

事件：公司于 8 月 29 日发布 2025 年中报，25 年上半年公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 138.80/36.62/36.26 亿元，同比 +0.54%/+2.49%/+2.42%，其中单 25Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 47.34/13.32/13.15 亿元，同比-14.23%/-11.63%/-11.81%。25H1 期末合同负债 14.28 亿元，同比-35.63%。用“单季度营收+Δ合同负债”核算“真实营收”，25Q2 为 24.88 亿元，同比-24.88%，慢于表端营收增速。合同负债的波动和营收增速的差值或系酒企为抢占渠道现金流主动前置回款，一季度回款于二季度发货确认收入，是酒企淡旺季间平滑营收的常规操作。

上半年各品牌均呈量增价跌趋势，大本营华中市场保持核心支撑。分产品：25H1 白酒业务合计实现营业收入 136.40 亿元，同比+1.57%，量价分别贡献 +10.67%/-8.22%，毛利率下滑 1.38pcts 至 80.67%，量升价跌毛利下滑或因逆周期下次高端以上价位带承压，叠加公司通过开瓶红包、宴席政策等方式刺激动销，结构下行、货折增加拖累酒类主营毛利率。其中：①年份原浆实现营业收入 109.59 亿元，同比+1.59%，量价分别贡献 +10.80%/-8.31%，毛利率同比-1.17pcts 至 85.14%，在白酒主营中占比同比+0.02pcts 至 80.34%，基本盘稳固。②古井贡酒实现营业收入 11.84 亿元，同比-4.39%，量价分别同比+9.26%/-12.49%，毛利率同比-4.15pcts 至 52.04%，在白酒主营中占比同比-0.54pcts 至 8.68%。③黄鹤楼及其他实现营业收入 14.97 亿元，同比+6.68%，量价分别同比+12.11%/-4.84%，毛利率同比-1.52pcts 至 70.62%，在白酒主营中占比同比+0.53pcts 至 10.97%。
分区域：25H1 华北/华中/华南/国际营收同比-27.04%/+3.60%/-5.84%/-53.68%。核心市场华中区域占比+2.62pcts 至 88.60%，逆周期下业务向省内收缩。
分渠道：25H1 线上/线下分别实现营业收入 5.73/133.07 亿元，同比+40.19%/-0.67%。
经销商数量：25H1 末合计 5062 家，华北/华中/华南/国际分别为 1378/3009/655/20 家，较去年末分别净增加+18/-32/-6/-7 家，合计净增-27 家。

动态精细的费用管控低消规模效应减弱影响，净利率水平逆势提升，提质增效持续兑现。25H1/25Q2 毛利率分别为 79.87%/80.24%，同比-0.54/-0.26pcts，或受结构下移和货折增加拖累。25H1 销售/管理费用率分别为 25.30%/4.84%，同比-0.86/-0.02pcts，25Q2 分别为 22.78%/5.75%，同比-1.86/+0.78pcts，公司根据市场需求动态调节淡季市场投放。25H1/25Q2 归母净利润率分别为 26.38%/28.13%，同比+0.50/+0.83pcts。

投资建议：公司具备优秀的组织执行力和渠道掌控力，逆周期下提质增效持续兑现，预计 25-27 年分别实现归母净利润 54.35/58.64/64.78 亿元，同比-1.5%/7.9%/10.5%，当前股价对应 PE 分别为 17/15/14 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：省内竞争加剧，省外调整不及预期，旺季需求不振动销受滞等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 23,578 | 22,682 | 23,975 | 26,109 |
| 增长率 (%) | 16.4 | -3.8 | 5.7 | 8.9 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 5,517 | 5,435 | 5,864 | 6,478 |
| 增长率 (%) | 20.2 | -1.5 | 7.9 | 10.5 |
| 每股收益 (元) | 10.44 | 10.28 | 11.09 | 12.26 |
| PE | 16 | 17 | 15 | 14 |
| PB | 3.7 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

171.30 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@glms.com.cn

相关研究

- 古井贡酒 (000596.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：开门红双位数达成 徽酒龙头显韧性-2025/04/29
- 古井贡酒 (000596.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 收入利润双位数 徽酒龙头显韧性-2024/11/01
- 古井贡酒 (000596.SZ) 2024 年中报点评：徽酒龙头稳健增长 提质增效持续推进-2024/08/31
- 古井贡酒 (000596.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：结构向上费效提升 稳步跨进双百亿-2024/04/28
- 古井贡酒 (000596.SZ) 2023 年三季报点评：盈利提升持续兑现 双百亿营收确定性强-2023/10/28

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 23,578 | 22,682 | 23,975 | 26,109 |
| 营业成本 | 4,738 | 4,717 | 4,896 | 5,271 |
| 营业税金及附加 | 3,740 | 3,527 | 3,716 | 4,047 |
| 销售费用 | 6,182 | 5,739 | 6,066 | 6,605 |
| 管理费用 | 1,442 | 1,406 | 1,462 | 1,585 |
| 研发费用 | 78 | 77 | 82 | 88 |
| EBIT | 7,436 | 7,276 | 7,815 | 8,617 |
| 财务费用 | -349 | -180 | -217 | -248 |
| 资产减值损失 | -24 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -34 | -12 | -9 | -6 |
| 营业利润 | 7,750 | 7,445 | 8,023 | 8,860 |
| 营业外收支 | 45 | 65 | 74 | 82 |
| 利润总额 | 7,796 | 7,510 | 8,098 | 8,942 |
| 所得税 | 2,089 | 1,908 | 2,053 | 2,263 |
| 净利润 | 5,707 | 5,603 | 6,045 | 6,679 |
| 归属于母公司净利润 | 5,517 | 5,435 | 5,864 | 6,478 |
| EBITDA | 8,007 | 7,860 | 8,427 | 9,253 |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 15,894 | 18,962 | 21,582 | 19,787 |
| 应收账款及票据 | 70 | 73 | 78 | 84 |
| 预付款项 | 278 | 221 | 229 | 247 |
| 存货 | 9,264 | 9,696 | 10,199 | 11,128 |
| 其他流动资产 | 3,305 | 2,191 | 2,304 | 2,363 |
| 流动资产合计 | 28,812 | 31,142 | 34,392 | 33,609 |
| 长期股权投资 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 固定资产 | 7,897 | 8,377 | 8,813 | 9,204 |
| 无形资产 | 1,129 | 1,179 | 1,229 | 1,229 |
| 非流动资产合计 | 11,710 | 12,237 | 12,635 | 12,933 |
| 资产合计 | 40,522 | 43,380 | 47,027 | 46,542 |
| 短期借款 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 应付账款及票据 | 3,532 | 3,870 | 4,017 | 4,325 |
| 其他流动负债 | 10,727 | 10,806 | 11,386 | 7,284 |
| 流动负债合计 | 14,309 | 14,726 | 15,452 | 11,659 |
| 长期借款 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 其他长期负债 | 478 | 471 | 471 | 471 |
| 非流动负债合计 | 520 | 513 | 513 | 513 |
| 负债合计 | 14,829 | 15,239 | 15,965 | 12,172 |
| 股本 | 529 | 529 | 529 | 529 |
| 少数股东权益 | 1,037 | 1,205 | 1,386 | 1,587 |
| 股东权益合计 | 25,694 | 28,141 | 31,062 | 34,370 |
| 负债和股东权益合计 | 40,522 | 43,380 | 47,027 | 46,542 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 16.41 | -3.80 | 5.70 | 8.90 |
| EBIT 增长率 | 21.76 | -2.15 | 7.41 | 10.27 |
| 净利润增长率 | 20.22 | -1.50 | 7.90 | 10.48 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 79.90 | 79.20 | 79.58 | 79.81 |
| 净利润率 | 23.40 | 23.96 | 24.46 | 24.81 |
| 总资产收益率 ROA | 13.62 | 12.53 | 12.47 | 13.92 |
| 净资产收益率 ROE | 22.38 | 20.18 | 19.76 | 19.76 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.01 | 2.11 | 2.23 | 2.88 |
| 速动比率 | 1.13 | 1.30 | 1.41 | 1.71 |
| 现金比率 | 1.11 | 1.29 | 1.40 | 1.70 |
| 资产负债率 (%) | 36.59 | 35.13 | 33.95 | 26.15 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 1.06 | 1.14 | 1.13 | 1.12 |
| 存货周转天数 | 637.63 | 723.54 | 731.48 | 728.28 |
| 总资产周转率 | 0.62 | 0.54 | 0.53 | 0.56 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 10.44 | 10.28 | 11.09 | 12.26 |
| 每股净资产 | 46.65 | 50.96 | 56.14 | 62.02 |
| 每股经营现金流 | 8.94 | 13.66 | 12.67 | 4.62 |
| 每股股利 | 6.00 | 5.91 | 6.38 | 7.05 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 16 | 17 | 15 | 14 |
| PB | 3.7 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 9.41 | 9.59 | 8.94 | 8.15 |
| 股息收益率 (%) | 3.50 | 3.45 | 3.72 | 4.11 |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 5,707 | 5,603 | 6,045 | 6,679 |
| 折旧和摊销 | 571 | 585 | 612 | 636 |
| 营运资金变动 | -1,520 | 1,154 | 97 | -4,806 |
| 经营活动现金流 | 4,728 | 7,219 | 6,699 | 2,443 |
| 资本开支 | -2,421 | -951 | -918 | -834 |
| 投资 | 665 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1,733 | -965 | -927 | -840 |
| 股权募资 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -2,478 | -3,186 | -3,152 | -3,398 |
| 现金净流量 | 517 | 3,068 | 2,620 | -1,796 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048