



# 古井贡酒 (000596.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩符合预期，稳底盘并推新拓增量

### 业绩简评

2025年8月29日，公司披露2025年半年报，25H1实现营收138.8亿元，同比+0.5%；归母净利36.6亿元，同比+2.5%。其中25Q2实现营收47.3亿元，同比-14.2%；归母净利13.3亿元，同比-11.6%。业绩符合预期。

### 经营分析

从产品结构来看：25H1年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现营收109.6/11.8/15.0亿元，同比+1.6%/-4.4%/+6.7%，其中销量分别+10.8%/+9.3%/+12.1%，吨价分别-8.3%/-12.5%/-4.8%至23.5/6.0/9.8万元/吨，毛利率分别-1.2pct/-4.2pct/-1.5pct至85.1%/52.0%/70.6%。25H1各品系量增价落，消费分化趋势下结构普遍性有所回落。

从区域结构来看：25H1华北/华南/华中分别实现营收8.1/7.7/123.0亿元，同比分别-27.0%/-5.8%/+3.6%；25H1末经销商数量分别较24年末+18/-6/-32家至1378/655/3009家。

报表质量层面：1) 25Q2归母净利率+0.8pct至28.1%，其中毛利率同比-0.3pct，销售费用率-1.9pct、管理费用率+0.8pct、财务费用率+1.0pct；25H1销售费用内部综合促销费同比-8.3%，广告费同比+3.9%。2) 25Q2末合同负债余额14.3亿元，同比-7.9亿元，考虑环比合同负债变量后25Q2营收同比-20.3%。25Q2销售收现69.8亿元，同比+18.7%，25Q2末应收款项融资余额7.4亿元，环比-38.7亿元，期内销售收现高增与前期票据回款当期形成现金流入相关；25H1销售收现152.1亿元、同比+6.8%。

面临Q2至今外部环境冲击，公司一方面放缓对渠道回款诉求，另一方面推新布局新赛道（如推出轻度古20、26度375ml定价375元，光瓶酒老瓷贡、老玻贡等）。公司在省内的品牌优势仍然牢固，持续落实“抓动销、去库存、拓渠道、稳价格”。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计25-27年收入分别-2.9%/+6.9%/+10.4%；归母净利分别-2.6%/+11.1%/+16.3%，对应归母净利分别53.8/59.7/69.5亿元；EPS为10.17/11.30/13.14元，公司股票现价对应PE估值分别为16.8/15.2/13.0倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济复苏不及预期，区域市场竞争加剧，全国化外拓不及预期，食品安全风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：171.30元

### 相关报告：

- 《古井贡酒公司点评：业绩稳步兑现，基础扎实成长性可期》，2025.4.28
- 《古井贡酒公司点评：Q3兑现符合预期，经营提效仍持续》，2024.10.31
- 《古井贡酒公司点评：业绩符合预期，底盘扎实经营稳态强》，2024.8.31



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,254	23,578	22,895	24,470	27,005
营业收入增长率	21.2%	16.4%	-2.9%	6.9%	10.4%
归母净利润(百万元)	4,589	5,517	5,376	5,971	6,945
归母净利润增长率	46.0%	20.2%	-2.6%	11.1%	16.3%
摊薄每股收益(元)	8.68	10.44	10.17	11.30	13.14
每股经营性现金流净额	8.51	8.94	10.59	11.81	13.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.3%	22.4%	20.0%	20.3%	21.4%
P/E	26.8	16.6	16.8	15.2	13.0
P/B	5.7	3.7	3.4	3.1	2.8

