

## 古井贡酒 (000596.SZ)

## 正视困难，积极应对

公司召开 2024 年度股东大会，在股东会上提出，当下行业增长压力显现、库存大、价格不稳等问题长期存在，正视行业困难，内外并举积极应对。聚焦古 20/古 16/古 8，整合老贡酒，省外板块化推进。管理层具备穿越周期的经验，当下低估明显，维持 25-27 年每股收益为 11.54、12.79、13.98 元，给予“强烈推荐”投资评级。

□ **正视行业困难，内外并举积极应对。**公司在股东会上提出，当下行业增长压力显现、库存大、价格不稳等问题长期存在，古井在上一轮穿越周期，并实现了增长，2012 年“24 字方针”（冷静分析、科学应对、坚持坚守、修补提升、逆向思维、弯道超车），当下依旧适用。2025 年提出作风建设管理年，对内强化管理、降本增效，对外继续抓市场拓展和客户服务，精耕细作。对待全年目标，董事长表示仍要一鼓作气面对压力，保持长期良性和可持续发展，对各方负起责任。

□ **聚焦古 20/古 16/古 8，整合老贡酒，省外板块化推进。**持续聚焦古 20（500-600 元价位）、古 16（高端宴席市场，第二增长点）、古 8 等核心产品，控价稳量，更高端的产品只是补充不是重点，今年来开始整合老贡酒系列，加大电商文创产品布局。全国化先实现板块化，在几大核心省区做深做透。省内作为大本营也要做到坚不可摧，永远没有天花板。

□ **管理层具备穿越周期的经验，当下对应 13XPE 低估明显，维持“强烈推荐”投资评级。**古井管理层客观承认当下产业面临的压力，但在动作上仍强调坚持坚守，以积极作为的心态面对调整，对内降本增效，对外精耕细作。公司管理层拥有穿越周期的经验，行业调整期更考验企业内功，我们认为公司合理降速后，长期竞争力不改。当下对应 2025 年 13X PE，隐含较为悲观的假设和预期，低估明显，维持 25-27 年每股收益为 11.54、12.79、13.98 元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**省外扩张不及预期、次高端产品升级不及预期、费用率优化不及预期等

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20254	23578	25752	27698	29306
同比增长	21%	16%	9%	8%	6%
营业利润(百万元)	6283	7750	8572	9506	10393
同比增长	41%	23%	11%	11%	9%
归母净利润(百万元)	4589	5517	6100	6762	7391
同比增长	46%	20%	11%	11%	9%
每股收益(元)	8.68	10.44	11.54	12.79	13.98
PE	17.3	14.4	13.0	11.8	10.8
PB	3.7	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：

当前股价：150.55 元

## 基础数据

总股本（百万股）	529
已上市流通股（百万股）	409
总市值（十亿元）	79.6
流通市值（十亿元）	61.5
每股净资产（MRQ）	50.1
ROE（TTM）	21.8
资产负债率	35.9%
主要股东	安徽古井集团有限责任公司
主要股东持股比例	51.34%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-20	-37
相对表现	-11	-18	-44



## 相关报告

- 《古井贡酒 (000596) — 稳健增长，务实定调》2025-04-27
- 《古井贡酒 (000596) — 业绩符合预期，费用率收缩明显》2024-11-01
- 《古井贡酒 (000596) — Q2 业绩高增，韧性凸显》2024-09-01

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

表 1: 古井贡酒单季度利润表

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	2023	2024
一、营业总收入	4726	4643	4301	8286	5519	5263	4509	9146	20254	23578
二、营业总成本	3076	3221	3261	5470	3356	3596	3436	5991	14033	15857
其中: 营业成本	1050	955	896	1628	1076	1165	869	1858	4240	4738
营业税金及附加	653	688	757	1246	847	906	741	1461	3050	3740
营业费用	1150	1315	1074	2252	1360	1211	1359	2433	5437	6182
管理费用	224	288	495	397	274	320	452	399	1367	1442
研发费用	17	15	26	15	18	18	27	20	71	78
财务费用	-35	-41	2	-68	-214	-24	-43	-181	-162	-349
资产减值损失	18	0	13	0	-6	0	30	0	31	24
三、其他经营收益	18	9	28	0	2	8	20	16	62	29
公允价值变动收益	18	9	12	14	12	16	21	26	48	64
投资收益	13	5	-10	0	0	0	0	1	20	0
其他收益	-14	-5	26	-15	-10	-9	-1	-11	-6	-34
四、营业利润	1668	1430	1068	2816	2166	1675	1094	3171	6283	7750
加: 营业外收入	27	20	21	12	21	13	16	16	85	61
减: 营业外支出	19	5	10	1	5	4	4	0	36	15
五、利润总额	1675	1445	1079	2827	2181	1683	1105	3186	6332	7796
减: 所得税	428	378	263	701	628	465	295	797	1606	2089
六、净利润	1247	1067	816	2126	1553	1218	810	2389	4726	5707
减: 少数股东损益	37	33	39	60	46	44	39	59	137	189
七、归属母公司净利润	1210	1033	777	2066	1507	1174	771	2330	4589	5517
EPS	2.29	1.95	1.47	3.91	2.85	2.22	1.46	4.41	8.68	10.44
<b>主要比率</b>										
毛利率	77.8%	79.4%	79.2%	80.3%	80.5%	77.9%	80.7%	79.7%	79.1%	79.9%
主营税金率	13.8%	14.8%	17.6%	15.0%	15.4%	17.2%	16.4%	16.0%	15.1%	15.9%
营业费率	24.3%	28.3%	25.0%	27.2%	24.6%	23.0%	30.1%	26.6%	26.8%	26.2%
管理费率	4.7%	6.2%	11.5%	4.8%	5.0%	6.1%	10.0%	4.4%	6.8%	6.1%
营业利润率	35.3%	30.8%	24.8%	34.0%	39.2%	31.8%	24.3%	34.7%	31.0%	32.9%
实际税率	25.6%	26.2%	24.4%	24.8%	28.8%	27.6%	26.7%	25.0%	25.3%	26.7%
净利率	25.6%	22.3%	18.1%	24.9%	27.3%	22.3%	17.1%	25.5%	22.7%	23.4%
<b>YoY</b>										
收入增长率	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	16.8%	13.4%	4.8%	10.4%	6.5%	16.4%
营业利润增长率	43.2%	47.9%	29.6%	33.0%	29.9%	17.1%	2.4%	12.6%	12.7%	23.4%
净利润增长率	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%	13.6%	-0.7%	12.8%	14.6%	20.2%

