

古井贡酒 (000596.SZ) 成长劲头十足，盈利弹性释放

2024年05月01日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

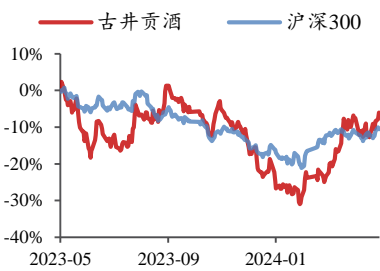
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/4/30
当前股价(元)	271.24
一年最高最低(元)	301.10/195.39
总市值(亿元)	1,433.77
流通市值(亿元)	1,108.29
总股本(亿股)	5.29
流通股本(亿股)	4.09
近3个月换手率(%)	22.13

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《收入势头不减，业绩弹性持续——公司信息更新报告》-2023.11.16

《收入稳中有进，业绩大超预期——公司信息更新报告》-2023.9.4

《收入端气势如虹，利润率加速提升——公司信息更新报告》-2023.5.4

● 产品结构持续提升，省内外市场增长势能较好，维持“增持”评级

古井贡酒 2023 年公司实现营收 202.5 亿元，同比+21.2%；实现归母净利润 45.89 亿元，同比+46.0%。2024Q1 营收 82.9 亿元，同比+25.9%；归母净利润 20.7 亿元，同比+31.6%，收入利润符合预期。我们维持 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 59.0、73.7、92.6 亿元，同比分别+28.6%、+24.8%、+25.6%，EPS 分别为 11.16、13.94、17.51 元，当前股价对应 PE 分别为 23.8、19.1、15.2 倍，公司龙头优势、引领优势持续，销售团队动力和执行力行业领先水平，收入增长确定性强，盈利弹性进入释放期，同时 2023 年分红金额同比提升 50%，分红率提升至 51.83%，维持“增持”评级。

● 量价齐升，产品结构持续优化

2023 年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现营收 154.2/20.2/22.1 亿元，同比+27.3%/+7.6%/+0.9%，其中销量分别+21%/-4%/-19%，价分别+6%/+12%/+25%，毛利率分别+1.1pct/-1.5pct/+2.6pct。2023 年主力产品年份原浆实现了高于整体的增长，同时价格提升幅度较大，说明产品结构仍在持续优化。

● 省内势能不减，省外持续增长

2023 年华中/华北/华南分别实现营收 171.1/18.4/12.8 亿元，同比+19%/+39%/+27%。公司省内通过精细化运营，在各个价格带上实现了超越大盘的份额增长。省外市场通过高费用、强绑定渠道，在华北、华南实现了较高增速。

