



唐朝

2025年第18周回顾：5月3日

2025年05月03日20:00

书院的朋友们，晚上好。上周因为被禁言，我们跳过了第17周的回顾，今天一锅烩两周回顾

这两周的大环境总体偏暖。除了印度和巴基斯坦有点擦枪走火的迹象，局势略显紧张外，其他方面相对平稳。

首先，中美之间的关税战，正处于双方不断释放接触信号的阶段，双方的语气也都有软化。可以预见，双方都会做出一些让步和妥协。我乐观的认为，达成协议只是时间问题，差异只是谁让步多少的外交谈判技巧和水平问题。

我们的优势在于中国人不怕吃苦，能够承受压力。同时，政府也信任人民会放心让他们做决策，争利益。相比之下，美国人民就没那么识大体了。

现在中美之间的贸易断崖式下跌，美国国内尚可用库存抵挡一阵。本周的最新信息说，最大的几家海运公司正将原本航行与中美之间大船调往他处，改用小货轮运送。

还有部分海运公司直接取消了跨太平洋的航次。运输行业人士预计“本周抵达洛杉矶港的集装箱数量将较上周减少30.4%，整体情况比新冠疫情时期还要糟糕”。

这种情况一旦持续个两三个月，库存和在途商品销售完毕，美国境内超市里的日用品要么大

缺货，要么大涨价，就很可能会引发巨大的舆论和民意压力。

毕竟明年是两党的国会大选年，会重新选举众议院全部435位众议员，以及参议院100位参议员里的35位。

这个选举虽然不决定总统的去留，但如果以特朗普为代表的共和党如果不得民心，明年的大选里丢掉部分共和党席位，总统后面两年的执政就会阻力重重，难以作为。

这时候，比的就是两国人民的耐受力，也比的是双方执政者的信心，就看哪方先忍不住。这也是我方敢于硬刚的部分信心所在，套用一句常用语：时间站在我们这边。

其实目前双方都已经在偷偷取消或者减免一些产品的关税税率了，主要针对本国无法生产或生产成本非常高的产品。这当然是对两国经济都有利的事情，只是双方都没有大肆宣传，都怕撩拨到两国国内各自的强硬派、民粹派敏感的心。

那些人里，有些是利益相关的土司老爷，这种人其实好对付。但更多的是“自以为”和土司老爷一起构成“我们”的牛马，他们反而不容易说通道理，能不撩拨就尽量不去撩拨。

其次，5月1日美乌关于共同开发乌克兰矿产的协议也正式签订。

协议全文披露在互联网上，感兴趣的朋友自己找来看。大体来说，协议看起来像是乌克兰的一次重大外交胜利(而不是相反)，其核心条款大致可以简化归纳为：

所有涉及的矿产所有权和控制权完全属于乌克兰；

美乌双方建立一个50:50的基金来开发，表决权平等，所有决策必须双方一致同意才能实施；

该基金随后将投资于乌克兰境内的采矿、石油天然气项目以及相关基础设施或加工项目；

对该协议涉及的资金和投资收益，两国均不征税；

预计在最初的10年里，基金的利润和收入不予分配，全部投资于乌克兰重建工作中去；

美国单方面向该基金捐了一部分钱并承诺引入乌克兰所需技术(包括防空系统)；

该协议与过往乌克兰欠美国的援助或其他债务款项无关。

...

当然，这不妨碍当初大谈美国掠夺乌克兰的媒体和自媒体猜测：美帝不可能这么傻白甜，背后一定还有不可告人的一叠秘密协议。这个我们不知道有或者没有，只能让时间去验证了。俄方本周也主动宣布，自5月8日0点起以庆祝卫国战争胜利80周年的名义，全面停火三天，并且愿意“无任何先决条件与乌克兰展开谈判”。看起来，这场已经打了三年多的战争，似乎在向好的方面发展。

这两周里，中国和菲律宾之间因南海某“礁”产生冲突，双方都带了国旗上“礁”拍照，宣示主权，但并未发生其他更严重冲突。既没有混凝土吹岛，也没有停船、扎营乃至驻军，更多的是舆论意义上的动作。看起来双方都比以往收敛了一些。

同时，国内也是暖风频传。

4月30日《民营经济促进法》表决通过，自5月20日起实施。

这是我国首次将“毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经

济发展”“促进民营经济健康发展和民营经济人士健康成长”写入法律，第一次明确了民营经济的法律地位，明确规定了“促进民营经济持续、健康、高质量发展，是国家长期坚持的重大方针政策”。

不管后面落实情况如何，至少先有了明确的法律，这就是很大的进步。

4月22日，教育部更新发布《普通高等学校本科专业目录(2025年)》，增列29种新专业，其中包括新设的“游戏艺术设计”专业，首批有三所大学获准建立该专业，标志着游戏专业正式纳入国家高等教育体系。

