

古井贡酒 (000596.SZ)

二季度收入增长 27%，利润率提升逻辑不断兑现

买入

核心观点

上半年营收超百亿，安徽省内消费升级延续。公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 113.10 亿元，同比+25.64%；实现归母净利润 27.79 亿元，同比+44.85%。其中，2023Q2 实现营业总收入 47.26 亿元，同比+26.78%；实现归母净利润 12.10 亿元，同比+47.52%。

省内宴席高质量复苏，产品结构持续升级。从收入端看，公司在上年高基上继续实现高增长，受益于宴席高质量恢复及古 20 省外扩张。H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他实现营收同比+31%/+23%/+2%，带动酒类毛利率同比+0.9pct。其中，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他毛利率同比+0.7pct/-1.7pcts/-0.3pct，预计系中低档价位费用增投。分区域看，华北/华中/华南区域营收同比+35%/+24%/+38%，其中华中区域增速稍慢预计受到黄鹤楼增速放缓拖累。

二季度业绩持续高增长，受益于费用端持续优化。分品类看，宴席市场出现明显补偿，古 20 在江苏等省外加快开拓，Q2 预计古 20/古 16/古 8/古 5+献礼实现收入同比+30%/40%/20%/20%，带动单季毛利率同比+0.8pct。费用端看，Q2 销售费用率/管理费用率同比-2.6pcts/-1.7pcts，主要系规模效应及合肥平台公司改革利润回归，带动毛销差/净利率同比+3.4pcts/+3.8pcts。

合同负债余粮仍然充足，全年营收锚定 200 亿元。Q2 末公司合同负债余额 30.25 亿元，环比-17 亿元，同比-12%，主要一季度回款进度超预期。公司回款进度 70%+，全年 201 亿收入目标置信度较高。从收现比看，Q2 收现同比+19%，经营性现金净额同比+17%，稍慢于收入增速，主要系季度间波动。

净利率提升逻辑不断兑现，持续引领省内升级趋势。透过公司中报，我们发现：1) 行业承压下，公司营收连续两个季度逆势高增。公司充分受益省内消费升级红利，古 16 在宴席市场培育成熟；2) 在行业“消费降级”担忧中，公司逆势实现毛利率提升与结构优化；3) 公司净利率提升逻辑不断兑现，费用端仍留有空间。

风险提示：竞争加剧；全国化进程不及预期；宏观经济承压等。

投资建议：上修此前盈利预测并引入 2025 年，预计公司 2023-2025 年实现营收 203.1/243.7/287.54 亿元（前值 2023-2024 年为 196.5/233.5 亿元），同比+21.5%/+20.0%/+18.0%；实现归母净利润 44.1/56.6/70.7 亿元（前值 2023-2024 年为 37.5/46.0 亿元），同比+40.2%/+28.4%/+24.9%；对应 PE 34.6/26.9/21.5X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,270	16,713	20,307	24,368	28,754
(+/-%)	28.9%	25.9%	21.5%	20.0%	18.0%
净利润(百万元)	2298	3143	4406	5659	7068
(+/-%)	23.9%	36.8%	40.2%	28.4%	24.9%
每股收益(元)	4.35	5.95	8.34	10.70	13.37
EBIT Margin	21.5%	25.0%	28.5%	30.9%	32.7%
净资产收益率 (ROE)	13.9%	17.0%	20.8%	23.0%	24.5%
市盈率 (PE)	66.3	48.4	34.6	26.9	21.5
EV/EBITDA	51.4	36.6	26.6	20.6	16.7
市净率 (PB)	9.21	8.22	7.19	6.20	5.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：李文华

021-60375461

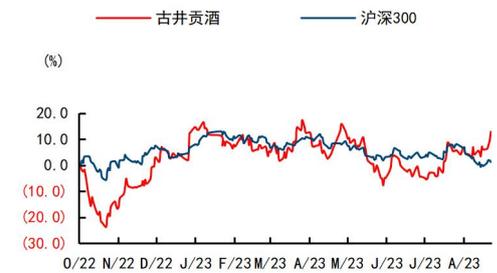
liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	288.05 元
总市值/流通市值	152263/152263 百万元
52 周最高价/最低价	308.00/193.68 元
近 3 个月日均成交额	383.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 三季度业绩稳健增长，经营周期持续向上》——2022-10-19
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 2 季度业绩增长 45%，次高端和全国化战略稳步推进》——2022-08-01
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 2021 年业绩平稳，2022 年成长势头向好》——2022-03-15
- 《古井贡酒-000596-2021 年三季报点评：业绩平稳增长，成长势头向好》——2021-11-01

上半年营收超百亿，安徽省内消费升级延续。公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营业收入总收入 113.10 亿元，同比+25.64%；实现归母净利润 27.79 亿元，同比+44.85%。其中，2023Q2 实现营业收入 47.26 亿元，同比+26.78%；实现归母净利润 12.10 亿元，同比+47.52%。上半年，公司营收持续增长，受益于省内宴席市场复苏及价格带升级。

省内宴席高质量复苏，产品结构持续升级。从收入端看，公司在上年高基上继续实现高增长，受益于宴席高质量恢复及古 20 省外扩张。H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他实现营收同比+31%/+23%/+2%，带动酒类毛利率同比+0.9pct。其中，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他毛利率同比+0.7pct/-1.7pcts/-0.3pct，预计系中低档价位费用增投。分区域看，华北/华中/华南区域营收同比+35%/+24%/+38%，其中华中区域增速稍慢预计受到黄鹤楼增速放缓拖累。

