

古井贡酒（000596）

证券研究报告
2024年11月08日

年份原浆势能延续，Q3 费用率降低持续兑现

事件：2024Q1-3 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 190.69/47.46/47.00 亿元（同比+19.53%/+24.49%/+25.55%）；2024Q3 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 52.63/11.74/11.59 亿元（同比+13.36%/+13.60%/+14.52%）。

年份原浆势能延续，全国化稳步推进。2024Q3 公司营业收入/归母净利润分别为 52.63/11.74 亿元（同比+13.36%/+13.60%），需求相对偏弱背景下古井贡酒 Q3 收入、利润增长势能依然强劲。我们预计省内年份原浆延续放量势能，奠定公司增长基本盘，此外，公司全国化稳步推进，省外梯队市场建设成型，第一梯队已有 4-5 个市场突破 10 亿元，第二梯队 3-5 亿元市场有一定的储备，第三梯队全部过亿，未来全国化扩张空间可期。

Q3 毛利率略有承压，规模效应持续释放费用率降低持续兑现。24Q3 公司毛利率/归母净利率分别同比-1.55/+0.05pcts 至 77.87%/22.30%；销售费用率/管理费用率分别同比-5.32/-0.14pcts 至 23.01%/6.07%；经营性净现金流同比+34.55%至 13.34 亿元；预收款（含合同负债）同比/环比分别-41.61%/-12.75%至 19.36 亿元。我们预计，毛利率下降预计主要系公司价位相对较低的单品占比阶段性回升。销售费用率下降之下公司净利率提升幅度相对较小，主要系 Q3 单季度税金及附加率同比+2.40pcts 至 17.21%。

考虑到需求整体相对偏弱，我们略下调公司盈利预测，预计 24-26 年公司收入分别为 239.6/281.6/326.8 亿元（前值分别为 247.4/295.3/347.5 亿元），归母净利润分别为 55.7/69.1/83.9 亿元（前值分别为 59.0/74.8/92.2 亿元），对应 PE 为 20.8X/16.8X/13.8X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；消费需求不及预期；全国化推进不及预期；产品高端化推进不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713.23	20,253.53	23,960.92	28,156.93	32,679.63
增长率(%)	25.95	21.18	18.30	17.51	16.06
EBITDA(百万元)	4,536.39	6,550.00	7,842.72	9,666.20	11,651.07
归属母公司净利润(百万元)	3,143.14	4,589.16	5,567.59	6,913.34	8,387.53
增长率(%)	36.78	46.01	21.32	24.17	21.32
EPS(元/股)	5.95	8.68	10.53	13.08	15.87
市盈率(P/E)	36.84	25.23	20.80	16.75	13.81
市净率(P/B)	6.25	5.38	4.78	4.19	3.65
市销率(P/S)	6.93	5.72	4.83	4.11	3.54
EV/EBITDA	27.76	16.30	12.57	9.68	7.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	212.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	408.60
流通 A 股股本(百万股)	408.60
A 股总市值(百万元)	86,786.64
流通 A 股市值(百万元)	86,786.64
每股净资产(元)	45.20
资产负债率(%)	34.23
一年内最高/最低(元)	287.24/139.84

