

# 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

优于大市

### 核心观点

**2024年第二季度公司收入同比+16.8%，归母净利润同比+24.6%**。2024上半年公司实现营业总收入138.06亿元，同比+22.1%；实现归母净利润35.73亿元，同比+28.5%。其中，2024年第二季度实现营业总收入55.19亿元，同比+16.8%；实现归母净利润15.07亿元，同比+24.6%。

**2024H1产品结构延续升级趋势，年份原浆高质量增长。**分品牌看，2024H1年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他收入分别107.87/12.38/14.03亿元，同比+23.12%/+11.47%/+26.53%，毛利率同比+1.16/-3.02/+6.43pcts。其中，年份原浆销量/吨价同比+16.64%/+5.56%，延续高质量增长势能。分区域看，华北/华南/华中收入同比+35.10%/+17.18%/+21.34%，省内基本盘支撑稳健增长，省外山东及河北市场增速较好。

**2024Q2预收略有承压，毛利率提升验证定价话语权。**截至2024Q2末合同负债环比Q1末减少23.99亿元，淡季省内需求较弱，宴席场景呈双位数下滑，预收端压力较大。分产品看，单二季度古16/古8/古7增速领先，古20边际降速、聚焦经销商结构优化和库存去化；尽管省内消费升级趋势放缓，公司增长中枢从去年由古5+8引领向古8+16过渡的趋势几经验证，带动单二季度毛利率同比+2.72pcts。**全国化扩张看，景气度下行时期公司阶段性回防省内基础，省外市场仍处于调整期，淡季库存去化较多，后续或通过古30拉品牌、古20+7的组合拳模式拓展市场。**

**2024Q2费用率小幅提升，综合净利率同比+1.7pcts。**2024Q2税金及附加/销售费用/管理费用率同比+1.54/+0.32/+0.23pcts。2024H1消费税同比+31.6%，判断系生产和销售节奏错期所致。淡季公司在市场费投上保持理性克制，端午期间阶段性加大古5、古8红包力度促动销，整体看全年费用投放节奏符合规划，未来随渠道费用精准化投放、弱化随量费用及广宣投入形成规模效应，费用率仍有优化空间。

**盈利预测与投资建议：**行业需求承压背景下，古井自身竞争优势毋庸置疑。1) 7月以来省内升学宴等拉动，回款端有所改善，中秋旺季余力十足；2) 省内份额优势支撑，价位升级话语权进一步提高，结构升级+费用率优化仍有空间；3) 公司战略意识极强，提前布局古30，为长期古20的发展打开空间。维持此前盈利预测，预计2024-2025年收入245.07/290.41亿元，同比+21.0%/+18.5%；归母净利润58.08/72.16亿元，同比+26.6%/+24.2%，当前股价对应15.7倍2024年PE，公司EPS增长置信度仍然较高，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	24,507	29,041	33,977
(+/-%)	25.9%	21.2%	21.0%	18.5%	17.0%
净利润(百万元)	3143	4589	5808	7216	8672
(+/-%)	36.8%	46.0%	26.6%	24.2%	20.2%
每股收益(元)	5.95	8.68	10.99	13.65	16.41
EBIT Margin	25.0%	30.1%	31.2%	33.0%	34.0%
净资产收益率 (ROE)	17.0%	21.3%	23.2%	25.2%	27.0%
市盈率 (PE)	28.9	19.8	15.7	12.6	10.5
EV/EBITDA	22.8	16.2	12.8	10.5	9.0
市净率 (PB)	4.91	4.22	3.64	3.18	2.83

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

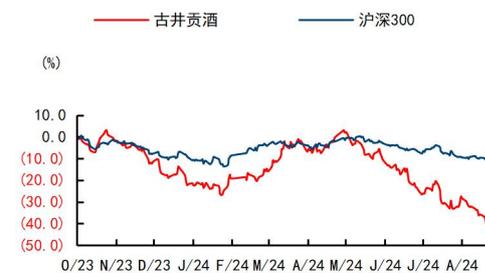
021-61761031

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	172.02元
总市值/流通市值	90930/90930百万元
52周最高价/最低价	298.88/156.64元
近3个月日均成交额	352.20百万元

#### 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) - 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
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 经销商大会提振信心，2024年高质量增长》——2024-01-02
- 《古井贡酒 (000596.SZ) - 单三季度业绩增长47%，2024年业绩增长工具充足》——2023-10-30

**2024 年第二季度公司收入同比+16.8%，归母净利润同比+24.6%。**2024 上半年公司实现营业总收入 138.06 亿元，同比+22.1%；实现归母净利润 35.73 亿元，同比+28.5%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 55.19 亿元，同比+16.8%；实现归母净利润 15.07 亿元，同比+24.6%。

