

2024年05月07日

古井贡酒 (000596.SZ)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

买入-B(首次)

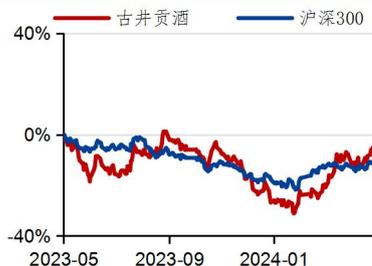
股价(2024-05-06)

279.12 元

交易数据

总市值(百万元)	147,542.83
流通市值(百万元)	114,048.43
总股本(百万股)	528.60
流通股本(百万股)	408.60
12个月价格区间	290.50/201.60

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.01	16.65	3.37
绝对收益	4.54	27.1	-5.57

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告

23年顺利完成目标, 24Q1 开局表现靓丽

事件:

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 全年公司实现营业收入 202.54 亿元, 同比+21.18%, 实现归母净利润 45.89 亿元, 同比+46.01%, 实现扣非归母净利润 44.95 亿元, 同比+46.59%。单季度来看, 23Q4 公司实现营业收入 43.01 亿元, 同比+8.92%, 实现归母净利润 7.77 亿元, 同比+49.20%, 实现扣非归母净利润 7.52 亿元, 同比+53.98%。

24Q1 公司实现营收 82.86 亿元, 同比+25.85%, 实现归母净利润 20.66 亿元, 同比+31.61%, 实现扣非归母净利润 20.50 亿元, 同比+32.67%。

2024 年目标: 公司计划实现营业收入 244.50 亿元, 同比增长 20.72%; 计划实现利润总额 79.50 亿元, 同比增长 25.55%。

报表分析: 23 年年报表现较好, 24Q1 合同负债环比提升。 23 年现金回款 207.97 亿元, 同比+19.88%, 低于营收增速(+21.18%), 销售收现率 103%, 其中 23Q4 现金回款 34.47 亿元, 同比+2.71%, 低于营收增速(+8.92%); 23 年合同负债为 14.01 亿元, 同比+5.74 亿元/环比-19.14 亿元。24Q1 现金收现约 83.67 亿元, 同比 +7.88%, 低于营收增速(25.85%), 销售收现率 101%。合同负债约 46.17 亿元, 同比-1.28 亿元/环比+32.16 亿元。

投资要点

◆ **收入分析: 年份原浆系列维持高增, 量价齐升带动业绩增长。** 23 年公司实现营收 202.54 亿元, 同比+21.18% (Q1: +24.83%、Q2: +26.78%、Q3: +23.39%、Q4: +8.92%)。量价拆分来看, 公司 23 年白酒销量、吨价分别同比增长 3.16%、17.75%。

1) **产品上, 年份原浆系列维持高增。** 2023 年年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼及其他系列分别实现营收 154.17 亿元、20.16 亿元、22.06 亿元, 同比分别+27.3%、+7.6%、+0.9%, 我们预计主要系古 8、古 20 持续放量增长、古 16 在宴席渠道迎来爆发式增长。量价拆分来看, 公司年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼及其他系列销量分别同比增速分别为+20.6%、-3.83%、-19.37%; 对应吨价同比增速分别为+5.57%、+11.84%、+25.11%。

2) **区域上, 省内省外增势强劲。** 2023 年公司华北、华中、华南、国际分别实现营收 18.43 亿元、171.07 亿元、12.83 亿元、0.21 亿元, 同比分别+39.01%、+19.17%、+26.89%、-3.74%。国内国外持续招商, 截止 2023 年年底, 公司华北、华中、华南、国际经销商数量分别为 1224、2803、593、21 家, 分别净增长 92、82、63、5 家, 销售人员数量达 3744 人, 同比增长 662 人。

◆ **利润分析: 产品结构升级, 带动盈利能力提升。** 2023 年公司实现归母净利润 45.89 亿元, 同比增长 46.01% (其中 Q1: +42.87%; Q2: +47.52%; Q3: +46.78%; Q4: +49.20%)。



- 1) 23年公司毛利率为79.07%，同比提升1.9pct，毛利率提升主要系产品结构升级带动吨价提升所致。
- 2) 23年公司期间费用率为33.1%，同比下降0.8pct。其中销售费用率为26.8%，同比下降1.1pct；管理费用率为6.7%，同比下降0.2pct。综合来看，23年公司净利率为23.34%，同比提升3.88pct，单Q4净利率为18.96%，同比提升5.21pct。

◆ **24Q1 经营分析：** 24Q1 公司实现营收 82.86 亿元，同比+25.85%。24Q1 公司毛利率为 80.3%，同比提升 0.7pct。24Q1 公司销售、管理费用率分别为 27.18%、4.79%，分别同比-1.7pct、-0.7pct。综合来看，24Q1 公司净利率为 25.7%，同比提升 1.4pct。24Q1 合同负债约 46.17 亿元，同比-1.28 亿元/环比+32.16 亿元。

