

古井贡酒 (000596.SZ)

第三季度收入增长 13.4%，省内市场仍有韧性

优于大市

核心观点

2024年第三季度公司收入同比+13.4%，归母净利润同比+13.6%。2024前三季度实现营业总收入190.7亿元，同比+19.5%；归母净利润47.5亿元，同比+24.5%；其中第三季度营业总收入52.6亿元，同比+13.4%；归母净利润11.7亿元，同比+13.6%。

2024Q3收入兑现稳健增长，省内市场展现韧性。预计2024Q3产品收入增速排序为古8/7>古16>古5，古20同比下滑较多。今年安徽省白酒需求承压大环境中，古井收入增长依然展现出较强韧性，系1)宴席场景虽有降频，用酒价位有一定刚性，主流200元价位古8基本盘稳固、作为调节项，价位缓慢向300元以上升级过程中，古16受益于龙头品牌力充分承接需求，动销较快；2)公司在省内各价位带均是流量大单品，对渠道话语权较强，仍能通过经销商蓄水池熨平业绩波动。

整体盈利能力保持稳健。2024Q3毛利率同比-1.55pcts，主因1)省内份额向200元价位“内卷”过程中，产品结构略有承压；2)双节动销公司阶段性加大宴席场景政策，赠酒费用冲减收入。Q3税金及附加率同比+2.4pcts，系生产和销售错期影响；销售费用率同比-5.32pcts，预计与渠道费用确认节奏差异影响+精细化费用管理相关；管理费用率同比-0.14pcts，整体净利率略增0.05pcts。

现金流表现较好，预收反应动销压力。2024Q3经营性现金流净额13.34亿元/同比+34.6%，销售收现54.60亿元/同比+24.6%，预计系应收账款到期所致；截至Q3末合同负债19.36亿元/环比下降2.83亿元，公司省内回款任务基本完成，需求承压背景下公司或逐步下调目标增速。

盈利预测与投资建议：短期看，白酒消费需求仍处于缓慢复苏阶段，公司省内库存水位略高于竞对，客观上需放缓节奏防范渠道风险；但同时也验证公司省内品牌壁垒较高，消费基础较好，对经销商议价权仍很高；长期看省内消费升级的趋势不变，看好公司结构升级和费效比持续提升。下调此前收入及利润预测，预计2024-2026年收入237.10/269.40/303.72亿元，同比+17.1%/+13.6%/+12.7%（前值为+21.0%/+18.5%/+17.0%）；预计2024-2026年归母净利润55.99/65.63/76.56亿元，同比+22.0%/17.2%/+16.7%（前值为+26.6%/+24.2%/+20.2%），当前股价对应2024/2025年17.6/15.0xP/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

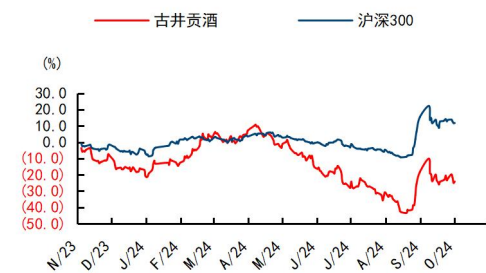
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	188.41元
总市值/流通市值	99594/99594百万元
52周最高价/最低价	294.98/139.84元
近3个月日均成交额	501.54百万元

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) - 产品结构延续升级趋势，净利率提升逻辑持续兑现》——2024-08-31
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 省内增长留有余力，省外调整或接近尾声》——2024-06-03
- 《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

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	23,710	26,940	30,372
(+/-%)	25.9%	21.2%	17.1%	13.6%	12.7%
净利润(百万元)	3143	4589	5599	6563	7656
(+/-%)	36.8%	46.0%	22.0%	17.2%	16.7%
每股收益(元)	5.95	8.68	10.59	12.42	14.48
EBIT Margin	25.0%	30.1%	30.9%	31.9%	33.1%
净资产收益率 (ROE)	17.0%	21.3%	22.5%	23.3%	24.5%
市盈率 (PE)	31.3	21.5	17.6	15.0	12.9
EV/EBITDA	24.5	17.3	14.2	12.1	10.6
市净率 (PB)	5.32	4.58	3.96	3.50	3.15

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

2024 年第三季度公司收入同比+13.4%，归母净利润同比+13.6%。2024 前三季度实现营业总收入 190.7 亿元，同比+19.5%；归母净利润 47.5 亿元，同比+24.5%；其中第三季度营业总收入 52.6 亿元，同比+13.4%；归母净利润 11.7 亿元，同比+13.6%。

