

结构向上费效提升 稳步跨进双百亿

2024 年 04 月 28 日

事件: 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 23 年全年公司实现营收/归母净利润 202.54/45.89 亿元, 同比+21.18%/+46.01%; 其中 23Q4 实现营收/归母净利润 43.01/7.77 亿元, 同比+8.92%/+49.20%; 24Q1 实现营收/归母净利润 82.86/20.66 亿元, 同比+25.85%/+31.61%。24Q1 末合同负债 46.17 亿元, 23 年全年/23Q4/24Q1 期间合同负债变化分别为+5.74/-19.14/+32.16 亿元。公司 23 年分红率为 51.83%。

年份原浆量价齐升。分产品看, 23 年白酒业务实现营收 196.38 亿元, 同比增长 28.83%。量价拆分看, 量增贡献+3.16%, 价增贡献+24.88%。其中①**年份原浆**营收 154.17 亿元, 同比+27.34%, 营收占比下滑 0.92pcts 至 78.50%, 毛利率+1,14pcts 至 85.65%; 销量 6.35 万吨, 同比+20.63%; 吨价 24.29 万元/吨, 同比+5.57%。②**古井贡酒**实现营收 20.16 亿元, 同比+7.56%, 营收占比下滑 2.03pcts 至 10.26%, 毛利率-1.45pcts 至 58.27%; 销量 3.00 万吨, 同比-3.83%; 吨价 6.79 万元/吨, 同比+11.84%。③**黄鹤楼及其他**实现营收 22.06 亿元, 同比+0.87%, 营收占比提升+2.95pcts 至 11.23%, 毛利率+2.55pcts 至 67.63%。销量 2.52 万吨, 同比-19.37%; 吨价 8.76 万元/吨, 同比 116.62%。**分区域看,** 23 年华北/华南/华中/国际分别实现营收 18.43/171.07/12.83/0.21 亿元, 同比+39.01%/+19.17%/+26.89%/-3.74%。**分渠道看,** 23 年线上/线下分别实现营收 7.29/195.24 亿元, 同比+19.48%/+21.25%。**经销商数量上:** 截至 23 年末经销商共计 4,641 家, 华北/华南/华中/国际分别 1,224/593/2,803/21 家, 分别净增加 92/63/82/5 家。

费效提升显著, 净利率提升具备长逻辑。毛利率方面, 公司 23 全年/23Q4/24Q1 分别为 79.07%/79.17%/80.35%, 同比+1.90/-0.46/+0.68pcts。**费用端:** 公司 23 年销售/管理费用率分别为 26.84%/6.75%, 同比-1.09pcts/-0.23pcts, 24Q1 分别为 27.18%/4.79%, 同比-1.66pcts/-0.68pcts。公司通过构建数字化系统, 推出扫码红包等活动, 在促进动销和提高开瓶率同时, 有效提升费用效率;**归母净利率方面,** 公司 23 全年/23Q4/24Q1 分别为 22.66%/18.06%/24.93%, 同比+3.85/+4.87/+1.09pcts。

投资建议: 未来看好公司以年份原浆梯次升级为抓手, 以安徽为基地市场逐步实现泛全国化, 高品牌势能下加强数字化建设和费用管控, 提质增效。根据公司规划, 24 年计划实现营收/利润总额 244.50/79.50 亿元, 同比+20.72%/+25.55%, 25 年三百亿可期。预计公司 24-26 年归母净利润分别为 58.9/75.1/93.6 亿元, 同比+28.4%/+27.4%/+24.7%, 当前股价对应 P/E 分别为 24/19/15X, 维持“**推荐**”评级。

风险提示: 省内市场竞争加剧或产品结构升级受阻; 省外扩张不达预期; 政商务需求持续减弱。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20,254	24,691	30,016	36,068
增长率 (%)	21.2	21.9	21.6	20.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,589	5,893	7,510	9,364
增长率 (%)	46.0	28.4	27.4	24.7
每股收益 (元)	8.68	11.15	14.21	17.71
PE	30	24	19	15
PB	6.5	5.6	4.7	4.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