二季度业绩持续高增长，受益于费用端持续优化。分品类看，宴席市场出现明显补偿，古 20 在江苏等省外加快开拓，Q2 预计古 20/古 16/古 8/古 5+献礼实现收入同比+30%/40%/20%/20%，带动单季毛利率同比+0.8pct（预计部分扫码费用等抵扣收入）。从费用端看，Q2 销售费用率/管理费用率同比-2.6pcts/-1.7pcts，主要系规模效应及合肥平台公司改革利润回归，带动毛销差/净利率同比+3.4pcts/+3.8pcts。

合同负债余粮仍然充足，全年营收锚定 200 亿元。Q2 末公司合同负债余额 30.25 亿元，环比-17 亿元，同比-12%，主要一季度回款进度超预期（季度间波动）。截止目前，公司回款进度 70%+，全年 201 亿收入目标置信度较高。从收现比看，Q2 收现同比+19%，经营性现金净额同比+17%，稍慢于收入增速，主要系季度间波动。

净利率提升逻辑不断兑现，持续引领省内升级趋势。透过古井贡酒中报，我们发现：1) 行业承压下，公司营收连续两个季度逆势高增。古井作为徽酒地产龙头，在后疫情时代和需求复苏放缓下，充分受益省内主流价格带消费升级红利，古 16 在宴席市场培育成熟，价位话语权进一步提高；2) 在行业“消费降级”担忧中，公司逆势实现毛利率提升与结构优化。公司提前布局 300、600 元价格带，借助渠道和组织优势，引导省内、合肥消费价格带升级；3) 净利率提升逻辑不断兑现，费用端仍留有空间。公司的增长逻辑从省内 beta 增长逐渐切换到结构升级驱动利润率提高，持续看好古井在 300 元+价位段成长空间。

投资建议：上修此前盈利预测并引入 2025 年，预计公司 2023-2025 年实现营收 203.1/243.7/287.54 亿元（前值 2023-2024 年为 196.5/233.5 亿元），同比+21.5%/+20.0%/+18.0%；实现归母净利润 44.1/56.6/70.7 亿元（前值 2023-2024 年为 37.5/46.0 亿元），同比+40.2%/+28.4%/+24.9%；对应 PE 34.6/26.9/21.5X，维持“买入”评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 08 月 31 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	288.1	1,522.6	8.3	10.7	13.4	34.6	26.9	21.5
603198.SH	迎驾贡酒	买入	76.6	613.0	2.7	3.3	3.9	28.9	23.5	19.4
603589.SH	口子窖	买入	57.0	341.8	3.2	3.7	4.3	17.7	15.3	13.3

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1: 古井贡酒单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2: 古井贡酒单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：古井贡酒单季度毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：古井贡酒单季度净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11925	13773	16245	19494	23003	营业收入	13270	16713	20307	24368	28754
应收款项	161	136	204	245	289	营业成本	3304	3816	4487	5199	6007
存货净额	4663	6058	6655	7725	8980	营业税金及附加	2032	2824	3249	3899	4601
其他流动资产	880	579	1885	1574	1840	销售费用	4008	4668	5243	5913	6599
流动资产合计	20290	22328	26771	30821	35895	管理费用	1022	1167	1462	1745	2052
固定资产	3048	5197	6567	7938	9184	研发费用	51	57	69	83	97
无形资产及其他	1063	1108	1065	1021	978	财务费用	(204)	(216)	(227)	(221)	(294)
投资性房地产	1011	1147	1147	1147	1147	投资收益	5	(11)	(11)	(11)	(11)
长期股权投资	5	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	24	40	40	40	40
资产总计	25418	29790	35560	40937	47214	其他收入	(35)	(31)	(69)	(83)	(97)
短期借款及交易性金融负债	43	125	3008	2933	2765	营业利润	3102	4453	6054	7780	9722
应付款项	1148	2750	1998	2629	3333	营业外净收支	70	18	18	18	18
其他流动负债	6489	7133	7969	9183	10535	利润总额	3171	4470	6071	7798	9740
流动负债合计	7680	10009	12974	14745	16633	所得税费用	797	1219	1518	1949	2435
长期借款及应付债券	172	45	45	45	45	少数股东损益	76	109	148	190	237
其他长期负债	313	404	474	569	570	归属于母公司净利润	2298	3143	4406	5659	7068
长期负债合计	486	448	519	614	615	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8165	10457	13493	15358	17249	净利润	2298	3143	4406	5659	7068
少数股东权益	715	812	903	1019	1165	资产减值准备	8	(12)	13	5	5
股东权益	16537	18521	21164	24559	28800	折旧摊销	267	269	439	620	746
负债和股东权益总计	25418	29790	35560	40937	47214	公允价值变动损失	(24)	(40)	(40)	(40)	(40)
						财务费用	(204)	(216)	(227)	(221)	(294)
						营运资本变动	2631	1120	(1804)	1145	498
						其它	43	79	78	111	140
						经营活动现金流	5223	4559	3092	7501	8417
						资本开支	0	(2403)	(1739)	(1913)	(1913)
						其它投资现金流	(2457)	878	0	0	0
						投资活动现金流	(2458)	(1529)	(1739)	(1913)	(1913)
						权益性融资	0	6	0	0	0
						负债净变化	112	(127)	0	0	0
						支付股利、利息	(760)	(1211)	(1762)	(2263)	(2827)
						其它融资现金流	4484	1489	2883	(75)	(168)
						融资活动现金流	3189	(1182)	1120	(2338)	(2995)
						现金净变动	5954	1848	2473	3249	3509
						货币资金的期初余额	5971	11925	13773	16245	19494
						货币资金的期末余额	11925	13773	16245	19494	23003
						企业自由现金流	0	2028	1244	5499	6379
						权益自由现金流	0	3390	4297	5590	6432

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032