

# 古井贡酒 (000596.SZ)

持有 (维持评级)

## 基本面增速亮眼，盈利能力持续提升

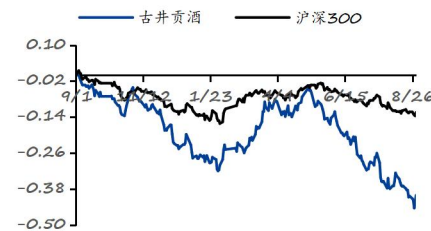
当前价格: 172.02 元

**事件:** 古井贡酒发布 2024 年上半年报告, 公司 24H1 实现营业收入 138.06 亿元, 同比+22.07%, 实现归属于母公司股东的净利润 35.73 亿元, 同比+28.54%, 实现扣非归母净利润 35.41 亿元, 同比+29.64%。根据中报, 公司 24Q2 单季度实现营收 55.19 亿元, 同比+16.79%, 归母净利润 15.07 亿元, 同比+24.57%, 扣非归母净利润 14.91 亿元, 同比+25.68%。24H1 合同负债和其他流动负债合计 41.83 亿元, 对比去年同期下降 10.87%。

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	528.60/408.60
流通 A 股市值(百万元)	70,287.37
每股净资产(元)	42.98
资产负债率(%)	35.10
一年内最高/最低价(元)	298.88/156.64

### 一年内股价相对走势



### 白酒业务持续扩张，年份原浆维持增速

1) 2024 年上半年, 公司白酒业务实现营收达 134.28 亿元, 同比+22.29%, 占比达 97.27%, 酒店收入 0.41 亿元, 对比去年同期下降 5.99%, 占比约为 0.3%, 实现其他收入 3.36 亿元, 对比去年同期增长 17.75%, 占比约为 2.43%。

2) 白酒业务按系列划分, 上半年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现营收 107.87/12.38/14.03 亿元, 同比分别+23.12%/+11.47%/+26.58%, 毛利率对比去年同期分别+1.16/-3.02/+6.43pct 至 86.31%/56.19%/72.14%。公司继续坚持以古 20 为战略支点扩大次高端消费群体, 产品结构进一步优化, 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他的占比对比去年同期分别+0.54/-0.90/+0.35pct 至 80.33%/9.22%/10.45%, 结构稳步提升。

### 团队成员

**分析师:** 刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
**分析师:** 张东雪(S0210523060001)  
zdx30145@hfzq.com.cn  
**联系人:** 林若尧(S0210123070039)  
lry30204@hfzq.com.cn

### 区域开拓持续推进，盈利能力持续提升

公司区域拓展维持较高增速水平, 分地区来看, 24H1 公司在华北/华中/华南/国际市场分别实现营收 11.09/118.7/8.16/0.11 亿元, 分别同比+35.1%/21.34%/17.18%/5.33%, 盈利能力亦伴随公司做大此高端的战略持续提升, 以上区域毛利率分别对比去年同期+0.68/+1.68/+0.78/-1.89pct 至 79.01%/80.41%/82.36%/76.97%。

### 相关报告

1、徽酒航母基础深厚扛风浪，立足安徽稳步扩张——2024.06.21

24Q2 来看, 公司毛利率为 80.50%, 对比去年同期+2.72pct。公司费用投入稳定, 销售/管理/研发/财务费用率分别对比去年同期+0.31/+0.24/-0.04/-3.13pct 至 24.64%/4.97%/0.33%/-3.88%, 财务费用变化较多主要原因为利息收入增加所致, 净利率对比去年同期+1.75pct 至 28.14%。2024 年上半年, 公司继续坚持高举高打, 锚定“全国化、次高端”战略, 持续深化“三通工程”, 加速推进全国化进程, 冲向 300 亿目标。

### 盈利预测与投资建议

我们维持此前对公司的盈利预测, 预计公司 24-26 年归母净利润分别为 58.69/73.51/89.58 亿元, 同比增速分别为 27.9%/25.3%/21.9%, 对应 PE 分别为 15/12/10 倍。考虑到公司当前基本面较为强劲, 全国化进程增速较高, 维持“持有”评级