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>16,713</b>	<b>20,254</b>	<b>23,578</b>	<b>22,895</b>	<b>24,470</b>	<b>27,005</b>	货币资金	13,773	15,966	15,894	17,352	19,211	21,483
增长率	21.2%	16.4%	-2.9%	6.9%	10.4%		应收款项	353	1,075	3,123	2,881	3,079	3,398
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,816</b>	<b>-4,240</b>	<b>-4,738</b>	<b>-4,705</b>	<b>-4,895</b>	<b>-5,237</b>	存货	6,058	7,520	9,264	11,342	12,606	14,061
%销售收入	22.8%	20.9%	20.1%	20.5%	20.0%	19.4%	其他流动资产	2,144	947	530	435	443	456
<b>毛利</b>	<b>12,897</b>	<b>16,014</b>	<b>18,840</b>	<b>18,191</b>	<b>19,575</b>	<b>21,768</b>	流动资产	22,328	25,508	28,812	32,010	35,339	39,398
%销售收入	77.2%	79.1%	79.9%	79.5%	80.0%	80.6%	%总资产	75.0%	72.0%	71.1%	72.7%	74.3%	75.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2,824</b>	<b>-3,050</b>	<b>-3,740</b>	<b>-3,701</b>	<b>-3,931</b>	<b>-4,311</b>	长期投资	80	120	125	125	125	125
%销售收入	16.9%	15.1%	15.9%	16.2%	16.1%	16.0%	固定资产	5,197	7,507	8,936	9,205	9,420	9,678
<b>销售费用</b>	<b>-4,668</b>	<b>-5,437</b>	<b>-6,182</b>	<b>-5,832</b>	<b>-6,082</b>	<b>-6,432</b>	%总资产	17.4%	21.2%	22.1%	20.9%	19.8%	18.7%
%销售收入	27.9%	26.8%	26.2%	25.5%	24.9%	23.8%	无形资产	1,721	1,744	2,065	2,058	2,052	2,047
<b>管理费用</b>	<b>-1,167</b>	<b>-1,367</b>	<b>-1,442</b>	<b>-1,392</b>	<b>-1,452</b>	<b>-1,602</b>	非流动资产	7,462	9,913	11,710	11,991	12,216	12,485
%销售收入	7.0%	6.8%	6.1%	6.1%	5.9%	5.9%	%总资产	25.0%	28.0%	28.9%	27.3%	25.7%	24.1%
<b>研发费用</b>	<b>-57</b>	<b>-71</b>	<b>-78</b>	<b>-76</b>	<b>-81</b>	<b>-90</b>	<b>资产总计</b>	<b>29,790</b>	<b>35,421</b>	<b>40,522</b>	<b>44,001</b>	<b>47,555</b>	<b>51,884</b>
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	125	81	140	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>4,181</b>	<b>6,089</b>	<b>7,397</b>	<b>7,190</b>	<b>8,029</b>	<b>9,333</b>	应付款项	6,012					
%销售收入	25.0%	30.1%	31.4%	31.4%	32.8%	34.6%	其他流动负债	3,871	4,893	7,490	7,505	7,981	8,713
<b>财务费用</b>	<b>216</b>	<b>162</b>	<b>349</b>	<b>240</b>	<b>266</b>	<b>298</b>	流动负债	10,009	12,409	14,309	15,293	16,090	17,239
%销售收入	-1.3%	-0.8%	-1.5%	-1.0%	-1.1%	-1.1%	长期贷款	45	107	42	42	42	42
<b>资产减值损失</b>	<b>-11</b>	<b>-30</b>	<b>-25</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	404	491	478	489	497	506
<b>公允价值变动收益</b>	<b>29</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	10,457	13,007	14,829	15,823	16,629	17,786
<b>投资收益</b>	<b>-11</b>	<b>-6</b>	<b>-34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>18,521</b>	<b>21,525</b>	<b>24,657</b>	<b>26,943</b>	<b>29,481</b>	<b>32,434</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	529	529	529	529	529	529
<b>营业利润</b>	<b>4,453</b>	<b>6,283</b>	<b>7,750</b>	<b>7,519</b>	<b>8,385</b>	<b>9,720</b>	未分配利润	11,498	14,501	17,640	19,925	22,464	25,417
营业利润率	26.6%	31.0%	32.9%	32.8%	34.3%	36.0%	少数股东权益	812	889	1,037	1,236	1,444	1,664
<b>营业外收支</b>	<b>18</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>29,790</b>	<b>35,421</b>	<b>40,522</b>	<b>44,001</b>	<b>47,555</b>	<b>51,884</b>
<b>税前利润</b>	<b>4,470</b>	<b>6,332</b>	<b>7,796</b>	<b>7,565</b>	<b>8,385</b>	<b>9,720</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	26.7%	31.3%	33.1%	33.0%	34.3%	36.0%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>所得税</b>	<b>-1,219</b>	<b>-1,606</b>	<b>-2,089</b>	<b>-1,989</b>	<b>-2,205</b>	<b>-2,556</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	27.3%	25.4%	26.8%	26.3%	26.3%	26.3%	每股收益	5.946	8.682	10.437	10.171	11.296	13.138
<b>净利润</b>	<b>3,252</b>	<b>4,726</b>	<b>5,707</b>	<b>5,575</b>	<b>6,180</b>	<b>7,164</b>	每股净资产	35.037	40.721	46.646	50.970	55.773	61.358
少数股东损益	109	137	189	199	209	219	每股经营现金净流	5.880	8.506	8.944	10.586	11.810	13.839
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,143</b>	<b>4,589</b>	<b>5,517</b>	<b>5,376</b>	<b>5,971</b>	<b>6,945</b>	每股股利	3.000	4.500	6.000	5.847	6.494	7.553
净利率	18.8%	22.7%	23.4%	23.5%	24.4%	25.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.97%	21.32%	22.38%	19.96%	20.25%	21.41%
							总资产收益率	10.55%	12.96%	13.62%	12.22%	12.56%	13.39%
							投入资本收益率	15.37%	19.82%	20.71%	18.59%	18.93%	19.97%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	25.95%	21.18%	16.41%	-2.90%	6.88%	10.36%
							EBIT增长率	46.59%	45.62%	21.49%	-2.80%	11.67%	16.24%
							净利润增长率	36.78%	46.01%	20.22%	-2.55%	11.06%	16.31%
							总资产增长率	17.20%	18.90%	14.40%	8.59%	8.08%	9.10%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
							存货周转天数	512.7	584.4	646.5	880.0	940.0	980.0
							应付账款周转天数	147.0	209.5	221.7	250.0	250.0	240.0
							固定资产周转天数	59.9	82.8	122.3	127.0	119.0	108.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-79.58%	-73.61%	-61.39%	-61.64%	-62.18%	-63.06%
							EBIT利息保障倍数	-19.3	-37.5	-21.2	-30.0	-30.1	-31.4
							资产负债率	35.10%	36.72%	36.59%	35.96%	34.97%	34.28%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	11	20	31	102
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.08</b>	<b>1.09</b>	<b>1.06</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究