

古井贡酒 (000596.SZ)

三季度业绩稳健增长，经营周期持续向上

买入

核心观点

事件：古井贡酒发布 2022 年三季度快报，前三季度公司实现营业总收入 127.65 亿元，同比增长 26.35%；实现归母净利润 26.23 亿元，同比增长 33.20%。其中，单三季度公司实现营业总收入 37.63 亿元，同比增长 21.58%；实现归母净利润 7.04 亿元，同比增长 19.27%。

三季度收入端持续增长，古井合同负债留有余力。单三季度看，古井贡酒收入端持续保持增长，主要受益于省内中秋国庆旺季宴席消费回补，以及产业结构升级下的价格带升级。古井在手合同负债充沛，Q3 业绩留有余力。从合同负债看，三季度末合同负债余额为 37.63 亿元，同比增长约 9.7 亿元，预计全年业绩增长确定性较强。从利润端看，2022Q3 公司归母净利率约 18.7%，同比下滑 0.9pct，预计主要系 Q3 提前确认部分费用以及所得税的季度间波动所致。从全年维度看，我们仍持续看好古井净利率提升逻辑的不断兑现。

省内价格带加速升级，古井经营周期持续向上。古井贡酒作为省内龙头，充分受益于省内价格带升级+自身经营周期共振：1) 在 100 元价格带，古 5 和献礼版预计收入持平。2) 在 200 元价格带，古 8 和部分竞品充分享受大众宴席消费升级红利，预计收入增速维持在 20-25% 左右。3) 300 元是今年合肥市场增速最快的价格带，古 16 经过长期市场培育，在婚喜宴市场表现一枝独秀，预计增速维持在 40-50% 左右。4) 在 600 元价格带，古 20 持续深耕政务商务团购市场，提前实现省内价位带占位，预计增速维持在 40% 左右。我们预计古井是本轮省内价格带升级的最大赢家，此外古 20 在江苏等地泛全国化扩张有望打开业绩天花板。

古井在六安、皖南等非基地市场起势，净利率提升逻辑预计不断兑现。古井在省内成功打造合肥样板市场后，开始在皖中六安、皖南等非基地市场加大进攻力度。在白酒行业调整期，畅销品预计能享受各个价格带绝大部分增长红利。我们发现古井凭借老八大名酒的品牌拉力，持续收割其他地产酒份额。中长期看，古井贡酒或通过结构升级&费用收缩&省外扩张持续提升净利率。

风险提示：疫情反复；动销不及预期；竞争加剧。

投资建议：徽酒次高端龙头全国化势能快速崛起，维持“买入”评级。维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年实现营收 163.58/196.50/233.48 亿元，实现归母净利润 30.14/37.47/46.00 亿元，对应 PE 39.3/31.6/25.7X。我们考虑到古井省内消费升级加速，省外古 20 快速扩张，以及销售费用潜在优化空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,292	13,270	16,358	19,650	23,348
(+/-%)	-1.2%	28.9%	23.3%	20.1%	18.8%
净利润(百万元)	1855	2298	3014	3747	4600
(+/-%)	-11.6%	23.9%	31.1%	24.3%	22.8%
每股收益(元)	3.68	4.35	5.70	7.09	8.70
EBIT Margin	20.9%	21.5%	23.2%	24.4%	25.3%
净资产收益率(ROE)	18.5%	13.9%	16.4%	18.1%	19.5%
市盈率(PE)	60.8	51.5	39.3	31.6	25.7
EV/EBITDA	49.0	40.6	31.0	24.8	20.5
市净率(PB)	11.23	7.16	6.43	5.72	5.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

联系人：李文华

021-60375461

liwenhua2@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	224.05 元
总市值/流通市值	118522/118522 百万元
52 周最高价/最低价	278.73/160.57 元
近 3 个月日均成交额	513.87 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《古井贡酒 (000596.SZ) -2 季度业绩增长 45%，次高端和全国化战略稳步推进》——2022-08-01
- 《古井贡酒 (000596.SZ) -2021 年业绩平稳，2022 年成长势头向好》——2022-03-15
- 《古井贡酒-000596-2021 年三季报点评：业绩平稳增长，成长势头向好》——2021-11-01
- 《古井贡酒-000596-重大事件快评：全力打造古 20 大单品，省外扩张稳步推进》——2021-06-07
- 《国信证券-古井贡酒-000596-2020 年报及 2021 一季报点评：21Q1 销售平稳恢复，市场份额持续提升》——2021-05-01

三季度收入端持续增长，古井合同负债留有余力。单三季度看，古井贡酒收入端持续保持增长，主要受益于省内中秋国庆旺季宴席消费回补，以及产业结构升级下的价格带升级。古井在手合同负债充沛，Q3 业绩留有余力。从合同负债看，三季度末合同负债余额为 37.63 亿元，同比增长约 9.7 亿元，预计全年业绩增长确定性较强。从利润端看，2022Q3 公司归母净利率约 18.7%，同比下滑 0.9pct，预计主要系 Q3 提前确认部分费用以及所得税的季度间波动所致。从全年维度看，我们仍持续看好古井净利率提升逻辑的不断兑现。

省内价格带加速升级，古井经营周期持续向上。古井贡酒作为省内龙头，充分受益于省内价格带升级+自身经营周期共振：1) 在 100 元价格带，古 5 和献礼版预计收入持平。2) 在 200 元价格带，古 8 和部分竞品充分享受大众宴席消费升级红利，预计收入增速维持在 20-25% 左右。3) 300 元是今年合肥市场增速最快的价格带，古 16 经过长期市场培育，在婚喜宴市场表现一枝独秀，预计增速维持在 40-50% 左右。4) 在 600 元价格带，古 20 持续深耕政商务团购市场，提前实现省内价位带占位，预计增速维持在 40% 左右。我们预计古井是本轮省内价格带升级的最大赢家，此外古 20 在江苏等地泛全国化扩张有望打开业绩天花板。

