

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

次高端全面发力，全国化稳步推进

——古井贡酒 2024 年年报点评

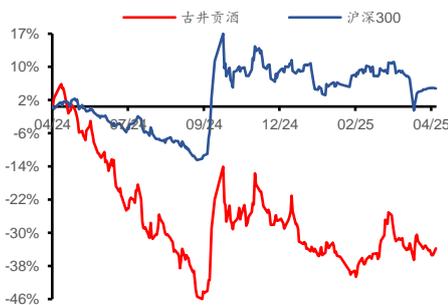
买入（维持）

行业：食品饮料
日期：2025年04月29日分析师：王慧林
Tel: 15951919467
E-mail: wanghuilin@shzq.com
SAC 编号: S0870524040001
分析师：袁家岗
Tel: 02153686249
E-mail: yuanjiagang@shzq.com
SAC 编号: S0870524090003

基本数据

最新收盘价（元）	171.14
12mth A 股价格区间（元）	140.60-280.38
总股本（百万股）	528.60
无限售 A 股/总股本	77.30%
流通市值（亿元）	904.65

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《三品四香出皖城，本固枝荣新征程》

——2024 年 12 月 01 日

《三品四香出皖城，本固枝荣新征程》

——2024 年 12 月 01 日

■ 投资摘要

事件概述

4月27日，公司发布2024年年报，2024年实现营业收入235.78亿元，同比增长16.41%；归母净利润55.17亿元，同比增长20.22%。同时，今年一季度实现营业收入91.46亿元，同比增长10.38%；归母净利润23.30亿元，同比增长12.78%。

次高端产品占比提升，产品结构持续优化。分产品看，2024年公司年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他产品分别实现营收180.86/22.41/25.38亿元，分别同比+17.31%/11.17%/15.08%；营收占比分别为79.10%/9.80%/11.10%，分别同比+0.59/-0.46/-0.13个百分点，其中公司次高端主要抓手“年份原浆”系列产品对收入的贡献占比持续提升，且其毛利率达86.12%，同比提升0.47个百分点，产品结构优化已见成效。年份原浆系列在次高端市场的持续突破，不仅增强了品牌高端形象，更带动了整体利润率提升。我们认为，2025年公司次高端产品占比有望延续抬升趋势。

本部市场不断深耕，全国化稳步推进。分区域看，2024年华中地区仍为公司主要市场，华中/华北/华南分别实现营收201.51/19.79/14.26亿元，分别同比+17.80%/7.40%/11.16%；收入占比分别为85.46%/8.40%/6.05%，分别同比+0.99/-0.70/-0.28个百分点。区域经销商方面，华中/华北/华南地区2024年末经销商数量分别为3041/1360/661家，分别同比+238/136/68家。同时，线上渠道表现亮眼，实现营收7.72亿元，同比增长5.81%，毛利率大幅提升2.18个百分点至76.29%，充分体现了全渠道协同效应。2025年公司将继续锚定“全国化、次高端”战略，坚持“插旗、打井、育户、上量”实施路径，通过“三通工程”深化渠道布局，全力开拓增量市场。

盈利能力逐步增强，报表质量持续改善。公司2024年销售净利率与销售毛利率分别同比+0.86/+0.83个百分点至24.20%/79.90%，公司在次高端市场的持续突破，带动了整体利润率的提升。费用端亦有所控制，销售费用率与管理费用率分别同比-0.62/-0.63个百分点至26.22%/6.12%，显示出良好的费用控制能力，我们预计2025年费用投入可控。

■ 投资建议

我们认为，安徽经济发展势能向上，白酒市场规模与主流消费价格带均具成长空间，公司作为省内市占率第一的徽酒龙头，全国化亦初步取得成效，已形成数个十亿级市场，并继续稳步向外辐射。作为老八大名酒，公司提前布局次高端与高端价格带，受益于持续多年的品牌建设和消费者培育，未来产品结构有望继续优化。利润端，虽然公司销售费用率位居行业前列，但费用投放日益精细，预计净利率仍有较大向上空间。我们预计公司25-27年营收分别为260.90/286.74/314.58亿元，同比增速分别为10.65%/9.90%/9.71%；

归母净利润分别为 62.71/70.60/78.76 亿元，同比增速分别为 13.66%/12.59%/11.55%，对应 PE 14/13/11 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

白酒行业集中度提升、两极分化加剧，竞争日趋白热化；外部环境更趋复杂严峻和不确定。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23578	26090	28674	31458
年增长率	16.4%	10.7%	9.9%	9.7%
归母净利润	5517	6271	7060	7876
年增长率	20.2%	13.7%	12.6%	11.5%
每股收益（元）	10.44	11.86	13.36	14.90
市盈率（X）	16.40	14.43	12.81	11.49
市净率（X）	3.67	3.31	2.98	2.69

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 04 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15894	21207	25090	29513
应收票据及应收账款	70	84	91	99
存货	9264	9248	9945	10534
其他流动资产	3584	2686	3183	3560
流动资产合计	28812	33225	38310	43707
长期股权投资	12	12	12	12
投资性房地产	44	44	44	44
固定资产	7897	7435	6890	6282
在建工程	1039	779	584	438
无形资产	1129	1082	1035	988
其他非流动资产	1590	1630	1630	1630
非流动资产合计	11710	10982	10195	9394
资产总计	40522	44206	48504	53100
短期借款	50	50	50	50
应付票据及应付账款	3532	4138	4388	4559
合同负债	3515	2761	3273	3687
其他流动负债	7212	8174	8477	8878
流动负债合计	14309	15124	16188	17174
长期借款	42	42	42	42
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	478	472	472	472
非流动负债合计	520	514	514	514
负债合计	14829	15637	16702	17688
股本	529	529	529	529
资本公积	6229	6229	6229	6229
留存收益	17909	20575	23577	26925
归属母公司股东权益	24657	27326	30328	33676
少数股东权益	1037	1243	1475	1736
股东权益合计	25694	28569	31803	35412
负债和股东权益合计	40522	44206	48504	53100

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	4728	8941	7971	8983
净利润	5707	6477	7292	8136
折旧摊销	571	769	787	801
营运资金变动	-1520	1715	-137	12
其他	-30	-20	29	33
投资活动现金流量	-1733	-24	-29	-33
资本支出	-2421	0	0	0
投资变动	665	0	0	0
其他	23	-24	-29	-33
筹资活动现金流量	-2478	-3605	-4059	-4527
债权融资	-9	0	0	0
股权融资	26	0	0	0
其他	-2495	-3605	-4059	-4527
现金净流量	517	5313	3884	4422

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23578	26090	28674	31458
营业成本	4738	5044	5335	5636
营业税金及附加	3740	4114	4497	4952
销售费用	6182	6653	7312	8022
管理费用	1442	1435	1577	1730
研发费用	78	88	97	106
财务费用	-349	0	0	0
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	-34	-25	-29	-33
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	7750	8800	9902	11061
营业外收支净额	45	0	0	0
利润总额	7796	8800	9902	11061
所得税	2089	2323	2610	2925
净利润	5707	6477	7292	8136
少数股东损益	189	206	232	261
归属母公司股东净利润	5517	6271	7060	7876

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	79.9%	80.7%	81.4%	82.1%
净利率	23.4%	24.0%	24.6%	25.0%
净资产收益率	22.4%	22.9%	23.3%	23.4%
资产回报率	15.0%	15.3%	15.7%	16.0%
投资回报率	21.0%	22.5%	22.7%	22.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	16.4%	10.7%	9.9%	9.7%
EBIT 增长率	21.8%	18.3%	12.5%	11.7%
归母净利润增长率	20.2%	13.7%	12.6%	11.5%
每股指标 (元)				
每股收益	10.44	11.86	13.36	14.90
每股净资产	46.65	51.70	57.37	63.71
每股经营现金流	8.94	16.91	15.08	16.99
每股股利	6.00	6.82	7.68	8.56
营运能力指标				
总资产周转率	0.62	0.62	0.62	0.62
应收账款周转率	340.65	338.35	327.20	330.85
存货周转率	0.56	0.54	0.56	0.55
偿债能力指标				
资产负债率	36.6%	35.4%	34.4%	33.3%
流动比率	2.01	2.20	2.37	2.54
速动比率	1.33	1.56	1.73	1.90
估值指标				
P/E	16.40	14.43	12.81	11.49
P/B	3.67	3.31	2.98	2.69
EV/EBITDA	9.49	7.27	6.14	5.16

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断