

结构升级持续推进

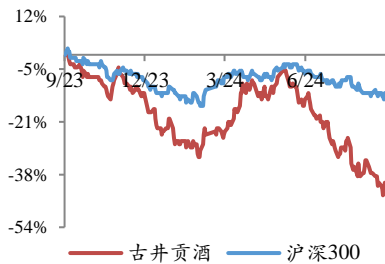
——古井贡酒 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-09-01

收盘价（元）	172.02
近 12 个月最高/最低（元）	293.07/156.64
总股本（百万股）	529
流通股本（百万股）	409
流通股比例（%）	77.30
总市值（亿元）	909
流通市值（亿元）	703

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024H1 业绩：

- **24Q2**：营业总收入 55.19 亿元 (+16.79%)，归母净利润 15.07 亿元 (+24.57%)，扣非归母净利润 14.91 亿元 (+25.68%)。
- **24H1**：营业总收入 138.06 亿元 (+22.07%)，归母净利润 35.73 亿元 (+28.54%)，扣非归母净利润 35.41 亿元 (+29.64%)。
- **24Q2 收入符合市场一致预期，业绩超市场一致预期。**

收入端：古 16 高增引领结构升级

- 分品牌看，24H1 公司年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他营收分别同比增长 23.12%/11.47%/26.58%，其中年份原浆占比同比上升 0.54pct 达 80.3%。具体分量价拆分看：

①年份原浆 24H1 销量/吨价分别同比增长 16.64%/5.56%，量价齐升，预计古 16 占比持续提高。核心产品中，我们预计 24Q2 古 16 增速超过 30%，延续高增，引领省内消费升级节奏；古 8 增速近 30%，主要系公司资源倾斜+定位大众消费；古 20 增速约 10%-15%，主要受商务宴席需求恢复较慢影响；古 5/献礼实现自然增长。

②黄鹤楼及其他 24H1 销量/吨价分别同比增长 3.57%/22.23%，价增引领，预计主要系黄鹤楼产品结构提升。

- 分区域看，24H1 公司华北/华中/华南/国际营收分别同比增长 35.10%/21.34%/17.18%/5.33%，华北占比同比提高 0.77pct 达 8.03%，公司省外开拓稳步推进。
- 从报表质量看，24Q2 公司营收+Δ 合同负债同比增长 3.82%，公司在淡季重视渠道健康度，回款增速有所放缓，当前回款进度与往年持平。24Q2 公司销售收现同比增长 12.80%，销售收现增速与营收增速基本吻合。

盈利端：结构升级推动盈利能力提升

- 24Q2 公司毛利率同比提高 2.72pct 达 80.50%，主要系年份原浆与黄鹤楼结构升级推动毛利率向上。同期，公司销售/管理/财务/税金及附加率分别同比+0.31/+0.24/-3.13/+1.53pct，其中区间费率相对平稳；财务费率下降主要源自利息收入提高；税金及附加率上升预计系生产销售节奏差异，预计后续季度会有所平滑。综上，24Q2 公司净利率同比提高 1.75pct 达 28.14%。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

公司产品结构升级持续推进，费用投放进一步优化，盈利端弹性持续兑现。虽面临省外竞争加剧影响，公司省外开拓仍稳步推进。

盈利预测：我们更新盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 244.66/289.17/339.00 亿元（前值 24/25 营收 255.73/309.88 亿元），分别同比增长 20.8%/18.2%/17.2%；实现归母净利润 59.08/72.12/87.21 亿元（前值 24/25 归母净利润 57.09/71.79 亿元），分别同比增长 28.7%/22.1%/20.9%；当前股价对应 PE 分别为 15.39/12.61/10.43 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

产品推广不及预期，渠道景气不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20254	24466	28917	33900
收入同比 (%)	21.2%	20.8%	18.2%	17.2%
归属母公司净利润	4589	5908	7212	8721
净利润同比 (%)	46.0%	28.7%	22.1%	20.9%
毛利率 (%)	79.1%	80.0%	80.7%	81.3%
ROE (%)	21.3%	23.6%	22.4%	21.3%
每股收益 (元)	8.68	11.18	13.64	16.50
P/E	26.82	15.39	12.61	10.43
P/B	5.72	3.63	2.82	2.22
EV/EBITDA	16.52	8.49	6.51	4.51

