

古井贡酒 (000596.SZ)

一季度收入增长 26%，2024 年继续稳健增长

买入

核心观点

2023 年收入顺利破 200 亿，净利率提升逻辑不断兑现。2023 年，年份原浆收入同比+27.3%（量+20.6%，价+5.6%），显著受益于省宴席补偿性消费。2023 年，古井贡酒收入同比+7.6%（量-3.8%，价+11.8%），预计省内价位升级趋势延续。分区域看，2023 年华北/华中/华南收入同比+39%/19%/27%，预计省外培育进度顺畅、省内市场留有余力。从毛利率看，整体毛利率同比+1.8pcts，预计显著受益于年份原浆占比提升。费用端看，销售费用率同比-1.1pcts，预计规模效应凸显、体外费用回收等。利润端看，2023 年净利率同比+3.9pcts，净利率提升逻辑不断兑现。

2024Q1 结构升级趋势延续，省内仍有增长空间。2024Q1 收入同比+26%，预计系春节错期影响，导致报表季度间波动。毛利率看，2024Q1 毛利率同比+0.7pct，预计系古 8 和古 16 增速快于整体。税金及附加率同比+0.6pct，预计系消费税季度间波动。费用端看，销售费用率同比-1.7pcts，省内仍有增长空间，暂时无需费用换取增长；管理费用率同比-0.7pct，主要系规模效应贡献。利润端看，净利率同比+1.4pcts，预计系费用端优化、结构升级贡献。

票据回款缓解经销商压力，经营质量相对稳健。2024Q1 末合同负债 46.17 亿，同比-2.7%，基本持平，预计系回款节奏扰动。2023Q4+2024Q1 合计收现同比+6.3%，预计系票据回款占比增多、缓解经销商资金压力（2024Q1 末应收账款融资同比+34%）。我们透过古井贡酒报表发现三大亮点：1）2024 年古井贡酒经营节奏继续高举高打，2024 年经营目标收入同比+20.72%，利润总额同比+25.55%。2）2023 年省内增长留有余力，预计 2024 年省内是业绩的调节项。3）费用端仍处于优化通道，无需担心省内格局竞争加剧。

风险提示：需求复苏低于预期；省内竞争格局加剧；渠道精耕不及预期等。

投资建议：维持此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营收 245.1/290.4/339.8 亿元，同比+21.0%/+18.5%/+17.0%；实现归母净利润 58.2/72.3/86.8 亿元，同比+26.9%/+24.2%/+20.1%；对应 PE 24.6/19.8/16.5X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	24,507	29,041	33,977
(+/-%)	25.9%	21.2%	21.0%	18.5%	17.0%
净利润(百万元)	3143	4589	5821	7231	8682
(+/-%)	36.8%	46.0%	26.9%	24.2%	20.1%
每股收益(元)	5.95	8.68	11.01	13.68	16.42
EBIT Margin	25.0%	30.1%	31.2%	33.0%	34.0%
净资产收益率 (ROE)	17.0%	21.3%	23.3%	25.3%	27.0%
市盈率 (PE)	45.6	31.2	24.6	19.8	16.5
EV/EBITDA	34.6	24.3	19.1	15.5	13.1
市净率 (PB)	7.74	6.66	5.73	5.01	4.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟 证券分析师：李文华
021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031
zhangwei@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	271.24 元
总市值/流通市值	143377/143377 百万元
52 周最高价/最低价	301.10/195.39 元
近 3 个月日均成交额	380.73 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 省内费投相对良性，省外调整接近尾声》——2024-03-28
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 经销商大会提振信心，2024 年高质量增长》——2024-01-02
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 单三季度业绩增长 47%，2024 年业绩增长工具充足》——2023-10-30
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 二季度收入增长 27%，利润率提升逻辑不断兑现》——2023-09-01
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 三季度业绩稳健增长，经营周期持续向上》——2022-10-19

事件：公司公告，2023 年公司实现营收 202.5 亿元，同比+21.2%，实现归母净利润 45.9 亿元，同比+46.0%。2024Q1 公司实现营收 82.9 亿元，同比+25.9%；实现归母净利润 20.7 亿元，同比+31.6%。

2023 年收入顺利破 200 亿，净利率提升逻辑不断兑现。2023 年，年份原浆收入同比+27.3%（量+20.6%，价+5.6%），显著受益于省宴席补偿性消费。2023 年，古井贡酒收入同比+7.6%（量-3.8%，价+11.8%），预计省内价位升级趋势延续。分区域看，2023 年华北/华中/华南收入同比+39%/19%/27%，预计省外培育进度顺畅、省内留有余力。从毛利率看，整体毛利率同比+1.8pcts，预计显著受益于年份原浆占比提升。费用端看，销售费用率同比-1.1pcts，预计规模效应凸显、体外费用回收等。利润端看，2023 年净利率同比+3.9pcts，净利率提升逻辑不断兑现。

2024Q1 结构升级趋势延续，省内仍有增长空间。2024Q1 收入同比+26%，预计系春节错期影响，导致报表季度间波动。毛利率看，2024Q1 毛利率同比+0.7pct，预计系古 8 和古 16 增速快于整体。税金及附加率同比+0.6pct，预计系消费税季度间波动。费用端看，销售费用率同比-1.7pcts，省内仍有增长空间，暂时无需费用换取增长；管理费用率同比-0.7pct，主要系规模效应贡献。利润端看，净利率同比+1.4pcts，预计系费用端优化、结构升级贡献。

票据回款缓解经销商压力，经营质量相对稳健。2024Q1 末合同负债 46.17 亿，同比-2.7%，基本持平，预计系回款节奏扰动。2023Q4+2024Q1 合计收现同比+6.3%，预计系票据回款占比增多、缓解经销商资金压力（2024Q1 末应收账款融资同比+34%）。我们透过古井贡酒报表发现三大亮点：1）2024 年古井贡酒经营节奏继续高举高打，2024 年经营目标收入同比+20.72%，利润总额同比+25.55%。2）2023 年省内增长留有余力，预计 2024 年省内是业绩的调节项。3）费用端仍处于优化通道，无需担心省内格局竞争加剧。

投资建议：古井贡酒增长工具充足，维持此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营收 245.1/290.4/339.8 亿元，同比+21.0%/+18.5%/+17.0%；实现归母净利润 58.2/72.3/86.8 亿元，同比+26.9%/+24.2%/+20.1%；对应 PE 24.6/19.8/16.5X，维持“买入”评级。

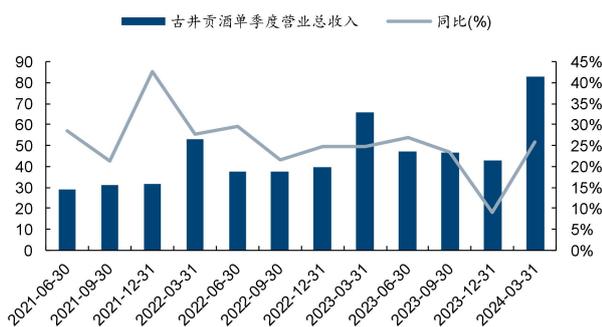
表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 04 月 30 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	271.2	1,433.8	8.7	11.0	13.7	31.2	24.6	19.8
603198.SH	迎驾贡酒	买入	71.0	568.0	2.8	3.4	4.1	25.6	20.8	17.1
603589.SH	口子窖	买入	41.8	250.9	3.0	3.5	4.0	14.1	12.0	10.4

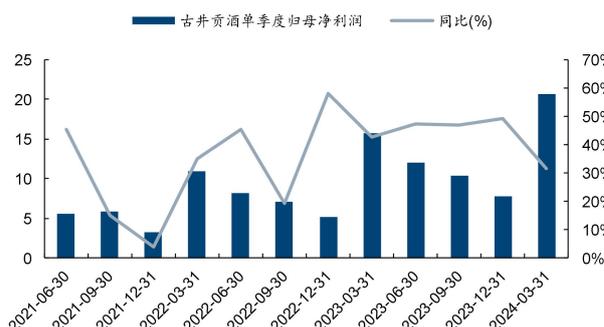
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1: 古井贡酒单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2: 古井贡酒单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