◆ **24 年展望：24Q1 开局表现靓丽，争先进位“冲向 300 亿”：**

- 1) 产品方面，春节受益于返乡热潮，100-300 元大众价格带持续放量，古 5 动销表现亮眼，随着宴席场景回暖，古 8、古 16 有望持续放量，Q1 公司实现营收 82.86 亿元，同比+25.85%，顺利完成开门红；
- 2) 市场营销方面，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，锚定“全国化、次高端”战略，持续深化“三通工程”，优化产品结构和客户结构；统筹推进国内国际两大市场，国内加速推进全国化进程，做强省内市场，提速省外市场，做精重点市场；继续坚持以古 20 为战略支点扩大次高端消费群体；
- 3) 24 年目标：公司计划实现营业收入 244.50 亿元，同比增长 20.72%；计划实现利润总额 79.50 亿元，同比增长 25.55%。

◆ **投资建议：** 公司 23 年顺利跨越双百亿目标后，将目标提升至 300 亿元。中长期来看，我们认为公司有望充分受益于安徽省内次高端价格产品延续较快增速以及省外市场持续扩容。综合来看，我们预计 24-26 年分别实现营收 245.90、294.34、346.09 亿元，同比增长 21.4%、19.7%、17.6%，归母净利润 58.51、73.18、89.70 亿元，同比增长 27.5%、25.1%、22.6%，对应 EPS 分别为 11.07、13.84、16.97 元/股，对应 PE 分别为 25、20、16x，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

◆ **风险提示：** 省内市场不及预期风险；市场开拓风险；行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	24,590	29,434	34,609
YoY(%)	25.9	21.2	21.4	19.7	17.6
归母净利润(百万元)	3,143	4,589	5,851	7,318	8,970
YoY(%)	36.8	46.0	27.5	25.1	22.6
毛利率(%)	77.2	79.1	80.4	81.4	82.2
EPS(摊薄/元)	5.95	8.68	11.07	13.84	16.97
ROE(%)	16.8	21.1	21.1	21.5	21.3
P/E(倍)	46.9	32.2	25.2	20.2	16.4
P/B(倍)	8.0	6.9	5.4	4.4	3.5
净利率(%)	18.8	22.7	23.8	24.9	25.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

分产品来看：

1) 年份原浆系列：受益于安徽省内消费升级，我们预计年份原浆系列有望维持量价齐升趋势，预计 2024-2026 年营收分别为 194.26、236.99、286.76 亿元，同比增长 26%、23%、20%。

2) 古井贡酒系列：古井贡酒系列在安徽品牌认可度高，我们预计古井贡酒系列 2024-2026 年营收分别为 22.17、24.17、26.10 亿元，同比增长 10%、9%、8%。

3) 黄鹤楼及其他系列：受益于产品结构升级，我们预计黄鹤楼及其他系列 2024-2026 年营收分别为 22.72、23.86、25.29 亿元，同比增长 5%、6%、3%。

4) 酒店业务：考虑到公司酒店业务在整体营收中占比较小，以及酒店行业景气度有望快速回升，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 40%、30%、20%

5) 其他业务：考虑到公司其他业务在整体营收中占比较小，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 5%、5%、5%

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 245.90、294.34、346.09 亿元，同比增长 21.41%、19.70%、17.58%。

表 1：公司业务拆分（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年份原浆							
收入（百万元）	7,834.41	9,307.82	12,106.98	15,417.30	19,425.79	23,893.72	28,672.47
同比增速（%）	6.52%	18.81%	30.07%	27.34%	26.00%	23.00%	20.00%
毛利率（%）	81.50%	83.20%	84.51%	85.65%	86.25%	86.65%	87.05%
古井贡酒							
收入（百万元）	1,379.87	1,609.24	1,873.98	2,015.57	2,217.13	2,416.67	2,610.01
同比增速（%）	-4.10%	16.62%	16.45%	7.56%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率（%）	60.24%	58.61%	59.72%	58.27%	58.87%	59.27%	59.47%
黄鹤楼及其他							
收入（百万元）	859.87	1,843.86	2,186.76	2,205.89	2,272.06	2,385.67	2,528.81
同比增速（%）	-37.25%	114.43%	18.60%	0.87%	3.00%	5.00%	6.00%
毛利率（%）	52.14%	63.16%	65.07%	67.63%	68.13%	68.43%	68.63%
酒店业务							
收入（百万元）	63.32	75.35	57.51	83.69	117.16	152.31	182.77
同比增速（%）	-28.58%	19.00%	-23.68%	45.53%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率（%）	47.52%	45.15%	41.22%	46.07%	47.00%	48.00%	49.00%
其他业务							
收入（百万元）	154.59	433.56	488.02	531.08	557.64	585.52	614.79
同比增速（%）	-5.83%	180.46%	12.56%	8.82%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	30.82%	18.35%	20.25%	19.66%	20.00%	18.00%	16.00%
营业收入（百万元）	10,292.06	13,269.83	16,713.23	20,253.53	24,589.79	29,433.89	34,608.85
同比增速（%）	-1.20%	28.93%	25.95%	21.18%	21.41%	19.70%	17.58%
毛利率（%）	75.23%	75.10%	77.17%	79.07%	80.41%	81.36%	82.16%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

