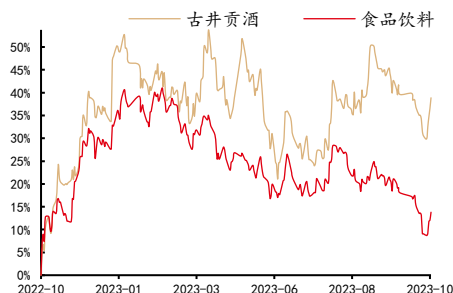


股票投资评级

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)	270.31
总股本/流通股本(亿股)	5.29 / 4.09
总市值/流通市值(亿元)	1,429 / 1,104
52 周内最高/最低价	303.00 / 197.06
资产负债率(%)	35.1%
市盈率	45.43
第一大股东	安徽古井集团有限责任公司
	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)

营收利润延续高增速，增长势头不减

● 事件

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 159.53/38.13/37.43 亿元，同比 +24.98%/+45.37%/+45.19%。公司单三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 46.43/10.33/10.12 亿元，同比 +23.39%/+46.78%/+46.86%。公司单三季度增长势头不减，继续延续此前营收、利润高增速表现，利润再超预期。

● 核心观点

公司三季度末合同负债储备充足，全年破 200 亿目标预期稳定，根据渠道交流看多数经销商双节基本完成全年回款任务。23 年前三季度，公司毛利率/归母净利率为 79.04%/23.9%，分别同比 +2.63/+3.35pct；税金比例/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.37%/27.35%/5.47%/0.28%/-1.03%，分别同比 -0.99/-1.04/-0.28/-0.04/+0.68pct。前三季度销售收现/经现净额/合同负债分别为 173.50/57.20/33.15 亿元，同比 +23.99%/增加 6.57 亿元/减少 4.48 亿元。三季度末合同负债环比增加 2.9 亿元（去年同口径环比增加 3.35 亿元）。

古 8 以上产品持续高增长，产品结构升级下单三季度毛利率继续提升。23Q3，公司毛利率/归母净利率为 79.42%/22.25%，分别同比 +5.71/+3.55pct；税金比例/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.81%/28.33%/6.21%/0.33%/-2.35%，分别同比 -3.36/+0.98/+1.56/-0.04/+0.06pct。单三季度销售收现同比 +26.80%，经现净额同比 +13.80%。终端反馈看，双节期间 200 元以上价格带产品动销较好，其中古 8 充分受益省内下线市场升级需求，开瓶率增速可观；古 16 则在合肥等核心市场的宴席场景占据较大份额；200 元以下古 5/献礼版等产品有较为稳定的自然动销，整体看产品结构升级持续带动毛利率提升。库存角度，省外略有压力，但安徽市场表现优秀，大本营市场较好承担更多任务压力，为省外健康发展留下空间。单 Q3 看销售费用率在双节促销带动下小幅增长，但整体费用率稳定。

省内市场受益经济发展带动需求稳健，产品结构持续升级；省外市场聚焦次高端不动摇，短期波动后全国化空间仍然广阔。从消费需求看，安徽省内白酒市场受核心支柱产业高速发展下的地区经济增长带动，消费需求不惧大环境扰动整体平稳，同时各消费层级持续升级。分产品看，安徽省内公司当前重点聚焦 200 元以上价格区间，其中古

8 继续承接中低线城市大众消费以及乡县市场商务、礼赠、宴席等需求升级，保持高增速；300 元以上古 16 在核心城市有效承接宴席升级/商务宴请需求，今年保持较高增长态势；500 元以上，古 20 布局全国化，主要针对商务消费和企业团购渠道，今年需求端略有波动，但伴随经济持续复苏，价盘回归稳定，未来增长空间仍然广阔。短期看，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

公司在白酒行业相对偏弱复苏背景下仍实现高质量增长，前三季度表现超预期，我们小幅上调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 207.05/249.11/298.39 亿元（前值为 205.55/245.67/290.24 亿元），同比增长 23.88%/20.32%/19.78%（前值为 22.98%/19.52%/18.14%）；实现归母净利润 43.42/55.78/71.14 亿元（前值为 42.88/54.51/68.11 亿元），同比增长 38.16%/28.46%/27.53 亿元（前值为 36.43%/27.13%/24.94%），对应 EPS 为 8.21/10.55/13.46 元（前值为 8.11/10.31/12.88 元），对应当前股价 PE 为 33x/26x/20x。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、费用端持续优化，公司盈利能力有望持续提升，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	20705	24911	29839
增长率(%)	25.95	23.88	20.32	19.78
EBITDA（百万元）	4553.96	6634.49	8473.69	10547.57
归属母公司净利润（百万元）	3143.14	4342.44	5578.44	7114.41
增长率(%)	36.78	38.16	28.46	27.53
EPS（元/股）	5.95	8.21	10.55	13.46
市盈率（P/E）	45.46	32.90	25.61	20.08
市净率（P/B）	7.71	6.87	6.02	5.20
EV/EBITDA	28.13	19.43	14.79	11.47

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
利润表					成长能力				
营业收入	16713	20705	24911	29839	营业收入	25.9%	23.9%	20.3%	19.8%
营业成本	3816	4469	5117	5680	营业利润	43.6%	33.4%	28.7%	27.7%
税金及附加	2824	3313	3986	4774	归属于母公司净利润	36.8%	38.2%	28.5%	27.5%
销售费用	4668	5632	6676	7937	获利能力				
管理费用	1167	1346	1495	1701	毛利率	77.2%	78.4%	79.5%	81.0%
研发费用	57	70	77	90	净利率	19.5%	21.4%	22.9%	24.3%
财务费用	-216	-46	-59	-76	ROE	17.0%	20.9%	23.5%	25.9%
资产减值损失	-11	-23	-27	-33	ROIC	73.4%	78.5%	82.1%	116.3%
营业利润	4453	5941	7645	9761	偿债能力				
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
利润总额	4470	5984	7687	9803	营运能力				
所得税	1219	1550	1991	2539	应收账款周转率	59.27	12.83	12.83	12.83
净利润	3252	4434	5696	7265	存货周转率	0.63	0.69	0.69	0.69
归母净利润	3143	4342	5578	7114	总资产周转率	0.56	0.64	0.67	0.70
每股收益(元)	5.95	8.21	10.55	13.46	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	5.95	8.21	10.55	13.46
货币资金	13773	15161	19279	24224	每股净资产	35.04	39.37	44.93	52.03
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	282	1614	1942	2326	PE	45.46	32.90	25.61	20.08
预付款项	234	215	259	310	PB	7.71	6.87	6.02	5.20
存货	6058	6463	7400	8215	现金流量表				
流动资产合计	22328	25536	31024	37290	净利润	3252	4368	5623	7184
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	-1579	242	246
无形资产	1108	923	739	554	其他	-60	46	33	16
非流动资产合计	7462	6765	5919	5099	经营活动现金流净额	3093	3532	6743	8266
资产总计	29790	32301	36943	42390	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	投资活动现金流净额	5269	-27	-19	-12
其他流动负债	7175	8198	9523	10843	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	10009	10166	11776	13345	债务融资	-84	-111	-28	-24
其他	448	421	393	369	其他	-1245	-2006	-2577	-3286
非流动负债合计	448	421	393	369	筹资活动现金流净额	-1329	-2117	-2605	-3310
负债合计	10457	10587	12169	13714	现金及现金等价物净增加额	7033	1388	4119	4944
股本	529	529	529	529					
资本公积金	6225	6225	6225	6225					
未分配利润	11767	14057	16999	20751					
少数股东权益	812	904	1021	1172					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	19333	21715	24774	28676					
负债和所有者权益总计	29790	32301	36943	42390					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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