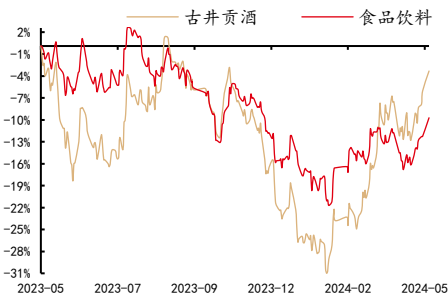


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	279.12
总股本/流通股本(亿股)	5.29 / 4.09
总市值/流通市值(亿元)	1,475 / 1,140
52周内最高/最低价	292.59 / 199.12
资产负债率(%)	36.7%
市盈率	32.16
第一大股东	安徽古井集团有限责任公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

古井贡酒(000596)

突破 200 亿，迈向 300 亿新征程

● 事件

公司发布 2023 年年报、2024 年一季报，2023 年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 202.54/45.89/44.95 亿元，同比 +21.18%/+46.01%/+46.59%。公司 2023 年每 10 股派发 45 元、分红率为 51.83%，同比提升 1.4 个百分点。2023 年公司顺利突破 200 亿，收入利润双超年度经营目标。2024 年 Q1，公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 82.86/20.66/20.5 亿元，同比 +25.85%/+31.61%/+32.67%，收入/利润在前期市场较高的预期下仍略超预期，实现开门红。

● 投资要点

2023 年年份原浆系列稳定增长下毛利率持续提升，税金、销售费用率改善带动利润率提升。2023 年，公司毛利率/归母净利率为 79.07%/22.66%，同比 +1.9/+3.85pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.06%/26.84%/6.75%/0.35%/-0.8%，同比 -1.84/-1.09/-0.23/+0.01/+0.49pct。23 全年实现销售收现 207.97 亿元，同比 +19.88%；经现净额 44.96 亿元，同比 +13.88 亿元；年末合同负债 14.01 亿元，同比 +5.74 亿元，环比 -19.14 亿元（去年同口径环比 -29.36 亿元）。

公司 23 年单 Q4 税金、销售费用率减少下利润率提升显著。实现营收/归母/扣非净利润 43.01/7.77/7.52 亿元，同比 +8.92%/+49.2%/+53.98%。23Q4 公司毛利率/归母净利率为 79.17%/18.06%，分别同比 -0.46/+4.87pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.6%/24.96%/11.5%/0.59%/0.04%，同比 -4.27/-1.48/0.55/0.21/-0.01pct。单四季度实现销售收现 34.47 亿元，同比 +2.71%，经现净额 -12.23 亿元，同比 +7.31 亿元。

2023 年年份原浆系列产品结构持续提升带动毛利率增长，我们估计古 16/古 8/古 20 分别在 40%/30%/20% 的增速区间表现较好。商务需求相对疲软下，古 20 保持战略定力继续培育市场氛围，古 16 打开省会/地级市宴席/家庭消费场景，承担更多增长任务。行业性的 200 元价格带扩容下，北方市场的古 7/省内及其他南方市场的古 8 较好承接此价格带需求，保持放量态势。古 5 等性价比选手保持稳定增长、点状市场爆量，古 5 在省外原先空白市场相继导入、省外市场的产品矩阵价格带进一步补齐。分系列看，2023 年年份原浆/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%；毛利率分别为 85.65%/58.27%/67.63%，同比 +1.14/-1.45/+2.55pct。分渠道，公司 23H1 线上/线下分别实现营收 7.29/195.24 亿元，同比 +19.48%/+21.25%；毛利率分别为

74.11%/79.25%，同比-2.93/+2.08pct。核心市场增速稳健，更远的市场消费氛围起势、增速高于华中地区，华北/华中/华南/国际分别营收18.43/171.07/12.83/0.21亿元，同比+39.01%/+19.17%/+26.89%/-3.74%，四个区域的经销商同比+92/+63/+82/+5个。费用结构看，费用投放和使用更加以效率提升为导向：2023年广告费10%+增长、延续这几年稳步态势（结构调整，电视渠道投放-38.34%、线下+91%、线上+5%）。职工薪酬+31%/差旅+32%与销售人员的增加/省外远距离市场表现更好对应；综合促销费+15.16%延续平稳增长、体现在渠道端费用投放结构上的改变（随量费用占比减少）。

24年春节销售费用效率进一步提升+结构提升，利润继续释放，实现开门红。24Q1，公司毛利率/归母净利率为80.35%/24.93%，同比+0.68/+1.09pct；税金/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/-1.66/-0.68/-0.01/+0.5pct。24Q1公司实现销售收现83.67亿元，同比7.88%；经现净额24.54亿元，同比-6.25亿元；24Q1末合同负债46.17亿元，同比-1.28亿元，环比+32.16亿元（去年同口径环比+39.18亿元）。2024年开年势能充沛，我们估计Q1古16/古8/古7保持势能，古20不同市场不同应对，部分去库存/部分做增量，从节后库存/批价看，压力缓解，整体延续去年稳健态势。

