

古井贡酒（000596.SZ）

省内增长留有余力，省外调整或接近尾声

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

证券分析师：李文华 021-60375461

liwenhua2@guosen.com.cn

执证编码：S0980523070002

联系人：张未艾 021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

事项：

公司公告：2024年5月29日，古井贡酒召开2023年度股东大会。

国信食品饮料观点：1) 2024年省内发展前期留有余力，省外市场持续聚焦优化调整。2) 100-200元价位古5、古8经营扎实，古20依然是公司的战略重心。3) 费用端仍处于下降通道，“铁军文化”是古井贡酒增长的底层逻辑。4) 投资建议：维持此前盈利预测，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 22.4/18.0/15.0X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 2024年省内发展前期留有余力，省外市场持续聚焦优化调整

根据公司公告，古井贡酒2024年制定了相对积极的经营目标，公司2024年全面进入到后200亿时代。从二季度复苏节奏看，婚喜宴等由于上年基数效应，今年相对略有压力，市场或担心公司是否可以继续保持较快增长，我们认为：1) 2024年春节开门红，公司整体进度相对良好，为全年任务达成奠定基础。2) 公司在省内实现价位领先、区域领先，即使是行业需求边际放缓，我们认为公司仍可以通过自身竞争优势实现超额增长。从省外调整进度看，2024年公司在江苏、河南等省外市场持续优化调整经销商、终端和业务团队，强化费投的有效性，我们预计2024H2省外市场或调整接近尾声。在省外市场的打法上，预计公司在2024年将继续采取古7+古20组合的方式，持续推进省外市场的培育。

◆ 100-200元价位古5、古8经营扎实，古20依然是公司战略重心

在战略排序看，古20依然是古井贡酒发展的战略重心，继续秉持“价在量前”的思想，持续进行消费者培育和经销商梳理等工作。其次，我们发现公司加大在古30的培育力度，预计或采取拉高古30、古20放量的模式推进。在产品布局上，预计公司将持续稳定100-200元价位基本盘，不会轻易采取提价等方式，进而延续产品生命周期。

◆ 费用端仍处于下降通道，“铁军文化”是古井贡酒增长的底层逻辑

从费用端看，2024年公司整体销售费用率或仍处于下降通道，预计渠道费用、随量费用是费用优化的主要来源，广告费用等充分受益于规模效应。2024年重新审视古井贡酒的发展阶段和经营状态，我们认为公司强大而高效的地面部是支撑增长的底层逻辑，经营效率、渠道深度、渠道厚度等是公司持续完成对省内价位培育的关键。

◆ 投资建议：泛全国性次高端龙头酒企，维持“优于大市”评级

维持此前盈利预测，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 22.4/18.0/15.0X，维持“优于大市”评级。

◆ 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。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 05 月 29 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	246.2	1,301.3	8.7	11.0	13.7	28.4	22.4	18.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	69.6	556.4	2.8	3.4	4.1	25.1	20.3	16.8
603589.SH	口子窖	优于大市	41.9	251.4	3.0	3.5	4.0	14.2	12.0	10.4

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《古井贡酒（000596.SZ）——一季度收入增长 26%，2024 年继续稳健增长》——2024-05-04
- 《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

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	0.9%	1.3%	1.8%	2.8%	4.0%	现金净变动	1848	2194	3639	3627	3950
P/E	41.4	28.4	22.4	18.0	15.0	货币资金的期初余额	11925	13773	15966	19605	23232
P/B	7.0	6.0	5.2	4.5	4.1	货币资金的期末余额	13773	15966	19605	23232	27182
EV/EBITDA	31.6	22.2	17.5	14.2	12.1	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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