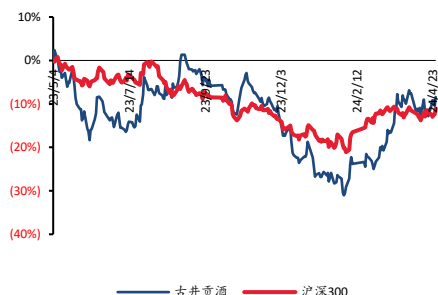


双百亿目标顺利达成，净利率稳步上升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	5.29/5.29
总市值/流通(亿元)	1,398.15/1,398.15
	8.15
12个月内最高/最低价(元)	301.1/195.39

相关研究报告

<<古井贡酒: Q3 利润超预期, 产品结构持续提升>>--2023-10-30

<<古井贡酒: 经营效率延续改善, 业绩弹性持续释放>>--2023-09-03

<<古井贡酒: 费用率改善明显, 业绩弹性持续释放>>--2023-05-07

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件: 古井贡酒发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 2023 年实现营收 202.54 亿元, 同比+21.18%, 归母净利润 45.89 亿元, 同比+46.01%, 扣非归母净利润 44.95 亿元, 同比+46.59%。2023Q4 实现营收 43.01 亿元, 同比+8.92%, 归母净利润 7.77 亿元, 同比+49.20%。2024Q1 实现营收 82.86 亿元, 同比+25.85%, 归母净利润 20.66 亿元, 同比+31.61%, 扣非归母净利润 20.50 亿元, 同比+32.67%。

2023 年营收突破 200 亿, 一季度开门红表现亮眼。 2023 年双百亿目标顺利达成, 一季度开门红表现亮眼。分产品, 2023 年公司年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现营收 154.17/20.16/22.06 亿元, 同比 +27.34%/+7.56%/+0.87%, 毛利率分别达 85.65%/58.27%/67.63%, 同比+1.14/-1.45/2.55pct, 其中年份原浆销量/吨价分别为 6.3 万吨/23.3 万元/吨, 同比+20.6%/+5.8%, 全年以量增驱动为主, 古 16 受益于宴席场景回补动销表现亮眼增速预估维持在 30%+, 古 20 是公司全国化重点推广产品维持稳健增长, 古 8 受益于大众宴席及大众礼赠需求表现稳健, 古 5/献礼受益大众场景修复呈现恢复性增长。古井贡酒系列销量/吨价同比-3.8%/+11.8%, 黄鹤楼及其他销量/吨价同比-19.4%/+25.1%。分区域, 2023 年公司华北/华中/华南/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%, 华北实现较快增长主要系河北、山东等市场起势, 省内基地市场稳定增长。经销商数量方面, 2023 年末华北/华中/华南/国际经销商数量分别达 1224/2803/593/21 个, 分别净增加+92/+82/+63/+5 个, 合计扩充 242 个经销商, 省内省外持续招商, 销售人员达 3744 人, 同比增加 662 人, 公司积极扩充销售人员强化渠道建设。

净利率持续上升, 合同负债环比增长亮眼。 2023/2024Q1 公司毛利率为 79.07%/80.35%, 同比+1.90/+0.68pct, 毛利率提升主因古 16 等高端产品放量带动产品结构上移。2023 年税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.06%/26.84%/6.75%/0.35%/-0.80%, 同比-1.84/-1.09/-0.23/+0.01/+0.49pct, 2024Q1 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.04%/27.18%/4.79%/0.18%/-0.83%, 同比+0.57/-1.65/-0.68/-0.01/+0.50pct, 销售费用率因广告费、综合促销费等产生规模效应而持续优化, 经营效率提升带动费率整体下滑。2023/2024Q1 公司净利率为 23.34%/25.65%, 同比+3.88/+1.39pct, 受益于产品结构升级以及费效比提升, 净利率持续上升。2024Q1 合同负债达 46 亿, 环比+32 亿, 蓄水池充足。展望 2024 年, 公司产品矩阵丰富, 充分受益于省内消费升级的扩容红利, 古 16 和古 20 在宴席及商务中有较高自点率, 有望持续放量推升产品结构。公司坚定不移推进“战略 5.0、运营五星级”方略, 坚持高举高打, 持续深化“三通工

程”，优化产品结构和客户结构，做强省内市场，提速省外市场，做精重点市场，坚持以古 20 为战略支点扩大次高端消费群体。公司 2024 年计划实现营业收入 244.50 亿元，较上年增长 20.72%，利润总额 79.50 亿元，较上年增长 25.55%，目标有望顺利达成。

