/42.9%。利润端表现超预期。

● 年份原浆势能旺盛，全国化进程稳步推进

分产品来看，2022年年份原浆系列实现收入121.07亿元，同比+30.07%；古井贡酒系列实现收入18.74亿元，同比+16.45%；黄鹤楼系列实现收入12.63亿元，同比+11.38%。作为公司产品矩阵中的核心驱动，年份原浆系列保持旺盛势能，占比持续提升带动产品结构提升；古井贡酒系列/黄鹤楼系列分别在差异化价格带/湖北地区持续放量，与年份原浆系列产品形成协同效应。量价拆分角度，2022年年份原浆系列（销量+21.77%、吨价+6.82%）、古井贡酒系列（销量+9.11%、吨价+6.73%）、黄鹤楼系列（销量+5.13%、吨价+5.94%）均呈现量价齐升的趋势。年份原浆系列品牌力持续向上，古16、古20提升站位的同时为古8等产品打开了增长空间。

其他方面，线上/线下营收分别增加14.88%/26.41%；华中/华北/华南市场2022年分别实现增长26.91%/23.84%/15.16%，公司在深耕大本营市场的同时，稳步推进全国化进程。截至22年底，国内经销商数量4399家，经销商数量进一步扩张，较年初增加388家。

● 盈利能力大幅改善，渠道信心充足

盈利能力方面，公司2022年/23Q1毛利率分别为77.17%/79.67%，同比上升2.07pct/1.78pct，主要系年份原浆系列占比提升拉动毛利率提升。费用方面，公司2022年/23Q1期间费用率同比下降2.80/1.75pct，销售费用率及管理费用率均有较大改善，费效比提升卓有成效。综合来看，公司22全年/23Q1归母净利率分别达到18.81%/23.85%，同比提升1.49/3.01pct，公司盈利能力持续改善。

其他方面，公司22年/23Q1经营活动净现金流31.08/30.79亿元，同比变化-40.9%/+10.9%，其中销售收现保持增势达到11.7%/25.8%。23Q1合同负债47.45亿元，环比2022年底增加39.18亿元，渠道信心充足。

● 投资建议

公司计划今年实现营业收入201亿元，较上年增长20.26%；利润总额60亿元，较上年增长34.21%。目标对应利润率29.85%，同比去年增加3.10pct，考虑到23Q1利润率同比增加3.85pct，且当前公司

产品结构尚处升级过程中、安徽白酒次高端价格带持续扩容，因此我们认为公司有望高质量实现既定目标。预计公司 2023 年-2025 年营业收入增速分别 22.8%、19.1%、18.1%，归母净利润增速分别为 34.5%、25.8%、23.6%，对应 EPS 预测为 8.00、10.06、12.43 元，对应 PE 分别 35、28、23 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 安徽省内竞争加剧；
- (3) 省外扩张速度放缓。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16713	20517	24440	28873
收入同比 (%)	25.9%	22.8%	19.1%	18.1%
归属母公司净利润	3143	4227	5317	6573
净利润同比 (%)	36.8%	34.5%	25.8%	23.6%
毛利率 (%)	77.2%	78.6%	80.1%	81.3%
ROE (%)	17.0%	18.6%	18.9%	19.0%
每股收益 (元)	5.95	8.00	10.06	12.43
P/E	44.86	35.48	28.21	22.82
P/B	7.62	6.59	5.34	4.33
EV/EBITDA	28.13	22.76	17.49	13.54

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22328	26066	33113	39482	营业收入	16713	20517	24440	28873
现金	13773	17679	22237	28612	营业成本	3816	4382	4874	5390
应收账款	63	169	76	181	营业税金及附加	2824	3084	3673	4340
其他应收款	73	91	79	118	销售费用	4668	6163	7332	8662
预付账款	234	191	168	229	管理费用	1167	1342	1525	1802
存货	6058	5307	7766	7596	财务费用	-216	-278	-359	-452
其他流动资产	2128	2629	2787	2746	资产减值损失	-11	-30	-30	-30
非流动资产	7462	7682	7924	8145	公允价值变动收益	29	6	5	4
长期投资	10	10	10	11	投资净收益	-11	0	0	0
固定资产	2742	2962	3203	3425	营业利润	4453	5784	7326	9054
无形资产	1108	1108	1108	1108	营业外收入	51	7	16	10
其他非流动资产	3601	3602	3602	3602	营业外支出	33	28	13	30
资产总计	29790	33748	41036	47627	利润总额	4470	5763	7329	9034
流动负债	10009	9605	11411	11207	所得税	1219	1386	1836	2259
短期借款	83	68	73	73	净利润	3252	4377	5493	6776
应付账款	2054	1477	2450	1892	少数股东损益	109	150	176	203
其他流动负债	7871	8060	8888	9241	归属母公司净利润	3143	4227	5317	6573
非流动负债	448	432	422	442	EBITDA	4532	5820	7315	8980
长期借款	45	29	18	38	EPS (元)	5.95	8.00	10.06	12.43
其他非流动负债	404	404	404	404					
负债合计	10457	10038	11833	11649					
少数股东权益	812	962	1139	1341	主要财务比率				
股本	529	529	529	529	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	6225	6225	6225	6225	成长能力				
留存收益	11767	15995	21311	27884	营业收入	25.9%	22.8%	19.1%	18.1%
归属母公司股东权益	18521	22748	28065	34638	营业利润	43.6%	29.9%	26.7%	23.6%
负债和股东权益	29790	33748	41036	47627	归属于母公司净利	36.8%	34.5%	25.8%	23.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	77.2%	78.6%	80.1%	81.3%
					净利率 (%)	18.8%	20.6%	21.8%	22.8%
					ROE (%)	17.0%	18.6%	18.9%	19.0%
					ROIC (%)	15.7%	17.6%	17.9%	17.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.1%	29.7%	28.8%	24.5%
					净负债比率 (%)	54.1%	42.3%	40.5%	32.4%
					流动比率	2.23	2.71	2.90	3.52
					速动比率	1.59	2.13	2.19	2.82
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.65	0.65	0.65
					应收账款周转率	220.35	177.34	200.00	225.00
					应付账款周转率	2.48	2.48	2.48	2.48
					每股指标 (元)				
					每股收益	5.95	8.00	10.06	12.43
					每股经营现金流 (摊)	5.88	8.27	9.51	12.95
					每股净资产	35.04	43.03	53.09	65.53
					估值比率				
					P/E	44.86	35.48	28.21	22.82
					P/B	7.62	6.59	5.34	4.33
					EV/EBITDA	28.13	22.76	17.49	13.54

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。