

古井贡酒 (000596.SZ) 收入稳中有进，业绩大超预期

2023年09月04日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）
逢晓娟（分析师）
张恒玮（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

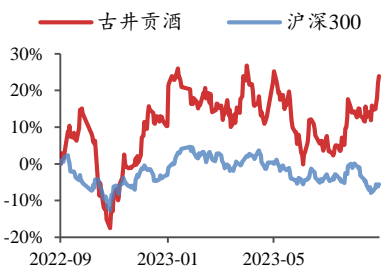
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790122020008

日期	2023/9/1
当前股价(元)	292.49
一年最高最低(元)	308.00/193.68
总市值(亿元)	1,546.10
流通市值(亿元)	1,195.11
总股本(亿股)	5.29
流通股本(亿股)	4.09
近3个月换手率(%)	22.74

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《收入端气势如虹，利润率加速提升——公司信息更新报告》-2023.5.4
 《坚定全年目标不放松，竞争优势持续加强——公司信息更新报告》-2022.11.1

● 业绩增长超过预期，省外加快拓张步伐，维持“增持”评级

古井贡酒 2023 年上半年营收 113.1 亿元，同比+25.6%，归母净利润 27.8 亿元，同比+44.9%。2023Q2 营收 47.3 亿元，同比+26.8%，归母净利润 12.1 亿元，同比+47.5%。业绩增长超过预期，我们略上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 44.0 (+1.6) 亿元、56.4 (+2.3) 亿元、71.3 (+3.7) 亿元，同比分别+39.9%、+28.2%、+26.4%，EPS 分别为 8.32(+0.29)、10.67(+0.43)、13.48 (+0.70) 元，当前股价对应 PE 分别为 35.2、27.4、21.7 倍，行业竞争后期，公司依靠强大团队组织能力，省内持续提升份额，省外加快扩张步伐，我们判断公司省外仍有较大潜力，看好公司未来三年超额表现，维持“增持”评级。

● 量价齐升，产品结构持续优化

2023 年上半年年份原浆系列收入 87.6 亿元，同比+30.7%，销售量同比+24.7%，吨酒价同比+4.8%。古井贡酒系列收入 11.1 亿元，同比+23.3%，销售量同比+9.9%，吨酒价同比+12.2%。黄鹤楼系列收入 11.1 亿元，同比+1.6%。

● 全国化持续推进，省内份额持续提升

2023 年上半年华北收入 8.2 亿元，同比+34.9%。华南收入 7.0 亿元，同比+38.1%。华中收入 97.8 亿元，同比+24.2%。省内深耕渠道，主动引导升级，预计古 8、古 16 增速较快。省外聚焦古 7、古 8 和古 20 三款次高端产品，优化经销商布局，深挖终端门店团购资源，加强意见领袖转化，华北和华南持续高速增长。

● 回款节奏平稳，季度之间更加均衡，盈利能力大幅提升

2023 年 Q2 合同负债环比 Q1-17.2 亿元，Δ 合同负债-4.5 亿，下降幅度略有增加是因为 2022 年上半年进度更快，2023 年各个季度之间更加稳健。2023 年上半年销售收现为 129.7 亿元，同比+23.1%，受预收款影响略慢于收入增速。受益产品结构升级，2023Q2 毛利率+0.77pct 至 77.78%。受益于费用投放持续优化，销售费用率和管理费用率分别-2.61pct、-1.67pct，净利率+3.83pct 至 26.39%。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,270	16,713	20,619	24,373	29,050
YOY(%)	28.9	25.9	23.4	18.2	19.2
归母净利润(百万元)	2,298	3,143	4,398	5,639	7,128
YOY(%)	23.9	36.8	39.9	28.2	26.4
毛利率(%)	75.1	77.2	78.4	79.5	80.2
净利率(%)	17.9	19.5	22.1	23.9	25.4
ROE(%)	13.8	16.8	20.4	21.5	22.1
EPS(摊薄/元)	4.35	5.95	8.32	10.67	13.48
P/E(倍)	67.3	49.2	35.2	27.4	21.7
P/B(倍)	9.3	8.3	7.2	6.0	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	20290	22328	26035	30342	35307
现金	11925	13773	16991	20084	23939
应收票据及应收账款	89	63	124	97	167
其他应收款	72	73	106	106	146
预付账款	157	234	248	322	357
存货	4663	6058	6440	7606	8572
其他流动资产	3385	2128	2126	2128	2127
非流动资产	5128	7462	8065	8538	9189
长期投资	5	10	15	20	25
固定资产	1984	2742	3636	4317	5017
无形资产	1063	1108	1150	1194	1245
其他非流动资产	2075	3601	3264	3007	2902
资产总计	25418	29790	34101	38880	44496
流动负债	7680	10009	11358	11335	10651
短期借款	30	83	4277	3390	2465
应付票据及应付账款	1148	2750	0	0	0
其他流动负债	6502	7175	7081	7945	8187
非流动负债	486	448	445	440	437
长期借款	172	45	42	37	34
其他非流动负债	313	404	404	404	404
负债合计	8165	10457	11804	11775	11089
少数股东权益	715	812	964	1159	1406
股本	529	529	529	529	529
资本公积	6225	6225	6225	6225	6225
留存收益	9787	11767	14294	17412	21245
归属母公司股东权益	16537	18521	21333	25946	32001
负债和股东权益	25418	29790	34101	38880	44496

