

## 古井贡酒 (000596.SZ)

## 稳健增长，务实定调

公司 2024 年实现营收 235.8 亿，同比+16.4%，归母净利润 55.2 亿，同比+20.2%。24Q4 单季营收 45.1 亿，同比+4.9%，归母净利润 7.7 亿，同比-0.7%。全年费用率稳步下降，盈利能力提升。年份原浆 24 年量/价同增 12%/5%，腰部产品放量。坚持推进全国化，聚焦华中基本盘。25 年首次不提具体增长数字，务实稳健，灵活应对行业调整。竞争实力依旧，低估更应加大关注，下调 25-27 年每股收益为 11.54、12.79、13.98 元，给予“强烈推荐”投资评级。

□ 24 年顺利收官分红率提升，25Q1 收入利润增长 10%/13%略超预期。公司 2024 年实现营收 235.8 亿，同比+16.4%，归母净利润 55.2 亿，同比+20.2%。24Q4 单季营收 45.1 亿，同比+4.9%，归母净利润 7.7 亿，同比-0.7%，与前期业绩快报一致。公司 25Q1 营收 91.5 亿，同比+10.4%，归母净利润 23.3 亿，同比+12.8%，收入利润略超预期保持双位数增长，体现出省酒龙头的经营韧性，分产品看，预计腰部产品（古 7、8、16）快于公司增速，古 20 接近公司增速，底部产品略慢于。25Q1 销售回款 82.3 亿，同比-2%，Q1 末合同负债 36.7 亿，同比下降 9.4 亿。公司 Q4+Q1 实现营收 136.6 亿，同比+8.4%，净利润 31.0 亿，同比+9.2%。2024 年每股派发 5.0 元现金红利（含税），分红率 57.49%，同比提升 5.66 个百分点，持续加大股东回报。

□ 全年费用率稳步下降，盈利能力提升。24Q4 毛利率+1.6pct 至 80.7%，销售费用率 30.1%，同比+5.2pct，净利率下降 1.0pct 至 18.0%，从 2024 年全年角度来看，公司销售、管理费用稳步下降。25Q1 毛利率-0.7pct 至 79.7%，销售费用率 26.6%，同比-0.6pct，管理费用率 4.4%，同比-0.4pct，净利率上升 0.5pct 至 26.1%。

□ 年份原浆 24 年量/价同增 12%/5%，腰部产品放量。公司 24 年白酒业务收入 228.7 亿，同比+16.4%，毛利率 81.7%，同比+0.9pct，分品牌来看，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他收入为 181 亿/22 亿/25 亿，同比+17%/+11%/+15%，毛利率分别为 86.1%/57.6%/71.9%，同比+0.5/-0.7/+4.3pct，其中，年份原浆 24 年量/价同增 12.0%/5.0%，吨单价达到 24.4 万元/吨，24 年全系列以量增为主，古 8、16 等腰部产品放量明显引领年份原浆结构升级，古 20 注重量价平衡。

□ 坚持推进全国化，聚焦华中基本盘。分区域来看，华北/华中/华南地区收入为 20 亿/202 亿/14 亿，同比+7%/18%/11%，市场聚焦省内及华中地区基本盘。华北/华中/华南地区经销商数量为 1360/3041/661 家，同比上一年净增 136/238/68 家，省外市场招商持续进行。

□ 25 年展望：首次不提具体增长数字，务实稳健，灵活应对行业调整。公司年报中提到，在人口增长逐渐放缓与行业存量竞争的双重影响之下，降速发展成为白酒行业共识。25 年全面践行战略 5.0，扎实打造“运营五星级”，继续锚定“全国化、次高端”战略，坚持“插旗、打井、育户、上量”实施路径。与过去年份不同的是，年报中披露 25 年营收目标为较上年度实现稳健增长，首次不提具体增长数字，这也彰显公司的务实稳健，在调整期更能灵活应对。