资料来源: 公司公告

图 1: 古井贡酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 古井贡酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《古井贡酒（000596）—稳健增长，务实定调》2025-04-27
- 2、《古井贡酒（000596）—业绩符合预期，费用率收缩明显》2024-11-01
- 3、《古井贡酒（000596）—Q2 业绩高增，韧性凸显》2024-09-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	25508	28812	33799	39080	44463
现金	15966	15894	19609	23773	28307
交易性投资	720	60	60	60	60
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	69	70	59	64	68
其它应收款	49	87	95	102	108
存货	7520	9264	10219	11039	11645
其他	1184	3437	3757	4042	4276
<b>非流动资产</b>	9913	11710	11158	10723	10317
长期股权投资	10	12	12	12	12
固定资产	4596	7897	7533	7259	6993
无形资产商誉	1123	1129	1016	915	823
其他	4183	2672	2598	2538	2490
<b>资产总计</b>	<b>35421</b>	<b>40522</b>	<b>44957</b>	<b>49803</b>	<b>54780</b>
<b>流动负债</b>	12409	14309	15077	15851	16423
短期借款	0	50	0	0	0
应付账款	4167	3532	3899	4212	4443
预收账款	1401	3515	3880	4192	4422
其他	6840	7212	7298	7448	7559
<b>长期负债</b>	598	520	520	520	520
长期借款	107	42	42	42	42
其他	491	478	478	478	478
<b>负债合计</b>	<b>13007</b>	<b>14829</b>	<b>15597</b>	<b>16371</b>	<b>16943</b>
股本	529	529	529	529	529
资本公积金	6226	6220	6220	6220	6220
留存收益	14770	17909	21366	25205	29357
少数股东权益	889	1037	1246	1478	1732
归属于母公司所有者权益	21525	24657	28114	31953	36105
<b>负债及权益合计</b>	<b>35421</b>	<b>40522</b>	<b>44957</b>	<b>49803</b>	<b>54780</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4496	4728	6394	7014	7670
净利润	4726	5707	6100	6762	7391
折旧摊销	374	554	792	738	695
财务费用	(162)	(349)	(313)	(345)	(362)
投资收益	6	(5)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(459)	(1105)	(361)	(345)	(279)
其它	147	115	206	233	255
<b>投资活动现金流</b>	(1278)	(1733)	(210)	(273)	(259)
资本支出	(2381)	(2427)	(239)	(302)	(288)
其他投资	1103	694	29	29	29
<b>筹资活动现金流</b>	(1647)	(2478)	(2470)	(2577)	(2877)
借款变动	(272)	(478)	(140)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	(7)	0	0	0
股利分配	(1586)	(2379)	(2643)	(2922)	(3239)
其他	209	386	313	345	362
<b>现金净增加额</b>	<b>1571</b>	<b>517</b>	<b>3715</b>	<b>4164</b>	<b>4534</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	20254	23578	25752	27698	29306
营业成本	4240	4738	5231	5650	5961
营业税金及附加	3050	3740	4085	4366	4590
营业费用	5437	6182	6623	6930	7127
管理费用	1367	1442	1498	1528	1529
研发费用	71	78	85	92	97
财务费用	(162)	(349)	(313)	(345)	(362)
资产减值损失	(30)	(25)	0	0	0
公允价值变动收益	20	0	0	0	0
其他收益	48	64	64	64	64
投资收益	(6)	(35)	(35)	(35)	(35)
<b>营业利润</b>	6283	7750	8572	9506	10393
营业外收入	85	61	61	61	61
营业外支出	36	15	15	15	15
<b>利润总额</b>	6332	7796	8617	9551	10439
所得税	1606	2089	2308	2557	2794
少数股东损益	137	189	209	232	254
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4589</b>	<b>5517</b>	<b>6100</b>	<b>6762</b>	<b>7391</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	21%	16%	9%	8%	6%
营业利润	41%	23%	11%	11%	9%
归母净利润	46%	20%	11%	11%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	79.1%	79.9%	79.7%	79.6%	79.7%
净利率	22.7%	23.4%	23.7%	24.4%	25.2%
ROE	22.9%	23.9%	23.1%	22.5%	21.7%
ROIC	20.2%	21.0%	20.6%	20.1%	19.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.7%	36.6%	34.7%	32.9%	30.9%
净负债比率	0.5%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	2.1	2.0	2.2	2.5	2.7
速动比率	1.4	1.4	1.6	1.8	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
存货周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	309.0	341.0	399.0	450.0	446.0
应付账款周转率	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	8.68	10.44	11.54	12.79	13.98
每股经营净现金	8.51	8.94	12.10	13.27	14.51
每股净资产	40.72	46.65	53.19	60.45	68.30
每股股利	4.50	5.00	5.53	6.13	6.70
<b>估值比率</b>					
PE	17.3	14.4	13.0	11.8	10.8
PB	3.7	3.2	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	12.8	10.4	9.2	8.4	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。