

2025年中报点评：务实降速，立足长远

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20,254	23,578	23,716	26,223	28,847
同比(%)	21.18	16.41	0.59	10.57	10.01
归母净利润(百万元)	4,589	5,517	5,601	6,330	7,017
同比(%)	46.01	20.22	1.52	13.02	10.85
EPS-最新摊薄(元/股)	8.68	10.44	10.60	11.98	13.28
P/E(现价&最新摊薄)	19.73	16.41	16.17	14.30	12.90

投资要点

- 事件：**古井贡酒25H1营收138.80亿元，同比+0.54%，归母净利润36.62亿元，同比+2.49%；其中25Q2营收47.34亿元，同比-14.23%，归母净利润13.32亿元，同比-11.63%。
- 大众价位韧性增长，省内份额逆势提升。**上半年白酒行业呈现“量缩价跌、库存高压、消费分化”特征，100-300元成为动销主力，商务宴请需求疲软，宴席等场景支撑相对稳定。1)分品牌来看，25H1年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼及其他营收分别同比+1.59%、-4.39%、+6.68%，年份原浆系列占比80.34%相对平稳，预计古5、古7/古8上半年维持韧性增长，古16一季度延续强势、二季度环比有所降速，古20坚持长期主义、以控量为主。2)分区域来看，25H1华中、华北、华南营收分别同比+3.60%、-27.04%、-5.84%。考虑到华中区域的黄鹤楼营收同比约下滑7%，推测古井在安徽省内仍维持较好增速(对比迎驾/口子窖安徽省内增速分别为-12%/-19%)，省内竞争份额仍在逆势提升。省外山东、河南、江苏省区相对稳健，河北省区二季度暂定订单以消化库存为主。
- 费用投放精准有力，盈利能力保持稳健。**25Q2销售净利率同比+1.19pct至29.33%，毛销差维持改善带动盈利能力保持稳健。其中25Q2销售毛利率同比-0.26pct至80.24%，预计与产品结构小幅下移相关；销售费用率同比-1.86pct至22.78%，主要系综合促销费投放精准有力；管理费用率同比+0.78pct至5.75%，主要系折旧摊销加大所致；此外非经科目变动不大。25Q2销售回款69.79亿元，同比+18.71%，25Q2末合同负债14.28亿元，环减22.46亿元/同减7.90亿元，当前适度降低回款要求、“抓动销、去库存、拓渠道、稳价格”。
- 积极创新引领行业变革，中长期坚定“全国化、次高端”。**短期来看，8月19日轻度古20正式发布，以“悦己、轻度、混饮”为特征，抢占年轻化白酒赛道，同时推出高性价比口粮酒老瓷贡、老玻贡，补全大众价位产品矩阵。中长期来看，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，再推“三通工程”，稳住存量市场，开拓增量市场，持续加大渠道建设力度，筑牢长远发展基础。
- 盈利预测与投资评级：**二季度主动降速纾压，彰显务实稳健风格，考虑到公司强大的品牌、渠道协同能力，随着白酒产业触底企稳，古井有望率先恢复向上势能，进一步强化行业龙头地位。参考25Q2报表节奏，我们更新2025-2027年归母净利润预测为56.01、63.30、70.17亿元(前值为61.99、70.13、78.26亿元)，对应当前PE分别为16.2、14.3、12.9X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济不及预期；食品安全风险；次高端升级不及预期

2025年08月30日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

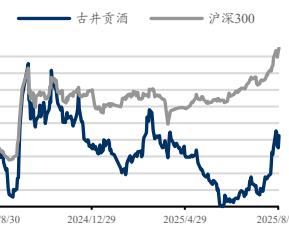
such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	171.30
一年最低/最高价	130.80/223.32
市净率(倍)	3.42
流通A股市值(百万元)	69,993.18
总市值(百万元)	90,549.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	50.06
资产负债率(% ,LF)	35.87
总股本(百万股)	528.60
流通A股(百万股)	408.60

相关研究

《古井贡酒(000596)：2024年报及2025年一季报点评：业绩符合预期，延续韧性增长》

2025-04-28

《古井贡酒(000596)：2024年业绩快报点评：稳健收官，平稳过渡》

2025-04-09

古井贡酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,812	32,283	37,961	44,755	营业收入	23,578	23,716	26,223	28,847
货币资金及交易性金融资产	15,954	22,152	27,080	33,454	营业成本(含金融类)	4,738	4,856	5,281	5,715
经营性应收款项	3,315	1,361	1,503	1,636	税金及附加	3,740	3,723	4,248	4,760
存货	9,264	8,514	9,115	9,394	销售费用	6,182	6,048	6,608	7,212
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,442	1,423	1,573	1,731
其他流动资产	278	256	263	271	研发费用	78	78	79	72
非流动资产	11,710	12,667	13,388	13,779	财务费用	(349)	(279)	(271)	(270)
长期股权投资	12	12	12	12	加:其他收益	64	43	47	52
固定资产及使用权资产	7,997	8,419	8,595	8,441	投资净收益	(34)	(36)	(26)	(29)
在建工程	1,039	1,539	2,039	2,539	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,129	1,189	1,249	1,309	减值损失	(25)	0	0	0
商誉	561	561	561	561	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	375	370	365	360	营业利润	7,750	7,874	8,725	9,651
其他非流动资产	597	577	567	556	营业外净收支	45	36	44	44
资产总计	40,522	44,950	51,350	58,534	利润总额	7,796	7,910	8,769	9,694
流动负债	14,309	13,682	14,309	15,021	减:所得税	2,089	2,130	2,236	2,453
短期借款及一年内到期的非流动负债	140	140	140	140	净利润	5,707	5,780	6,533	7,242
经营性应付款项	3,532	3,725	3,906	4,071	减:少数股东损益	189	179	203	224
合同负债	3,515	1,602	1,743	1,886	归属母公司净利润	5,517	5,601	6,330	7,017
其他流动负债	7,122	8,214	8,520	8,924					
非流动负债	520	520	520	520	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.44	10.60	11.98	13.28
长期借款	42	42	42	42	EBIT	7,436	7,588	8,434	9,358
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	8,007	8,226	9,107	10,062
租赁负债	84	84	84	84					
其他非流动负债	394	394	394	394					
负债合计	14,829	14,202	14,829	15,541	毛利率(%)	79.90	79.52	79.86	80.19
归属母公司股东权益	24,657	29,533	35,103	41,351	归母净利率(%)	23.40	23.62	24.14	24.33
少数股东权益	1,037	1,215	1,418	1,642					
所有者权益合计	25,694	30,748	36,521	42,993	收入增长率(%)	16.41	0.59	10.57	10.01
负债和股东权益	40,522	44,950	51,350	58,534	归母净利润增长率(%)	20.22	1.52	13.02	10.85

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,728	8,517	7,066	8,224	每股净资产(元)	46.65	53.35	63.41	74.69
投资活动现金流	(1,733)	(1,594)	(1,378)	(1,080)	最新发行在外股份(百万股)	529	529	529	529
筹资活动现金流	(2,478)	(725)	(760)	(770)	ROIC(%)	22.39	19.46	18.53	17.47
现金净增加额	517	6,197	4,929	6,374	ROE-摊薄(%)	22.38	18.97	18.03	16.97
折旧和摊销	571	638	673	704	资产负债率(%)	36.59	31.59	28.88	26.55
资本开支	(2,421)	(1,564)	(1,356)	(1,057)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.41	16.17	14.30	12.90
营运资本变动	(1,520)	2,099	(123)	293	P/B(现价)	3.67	3.21	2.70	2.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

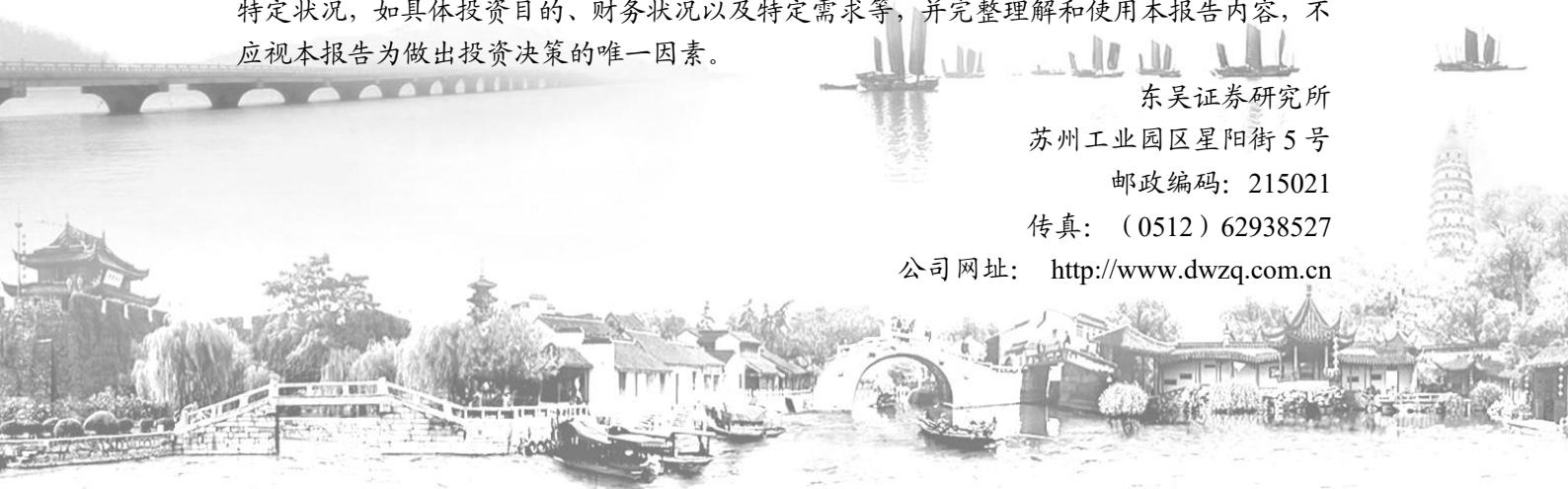
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>