● 前期市场投入进入收获期，盈利能力持续提升

受益结构升级，2023 年毛利率同比+1.9pct 至 79.1%，销售费用率同比-1.1pct，主要原因是前期费用投入进入收获期，品牌势能起来后，销售费率开始下降，归母净利率同比+3.9pct 至 22.7%。2024Q1 归母净利率同比+1.1pct 至 24.9%，其中毛利率同比+0.7pct，销售费用率同比-1.7pct，销售费用率下降趋势持续。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	24,372	29,049	34,903
YOY(%)	25.9	21.2	20.3	19.2	20.2
归母净利润(百万元)	3,143	4,589	5,902	7,368	9,257
YOY(%)	36.8	46.0	28.6	24.8	25.6
毛利率(%)	77.2	79.1	80.4	81.2	82.0
净利率(%)	19.5	23.3	24.9	26.1	27.3
ROE(%)	16.8	21.1	21.3	21.5	21.7
EPS(摊薄/元)	5.95	8.68	11.16	13.94	17.51
P/E(倍)	44.7	30.6	23.8	19.1	15.2
P/B(倍)	7.6	6.5	5.1	4.1	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22328	25508	29275	34798	42391	营业收入	16713	20254	24372	29049	34903
现金	13773	15966	19213	22900	29518	营业成本	3816	4240	4771	5465	6290
应收票据及应收账款	63	69	89	99	127	营业税金及附加	2824	3050	3778	4503	5410
其他应收款	73	49	98	77	134	营业费用	4668	5437	6215	7262	8551
预付账款	234	92	300	167	394	管理费用	1167	1367	1584	1801	2094
存货	6058	7520	7759	9742	10402	研发费用	57	71	84	101	121
其他流动资产	2128	1813	1815	1813	1815	财务费用	-216	-162	-242	-242	-391
非流动资产	7462	9913	10544	11279	12307	资产减值损失	-11	-31	0	0	0
长期投资	10	10	11	11	11	其他收益	47	48	30	30	30
固定资产	2742	4596	5535	6426	7408	公允价值变动收益	29	20	0	0	0
无形资产	1108	1123	1153	1187	1205	投资净收益	-11	-6	5	5	5
其他非流动资产	3601	4183	3845	3655	3683	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	29790	35421	39819	46077	54698	营业利润	4453	6283	8215	10190	12858
流动负债	10009	12409	10743	10292	10273	营业外收入	51	85	68	76	72
短期借款	83	0	1747	1038	0	营业外支出	33	36	34	35	35
应付票据及应付账款	2750	4167	0	0	0	利润总额	4470	6332	8248	10232	12896
其他流动负债	7175	8241	8996	9255	10273	所得税	1219	1606	2170	2643	3362
非流动负债	448	598	584	571	559	净利润	3252	4726	6078	7588	9533
长期借款	45	107	93	80	68	少数股东损益	109	137	176	220	277
其他非流动负债	404	491	491	491	491	归属母公司净利润	3143	4589	5902	7368	9257
负债合计	10457	13007	11327	10863	10832	EBITDA	4365	6235	8344	10300	12847
少数股东权益	812	889	1065	1285	1562	EPS(元)	5.95	8.68	11.16	13.94	17.51
股本	529	529	529	529	529						
资本公积	6225	6225	6225	6225	6225	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	11767	14770	18694	23693	30365	成长能力					
归属母公司股东权益	18521	21525	27427	33928	42303	营业收入(%)	25.9	21.2	20.3	19.2	20.2
负债和股东权益	29790	35421	39819	46077	54698	营业利润(%)	43.6	41.1	30.7	24.1	26.2
						归属于母公司净利润(%)	36.8	46.0	28.6	24.8	25.6
						获利能力					
						毛利率(%)	77.2	79.1	80.4	81.2	82.0
						净利率(%)	19.5	23.3	24.9	26.1	27.3
						ROE(%)	16.8	21.1	21.3	21.5	21.7
						ROIC(%)	92.1	86.4	61.4	62.4	73.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	35.1	36.7	28.4	23.6	19.8
						净负债比率(%)	-69.8	-69.9	-60.5	-61.5	-66.8
						流动比率	2.2	2.1	2.7	3.4	4.1
						速动比率	1.6	1.4	2.0	2.4	3.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	220.4	308.5	308.5	308.5	308.5
						应付账款周转率	2.5	1.7	3.4	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	5.95	8.68	11.16	13.94	17.51
						每股经营现金流(最新摊薄)	5.88	8.51	4.67	12.09	18.75
						每股净资产(最新摊薄)	35.04	40.72	51.89	64.19	80.03
						估值比率					
						P/E	44.7	30.6	23.8	19.1	15.2
						P/B	7.6	6.5	5.1	4.1	3.3
						EV/EBITDA	28.9	20.1	14.8	11.6	8.7

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3108	4496	2467	6393	9910
净利润	3252	4726	6078	7588	9533
折旧摊销	300	374	511	631	733
财务费用	-216	-162	-242	-242	-391
投资损失	11	6	-5	-5	-5
营运资金变动	-399	-1319	-3872	-1576	45
其他经营现金流	160	870	-3	-4	-5
投资活动现金流	5269	-1278	-1137	-1361	-1756
资本支出	1580	2381	1142	1366	1761
长期投资	6646	1085	-0	-0	-0
其他投资现金流	203	18	5	5	5
筹资活动现金流	-1329	-1647	171	-636	-499
短期借款	53	-83	1747	-709	-1038
长期借款	-127	62	-14	-13	-12
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1255	-1626	-1562	87	551
现金净增加额	7048	1571	1500	4396	7655

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn