

古井贡酒（000596.SZ）

省内费投相对良性，省外调整接近尾声

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	张向伟	021-60933131	zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090001
证券分析师：	李文华	021-60375461	liwenhua2@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070002
联系人：	张未艾	021-61761031	zhangweiai@guosen.com.cn	

事项：

事件：日前，第110届全国糖酒商品交易会在成都盛大举行，古井贡酒携“四品五香”名酒参加糖酒会。

国信食饮观点：1) 一季度销售进度较好，省内市场保持良性竞争状态。2) 省外市场调整接近尾声，后续或侧重主推古20和古7。3) 2024年经营节奏积极进取，依然处于净利率提升通道。4) 投资建议：上修此前盈利预测，预计公司2023-2025年实现营收203.1/249.8/294.7亿元（前值为203.1/243.7/287.5亿元，均上修0%/2.5%/2.5%），同比+21.5%/+23.0%/+18.0%；实现归母净利润44.1/57.9/72.4亿元（前值为44.1/56.6/70.7亿元，均上修0%/2.4%/2.4%），同比+40.2%/+31.5%/+24.9%；对应PE 31.5/24.0/19.2X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 一季度销售进度较好，省内市场保持良性竞争状态

从收入端看，春节期间，安徽省内大众宴席消费需求韧性十足，100-300元价位用酒持续保持高景气度。古井贡酒作为省内龙头酒企，充分享受省内宴席场景复苏的红利，预计一季度销售实现较好的开局。从竞争格局看，此前市场或担心安徽省内费用竞争加剧，行业或陷入无序竞争状态，但我们认为：1) 古井贡酒依然以价格为首位，在费用投放呈现出理性和克制，预计2024年费用端仍有优化空间；2) 省内白酒消费仍处于升级通道，100-300元价位仍有扩容空间，安徽市场尚未进入到“存量市场”阶段。公司2024年或持续精耕省内，加快构建好渠道密度、深度，维持好渠道效率壁垒，进而应对全国性名酒企业的潜在竞争。

◆ 省外市场调整接近尾声，后续或侧重主推古20和古7

古井贡酒省外布局潜力充足，省外侧重推广次高端古20、古7，河北、河南、东北等市场增长和动销均不错，我们预计今年省外市场或有望冲击百亿。从渠道调整看，省内大部分地区基本调整接近尾声，预计南京市场2024H2或调整完毕。2024年，公司或在省外从人员调整、费用管理、市场政策落地层面加强监管，进而提高整体费投效率，避免对古20批价产生扰动。

◆ 2024年经营节奏积极进取，依然处于净利率提升通道

从经营规划看，为实现2025年古井集团300亿营收规划，古井贡酒2024年或继续保持积极的经营节奏。市场或担心宴席场景的基数问题以及需求放缓下的经营效率问题，但我们认为：1) 春节期间消费情况表明大众需求仍具有韧性，即使是在理性消费趋势下，100-300元价位仍处于扩容；2) 公司2023年增长更多依靠省外，2024年省内仍有较大增长空间。当下节点，我们仍认为古井贡酒全年业绩确定性较强、短期一季度动销反馈良好，目前仍处于净利率提升通道。

◆ 投资建议：泛全国性次高端龙头酒企，维持“买入”评级

上修此前盈利预测，预计公司2023-2025年实现营收203.1/249.8/294.7亿元（前值为203.1/243.7/287.5

亿元, 均上修 0%/2.5%/2.5%), 同比+21.5%/+23.0%/+18.0%; 实现归母净利润 44.1/57.9/72.4 亿元 (前值为 44.1/56.6/70.7 亿元, 均上修 0%/2.4%/2.4%), 同比+40.2%/+31.5%/+24.9%; 对应 PE 31.5/24.0/19.2X, 维持“买入”评级。

◆ 风险提示

需求复苏低于预期; 省内竞争格局加剧; 渠道精耕不及预期等。

表1: 可比公司盈利预测及估值 (更新至 2024 年 03 月 26 日)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	265.6	1,404.0	8.3	11.0	13.7	31.9	24.2	19.4
603198.SH	迎驾贡酒	买入	66.6	532.6	2.8	3.4	4.1	24.0	19.5	16.1
603589.SH	口子窖	买入	41.3	247.9	3.0	3.5	4.0	14.0	11.9	10.3