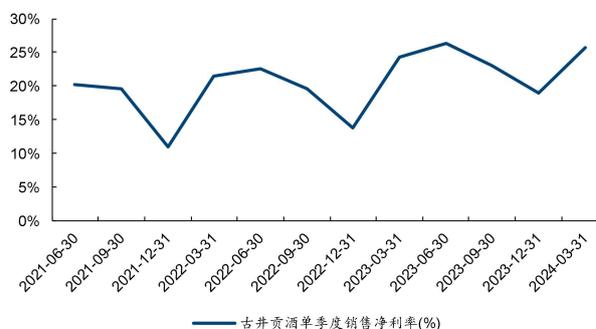
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 古井贡酒单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 古井贡酒单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	13773	15966	19605	23232	27182	营业收入	16713	20254	24507	29041	33977
应收款项	136	118	213	252	295	营业成本	3816	4240	4961	5709	6531
存货净额	6058	7520	8043	9223	10601	营业税金及附加	2824	3050	3887	4594	5367
其他流动资产	579	1184	1302	1416	1816	销售费用	4668	5437	6280	7118	8144
流动资产合计	22328	25508	29884	34843	40615	管理费用	1167	1367	1646	1942	2264
固定资产	5197	7507	9528	11579	13445	研发费用	57	71	86	102	119
无形资产及其他	1108	1123	1079	1035	991	财务费用	(216)	(162)	(306)	(326)	(356)
投资性房地产	1147	1273	1273	1273	1273	投资收益	(11)	(6)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	10	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	40	51	51	51	51
资产总计	29790	35421	41774	48741	56334	其他收入	(31)	(84)	(86)	(102)	(119)
短期借款及交易性金融负债	125	81	1856	2449	3862	营业利润	4453	6283	7999	9947	11953
应付款项	2750	4167	3427	4533	5398	营业外净收支	18	49	49	49	49
其他流动负债	7133	8160	9775	11195	12869	利润总额	4470	6332	8048	9996	12003
流动负债合计	10009	12409	15057	18177	22129	所得税费用	1219	1606	2052	2549	3061
长期借款及应付债券	45	107	107	107	107	少数股东损益	109	137	174	216	260
其他长期负债	404	491	591	684	685	归属于母公司净利润	3143	4589	5821	7231	8682
长期负债合计	448	598	698	791	792	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10457	13007	15756	18968	22922	净利润	3143	4589	5821	7231	8682
少数股东权益	812	889	1001	1139	1306	资产减值准备	(12)	20	28	13	12
股东权益	18521	21525	25018	28634	32106	折旧摊销	269	346	665	913	1099
负债和股东权益总计	29790	35421	41774	48741	56334	公允价值变动损失	(40)	(51)	(51)	(51)	(51)
关键财务与估值指标						财务费用	(216)	(162)	(306)	(326)	(356)
每股收益	5.95	8.68	11.01	13.68	16.42	营运资本变动	1120	378	265	1300	731
每股红利	2.29	3.12	4.41	6.84	9.85	其它	79	68	84	126	154
每股净资产	35.04	40.72	47.33	54.17	60.74	经营活动现金流	4559	5349	6813	9532	10627
ROIC	19.87%	23.74%	24%	25%	26%	资本开支	0	(2683)	(2620)	(2882)	(2882)
ROE	16.97%	21.32%	23%	25%	27%	其它投资现金流	878	1063	0	0	0
毛利率	77%	79%	80%	80%	81%	投资活动现金流	874	(1620)	(2620)	(2882)	(2882)
EBIT Margin	25%	30%	31%	33%	34%	权益性融资	0	4	0	0	0
EBITDA Margin	27%	32%	34%	36%	37%	负债净变化	(127)	62	0	0	0
收入增长	26%	21%	21%	18%	17%	支付股利、利息	(1211)	(1648)	(2329)	(3615)	(5209)
净利润增长率	37%	46%	27%	24%	20%	其它融资现金流	(907)	1632	1775	593	1414
资产负债率	38%	39%	40%	41%	43%	融资活动现金流	(3585)	(1535)	(553)	(3023)	(3796)
股息率	0.8%	1.1%	1.6%	2.5%	3.6%	现金净变动	1848	2194	3639	3627	3950
P/E	45.6	31.2	24.6	19.8	16.5	货币资金的期初余额	11925	13773	15966	19605	23232
P/B	7.7	6.7	5.7	5.0	4.5	货币资金的期末余额	13773	15966	19605	23232	27182
EV/EBITDA	34.6	24.3	19.1	15.5	13.1	企业自由现金流	0	2585	4008	6466	7554
						权益自由现金流	0	4279	6011	7301	9233

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032