

信义山证汇通天下

证券研究报告

白酒

古井贡酒（000596.SZ）

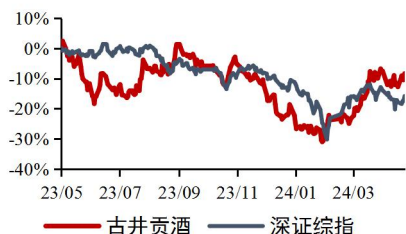
买入-A(维持)

23 年顺利完成全年任务，24 年高质量发展可期

2024 年 4 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

公司公布 2023 年年报，实现营业收入 202.54 亿元，同比增长 21.2%，实现归属净利润 45.89 亿元，同比增长 46.01%；其中 23Q4 实现营业收入 43.01 亿元，同比增长 8.9%，实现归属净利润 7.77 亿元，同比增长 49.20%。

同时公司发布 24 年一季报，24Q1 公司实现营业收入 82.86 亿元，同比增长 25.9%；归母净利润 20.66 亿元，同比增长 31.61%。

事件点评

➤ **23 年顺利收官，省外市场表现亮眼。** 23 年/23Q4 公司实现营业收入 202.54/43.01 亿元，同比+21.2%/+8.9%。分产品看，23 年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他系列分别实现收入 154.17/20.16/22.06 亿元，同比+27.3%/+7.6%/+0.9%；分地区看，华北/华中/华南分别实现收入 18.43/171.07/12.83 亿元，同比+39.0%/+19.2%/+26.9%。23 年省内基本盘表现稳健，省外在低基数&河北山东等地动销良好背景下实现更优增速，助力其全年业绩实现高增。23 年经销商数量净增 242 家至 4641 家，省外市场招商持续进行。

24Q1 公司实现营业收入 82.86 亿元，同比+25.9%。春节受益于返乡潮，省内市场动销表现超预期，助力公司实现优于同业的增长。24Q1 末公司合同负债为 46.2 亿元，同比-1.3 亿元，基本保持稳定。

➤ **产品结构升级，助力毛利率稳步提升。** 23 年公司毛利率为 79.07%，同比+1.90ptc，销售/管理/财务费用率分别为 26.84%/6.75%/-1.80%，同比-1.09/-0.23/+0.49ptc，23 年公司净利率为 22.66%，同比+3.85ptc。24Q1 公司毛利率为 80.35%，同比+0.68ptc；销售/管理/财务费用率分别为 27.18%/4.79%/-0.83%，同比-1.66/-0.68/+0.50ptc；净利率为 24.93%，同比+1.09ptc。在产品结构升级助力下，公司毛利率水平稳步提升。同时伴随费用持续优化，其盈利能力预计保持稳步提升态势。

➤ **省外市场拓展趋稳健，24 年高质量发展可期。** 24 年我们预计公司将持续精耕省内，省内市场保持良性竞争状态；同时在省外市场公司将加强人员调整、费用管理及市场政策落地等方面的监管，省外市场扩张节奏更为稳健，其规模或有望冲击百亿。公司 24 年或将保持积极的经营节奏，全年高质量发展可期。

投资建议

市场数据：2024 年 4 月 26 日

收盘价（元）：	264.50
年内最高/最低（元）：	301.10/195.39
流通 A 股/总股本（亿股）：	4.09/5.29
流通 A 股市值（亿股）：	1,080.75
总市值（亿元）：	1,398.15

