

产品结构升级持续

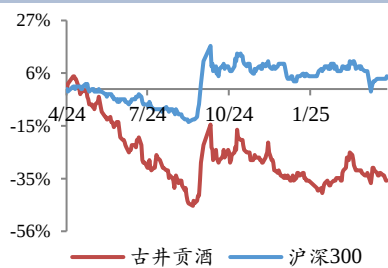
——古井贡酒 24 年报&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-28

收盘价（元）	167.11
近 12 个月最高/最低（元）	280.00/139.02
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）	883
流通市值（亿元）	683

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 2024 年报和 25Q1 季报：

- **25Q1**：营收 91.46 亿（+10.4%），归母净利润 23.30 亿（+12.8%），扣非归母净利润 23.12 亿（+12.8%）。
- **24Q4**：营收 45.09 亿（+4.9%），归母净利润 7.71 亿（-0.7%），扣非归母净利润 7.58 亿（+0.7%）。
- **24 年**：营收 235.78 亿（+16.4%），归母净利润 55.17 亿（+20.2%），扣非归母净利润 54.57 亿（+21.4%）。
- **25Q1 超市场预期，24Q4 达到业绩快报。**

● 收入：产品结构升级持续

- **25Q1**：产品端，我们预计古 8/16 表现突出，延续高增趋势；古 5 聚焦大众宴席，增速较快；古 20 受行业需求扰动，整体表现相对平稳。区域端，省内表现优于省外，省内仍贡献主要增量。
- **24 年**：产品端，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他营收分别同比 +17.3%/11.2%/15.1%，年份原浆营收占比白酒业务同比提升 0.59pct 至 79.1%，贡献主要增量。拆分量价看，**年份原浆销量/吨价分别同比增长 12.0%/4.8%，实现量价齐升**，其中古 8/16 表现突出，带动年份原浆产品结构持续升级；古井贡酒销量/吨价分别同比增长 9.0%/2.0%，通过聚焦大众价格带实现快速放量。区域端，华中/华北/华南营收分别同比增长 17.8%/7.4%/11.2%，华北/华南增速回落预计主因存量市场竞争加剧，近期有所恢复，**华中省内市场仍维持强势**。

● 利润：盈利能力提升持续兑现

- **25Q1**：公司毛利率同比下降 0.7pct 至 79.7%，我们预计主因渠道费用投放力度提升。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比 -0.58/-0.42/+0.04/-1.15pct，其中财务费率下降主因利息收入增加，规模效应+精准费用投放持续提升费效比。综上，公司归母净利率同比上升 0.5pct 至 25.5%，**盈利能力持续提升**。
- **24 年**：全年毛利率同比提升 0.8pct 至 79.9%，主因产品结构提升，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他毛利率各同比+0.5/-0.7/+4.3pct。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比-0.62/-0.63/-0.02/-0.68pct，费效比持续优化。综上，公司归母净利率同比提升 0.7pct 至 23.4%。

● 报表质量：行业需求扰动

- 25Q1 公司“营收+Δ合同负债”同比下降 19.1%，Q1 销售收现同比下降 1.6%，均慢于营收增速，主因行业需求承压扰动渠道回款积极性。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

展望 25 年，产品端，古 8/16 势能仍强，持续推动产品结构升级，通过推出大众价格带战术产品贡献额外增量；区域上，省内仍维持强势地位，省外持续扩大覆盖面寻找新空间。公司稳健增长无虞。

盈利预测：考虑到省内商务宴席景气度恢复状况，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 260.41/290.23/326.09 亿元（25-26 年原值 260.34/290.16 亿元），分别同比增长 10.4%/11.5%/12.4%；实现归母净利润 62.52/71.30/82.36 亿元（25-26 年原值 62.66/71.96 亿元），分别同比增长 13.3%/14.0%/15.5%；当前股价对应 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

商务宴席景气度恢复不及预期，产品结构升级不及预期，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23578	26041	29023	32609
收入同比（%）	16.4%	10.4%	11.5%	12.4%
归属母公司净利润	5517	6252	7130	8236
净利润同比（%）	20.2%	13.3%	14.0%	15.5%
毛利率（%）	79.9%	80.1%	80.3%	80.7%
ROE（%）	22.4%	20.2%	18.7%	17.8%
每股收益（元）	10.44	11.83	13.49	15.58
P/E	16.60	14.13	12.39	10.73
P/B	3.72	2.86	2.32	1.91
EV/EBITDA	9.49	7.08	5.62	4.05