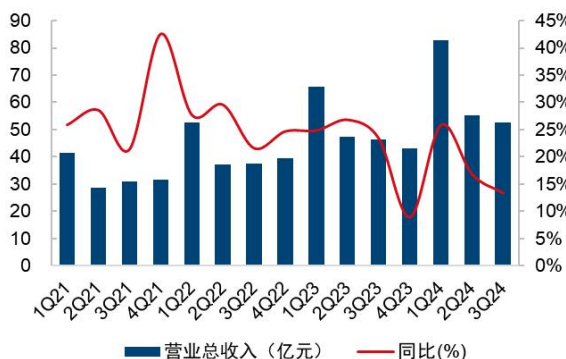
2024Q3 收入兑现稳健增长，省内市场展现韧性。预计 2024Q3 产品收入增速排序为古 8/7>古 16>古 5，古 20 同比下滑较多。今年安徽省白酒需求承压大环境中，古井单三季度收入增长依然展现出较强韧性，系 1) 宴席场景虽有降频，用酒价位有一定刚性，主流 200 元价位古 8 基本盘稳固、作为调节项，价位缓慢向 300 元以上升级过程中，古 16 受益于龙头品牌力充分承接需求，动销较快；2) 公司在省内各价位带均是流量大单品，对渠道话语权较强，仍能通过经销商蓄水池熨平业绩波动。

整体盈利能力保持稳健。2024Q3 毛利率同比-1.55pcts，主因 1) 省内份额向 200 元价位“内卷”过程中，产品结构略有承压；2) 双节动销公司阶段性加大宴席场景政策，赠酒费用冲减收入。Q3 税金及附加率同比+2.4pcts，系生产和销售错期影响；销售费用率同比-5.32pcts，预计与渠道费用确认节奏差异影响+精细化费用管理相关；管理费用率同比-0.14pcts，整体净利率略增 0.05pcts。

现金流表现较好，预收反应动销压力。2024Q3 经营性现金流净额 13.34 亿元/同比+34.6%，销售收现 54.60 亿元/同比+24.6%，预计系应收账款到期所致；截至 Q3 末合同负债 19.36 亿元/环比下降 2.83 亿元，公司省内回款任务基本完成，需求承压背景下公司或逐步下调目标增速。

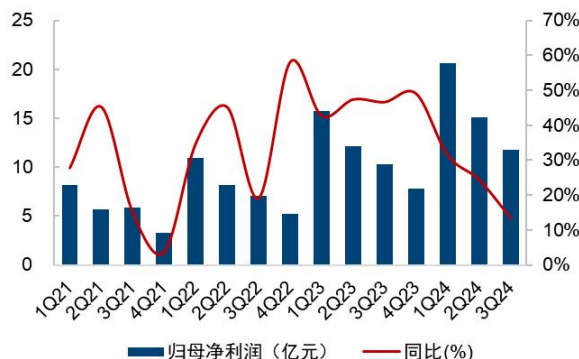
盈利预测与投资建议：短期看，白酒消费需求仍处于缓慢复苏阶段，公司省内库存水位略高于竞对，客观上需放缓节奏防范渠道风险；但同时也验证公司省内品牌壁垒较高，消费基础较好，对经销商议价权仍很高；长期看省内消费升级的趋势不变，看好公司结构升级和费效比持续提升。下调此前收入及利润预测，预计 2024-2026 年收入 237.10/269.40/303.72 亿元，同比+17.1%/+13.6%/+12.7%（前值为+21.0%/+18.5%/+17.0%）；预计 2024-2026 年归母净利润 55.99/65.63/76.56 亿元，同比+22.0%/17.2%/+16.7%（前值为+26.6%/+24.2%/+20.2%），当前股价对应 2024/2025 年 17.6/15.0xP/E，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



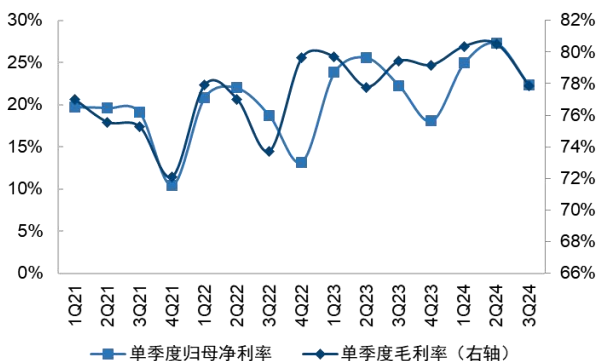
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



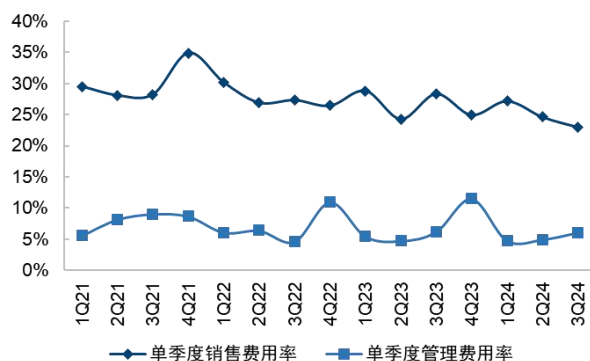
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 山西汾酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	20,254	24,507	29,041	23,710	26,940	-3.3%	-7.2%
收入同比增速%	21.2%	21.0%	18.5%	17.1%	13.6%	-3.93pcts	-4.88pcts
毛利率%	79.1%	79.8%	80.3%	79.9%	80.4%	0.11pcts	0.09pcts
销售费用率%	26.8%	25.6%	24.5%	26.2%	25.9%	0.57pcts	1.39pcts
管理费用率%	6.5%	6.5%	6.5%	6.8%	6.7%	0.22pcts	0.17pcts
归母净利润 (百万元)	4,589	5,808	7,216	5,599	6,563	-3.6%	-9.1%
归母净利润同比增速%	46.0%	26.6%	24.2%	22.0%	17.2%	-4.56pcts	-7.03pcts
净利率%	22.7%	23.7%	24.8%	23.6%	24.4%	-0.09pcts	-0.49pcts
EPS (元)	8.68	10.99	13.65	10.59	12.42	-3.6%	-9.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/10/30	2024/10/30	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,532	19,245	862.41	970.34	22.3	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	149	5,776	337.77	376.88	17.1	15.3		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	137	2,014	151.86	174.08	13.3	11.6		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	197	2,405	128.64	153.48	18.7	15.7		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	85	1,275	102.31	108.26	12.5	11.8		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	52	168	3.70	4.31	45.4	38.9		

