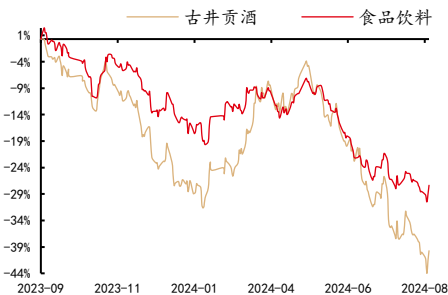


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	172.02
总股本/流通股本(亿股)	5.29 / 4.09
总市值/流通市值(亿元)	909 / 703
52周内最高/最低价	292.40 / 159.79
资产负债率(%)	36.7%
市盈率	19.82
第一大股东	安徽古井集团有限责任公司

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com  
分析师:张子健  
SAC 登记编号:S1340524050001  
Email:zhangzijian@cnpsec.com

古井贡酒(000596)

整体表现稳健，净利率提升持续兑现

● 事件

公司发布 2024 年半年报。公司 2024 年上半年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 138.06/35.73/35.41 亿元，同比+22.07%/+28.54%/+28.54%。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 55.19/15.07/14.91 亿元，同比+16.79%/+24.57%/+25.68%。收入符合预期，利润略超预期。

● 投资要点

2024 上半年公司毛利率/归母净利率为 80.41%/25.88%，分别同比+1.53/+1.3pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.17%/26.16%/4.86%/0.24%/-2.04%，分别同比+0.97/-0.79/-0.3/-0.02/-0.96pct。上半年销售费用中占比较大的综合促销费+26.39%，与渠道反馈加大促销力度相吻合，但其他细项如广告费增长 21.95%（电视端+42.5%、线下-4.7%、线上+50.9%），职工薪酬增长 8.39%、改善费用率。上半年整体销售费用投入控制得当、行业偏弱背景下战略定力较好。2024 年上半年实现销售收现 142.46 亿元，同比+9.86%；经净净额 40.1 亿元，同比-7.18 亿元；Q2 末合同负债 22.18 亿元，同比-8.07 亿元，环比-23.99 亿元（去年同口径环比-17.2 亿元），行业整体终端去库存趋势下的共性。

Q2 保持稳健步伐、毛利率提升显著带动净利率提升持续兑现。公司 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 55.19/15.07/14.91 亿元，同比+16.79%/+24.57%/+25.68%。24Q2 公司毛利率/归母净利率为 80.5%/27.3%，分别同比+2.72/+1.7pct，毛利率显著提升主要为年份原浆表现更好、以及年份原浆中古 8、古 16 继续保持较好增长带动，估计古 20 面临商务需求的压力增速有所放缓。税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.35%/24.64%/4.97%/0.33%/-3.88%，分别同比+1.54/+0.31/+0.23/-0.03/-3.13pct。单二季度实现销售收现 58.79 亿元，同比+12.8%，经净净额 15.56 亿元，同比-0.93 亿元。

公司上半年年份原浆/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+18.88%/+22.17%/+22.07%；毛利率分别为 86.31%/56.19%/72.14%，同比+1.16/-3.02/+6.43pct，预计年份原浆毛利率提升主要为产品结构提升导致（古 8、古 16 增速高于古 5 及以下）。分渠道，公司 24H1 线上/线下分别实现营收 4.08/133.97 亿元，同比+18.88%/+22.17%；毛利率分别为 71.72%/80.67%，同比-4.02/+1.69pct。截止报告期末，华北/华南/华中/国际经销商分别为 1288/630/2848/16 个，报告期内同比+64/+37/+45/-5 个。

### ● 盈利预测与投资建议

今年公司继续在品宣上加大投入积蓄品牌势能，除了聚焦主流媒体、同时也强化新媒体建设（体现在广告费用结构上），市场营销继续坚持高举高打，持续深化“三通工程”，做强省内，提速省外，做精重点市场，凭借竞争优势在外部需求疲软背景下保持稳健的收入增长、利润释放兑现度好，业绩担忧消除。据此我们维持此前的盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 247.33/301.16/347.28 亿元，同比增长 22.12%/21.76%/15.31%，归母净利润 58.43/74.04/88.29 亿元，同比增长 27.32%/26.72%/19.24%。未来三年 EPS 分别为 11.05/14.01/16.70。对应当前股价 PE 分别为 16/12/10 倍。

