

白酒

古井贡酒（000596.SZ）

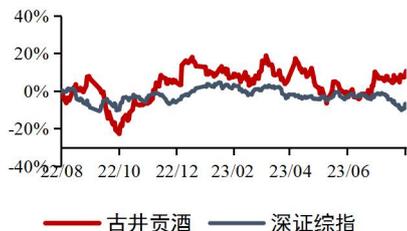
买入-A(维持)

23Q2 利润增速超预期，盈利能力持续提升

2023年8月31日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月30日

收盘价（元）：	278.68
年内最高/最低（元）：	308.00/193.68
流通A股/总股本（亿）：	4.09/5.29
流通A股市值（亿）：	1,138.69
总市值（亿）：	1,473.10

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益：	5.26
摊薄每股收益：	5.26
每股净资产（元）：	38.95
净资产收益率：	13.81

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

公司公布2023年半年报，实现营业收入113.10亿元，同比增长25.6%，实现归母净利润27.79亿元，同比增长44.85%；其中23Q2实现营业收入47.26亿元，同比增长26.8%，实现归母净利润12.10亿元，同比增长47.52%。23Q2利润增速超预期。

事件点评

➢ 23年上半年稳健发展，产品结构持续升级。23H1/Q2公司实现营业收入113.10/47.26亿元，同比+25.6%/+26.8%。分产品看，23H1年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他系列分别实现收入87.61/11.11/11.08亿元，同比+30.7%/+23.3%/+1.6%；分地区看，华北/华中/华南分别实现收入8.21/97.83/6.96亿元，同比+34.9%/+24.2%/+38.1%。23Q1春节受益于返乡潮，宴席场景复苏较强，助力公司实现优于同业的增长；进入二季度以来，在整体行业消费偏弱背景下，公司古16依然表现较好，主要受益于安徽宴席市场消费升级，同时古16市场占比不断提升。整体来看，公司古8以上产品收入占比提升趋势不改，整体产品结构仍呈持续上升态势。23Q2末合同负债为30.3亿元，环比-17.2亿元，合同负债余量仍较为充足。

➢ 产品结构升级&费用效率提升，助力盈利能力持续提升。23H1年公司毛利率为78.88%，同比+1.35ptc，销售/管理/财务费用率分别为26.95%/5.16%/-1.09%，同比-1.88/-1.05/+0.35ptc，23H1年公司净利率为24.58%，同比+3.26ptc。23Q2公司毛利率为77.78%，同比+0.77ptc；销售/管理/财务费用率分别为24.33%/4.73%/-0.75%，同比-2.61/-1.67/+0.50ptc；净利率为25.60%，同比+3.60ptc。在产品结构升级&23年春节后主要单品提价助力下，公司毛利率水平稳步提升；同时公司加强数字化等手段赋能，持续提高费用效率，其盈利能力保持稳步提升态势。

➢ 省外市场稳步拓展，全年实现双百亿目标可期。23年受外部环境影响，区域酒省外开拓均存在一定压力，古井表现相对较优。23Q2公司加速省外市场回款，导致部分省外区域市场古20库存略有上升，但整体仍处于合理范围区间，预计伴随后续需求恢复，古20势能向上，其中长期仍有望持续向好发展。全年来看，省内市场古16延续较好增速，省外市场古8及以上产品销量稳步提升，助力其业绩稳健增长，全年实现双百亿目标可期。

