

古井贡酒 (000596.SZ)

2024年业绩彰显韧性, 2025Q1 顺利开门红

优于大市

核心观点

2024年收入、净利润实现双位数增长。2024年公司实现营业总收入235.8亿元/同比+16.4%，归母净利润55.2亿元/同比+20.2%；2024Q4收入45.1亿元/同比+4.8%，归母净利润7.7亿元/同比-0.7%；符合此前预告值。结合中期分红2024年份合计现金分红占归母净利润比57.5%，较2023年提升5.66pcts。2025Q1实现收入91.5亿元/同比+10.4%，归母净利润23.3亿元/同比+12.8%。

2024年收入增速高于行业，产品结构持续提升。分产品看，2024年年份原浆收入180.9亿元/同比+17.3%（量+12.0%，价+4.8%），我们预计古7/8/16增速高于整体，上半年古16承接省内升级需求、放量较多，下半年需求转弱后古8+7贡献较多增长；古20以去化库存为主，增速低于平均；2024年古井贡酒收入22.4亿元/同比+11.2%（量+9.0%，价+2.0%），公司推出贡系列补充收入增量。分区域看，2024年华中/华北/华南/国际市场收入分别+17.8%/+7.4%/+11.2%/+2.9%，全年白酒消费需求退频降次，公司凭借渠道精细化运作能力和年份原浆品牌势能，安徽省内市场承担较多增量，另外黄鹤楼从湖北基地开始向华北铺货。

2025Q1顺利实现开门红，回款留有余力。分产品看，预计结构延续稳中有升，古16在合肥区域受益于宴席场景回补和升级需求，预计增速引领；古8、古5在县级市场增长稳健；另外公司加大百元内光瓶酒的布局，招商老瓷贡和老玻贡补充增量。2025Q1毛利率同比-0.67pcts 预计系春节阶段性加大促销力度所致。2024&2025Q1销售费用率分别同比-0.60/-0.57pcts，管理费用率分别同比-0.70/-0.43pcts，公司管理精益化、费效比提升逻辑仍在稳步兑现。结合24Q4+25Q1看，合同负债环比Q3末增加17.38亿元，同比多增33.5%，节后以去库存、促动销为主，后续收入留有余力。两个季度销售收现同比-0.6%，经营性现金流量净额同比-0.2%，系回款中票据占比较高所致。

投资建议：2025年经营计划总收入稳健增长，基本盘优势稳固。近期经营看，库存环比春节后有所去化，五一节庆婚喜宴回补、渠道信心改善，公司逐步推动端午小旺季营销活动。2025年看，公司省内品牌力和渠道护城河仍在，100-600元个价位带份额领先，通过三通工程和酒店渠道合作推动各级市场结构升级，预计古8以上产品仍是增长主力。但考虑到白酒行业整体消费场景减少，安徽省内白酒规模增长边际减弱，公司保持积极费用投入稳固份额优势、培育高端产品；**下调此前收入及净利润预测并引入2027年预测**，预计2025-2027年公司收入255.4/276.3/294.5亿元，同比+8.3%/+8.2%/+6.6%（前值25/26年收入+13.6%/+12.7%）；归母净利润60.7/66.9/72.2亿元，同比+10.0%/+10.2%/+7.9%（前值25/26年净利润+17.2%/+16.7%），当前股价对应25/26年14.6/13.2倍P/E，当前分红率水平对应4%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,254	23,578	25,543	27,631	29,446
(+/-%)	21.2%	16.4%	8.3%	8.2%	6.6%
净利润(百万元)	4589	5517	6070	6689	7221
(+/-%)	46.0%	20.2%	10.0%	10.2%	7.9%
每股收益(元)	8.68	10.44	11.48	12.65	13.66
EBIT Margin	30.1%	31.4%	31.3%	32.0%	32.5%
净资产收益率 (ROE)	21.3%	22.4%	22.4%	22.5%	22.4%
市盈率 (PE)	19.2	16.0	14.6	13.2	12.2
EV/EBITDA	15.8	13.0	11.8	10.7	9.9
市净率 (PB)	4.10	3.58	3.26	2.97	2.74

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

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	167.11元
总市值/流通市值	88334/88334百万元
52周最高价/最低价	287.24/139.84元
近3个月日均成交额	460.47百万元

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) - 第三季度收入增长13.4%，省内市场仍有韧性》——2024-11-01
- 《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

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



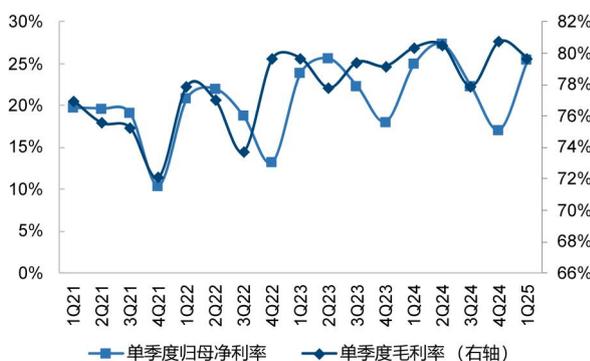
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



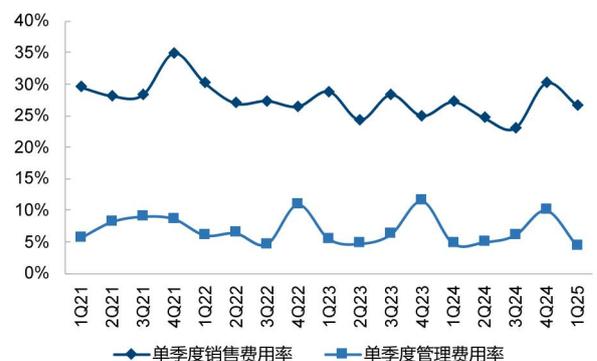
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 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: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 古井贡酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	23,578	26,940	30,372	25,543	27,631	-5.2%	-9.0%
收入同比增速%	16.4%	13.6%	12.7%	8.3%	8.2%	-5.29pcts	-4.57pcts
毛利率%	79.9%	80.4%	81.1%	79.4%	79.6%	-1.02pcts	-1.51pcts
销售费用率%	26.2%	25.9%	25.6%	26.0%	25.8%	0.12pcts	0.22pcts
管理费用率%	5.9%	6.7%	6.6%	6.2%	6.1%	-0.5pcts	-0.5pcts
归母净利润 (百万元)	5,517	6,563	7,656	6,070	6,689	-7.5%	-12.6%
归母净利润同比增速%	20.2%	17.2%	16.7%	10.0%	10.2%	-7.2pcts	-6.45pcts
净利率%	23.4%	24.4%	25.2%	23.8%	24.2%	-0.6pcts	-1pcts
EPS (元)	10.44	12.42	14.48	11.48	12.65	-7.5%	-12.6%

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	
					2024A/E	2025E	2024A/E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,550	19,471	862.3	941.9	22.6	20.7
000858.SZ	五粮液	优于大市	129	5,009	318.5	350.4	15.7	14.3
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	125	1,845	134.7	152.4	13.7	12.1
600809.SH	山西汾酒	优于大市	211	2,576	124.4	142.5	20.7	18.1
002304.SZ	洋河股份	中性	72	1,091	83.1	81.2	13.1	13.4
000799.SZ	酒鬼酒	中性	44	143	0.7	1.6	194.6	89.3

600702.SH	舍得酒业	中性	57	190	3.5	6.6	54.9	28.9
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	167	883	55.2	60.7	16.0	14.6
603369.SH	今世缘	优于大市	35	211	16.7	17.6	12.6	12.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	50	400	27.0	31.2	14.8	12.8
603589.SH	口子窖	优于大市	49	607	36.1	40.4	16.8	15.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	19	99	3.9	4.2	25.4	23.6