### ● 风险提示：

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20254	24733	30116	34728
增长率(%)	21.18	22.12	21.76	15.31
EBITDA（百万元）	6544.26	9054.76	11387.46	13320.62
归属母公司净利润（百万元）	4589.16	5843.15	7404.28	8829.10
增长率(%)	46.01	27.32	26.72	19.24
EPS(元/股)	8.68	11.05	14.01	16.70
市盈率(P/E)	19.81	15.56	12.28	10.30
市净率(P/B)	4.22	3.73	3.25	2.81
EV/EBITDA	16.72	8.14	6.05	4.76

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	20254	24733	30116	34728	营业收入	21.2%	22.1%	21.8%	15.3%
营业成本	4240	4661	5289	5865	营业利润	41.1%	28.9%	26.9%	19.3%
税金及附加	3050	3897	4745	5472	归属于母公司净利润	46.0%	27.3%	26.7%	19.2%
销售费用	5437	6455	7830	8925	<b>获利能力</b>				
管理费用	1367	1608	1958	2188	毛利率	79.1%	81.2%	82.4%	83.1%
研发费用	71	84	102	118	净利率	23.3%	24.4%	25.4%	26.3%
财务费用	-162	-56	-76	-99	ROE	21.3%	24.0%	26.4%	27.3%
资产减值损失	-31	-29	-35	-40	ROIC	82.2%	75.7%	104.9%	150.7%
<b>营业利润</b>	<b>6283</b>	<b>8099</b>	<b>10275</b>	<b>12260</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	85	72	72	72	资产负债率	36.7%	34.2%	34.0%	33.1%
营业外支出	36	27	27	27	流动比率	2.06	2.35	2.51	2.69
<b>利润总额</b>	<b>6332</b>	<b>8144</b>	<b>10320</b>	<b>12306</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1606	2111	2675	3189	应收账款周转率	19.74	26.01	26.01	26.01
<b>净利润</b>	<b>4726</b>	<b>6033</b>	<b>7645</b>	<b>9117</b>	存货周转率	0.56	0.63	0.63	0.63
<b>归母净利润</b>	<b>4589</b>	<b>5843</b>	<b>7404</b>	<b>8829</b>	总资产周转率	0.57	0.64	0.68	0.68
<b>每股收益(元)</b>	<b>8.68</b>	<b>11.05</b>	<b>14.01</b>	<b>16.70</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	8.68	11.05	14.01	16.70
货币资金	15966	20078	25656	31869	每股净资产	40.72	46.14	53.01	61.20
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1026	951	1158	1335	PE	19.81	15.56	12.28	10.30
预付款项	92	250	304	351	PB	4.22	3.73	3.25	2.81
存货	7520	7415	8415	9330	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>25508</b>	<b>29742</b>	<b>36653</b>	<b>44067</b>	净利润	4726	5965	7577	9048
固定资产	4677	5389	5924	5004	折旧和摊销	374	967	1143	1113
在建工程	2911	1455	0	0	营运资本变动	-1319	146	620	533
无形资产	1123	936	749	562	其他	699	40	20	-3
<b>非流动资产合计</b>	<b>9913</b>	<b>8947</b>	<b>7804</b>	<b>6692</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4481</b>	<b>7118</b>	<b>9360</b>	<b>10692</b>
<b>资产总计</b>	<b>35421</b>	<b>38689</b>	<b>44457</b>	<b>50758</b>	资本开支	-2343	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	1065	-28	-28	-28
应付票据及应付账款	4167	3186	3616	4009	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1278</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>
其他流动负债	8241	9491	11014	12355	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>12409</b>	<b>12677</b>	<b>14630</b>	<b>16364</b>	债务融资	29	-56	-56	-50
其他	598	542	486	436	其他	-1676	-2922	-3698	-4401
<b>非流动负债合计</b>	<b>598</b>	<b>542</b>	<b>486</b>	<b>436</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1647</b>	<b>-2978</b>	<b>-3754</b>	<b>-4451</b>
<b>负债合计</b>	<b>13007</b>	<b>13219</b>	<b>15116</b>	<b>16800</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1556</b>	<b>4112</b>	<b>5578</b>	<b>6213</b>
股本	529	529	529	529					
资本公积金	6225	6225	6225	6225					
未分配利润	14772	17637	21268	25597					
少数股东权益	889	1079	1320	1608					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>22414</b>	<b>25470</b>	<b>29342</b>	<b>33959</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>35421</b>	<b>38689</b>	<b>44457</b>	<b>50758</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 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 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000