投资建议



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ 根据公司 23 年半年报，我们略上调公司盈利预测：2023-2025 年营业收入分别为 205.20/245.10/291.03 亿元，同比增长 22.8%/19.4%/18.7%。归母净利润 43.14/53.58/64.53 亿元，同比增长 37.2%/24.2%/20.4%。对应 EPS 8.16/10.14/12.21 元，8 月 30 日股价对应 PE 分别为 34/28/23 倍，维持公司“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 行业竞争加剧；省内消费升级不及预期；省外及新品推广不及预期；食品安全问题等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,270	16,713	20,520	24,510	29,103
YoY(%)	28.9	25.9	22.8	19.4	18.7
净利润(百万元)	2,298	3,143	4,314	5,358	6,453
YoY(%)	23.9	36.8	37.2	24.2	20.4
毛利率(%)	75.1	77.2	78.4	79.3	79.8
EPS(摊薄/元)	4.35	5.95	8.16	10.14	12.21
ROE(%)	13.8	16.8	19.9	20.6	20.7
P/E(倍)	64.1	46.9	34.1	27.5	22.8
P/B(倍)	8.9	8.0	6.9	5.8	4.8
净利率(%)	17.3	18.8	21.0	21.9	22.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	20290	22328	24883	30481	36119
现金	11925	13773	15907	19914	24712
应收票据及应收账款	89	63	124	99	165
预付账款	157	234	246	327	353
存货	4663	6058	6375	7906	8617
其他流动资产	3456	2201	2232	2236	2272
非流动资产	5128	7462	8044	8571	9201
长期投资	5	10	15	21	26
固定资产	1984	2742	3619	4341	5026
无形资产	1063	1108	1150	1194	1245
其他非流动资产	2075	3601	3260	3015	2904
资产总计	25418	29790	32927	39052	45320
流动负债	7680	10009	10322	12062	12855
短期借款	30	83	83	83	83
应付票据及应付账款	1148	2750	1770	3421	2585
其他流动负债	6502	7175	8470	8557	10187
非流动负债	486	448	445	440	437
长期借款	172	45	41	37	34
其他非流动负债	313	404	404	404	404
负债合计	8165	10457	10767	12503	13292
少数股东权益	715	812	911	1027	1208
股本	529	529	529	529	529
资本公积	6225	6225	6225	6225	6225
留存收益	9787	11767	14217	17258	20831
归属母公司股东权益	16537	18521	21249	25523	30820
负债和股东权益	25418	29790	32927	39052	45320

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5254	3108	4436	5803	6707
净利润	2374	3252	4413	5474	6635
折旧摊销	301	300	371	482	573
财务费用	-204	-216	-234	-286	-430
投资损失	-5	11	-32	-8	-8
营运资金变动	2368	-399	-75	147	-49
其他经营现金流	420	160	92	94	87
投资活动现金流	-8861	5269	-913	-995	-1182
筹资活动现金流	4028	-1329	-1388	-801	-727
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.35	5.95	8.16	10.14	12.21
每股经营现金流(最新摊薄)	9.94	5.88	8.39	10.98	12.69
每股净资产(最新摊薄)	31.29	35.04	40.20	48.28	58.31

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13270	16713	20520	24510	29103
营业成本	3304	3816	4425	5083	5881
营业税金及附加	2032	2824	3467	4141	4918
营业费用	4008	4668	5356	6348	7538
管理费用	1022	1167	1432	1642	2008
研发费用	51	57	70	83	99
财务费用	-204	-216	-234	-286	-430
资产减值损失	-23	-11	-21	-30	-34
公允价值变动收益	7	29	8	6	13
投资净收益	5	-11	32	8	8
营业利润	3102	4453	6023	7482	9077
营业外收入	80	51	64	65	65
营业外支出	11	33	20	23	22
利润总额	3171	4470	6067	7525	9121
所得税	797	1219	1654	2051	2486
税后利润	2374	3252	4413	5474	6635
少数股东损益	76	109	99	116	181
归属母公司净利润	2298	3143	4314	5358	6453
EBITDA	3127	4365	5999	7476	9031

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.9	25.9	22.8	19.4	18.7
营业利润(%)	27.4	43.6	35.3	24.2	21.3
归属于母公司净利润(%)	23.9	36.8	37.2	24.2	20.4
获利能力					
毛利率(%)	75.1	77.2	78.4	79.3	79.8
净利率(%)	17.3	18.8	21.0	21.9	22.2
ROE(%)	13.8	16.8	19.9	20.6	20.7
ROIC(%)	12.6	15.8	19.1	19.8	19.9
偿债能力					
资产负债率(%)	32.1	35.1	32.7	32.0	29.3
流动比率	2.6	2.2	2.4	2.5	2.8
速动比率	1.9	1.6	1.7	1.8	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	169.1	220.4	220.4	220.4	220.4
应付账款周转率	3.7	2.0	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	64.1	46.9	34.1	27.5	22.8
P/B	8.9	8.0	6.9	5.8	4.8
EV/EBITDA	42.7	30.4	21.8	17.0	13.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