□ 竞争实力依旧，低估更应加大关注，给予“强烈推荐”投资评级。酒业进入

## 强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：

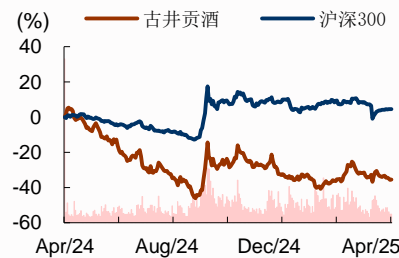
当前股价：167.11 元

## 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本（百万股）    | 529          |
| 已上市流通股（百万股） | 409          |
| 总市值（十亿元）    | 88.3         |
| 流通市值（十亿元）   | 68.3         |
| 每股净资产（MRQ）  | 50.1         |
| ROE（TTM）    | 21.8         |
| 资产负债率       | 35.9%        |
| 主要股东        | 安徽古井集团有限责任公司 |
| 主要股东持股比例    | 51.34%       |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -6 | -12 | -35 |
| 相对表现 | -2 | -7  | -42 |



## 相关报告

- 《古井贡酒 (000596) —业绩符合预期，费用率收缩明显》2024-11-01
- 《古井贡酒 (000596) —Q2 业绩高增，韧性凸显》2024-09-01
- 《古井贡酒 (000596) —奋进 300 亿，全国化成效显著（更新）》2024-05-31

刘成 S1090523070012

liucheng5@cmschina.com.cn

全要素竞争时代，品牌集中趋势明显，古井战略能力领先，对当下环境有清楚认知，年报首次不提增长数字，务实稳健经营。前期市场质疑公司增长潜力，股价下跌幅度大，当下预期审慎，估值合理，且公司竞争力未发生根本性转变，建议加大关注！由于行业需求承压，下调 25-27 年每股收益为 11.54、12.79、13.98 元，给予“强烈推荐”投资评级。

□风险提示：省外扩张不及预期、次高端产品升级不及预期、费用率优化不及预期等

财务数据与估值

| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 20254 | 23578 | 25752 | 27698 | 29306 |
| 同比增长       | 21%   | 16%   | 9%    | 8%    | 6%    |
| 营业利润(百万元)  | 6283  | 7750  | 8572  | 9506  | 10393 |
| 同比增长       | 41%   | 23%   | 11%   | 11%   | 9%    |
| 归母净利润(百万元) | 4589  | 5517  | 6100  | 6762  | 7391  |
| 同比增长       | 46%   | 20%   | 11%   | 11%   | 9%    |
| 每股收益(元)    | 8.68  | 10.44 | 11.54 | 12.79 | 13.98 |
| PE         | 19.2  | 16.0  | 14.5  | 13.1  | 12.0  |
| PB         | 4.1   | 3.6   | 3.1   | 2.8   | 2.4   |

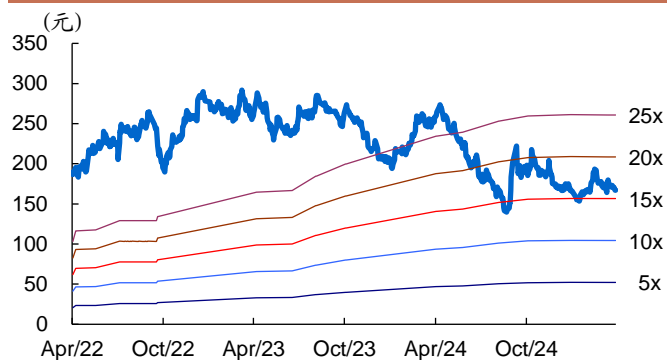
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 古井贡酒单季度利润表