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 25 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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28812	35722	42710	53597	营业收入	23578	26041	29023	32609
现金	15894	24668	31082	41155	营业成本	4738	5189	5705	6285
应收账款	70	75	86	95	营业税金及附加	3740	4023	4412	4891
其他应收款	87	72	105	94	销售费用	6182	6797	7546	8446
预付账款	278	259	285	314	管理费用	1442	1562	1712	1891
存货	9264	9445	9830	10711	财务费用	-349	-378	-442	-557
其他流动资产	3218	1202	1320	1228	资产减值损失	-24	-30	-30	-30
非流动资产	11710	11639	11588	11518	公允价值变动收益	0	1	1	1
长期投资	12	12	12	12	投资净收益	-34	-26	-29	-33
固定资产	7897	7825	7774	7704	营业利润	7750	8767	10003	11558
无形资产	1129	1129	1129	1129	营业外收入	61	46	46	46
其他非流动资产	2672	2673	2673	2673	营业外支出	15	17	17	17
资产总计	40522	47361	54298	65116	利润总额	7796	8796	10032	11588
流动负债	14309	14698	14272	16553	所得税	2089	2331	2658	3071
短期借款	50	50	50	50	净利润	5707	6465	7373	8517
应付账款	2942	3362	3569	4067	少数股东损益	189	213	243	281
其他流动负债	11316	11285	10653	12436	归属母公司净利润	5517	6252	7130	8236
非流动负债	520	504	493	513	EBITDA	8007	9028	10234	11707
长期借款	42	26	15	35	EPS (元)	10.44	11.83	13.49	15.58
其他非流动负债	478	478	478	478	主要财务比率				
负债合计	14829	15202	14766	17066	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1037	1250	1493	1774	成长能力				
股本	529	529	529	529	营业收入	16.4%	10.4%	11.5%	12.4%
资本公积	6229	6229	6229	6229	营业利润	23.4%	13.1%	14.1%	15.6%
留存收益	17899	24151	31281	39517	归属于母公司净利	20.2%	13.3%	14.0%	15.5%
归属母公司股东权	24657	30909	38039	46275	获利能力				
负债和股东权益	40522	47361	54298	65116	毛利率 (%)	79.9%	80.1%	80.3%	80.7%
现金流量表					净利率 (%)	23.4%	24.0%	24.6%	25.3%
单位:百万元					ROE (%)	22.4%	20.2%	18.7%	17.8%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	21.0%	19.1%	17.8%	16.8%
经营活动现金流	4728	9202	6889	10527	偿债能力				
净利润	5707	6465	7373	8517	资产负债率 (%)	36.6%	32.1%	27.2%	26.2%
折旧摊销	571	585	615	644	净负债比率 (%)	57.7%	47.3%	37.4%	35.5%
财务费用	18	3	2	3	流动比率	2.01	2.43	2.99	3.24
投资损失	-5	26	29	33	速动比率	1.33	1.76	2.27	2.56
营运资金变动	-1520	2124	-1131	1331	营运能力				
其他经营现金流	7184	4341	8504	7186	总资产周转率	0.62	0.59	0.57	0.55
投资活动现金流	-1733	-409	-462	-472	应收账款周转率	340.65	360.00	360.00	360.00
资本支出	-2421	-483	-536	-545	应付账款周转率	1.65	1.65	1.65	1.65
长期投资	665	99	102	105	每股指标 (元)				
其他投资现金流	23	-25	-28	-32	每股收益	10.44	11.83	13.49	15.58
筹资活动现金流	-2478	-19	-13	17	每股经营现金流 (摊	8.94	17.41	13.03	19.91
短期借款	50	0	0	0	每股净资产	46.65	58.47	71.96	87.54
长期借款	-66	-16	-11	20	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	16.60	14.13	12.39	10.73
资本公积增加	4	0	0	0	P/B	3.72	2.86	2.32	1.91
其他筹资现金流	-2467	-3	-2	-3	EV/EBITDA	9.49	7.08	5.62	4.05
现金净增加额	517	8774	6414	10072					

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。