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 经销商大会提振信心, 2024 年高质量增长》 —— 2024-01-02
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 单三季度业绩增长 47%, 2024 年业绩增长工具充足》 —— 2023-10-30
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 二季度收入增长 27%, 利润率提升逻辑不断兑现》 —— 2023-09-01
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 三季度业绩稳健增长, 经营周期持续向上》 —— 2022-10-19
- 《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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11925	13773	16245	19982	23578	营业收入	13270	16713	20307	24977	29473
应收款项	161	136	204	251	296	营业成本	3304	3816	4487	5329	6157
存货净额	4663	6058	6655	7932	9220	营业税金及附加	2032	2824	3249	3996	4716
其他流动资产	880	579	1885	1613	1887	销售费用	4008	4668	5243	6060	6764
流动资产合计	20290	22328	26771	31560	36764	管理费用	1022	1167	1462	1788	2102
固定资产	3048	5197	6567	7938	9184	研发费用	51	57	69	85	100
无形资产及其他	1063	1108	1065	1021	978	财务费用	(204)	(216)	(227)	(218)	(290)
投资性房地产	1011	1147	1147	1147	1147	投资收益	5	(11)	(11)	(11)	(11)
长期股权投资	5	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	24	40	40	40	40
资产总计	25418	29790	35560	41676	48083	其他收入	(35)	(31)	(69)	(85)	(100)
短期借款及交易性金融负债	43	125	3008	3280	3083	营业利润	3102	4453	6054	7966	9954
应付款项	1148	2750	1998	2699	3422	营业外净收支	70	18	18	18	18
其他流动负债	6489	7133	7969	9421	10809	利润总额	3171	4470	6071	7984	9972
流动负债合计	7680	10009	12974	15400	17314	所得税费用	797	1219	1518	1996	2493
长期借款及应付债券	172	45	45	45	45	少数股东损益	76	109	148	194	242
其他长期负债	313	404	474	569	570	归属于母公司净利润	2298	3143	4406	5794	7236
长期负债合计	486	448	519	614	615	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8165	10457	13493	16014	17929	净利润	2298	3143	4406	5794	7236
少数股东权益	715	812	903	1022	1171	资产减值准备	8	(12)	13	5	5
股东权益	16537	18521	21164	24641	28982	折旧摊销	267	269	439	620	746
负债和股东权益总计	25418	29790	35560	41676	48083	公允价值变动损失	(24)	(40)	(40)	(40)	(40)
关键财务与估值指标						财务费用	(204)	(216)	(227)	(218)	(290)
每股收益	4.35	5.95	8.34	10.96	13.69	营运资本变动	2631	1120	(1804)	1202	510
每股红利	1.44	2.29	3.33	4.38	5.48	其它	43	79	78	114	144
每股净资产	31.29	35.04	40.04	46.61	54.83	经营活动现金流	5223	4559	3092	7695	8601
ROIC	18.43%	19.87%	22%	24%	25%	资本开支	0	(2403)	(1739)	(1913)	(1913)
ROE	13.90%	16.97%	21%	24%	25%	其它投资现金流	(2457)	878	0	0	0
毛利率	75%	77%	78%	79%	79%	投资活动现金流	(2458)	(1529)	(1739)	(1913)	(1913)
EBIT Margin	21%	25%	29%	31%	33%	权益性融资	0	6	0	0	0
EBITDA Margin	24%	27%	31%	33%	35%	负债净变化	112	(127)	0	0	0
收入增长	29%	26%	22%	23%	18%	支付股利、利息	(760)	(1211)	(1762)	(2318)	(2895)
净利润增长率	24%	37%	40%	32%	25%	其它融资现金流	4484	1489	2883	272	(197)
资产负债率	35%	38%	40%	41%	40%	融资活动现金流	3189	(1182)	1120	(2045)	(3092)
股息率	0.5%	0.9%	1.3%	1.7%	2.1%	现金净变动	5954	1848	2473	3736	3597
P/E	60.4	44.2	31.5	24.0	19.2	货币资金的期初余额	5971	11925	13773	16245	19982
P/B	8.4	7.5	6.6	5.6	4.8	货币资金的期末余额	11925	13773	16245	19982	23578
EV/EBITDA	47.1	33.5	24.4	18.6	15.1	企业自由现金流	0	2028	1244	5698	6569
						权益自由现金流	0	3390	4297	6134	6590

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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