

古井贡酒(000596)

年报及一季报点评：收入利润符合预期，盈利改善持续兑现

事件：

公司发布2023年年报与2024年一季报，2023年公司实现营业收入202.54亿元，同比增长21.18%，归母净利润45.89亿元，同比增长46.01%。23Q4实现营业收入43.01亿元，同比增长8.92%，归母净利润7.77亿元，同比增长49.20%。24Q1公司实现收入82.86亿元，同比增长25.85%，归母净利润20.66亿元，同比增长31.61%。

➤ **收入利润符合预期，2023年省内消费升级趋势延续，古16增长领先**公司收入利润符合预期。24Q1合同负债46.17亿元，同比下降2.70%，环比增加32.16亿元；24Q1(收入+Δ合同负债)115.02亿元，同比增长9.52%；销售收现83.67亿元，同比增长7.88%。23Q4+24Q1实现收入125.87亿元，同比增长19.51%，实现归母净利润28.42亿元，同比增长35.99%。2023年公司年份原浆实现收入154.17亿元，同比增长27.34%，其中销量/吨价分别同比增长20.63%/5.57%；古井贡酒实现收入20.16亿元，同比增长7.56%，其中销量/吨价分别同比-3.83%/+11.84%。我们判断省内受益于宴席需求增长，年份原浆产品结构趋势依然明显。

➤ **全国化扩张有序推进，费用率改善带动盈利能力持续提升**

分地区看，2023年华北/华中/华南/国际分别实现收入18.43/171.07/12.83/0.21亿元，分别同比+39.01%/+19.17%/+26.89%/-3.74%，经销商数量分别达到1224/593/2803/21家，分别同比增加92/63/82/5家，合计增加242家至4641家，全国化进程有序推进。2023年毛利率79.07%，同比提升1.90pct，归母净利率22.66%，同比提升3.85pct，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为26.84%/6.75%/15.06%，分别同比下降1.09/0.23/1.84pct。24Q1毛利率80.35%，同比提升0.68pct，归母净利率24.93%，同比提升1.09pct，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为27.18%/4.79%/15.04%，分别同比-1.65/-0.68/+0.57pct。

➤ **盈利预测、估值与评级**

考虑到白酒消费弱复苏，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为246.37/290.15/336.06亿元，同比增速分别为21.65%/17.77%/15.82%，归母净利润分别为59.73/73.71/88.47亿元，同比增速分别为30.15%/23.41%/20.03%，EPS分别为11.30/13.94/16.74元/股，3年CAGR为24.46%。鉴于公司渠道运作能力领先，渠道操作稳扎稳打，利润改善逻辑持续兑现，参照可比公司估值，我们给予公司2024年27倍PE，目标价305.1元，维持“买入”评级。

风险提示：白酒消费力下滑，产品结构提升不及预期，宏观经济增长不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16713	20254	24637	29015	33606
增长率(%)	25.95%	21.18%	21.65%	17.77%	15.82%
EBITDA(百万元)	4554	6544	9298	11300	13375
归母净利润(百万元)	3143	4589	5973	7371	8847
增长率(%)	36.78%	46.01%	30.15%	23.41%	20.03%
EPS(元/股)	5.95	8.68	11.30	13.94	16.74
市盈率(P/E)	44.5	30.5	23.4	19.0	15.8
市净率(P/B)	7.5	6.5	5.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	28.1	16.7	13.1	10.2	8.1

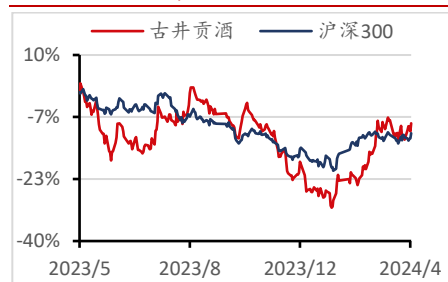
数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年04月26日收盘价

行业：食品饮料/白酒II
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：264.50元
 目标价格：305.10元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	528.60/528.60
流通A股市值(百万元)	108,074.70
每股净资产(元)	44.60
资产负债率(%)	39.46
一年内最高/最低(元)	301.10/195.39

股价相对走势



作者

分析师：邓周贵
 执业证书编号：S0590524040005
 邮箱：dzhg@glsc.com.cn
 分析师：徐锡联
 执业证书编号：S0590524040004
 邮箱：xuxl@glsc.com.cn
 分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn

相关报告

1、《古井贡酒(000596)：利润增速超预期，成本费用持续改善》2023.10.28
 2、《古井贡酒(000596)：业绩表现超预期，区域龙头再显增长弹性》2023.08.31

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13773	15966	21324	28063	35894	营业收入	16713	20254	24637	29015	33606
应收账款+票据	282	1026	947	1115	1292	营业成本	3816	4240	4954	5654	6356
预付账款	234	92	249	293	340	营业税金及附加	2824	3050	3882	4572	5295
存货	6058	7520	7880	8994	10111	营业费用	4668	5437	6159	7109	8066
其他	1982	904	1047	1105	1166	管理费用	1223	1438	1436	1544	1717
流动资产合计	22328	25508	31448	39572	48803	财务费用	-216	-162	-58	-82	-110
长期股权投资	10	10	11	11	12	资产减值损失	-11	-31	-28	-33	-39
固定资产	2774	4677	4353	3954	3478	公允价值变动收益	29	20	0	0	0
在建工程	2455	2911	2426	1940	1455	投资净收益	-11	-6	-4	-4	-4
无形资产	1108	1123	936	749	562	其他	48	49	47	47	46
其他非流动资产	1114	1191	1156	1120	1114	营业利润	4453	6283	8279	10228	12286
非流动资产合计	7462	9913	8882	7774	6621	营业外净收益	18	49	46	46	46
资产总计	29790	35421	40329	47346	55424	利润总额	4470	6332	8325	10274	12331
短期借款	83	0	0	0	0	所得税	1219	1606	2158	2663	3196
应付账款+票据	2750	4167	3386	3865	4345	净利润	3252	4726	6167	7611	9135
其他	7175	8241	9833	11298	12792	少数股东损益	109	137	195	240	288
流动负债合计	10009	12409	13220	15163	17137	归属于母公司净利润	3143	4589	5973	7371	8847
长期带息负债	64	175	118	63	12	财务比率					
长期应付款	1	29	29	29	29		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	222	263	263	263	263	成长能力					
非流动负债合计	448	598	540	485	434	营业收入	25.95%	21.18%	21.65%	17.77%	15.82%
负债合计	10457	13007	13760	15649	17571	EBIT	43.37%	45.03%	33.98%	23.29%	19.91%
少数股东权益	812	889	1083	1324	1612	EBITDA	39.35%	43.70%	42.08%	21.52%	18.37%
股本	529	529	529	529	529	归属于母公司净利润	36.78%	46.01%	30.15%	23.41%	20.03%
资本公积	6225	6225	6225	6225	6225	获利能力					
留存收益	11767	14772	18733	23621	29488	毛利率	77.17%	79.07%	79.89%	80.51%	81.09%
股东权益合计	19333	22414	26570	31698	37853	净利率	19.46%	23.34%	25.03%	26.23%	27.18%
负债和股东权益总计	29790	35421	40329	47346	55424	ROE	16.97%	21.32%	23.44%	24.27%	24.41%
						ROIC	73.38%	82.20%	77.42%	106.71%	155.09%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	34.86%	37.10%	29.58%	26.88%	23.57%
净利润	3252	4726	6167	7611	9135	流动比率	2.6	3.3	4.1	4.1	4.5
折旧摊销	300	374	1032	1108	1154	速动比率	2.1	2.7	3.5	3.5	3.8
财务费用	-216	-162	-58	-82	-110	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-1395	-1462	-361	-1114	-1117	应收账款周转率	2.0	2.3	2.2	2.2	2.2
营运资金变动	-399	-1319	229	559	573	存货周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
其它	1551	2323	388	1141	1144	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	3093	4481	7397	9223	10779	每股指标(元)					
资本支出	-1480	-2343	0	0	0	每股收益	5.9	8.7	11.3	13.9	16.7
长期投资	6625	1071	0	0	0	每股经营现金流	5.9	8.5	14.0	17.4	20.4
其他	124	-6	-28	-28	-28	每股净资产	35.0	40.7	48.2	57.5	68.6
投资活动现金流	5269	-1278	-28	-28	-28	估值比率					
债权融资	-84	29	-58	-55	-51	市盈率	44.5	30.5	23.4	19.0	15.8
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	7.5	6.5	5.5	4.6	3.9
其他	-1245	-1676	-1954	-2401	-2870	EV/EBITDA	28.1	16.7	13.1	10.2	8.1
筹资活动现金流	-1329	-1647	-2012	-2456	-2921	EV/EBIT	30.1	17.7	14.7	11.3	8.8
现金净增加额	7033	1556	5358	6739	7830						

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年04月26日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