264.50 元


分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 古井贡酒 (000596.SZ) 2023 年三季报点评: 盈利提升持续兑现 双百亿营收确定性强-2023/10/28
- 古井贡酒 (000596.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 费用优化释放利润弹性, 基本盘稳定跨两百亿可期-2023/05/06
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,254	24,691	30,016	36,068
营业成本	4,240	4,740	5,408	6,188
营业税金及附加	3,050	3,778	4,593	5,482
销售费用	5,437	6,543	7,924	9,522
管理费用	1,367	1,704	2,041	2,344
研发费用	71	106	90	108
EBIT	6,107	7,865	10,032	12,509
财务费用	-162	-181	-248	-312
资产减值损失	-31	0	0	0
投资收益	-6	9	5	4
营业利润	6,283	8,055	10,286	12,827
营业外收支	49	46	38	44
利润总额	6,332	8,100	10,324	12,871
所得税	1,606	2,025	2,581	3,218
净利润	4,726	6,075	7,743	9,653
归属于母公司净利润	4,589	5,893	7,510	9,364
EBITDA	6,496	8,293	10,531	13,032

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,966	21,602	26,979	33,488
应收账款及票据	69	114	139	166
预付款项	92	206	235	269
存货	7,520	7,541	8,603	9,844
其他流动资产	1,862	1,034	1,236	1,466
流动资产合计	25,508	30,497	37,192	45,233
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	4,596	5,566	6,213	6,644
无形资产	1,123	1,123	1,123	1,123
非流动资产合计	9,913	10,166	10,150	10,162
资产合计	35,421	40,663	47,342	55,396
短期借款	0	20	20	20
应付账款及票据	4,167	3,240	3,697	4,230
其他流动负债	8,241	10,700	12,235	13,994
流动负债合计	12,409	13,961	15,952	18,245
长期借款	107	107	107	107
其他长期负债	491	501	501	501
非流动负债合计	598	609	609	609
负债合计	13,007	14,569	16,560	18,853
股本	529	529	529	529
少数股东权益	889	1,071	1,304	1,593
股东权益合计	22,414	26,094	30,782	36,543
负债和股东权益合计	35,421	40,663	47,342	55,396

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.18	21.91	21.57	20.16
EBIT 增长率	44.78	28.78	27.56	24.69
净利润增长率	46.01	28.41	27.44	24.68
盈利能力 (%)				
毛利率	79.07	80.80	81.98	82.84
净利润率	22.66	23.87	25.02	25.96
总资产收益率 ROA	12.96	14.49	15.86	16.90
净资产收益率 ROE	21.32	23.55	25.48	26.79
偿债能力				
流动比率	2.06	2.18	2.33	2.48
速动比率	1.35	1.56	1.71	1.85
现金比率	1.29	1.55	1.69	1.84
资产负债率 (%)	36.72	35.83	34.98	34.03
经营效率				
应收账款周转天数	1.17	1.33	1.51	1.52
存货周转天数	576.44	571.89	537.32	536.60
总资产周转率	0.62	0.65	0.68	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	8.68	11.15	14.21	17.71
每股净资产	40.72	47.34	55.77	66.12
每股经营现金流	8.51	14.51	16.80	20.62
每股股利	4.50	5.78	7.36	9.18
估值分析				
PE	30	24	19	15
PB	6.5	5.6	4.7	4.0
EV/EBITDA	18.90	14.80	11.66	9.42
股息收益率 (%)	1.70	2.18	2.78	3.47

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,726	6,075	7,743	9,653
折旧和摊销	389	429	499	523
营运资金变动	-651	1,460	673	761
经营活动现金流	4,496	7,672	8,882	10,899
资本开支	-2,375	-360	-430	-475
投资	1,071	715	0	0
投资活动现金流	-1,278	365	-424	-471
股权募资	4	0	0	0
债务募资	19	19	0	0
筹资活动现金流	-1,647	-2,401	-3,081	-3,919
现金净流量	1,571	5,636	5,377	6,509

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