

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

古井贡酒(000596)

投资评级 买入

上次评级 买入

满静雅 食品饮料分析师  
执业编号: S1500523080004  
邮箱: manjingya@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## Q2 结构升级延续，龙头优势凸显

2024年09月02日

**事件:** 公司发布24年半年报。营收138.06亿(+22%，同比数据，下同)，归母净利润35.73亿(+29%)。

**点评:**

- **产品结构持续优化，淡季回款节奏相对放缓。** 1) 24Q2 营收 55.19 亿(+17%)，归母净利润 15.07 亿(+25%)。24Q2 毛利率 80.50% (+2.7pct)，净利率 28.14% (+1.7pct)。产品结构持续优化，费用投放相对稳定，规模效应逐步体现。2) 24Q2 销售费用 13.6 亿(+18%)；管理费用 2.74 亿(+23%)，税金及附加 8.47 亿(+30%)。3) 24Q2 销售收现 58.79 亿(+13%) 回款增速略低于收入增速，收现比 103%。合同负债 22.18 亿(-27%)，相比 Q1 末减少 24 亿。
- **年份原浆高增，华北扩张提速。** 1) 分产品看：24H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼的营收为 107.8 亿(+23%)/12.38 亿(+11%)/14.03 亿(+27%)，占比 80/9/10%；销量+17/+12/+4%、吨价+6/0/+22%。年份原浆系列收入增长更多依靠量增。2) 分区域看，24H1 华中营收 118.7 亿(+21%) 占比 86%，华北 11.09 亿(+35%) 占比 7%，我们认为或受益于古 7 在省外市场的开拓。华南 8.16 亿(+17%)。3) 24H1 共 4782 名经销商(+141)，其中华中 2848(+45)/华北 1288(+64)/华南 630(+37)。
- **省内消费升级延续，龙头优势显著。** 1) 公司计划 24 年营收 244.5 亿(+21%)，上半年完成 56%，计划 24 年利润总额 79.5 亿(+25.6%)，上半年完成 63%。2) 我们认为公司作为地产酒龙头，在省内主流价位带具备品牌优势，以古 8、古 16 为代表的年份原浆系列有望延续高增。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司产品结构升级趋势依然较强，费用投放规模效应显现，我们维持预测 24-26 年 EPS 至 10.96/13.30/16.19 元。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 食品安全风险、行业竞争加剧

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	16,713	20,254	24,683	30,010	34,719
增长率 YoY %	25.9%	21.2%	21.9%	21.6%	15.7%
归属母公司净利润(百万元)	3,143	4,589	5,793	7,030	8,560
增长率 YoY%	36.8%	46.0%	26.2%	21.4%	21.8%
毛利率%	77.2%	79.1%	80.0%	80.9%	82.1%
净资产收益率ROE%	17.0%	21.3%	23.2%	22.0%	21.1%
EPS(摊薄)(元)	5.95	8.68	10.96	13.30	16.19
市盈率 P/E(倍)	27.78	19.03	15.07	12.42	10.20
市净率 P/B(倍)	4.71	4.06	3.50	2.73	2.15

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 9 月 2 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	22,328	25,508	29,816	37,386	46,447	
货币资金	13,773	15,966	16,790	23,838	30,353	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	63	69	171	208	241	
预付账款	234	92	49	57	62	
存货	6,058	7,520	8,742	10,140	11,031	
其他	2,201	1,862	4,062	3,142	4,760	
<b>非流动资产</b>	7,462	9,913	11,889	13,697	15,399	
长期股权投资	10	10	12	14	15	
固定资产(合计)	2,742	4,596	5,693	6,864	7,999	
无形资产	1,108	1,123	1,167	1,201	1,236	
其他	3,601	4,183	5,016	5,618	6,148	
<b>资产总计</b>	29,790	35,421	41,705	51,083	61,846	
<b>流动负债</b>	10,009	12,409	15,137	17,262	19,195	
短期借款	83	0	50	50	50	
应付票据	696	1,353	1,890	2,192	2,246	
应付账款	2,054	2,814	3,396	3,939	4,146	
其他	7,175	8,241	9,801	11,081	12,753	
<b>非流动负债</b>	448	598	553	553	553	
长期借款	45	107	107	107	107	
其他	404	491	446	446	446	
<b>负债合计</b>	10,457	13,007	15,690	17,815	19,749	
少数股东权益	812	889	1,074	1,297	1,567	
归属母公司股东权益	18,521	21,525	24,940	31,970	40,530	
<b>负债和股东权益</b>	29,790	35,421	41,705	51,083	61,846	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	16,713	20,254	24,683	30,010	34,719	
同比(%)	25.9%	21.2%	21.9%	21.6%	15.7%	
归属母公司净利润	3,143	4,589	5,793	7,030	8,560	
同比(%)	36.8%	46.0%	26.2%	21.4%	21.8%	
毛利率(%)	77.2%	79.1%	80.0%	80.9%	82.1%	
ROE%	17.0%	21.3%	23.2%	22.0%	21.1%	
EPS(摊薄)(元)	5.95	8.68	10.96	13.30	16.19	
P/E	27.78	19.03	15.07	12.42	10.20	
P/B	4.71	4.06	3.50	2.73	2.15	
EV/EBITDA	28.13	16.52	8.35	6.19	4.61	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	16,713	20,254	24,683	30,010	34,719	
营业成本	3,816	4,240	4,929	5,717	6,219	
营业税金及附加	2,824	3,050	3,702	4,602	5,270	
销售费用	4,668	5,437	6,541	8,058	9,270	
管理费用	1,167	1,367	1,604	2,000	2,300	
研发费用	57	71	87	105	122	
财务费用	-216	-162	-192	-201	-290	
减值损失	-11	-31	0	0	0	
投资净收益	-11	-6	-8	-11	-12	
其他	77	69	71	81	94	
<b>营业利润</b>	4,453	6,283	8,074	9,798	11,911	
营业外收支	18	49	0	0	0	
利润总额	4,470	6,332	8,074	9,798	11,911	
所得税	1,219	1,606	2,096	2,545	3,081	
净利润	3,252	4,726	5,978	7,253	8,830	
少数股东损益	109	137	185	223	270	
归属母公司净利润	3,143	4,589	5,793	7,030	8,560	
EBITDA	4,532	6,496	8,482	10,296	12,422	
EPS(元)	5.95	8.68	10.96	13.30	16.19	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,108	4,496	7,084	8,285	10,329	
净利润	3,252	4,726	5,978	7,253	8,830	
折旧摊销	314	389	600	699	801	
财务费用	-136	3	8	8	8	
投资损失	-10	11	6	8	11	
营运资金变	-265	-651	709	314	680	
其它	-68	22	-218	-1	-2	
投资活动现金流	5,269	-1,278	-3,911	-1,229	-3,806	
资本支出	-1,578	-2,375	-2,367	-2,464	-2,456	
长期投资	6,625	1,071	-1,538	1,246	-1,338	
其他	222	26	-6	-11	-12	
筹资活动现金流	-1,329	-1,647	-2,350	-8	-8	
吸收投资	6	4	0	0	0	
借款	-74	-21	50	0	0	
支付利息或股息	-1,211	-1,648	-2,386	-8	-8	
现金流量净额增加额	7,048	1,571	824	7,048	6,515	

## 研究团队简介

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。