



开门红双位数达成 徽酒龙头显韧性

2025 年 04 月 29 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：孙冉

执业证号：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

► **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年全年公司实现营收/归母净利润 235.78/55.17 亿元，同比+16.41%/+20.22%，未完成全年营收 244.50 亿元目标（完成率 96.43%），但在白酒产业结构周期调整背景下，依旧展现了徽酒龙头韧性。经计算，24Q4 实现营收/归母净利润 45.09/7.71 亿元，同比+4.85%/-0.74%；25Q1 实现营收/归母净利润 91.46/23.30 亿元，同比+10.38%/+12.78%。25Q1 期末合同负债 36.74 亿元，同比-20.43%，24Q4/25Q1 季度内合同负债分别+15.79/+1.59 亿元。用“单季度营收+Δ 合同负债”核算季度“真实营收”，25Q1 为 93.05 亿元，同比-19.10%，慢于表端营收增速。合同负债的波动和营收增速的差值或系 25 年春节较早，酒企提前启动开门红回款任务。公司 24 年分红率达 57.49%，较去年提升+5.66pcts，对应股息率 3.51%，股东回报提升有望提振市场信心。

► **年份原浆领跑，酒类业务量价齐升。**酒类主营实现营收 228.65 亿元，同比+16.43%，毛利率 81.71%，同比+0.93pcts。量价拆分来看：量增+8.44%，价增+7.37%，全年保持量价齐升态势。酒类主营业务营收占比提升+0.01pcts 至 96.98%。

- **分产品看：**①**年份原浆** 24 年实现营收 180.86 亿元，同比+17.31%，量增+11.99%，价增+4.75%，毛利率 86.12%，同比+0.47pcts。年份原浆产品收入占酒类主营业务比重同比+0.59pcts 至 79.10%。年份原浆系列量增为主，价增为辅。献礼、古 5 扎根向下夯实基本盘，古 7 省外招商汇量，古 8/古 16 借助宴席场景在 150-300 元省内消费主流价格带持续放量，古 20 坚持次高端泛全国化定位高举高打，新品古 30 提前站位千元价格带、拔高品牌形象。②**古井贡酒** 24 年实现营收 22.41 亿元，同比+11.17%，量增+8.79%，价增+2.02%，毛利率 57.55%，同比-0.72pcts，在酒类营收中占比-0.46pcts 至 9.80%；③**黄鹤楼及其他** 实现营收 25.38 亿元，同比+15.08%，量增-1.14%，价增+16.41%，毛利率 71.88%，同比+4.25pcts，在酒类营收中占比-0.13pcts 至 11.10%。

- **分区域看：**华北/华中/华南/国际分别实现营收 19.79/201.51/14.26/0.22 亿元，分别同比+7.40%/+17.80%/+11.16%/+2.87%；目前全国化覆盖率达 70%，大本营华中市场增速领跑，占比+0.99pcts 至 85.64%，省外市场仍需调整，24 年省内外营收结构或从 2023 年的 6:4 继续向内收缩。

- **分渠道看：**线上/线下渠道分别实现营收 7.72/228.06 亿元，同比+5.81%/+16.81%；经销商数量上，华北/华南/华中/国际分别有经销商 1360/661/3041/27 家，合计 5089 家；分别较同期净增加 136/68/238/6 家。

推荐

维持评级

当前价格：

165.80 元

相关研究

- 1.古井贡酒 (000596.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 收入利润双位数 徽酒龙头显韧性-2024/11/01
- 2.古井贡酒 (000596.SZ) 2024 年中报点评：徽酒龙头稳健增长 提质增效持续推进-2024/08/31
- 3.古井贡酒 (000596.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：结构向上费效提升 稳步跨进双百亿-2024/04/28
- 4.古井贡酒 (000596.SZ) 2023 年三季报点评：盈利提升持续兑现 双百亿营收确定性增强-2023/10/28
- 5.古井贡酒 (000596.SZ) 2022 年年报及 2023 一季报点评：费用优化释放利润弹性，基本盘稳定跨两百亿可期-2023/05/06

➤ **结构向上毛利率提升，提质增效逐年兑现。**毛利率方面：24A/24Q4/25Q1 分别为 79.90%/80.74%/79.68%，同比+0.84/+1.57/-0.67pcts，25Q1 毛利率下滑或因开门红政策力度加强导致货折增加。**费用率方面：**公司 24 全年税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.86%/26.22%/6.12%，同比+0.80/-0.63/-0.63pcts，销售费用同比+13.70%主因公司加大市场投入,以提振渠道信心，其中促销费同比+22.70%，广告费同比+18.87%。单 24Q4 税金及附加/销售/管理费用率分别为 16.43%/30.14%/10.02%，同比-1.17/+5.18/-1.48pcts。25Q1 税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.97%/26.60%/4.37%，同比+0.93/-0.57/-0.43pcts。**归母净利率：**24A/24Q4/25Q1 分别为 23.40%/17.09%/25.47%，同比+0.74/-0.96/+0.54pcts。

