

➤ **事件:** 公司 10 月 27 日发布 2023 年三季度报, 2023 年 Q1-3 累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 159.53/38.13/37.43 亿元, 同比+24.98%/+45.37%/+45.19%, 其中 23Q3 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 46.43/10.33/10.12 亿元, 同比+23.39%/+46.78%/+46.86%。截至 23Q3 期末, 合同负债 33.15 亿元, 同比-11.91%/环比+9.6%, 处在相对高位, 业绩蓄水池丰厚。

➤ **年份原浆系列梯次升级, 次高端全国化有序推进。** 产品端基本盘年份原浆全价位带布局, 受益于持续多年的品牌建设和消费者培育, 营收占比持续提升。古 5 及献礼版在百元及以下价格带维持自然动销; 古 8 卡位省内主流的 200 元价格带, 已成为辐射全省的流量单品, 未来有望通过下沉市场延续增长; 古 16 卡位 300+ 价格带, 得益于消费升级和疫后宴席求回补, 目前已成为合肥区域婚宴用酒首选, 年内增长突出; 古 20 作为“次高端、全国化”战略的抓手, 定位 500+ 价位带, 高举高打积极布局省外市场; 新品古 30 剑指千元, 锚定品牌高端形象。**区域上**持续推进全国化战略, 以合肥为战略高地引领全省, 并快速辐射江苏、河南、山东、河北、湖北、江西等周边市场。针对当前个别省外市场短期面临的库存和价盘问题, 公司已做出人员和目标上的积极调整。根据公司“十四五”规划, 预计 2025 年实现省内省外营收 1:1。

➤ **盈利能力提升, 现金流稳定,** 23Q1-3 毛利率 79.04%, 同比+2.63pcts, 其中单 Q3 毛利率 79.42%, 同比+5.71pcts, 主因古 16、古 20 等高毛利产品放量拉动年份原浆系列占比提升, 产品结构优化拉升整体毛利水平。23Q3 销售费用率分别为 28.33%, 同比+0.98pcts, 中秋国庆双节期间为促进动销增加费用投放力度; 管理费用率 6.21%, 同比+1.56pcts, 或与公司人员扩充及体外公司管理层序列并入销售公司, 导致 Q3 工资薪酬增加有关。23Q1-3 归母净利率 23.90%, 同比+3.35pcts, 其中 23Q3 归母净利率 22.25%, 同比+3.55pcts。现金流方面: 23Q3 销售收现 43.82 亿元, 同比+26.80%, 略快于同期收入增速。经营性现金流净额 9.92 亿元, 同比 13.80%。

➤ **投资建议:** 公司作为徽酒龙头, 得益于多年品牌建设, 可充分享受省内本轮白酒主流价格带提档扩容的红利, 同时公司具备优秀的渠道掌控力、团队组织力和战略落地能力, 保障公司顺利迈入双百亿阵营。目前正在进行智能园项目建设, 新产能落地后对公司“双百亿”后的持续增长给予有力支撑。我们预计 2023-25 年归母净利润分别为 44.09/57.20/73.14 亿元, 同比 40.3%/29.7%/27.9%, 当前股价对应 PE 分别 32/25/20 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 省内市场竞争环境持续恶化; 省外扩张或产品结构升级不达预期; 政商务需求持续减弱。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16,713	20,590	25,299	30,846
增长率 (%)	25.9	23.2	22.9	21.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,143	4,409	5,720	7,314
增长率 (%)	36.8	40.3	29.7	27.9
每股收益 (元)	5.95	8.34	10.82	13.84
PE	45	32	25	20
PB	7.7	6.7	5.8	4.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价)

## 推荐

**维持评级**
**当前价格:**
**270.31 元**

**分析师 王言海**

执业证书: S0100521090002

电话: 021-80508452

邮箱: wangyanhai@mszq.com

**分析师 孙冉**

执业证书: S0100522110004

电话: 021-80508452

邮箱: sunran@mszq.com

## 相关研究

- 古井贡酒 (000596.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 费用优化释放利润弹性, 基本盘稳定跨两百亿可期-2023/05/06
- 古井贡酒 (000596.SH) 2022 年三季度报点评: 结构升级持续验证 业绩稳定抗扰能力强-2022/10/31
- 古井贡酒 (000596.SZ) 2022 年中报点评: “固本提质增效”, 年份原浆梯次升级-2022/09/01
- 古井贡酒 (000596.SZ) 事件点评: 聚焦“次高端、全国化”战略, 徽酒龙头势能强劲-2022/05/31
- 古井贡酒 (000596) 2021 年业绩快报点评: 21Q4 营收超预期, 2022 固本提质增效-2022/03/13

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,713	20,590	25,299	30,846
营业成本	3,816	4,343	5,021	5,767
营业税金及附加	2,824	3,294	3,997	4,874
销售费用	4,668	5,703	6,983	8,483
管理费用	1,167	1,369	1,670	2,005
研发费用	57	62	76	93
EBIT	4,218	5,897	7,650	9,744
财务费用	-216	-212	-231	-283
资产减值损失	-11	0	0	0
投资收益	-11	3	3	4
营业利润	4,453	6,113	7,887	10,034
营业外收支	18	0	0	0
利润总额	4,470	6,113	7,887	10,034
所得税	1,219	1,590	2,051	2,609
净利润	3,252	4,524	5,836	7,425
归属于母公司净利润	3,143	4,409	5,720	7,314
EBITDA	4,532	6,254	8,097	10,239

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,773	15,147	18,425	22,643
应收账款及票据	63	117	144	175
预付款项	234	189	218	251
存货	6,058	6,282	7,262	8,341
其他流动资产	2,201	3,499	3,860	4,285
流动资产合计	22,328	25,233	29,908	35,695
长期股权投资	10	13	16	20
固定资产	2,742	3,523	4,271	5,014
无形资产	1,108	1,107	1,104	1,101
非流动资产合计	7,462	8,346	8,759	9,214
资产合计	29,790	33,579	38,667	44,909
短期借款	83	83	83	83
应付账款及票据	2,750	1,913	2,211	2,540
其他流动负债	7,175	8,745	9,922	11,280
流动负债合计	10,009	10,741	12,217	13,903
长期借款	45	174	174	174
其他长期负债	404	401	401	417
非流动负债合计	448	575	575	591
负债合计	10,457	11,316	12,792	14,495
股本	529	529	529	529
少数股东权益	812	927	1,044	1,156
股东权益合计	19,333	22,263	25,875	30,415
负债和股东权益合计	29,790	33,579	38,667	44,909

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	25.95	23.20	22.87	21.93
EBIT 增长率	46.21	39.81	29.73	27.37
净利润增长率	36.78	40.26	29.74	27.87
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	77.17	78.91	80.15	81.30
净利率	18.81	21.41	22.61	23.71
总资产收益率 ROA	10.55	13.13	14.79	16.29
净资产收益率 ROE	16.97	20.66	23.03	25.00
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.23	2.35	2.45	2.57
速动比率	1.59	1.73	1.82	1.94
现金比率	1.38	1.41	1.51	1.63
资产负债率 (%)	35.10	33.70	33.08	32.28
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.37	2.08	2.08	2.08
存货周转天数	579.41	527.90	527.90	527.90
总资产周转率	0.61	0.65	0.70	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.95	8.34	10.82	13.84
每股净资产	35.04	40.36	46.98	55.35
每股经营现金流	5.88	7.52	12.10	15.22
每股股利	3.00	4.21	5.46	6.98
<b>估值分析</b>				
PE	45	32	25	20
PB	7.7	6.7	5.8	4.9
EV/EBITDA	27.89	20.21	15.61	12.35
股息收益率 (%)	1.11	1.56	2.02	2.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,252	4,524	5,836	7,425
折旧和摊销	314	357	447	495
营运资金变动	-265	-786	108	118
经营活动现金流	3,108	3,976	6,397	8,043
资本开支	-1,578	-1,098	-838	-927
投资	6,625	0	0	0
投资活动现金流	5,269	-1,097	-838	-927
股权募资	6	0	0	0
债务募资	-107	116	-29	0
筹资活动现金流	-1,329	-1,505	-2,281	-2,897
现金净流量	7,048	1,374	3,278	4,219

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

### 投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026