

费用优化释放利润弹性,基本盘稳定跨两百亿可期

2023 年 05 月 06 日

➤ **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 22 年实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 167.1/31.4/30.7 亿元, 同比 +26%/+36.8%/+30.7%; 其中 22Q4 分别为 39.5/5.2/4.9 亿元, 同比+24.7%/+58.2%/+71.6%; 23Q1 分别为 65.8/15.7/15.5 亿元, 同比+24.8%/+42.9%/41.8%。

➤ **年份原浆占比及毛利持续提升, 全国化扩张稳步进行。分系列看:** 22 年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼分别实现营收 121.1/18.7/12.6 亿元, 同比 30.1%/16.5%/+11.4%, 占比 79.4%/12.3%/8.3%, 毛利率分别为 84.5%/59.7%/75.0%, 同比+1.31/+1.11/-0.06pcts。受益于品牌力和持续的消费者教育, 基本盘年份原浆系列营收占比和毛利率持续提升, 拉升产品结构持续向上。**从量价拆分来看:** 年份原浆 (量+21.77%, 价+6.82%), 古井贡酒 (量+9.11%, 价+6.73%), 黄鹤楼 (量+5.13%, 价+5.95%), 各品牌均实现了量升价增, 年份原浆量增贡献最大。**分区域看:** 华北/华中/华南/国际分别实现营收 13.3/143.5/10.1 亿元, 同比 +23.8%/+26.9%/+15.2%, 占比 8.1%/85.2%/6.6%, 毛利率 77.4%/77%/79.8%, 同比+2.56/+2.05/+2.04pct, 华中大本营市场占比稳中有升。**分渠道看:** 线上/线下实现营收 6.1/161 亿元, 同比+14.89%/+26.4%, 占比 4%/96%, 毛利率 77.04%/77.17%, 同比-0.01/+2.15pcts。**经销商数量上:** 22 年末经销商共计 4399 家, 其中华北/华中/华南分别 1132/2721/530 家, 年内净增加 127 家/78 家/183 家。省外招商铺货同步进行, 公司在江苏、河北、河南、山东、江西、浙江等板块市场稳步推进。

➤ **费用持续优化, 利润弹性释放。毛利率方面,** 公司 22 年/22Q4/23Q1 分别为 77.2%/79.6%/79.7%, 同比+2.1/+7.5/+1.8pcts。结构优化拉升毛利率水平。**费用端:** 公司 22 年销售/管理(含研发)/财务费用率分别为 27.9%/ 7.3%/-1.29%, 同比-2.27/-0.77/+0.24pcts。23Q1 分别为 28.83%/5.66%/-1.33%, 同比-1.33/-0.67/+0.25pcts; 销售、管理费用率连续两个季度下降, 具备可持续性。**净利率方面,** 公司 2022/22Q4/23Q1 分别为 19.5%/13.8%/ 24.3%, 同比+1.56/+2.84/+2.8pcts。

➤ **投资建议:** 公司坚持全国化、次高端、古 20+ 的发展战略, 通过“插旗、打井、育户”实施路径, 加速推进全国化进程, 提速省外市场, 产品结构不断提升。展望 23 年, 公司计划实现营收 201 亿元, 较上年营收增长 20.26%; 计划实现利润总额 60 亿元, 较上年利润总额增长 34.21%。公司目标制定积极, 彰显管理层信心。预计公司 2023-2025 年营收分别为 201.5/240/284 亿元, 同比 21%/19%/18%, 归母净利润分别为 43/54/67 亿元, 同比 38%/26%/24%, 当前股价对应 PE 分别为 36/29/24 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 省内市场竞争环境持续恶化; 宏观经济承压及疫情反复致消费场景冲击超预期; 省外扩张或产品结构升级不达预期;

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16713	20146	24021	28385
增长率 (%)	25.9	20.5	19.2	18.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3143	4336	5445	6723
增长率 (%)	36.8	37.9	25.6	23.5
每股收益 (元)	5.95	8.20	10.30	12.72
PE	50	36	29	24
PB	8.5	7.4	6.5	5.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

299.25 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 年三季报点评: 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
- 古井贡酒(000596):预收“蓄水池”逐季上涨 产品结构持续优化-2021/11/02

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	16713	20146	24021	28385
营业成本	3816	4225	4762	5338
营业税金及附加	2824	3223	3795	4485
销售费用	4668	5580	6630	7806
管理费用	1167	1340	1585	1845
研发费用	57	60	72	85
EBIT	4218	5795	7269	8936
财务费用	-216	-213	-234	-281
资产减值损失	-11	0	0	0
投资收益	-11	2	3	3
营业利润	4453	6012	7508	9223
营业外收支	18	0	0	0
利润总额	4470	6012	7508	9223
所得税	1219	1563	1952	2398
净利润	3252	4449	5556	6825
归属于母公司净利润	3143	4336	5445	6723
EBITDA	4532	6151	7716	9431

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13773	15113	18105	21827
应收账款及票据	63	115	137	161
预付款项	234	184	207	232
存货	6058	6111	6887	7721
其他流动资产	2201	3439	3736	4070
流动资产合计	22328	24961	29072	34011
长期股权投资	10	13	16	19
固定资产	2742	3523	4271	5014
无形资产	1108	1107	1104	1101
非流动资产合计	7462	8440	8853	9308
资产合计	29790	33401	37926	43319
短期借款	83	83	83	83
应付账款及票据	2750	1861	2097	2351
其他流动负债	7175	8773	9700	10754
流动负债合计	10009	10717	11880	13188
长期借款	45	100	100	100
其他长期负债	404	411	411	427
非流动负债合计	448	511	511	527
负债合计	10457	11228	12391	13716
股本	529	529	529	529
少数股东权益	812	926	1037	1139
股东权益合计	19333	22172	25534	29604
负债和股东权益合计	29790	33401	37926	43319

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.95	20.54	19.24	18.17
EBIT 增长率	46.21	37.38	25.45	22.92
净利润增长率	36.78	37.94	25.58	23.47
盈利能力 (%)				
毛利率	77.17	79.03	80.18	81.19
净利润率	18.81	21.52	22.67	23.68
总资产收益率 ROA	10.55	12.98	14.36	15.52
净资产收益率 ROE	16.97	20.41	22.23	23.62
偿债能力				
流动比率	2.23	2.33	2.45	2.58
速动比率	1.59	1.73	1.84	1.97
现金比率	1.38	1.41	1.52	1.66
资产负债率 (%)	35.10	33.62	32.67	31.66
经营效率				
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	0.64	0.67	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	5.95	8.20	10.30	12.72
每股净资产	35.04	40.19	46.34	53.85
每股经营现金流	5.88	7.59	11.52	14.02
每股股利	3.00	4.15	5.21	6.44
估值分析				
PE	50	36	29	24
PB	8.5	7.4	6.5	5.6
EV/EBITDA	31.90	23.30	18.18	14.48
股息收益率 (%)	1.00	1.39	1.74	2.15

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3252	4449	5556	6825
折旧和摊销	314	357	447	495
营运资金变动	-265	-583	86	91
经营活动现金流	3108	4012	6091	7413
资本开支	-1578	-1098	-838	-928
投资	6625	0	0	0
投资活动现金流	5269	-1093	-838	-928
股权募资	6	0	0	0
债务募资	-107	55	-42	0
筹资活动现金流	-1329	-1579	-2260	-2764
现金净流量	7048	1340	2992	3722

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。本报告清晰准确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
行业评级	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