

# 古井贡酒 (000596)

## 2024 年中报业绩点评：省内外稳步开拓，毛销差强势兑现

买入 (维持)

2024 年 09 月 02 日

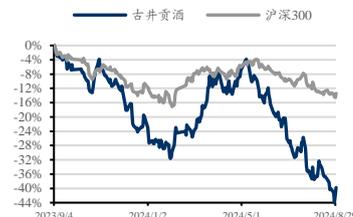
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	16713	20254	24458	28187	32330
同比 (%)	25.95	21.18	20.76	15.25	14.70
归母净利润 (百万元)	3143	4589	5882	7073	8402
同比 (%)	36.78	46.01	28.17	20.25	18.79
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.95	8.68	11.13	13.38	15.89
P/E (现价&最新摊薄)	28.93	19.81	15.46	12.86	10.82

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 24H1 收入 138.06 亿元/同比+22.07%, 归母净利润 35.73 亿元/同比+28.54%; 24Q2 收入 55.19 亿元/同比+16.79%; 归母净利润 15.07 亿元/同比+24.57%, Q2 收入符合预期, 毛销差表现亮眼。
- **24H1 省内昂扬向上, 省外提质稳进。** 24H1 公司酒类收入同比+22.3%, Q1/Q2 估算增速分别为 25%+、15%+, Q2 增速有所放缓, 主要源于宴席需求波动, 去年同期婚喜宴积压需求有明显回补, 而今年同比则有下滑拖累。1) **分产品:** ①24H1 年份原浆收入同增 23.1%, 量/价分别同比+16.6%、+5.6, 估算古 5 及以上产品均保持 20%或以上增长, 稳定推升公司销售结构。②24H1 古井贡酒、黄鹤楼及其他收入分别同增 11.5%、26.6%, 公司对古井贡低价位产品进行精简梳理, 黄鹤楼名酒复兴、三通工程等规划稳步推进。2) **分区域:** 24H1 公司华北、华中、华南销售分别同增 35.1%、21.3%、17.2%, 估算省内外增速差异不大。省内公司加强渠道下沉及网点覆盖, 份额提升势能正盛; 省外明确古 20 价在量前, 双核工程持续推进。省外核心市场如河北、山东、河南进度基本符合预期, 江苏由于部分地市人员及客户调整, 增速有所放缓。
- **毛销差保持 2pct+增幅, 税金存在负面扰动。** 1) **收现端:** Q2 公司收现同比+12.8%、收入+Δ预收同比+3.8%, 增速放缓主因预收回落 (环比-24 亿元, 降幅大于去年同期), 弱势预期导致渠道压库意愿下降, Q2 回款进度放慢。2) **利润端:** H1/Q2 公司净利率分别同比+1.5、1.8pct, 主系毛销差持续改善。①H1/Q2 毛销差同比+2.3、2.4pct, 主系产品结构提升及费控趋严贡献。②H1 管理费率 (含研发)、财务费率分别同比-0.3、-1.0pct, 1 是利息收入大幅增长, 影响约 1.1pct; 2 是管理人员薪酬增幅相对温和, 影响约 0.4pct。③H1 税金及所得税率分别同比+1.0、1.2pct, 缴税节奏扰动对净利增速略有拖累。
- **省内外稳步开拓, 费效比持续优化。** 市场端, 公司省内外战略路径清晰, 省内多价位带产品布局日臻完善, 市场下沉空间仍足; 省外全国化扩张梯队业已形成, 将分批次递进打造规模市场、规模网点, 规模化市场打造正有序实现模式复制。费用端, 公司资源投放效率稳步提升, 目前品牌投放维持存量, 地面营销费用则实行固定投向管理, 削减随量、促销费用, C 端费用落地考核加强。
- **盈利预测与投资评级:** 2024 年公司后续销售兑现压力不大, 市场工作重点保障营销质量, 古 20 稳价格、强渠道持续推进, 古 7、古 8 推宴席、铺网点落地有声, 看好公司省内外均打开后三百亿增长新天地。考虑宏观需求压力, 相应调整 2024-2026 年归母净利润为 59/71/84 亿元 (前值为 60/74/90 亿元), 同比+28%/20%/19%, 对应 PE 为 15/13/11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济复苏不及预期、次高端扩容不及预期、食安问题。

### 市场数据

收盘价(元)	172.02
一年最低/最高价	156.64/298.88
市净率(倍)	4.00
流通 A 股市值(百万元)	70,287.37
总市值(百万元)	90,929.77

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	42.98
资产负债率(%LF)	35.10
总股本(百万股)	528.60
流通 A 股(百万股)	408.60