### 风险提示

经济复苏不及预期、全国化不及预期、竞争程度加剧等

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	24,607	29,306	34,566
增长率	26%	21%	21%	19%	18%
净利润(百万元)	3,143	4,589	5,869	7,351	8,958
增长率	37%	46%	28%	25%	22%
EPS(元/股)	5.95	8.68	11.10	13.91	16.95
市盈率(P/E)	28.9	19.8	15.5	12.4	10.2
市净率(P/B)	4.9	4.2	3.6	3.1	2.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,966	19,838	24,480	30,213	营业收入	20,254	24,607	29,306	34,566
应收票据及账款	69	88	102	122	营业成本	4,240	4,904	5,530	6,249
预付账款	92	106	119	135	税金及附加	3,050	3,879	4,618	5,486
存货	7,520	7,797	9,123	10,017	销售费用	5,437	6,507	7,574	8,759
合同资产	0	1	1	1	管理费用	1,367	1,587	1,832	2,126
其他流动资产	1,862	2,147	2,419	2,733	研发费用	71	86	103	121
流动资产合计	25,508	29,976	36,244	43,220	财务费用	-162	-428	-531	-530
长期股权投资	10	10	10	10	信用减值损失	1	-2	0	-1
固定资产	4,596	5,018	5,406	5,761	资产减值损失	-31	-18	-19	-20
在建工程	2,911	2,611	2,111	1,511	公允价值变动收益	20	25	22	23
无形资产	1,123	1,117	1,089	1,063	投资收益	-6	-9	-7	-8
商誉	561	561	561	561	其他收益	48	47	48	47
其他非流动资产	711	661	689	705	<b>营业利润</b>	<b>6,283</b>	<b>8,116</b>	<b>10,224</b>	<b>12,398</b>
非流动资产合计	9,913	9,979	9,867	9,612	营业外收入	85	85	85	85
<b>资产合计</b>	<b>35,421</b>	<b>39,954</b>	<b>46,110</b>	<b>52,832</b>	营业外支出	36	36	36	36
短期借款	0	539	0	0	<b>利润总额</b>	<b>6,332</b>	<b>8,165</b>	<b>10,273</b>	<b>12,447</b>
应付票据及账款	4,167	4,177	5,073	5,528	所得税	1,606	2,106	2,685	3,207
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>4,726</b>	<b>6,059</b>	<b>7,588</b>	<b>9,240</b>
合同负债	1,401	1,460	2,312	2,727	少数股东损益	137	190	237	282
其他应付款	3,267	3,265	3,266	3,265	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,589</b>	<b>5,869</b>	<b>7,351</b>	<b>8,958</b>
其他流动负债	3,573	3,806	4,122	4,494	EPS (按最新股本摊薄)	8.68	11.10	13.91	16.95
流动负债合计	12,409	13,245	14,772	16,013					
长期借款	107	169	231	294					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	491	447	469	458					
非流动负债合计	598	616	700	752					
<b>负债合计</b>	<b>13,007</b>	<b>13,862</b>	<b>15,472</b>	<b>16,765</b>					
归属母公司所有者权益	21,525	25,014	29,322	34,469					
少数股东权益	889	1,079	1,316	1,598					
<b>所有者权益合计</b>	<b>22,414</b>	<b>26,093</b>	<b>30,638</b>	<b>36,067</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,421</b>	<b>39,954</b>	<b>46,110</b>	<b>52,832</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,496</b>	<b>5,832</b>	<b>8,014</b>	<b>9,267</b>
现金收益	4,938	6,132	7,596	9,280
存货影响	-1,462	-277	-1,326	-894
经营性应收影响	168	-15	-8	-15
经营性应付影响	1,423	6	897	454
其他影响	-571	-14	855	442
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,278</b>	<b>-567</b>	<b>-405</b>	<b>-305</b>
资本支出	-2,700	-617	-399	-300
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	1,422	50	-6	-5
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,647</b>	<b>-1,393</b>	<b>-2,967</b>	<b>-3,229</b>
借款增加	18	582	-467	57
股利及利息支付	-1,648	-3,159	-3,956	-4,805
股东融资	4	0	0	0
其他影响	-21	1,184	1,456	1,519

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	21.2%	21.5%	19.1%	18.0%
EBIT 增长率	45.0%	25.4%	25.9%	22.3%
归母公司净利润增长率	46.0%	27.9%	25.3%	21.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	79.1%	80.1%	81.1%	81.9%
净利率	23.3%	24.6%	25.9%	26.7%
ROE	20.5%	22.5%	24.0%	24.8%
ROIC	28.9%	30.2%	32.8%	33.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.7%	34.7%	33.6%	31.7%
流动比率	2.1	2.3	2.5	2.7
速动比率	1.4	1.7	1.8	2.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	576	562	551	551
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	8.68	11.10	13.91	16.95
每股经营现金流	8.51	11.03	15.16	17.53
每股净资产	40.72	47.32	55.47	65.21
<b>估值比率</b>				
P/E	20	15	12	10
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	70	56	45	37

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn