

古井贡酒(000596)

报告日期: 2024年12月26日

# 经销大会显信心, 分红有望超预期

## ——古井贡酒更新点评报告

### 投资要点

- **核心观点:** 古井作为兼具 $\beta$ 和 $\alpha$ 的安徽白酒龙头, 受益徽酒 100-400 元价格带扩容, 在省内引领核心价位带升级&省外全国化持续扩张&中长期费用率持续收缩的支撑下, 中长期业绩增长确定性强, 短期或迎春节动销超预期催化, 叠加潜在分红提升预期, 基本面与股息率兼备, 我们看好古井当前的投资机会。
- **超预期点 1:** 受益强势单品+根据地市场优势, 看好古井中长期业绩确定性。
- **市场担忧:** 在白酒行业整体增长中枢放缓的背景下, 省内存量市场中古井市占率提升空间有限, 省外在消费承压背景下扩张受阻, 担心古井后续增长缺乏支撑。
- **我们认为:** 1) **收入端:** 12月中央政治局工作会议提出, 25年要大力提振消费, 全方位扩大国内需求, 并开展“适度宽松”的货币政策, 白酒作为顺周期标的, 在地产恢复的带动消费需求有望实现恢复, 开启新一轮上行周期。我们认为, 古井将充分受益, 主要得益于: ①**强势单品优势: 核心单品支撑增长。**通常对于白酒企业而言, 200亿以下关注区域, 200亿以上关注产品。在古井迈入营收 200 亿门槛后, 观察古井的增长方式将发生变化, 更多关注其产品端的表现。当前公司产品矩阵清晰, 各价格带均有核心大单品, 其中古 5/8/16 位于扩容速度最快的大众价格带, 我们认为其增长势能延续将支撑公司收入体量至 300-400 亿。②**根据地市场优势: 省内全价格带引领, 稳塔基产品+结构升级。**古井在省内龙头地位稳固, 在存量竞争的背景下品牌力将成为更加重要的因素, 公司核心单品献礼/古 5/古 8/古 16 均为 100-400 元价格带省内龙头。在洞 6 高速增长的背景下, 公司古 5 基本盘依然稳定增长, 彰显了古井作为徽酒龙头的稳固地位。在稳塔基产品的同时, 古 8+古 16 持续增长, 未来将继续受益行业集中度提升。考虑到古 8 为公司省内主销产品, 消费者心智领先, 其核心基本盘地位难以动摇。同时, 古 16 在 350 元价格带也占据了绝对主导地位, 古井渠道力显著领先, 预计明年宴席团购需求将支撑古 16 持续增长, 带动结构升级。
- **2) 利润端:** 公司短期的利润率提升来源于结构提升, 中长期来源于费用率收缩下的盈利改善。我们看好明年古 8+古 16 继续引领增长, 带动产品结构向上。短期来看, 考虑到行业竞争加剧, 费用率或维持稳定, 但中长期来看公司费用率水平显著高于其余酒企, 改善空间较大。未来随着行业格局改善、竞争趋缓, 古井有望在省内优化费用投放, 省外细化渠道运作, 通过精细化管理方式控费用, 看好费用精细化投放下公司净利率提升逻辑。
- **超预期点 2:** 关注古井业绩超预期, 看好 24Q4+25Q1 收入增速位于行业前列。
- **市场担忧:** 过去古井经历了高速增长, 担心在白酒行业整体增速放缓+徽酒竞争加剧的背景下, 担心古井库存高企下未来增速放缓, 难以支撑高估值。
- **我们认为:** 尽管市场预期明年酒企将下调全年目标, 但春节依然是各家酒企抢夺回款的重心, 一般开门红占比达到全年回款的 30-60%。在行业竞争加剧的背景下, 行业呈现旺季更旺、淡季更淡的特征, 一旦丢失了春节旺季份额, 将难以在淡季进行回补。因此, 在保证库存在红线之内的前提下, 酒企会加大对于渠道的回款抢夺力度, 终端因资金有限也会优先对头部品牌进行打款。古井在省内龙头地位稳固, 在存量竞争的背景下品牌力将成为更加重要的因素, 预计古井会进一步挤压小企份额。同时, 春节期间走亲访友场景密集, 预计大众自饮&宴席将贡献白酒的主要收入, 古井作为徽酒龙头, 公司核心单品献礼/古 5/古 8/古 16 均为 100-400 元价格带省内龙头, 品牌力&渠道力&产品力全面领先, 预计春节期间表现要优于竞品。从报表端来看, 24Q3 在头部酒企普遍降速的背景下, 古井依然实现了营收同比增长 13.4% 的优异成绩, 显著好于行业平均。我们对市场上头部酒企的 24Q4+25Q1 收入进行了预测, 预计古井的收入增速仍将位于行业前列, 25 年开门红表现及全年表现或超预期。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家祯  
 执业证书号: S1230523080001  
 zhangjiachen@stocke.com.cn

