

业绩增速亮眼，合同负债高增

核心观点

- 公司近期发布 2022 年年报、2023 年一季报，22 年实现营收 167.1 亿元（yoy+25.9%）；实现归母净利润 31.4 亿元（yoy+36.8%）。23Q1 实现营收 65.8 亿元（yoy+24.8%）；实现归母净利润 15.7 亿元（yoy+42.9%），业绩快速增长。
- **各品类量价齐升，合同负债亮眼。**分产品，22 年年份原浆实现收入 121.1 亿元（yoy+30.1%），古井贡酒实现收入 18.7 亿元（yoy+16.5%），黄鹤楼实现收入 12.6 亿元（yoy+11.4%）。年份原浆占比提升 6.5pct 至 79.4%，产品结构持续优化。量价拆分，年份原浆销量、吨价分别同比增长 21.8%、6.8%，古井贡酒销量、吨价分别同比增长 9.1%、6.7%，黄鹤楼销量、吨价分别同比增长 5.1%、5.9%，各品类量价齐升。分地区，22 年华北、华中、华南收入分别同比增长 23.8%、26.9%、15.2%。22 年末，华北、华中、华南分别有 1132、2721、530 家经销商，较 22H1 末增加 73、184、47 家，招商持续，推进全国化布局。截至 23Q1 末，公司合同负债为 47.5 亿元，环比 22 年末增长 474.0%，有望支撑后续业绩增长。
- **毛利率增加，费用率摊薄，盈利能力提升。**22 年，公司毛利率为 77.2%（yoy+2.1pct），预计受益于产品结构升级；销售费用率为 27.9%（yoy-2.3pct），管理费用率为 7.0%（yoy-0.7pct），主要因收入基数增大摊薄费用率。23Q1，公司毛利率为 79.7%（yoy+1.8pct），销售费用率为 28.8%（yoy-1.3pct），管理费用率为 5.5%（yoy-0.6pct）。综合，22 年公司净利率为 19.5%（yoy+1.6pct），23Q1 净利率为 24.3%（yoy+2.8pct）。
- **省内外有望形成双轮驱动，高举高打加速古 20+ 成长。**公司持续深化“三通工程”，持续推进省内市场下沉、省外市场拓展，有望形成双轮驱动。产品端，公司坚持古 20+ 的发展战略，有望持续推动产品结构上移，强化品牌力；公司坚持高举高打、资源聚焦，叠加安徽省内消费升级趋势明显，古 20+ 有望加速成长。

盈利预测与投资建议

- 根据 22 年基数，对于 23-24 年上调收入、毛利率，下调费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 7.76、9.60、11.59 元（原预测 23-24 年为 7.12、8.58 元）。我们采用历史估值法，过去 5 年平均 PE 为 42 倍，给予 23 年 42 倍 PE，对应目标价 325.92 元，维持买入评级。

风险提示：黄鹤楼业绩不及预期、消费升级不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,270	16,713	20,538	24,666	28,900
同比增长(%)	28.9%	25.9%	22.9%	20.1%	17.2%
营业利润(百万元)	3,102	4,453	5,743	7,126	8,599
同比增长(%)	27.4%	43.6%	29.0%	24.1%	20.7%
归属母公司净利润(百万元)	2,298	3,143	4,104	5,076	6,125
同比增长(%)	23.9%	36.8%	30.6%	23.7%	20.7%
每股收益(元)	4.35	5.95	7.76	9.60	11.59
毛利率(%)	75.1%	77.2%	78.4%	79.2%	79.9%
净利率(%)	17.3%	18.8%	20.0%	20.6%	21.2%
净资产收益率(%)	17.3%	17.9%	19.9%	20.2%	19.9%
市盈率	68.8	50.3	38.5	31.2	25.8
市净率	9.6	8.5	7.0	5.7	4.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月05日）	299.25 元
目标价格	325.92 元
52 周最高价/最低价	308/184.96 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,860/52,860
A 股市值（百万元）	158,184
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 08 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	9.32	-1.24	6.2	47.48
相对表现	9.62	0.86	9.21	47.31
沪深 300	-0.3	-2.1	-3.01	0.17



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

三季度业绩稳定增长，徽酒龙头拾级而上	2022-10-31
二季度盈利高增长，徽酒龙头拾级而上	2022-08-01
一季度合同负债亮眼，结构升级驱动盈利改善	2022-05-05

投资建议

-根据 22 年基数，对于 23-24 年上调收入、毛利率，下调费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 7.76、9.60、11.59 元（原预测 23-24 年为 7.12、8.58 元）。我们采用历史估值法，过去 5 年平均 PE 为 42 倍，给予 23 年 42 倍 PE，对应目标价 325.92 元，维持买入评级。

