

事件: 公司于 8 月 30 日发布 2024 年中报, 24 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 138.06/35.73/35.41 亿元, 同比+22.07%/+28.54%/+29.64%, 其中单 24Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 55.19/15.07/14.91 亿元, 同比+16.79%/+24.57%/+25.68%。24H1 期末合同负债 22.18 亿元, 同比-26.67%, 24Q1/Q2 季度内合同负债分别+32/-24 亿元。用“单季度营收+Δ合同负债”核算“真实营收”, 24Q2 为 31.21 亿元, 同比+3.82%, 慢于表端营收增速。合同负债的波动和营收增速的差值或系酒企为抢占渠道现金流主动前置回款, 一季度回款于二季度发货确认收入, 是酒企淡旺季间平滑营收的常规操作。

年份原浆系列量价齐升, 省外华北市场招商汇量增速较快。分产品看: 上半年白酒业务合计实现营收 134.28 亿元, 同比 22.29%, 量价分别贡献+12.75%/+8.46%, 其中①年份原浆实现营收 107.87 亿元, 同比 23.12%, 在白酒营收中占比同比+0.54pcts 至 80.33%, 毛利率同比+1.16pcts 至 86.31%。量价分别同比+16.64%/+5.56%。年份原浆系列量价齐升预计主要靠古 8、古 16 增长拉动。②古井贡酒实现营收 12.38 亿元, 同比+11.47%, 毛利率同比-3.02pcts 至 56.19%, 量价分别同比+11.52%/-0.04%。贡酒系列量增价平, 下半年随着贡系列新品贡 9/12/15 上市铺货, 量增趋势或将延续。③黄鹤楼及其他实现营收 14.03 亿元, 同比+26.58%, 毛利率同比+6.43pcts 至 72.14%, 量价分别同比+3.57%/+22.23%。**分区域看,** 24H1 华北/华南/华中/国际营收同比+35.10%/+21.34%/+17.18%/+5.33%。核心市场华中区域占比下滑 0.51pcts 至 85.98%整体表现稳定, 华北市场增速较快或系古 7 在华北市场独立招商铺市叠加扫码红包和宴席政策引流。**分渠道看,** 24H1 线上/线下分别实现营收 4.08/133.97 亿元, 同比+18.88%/+22.17%, 线上渠道毛利率下滑 4.02pcts 或与春节和 618 大促电商平台大促、让利消费者有关。**经销商数量上:** 24H1 末经销商共计 4782 家, 华北/华南/华中/国际分别 1,288/630 /2,848/16 家, 较去年末分别净增加 64/37/45/-5 家, 合计净增 141 家。

结构提升叠加控费增效, 盈利水平持续提升。毛利率: 24H1/24Q2 分别为 80.41%/80.50%, 同比+1.53/+2.72pcts。年份原浆系列占比提升拉升公司整体毛利水平。**费用率:** 24H1 销售/管理费用率分别同比-0.79/-0.30pcts, 24Q2 分别同比+0.31/+0.23pcts。上半年销售费用同比+18.49%, 费用支出相对克制, 其中综合促销费同比+26.39%, 占比提升 3pcts 至 47%, 广告费和薪酬等费项占比稳定。**归母净利率:** 24H1/24Q2 分别为 25.88%/27.30%, 同比+1.30/+1.70pcts。

投资建议: 预计公司 24-26 年归母净利润同比增加 26.4%/23.5%/20.3%, 当前股价对应 PE 分别为 16/13/11 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 省内竞争加剧, 省外调整不及预期, 旺季需求不振动销受滞等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20,254	24,293	28,764	33,631
增长率 (%)	21.2	19.9	18.4	16.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,589	5,800	7,161	8,616
增长率 (%)	46.0	26.4	23.5	20.3
每股收益 (元)	8.68	10.97	13.55	16.30
PE	20	16	13	11
PB	4.2	3.6	3.1	2.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 31 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
172.02 元