| 单位: 百万元     | 23Q2  | 23Q3  | 23Q4  | 24Q1  | 24Q2  | 24Q3  | 24Q4  | 25Q1  | 2023  | 2024  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入     | 4726  | 4643  | 4301  | 8286  | 5519  | 5263  | 4509  | 9146  | 20254 | 23578 |
| 二、营业总成本     | 3076  | 3221  | 3261  | 5470  | 3356  | 3596  | 3436  | 5991  | 14033 | 15857 |
| 其中: 营业成本    | 1050  | 955   | 896   | 1628  | 1076  | 1165  | 869   | 1858  | 4240  | 4738  |
| 营业税金及附加     | 653   | 688   | 757   | 1246  | 847   | 906   | 741   | 1461  | 3050  | 3740  |
| 营业费用        | 1150  | 1315  | 1074  | 2252  | 1360  | 1211  | 1359  | 2433  | 5437  | 6182  |
| 管理费用        | 224   | 288   | 495   | 397   | 274   | 320   | 452   | 399   | 1367  | 1442  |
| 研发费用        | 17    | 15    | 26    | 15    | 18    | 18    | 27    | 20    | 71    | 78    |
| 财务费用        | -35   | -41   | 2     | -68   | -214  | -24   | -43   | -181  | -162  | -349  |
| 资产减值损失      | 18    | 0     | 13    | 0     | -6    | 0     | 30    | 0     | 31    | 24    |
| 三、其他经营收益    | 18    | 9     | 28    | 0     | 2     | 8     | 20    | 16    | 62    | 29    |
| 公允价值变动收益    | 18    | 9     | 12    | 14    | 12    | 16    | 21    | 26    | 48    | 64    |
| 投资收益        | 13    | 5     | -10   | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     | 20    | 0     |
| 其他收益        | -14   | -5    | 26    | -15   | -10   | -9    | -1    | -11   | -6    | -34   |
| 四、营业利润      | 1668  | 1430  | 1068  | 2816  | 2166  | 1675  | 1094  | 3171  | 6283  | 7750  |
| 加: 营业外收入    | 27    | 20    | 21    | 12    | 21    | 13    | 16    | 16    | 85    | 61    |
| 减: 营业外支出    | 19    | 5     | 10    | 1     | 5     | 4     | 4     | 0     | 36    | 15    |
| 五、利润总额      | 1675  | 1445  | 1079  | 2827  | 2181  | 1683  | 1105  | 3186  | 6332  | 7796  |
| 减: 所得税      | 428   | 378   | 263   | 701   | 628   | 465   | 295   | 797   | 1606  | 2089  |
| 六、净利润       | 1247  | 1067  | 816   | 2126  | 1553  | 1218  | 810   | 2389  | 4726  | 5707  |
| 减: 少数股东损益   | 37    | 33    | 39    | 60    | 46    | 44    | 39    | 59    | 137   | 189   |
| 七、归属母公司净利润  | 1210  | 1033  | 777   | 2066  | 1507  | 1174  | 771   | 2330  | 4589  | 5517  |
| EPS         | 2.29  | 1.95  | 1.47  | 3.91  | 2.85  | 2.22  | 1.46  | 4.41  | 8.68  | 10.44 |
| <b>主要比率</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 毛利率         | 77.8% | 79.4% | 79.2% | 80.3% | 80.5% | 77.9% | 80.7% | 79.7% | 79.1% | 79.9% |
| 主营税金率       | 13.8% | 14.8% | 17.6% | 15.0% | 15.4% | 17.2% | 16.4% | 16.0% | 15.1% | 15.9% |
| 营业费率        | 24.3% | 28.3% | 25.0% | 27.2% | 24.6% | 23.0% | 30.1% | 26.6% | 26.8% | 26.2% |
| 管理费率        | 4.7%  | 6.2%  | 11.5% | 4.8%  | 5.0%  | 6.1%  | 10.0% | 4.4%  | 6.8%  | 6.1%  |
| 营业利润率       | 35.3% | 30.8% | 24.8% | 34.0% | 39.2% | 31.8% | 24.3% | 34.7% | 31.0% | 32.9% |
| 实际税率        | 25.6% | 26.2% | 24.4% | 24.8% | 28.8% | 27.6% | 26.7% | 25.0% | 25.3% | 26.7% |
| 净利率         | 25.6% | 22.3% | 18.1% | 24.9% | 27.3% | 22.3% | 17.1% | 25.5% | 22.7% | 23.4% |
| <b>YoY</b>  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 收入增长率       | 26.8% | 23.4% | 8.9%  | 25.9% | 16.8% | 13.4% | 4.8%  | 10.4% | 6.5%  | 16.4% |
| 营业利润增长率     | 43.2% | 47.9% | 29.6% | 33.0% | 29.9% | 17.1% | 2.4%  | 12.6% | 12.7% | 23.4% |
| 净利润增长率      | 47.5% | 46.8% | 49.2% | 31.6% | 24.6% | 13.6% | -0.7% | 12.8% | 14.6% | 20.2% |

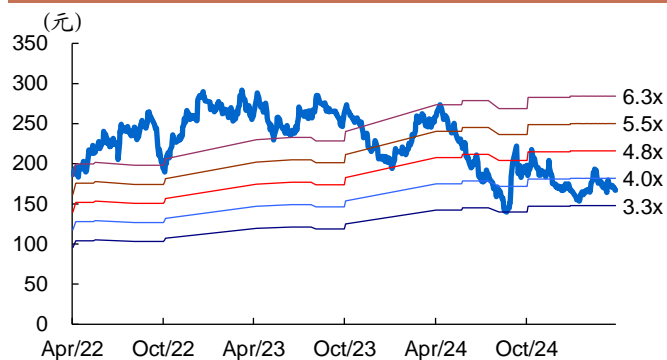
资料来源: 公司公告

图 1: 古井贡酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 古井贡酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《古井贡酒 (000596) —业绩符合预期, 费用率收缩明显》2024-11-01
- 2、《古井贡酒 (000596) —Q2 业绩高增, 韧性凸显》2024-09-01
- 3、《古井贡酒 (000596) —奋进 300 亿, 全国化成效显著 (更新)》2024-05-31

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 25508        | 28812        | 33799        | 39080        | 44463        |
| 现金             | 15966        | 15894        | 19609        | 23773        | 28307        |
| 交易性投资          | 720          | 60           | 60           | 60           | 60           |
| 应收票据           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项           | 69           | 70           | 59           | 64           | 68           |
| 其它应收款          | 49           | 87           | 95           | 102          | 108          |
| 存货             | 7520         | 9264         | 10219        | 11039        | 11645        |
| 其他             | 1184         | 3437         | 3757         | 4042         | 4276         |
| <b>非流动资产</b>   | 9913         | 11710        | 11158        | 10723        | 10317        |
| 长期股权投资         | 10           | 12           | 12           | 12           | 12           |
| 固定资产           | 4596         | 7897         | 7533         | 7259         | 6993         |
| 无形资产商誉         | 1123         | 1129         | 1016         | 915          | 823          |
| 其他             | 4183         | 2672         | 2598         | 2538         | 2490         |
| <b>资产总计</b>    | <b>35421</b> | <b>40522</b> | <b>44957</b> | <b>49803</b> | <b>54780</b> |
| <b>流动负债</b>    | 12409        | 14309        | 15077        | 15851        | 16423        |
| 短期借款           | 0            | 50           | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 4167         | 3532         | 3899         | 4212         | 4443         |
| 预收账款           | 1401         | 3515         | 3880         | 4192         | 4422         |
| 其他             | 6840         | 7212         | 7298         | 7448         | 7559         |
| <b>长期负债</b>    | 598          | 520          | 520          | 520          | 520          |
| 长期借款           | 107          | 42           | 42           | 42           | 42           |
| 其他             | 491          | 478          | 478          | 478          | 478          |
| <b>负债合计</b>    | <b>13007</b> | <b>14829</b> | <b>15597</b> | <b>16371</b> | <b>16943</b> |
| 股本             | 529          | 529          | 529          | 529          | 529          |
| 资本公积金          | 6226         | 6220         | 6220         | 6220         | 6220         |
| 留存收益           | 14770        | 17909        | 21366        | 25205        | 29357        |
| 少数股东权益         | 889          | 1037         | 1246         | 1478         | 1732         |
| 归属于母公司所有者权益    | 21525        | 24657        | 28114        | 31953        | 36105        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>35421</b> | <b>40522</b> | <b>44957</b> | <b>49803</b> | <b>54780</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 4496        | 4728       | 6394        | 7014        | 7670        |
| 净利润            | 4726        | 5707       | 6100        | 6762        | 7391        |
| 折旧摊销           | 374         | 554        | 792         | 738         | 695         |
| 财务费用           | (162)       | (349)      | (313)       | (345)       | (362)       |
| 投资收益           | 6           | (5)        | (29)        | (29)        | (29)        |
| 营运资金变动         | (459)       | (1105)     | (361)       | (345)       | (279)       |
| 其它             | 147         | 115        | 206         | 233         | 255         |
| <b>投资活动现金流</b> | (1278)      | (1733)     | (210)       | (273)       | (259)       |
| 资本支出           | (2381)      | (2427)     | (239)       | (302)       | (288)       |
| 其他投资           | 1103        | 694        | 29          | 29          | 29          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1647)      | (2478)     | (2470)      | (2577)      | (2877)      |
| 借款变动           | (272)       | (478)      | (140)       | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 0           | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 1           | (7)        | 0           | 0           | 0           |
| 股利分配           | (1586)      | (2379)     | (2643)      | (2922)      | (3239)      |
| 其他             | 209         | 386        | 313         | 345         | 362         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>1571</b> | <b>517</b> | <b>3715</b> | <b>4164</b> | <b>4534</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 20254       | 23578       | 25752       | 27698       | 29306       |
| 营业成本             | 4240        | 4738        | 5231        | 5650        | 5961        |
| 营业税金及附加          | 3050        | 3740        | 4085        | 4366        | 4590        |
| 营业费用             | 5437        | 6182        | 6623        | 6930        | 7127        |
| 管理费用             | 1367        | 1442        | 1498        | 1528        | 1529        |
| 研发费用             | 71          | 78          | 85          | 92          | 97          |
| 财务费用             | (162)       | (349)       | (313)       | (345)       | (362)       |
| 资产减值损失           | (30)        | (25)        | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益         | 20          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他收益             | 48          | 64          | 64          | 64          | 64          |
| 投资收益             | (6)         | (35)        | (35)        | (35)        | (35)        |
| <b>营业利润</b>      | 6283        | 7750        | 8572        | 9506        | 10393       |
| 营业外收入            | 85          | 61          | 61          | 61          | 61          |
| 营业外支出            | 36          | 15          | 15          | 15          | 15          |
| <b>利润总额</b>      | 6332        | 7796        | 8617        | 9551        | 10439       |
| 所得税              | 1606        | 2089        | 2308        | 2557        | 2794        |
| 少数股东损益           | 137         | 189         | 209         | 232         | 254         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>4589</b> | <b>5517</b> | <b>6100</b> | <b>6762</b> | <b>7391</b> |

