

白酒结构承压，费用优化贡献净利率提升

古井贡酒(000596)

评级:	增持	股票代码:	000596
上次评级:	增持	52周最高价/最低价(元):	223.29/133.15
目标价格(元):		总市值(亿元)	905.49
最新收盘价(元):	171.3	自由流通市值(亿元)	699.93
		自由流通股数(百万)	408.60

事件概述

公司发布25年中报，25H1实现收入138.8亿元，同比+0.5%；归母净利润36.6亿元，同比+2.5%。25Q2实现收入47.3亿元，同比-14.2%；归母净利润13.3亿元，同比-11.6%。

分析判断:

► 量增贡献收入，白酒结构承压

25H1年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现收入109.6/11.8/15.0亿元，分别同比+1.6%/-4.4%/+6.7%；其中年份原浆量价分别同比+10.8%/-8.3%，古井贡酒量价分别同比+9.3%/-12.5%，黄鹤楼及其他量价分别同比+12.1%/-4.8%。我们认为白酒业务收入增长主要由量增贡献，产品结构整体承压。25H1酒店/其他业务分别实现收入0.5/1.9亿元，同比+10.4%/-42.1%。

► 大本营市场仍然稳健，合同负债压力释放

25H1华北/华南/华中/国际分别实现收入8.1/123.0/7.7/0.05亿元，分别同比-27.0%/+3.6%/-5.8%/-53.7%，经销商数量分别净+18/-6/-32/-7家。我们判断大本营市场仍然稳健，支撑整体收入业绩基本盘。

25H1合同负债14.3亿元，同比-35.6%，延续了25Q1的同比下降态势，我们认为蓄水池释压、降低渠道回款压力。25H1销售收现152.1亿元，同比+6.8%，我们判断销售收现与收入的差异可能为票据账期和现金收入错期，无需过度担忧。25H1经营活动现金流净额41.5亿元，同比+3.6%，经营现金流保持良好水平。

► 销售费用率下降抵消结构压力，净利率稳中有升

25H1/25Q2毛利率79.9%/80.2%，分别同比-0.5/-0.3pct，我们判断主因吨价下行产品结构承压影响。25H1/25Q2销售费用率分别25.3%/22.8%，分别同比-0.9/-1.9pct，主因25H1综合促销费同比-8.3%，公司优化市场费用投放策略。25H1/25Q2管理费用率分别4.8%/5.7%，分别同比持平/+0.8pct，费用额基本持平。综上，销售费用率下降抵消了结构承压带来的毛利率下降，25H1/25Q2净利率分别27.2%/29.3%，分别同比+0.3/+1.2pct。

投资建议

根据公司中报调整盈利预测，25-26年营业收入由273/305亿元下调至230/241亿元，新增27年营业收入261亿元；25-26年归母净利润由65/75亿元下调至56/59亿元，新增27年归母净利润65亿元；25-26年EPS由12.35/14.18元下调至10.5/11.17元，新增27年EPS12.2元，2025年8月29日收盘价171.3元对应PE分别为16/15/14倍，维持“增持”评级。

风险提示

经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险；食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,254	23,578	23,001	24,146	26,070
YoY (%)	21.2%	16.4%	-2.4%	5.0%	8.0%
归母净利润(百万元)	4,589	5,517	5,550	5,902	6,450
YoY (%)	46.0%	20.2%	0.6%	6.3%	9.3%
毛利率 (%)	79.1%	79.9%	80.0%	80.2%	80.5%
每股收益 (元)	8.68	10.44	10.50	11.17	12.20
ROE (%)	21.3%	22.4%	20.6%	20.3%	20.6%
市盈率	19.74	16.41	16.32	15.34	14.04

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 郭辉

邮箱: guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话:

分析师: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话:

分析师: 沈嘉雯

邮箱: shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,578	23,001	24,146	26,070	净利润	5,707	5,722	6,084	6,650
YoY (%)	16.4%	-2.4%	5.0%	8.0%	折旧和摊销	571	821	747	940
营业成本	4,738	4,602	4,769	5,080	营运资金变动	-1,520	-1,708	-1,310	-1,449
营业税金及附加	3,740	3,680	3,863	4,171	经营活动现金流	4,728	4,847	5,536	6,159
销售费用	6,182	5,865	6,133	6,596	资本开支	-2,421	-1,180	-1,080	-1,179
管理费用	1,442	1,403	1,449	1,538	投资	665	0	0	0
财务费用	-349	-318	-330	-344	投资活动现金流	-1,733	-913	-1,115	-1,218
资产减值损失	-24	0	0	0	股权募资	26	0	0	0
投资收益	-34	-34	-35	-38	债务募资	-9	0	0	0
营业利润	7,750	7,714	8,204	8,968	筹资活动现金流	-2,478	-3,330	-3,700	-4,229
营业外收支	45	18	18	18	现金净流量	517	604	721	713
利润总额	7,796	7,732	8,222	8,986	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	2,089	2,010	2,138	2,336	成长能力				
净利润	5,707	5,722	6,084	6,650	营业收入增长率	16.4%	-2.4%	5.0%	8.0%
归属于母公司净利润	5,517	5,550	5,902	6,450	净利润增长率	20.2%	0.6%	6.3%	9.3%
YoY (%)	20.2%	0.6%	6.3%	9.3%	盈利能力				
每股收益(元)	10.44	10.50	11.17	12.20	毛利率	79.9%	80.0%	80.2%	80.5%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	23.4%	24.1%	24.4%	24.7%
货币资金	15,894	16,498	17,219	17,932	总资产收益率 ROA	13.6%	14.0%	14.2%	15.0%
预付款项	278	92	91	91	净资产收益率 ROE	22.4%	20.6%	20.3%	20.6%
存货	9,264	8,634	9,383	9,806	偿债能力				
其他流动资产	3,375	2,582	2,721	2,793	流动比率	2.01	2.53	2.78	3.19
流动资产合计	28,812	27,806	29,414	30,622	速动比率	1.33	1.72	1.88	2.15
长期股权投资	12	12	12	12	现金比率	1.11	1.50	1.63	1.87
固定资产	7,897	8,946	9,433	9,660	资产负债率	36.6%	29.1%	26.7%	23.6%
无形资产	1,129	1,129	1,129	1,129	经营效率				
非流动资产合计	11,710	11,790	12,143	12,402	总资产周转率	0.62	0.57	0.60	0.62
资产合计	40,522	39,595	41,557	43,024	每股指标 (元)				
短期借款	50	50	50	50	每股收益	10.44	10.50	11.17	12.20
应付账款及票据	3,532	2,656	2,988	2,600	每股净资产	46.65	50.85	55.01	59.21
其他流动负债	10,727	8,284	7,530	6,964	每股经营现金流	8.94	9.17	10.47	11.65
流动负债合计	14,309	10,990	10,568	9,614	每股股利	6.00	6.30	7.00	8.00
长期借款	42	42	42	42	估值分析				
其他长期负债	478	478	478	478	PE	16.41	16.32	15.34	14.04
非流动负债合计	520	520	520	520	PB	3.72	3.37	3.11	2.89
负债合计	14,829	11,510	11,088	10,134					
股本	529	529	529	529					
少数股东权益	1,037	1,208	1,391	1,590					
股东权益合计	25,694	28,085	30,469	32,890					
负债和股东权益合计	40,522	39,595	41,557	43,024					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。