同日，腾讯的2025年游戏发布会大张旗鼓的召开。两个小时内一口气甩出46款游戏，在游戏圈和网络上引起巨大轰动。与之相比，前一天(4月21日)国家新闻出版署批准127款游戏版号，就完全不值得一提了。

看到这些，不禁有些恍惚，天上人间，有点不习惯。谁要说就在前不久，游戏还是人人喊打的过街老鼠，我是会怀疑记忆力的。

当然，这些无疑都是国内经济监管和经营环境改善的一些标志。或许也正因为如此，这段时间国际资金大量涌入香港，甚至触发了香港金管局启动五年来第一次强方兑换保证，入市大力抛售港币(买入美元)。

5月3日早上的新闻，香港金管局已经向市场抛售460.39亿港币(买入60亿美元)，截止我写到这里的时候(5月3日14:00)，港币兑美元汇率已经回升至7.7499。

这与三年前的情况刚好相反。2022年5月，我在书房里写过科普。只不过那时是资金逃离，

触发的7.85弱方保证。现在是市场有太多的美元或其他外币涌入，导致港币需求大增，港币升破7.75:1的强方保证。

关于这段科普见下图：

2022年5月12日

小散价投之路：“5月12日，香港金管局买入40.82亿港币以捍卫联系汇率制度”，这个新闻是什么意思呢？金管局为什么要买港币？

唐朝：香港实行联系汇率制度。

香港的20元以上的港币由三家发钞行发行，汇丰、渣打和中国银行(20元以下钞票和硬币由金管局发行)。发钞行要想发行港币，需要给香港金管局缴纳对应的美元才可以发行。每缴纳1美元，可以发行7.8港币。

同时，香港金管局承诺港币兑美元在 7.8 ± 0.05 范围内波动。一旦港币升值超过7.75兑1美元(比如7.74兑1美元)，市场机构有权按照7.75的价格将美元“卖给”金管局——7.74买入1美元，7.75卖给金管局，就有1分钱赚头。

同样，一旦港币贬值超过7.85兑1美元(比如7.86)，市场机构有权按照

7.85的价格将港币“卖给”金管局——
1美元在市场上买入7.86港币，用7.85
港币从金管局手上换回来1美元，就
可以净赚1分。

所以，金管局在临近7.75或7.85时，
会从市场上买入美元或卖出美元，从

而让兑换价格回到7.75~7.85之间，
避免让人来自己口袋里套利。

这个行为同样会触发市场预期跟随甚至提前行动，只要大家对金管局的外汇储备、捍卫联系汇率的能力以及信誉有信心，汇率就会自动在7.75~7.85之间波动，不会出轨。

今天的新闻说的金管局买入40.82亿港币，或者说卖出5.2亿美元，就是金管局向市场投放美元，买入港币，避免美元继续升值、港币继续贬值的行 为。

2022年5月12日

刘西伟：陕2021

度财务 和2020年年报

这些涌入的其他币种，其中很大部分肯定会进入股市。房产或实体投资也会有，但短时间不会突然增加那么多，以至于能让汇率突破波动区间。

这也可以看到境外资本对香港市场的信心在回暖。比如早上书院里有朋友发的港股暴涨三姐妹，泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪冰城等消费类型的股票，动辄就是十倍，这里面必不可少的有资金追捧的原因。

当然，我们回到现实，回到我们的框架范围内，我们不能理解的企业涨再多，那都是别人的事儿，与我们无关。

正如有人在比特币上赚几万倍，或者福彩站天天都有五百万开出来一样。不能理解背后的确定性和逻辑的，都和我们没关系。

同时我们还要看到，这两年港股市场的复苏，恰恰是前些年的低迷所带来的。也就是我们喜欢说的那句“估值低了，自然就会借故上涨。故，是千奇百怪，猜不出来”。

我们只要抓住估值高低这个核心逻辑，关注我们自己能力范围内能够理解的企业就好。至于不能理解的那些十倍百倍股，祝福所有参与者都发财就是了。

那么，接下来我们就要聊我们能力圈范围内的几家企业最新财报里。

这两周，分众和古井发布了2024年年报和2025年一季报，茅台发布了2025年一季报。

我们就先从分众聊起吧。

分众的年报数据，想必朋友们不会惊讶。早在2024年8月10日，去年中报出来时，我就在书院的《2024年第32周回顾》里写过：如果没有重大意外事件发生，2024年全年大约就是“124亿营收，51亿至60亿归母净利”这么一个经营结果。

所以，我们完全可以直接拍脑袋就得出，如果没有重大意外事件发生，2024年全年大约就是“124亿营收，51至60亿归母净利”这么一个经营结果。免费资料buffett'989交流群将51和60分别代入十年平均利润的计算里，差异就是年均利润44.3亿或者45.2亿。

年度	营业收入	归母净利
2015	86.3	33.9
2016	102.1	44.5
2017	120.1	60.1
2018	145.5	58.2
2019	121.4	18.8
2020	121	40
2021	148.4	60.6
2022	94.3	27.9
2023	119	48
2024	预估	51

年报实际数据是122.6亿营收，51.6亿归母净利，营收偏差1.1%，净利润基本在范围的下限。这差不多也是半个bug级别的企业了，没有重大经济波动，基本是能提前大致估出来的。

这期年报和一季报，我觉着值得关注的地方就三处：

第一，每股分红0.23，加上2024年中期分红每股0.1元，全年现金分红144.42 0.33=47.66亿，现金分红率=47.66亿/扣非归母净利46.68亿=102.1%。

今年发布了一个修订后分红规则，部分朋友可能没有细看，以为要降低分红比例。其实不是的，这只是一个程序性的完善，主要条款都没动。

分红规则上，新增了【公司经营活动现金流量连续两年为负时，不进行高比例现金分红】，同时明确了【如果用送红股作为股利时，现金

分红不得低于当年净利润的5%】（以前的版本没有这个5%规定）。其他都是程序性的套话。

前一句应该是出于规则完善需要，甚至可能是指引文本的要求。

分众的经营模式，几乎确定经营活动现金流不可能为负值，更别说连续两年为负了(当然，我们说的正常经济环境，如果要杠“打仗了、地震了、海啸了”，那是没法预测的)。

大体上，除非分众有重大扩张要动用大量现金(收购新潮不算，那是以换股收购为主)，否则依然会是2023年发布《股东分红回报规划(2024年度-2026 年度)》所承诺的：年度现金分红不低于当年扣非归母净利的80%。

而且，分众目前账面现金储备相当充足，有足够的 ability 支持未来高分红。

分众财报里以下这五个科目里的钱，基本可以近似地视为可以按计划安排使用的、变现非常容易的现金和类现金资产：

货币资金(现金和存款)；交易性金融资产(理财产品)；应收款项融资(银行承兑汇票)；一年内到期的非流动资产(原本是一年以上期限的定期存款，伴随时间推移，到期日低于一年了)；其他流动资产(少量的待抵扣增值税，其他主要是一年内定存)。

一季度末这几项数据加起来，大概有116亿左右，完全不用担心分红能力。

加上我个人还阴暗的猜测，新加坡国籍的江南春也有动力将现金分出国境，去可以更方便资金流动、且梯媒市场空间还相对空白，竞争较薄弱的地区扩张。

第二，第四季度单季经营情况是不理想的。

单季度营收和净利同比都是下降的，连持平都没有做到。这也是年度营收略低于估计，年度净利润落在预测数下沿的原因。

分众	第一季度营收	第二季度营收	第三季度营收	第四季度营收
2016	21.1	28.2	26.2	26.7
2017	24.1	32.2	30.9	32.8
2018	29.6	41.5	37.7	36.7
2019	26.1	31.1	31.9	32.3
2020	19.4	26.7	32.6	42.2
2021	35.9	37.3	38.2	36.9
2022	29.4	19.1	25.2	20.6
2023	25.8	29.4	31.6	32.3
2024	27.3	32.4	32.9	30
2025	28.6			
年度	第一季度净利	第二季度净利	第三季度净利	第四季度净利
2016	6.5	12.5	12.5	13
2017	11.1	14.3	13.8	20.9
2018	12.1	21.4	14.6	10.1
2019	3.4	4.4	5.8	5.2
2020	0.4	7.9	13.8	18.0
2021	13.7	15.3	15.2	16.4
2022	9.3	4.7	7.3	6.6
2023	9.4	12.9	13.7	12.3
2024	10.4	14.5	14.7	11.9
2025	11.4			

第四季度表现不好，和宏观经济表现有很大原因，这是不可预计的因素。想想第四季度一贯强势的主要白酒企业经营情况，对这种宏观经济表现应该会有更深刻的感受。或者看看这张图，也能有同感。

2、收入与成本

(1) 营业收入构成

单位：元

项 目	2024年		2023年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	12,262,102,807.88	100%	11,903,724,918.98	100%	3.01%
分行业					
楼宇媒体及其他					
日用消费品	7,204,675,310.14	58.76%	6,285,070,004.03	52.80%	14.63%
互联网	1,111,755,712.91	9.07%	1,372,142,751.23	11.53%	18.98%
房产家居	538,137,100.30	4.39%	641,737,384.72	5.39%	-16.14%
娱乐及休闲	598,381,948.66	4.88%	774,865,238.21	6.51%	-22.78%
交通	728,380,451.11	5.94%	723,688,041.78	6.08%	0.65%
商业及服务	471,018,317.89	3.84%	479,099,594.85	4.02%	-1.69%
通讯	540,997,807.42	4.41%	497,138,330.68	4.18%	8.82%
杂类	379,760,467.41	3.09%	360,734,097.27	3.04%	5.27%
影院媒体					
日用消费品	386,124,572.34	3.15%	408,561,762.65	3.43%	-5.49%
互联网	21,047,568.20	0.17%	26,674,071.74	0.22%	-21.09%
房产家居	47,432,763.29	0.39%	18,574,307.61	0.16%	155.37%
娱乐及休闲	40,996,925.44	0.33%	48,350,735.11	0.41%	-15.21%
交通	92,880,535.22	0.76%	143,111,100.50	1.20%	-35.10%
商业及服务	4,645,948.86	0.04%	7,504,303.11	0.06%	-38.09%
通讯	51,710,199.61	0.42%	111,220,530.85	0.93%	53.51%
杂类	44,157,179.08	0.36%	5,252,664.64	0.04%	740.66%
分产品					
楼宇媒体	11,549,203,221.76	94.19%	11,118,911,514.24	93.41%	3.87%
影院媒体	688,995,692.04	5.62%	769,249,476.21	6.46%	-10.43%
其他媒体及其他	23,903,894.08	0.19%	15,563,928.53	0.13%	53.59%
分地区					
华东	4,173,396,279.04	34.03%	4,130,013,185.13	34.70%	1.05%
华南	2,318,076,278.61	18.90%	2,259,585,545.68	18.98%	2.59%
华北	2,101,791,862.38	17.14%	2,067,148,924.22	17.37%	1.68%
西南	1,460,015,984.81	11.91%	1,376,164,931.14	11.56%	6.09%
华中	1,189,067,481.37	9.70%	1,097,750,381.76	9.22%	8.32%
其他	1,019,754,921.67	8.32%	973,061,951.05	8.17%	4.80%

这张图告诉我们什么呢？

同比增长的主要就是日用消费品和杂类，其他全部同比下滑。包括梯媒增长、影院下降的通讯类产品，合并计算后，同比也是下滑的。

2024年全年，分众梯媒和影院合计发布日用消费品广告76亿，占全部营收的62%。同比增长

13.6%, 远高于其他分类产品的增速(基本都是负值), 完全是单骑救主的感觉。

日用消费品加强梯媒广告投放, 对于分众来说, 是周期性起落的削弱和改善。但对于背后的产品而言, 很可能就是外贸产能受阻后引发的更卷的内需战场投入。

而杂类, 属于无法归类的零碎单。它的增长, 背后的含义可能是分众员工更加殚精竭虑地寻

找以往看不上的新客户的努力，是我们这些老板应该点赞和感谢的努力和汗水。

虽然第一季度数据看着还好，营收同比+5%, 净利同比+9%。但2025年中国经济面临关税战的冲击，变数太多。如果是我做预测，我愿意按照全年持平去考虑，不想增长的事儿。

至于估值，我以前的文章写过明细公式的，只是加加减减的事儿，我们跳过。

第三，Ai 投入使用后，公司的研发人员大幅下降了。2024年研发人员同比减少超过四分之一。这或许能够给未来节约不少成本。

分众就这样了。

我们来看两家白酒企业。

目前所有白酒企业均已经发布财报。

2024年度营收在50亿以上的主流白酒企业里，小古是年度营收和净利增速双第一；茅台是营收增速第二，净利增速第三。

2025年第一季度，小古和小茅干脆就是所有白酒上市公司里，“仅有的两家”同比增速两位数的企业。

而沪深股市所有五千多家上市公司，2024年年度现金分红前三名里，第一名是茅台，第三名是古井，都是咱们旗下的印钞机。

2024年A股年报分红每股派息(税前)居前A股名单				
代码	名称	方案进度	每股派息 (税前)	Wind行业
600519. SH	贵州茅台	董事会预案	27.62	食品饮料
689009. SH	九号公司	董事会预案	11.31	家电 II
000596. SZ	古井贡酒	董事会预案	5.00	食品饮料

对这样的表现，我充满了点赞的动力。

古井贡2024年全年罕见地没有完成预定目标，
这里有两处有趣的内容可以聊。

第一处是，全年没完成，并不令人惊讶。我在去年11月2号的书院文章《2024年第44周回顾》里，就这样“马前炮”地写过：

我估摸着，第四季度能够努力和去年第四季度持平，就已经很令人满意了。若还能有个位数的增长，就足以让我开一瓶古26庆祝了。

我认为古井贡酒2024年的预定经营计划，大概率完成不了。估计全年最有可能的结果是：营收同比增长不到15%(230亿左右)，归母净利同比增长17%左右(54亿以内)。

实际第四季度营收净利均为小个位数增长，全年实现营收235.8亿，净利55.2亿。营收比我拍脑袋数据高5.8亿，净利高1.2亿。真心很不错了，值得开一瓶古26庆祝。

不过，很有意思的是，如果以古井年报数据看，古井按计划完成2024年的增长计划，实际上没有什么难度。

2023年年报里制定的增长目标，是利润总额79.5亿。现在实际实现的是利润总额77.96亿，大概差1.5亿税前利润。

按照古井2024年年报235.8亿营收，实现77.96亿税前利润的比值反推，只需要多确认5亿营收，就足够圆满完成目标了。

三、营业利润(亏损以“—”号填列)	7,750,180,603.13	6,282,930,14.77
加：营业外收入	60,806,091.26	85,066,844.12
减：营业外支出	15.399484.99	35,851,126.34
四、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	7,795,587.209.40	6,332,145,832.55
减：所得税费用	2,088,975,630.59	1,605,876,011.66

免费资料 buffett1989交流群

~71~

、5

—

加500营完成

那么,古井有没有能力多确认5亿营收呢?其实是有的。

我们看合同负债(也就是预收款)科目,2023年末是14亿,2024年末35.3亿,同比增长152%。

如果古井贡给经销商多发6亿元的货，多确认5.3亿营收($6/1.13=5.3$)，保留29.3亿预收款，同比增长109%，有难度吗？报表会难看吗？没难度，依然靓丽。但79.5亿税前利润的目标就超额实现了。

有趣的问题来了，一贯能够实现目标的古井公司管理层，为什么这次在完全可以实现的情况下，没有去贪这个连续完成目标的锦旗呢？

我猜想，无外乎两点可能：其一是第四季度市场整体相当难看，古井贡管理层认为，即使单季小个数的增长，已经足以让整个团队享受荣誉，没必要去冲；其二是预计2025年会非常困难，预留一点安全垫，以防2025年起点太高，摔下来。

以上两种可能都有，甚至可能兼而有之。

2024年第四季度和2025年开年的艰难程度，我们看看洋河、舍得、酒鬼以及同在安徽的金种子报表同比数据，就大概知道了。

不仅如此，我们还能通过古井的一个财报科目，窥探经销商的困难。那就是“应收款项融资”。再次科普一下，对于古井贡而言（甚至对于绝大多数沪深上市公司而言），这个科目的数字就是银行承兑汇票，我在红皮手财98页科普过。

手把手教你读财报

特意强调一句，计入“应收款项融资”不代表公司已经拿它去融资了，而是指公司有这个考虑。若其中有部分确实已经用于融资了，报表附注会披露“截至本期末已经质押的应收款项融资”数额，或“权利受限的应收款项融资”数额，以及“已背书或贴现但尚未到期的应收款项融资”，具体披露有多少应收账款或应收票据以何种方式实施融资，其中终止确认与未终止确认的金额各是多少。

实务中，用应收账款抵押贷款或保理上市公司较少。所以大部分上市公司的“应收款项融资”科目，较少有应收账款，甚至连商票和小银行银票也很少，通常记录的就是大中型银行开出的、信用良好的银行承兑汇票。

但我看到还是有朋友望文生义，以为带“融资”二字，就是拿去抵押借钱了，是公司缺钱了，要去融资了。错的。

应收款项融资，这个科目名字没起好，既容易将“应收款项”和“应收帐款”混淆，又容易因为“融资”二字和“贴现、抵押、贷款”等含义联想起来。

我有个简单的解决办法。对于我们持有的这些优质企业，你可以看见“应收款项融资”六个字，直接在大脑里将其替换成“公司还没想好怎么处理的银行承兑汇票”。

这类票据的全流程处理是这样的：

一家公司收到一张承兑汇票，如果确定打算持有到期换钱，就记录在应收票据里；如果没想好怎么处理，就记录在应收款项融资里。

记录在应收款项融资里的票据，结局就两条路：持有到期；贴现或背书支付。

持有到期没有什么好说的，和记录在“应收票据”的票据命运一样了。需要搞明白的是贴现或背书支付。

贴现，指的是将收到的汇票，拿去银行或者财务公司，支付一定的费用(通常略高于这笔钱

从贴现日到票据到期日之间的利息), 然后变成现金。而背书支付, 则指公司盖章后支付给自己的供应商。

这又分两种两种情况。

(一)大银行开出的承兑汇票, 预计不可能不兑付, 或者即使不兑付对方也是找开票银行, 而不是来找我。于是终止确认, 踢出应收款项融资, 即资产负债表里不再包含这张票据。

之后又分两种情况,

1) 到报表日(比如年报就是12月31日, 一季报就是3月31日)之前, 这张票据已经到期。附注里也不提, 当做没发生收到票据和贴现票据两件事, 完全不在报表里露面。

2) 到报表日, 这张票据还没有到期。附注里的“期末已背书或贴现但尚未到期的应收票据”, 汇报“终止确认金额”。这个金额不含在报表的”应收款项融资“数据里。

贴现通常要支付一定的利息, 也就是现金的时间价值。正巧分众本期财报里披露了一份, 可以直观看图。

大概就是0.33%的代价。

2、金融资产

(1) 转移方式分类

单位：元

转移方式	已转移金融资产性质	已转移金融资产金额	终止确认情况	终止确认情况的判断依据
票据背书或贴现	信用程度较高的承兑银行的银行承兑汇票	364, 172, 627. 90	终止确认	已经转移了该金融资产所有权上几乎所有风险和报酬
合计		364, 172, 627. 90		免费资料buffett1989交流群

(2) 因转移而终止确认的金融资产

单位：元

项 目	金融资产转移的方式	终止确认的金融资产金额	与终止确认相关的利得或损失
银行承兑汇票	票据背书或贴现	364, 172, 627. 90	-1, 237, 239. 03
合计		364, 172, 627. 90	-1, 237, 239. 03

(二) 小银行、信用合作社、财务公司或商业
汇 票。

对于这类信用不足够的汇票，贴现只是相当于用汇票做抵押贷款，银行账户里多一笔存款(贴现来的), 应收款项融资里数据不变，负债端多记录一笔短期贷款或借款。

就和用房子抵押贷款的效果一样，房子还是你的资产，你账户里多一笔现金，同时负债端多一笔贷款或者借款。

背书支付也同样，自己要在到期日之前承担连带担保责任，相当于一笔负债。可以理解为先像贴现那样做账，然后将银行账户里的存款支付给了供应商。

这种票据，需要在报表的附注里，披露“期末已背书或贴现但尚未到期的应收票据”——“未终止确认金额”。

4. 应收款项融资

(1) 分类列示

种类				期初余额		
	期末余额			账面余额	坏账准备	账面价值
	账面余额	坏账准备	账面价值			
银行承兑汇票	2,966,732,807.75	0.00	2,966,732,807.75	957,560,115.73	0.00	957,560,115.73
商业承兑汇票						
合计	2,966,732,807.75	0.00	2,966,732,807.75	957,560,115.73	0.00	957,560,115.73

(2) 期末已质押的应收票据

无。

(3) 期末已背书或贴现但尚未到期的应收票据

项 目	终止确认金额	未终止确认金额
银行承兑汇票	7,58,771,057.82	0.00
商业承兑汇票		0
合计	7,58,771,057.82	0.00

这个“未终止确认金额”的票据，是包含在“应收款项融资”科目里的，只是相当于已经抵押了。只有它才符合“融资”的名字。

和贴现不同的是，通常背书支付时明面上不会打折，也就是支付方不会说，这是100万汇票当做99.66万给你。通常100万就是当做100万支付(你如果不要的话，那就再等等)。

此时双方其实很清楚，或者本就是默认，给汇票相当于压了货物或者商品的价格。

那么同样道理，当经销商向古井贡支付承兑汇票，而不是现金的时候，其实也就意味着经销商压了古井的价格，或者说古井给了经销商优惠。

我们看到2024年年报里，公司虽然有35亿合同负债(预收款)，但同时有29.7亿的银行承兑汇票，而且，还有75.9亿的已经背书或贴现但尚未到期的应收票据。

也就是说，在下半年里，古井贡公司“至少”收了约106亿的银行承兑汇票(29.7+75.9)。说至少的意思，是因为银行承兑汇票的期限通常在1个月到6个月之间(最长6个月)，完全可能存在期间贴现或背书支付了，但在12月31日之前已经到期，所以根本就没在报表上露面的。

考虑到整个下半年，古井贡公司一共确认营收还不到98亿，对应含税金额约110亿

(98 1.13)，所以我们几乎可以直接认定，现在古井已经全部用银行承兑汇票做销售了。这就是市场的艰难现状。

从这个角度去想，可能就理解管理层为什么明明有能力完成2024年预定目标，却没有去完成，那就是尽量给2025年兜底呢。

同时，我们也就理解了，2024年财报里，为什么一贯将目标精准到小数点后两位的古井贡管理层，这次罕见地没有给出任何数字，只说了一句“营业总收入较上年度实现稳健增长”。

旧 日 VLI。 羽八刀口外1天此，日工口外 反 I 迅 开 甲

(三)2025年度公司经营计划

营业总收入较上年度实现稳健增长。

哈 吵 不 敢 定 数 字 了。

(四)公司面临的风险

1. 全球贸易保护加剧，外部环境变化带来的不利影响持续加深；

2. 行业分化加剧，动销缓慢，价格不稳，市场消费遇冷，进入新一轮调整期。

当然，对于拥有这么优秀管理团队，近几年一直超预期的小古，我个人拍脑袋认为，有2025年一季度同比超过10%的底气在，全年高个位数增长(比如8%, 9%)还是可以期待的。

而这，足够让当下的古井B 股继续物超所值：按照2025年8%左右增长，全年60亿归母净利润考虑，古井B 股对应不到10倍市盈率；按照无增长考虑，也就不到11倍市盈率，还是安全的；甚至哪怕是小幅度的同比下降，当下这个估值水平也能让人安然入睡，毫不担心。

说起优秀的管理团队，古井有个隐患，就是明年6月底梁金辉董事长任期到期，且年龄刚好满60岁。按照国企的规定，60岁就要强制退休。梁董能不能继续在古井干下去？或者梁董如果退休，古井的战斗力的会不会锐降呢？

关于这个问题，首先我个人认为，继续连任是有机会的。

就像2018年的格力还是由国资委全资子公司格力集团控股的时候，64岁的董明珠连任了董事长；国企海信集团的董事长周厚健在2020年63岁的时候，还当选了公司董事长，而且在2022年65岁自己要求退休后，接任的董事长只比周厚健小一岁；同在青岛的海尔集团董事长张瑞敏也是72岁才退休的……

如果需要，这里面还是有很多特殊条款可以动用。比如高级职称，比如上市公司是混合所有制，不是纯国企等等。只是这种博弈，我等小民猜不出来。

而且，从当下的管理团队构成而言，梁董之后的第二位是管财务的，第三是管生产的，第四是管销售的，感觉不像是要退的安排。正常要

退的，我估计应该将生产或者销售递进到第二位，才比较合适。这是我瞎猜的

当然，现有管理层基本都是在古井多年的老团队，即使梁董真的明年就退居二线，我个人觉着影响也不会太大。

茅台呢，就更没什么值得多说的了。

年报提出9%的增长目标，一季度安排营收同比增长10.5%，净利同比增长11.6%。或许是已经向市场暗示，全年不会低于10%。

一季度值得注意的有趣数字是，这是首次季度营收超过500亿（总营收514亿，剔除财务公司后506亿）。要知道茅台年度营收是2017年才首次突破500亿的（2016年全年总营收401亿，剔除财务公司后389亿）。

而如果看归母净利，今年一季度是268.5亿，和2017年全年的270.8亿相差无几。依照全年950亿以上的净利润估算，今天的茅台印钞马力差不多是2017年的3.5倍。

从这个意义上说，今天1547的股价和八年的今天413.48的股价，估值几乎一模一样（贵了7%？），只是五毛钱一个和一块钱俩的区别而已。

据媒体报道，整个一季度茅台的管理层在全国多地调研。在和经销商的座谈会中，茅台高层给经销商打气说：“2025年白酒行业依然困难，但不会比2024年更难，特别是3-5月是我们需要关注的窗口期，坚持过去了，本轮周期也就结束了。”

我不知道茅台高层这个“2025不会比2024年更难，5月以后就不难了”的判断，是怎么得出

来的。但我知道茅台要实现增长，实在有太多条路可以选。

它所面临的选择只是「好」和「怎样才能更好」而已。是赚多少，而不是赚与赔，更不是生与死。

就像前几天@李强在书院里发表的一段一线观察，我直接引用，谢谢强哥

今年一季度净利润增幅大于营收增幅很大一部分原因就是直营比例提升所致。那么，是如何实现直营比例升高的呢？我觉得有以下两个原因：

1, I 茅台平台增加了生肖茅台投放。I 茅台一季度销售58.7亿，同比增加10%，环比增加11.8%。I 茅台起到的作用一是保真，二是以官方指导价购买对应的茅台。

平台在售的产品主要有彩釉珍品、生肖、系列酒。目前只有生肖的市场销售价格高于指导价2499，其他的全部严重低于指导价。也就是说，基本上只有申购生肖茅台才划算、才能薅到羊毛。

2, 直营店改变了销售方式导致销售增加。直营店其实跟 I 茅台类似，目前年份茅台、彩釉珍品、精品茅台、系列酒市场价格都大幅低于指导价，所以很少有人会去直营店单独买这些产品。

但是茅台直营店出台了新的政策：1499的平价茅台搭配年份茅台、精品茅台、彩釉珍品销售。比如，其中的一个方案就是：以1499的价格购买1箱普飞，同时必须以指导价(3299)购买一箱精品茅台。

客户一算：目前飞天市场价在2200以上，精品茅台在2700(这都是只比行情价高出一点点的价格，绝大多数烟酒店卖价会比这个高)，在外面购买这个组合的成本为：

$2200 \times 6 + 2700 \times 6 = 29400$ 。在直营店购买这个组合的成本为： $14996 + 32996 = 28788$ 元。直营店比在外面购买划算，而且还100%保真。

这个方案一出，很多原来在烟酒店、批发商买酒的客户都跑直营店去了，而且这个方案多方受益：

2-1， 对于茅台公司来说，不但带动了高端茅台的销售(本来是倒挂在直营店很难单独卖出的)，而且增加了直营比例提高了利润率。

2-2， 因为直营店完成了一部分高端茅台的销售，所以公司减少了经销商拿高端茅台的任务从而减少了他们的压力(目前彩釉珍品、年份茅台、精品茅台的销售价格都是低于打款价的，经销商卖一瓶亏一瓶)。

2-3， 对于消费者来说，不但可以更划算的买到茅台酒而且保真。

这无疑是一个妙招，也是一个惊喜。能想出这样的妙招跟茅台高层不断走访市场深度了解市场是离不开的。

以及现在市场反馈的茅台销售政策的微调：

1) 传统经销商(专卖店)合同内，精品，100ml小茅依然采取“强制配货”方式，即茅台给多少经销商需要拿多少；

彩釉珍品，43度，15年年份酒，取消以前“强制配货，平均主义”分销方式，采取“自愿主动申报，省区统筹”的方式，即不想申报的可

以不申报，但有能力、有实力、销售渠道的经销商根据自身情况增量；

公斤装、生肖茅台酒采取“省区统筹”的方式，向申请增珍品，15年，43度量的经销商倾斜。合同内原配比的飞天53度200ml、小金小白等规格产品改为分销制，即在合同之外，增加这类产品的投放量。

2) 商超电商渠道按合同总量按比例配比飞天53度500ml、200ml、小金小白、公斤装等飞天系列产品，有效提升商超电商渠道的盈利能力。与此同时，一季度降低商超百货的预约量，避免流动性库存流入炒家，从而合理控制流动性库存，防止价格异常波动。

3) 直营及团购4月底开始调整团购渠道政策，取消飞天茅台酒回瓶政策，将合同产品以53度飞天500ml为主的产品投放结构，配比飞天53度公斤装、生肖、精品、陈年酒15年等产品，且配售方案全国统一。

甚至，我们管中窥豹，还能从茅台1935的一次经销商选拔里，看到茅台潜在的增长手段。

3月2日茅台1935事业部，宣布要为旗下一种特殊容量(1.935升/瓶)的新品招募四家经销商，要求条件极其苛刻：

要2024年度主营业务收入大于人民币1亿元；

要当下的公司账户货币资金大于3000万元；

要求代理并成功运营千元价格带名优酒水品牌1个及以上；

要合同签订后一次性支付合同全部货款(25吨)；

要具有专业人才和协作团队能力，并在竞标之前提出成熟的经销方案；

茅台1935事业部从报名公司里挑出12家，通知来茅台镇现场比选，每家半小时阐述自己的优势和计划；

全程费用自理，还有先交8万元给1935当参赛保证金……

哈哈，看着这条件，我都想唾他们一口。为啥呢？这酒现在的市场售价比出厂价低，卖一瓶赔一瓶。

结果咱们被禁言那天，比选结果出来了：1. 江苏赛夫品牌管理有限公司；2. 河南盛林商贸有限公司；3. 中酿品致(北京)文化发展有限公司；4. 陕西华鼎酒业有限公司。

搜一下，都是老玩家，江苏赛夫的股东还是刘强东夫妇，后面几家都是酒业经销领域的老手。他们是傻吗？我想在酒业批发零售领域里，他们至少都比我聪明的多。他们图啥呢？

我又想起大概七八年前，在茅台出厂价819, 零售价最低不到700的时候，那些用999挤进来抢经销商资格的人。

他们傻吗？当时看着挺傻的，后来傻的被金钱淹没了，到今天他们还是1169拿货，2100转手给别人，啥也不干，比茅台公司赚的还多。

从这个1935的经销商比选上，我们要是想想，此刻市价2100的茅台，就算它再跌几百，如果茅台愿意招经销商，我想竞争激烈程度和要求之过分程度，可能比1935会夸张很多。

只不过是，当下并没有到需要动用那些招数的时间而已。

所以，安安静静坐在一旁，读书飙车赏花赏月赏秋香，间或想起来了就给他们鼓鼓掌，喊喊加油。这就是正经的投资。

简单吗?很简单。容易吗?不容易。股市里太多多动症患者了，总想动一动，动一动才有快感。但这种快感容易付费，哈哈。

好啦，今天已经尽力克制，但还是太长了。打住打住，看完就可以等书院的帅哥美女们回传巴神的股东大会现场啦，开心