### 相关研究

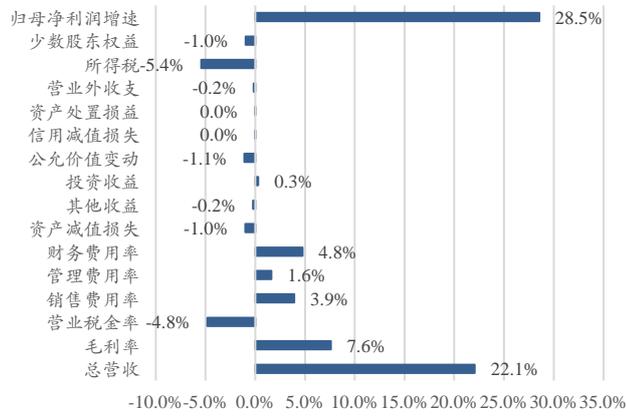
《古井贡酒(000596): 多价位稳扎稳打, 全国化渐入佳境》

2024-06-03

《古井贡酒(000596): 2023 年报及 2024 年一季报点评: 营收超 200 亿, 净利率持续提升》

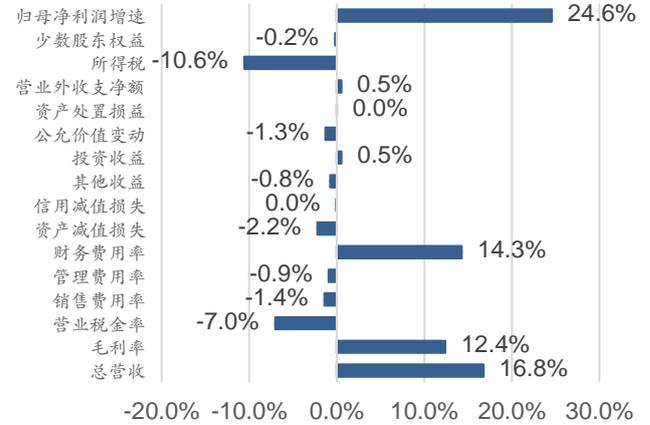
2024-04-29

图1: 24H1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q2 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 古井贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>25,508</b>	<b>30,324</b>	<b>36,867</b>	<b>45,260</b>	<b>营业总收入</b>	<b>20,254</b>	<b>24,458</b>	<b>28,187</b>	<b>32,330</b>
货币资金及交易性金融资产	16,686	17,824	25,809	33,475	营业成本(含金融类)	4,240	4,820	5,351	5,923
经营性应收款项	1,118	3,845	1,609	1,824	税金及附加	3,050	3,791	4,313	4,946
存货	7,520	8,452	9,237	9,737	销售费用	5,437	6,383	7,244	8,212
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,367	1,541	1,719	1,940
其他流动资产	184	202	212	224	研发费用	71	86	85	81
<b>非流动资产</b>	<b>9,913</b>	<b>11,060</b>	<b>11,972</b>	<b>12,553</b>	财务费用	(162)	(280)	(221)	(251)
长期股权投资	10	11	11	11	加:其他收益	48	49	56	65
固定资产及使用权资产	4,677	5,289	5,657	5,693	投资净收益	(6)	(49)	(28)	(16)
在建工程	2,911	3,411	3,911	4,411	公允价值变动	20	0	0	0
无形资产	1,123	1,183	1,243	1,303	减值损失	(30)	0	0	0
商誉	561	561	561	561	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	59	54	49	44	<b>营业利润</b>	<b>6,283</b>	<b>8,116</b>	<b>9,724</b>	<b>11,527</b>
其他非流动资产	571	551	540	530	营业外净收支	49	46	38	38
<b>资产总计</b>	<b>35,421</b>	<b>41,383</b>	<b>48,839</b>	<b>57,813</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,332</b>	<b>8,162</b>	<b>9,761</b>	<b>11,565</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,409</b>	<b>13,032</b>	<b>13,956</b>	<b>15,038</b>	减:所得税	1,606	2,098	2,470	2,903
短期借款及一年内到期的非流动负债	81	81	81	81	<b>净利润</b>	<b>4,726</b>	<b>6,064</b>	<b>7,292</b>	<b>8,662</b>
经营性应付款项	4,167	3,698	3,959	4,219	减:少数股东损益	137	182	219	260
合同负债	1,401	1,591	1,766	1,955	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,589</b>	<b>5,882</b>	<b>7,073</b>	<b>8,402</b>
其他流动负债	6,759	7,663	8,150	8,783	每股收益-最新股本摊薄(元)	8.68	11.13	13.38	15.89
非流动负债	598	598	598	598	EBIT	6,107	7,836	9,475	11,228
长期借款	107	107	107	107	EBITDA	6,496	8,284	9,957	11,741
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	79.07	80.29	81.01	81.68
租赁负债	68	68	68	68	归母净利率(%)	22.66	24.05	25.09	25.99
其他非流动负债	423	423	423	423	收入增长率(%)	21.18	20.76	15.25	14.70
<b>负债合计</b>	<b>13,007</b>	<b>13,630</b>	<b>14,554</b>	<b>15,636</b>	归母净利润增长率(%)	46.01	28.17	20.25	18.79
归属母公司股东权益	21,525	26,682	32,996	40,628					
少数股东权益	889	1,071	1,290	1,549					
<b>所有者权益合计</b>	<b>22,414</b>	<b>27,753</b>	<b>34,285</b>	<b>42,177</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,421</b>	<b>41,383</b>	<b>48,839</b>	<b>57,813</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,496	3,461	10,131	9,510	每股净资产(元)	40.72	48.20	59.60	73.39
投资活动现金流	(1,278)	(1,598)	(1,386)	(1,073)	最新发行在外股份(百万股)	529	529	529	529
筹资活动现金流	(1,647)	(725)	(760)	(770)	ROIC(%)	21.61	22.98	22.63	21.85
现金净增加额	1,571	1,137	7,985	7,667	ROE-摊薄(%)	21.32	22.04	21.44	20.68
折旧和摊销	389	448	482	514	资产负债率(%)	36.72	32.94	29.80	27.05
资本开支	(2,375)	(1,554)	(1,362)	(1,062)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.81	15.46	12.86	10.82
营运资本变动	(651)	(3,055)	2,366	356	P/B(现价)	4.22	3.57	2.89	2.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>