➤ **投资建议：**公司优秀的组织执行力和渠道掌控力保障开门红双位数增长顺利达成，年内看好年份原浆品牌高势能延续，未来随着费用管控和数字化建设加强，提质增效有望持续兑现。预计公司 25-27 年分别实现营业收入 260/287/318 亿元，同比 10.3%/10.5%/10.8%，归母净利润 62/69/78 亿元，同比 11.7%/11.8%/12.6%，当前股价对应 PE 分别为 14/13/11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；供需不均衡导致的批发价格波动风险；省内竞争加剧，省外调整不及预期；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	23,578	26,006	28,737	31,841
增长率 (%)	16.4	10.3	10.5	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,517	6,165	6,891	7,757
增长率 (%)	20.2	11.7	11.8	12.6
每股收益 (元)	10.44	11.66	13.04	14.67
PE	16	14	13	11
PB	3.6	3.2	2.8	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,578	26,006	28,737	31,841
营业成本	4,738	5,287	5,868	6,454
营业税金及附加	3,740	3,966	4,368	4,808
销售费用	6,182	6,788	7,454	8,240
管理费用	1,442	1,612	1,753	1,933
研发费用	78	89	98	108
EBIT	7,436	8,333	9,270	10,427
财务费用	-349	-180	-227	-252
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	-34	-13	-10	-8
营业利润	7,750	8,501	9,487	10,672
营业外收支	45	65	74	82
利润总额	7,796	8,566	9,561	10,754
所得税	2,089	2,210	2,457	2,757
净利润	5,707	6,356	7,104	7,996
归属于母公司净利润	5,517	6,165	6,891	7,757
EBITDA	8,007	8,924	9,909	11,111

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,894	19,816	21,865	21,238
应收账款及票据	70	84	93	103
预付款项	278	247	275	302
存货	9,264	9,694	10,758	11,833
其他流动资产	3,305	2,460	2,689	2,826
流动资产合计	28,812	32,300	35,680	36,302
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	7,897	8,643	9,641	10,306
无形资产	1,129	1,179	1,229	1,229
非流动资产合计	11,710	13,000	14,547	14,545
资产合计	40,522	45,300	50,227	50,847
短期借款	50	50	50	50
应付账款及票据	3,532	4,338	4,814	5,295
其他流动负债	10,727	11,517	12,408	8,512
流动负债合计	14,309	15,905	17,272	13,857
长期借款	42	42	42	42
其他长期负债	478	472	472	472
非流动负债合计	520	514	514	514
负债合计	14,829	16,419	17,786	14,371
股本	529	529	529	529
少数股东权益	1,037	1,227	1,441	1,680
股东权益合计	25,694	28,881	32,441	36,476
负债和股东权益合计	40,522	45,300	50,227	50,847

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.41	10.30	10.50	10.80
EBIT 增长率	21.76	12.06	11.24	12.48
净利润增长率	20.22	11.75	11.77	12.56
盈利能力 (%)				
毛利率	79.90	79.67	79.58	79.73
净利率	23.40	23.71	23.98	24.36
总资产收益率 ROA	13.62	13.61	13.72	15.25
净资产收益率 ROE	22.38	22.29	22.23	22.29
偿债能力				
流动比率	2.01	2.03	2.07	2.62
速动比率	1.13	1.26	1.28	1.54
现金比率	1.11	1.25	1.27	1.53
资产负债率 (%)	36.59	36.24	35.41	28.26
经营效率				
应收账款周转天数	1.06	1.07	1.11	1.11
存货周转天数	637.63	645.41	627.37	630.05
总资产周转率	0.62	0.61	0.60	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	10.44	11.66	13.04	14.67
每股净资产	46.65	52.32	58.65	65.83
每股经营现金流	8.94	16.82	14.62	7.48
每股股利	6.00	6.70	7.49	8.44
估值分析				
PE	16	14	13	11
PB	3.6	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	8.94	8.02	7.22	6.44
股息收益率 (%)	3.62	4.04	4.52	5.09

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,707	6,356	7,104	7,996
折旧和摊销	571	591	639	684
营运资金变动	-1,520	2,029	37	-4,664
经营活动现金流	4,728	8,890	7,727	3,951
资本开支	-2,421	-1,757	-2,095	-582
投资	665	0	0	0
投资活动现金流	-1,733	-1,770	-2,106	-590
股权募资	26	0	0	0
债务募资	-9	0	0	0
筹资活动现金流	-2,478	-3,199	-3,572	-3,989
现金净流量	517	3,921	2,050	-627

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048