图 1：古井贡酒历史 PE Band



数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

- **黄鹤楼业绩不及预期风险。**公司收购黄鹤楼51%股权，若由于湖北市场竞争加剧或其他因素导致黄鹤楼业绩不及预期，或将对企业业绩带来负面影响。
- **消费升级不及预期风险。**公司产品结构升级持续进行中，未来核心价位段有望衍生至200元以上，若省内消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，可能对公司产品销售和经营业绩造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,925	13,773	16,924	22,635	28,431	营业收入	13,270	16,713	20,538	24,666	28,900
应收票据、账款及款项融资	634	280	1,607	1,187	1,400	营业成本	3,304	3,816	4,444	5,122	5,795
预付账款	157	234	288	345	405	营业税金及附加	2,032	2,824	3,470	4,168	4,883
存货	4,663	6,058	4,444	5,122	5,795	营业费用	4,008	4,668	5,736	6,889	8,072
其他	2,911	1,983	2,026	2,040	2,061	管理费用及研发费用	1,074	1,223	1,503	1,806	2,116
流动资产合计	20,290	22,328	25,289	31,329	38,091	财务费用	(204)	(216)	(299)	(390)	(506)
长期股权投资	5	10	8	9	8	资产、信用减值损失	23	11	16	17	15
固定资产	1,984	2,742	3,860	4,353	4,517	公允价值变动收益	7	29	18	24	21
在建工程	1,064	2,455	1,427	914	657	投资净收益	5	(11)	(3)	(7)	(5)
无形资产	1,063	1,108	1,066	1,023	980	其他	57	48	61	54	58
其他	1,011	1,147	960	997	1,011	营业利润	3,102	4,453	5,743	7,126	8,599
非流动资产合计	5,128	7,462	7,320	7,295	7,173	营业外收入	80	51	66	58	62
资产总计	25,418	29,790	32,609	38,624	45,265	营业外支出	11	33	22	27	25
短期借款	30	83	27	0	0	利润总额	3,171	4,470	5,787	7,157	8,636
应付票据及应付账款	1,148	2,750	1,921	2,214	2,505	所得税	797	1,219	1,577	1,951	2,354
其他	6,502	7,175	6,709	7,220	7,276	净利润	2,374	3,252	4,209	5,206	6,282
流动负债合计	7,680	10,009	8,657	9,434	9,781	少数股东损益	76	109	105	130	157
长期借款	172	45	105	105	105	归属于母公司净利润	2,298	3,143	4,104	5,076	6,125
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.35	5.95	7.76	9.60	11.59
其他	313	404	305	338	349						
非流动负债合计	486	448	410	442	454	主要财务比率					
负债合计	8,165	10,457	9,068	9,877	10,235		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	715	812	917	1,047	1,205	成长能力					
股本	529	529	529	529	529	营业收入	28.9%	25.9%	22.9%	20.1%	17.2%
资本公积	6,225	6,225	6,225	6,225	6,225	营业利润	27.4%	43.6%	29.0%	24.1%	20.7%
留存收益	9,787	11,767	15,871	20,946	27,072	归属于母公司净利润	23.9%	36.8%	30.6%	23.7%	20.7%
其他	(3)	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	17,253	19,333	23,542	28,747	35,029	毛利率	75.1%	77.2%	78.4%	79.2%	79.9%
负债和股东权益总计	25,418	29,790	32,609	38,624	45,265	净利率	17.3%	18.8%	20.0%	20.6%	21.2%
						ROE	17.3%	17.9%	19.9%	20.2%	19.9%
						ROIC	15.5%	16.7%	18.3%	18.7%	18.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	32.1%	35.1%	27.8%	25.6%	22.6%
净利润	2,374	3,252	4,209	5,206	6,282	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	276	297	388	484	535	流动比率	2.64	2.23	2.92	3.32	3.89
财务费用	(204)	(216)	(299)	(390)	(506)	速动比率	2.03	1.63	2.41	2.78	3.30
投资损失	(5)	11	3	7	5	营运能力					
营运资金变动	2,854	1,208	(1,061)	474	(619)	应收账款周转率	169.1	220.4	220.9	181.9	179.8
其它	(41)	(1,443)	34	(49)	(24)	存货周转率	0.8	0.7	0.8	1.1	1.1
经营活动现金流	5,254	3,108	3,274	5,732	5,673	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(1,291)	(2,412)	(400)	(400)	(400)	每股指标(元)					
长期投资	(0)	(14)	2	(1)	1	每股收益	4.35	5.95	7.76	9.60	11.59
其他	(7,571)	7,695	15	17	16	每股经营现金流	9.94	5.88	6.19	10.84	10.73
投资活动现金流	(8,861)	5,269	(383)	(385)	(384)	每股净资产	31.29	35.04	42.80	52.40	63.99
债权融资	125	(98)	18	0	0	估值比率					
股权融资	4,954	0	0	0	0	市盈率	68.8	50.3	38.5	31.2	25.8
其他	(1,052)	(1,230)	243	364	506	市净率	9.6	8.5	7.0	5.7	4.7
筹资活动现金流	4,028	(1,329)	261	364	506	EV/EBITDA	44.2	30.9	24.1	19.4	16.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	48.4	33.1	25.8	20.8	17.3
现金净增加额	421	7,048	3,152	5,711	5,796						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。