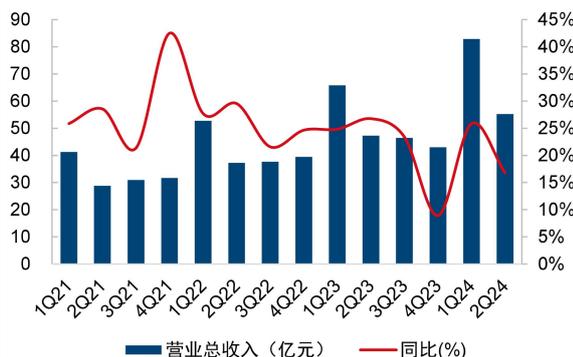
**2024H1 产品结构延续升级趋势，年份原浆高质量增长。**分品牌看，2024H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他收入分别 107.87/12.38/14.03 亿元，同比+23.12%/+11.47%/+26.53%，毛利率同比+1.16/-3.02/+6.43pcts。其中，年份原浆销量/吨价同比+16.64%/+5.56%，延续高质量增长势能。分区域看，华北/华南/华中收入同比+35.10%/+17.18%/+21.34%，省内基本盘支撑稳健增长，省外山东及河北市场增速较好。

**2024Q2 预收略有承压，毛利率提升验证定价话语权。**截至 2024Q2 末合同负债环比 Q1 末减少 23.99 亿元，淡季省内需求较弱，宴席场景呈双位数下滑，预收端压力较大。分产品看，单二季度古 16/古 8/古 7 增速领先，古 20 边际降速、聚焦经销商结构优化和库存去化；尽管省内消费升级趋势放缓，公司增长中枢从去年由古 5+8 引领向古 8+16 过渡的趋势几经验证，带动单二季度毛利率同比+2.72pcts。全国化扩张看，景气度下行时期公司阶段性回防省内基础，省外市场仍处于调整期，淡季库存去化较多，后续或通过古 30 拉品牌、古 20+7 的组合拳模式拓展市场。

**2024Q2 费用率小幅提升，综合净利率同比+1.7pcts。**2024Q2 税金及附加/销售费用/管理费用率同比+1.54/+0.32/+0.23pcts。2024H1 消费税同比+31.6%，判断系生产和销售节奏错期所致。淡季公司在市场费投上保持理性克制，端午期间阶段性加大古 5、古 8 红包力度促动销，整体看全年费用投放节奏符合规划，未来随渠道费用精准化投放、弱化随量费用及广宣投入形成规模效应，费用率仍有优化空间。

**盈利预测与投资建议：**行业需求承压背景下，古井自身竞争优势毋庸置疑。1) 7 月以来省内升学宴等拉动，回款端有所改善，中秋旺季余力十足；2) 省内份额优势支撑，价位升级话语权进一步提高，结构升级+费用率优化仍有空间；3) 公司战略意识极强，提前布局古 30，为长期古 20 的发展打开空间。维持此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 245.07/290.41 亿元，同比+21.0%/+18.5%；归母净利润 58.08/72.16 亿元，同比+26.6%/+24.2%，当前股价对应 15.7 倍 2024 年 PE，公司 EPS 增长置信度仍然较高，维持“优于大市”评级。

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



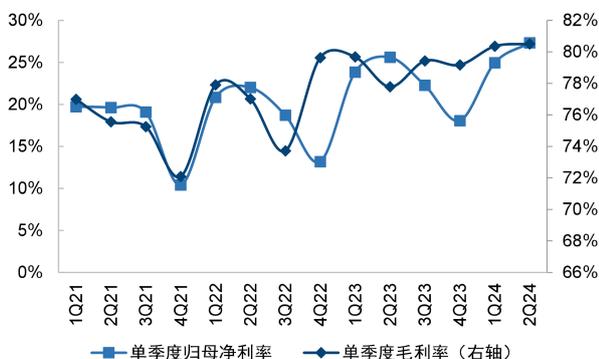
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



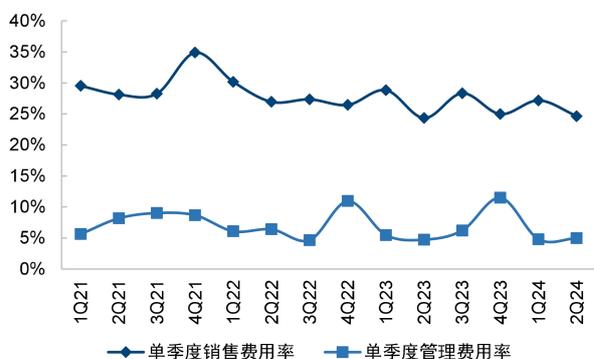
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind、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：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/30	2024/8/30	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,443	18,129	869.89	995.49	20.8	18.2
000858.SZ	五粮液	优于大市	123	4,776	338.57	378.71	14.1	12.6
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	119	1,756	161.52	194.38	10.9	9.0
600809.SH	山西汾酒	优于大市	177	2,157	129.43	155.32	16.7	13.9
002304.SZ	洋河股份	优于大市	82	1,233	106.00	115.04	11.6	10.7
000799.SZ	酒鬼酒	中性	37	119	4.53	5.34	26.3	22.3
600702.SH	舍得酒业	中性	44	147	14.78	16.43	10.0	9.0
<b>000596.SZ</b>	<b>古井贡酒</b>	<b>优于大市</b>	<b>172</b>	<b>909</b>	<b>58.08</b>	<b>72.16</b>	<b>15.7</b>	<b>12.6</b>
603589.SH	口子窖	优于大市	36	219	19.58	22.07	11.2	9.9
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	50	402	29.00	35.67	13.9	11.3
603369.SH	今世缘	优于大市	39	491	37.99	45.97	12.9	10.7