投资建议：预计 2024-2026 年收入增速 22%/19%/17%，归母净利润增速分别为 28%/24%/23%，EPS 分别为 11.14/13.85/16.99 元，对应 PE 分别为 24x/19x/16x，按照 2024 年业绩给予 27 倍，目标价 300.78 元，给予“增持”评级。

风险提示：行业政策风险、食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20,254	24,707	29,402	34,531
营业收入增长率(%)	21.18%	21.99%	19.00%	17.45%
归母净利（百万元）	4,589	5,890	7,319	8,981
净利润增长率(%)	46.01%	28.34%	24.26%	22.72%
摊薄每股收益（元）	8.68	11.14	13.85	16.99
市盈率（PE）	26.82	23.74	19.10	15.57

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,773	15,966	19,964	28,053	34,202
应收和预付款项	297	160	379	327	419
存货	6,058	7,520	6,664	9,916	8,998
其他流动资产	2,201	1,862	1,784	1,886	2,257
流动资产合计	22,328	25,508	28,791	40,183	45,877
长期股权投资	10	10	12	14	16
投资性房地产	13	47	61	80	102
固定资产	2,742	4,596	5,259	6,095	6,994
在建工程	2,455	2,911	3,414	4,197	4,778
无形资产开发支出	1,108	1,123	1,186	1,227	1,266
长期待摊费用	51	59	59	59	59
其他非流动资产	23,411	26,675	30,012	41,435	47,174
资产总计	29,790	35,421	40,003	53,107	60,389
短期借款	83	0	-15	-30	-68
应付和预收款项	2,750	4,167	1,192	5,789	2,515
长期借款	45	107	107	107	107
其他负债	7,579	8,732	10,223	11,191	12,518
负债合计	10,457	13,007	11,507	17,056	15,073
股本	529	529	529	529	529
资本公积	6,225	6,225	6,225	6,225	6,225
留存收益	11,767	14,770	20,660	27,979	36,960
归母公司股东权益	18,521	21,525	27,415	34,734	43,715
少数股东权益	812	889	1,081	1,317	1,601
股东权益合计	19,333	22,414	28,496	36,051	45,316
负债和股东权益	29,790	35,421	40,003	53,107	60,389

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	3,108	4,496	5,857	10,475	8,510
投资性现金流	5,269	-1,278	-1,841	-2,367	-2,322
融资性现金流	-1,329	-1,647	-19	-18	-40
现金增加额	7,048	1,571	3,997	8,090	6,149

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,713	20,254	24,707	29,402	34,531
营业成本	3,816	4,240	5,031	5,632	6,329
营业税金及附加	2,824	3,050	3,706	4,410	5,180
销售费用	4,668	5,437	6,424	7,468	8,633
管理费用	1,167	1,367	1,606	1,911	2,273
财务费用	-216	-162	-247	-275	-394
资产减值损失	-11	-31	0	0	0
投资收益	-11	-6	-5	-11	-10
公允价值变动	29	20	0	0	0
营业利润	4,453	6,283	8,176	10,229	12,479
其他非经营损益	18	49	33	6	11
利润总额	4,470	6,332	8,209	10,235	12,490
所得税	1,219	1,606	2,128	2,679	3,225
净利润	3,252	4,726	6,082	7,555	9,265
少数股东损益	109	137	192	237	284
归母股东净利润	3,143	4,589	5,890	7,319	8,981

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	77.17%	79.07%	79.64%	80.84%	81.67%
销售净利率	18.81%	22.66%	23.84%	24.89%	26.01%
销售收入增长率	25.95%	21.18%	21.99%	19.00%	17.45%
EBIT 增长率	46.21%	44.78%	29.76%	25.61%	21.42%
净利润增长率	36.78%	46.01%	28.34%	24.26%	22.72%
ROE	16.97%	21.32%	21.48%	21.07%	20.55%
ROA	10.55%	12.96%	14.72%	13.78%	14.87%
ROIC	15.72%	20.11%	20.43%	20.25%	19.70%
EPS (X)	5.95	8.68	11.14	13.85	16.99
PE (X)	44.86	26.82	23.74	19.10	15.57
PB (X)	7.62	5.72	5.10	4.03	3.20
PS (X)	8.44	6.08	5.66	4.76	4.05
EV/EBITDA (X)	28.13	16.52	14.14	10.56	8.25

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。