600702.SH	舍得酒业	中性	64	212	10.90	11.88	19.4	17.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	186	985	55.99	65.63	17.6	15.0
603589.SH	口子窖	优于大市	39	235	18.30	20.11	12.9	11.7
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	61	488	28.42	34.32	17.2	14.2
603369.SH	今世缘	优于大市	44	551	37.96	45.88	14.5	12.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除古井贡酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

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	18968	21552	24298	营业收入	16713	20254	23710	26940	30372
应收款项	136	118	206	234	264	营业成本	3816	4240	4773	5271	5736
存货净额	6058	7520	7652	8360	9121	营业税金及附加	2824	3050	3675	4149	4647
其他流动资产	579	1184	1260	1313	1623	销售费用	4668	5437	6212	6977	7775
流动资产合计	22328	25508	28806	32179	36026	管理费用	1167	1367	1645	1850	2049
固定资产	5197	7507	9516	11559	13418	研发费用	57	71	83	94	106
无形资产及其他	1108	1123	1079	1035	991	财务费用	(216)	(162)	(311)	(339)	(373)
投资性房地产	1147	1273	1273	1273	1273	投资收益	(11)	(6)	(9)	(7)	(8)
长期股权投资	10	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	40	51	38	43	44
资产总计	29790	35421	40684	46056	51718	其他收入	(31)	(84)	(83)	(94)	(106)
短期借款及交易性金融负债	125	81	1355	1351	2191	营业利润	4453	6283	7663	8973	10467
应付款项	2750	4167	3260	4109	4644	营业外净收支	18	49	46	38	44
其他流动负债	7133	8160	9491	10518	11596	利润总额	4470	6332	7708	9011	10511
流动负债合计	10009	12409	14105	15978	18430	所得税费用	1219	1606	1943	2253	2628
长期借款及应付债券	45	107	107	107	107	少数股东损益	109	137	167	195	228
其他长期负债	404	491	591	684	685	归属于母公司净利润	3143	4589	5599	6563	7656
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	14804	16769	19223	净利润	3143	4589	5599	6563	7656
少数股东权益	812	889	996	1121	1267	资产减值准备	(12)	20	28	13	12
股东权益	18521	21525	24885	28166	31229	折旧摊销	269	346	665	913	1099
负债和股东权益总计	29790	35421	40684	46056	51718	公允价值变动损失	(40)	(51)	(38)	(43)	(44)
关键财务与估值指标						财务费用	(216)	(162)	(311)	(339)	(373)
每股收益	5.95	8.68	10.59	12.42	14.48	营运资本变动	1120	378	255	1193	526
每股红利	2.29	3.12	4.24	6.21	8.69	其它	79	68	79	112	133
每股净资产	35.04	40.72	47.08	53.28	59.08	经营活动现金流	4559	5349	6588	8751	9382
ROIC	19.87%	23.74%	24%	24%	25%	资本开支	0	(2683)	(2620)	(2882)	(2882)
ROE	16.97%	21.32%	22%	23%	25%	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%	32%	33%	权益性融资	0	4	0	0	0
EBITDA Margin	27%	32%	34%	35%	37%	负债净变化	(127)	62	0	0	0
收入增长	26%	21%	17%	14%	13%	支付股利、利息	(1211)	(1648)	(2240)	(3281)	(4594)
净利润增长率	37%	46%	22%	17%	17%	其它融资现金流	(907)	1632	1274	(4)	840
资产负债率	38%	39%	39%	39%	40%	融资活动现金流	(3585)	(1535)	(966)	(3285)	(3754)
股息率	1.2%	1.7%	2.3%	3.3%	4.7%	现金净变动	1848	2194	3002	2584	2746
P/E	31.3	21.5	17.6	15.0	12.9	货币资金的期初余额	11925	13773	15966	18968	21552
P/B	5.3	4.6	4.0	3.5	3.2	货币资金的期末余额	13773	15966	18968	21552	24298
EV/EBITDA	24.5	17.3	14.2	12.1	10.6	企业自由现金流	0	2585	3777	5673	6286
						权益自由现金流	0	4279	5283	5923	7405

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