古井在六安、皖南等非基地市场起势，净利率提升逻辑预计不断兑现。古井在省内成功打造合肥样板市场后，开始在皖中六安、皖南等非基地市场加大进攻力度。在白酒行业调整期，畅销品预计能享受各个价格带绝大部分增长红利。我们发现古井凭借老八大名酒的品牌拉力，持续收割其他地产酒份额。中长期看，古井贡酒或通过结构升级&费用收缩&省外扩张持续提升净利率。

投资建议：徽酒次高端龙头全国化势能快速崛起，维持“买入”评级。维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年实现营收 163.58/196.50/233.48 亿元，实现归母净利润 30.14/37.47/46.00 亿元，对应 PE 39.3/31.6/25.7X。我们考虑到古井省内消费升级加速，省外古 20 快速扩张，以及销售费用潜在优化空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2022 年 10 月 18 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2022E	EPS 2023E	2024E	2022E	PE 2023E	2024E
002304.SZ	洋河股份	买入	147.3	2,219.8	6.3	7.8	9.3	23.4	19.0	15.8
603369.SH	今世缘	买入	43.6	546.3	2.0	2.5	3.2	21.8	17.2	13.7
000596.SZ	古井贡酒	买入	224.1	1,184.3	5.7	7.1	8.7	39.3	31.6	25.8

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5971	11925	11925	13373	16649	营业收入	10292	13270	16358	19650	23348
应收款项	101	161	679	816	969	营业成本	2550	3304	3861	4464	5162
存货净额	3417	4663	5229	6114	7155	营业税金及附加	1625	2032	2503	3006	3572
其他流动资产	1826	880	1494	2195	2096	销售费用	3121	4008	4908	5856	6911
流动资产合计	11520	20290	21988	25159	29530	管理费用	802	1022	1229	1457	1712
固定资产	2077	3048	3433	3816	4159	研发费用	41	51	63	76	91
无形资产及其他	935	1063	1022	980	939	财务费用	(261)	(204)	(285)	(303)	(364)
投资性房地产	650	1011	1011	1011	1011	投资收益	7	5	6	6	5
长期股权投资	5	5	5	6	6	资产减值及公允价值变动	(6)	24	12	10	15
资产总计	15187	25418	27459	30972	35644	其他收入	(21)	(35)	(63)	(76)	(91)
短期借款及交易性金融负债	71	43	119	51	44	营业利润	2435	3102	4099	5110	6285
应付款项	646	1148	1467	1495	1879	营业外净收支	39	70	53	53	53
其他流动负债	3771	6489	6154	7269	8543	利润总额	2474	3171	4152	5163	6337
流动负债合计	4488	7680	7740	8815	10465	所得税费用	626	797	1038	1291	1584
长期借款及应付债券	60	172	172	172	172	少数股东损益	(7)	76	100	124	153
其他长期负债	190	313	358	413	415	归属于母公司净利润	1855	2298	3014	3747	4600
长期负债合计	250	486	530	586	587	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	4738	8165	8270	9401	11052	净利润	1855	2298	3014	3747	4600
少数股东权益	406	715	782	866	968	资产减值准备	13	8	14	5	4
股东权益	10043	16537	18406	20706	23624	折旧摊销	249	267	292	364	411
负债和股东权益总计	15187	25418	27459	30972	35644	公允价值变动损失	6	(24)	(12)	(10)	(15)
						财务费用	(261)	(204)	(285)	(303)	(364)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(769)	2631	(1654)	(520)	567
每股收益	3.68	4.35	5.70	7.09	8.70	其它	(17)	43	53	79	98
每股红利	1.65	1.44	2.17	2.74	3.18	经营活动现金流	1337	5223	1706	3665	5665
每股净资产	19.94	31.29	34.82	39.17	44.69	资本开支	0	(1228)	(637)	(701)	(701)
ROIC	18.96%	18.43%	20%	22%	27%	其它投资现金流	305	(2457)	0	0	0
ROE	18.47%	13.90%	16%	18%	19%	投资活动现金流	305	(3686)	(637)	(701)	(701)
毛利率	75%	75%	76%	77%	78%	权益性融资	0	4963	0	0	0
EBIT Margin	21%	21%	23%	24%	25%	负债净变化	60	112	0	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	25%	26%	27%	支付股利、利息	(832)	(760)	(1145)	(1448)	(1682)
收入增长	-1%	29%	23%	20%	19%	其它融资现金流	253	750	76	(68)	(7)
净利润增长率	-12%	24%	31%	24%	23%	融资活动现金流	(1290)	4417	(1069)	(1516)	(1689)
资产负债率	34%	35%	33%	33%	34%	现金净变动	351	5954	0	1448	3276
股息率	0.7%	0.6%	1.0%	1.2%	1.4%	货币资金的期初余额	5620	5971	11925	11925	13373
P/E	60.8	51.5	39.3	31.6	25.7	货币资金的期末余额	5971	11925	11925	13373	16649
P/B	11.2	7.2	6.4	5.7	5.0	企业自由现金流	0	3805	847	2737	4703
EV/EBITDA	49.0	40.6	31.0	24.8	20.5	权益自由现金流	0	4667	1137	2896	4969

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032