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5254	3108	1520	5722	6789
净利润	2374	3252	4550	5834	7374
折旧摊销	301	300	372	482	571
财务费用	-204	-216	-97	-238	-281
投资损失	-5	11	-5	-5	-5
营运资金变动	2368	-399	-3298	-348	-866
其他经营现金流	420	160	-3	-4	-5
投资活动现金流	-8861	5269	-971	-950	-1218
资本支出	578	1580	971	950	1218
长期投资	-8254	6646	-5	-5	-5
其他投资现金流	-29	203	5	5	5
筹资活动现金流	4028	-1329	-1524	-791	-792
短期借款	-41	53	4194	-887	-925
长期借款	112	-127	-3	-5	-3
普通股增加	25	0	0	0	0
资本公积增加	4929	0	0	0	0
其他筹资现金流	-998	-1255	-5715	101	136
现金净增加额	421	7048	-975	3981	4779

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13270	16713	20619	24373	29050
营业成本	3304	3816	4449	5000	5758
营业税金及附加	2032	2824	3402	4021	4793
营业费用	4008	4668	5361	6093	6972
管理费用	1022	1167	1340	1511	1743
研发费用	51	57	75	86	104
财务费用	-204	-216	-97	-238	-281
资产减值损失	-17	-11	0	0	0
其他收益	55	47	30	30	30
公允价值变动收益	7	29	0	0	0
投资净收益	5	-11	5	5	5
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	3102	4453	6121	7931	9990
营业外收入	80	51	66	58	62
营业外支出	11	33	22	27	25
利润总额	3171	4470	6165	7961	10028
所得税	797	1219	1615	2128	2653
净利润	2374	3252	4550	5834	7374
少数股东损益	76	109	152	195	246
归属母公司净利润	2298	3143	4398	5639	7128
EBITDA	3127	4365	6338	8095	10090
EPS(元)	4.35	5.95	8.32	10.67	13.48

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.9	25.9	23.4	18.2	19.2
营业利润(%)	27.4	43.6	37.5	29.6	26.0
归属于母公司净利润(%)	23.9	36.8	39.9	28.2	26.4
获利能力					
毛利率(%)	75.1	77.2	78.4	79.5	80.2
净利率(%)	17.9	19.5	22.1	23.9	25.4
ROE(%)	13.8	16.8	20.4	21.5	22.1
ROIC(%)	94.4	92.1	63.3	73.6	79.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.1	35.1	34.6	30.3	24.9
净负债比率(%)	-67.3	-69.8	-56.3	-61.0	-63.8
流动比率	2.6	2.2	2.3	2.7	3.3
速动比率	2.0	1.6	1.7	2.0	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	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	4.3	2.5	4.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.35	5.95	8.32	10.67	13.48
每股经营现金流(最新摊薄)	9.94	5.88	2.88	10.82	12.84
每股净资产(最新摊薄)	31.29	35.04	40.36	49.08	60.54
估值比率					
P/E	67.3	49.2	35.2	27.4	21.7
P/B	9.3	8.3	7.2	6.0	4.8
EV/EBITDA	45.1	32.1	22.3	17.0	13.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn