

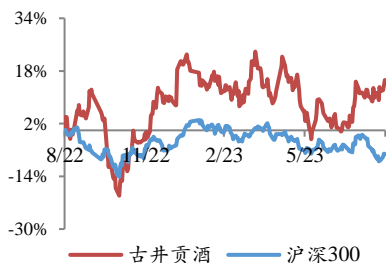
年份原浆势能持续提升，利润再超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-30

收盘价(元)	278.68
近12个月最高/最低(元)	299.30/194.65
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)	1,473
流通市值(亿元)	1,139

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

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月30日，古井贡酒发布2023年中报。公司23H1/23Q2实现营业收入113.10亿元/47.26亿元，同比变动+25.64%/+26.78%；公司23H1/23Q2实现归母净利润27.79亿元/12.10亿元，同比变动+44.85%/+47.52%。利润端表现大超市场预期。

● 年份原浆势能不减，省外市场增长亮眼

分产品来看，2023年上半年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他酒类分别实现营业收入87.61/11.11/11.08亿元，分别同比增加30.67%/23.26%/1.63%。公司产品结构仍稳步提升，年份原浆系列持续释放强品牌势能，古5/献礼支撑增长基本盘，合肥地区古16持续渗透商务升级及宴席升级场景，低基数下预计上半年增速领先，古20持续C端教育，短期价格波动问题无需过分担忧。综合来看，上半年年份原浆系列（销量+24.73%、吨价+4.76%）、古井贡酒系列（销量+9.87%、吨价+12.19%）均呈现量价齐升，其中年份原浆系列毛利率提升0.75pct至85.15%，收入占比提升至77.5%，核心产品势能持续累积。

其他方面，2023年上半年线上/线下营收分别增加22.92%/25.73%；华北/华中/华南市场分别实现增长34.89%/24.19%/38.07%，公司省外市场压力之下仍旧实现超省内增长，全国化进程不断推进。截至6月底，国内经销商数量共计4320家，报告期内减少63家。

● 费用改革成效初现，预计全年目标可实现

盈利能力部分，公司23H1/23Q2毛利率分别为78.88%/77.78%，同比分别提升1.35pct/0.77pct，公司坚定次高端+大单品，产品结构持续升级拉动毛利率提升。费用方面，公司23H1/23Q2期间费用率实现较大改善，分别-2.62pct/-3.81pct，销售费用率和管理费用率实现同步下降，公司费用改革成效显著，经营效率明显提升。综合来看，公司23H1/23Q2归母净利率分别为24.58%/25.60%，同比提升3.26pct/3.60pct。对应上半年利润总额率为33.7%，远超年报目标，预计全年公司可顺利实现盈利能力弹性改善。

其他方面，公司23H1/23Q2经营活动净现金流分别为47.28亿元/16.49亿元，其中销售收现分别增长23.07%/19.28%，渠道掌控力依旧较强。6月末合同负债30.25亿元，环比3月末减少17.20亿元。

● 投资建议

公司作为徽酒龙头，有望乘风安徽经济势能向上的同时，冲刺自身次高端及全国化目标，我们坚定看好以古20+古16为排头兵的收入增长空间及利润弹性势能。预计公司2023年-2025年营业收入增速分

别 25.0%、22.5%、21.2%，归母净利润增速分别为 37.6%、31.9%、25.8%，对应 EPS 预测为 8.18、10.80、13.58 元，对应 8 月 30 日 PE 分别 34、26、21 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) 古 20 库存压力过大。

● **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	20884	25573	30988
收入同比 (%)	25.9%	25.0%	22.5%	21.2%
归属母公司净利润	3143	4326	5707	7177
净利润同比 (%)	36.8%	37.6%	31.9%	25.8%
毛利率 (%)	77.2%	78.8%	80.1%	81.1%
ROE (%)	17.0%	20.3%	21.2%	21.0%
每股收益 (元)	5.95	8.18	10.80	13.58
P/E	44.86	34.05	25.81	20.53
P/B	7.62	6.93	5.46	4.31
EV/EBITDA	28.13	22.05	16.03	12.14

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	24694	32510	39889	营业收入	16713	20884	25573	30988
现金	13773	16174	21063	28050	营业成本	3816	4425	5101	5860
应收账款	63	173	83	193	营业税金及附加	2824	3139	3844	4657
其他应收款	73	94	84	128	销售费用	4668	6274	7426	8999
预付账款	234	192	176	249	管理费用	1167	1366	1596	1934
存货	6058	5417	8269	8439	财务费用	-216	-278	-328	-428
其他流动资产	2128	2645	2836	2831	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	5919	7863	9884
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	32376	40434	48034	利润总额	4470	5898	7866	9864
流动负债	10009	9717	11889	12072	所得税	1219	1419	1971	2466
短期借款	83	68	73	73	净利润	3252	4480	5896	7398
应付账款	2054	1511	2599	2122	少数股东损益	109	154	189	221
其他流动负债	7871	8138	9217	9877	归属母公司净利润	3143	4326	5707	7177
非流动负债	448	432	422	442	EBITDA	4532	5955	7883	9834
长期借款	45	29	18	38	EPS (元)	5.95	8.18	10.80	13.58
其他非流动负债	404	404	404	404					
负债合计	10457	10150	12311	12514					
少数股东权益	812	966	1155	1376	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	14508	20214	27391	营业收入	25.9%	25.0%	22.5%	21.2%
归属母公司股东权益	18521	21261	26968	34145	营业利润	43.6%	32.9%	32.8%	25.7%
负债和股东权益	29790	32376	40434	48034	归属于母公司净利	36.8%	37.6%	31.9%	25.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	77.2%	78.8%	80.1%	81.1%
					净利率 (%)	18.8%	20.7%	22.3%	23.2%
					ROE (%)	17.0%	20.3%	21.2%	21.0%
					ROIC (%)	15.7%	19.2%	20.0%	19.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.1%	31.3%	30.4%	26.1%
					净负债比率 (%)	54.1%	45.7%	43.8%	35.2%
					流动比率	2.23	2.54	2.73	3.30
					速动比率	1.59	1.96	2.01	2.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.67	0.70	0.70
					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	8.18	10.80	13.58
					每股经营现金流 (摊)	5.88	8.42	10.13	14.11
					每股净资产	35.04	40.22	51.02	64.59
					估值比率				
					P/E	44.86	34.05	25.81	20.53
					P/B	7.62	6.93	5.46	4.31
					EV/EBITDA	28.13	22.05	16.03	12.14

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。