基础数据：2024 年 3 月 31 日

基本每股收益（元）：	3.91
摊薄每股收益（元）：	3.91
每股净资产（元）：	46.42
净资产收益率（%）：	8.66

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ 公司盈利预测：我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 247.40/299.55/353.37 亿元，同比增长 22.2%/21.1%/18.0%。归母净利润 59.63/73.75/88.75 亿元，同比增长 29.9%/23.7%/20.3%。对应 EPS 11.28/13.95/16.79 元，4 月 26 日股价对应 PE 为 23/19/16 倍，维持公司“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 行业竞争加剧；省内消费升级不及预期；省外及新品推广不及预期；食品安全问题等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	24,740	29,955	35,337
YoY(%)	25.9	21.2	22.2	21.1	18.0
净利润(百万元)	3,143	4,589	5,963	7,375	8,875
YoY(%)	36.8	46.0	29.9	23.7	20.3
毛利率(%)	77.2	79.1	80.0	80.5	80.8
EPS(摊薄/元)	5.95	8.68	11.28	13.95	16.79
ROE(%)	16.8	21.1	21.4	21.6	21.0
P/E(倍)	44.5	30.5	23.4	19.0	15.8
P/B(倍)	7.5	6.5	5.1	4.1	3.3
净利率(%)	18.8	22.7	24.1	24.6	25.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22328	25508	31424	39931	48094
现金	13773	15966	20797	27395	34279
应收票据及应收账款	63	69	92	102	127
预付账款	234	92	306	175	393
存货	6058	7520	8316	10365	11350
其他流动资产	2201	1862	1913	1893	1946
非流动资产	7462	9913	10637	11509	12390
长期投资	10	10	11	12	12
固定资产	2742	4596	5603	6594	7483
无形资产	1108	1123	1153	1187	1205
其他非流动资产	3601	4183	3869	3716	3690
资产总计	29790	35421	42061	51440	60483
流动负债	10009	12409	12961	15638	16468
短期借款	83	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2750	4167	3900	5617	5446
其他流动负债	7175	8241	9060	10022	11023
非流动负债	448	598	585	573	559
长期借款	45	107	94	82	68
其他非流动负债	404	491	491	491	491
负债合计	10457	13007	13545	16211	17027
少数股东权益	812	889	1028	1251	1512
股本	529	529	529	529	529
资本公积	6225	6225	6225	6225	6225
留存收益	11767	14770	18702	23605	29597
归属母公司股东权益	18521	21525	27488	33978	41944
负债和股东权益	29790	35421	42061	51440	60483

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3108	4496	5831	8573	8776
净利润	3252	4726	6102	7598	9137
折旧摊销	300	374	514	642	745
财务费用	-216	-162	-301	-420	-640
投资损失	11	6	1	3	6
营运资金变动	-399	-1319	-476	-766	-452
其他经营现金流	160	870	91	1616	81
投资活动现金流	5269	-1278	-1231	-1502	-1612
筹资活动现金流	-1329	-1647	-230	-474	-280
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.95	8.68	11.28	13.95	16.79
每股经营现金流(最新摊薄)	5.88	8.51	11.03	16.22	16.60
每股净资产(最新摊薄)	35.04	40.72	52.00	64.28	79.35

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16713	20254	24740	29955	35337
营业成本	3816	4240	4945	5833	6781
营业税金及附加	2824	3050	3726	4511	5322
营业费用	4668	5437	6457	7758	9152
管理费用	1167	1367	1670	2007	2368
研发费用	57	71	87	105	124
财务费用	-216	-162	-301	-420	-640
资产减值损失	-11	-30	-33	-39	-42
公允价值变动收益	29	20	9	16	19
投资净收益	-11	-6	-1	-3	-6
营业利润	4453	6283	8131	10135	12202
营业外收入	51	85	71	72	70
营业外支出	33	36	27	27	31
利润总额	4470	6332	8175	10180	12241
所得税	1219	1606	2073	2582	3104
税后利润	3252	4726	6102	7598	9137
少数股东损益	109	137	139	223	262
归属母公司净利润	3143	4589	5963	7375	8875
EBITDA	4365	6235	8141	10102	12063

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	25.9	21.2	22.2	21.1	18.0
营业利润(%)	43.6	41.1	29.4	24.6	20.4
归属于母公司净利润(%)	36.8	46.0	29.9	23.7	20.3
获利能力					
毛利率(%)	77.2	79.1	80.0	80.5	80.8
净利率(%)	18.8	22.7	24.1	24.6	25.1
ROE(%)	16.8	21.1	21.4	21.6	21.0
ROIC(%)	15.7	20.0	20.5	20.6	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	35.1	36.7	32.2	31.5	28.2
流动比率	2.2	2.1	2.4	2.6	2.9
速动比率	1.6	1.4	1.7	1.8	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	220.4	308.5	308.5	308.5	308.5
应付账款周转率	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2
估值比率					
P/E	44.5	30.5	23.4	19.0	15.8
P/B	7.5	6.5	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	28.7	19.9	14.7	11.2	8.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