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

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15966	15894	20434	22105	23557	营业收入	20254	23578	25543	27631	29446
应收款项	118	157	175	190	202	营业成本	4240	4738	5257	5636	5968
存货净额	7520	9264	8785	9265	9655	营业税金及附加	3050	3740	3934	4200	4417
其他流动资产	1184	3437	2034	2614	3141	销售费用	5437	6182	6646	7134	7544
流动资产合计	25508	28812	31489	34234	36616	管理费用	1367	1442	1629	1731	1841
固定资产	7507	8936	10738	12617	14311	研发费用	71	78	85	92	98
无形资产及其他	1123	1129	1085	1041	997	财务费用	(162)	(349)	(316)	(324)	(320)
投资性房地产	1273	1634	1634	1634	1634	投资收益	(6)	(34)	(20)	(27)	(24)
长期股权投资	10	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	51	24	38	38	33
资产总计	35421	40522	44957	49538	53569	其他收入	(84)	(63)	(85)	(92)	(98)
短期借款及交易性金融负债	81	140	1848	2543	3438	营业利润	6283	7750	8327	9174	9908
应付款项	4167	3532	4053	4450	4372	营业外净收支	49	45	37	44	42
其他流动负债	8160	10637	10247	10894	11445	利润总额	6332	7796	8364	9218	9950
流动负债合计	12409	14309	16148	17886	19255	所得税费用	1606	2089	2091	2304	2488
长期借款及应付债券	107	42	42	42	42	少数股东损益	137	189	203	224	242
其他长期负债	491	478	533	577	578	归属于母公司净利润	4589	5517	6070	6689	7221
长期负债合计	598	520	575	618	620	现金流量表 (百万元)					
负债合计	13007	14829	16723	18504	19875	净利润	4589	5517	6070	6689	7221
少数股东权益	889	1037	1149	1272	1406	资产减值准备	20	(7)	7	4	5
股东权益	21525	24657	27085	29761	32288	折旧摊销	346	523	944	1137	1317
负债和股东权益总计	35421	40522	44957	49538	53569	公允价值变动损失	(51)	(24)	(38)	(38)	(33)
关键财务与估值指标						财务费用	(162)	(349)	(316)	(324)	(320)
每股收益	8.68	10.44	11.48	12.65	13.66	营运资本变动	378	(2576)	2057	16	(450)
每股红利	3.12	4.68	6.89	7.59	8.88	其它	68	112	105	119	129
每股净资产	40.72	46.65	51.24	56.30	61.08	经营活动现金流	5349	3545	9145	7928	8188
ROIC	23.74%	23.92%	22%	22%	21%	资本开支	0	(1923)	(2671)	(2938)	(2938)
ROE	21.32%	22.38%	22%	22%	22%	其它投资现金流	1063	660	0	0	0
毛利率	79%	80%	79%	80%	80%	投资活动现金流	1062	(1265)	(2671)	(2938)	(2938)
EBIT Margin	30%	31%	31%	32%	33%	权益性融资	0	26	0	0	0
EBITDA Margin	32%	34%	35%	36%	37%	负债净变化	62	(66)	0	0	0
收入增长	21%	16%	8%	8%	7%	支付股利、利息	(1648)	(2473)	(3642)	(4014)	(4694)
净利润增长率	46%	20%	10%	10%	8%	其它融资现金流	(1047)	2698	1708	694	896
资产负债率	39%	39%	40%	40%	40%	融资活动现金流	(4218)	(2352)	(1934)	(3319)	(3798)
股息率	1.9%	2.8%	4.1%	4.5%	5.3%	现金净变动	2194	(72)	4540	1671	1452
P/E	19.2	16.0	14.6	13.2	12.2	货币资金的期初余额	13773	15966	15894	20434	22105
P/B	4.1	3.6	3.3	3.0	2.7	货币资金的期末余额	15966	15894	20434	22105	23557
EV/EBITDA	15.8	13.0	11.8	10.7	9.9	企业自由现金流	0	1438	6324	4844	5113
						权益自由现金流	0	4071	8270	5782	6248

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