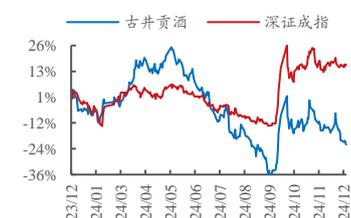
分析师: 潘俊汝  
 执业证书号: S1230524010001  
 panjunru@stocke.com.cn

分析师: 满静雅  
 执业证书号: S1230524100004  
 manjingya@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥172.11
总市值(百万元)	90,977.35
总股本(百万股)	528.60

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《Q3 业绩符合预期, 利润弹性持续兑现》2024.11.04
- 2 《Q2 业绩符合预期, 结构升级延续》2024.09.01
- 3 《24Q1 报表质量优异, 迈向 300 亿新征程》2024.05.01

- **超预期点 3: 关注潜在分红提升, 股东回报有望超预期**
- **市场担忧:** 近期泸州老窖&山西汾酒发布 2024 年中期利润分配预案, 预计全年分红率提升, 今年以来贵州茅台、五粮液、洋河股份先后承诺未来三年分红比例, 其中茅台承诺 24-26 年分红率不低于 75% (我们预计茅台 24 年分红率可达 86.7%), 五粮液承诺 24-26 年分红率不低于 70%且分红金额不低于 200 亿, 洋河承诺 24-26 年分红率不低于 70%且分红金额不低于 70 亿。
- **我们认为:** 古井作为兼具  $\beta$  和  $\alpha$  的安徽白酒龙头, 23 年分红率仅 52%, 仍有较大提升空间, 我们看好公司潜在分红提升预期, 据测算, 若 24 年分红率提升至 60%则对应当前股息率将提升至 3.6%, 显著提升股东回报。
- **盈利预测及估值**  
 我们预计 2024-2026 年公司收入增速分别为 18.63%、11.47%、12.08%; 归母净利润增速分别为 22.76%、16.47%、15.76%, EPS 分别为 10.66、12.41、14.37 元; 24 年 PE 对应 16.17 倍, 维持买入评级。
- **催化剂:** 白酒需求恢复超预期, 徽酒结构升级超预期, 批价持续上行。
- **风险提示:** 1、消费修复不及预期; 2、省内竞争加剧; 3、省外古 20 扩张受阻。

## 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20254	24027	26782	30019
(+/-) (%)	21.18%	18.63%	11.47%	12.08%
归母净利润	4589	5634	6561	7595
(+/-) (%)	46.01%	22.76%	16.47%	15.76%
每股收益(元)	8.68	10.66	12.41	14.37
P/E	19.84	16.17	13.88	11.99