省内市场有望继续受益经济发展带动的需求增长，产品结构稳步提升；省外市场次高端短期波动后公司持续完善产品矩阵，全国化空间仍然广阔。从消费需求看，安徽省内白酒市场受益地方核心支柱产业高速发展带来的经济增长，消费需求有望持续平稳增长，同时各消费层级升级有望延续。分产品看，省内200左右价格区间有望继续承接中低线城市大众消费以及乡县市场商务、礼赠、宴席等需求升级，保持较高增速；同时300元以上古16在核心城市有效承接宴席升级/商务宴请恢复，今年预计保持较高增长态势；500元左右，古20布局全国化，全年预计以高质量增长为主，增速预期平稳。公司200亿后开启迈向300亿的新征程，后续规划仍然积极，继续看好公司未来发展。

● 盈利预测与投资建议

200亿规模后，2024年公司财务预算指标规划稳健：24年计划营收244.50亿，同比+20.72%；利润总额79.50亿，同比+25.55%，并明确提出冲向300亿、再创新辉煌。我们小幅上调公司盈利预测，预计公司2024-2026年实现营收247.33/301.16/347.28亿元（24-25年前值为249.11/298.39亿元），同比增长22.12%/21.76%/15.31%；实现归母净利润58.44/74.08/88.37亿元（24-25年前值为55.78/71.14亿元），同比增长27.35%/26.76%/19.28%，对应EPS为11.06/14.02/16.72元（24-25年前值为10.55/13.46元），对应当前股价PE为25x/19x/16x，维持“买入”评级。

● 风险提示：

经济复苏不及预期的风险；食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；产品结构升级不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20254	24733	30116	34728
增长率(%)	21.18	22.12	21.76	15.31
EBITDA(百万元)	6544.26	9054.76	11387.46	13320.62
归属母公司净利润(百万元)	4589.16	5844.42	7408.42	8836.78
增长率(%)	46.01	27.35	26.76	19.28
EPS(元/股)	8.68	11.06	14.02	16.72
市盈率(P/E)	31.24	24.53	19.35	16.23
市净率(P/B)	6.66	5.64	4.73	3.96
EV/EBITDA	16.72	13.82	10.45	8.41

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	20254	24733	30116	34728	营业收入	21.2%	22.1%	21.8%	15.3%
营业成本	4240	4661	5289	5865	营业利润	41.1%	28.9%	26.9%	19.4%
税金及附加	3050	3897	4745	5472	归属于母公司净利润	46.0%	27.4%	26.8%	19.3%
销售费用	5437	6455	7830	8925	获利能力				
管理费用	1367	1608	1958	2188	毛利率	79.1%	81.2%	82.4%	83.1%
研发费用	71	84	102	118	净利率	23.3%	24.4%	25.4%	26.3%
财务费用	-162	-58	-81	-110	ROE	21.3%	23.0%	24.4%	24.4%
资产减值损失	-31	-29	-35	-40	ROIC	82.2%	75.7%	104.9%	150.7%
营业利润	6283	8100	10280	12271	偿债能力				
营业外收入	85	72	72	72	资产负债率	36.7%	33.3%	32.3%	30.8%
营业外支出	36	27	27	27	流动比率	2.06	2.43	2.66	2.93
利润总额	6332	8146	10326	12317	营运能力				
所得税	1606	2111	2676	3192	应收账款周转率	19.74	26.01	26.01	26.01
净利润	4726	6035	7650	9125	存货周转率	0.56	0.63	0.63	0.63
归母净利润	4589	5844	7408	8837	总资产周转率	0.57	0.62	0.64	0.64
每股收益(元)	8.68	11.06	14.02	16.72	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	8.68	11.06	14.02	16.72
货币资金	15966	21088	27949	35693	每股净资产	40.72	48.05	57.35	68.43
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1026	951	1158	1335	PE	31.24	24.53	19.35	16.23
预付款项	92	250	304	351	PB	6.66	5.64	4.73	3.96
存货	7520	7415	8415	9330	现金流量表				
流动资产合计	25508	30752	38945	47890	净利润	4726	5966	7581	9056
固定资产	4677	5389	5924	5004	折旧和摊销	374	967	1143	1113
在建工程	2911	1455	0	0	营运资本变动	-1319	146	620	533
无形资产	1123	936	749	562	其他	699	38	14	-14
非流动资产合计	9913	8947	7804	6692	经营活动现金流净额	4481	7117	9358	10689
资产总计	35421	39699	46750	54582	资本开支	-2343	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	1065	-28	-28	-28
应付票据及应付账款	4167	3186	3616	4009	投资活动现金流净额	-1278	-28	-28	-28
其他流动负债	8241	9491	11014	12355	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	12409	12677	14630	16364	债务融资	29	-56	-56	-50
其他	598	542	486	436	其他	-1676	-1911	-2414	-2867
非流动负债合计	598	542	486	436	筹资活动现金流净额	-1647	-1967	-2470	-2918
负债合计	13007	13219	15116	16800	现金及现金等价物净增加额	1556	5122	6861	7744
股本	529	529	529	529					
资本公积金	6225	6225	6225	6225					
未分配利润	14772	18648	23560	29420					
少数股东权益	889	1079	1321	1608					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	22414	26480	31634	37782					
负债和所有者权益总计	35421	39699	46750	54582					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048