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	25508	29258	38485	48072	营业收入	20254	24466	28917	33900
现金	15966	21785	26378	37324	营业成本	4240	4890	5594	6325
应收账款	69	207	82	219	营业税金及附加	3050	3719	4395	5153
其他应收款	49	147	54	177	销售费用	5437	6459	7518	8746
预付账款	92	213	193	269	管理费用	1367	1603	1836	2119
存货	7520	5164	9850	8186	财务费用	-162	-323	-443	-537
其他流动资产	1813	1743	1928	1896	资产减值损失	-31	-30	-30	-30
非流动资产	9913	10028	10165	10281	公允价值变动收益	20	6	5	4
长期投资	10	11	10	11	投资净收益	-6	0	0	0
固定资产	4596	4711	4847	4964	营业利润	6283	8076	9938	12007
无形资产	1123	1123	1123	1123	营业外收入	85	7	16	10
其他非流动资产	4183	4184	4184	4184	营业外支出	36	28	13	30
资产总计	35421	39287	48650	58353	利润总额	6332	8055	9941	11987
流动负债	12409	12551	14474	15168	所得税	1606	1937	2490	2997
短期借款	0	0	0	0	净利润	4726	6118	7451	8990
应付账款	2814	2800	3623	3639	少数股东损益	137	210	239	269
其他流动负债	9594	9751	10851	11528	归属母公司净利润	4589	5908	7212	8721
非流动负债	598	582	572	591	EBITDA	6496	8172	9949	11954
长期借款	107	91	81	100	EPS (元)	8.68	11.18	13.64	16.50
其他非流动负债	491	491	491	491					
负债合计	13007	13133	15045	15759					
少数股东权益	889	1099	1338	1607					
股本	529	529	529	529					
资本公积	6225	6225	6225	6225					
留存收益	14772	18301	25513	34234					
归属母公司股东权益	21525	25054	32266	40987					
负债和股东权益	35421	39287	48650	58353					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	4496	8648	5066	11419	成长能力				
净利润	4726	6118	7451	8990	营业收入	21.2%	20.8%	18.2%	17.2%
折旧摊销	389	398	428	458	营业利润	41.1%	28.5%	23.1%	20.8%
财务费用	3	4	4	4	归属于母公司净利	46.0%	28.7%	22.1%	20.9%
投资损失	6	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-651	2086	-2839	1922	毛利率 (%)	79.1%	80.0%	80.7%	81.3%
其他经营现金流	5400	4073	10312	7114	净利率 (%)	22.7%	24.1%	24.9%	25.7%
投资活动现金流	-1278	-431	-459	-488	ROE (%)	21.3%	23.6%	22.4%	21.3%
资本支出	-2375	-531	-562	-594	ROIC (%)	20.1%	22.4%	21.1%	20.1%
长期投资	1071	94	98	102	偿债能力				
其他投资现金流	26	6	5	4	资产负债率 (%)	36.7%	33.4%	30.9%	27.0%
筹资活动现金流	-1647	-2399	-14	16	净负债比率 (%)	58.0%	50.2%	44.8%	37.0%
短期借款	-83	0	0	0	流动比率	2.06	2.33	2.66	3.17
长期借款	62	-16	-11	20	速动比率	1.43	1.90	1.95	2.61
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.65	0.66	0.63
其他筹资现金流	-1626	-2383	-4	-4	应收账款周转率	308.52	177.34	200.00	225.00
现金净增加额	1571	5818	4593	10946	应付账款周转率	1.74	1.74	1.74	1.74
					每股指标 (元)				
					每股收益	8.68	11.18	13.64	16.50
					每股经营现金流 (摊)	8.51	16.36	9.58	21.60
					每股净资产	40.72	47.40	61.04	77.54
					估值比率				
					P/E	26.82	15.39	12.61	10.43
					P/B	5.72	3.63	2.82	2.22
					EV/EBITDA	16.52	8.49	6.51	4.51

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。