

2024 年 11 月 2 日

现金流保持优秀，业绩增长稳健

古井贡酒(000596)

评级：	增持	股票代码：	000596
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价（元）：	289.25/139.84
目标价格（元）：		总市值(亿元)	916.42
最新收盘价（元）：	191.99	自由流通市值(亿元)	784.47
		自由流通股数(百万)	528.60

事件概述

公司发布三季报，24Q1-3 实现收入 190.7 亿元，同比+19.5%；归母净利 47.5 亿元，同比+24.5%。24Q3 实现收入 52.6 亿元，同比+13.4%；归母净利 11.7 亿元，同比+13.6%。

分析判断：

► 现金流表现优秀，省内竞争加剧

24Q3 营业收入实现双位数以上增长，我们判断古 8/7 所在的 200 元价位带作为当下省内白酒消费主流引领整体收入增长，次高端价格带（古 20 及以上）受到宴席场景降频影响呈现一定压力。同时，我们也认可公司在行业需求复苏阶段，并不盲目追求报表端高增长，整体经营状态稳定健康。

24Q3 合同负债 19.4 亿元，环比-12.8%，我们认为下滑主因 1）省内竞争激烈，即使公司龙头地位稳固也面临省内市场份额抢夺的竞争；2）预收环比下滑相对真实反映今年以来经销商积累的动销压力。24Q3 销售收现/经营活动现金流净额分别同比+24.6%/+34.6%，现金流表现仍然优秀。

► 费用率缩减贡献业绩增长

24Q3 毛利率 77.9%，同比-1.6pct，我们判断主因 1）短期次高端增长压力导致的结构向 200 元价格带集中；2）双节旺季匹配场景和动销政策增加冲减收入阶段性影响。24Q3 税金及附加占收入/销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 9.1%/12.1%/3.2%/-0.2%，分别同比+2.4/-5.3/-0.1/+0.2pct，税金及附加占比提升我们判断主因公司生产销售节奏安排影响，销售费用率下降我们预计主因公司规模效应+精细化费用管理贡献，管理费用率基本持平，财务费用率提升主因本期利息收入增加。综上，费用率下降对冲毛利率影响，24Q3 净利率 23.1%，同比+0.2pct。

投资建议

根据三季报调整盈利预测，24-26 年营业收入由 245/290/341 亿元下调至 238/273/305 亿元；归母净利润由 58/71/86 亿元下调至 55/65/75 亿元；EPS 由 10.87/13.37/16.21 元下调至 10.43/12.35/14.18 元。2024 年 11 月 1 日收盘价 191.99 元对应估值分别 18/16/14 倍，维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	23,802	27,251	30,477
YoY (%)	25.9%	21.2%	17.5%	14.5%	11.8%
归母净利润(百万元)	3,143	4,589	5,515	6,529	7,493
YoY (%)	36.8%	46.0%	20.2%	18.4%	14.8%

毛利率 (%)	77.2%	79.1%	80.5%	81.5%	82.3%
每股收益 (元)	5.95	8.68	10.43	12.35	14.18
ROE (%)	17.0%	21.3%	23.0%	24.4%	25.2%
市盈率	32.27	22.12	18.40	15.54	13.54

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,254	23,802	27,251	30,477	净利润	4,726	5,685	6,731	7,725
YoY (%)	21.2%	17.5%	14.5%	11.8%	折旧和摊销	389	843	762	854
营业成本	4,240	4,634	5,030	5,400	营运资金变动	-651	-444	-475	-672
营业税金及附加	3,050	3,808	4,360	4,876	经营活动现金流	4,496	6,071	7,005	7,895
销售费用	5,437	6,355	7,249	8,076	资本开支	-2,375	-2,074	-2,124	-2,027
管理费用	1,367	1,547	1,744	1,920	投资	1,071	163	155	148
财务费用	-162	-319	-342	-367	投资活动现金流	-1,278	-1,918	-1,977	-1,889
研发费用	71	83	95	107	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	-31	0	0	0	债务募资	19	0	0	0
投资收益	-6	-7	-9	-10	筹资活动现金流	-1,647	-3,034	-3,753	-4,493
营业利润	6,283	7,748	9,177	10,535	现金净流量	1,571	1,118	1,275	1,513
营业外收支	49	18	18	18	主要财务指标				
利润总额	6,332	7,766	9,195	10,553	成长能力				
所得税	1,606	2,081	2,464	2,828	营业收入增长率	21.2%	17.5%	14.5%	11.8%
净利润	4,726	5,685	6,731	7,725	净利润增长率	46.0%	20.2%	18.4%	14.8%
归属于母公司净利润	4,589	5,515	6,529	7,493	盈利能力				
YoY (%)	46.0%	20.2%	18.4%	14.8%	毛利率	79.1%	80.5%	81.5%	82.3%
每股收益 (元)	8.68	10.43	12.35	14.18	净利率	22.7%	23.2%	24.0%	24.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	13.0%	14.9%	16.7%	18.1%
货币资金	15,966	17,085	18,360	19,873	净资产收益率 ROE	21.3%	23.0%	24.4%	25.2%
预付款项	92	93	96	97	偿债能力				
存货	7,520	7,153	6,818	6,680	流动比率	2.06	2.27	2.54	2.90
其他流动资产	1,930	1,485	1,123	831	速动比率	1.43	1.62	1.86	2.17
流动资产合计	25,508	25,815	26,397	27,482	现金比率	1.29	1.50	1.77	2.10
长期股权投资	10	13	15	17	资产负债率	36.7%	32.3%	28.1%	24.4%
固定资产	4,596	6,761	8,625	9,950	经营效率				
无形资产	1,123	1,498	1,713	1,974	总资产周转率	0.62	0.66	0.72	0.76
非流动资产合计	9,913	11,201	12,628	13,875	每股指标 (元)				
资产合计	35,421	37,017	39,025	41,357	每股收益	8.68	10.43	12.35	14.18
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	40.72	45.41	50.66	56.34
应付账款及票据	4,167	3,813	3,313	2,837	每股经营现金流	8.51	11.48	13.25	14.94
其他流动负债	8,241	7,541	7,071	6,648	每股股利	4.50	5.74	7.10	8.50
流动负债合计	12,409	11,354	10,384	9,484	估值分析				
长期借款	107	107	107	107	PE	19.82	18.40	15.54	13.54
其他长期负债	491	491	491	491	PB	5.72	3.79	3.40	3.05
非流动负债合计	598	598	598	598					
负债合计	13,007	11,952	10,982	10,082					
股本	529	529	529	529					
少数股东权益	889	1,060	1,261	1,493					
股东权益合计	22,414	25,065	28,043	31,274					
负债和股东权益合计	35,421	37,017	39,025	41,357					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。