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

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	13773	15966	19605	23232	27182	营业收入	16713	20254	24507	29041	33977
应收款项	136	118	213	252	295	营业成本	3816	4240	4961	5709	6531
存货净额	6058	7520	8043	9223	10601	营业税金及附加	2824	3050	3887	4594	5367
其他流动资产	579	1184	1302	1416	1816	销售费用	4668	5437	6280	7118	8144
<b>流动资产合计</b>	<b>22328</b>	<b>25508</b>	<b>29884</b>	<b>34843</b>	<b>40615</b>	管理费用	1167	1367	1646	1942	2264
固定资产	5197	7507	9516	11559	13418	研发费用	57	71	86	102	119
无形资产及其他	1108	1123	1079	1035	991	财务费用	(216)	(162)	(307)	(326)	(357)
投资性房地产	1147	1273	1273	1273	1273	投资收益	(11)	(6)	(9)	(7)	(8)
长期股权投资	10	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	40	51	38	43	44
<b>资产总计</b>	<b>29790</b>	<b>35421</b>	<b>41762</b>	<b>48721</b>	<b>56307</b>	其他收入	(31)	(84)	(86)	(102)	(119)
短期借款及交易性金融负债	125	81	1852	2444	3855	营业利润	4453	6283	7984	9938	11945
应付款项	2750	4167	3427	4533	5398	营业外净收支	18	49	46	38	44
其他流动负债	7133	8160	9775	11195	12869	<b>利润总额</b>	<b>4470</b>	<b>6332</b>	<b>8029</b>	<b>9976</b>	<b>11989</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10009</b>	<b>12409</b>	<b>15053</b>	<b>18173</b>	<b>22122</b>	所得税费用	1219	1606	2048	2544	3057
长期借款及应付债券	45	107	107	107	107	少数股东损益	109	137	174	216	260
其他长期负债	404	491	591	684	685	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3143</b>	<b>4589</b>	<b>5808</b>	<b>7216</b>	<b>8672</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>448</b>	<b>598</b>	<b>698</b>	<b>791</b>	<b>792</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>10457</b>	<b>13007</b>	<b>15751</b>	<b>18964</b>	<b>22915</b>	净利润	3143	4589	5808	7216	8672
少数股东权益	812	889	1000	1139	1305	资产减值准备	(12)	20	28	13	12
股东权益	18521	21525	25010	28618	32087	折旧摊销	269	346	665	913	1099
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29790</b>	<b>35421</b>	<b>41762</b>	<b>48721</b>	<b>56307</b>	公允价值变动损失	(40)	(51)	(38)	(43)	(44)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(216)	(162)	(307)	(326)	(357)
每股收益	5.95	8.68	10.99	13.65	16.41	营运资本变动	1120	378	265	1300	731
每股红利	2.29	3.12	4.40	6.83	9.84	其它	79	68	84	126	154
每股净资产	35.04	40.72	47.31	54.14	60.70	<b>经营活动现金流</b>	<b>4559</b>	<b>5349</b>	<b>6812</b>	<b>9524</b>	<b>10624</b>
ROIC	19.87%	23.74%	24%	25%	26%	资本开支	0	(2683)	(2620)	(2882)	(2882)
ROE	16.97%	21.32%	23%	25%	27%	其它投资现金流	878	1063	0	0	0
毛利率	77%	79%	80%	80%	81%	<b>投资活动现金流</b>	<b>874</b>	<b>(1620)</b>	<b>(2620)</b>	<b>(2882)</b>	<b>(2882)</b>
EBIT Margin	25%	30%	31%	33%	34%	权益性融资	0	4	0	0	0
EBITDA Margin	27%	32%	34%	36%	37%	负债净变化	(127)	62	0	0	0
收入增长	26%	21%	21%	18%	17%	支付股利、利息	(1211)	(1648)	(2323)	(3608)	(5203)
净利润增长率	37%	46%	27%	24%	20%	其它融资现金流	(907)	1632	1771	593	1411
资产负债率	38%	39%	40%	41%	43%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3585)</b>	<b>(1535)</b>	<b>(552)</b>	<b>(3015)</b>	<b>(3793)</b>
股息率	1.3%	1.8%	2.6%	4.0%	5.7%	<b>现金净变动</b>	<b>1848</b>	<b>2194</b>	<b>3639</b>	<b>3627</b>	<b>3950</b>
P/E	28.9	19.8	15.7	12.6	10.5	货币资金的期初余额	11925	13773	15966	19605	23232
P/B	4.9	4.2	3.6	3.2	2.8	货币资金的期末余额	13773	15966	19605	23232	27182
EV/EBITDA	22.8	16.2	12.8	10.5	9.0	企业自由现金流	0	2585	4008	6465	7554
						权益自由现金流	0	4279	6007	7301	9231

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