主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 21%   | 16%   | 9%    | 8%    | 6%    |
| 营业利润           | 41%   | 23%   | 11%   | 11%   | 9%    |
| 归母净利润          | 46%   | 20%   | 11%   | 11%   | 9%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 79.1% | 79.9% | 79.7% | 79.6% | 79.7% |
| 净利率            | 22.7% | 23.4% | 23.7% | 24.4% | 25.2% |
| ROE            | 22.9% | 23.9% | 23.1% | 22.5% | 21.7% |
| ROIC           | 20.2% | 21.0% | 20.6% | 20.1% | 19.4% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 36.7% | 36.6% | 34.7% | 32.9% | 30.9% |
| 净负债比率          | 0.5%  | 0.4%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| 流动比率           | 2.1   | 2.0   | 2.2   | 2.5   | 2.7   |
| 速动比率           | 1.4   | 1.4   | 1.6   | 1.8   | 2.0   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| 存货周转率          | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 应收账款周转率        | 309.0 | 341.0 | 399.0 | 450.0 | 446.0 |
| 应付账款周转率        | 1.2   | 1.2   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 8.68  | 10.44 | 11.54 | 12.79 | 13.98 |
| 每股经营净现金        | 8.51  | 8.94  | 12.10 | 13.27 | 14.51 |
| 每股净资产          | 40.72 | 46.65 | 53.19 | 60.45 | 68.30 |
| 每股股利           | 4.50  | 5.00  | 5.53  | 6.13  | 6.70  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 19.2  | 16.0  | 14.5  | 13.1  | 12.0  |
| PB             | 4.1   | 3.6   | 3.1   | 2.8   | 2.4   |
| EV/EBITDA      | 12.8  | 10.4  | 9.2   | 8.4   | 7.7   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。