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	25508	28766	34304	40516
现金	15966	18118	22964	28199
交易性金融资产	720	1721	1408	1283
应收账款	69	167	224	305
其它应收款	49	98	97	101
预付账款	92	211	221	205
存货	7520	7731	8670	9578
其他	1093	720	719	844
<b>非流动资产</b>	9913	11259	12919	14408
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10
固定资产	4596	5946	7466	8999
无形资产	1123	1143	1140	1137
在建工程	2911	3030	3151	3118
其他	1273	1129	1152	1144
<b>资产总计</b>	35421	40025	47223	54923
<b>流动负债</b>	12409	12203	13698	14895
短期借款	0	38	40	26
应付款项	4167	3322	4179	4702
预收账款	0	0	0	0
其他	8241	8843	9479	10167
<b>非流动负债</b>	598	531	587	615
长期借款	107	129	154	173
其他	491	403	432	442
<b>负债合计</b>	13007	12734	14285	15510
少数股东权益	889	1057	1253	1480
归属母公司股东权益	21525	26234	31685	37933
<b>负债和股东权益</b>	35421	40025	47223	54923

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	4496	5694	7485	8232
净利润	4726	5802	6758	7822
折旧摊销	374	414	523	644
财务费用	(162)	(243)	(293)	(367)
投资损失	6	4	7	6
营运资金变动	1855	(49)	1482	1079
其它	(2303)	(235)	(992)	(952)
<b>投资活动现金流</b>	(1278)	(2884)	(1860)	(2025)
资本支出	(2310)	(1810)	(2090)	(2070)
长期投资	(33)	25	(6)	(5)
其他	1066	(1099)	235	49
<b>筹资活动现金流</b>	(1647)	(659)	(778)	(971)
短期借款	(83)	38	3	(14)
长期借款	62	21	26	19
其他	(1626)	(718)	(806)	(976)
<b>现金净增加额</b>	1571	2151	4846	5235

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	20254	24027	26782	30019
营业成本	4240	4860	5253	5730
营业税金及附加	3050	3652	4017	4503
营业费用	5437	6367	7017	7715
管理费用	1367	1610	1714	1921
研发费用	71	84	94	105
财务费用	(162)	(243)	(293)	(367)
资产减值损失	(31)	(37)	(41)	(46)
公允价值变动损益	20	19	23	20
投资净收益	(6)	(4)	(7)	(6)
其他经营收益	48	48	48	48
<b>营业利润</b>	6283	7724	9004	10431
营业外收支	49	49	49	49
<b>利润总额</b>	6332	7773	9054	10480
所得税	1606	1971	2296	2658
<b>净利润</b>	4726	5802	6758	7822
少数股东损益	137	168	196	227
<b>归属母公司净利润</b>	4589	5634	6561	7595
EBITDA	6473	7945	9283	10756
EPS (最新摊薄)	8.68	10.66	12.41	14.37

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.18%	18.63%	11.47%	12.08%
营业利润	41.10%	22.94%	16.58%	15.84%
归属母公司净利润	46.01%	22.76%	16.47%	15.76%
<b>获利能力</b>				
毛利率	79.07%	79.77%	80.39%	80.91%
净利率	23.34%	24.15%	25.23%	26.06%
ROE	21.99%	22.67%	21.79%	21.00%
ROIC	20.90%	21.22%	20.45%	19.74%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.72%	31.81%	30.25%	28.24%
净负债比率	1.44%	1.66%	1.76%	1.68%
流动比率	2.06	2.36	2.50	2.72
速动比率	1.45	1.72	1.87	2.08
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.64	0.61	0.59
应收账款周转率	308.52	267.71	248.19	267.78
应付账款周转率	1.74	1.85	1.93	1.82
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	8.68	10.66	12.41	14.37
每股经营现金	8.51	10.77	14.16	15.57
每股净资产	40.72	49.63	59.94	71.76
<b>估值比率</b>				
P/E	19.84	16.17	13.88	11.99
P/B	4.23	3.47	2.87	2.40
EV/EBITDA	14.29	9.13	7.35	5.89

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>