

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	292.40
总股本/流通股本(亿股)	5.29 / 4.09
总市值/流通市值(亿元)	1,546 / 1,195
52周内最高/最低价	303.00 / 197.06
资产负债率(%)	35.1%
市盈率	49.14
第一大股东	安徽古井集团有限责任公司

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 华夏霖  
SAC 登记编号: S1340522090003  
Email: huaxialin@cnpsec.com

古井贡酒(000596)

业绩再超预期，全年任务达成确定性高

● 事件

公司发布 2023 年中报，23H1 公司实现营收/归母/扣非净利润 113.1/27.79/27.31 亿元，同比+25.64%/+44.85%/+44.58%。单 Q2 实现营收/归母/扣非净利润 47.26/12.1/11.86 亿元，同比+26.78%/+47.52%/+48.37%。公司上半年业绩表现超预期。

● 投资要点

消费环境弱复苏叠加白酒行业调整期背景下，公司业绩仍然实现强劲增长，年份原浆系列增速优于公司整体，毛利率提升稳健，公司整体产品结构升级趋势向好。分渠道看，公司 23H1 线上/线下分别实现营收 3.44/109.66 亿元，同比+22.92%/+25.73%；毛利率分别为 75.74%/78.98%，同比-2.81/+1.48pct。分系列看，公司 23H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现营收 87.61/11.11/11.08 亿元，同比 +30.67%/+23.26%/+1.63%；毛利率分别为 85.15%/59.21%/65.71%，同比+0.75/-1.73/-0.3pct；销量同比+24.73%/9.87%/-12.68%，均价同比+4.76%/12.19%/16.39%。从量价角度看，年份原浆主要为量增驱动预计主要为古 5、古 8、献礼版等产品承接春节期间返乡、宴席回补等需求，而偏高端的古 16、20 则受商务宴请活动仍偏弱、次高端价格带整体弱复苏影响，上半年增速相对有放缓；古井贡酒系列价增驱动影响更高，而黄鹤楼等其他产品销量下滑则主要为库存整理导致。分地区看，华中以外地区增长势头较好，华中基本盘仍有稳定表现，上半年华北/华中/华南/国际分别实现营收 8.21/97.83/6.96/0.1 亿元，同比+34.89%/+24.19%/+38.07%/-13.62%。截止报告期末，华北/华南/华中/国际经销商分别为 1134/537/2649/21 个。

产品结构升级带动毛利率提升，销售费用结构性优化、费率稳步降低，助力净利率提升。23 年 H1，公司毛利率/归母净利率为 78.88%/24.58%，分别同比+1.35/+3.26pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.95%/5.16%/0.26%/-1.09%，同比-1.88/-1.05/-0.04/+0.35pct。销售收现/经现净额/合同负债分别为 129.67/47.28/30.25 亿元，同比+23.07%/+12.80%/减少 4.03 亿元，二季度末合同负债环比减少 17.20 亿元（同期口径去年环比减少 12.64 亿）。单 Q2，公司毛利率/归母净利率为 77.78%/25.6%，同比+0.77/+3.6pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.33%/4.73%/0.37%/-0.75%，同比-2.61/-1.67/-0.02/+0.5pct。公司上半年广告/劳务费用增长较少，规模效应下销售费用率改善显著。

省内市场需求稳健，结构升级继续推进；省外市场继续聚焦次高端，增量空间仍然广阔。从消费需求看，安徽省内市场伴随近年新能

源等新兴支柱产业高速发展带动经济增长，白酒消费需求不惧扰动整体维持平稳，消费能力逐年提升。分产品看，安徽省内公司当前重点聚焦 200 以上的价格区间，古 8 承接市级市场民众消费以及县级市场的商务/年节礼赠/宴席需求，增长迅速；省内 300 元以上需求基础仍继续培养，古 16 有效承接这一部分的升级/商务需求、以及各省会城市的宴席市场等，今年仍有较高增态势；而 500 元以上的需求，古 20 针对商务消费和企业团购渠道，今年需求端略有波动，后续伴随经济复苏有望回暖。公司省外预计仍重点突破江苏市场，当地安徽籍营商群体消费基础较好，商务宴请需求支撑下在 500 元左右价格带扩张迅速，虽今年提价后增速略有放缓，但整体看上半年省外市场普遍仍有优于省内的增速表现。看下半年，我们预计公司实现全年 200 亿收入目标、提前实现十四五规划积极乐观。

### ● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 205.55/245.67/290.24 亿元，同比增长 22.98%/19.52%/18.14%；实现归母净利润 42.88/54.51/68.11 亿元，同比增长 36.43%/27.13%/24.94%，对应 EPS 为 8.11/10.31/12.88 元，对应当前股价 PE 为 36x/28x/23x。公司在白酒行业调整阶段仍展现强劲增长动力，叠加产品结构改善、费用优化，公司盈利能力有望继续提升，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