分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 古井贡酒 (000596.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 结构向上费效提升 稳步跨进双百亿-2024/04/28
- 古井贡酒 (000596.SZ) 2023 年三季报点评: 盈利提升持续兑现 双百亿营收确定性增强-2023/10/28
- 古井贡酒 (000596.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 费用优化释放利润弹性, 基本盘稳定跨两百亿可期-2023/05/06
- 古井贡酒 (000596.SH) 2022 年三季报点评: 结构升级持续验证 业绩稳定抗扰能力强-2022/10/31
- 古井贡酒 (000596.SZ) 2022 年中报点评: “固本提质增效”, 年份原浆梯次升级-2022/09/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,254	24,293	28,764	33,631
营业成本	4,240	4,666	5,258	5,965
营业税金及附加	3,050	3,717	4,401	5,112
销售费用	5,437	6,438	7,565	8,831
管理费用	1,367	1,676	1,956	2,186
研发费用	71	104	86	101
EBIT	6,107	7,736	9,567	11,516
财务费用	-162	-181	-233	-278
资产减值损失	-31	0	0	0
投资收益	-6	9	5	4
营业利润	6,283	7,927	9,806	11,799
营业外收支	49	46	38	44
利润总额	6,332	7,972	9,844	11,843
所得税	1,606	1,993	2,461	2,961
净利润	4,726	5,979	7,383	8,882
归属于母公司净利润	4,589	5,800	7,161	8,616
EBITDA	6,496	8,177	10,112	12,138

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,966	20,322	24,022	28,233
应收账款及票据	69	112	133	155
预付款项	92	203	228	259
存货	7,520	7,422	8,364	9,489
其他流动资产	1,862	1,055	1,225	1,409
流动资产合计	25,508	29,114	33,973	39,545
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	4,596	5,900	7,169	8,515
无形资产	1,123	1,168	1,218	1,268
非流动资产合计	9,913	11,127	12,361	13,923
资产合计	35,421	40,241	46,334	53,468
短期借款	0	40	40	40
应付账款及票据	4,167	3,189	3,594	4,078
其他流动负债	8,241	10,466	11,777	13,259
流动负债合计	12,409	13,695	15,412	17,376
长期借款	107	83	83	83
其他长期负债	491	446	446	446
非流动负债合计	598	530	530	530
负债合计	13,007	14,225	15,941	17,906
股本	529	529	529	529
少数股东权益	889	1,068	1,290	1,556
股东权益合计	22,414	26,016	30,392	35,562
负债和股东权益合计	35,421	40,241	46,334	53,468

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.18	19.95	18.40	16.92
EBIT 增长率	44.78	26.68	23.67	20.38
净利润增长率	46.01	26.38	23.47	20.31
盈利能力 (%)				
毛利率	79.07	80.79	81.72	82.26
净利润率	22.66	23.87	24.90	25.62
总资产收益率 ROA	12.96	14.41	15.46	16.11
净资产收益率 ROE	21.32	23.25	24.61	25.34
偿债能力				
流动比率	2.06	2.13	2.20	2.28
速动比率	1.35	1.50	1.57	1.64
现金比率	1.29	1.48	1.56	1.62
资产负债率 (%)	36.72	35.35	34.41	33.49
经营效率				
应收账款周转天数	1.17	1.34	1.53	1.54
存货周转天数	576.44	576.46	540.43	538.75
总资产周转率	0.62	0.64	0.66	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	8.68	10.97	13.55	16.30
每股净资产	40.72	47.20	55.06	64.33
每股经营现金流	8.51	14.09	15.99	19.05
每股股利	4.50	5.69	7.02	8.45
估值分析				
PE	20	16	13	11
PB	4.2	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	11.55	9.18	7.42	6.18
股息收益率 (%)	2.62	3.31	4.08	4.91

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,726	5,979	7,383	8,882
折旧和摊销	389	441	545	622
营运资金变动	-651	1,291	558	602
经营活动现金流	4,496	7,450	8,453	10,068
资本开支	-2,375	-1,417	-1,725	-2,124
投资	1,071	714	0	0
投资活动现金流	-1,278	-693	-1,720	-2,120
股权募资	4	0	0	0
债务募资	19	1	0	0
筹资活动现金流	-1,647	-2,402	-3,032	-3,737
现金净流量	1,571	4,355	3,701	4,210

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026