作者

张潇倩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060003	zhangxiaoqian@tfzq.com
唐家全	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110003	tangjiaquan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《古井贡酒-半年报点评:年份原浆升级势能延续，Q2 利润弹性持续释放》2024-09-03
- 《古井贡酒-季报点评:全国化、次高端战略推进顺利，费用优化有望持续贡献利润弹性》2024-05-13
- 《古井贡酒-季报点评:年份原浆势能强劲，盈利能力提升》2023-11-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,772.56	15,966.37	16,901.72	22,033.80	24,792.61	营业收入	16,713.23	20,253.53	23,960.92	28,156.93	32,679.63
应收票据及应收账款	62.69	68.61	117.80	101.25	138.85	营业成本	3,816.32	4,239.85	4,868.36	5,323.45	5,783.89
预付账款	234.00	91.61	303.29	158.52	313.17	营业税金及附加	2,824.06	3,050.10	3,608.42	4,240.32	4,921.42
存货	6,058.11	7,519.68	6,204.84	9,465.52	7,819.06	销售费用	4,668.19	5,436.77	6,360.09	7,389.39	8,510.95
其他	2,199.01	1,861.80	1,939.92	1,892.70	1,973.23	管理费用	1,166.78	1,367.15	1,593.44	1,844.33	2,107.89
流动资产合计	22,326.36	25,508.07	25,467.56	33,651.79	35,036.93	研发费用	56.67	70.95	88.14	103.58	120.22
长期股权投资	10.15	10.37	10.37	10.37	10.37	财务费用	(216.30)	(162.24)	(181.21)	(215.75)	(260.67)
固定资产	2,741.84	4,596.04	4,570.68	4,366.08	4,064.02	资产/信用减值损失	(10.74)	(30.16)	6.16	6.16	6.16
在建工程	2,454.70	2,910.74	3,417.20	3,917.39	4,369.21	公允价值变动收益	29.15	19.99	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,108.13	1,123.19	1,078.64	1,034.09	989.54	投资净收益	(10.80)	(6.34)	(33.81)	(33.81)	(33.81)
其他	1,146.77	1,272.51	1,241.68	1,213.40	1,213.40	其他	(62.82)	(15.47)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,461.60	9,912.84	10,318.57	10,541.33	10,646.54	营业利润	4,452.73	6,282.93	7,596.03	9,443.96	11,468.27
资产总计	29,789.82	35,420.91	35,786.13	44,193.13	45,683.48	营业外收入	50.77	85.07	85.07	85.07	85.07
短期借款	83.23	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	33.01	35.85	35.85	35.85	35.85
应付票据及应付账款	2,749.80	4,167.38	1,018.20	5,579.08	2,009.22	利润总额	4,470.49	6,332.15	7,645.24	9,493.18	11,517.49
其他	6,348.83	6,840.11	8,956.04	9,322.75	10,162.56	所得税	1,218.66	1,605.88	1,911.31	2,373.29	2,879.37
流动负债合计	9,181.87	11,007.49	9,974.23	14,901.83	12,171.78	净利润	3,251.83	4,726.27	5,733.93	7,119.88	8,638.12
长期借款	44.94	107.11	107.11	107.11	107.11	少数股东损益	108.69	137.11	166.34	206.54	250.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3,143.14	4,589.16	5,567.59	6,913.34	8,387.53
其他	403.52	490.92	490.92	490.92	490.92	每股收益(元)	5.95	8.68	10.53	13.08	15.87
非流动负债合计	448.46	598.02	598.02	598.02	598.02	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	10,456.97	13,006.63	10,572.26	15,499.85	12,769.80	成长能力					
少数股东权益	812.10	888.96	970.23	1,071.14	1,193.57	营业收入	25.95%	21.18%	18.30%	17.51%	16.06%
股本	528.60	528.60	528.60	528.60	528.60	营业利润	43.56%	41.10%	20.90%	24.33%	21.43%
资本公积	6,224.75	6,224.75	6,224.75	6,224.75	6,224.75	归属于母公司净利润	36.78%	46.01%	21.32%	24.17%	21.32%
留存收益	11,767.00	14,770.37	17,490.54	20,868.20	24,966.11	获利能力					
其他	0.41	1.60	(0.24)	0.59	0.65	毛利率	77.17%	79.07%	79.68%	81.09%	82.30%
股东权益合计	19,332.85	22,414.27	25,213.87	28,693.28	32,913.68	净利率	18.81%	22.66%	23.24%	24.55%	25.67%
负债和股东权益总计	29,789.82	35,420.91	35,786.13	44,193.13	45,683.48	ROE	16.97%	21.32%	22.97%	25.03%	26.44%
						ROIC	126.66%	135.86%	106.85%	98.61%	155.82%
						偿债能力					
						资产负债率	35.10%	36.72%	29.54%	35.07%	27.95%
						净负债率	-70.36%	-70.39%	-66.61%	-76.42%	-75.00%
						流动比率	2.23	2.06	2.55	2.26	2.88
						速动比率	1.63	1.45	1.93	1.62	2.24
						营运能力					
						应收账款周转率	220.35	308.52	257.09	257.09	272.21
						存货周转率	3.12	2.98	3.49	3.59	3.78
						总资产周转率	0.61	0.62	0.67	0.70	0.73
						每股指标(元)					
						每股收益	5.95	8.68	10.53	13.08	15.87
						每股经营现金流	5.88	8.51	8.85	17.58	14.21
						每股净资产	35.04	40.72	45.86	52.26	60.01
						估值比率					
						市盈率	36.84	25.23	20.80	16.75	13.81
						市净率	6.25	5.38	4.78	4.19	3.65
						EV/EBITDA	27.76	16.30	12.57	9.68	7.80
						EV/EBIT	29.51	17.20	13.32	10.15	8.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com