经济复苏不及预期的风险；食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；产品结构升级不及预期的风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16713	20555	24567	29024
增长率（%）	25.95	22.98	19.52	18.14
EBITDA（百万元）	4553.96	6559.68	8298.79	10129.94
归属母公司净利润（百万元）	3143.14	4288.10	5451.34	6810.82
增长率（%）	36.78	36.43	27.13	24.94
EPS（元/股）	5.95	8.11	10.31	12.88
市盈率（P/E）	49.17	36.04	28.35	22.69
市净率（P/B）	8.35	7.44	6.53	5.67
EV/EBITDA	28.13	21.43	16.51	13.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	16713	20555	24567	29024	营业收入	25.9%	23.0%	19.5%	18.1%
营业成本	3816	4469	5117	5680	营业利润	43.6%	31.8%	27.3%	25.1%
税金及附加	2824	3289	3931	4644	归属于母公司净利润	36.8%	36.4%	27.1%	24.9%
销售费用	4668	5591	6584	7720	<b>获利能力</b>				
管理费用	1167	1336	1474	1654	毛利率	77.2%	78.3%	79.2%	80.4%
研发费用	57	70	76	87	净利率	19.5%	21.3%	22.7%	24.0%
财务费用	-216	-46	-59	-76	ROE	17.0%	20.6%	23.0%	25.0%
资产减值损失	-11	-23	-27	-32	ROIC	73.4%	77.5%	80.3%	111.7%
<b>营业利润</b>	<b>4453</b>	<b>5867</b>	<b>7469</b>	<b>9343</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	51	66	66	66	资产负债率	35.1%	32.8%	32.9%	32.4%
营业外支出	33	24	24	24	流动比率	2.23	2.51	2.63	2.79
<b>利润总额</b>	<b>4470</b>	<b>5909</b>	<b>7512</b>	<b>9385</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1219	1530	1945	2431	应收账款周转率	59.27	12.83	12.83	12.83
<b>净利润</b>	<b>3252</b>	<b>4379</b>	<b>5566</b>	<b>6955</b>	存货周转率	0.63	0.69	0.69	0.69
<b>归母净利润</b>	<b>3143</b>	<b>4288</b>	<b>5451</b>	<b>6811</b>	总资产周转率	0.56	0.64	0.67	0.69
<b>每股收益(元)</b>	<b>5.95</b>	<b>8.11</b>	<b>10.31</b>	<b>12.88</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	5.95	8.11	10.31	12.88
货币资金	13773	15127	19171	23936	每股净资产	35.04	39.32	44.75	51.55
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	282	1602	1915	2263	PE	49.17	36.04	28.35	22.69
预付款项	234	214	255	302	PB	8.35	7.44	6.53	5.67
存货	6058	6463	7400	8215	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>22328</b>	<b>25487</b>	<b>30880</b>	<b>36919</b>	净利润	3252	4313	5493	6874
固定资产	2774	3517	4110	3476	折旧和摊销	300	697	846	820
在建工程	2455	1227	0	0	营运资本变动	-399	-1584	236	234
无形资产	1108	923	739	554	其他	-60	46	33	16
<b>非流动资产合计</b>	<b>7462</b>	<b>6765</b>	<b>5919</b>	<b>5099</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3093</b>	<b>3472</b>	<b>6609</b>	<b>7944</b>
<b>资产总计</b>	<b>29790</b>	<b>32252</b>	<b>36799</b>	<b>42018</b>	资本开支	-1480	0	0	0
短期借款	83	0	0	0	其他	6749	-27	-19	-12
应付票据及应付账款	2750	1968	2253	2502	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>5269</b>	<b>-27</b>	<b>-19</b>	<b>-12</b>
其他流动负债	7175	8178	9479	10738	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>10009</b>	<b>10146</b>	<b>11732</b>	<b>13239</b>	债务融资	-84	-111	-28	-24
其他	448	421	393	369	其他	-1245	-1980	-2518	-3143
<b>非流动负债合计</b>	<b>448</b>	<b>421</b>	<b>393</b>	<b>369</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1329</b>	<b>-2091</b>	<b>-2545</b>	<b>-3167</b>
<b>负债合计</b>	<b>10457</b>	<b>10567</b>	<b>12125</b>	<b>13608</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>7033</b>	<b>1354</b>	<b>4044</b>	<b>4765</b>
股本	529	529	529	529					
资本公积金	6225	6225	6225	6225					
未分配利润	11767	14029	16904	20495					
少数股东权益	812	903	1018	1161					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>19333</b>	<b>21685</b>	<b>24675</b>	<b>28410</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>29790</b>	<b>32252</b>	<b>36799</b>	<b>42018</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048