古井贡酒作为徽酒龙头企业，可比公司选择时，我们选取同样为龙头酒企作为可比公司，具体标的包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、今世缘、迎驾贡酒、山西汾酒。估值来看，七家酒企 2024-2026 年估值平均分别为 20x、17x、14x，相较于其他七家酒企，古井贡酒 2024 年 PE 为 25x，考虑到古井贡酒有望充分受益于安徽省内次高端价格产品延续较快增速以及省外市场持续扩容，且公司高费用率下净利率仍有较大提升空间，利润弹性较大，因此享受更高的估值溢价。从 PEG 角度看，七家酒企 2024-2026 年平均 PEG 分别为 1.14、0.98、0.92 倍，相较于其他七家酒企，古井贡酒 2024 年 PEG 为 0.92 倍，低于可比公司均值。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PEG		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	22112	878	1,019	1,171	25	22	19	1.44	1.35	1.26
000858.SZ	五粮液	6017	340	381	426	18	16	14	1.42	1.30	1.20
000568.SZ	泸州老窖	2849	162	195	231	18	15	12	0.80	0.72	0.67
002304.SZ	洋河股份	1483	108	119	130	14	12	11	1.74	1.23	1.18
603369.SH	今世缘	715	39	47	56	19	15	13	0.81	0.69	0.68
603198.SH	迎驾贡酒	599	29	36	43	21	17	14	0.80	0.70	0.65
600809.SH	山西汾酒	3282	131	161	194	25	20	17	0.97	0.91	0.81
	平均	-	241	280	322	20	17	14	1.14	0.98	0.92
000596.SZ	古井贡酒	1475	59	73	90	25	20	16	0.92	0.80	0.73

资料来源: Wind 一致预期, 华金证券研究所, 古井贡酒盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 5 月 6 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22328	25508	31944	41363	50315	营业收入	16713	20254	24590	29434	34609
现金	13773	15966	21735	29532	37756	营业成本	3816	4240	4816	5487	6175
应收票据及应收账款	63	69	91	100	124	营业税金及附加	2824	3050	3703	4433	5212
预付账款	234	92	304	169	387	营业费用	4668	5437	6516	7653	8825
存货	6058	7520	7903	9670	10104	管理费用	1167	1367	1648	1884	2146
其他流动资产	2201	1862	1912	1891	1943	研发费用	57	71	86	103	121
非流动资产	7462	9913	9509	9066	8601	财务费用	-216	-162	-144	-178	-212
长期投资	10	10	11	11	11	资产减值损失	-11	-30	-37	-44	-52
固定资产	2742	4596	4774	4792	4683	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	-2	-4	-6
其他非流动资产	3601	4183	3571	3076	2703	营业利润	4453	6283	7977	10055	12334
资产总计	29790	35421	41453	50428	58916	营业外收入	51	85	71	72	70
流动负债	10009	12409	12481	14832	15023	营业外支出	33	36	27	27	31
短期借款	83	0	0	0	0	利润总额	4470	6332	8021	10100	12373
应付票据及应付账款	2750	4167	3690	5263	4811	所得税	1219	1606	2034	2562	3138
其他流动负债	7175	8241	8792	9569	10211	税后利润	3252	4726	5987	7539	9235
非流动负债	448	598	571	542	513	少数股东损益	109	137	136	221	264
长期借款	45	107	80	51	22	归属母公司净利润	3143	4589	5851	7318	8970
其他非流动负债	404	491	491	491	491	EBITDA	4365	6235	7937	9859	11897
负债合计	10457	13007	13052	15374	15535	主要财务比率					
少数股东权益	812	889	1025	1246	1511	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	529	529	529	529	529	成长能力					
资本公积	6225	6225	6225	6225	6225	营业收入(%)	25.9	21.2	21.4	19.7	17.6
留存收益	11767	14770	20757	28296	37531	营业利润(%)	43.6	41.1	27.0	26.1	22.7
归属母公司股东权益	18521	21525	27376	33808	41870	归属于母公司净利润(%)	36.8	46.0	27.5	25.1	22.6
负债和股东权益	29790	35421	41453	50428	58916	获利能力					
						毛利率(%)	77.2	79.1	80.4	81.4	82.2
						净利率(%)	18.8	22.7	23.8	24.9	25.9
						ROE(%)	16.8	21.1	21.1	21.5	21.3
						ROIC(%)	15.7	20.0	20.1	20.5	20.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	35.1	36.7	31.5	30.5	26.4
						流动比率	2.2	2.1	2.6	2.8	3.3
						速动比率	1.6	1.4	1.8	2.1	2.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	220.4	308.5	308.5	308.5	308.5
						应付账款周转率	2.0	1.2	1.2	1.2	1.2
						估值比率					
						P/E	46.9	32.2	25.2	20.2	16.4
						P/B	8.0	6.9	5.4	4.4	3.5
						EV/EBITDA	30.5	21.2	15.9	12.0	9.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn