

25Q2 降速释放压力，去化库存轻装上阵

投资要点

- 事件:** 公司发布2025年中报, 2025H1实现收入138.8亿元, 同比+0.5%, 实现归母净利润36.6亿元, 同比+2.5%; 2025单Q2实现收入47.3亿元, 同比-14.2%, 实现归母净利润13.3亿元, 同比-11.6%。
- 25Q2需求端表现疲软, 主动降速释放压力。** 1、2025年上半年, 白酒行业呈现深度调整态势, 整体呈现“量缩价跌、库存高压、消费分化”特征; 在这样的背景下, 公司加强终端渠道建设, 创新营销形式, 重点打造核心市场, 全面开展消费者培育活动, 实现收入端持平微增。2、分产品, 25H1年份原浆系列实现收入109.6亿元, 同比+1.6%, 其中销量/吨价分别同比+10.8%/-8.3%, 预计古8、古16大众价位增速较快, 次高端价位的古20有所承压, 产品结构短期有所下沉; 古井贡酒系列实现收入11.8亿元, 同比-4.4%; 黄鹤楼及其他实现收入15.0亿元, 同比+6.7%。3、分区域, 25H1华中大本营市场实现收入123.0亿元, 同比+3.6%, 省内大市场在高基数下仍延续稳健增长; 华北市场实现收入8.1亿元, 同比-27.0%, 华南市场实现收入7.7亿元, 同比-5.8%, 新兴市场动销压力相对较大, 收入端出现不同程度下滑。
- 毛利率有所下降, 现金流整体稳定。** 1、25H1公司毛利率同比下降0.5个百分点至79.9%, 主要系古20动销有所承压, 产品结构阶段性下沉。2、费用率方面, 公司25H1销售费用率下降0.9个百分点至25.3%, 主要系费用投放更加精准, 管理费用率同比保持不变, 财务费用率下降0.2个百分点至-2.3%, 整体期间费用率下降1.1个百分点至28.1%。综合作用下, 25H1净利率提升0.6个百分点至27.2%, 盈利能力继续提升。3、现金流方面, 25H1/25Q2销售收现为152.1/69.8亿元, 同比+6.8%/+18.7%; 截止二季度末, 公司合同负债14.3亿元, 同比-35.6%。
- 徽酒龙头地位稳固, 长期向好值得期待。** 1、25H1白酒行业商务宴请需求疲软, 业绩分化加剧, 区域酒企承压明显, 行业竞争有所加剧; 在此背景下, 公司持续推动品牌培育和渠道建设, 为长远发展打下坚实基础。2、短期看, 公司主动降低增速, 积极消化渠道库存压力; 中长期看, 公司徽酒龙头地位牢固, 未来将继续锚定“全国化、次高端”战略, 深化“三通工程”, 持续提升市场份额。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2025-2027年归母净利润分别为55.3亿元、61.5亿元、68.6亿元, 对应动态PE分别为16倍、15倍、13倍。中长期看, 公司徽酒龙头地位牢固, 有望持续提升市场份额; 给予公司2025年20倍估值, 对应目标价209.40元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	235.78	232.32	251.49	271.83
增长率	16.41%	-1.47%	8.25%	8.09%
归属母公司净利润(亿元)	55.17	55.34	61.46	68.56
增长率	20.22%	0.30%	11.05%	11.55%
每股收益EPS(元)	10.44	10.47	11.63	12.97
净资产收益率ROE	22.21%	19.99%	19.78%	19.66%
PE	16	16	15	13
PB	3.52	3.17	2.82	2.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.29
流通A股(亿股)	4.09
52周内股价区间(元)	131.68-223.29
总市值(亿元)	905.49
总资产(亿元)	384.39
每股净资产(元)	47.60

相关研究

- 古井贡酒(000596): 24年增长韧性彰显, 25Q1顺利实现开门红 (2025-05-03)
- 古井贡酒(000596): 24Q3业绩符合预期, 徽酒龙头行稳致远 (2024-11-04)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 当前白酒行业处于存量市场，酒企间竞争较为激烈；预计 2025-2027 年“年份原浆”系列销量增速分别同比 7.0%、7.0%、7.0%，吨单价分别同比-8.0%、2.0%、2.0%，吨成本分别提升 1.0%、1.0%、1.0%；

2) 古井贡酒系列终端建议价在百元以下，市场竞争较为激烈；预计 2025-2027 年古井贡酒系列销量增速分别同比-2.0%、5.0%、3.0%，吨单价分别提升 2.0%、2.0%、2.0%，吨成本分别提升 1.0%、1.0%、1.0%；

3) 黄鹤楼酒为大清香系列，预计 2025-2027 年低档酒销量增速分别同比-3.0%、1.0%、1.0%，吨单价分别提升 2.0%、2.0%、2.0%，吨成本分别提升 2.0%、2.0%、2.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2024A	2025E	2025E	2027E	
合计	营业收入 (亿元)	235.8	232.3	251.5	271.8	
	增速	16.4%	-1.5%	8.2%	8.1%	
	营业成本 (亿元)	47.4	49.0	52.4	55.8	
	毛利率	79.9%	78.9%	79.2%	79.5%	
年份原浆	销量 (吨)	71087	76064	81388	87085	
	YOY	12.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
	吨单价 (万元/吨)	25.4	23.4	23.9	24.4	
	YOY	4.8%	-8.0%	2.0%	2.0%	
	收入 (亿元)	180.9	178.0	194.3	212.1	
	YOY	17.3%	-1.6%	9.1%	9.1%	
	成本 (亿元)	25.1	27.1	29.3	31.7	
	吨成本 (万元/吨)	3.5	3.6	3.6	3.6	
	YOY	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	
	毛利率	86.1%	84.8%	84.9%	85.1%	
	古井贡酒	销量 (吨)	32324	31678	33262	34259
		YOY	9.0%	-2.0%	5.0%	3.0%
吨单价 (万元/吨)		6.9	7.1	7.2	7.4	
YOY		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
收入 (亿元)		22.4	22.4	24.0	25.2	
YOY		11.2%	0.0%	7.1%	5.1%	
成本 (亿元)		9.6	9.5	10.1	10.5	
吨成本 (万元/吨)		3.0	3.0	3.0	3.1	
YOY		14.3%	1.0%	1.0%	1.0%	
毛利率	57.1%	57.5%	57.9%	58.4%		
黄鹤楼酒	销量 (吨)	24890	24143	24385	24629	

分业务情况		2024A	2025E	2025E	2027E
	YOY	-1.1%	-3.0%	1.0%	1.0%
	吨单价（万元/吨）	10.2	10.4	10.6	10.8
	YOY	16.4%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入（亿元）	25.4	25.1	25.9	26.7
	YOY	15.1%	-1.1%	3.0%	3.0%
	成本（亿元）	7.1	7.0	7.2	7.4
	吨成本（万元/吨）	2.8	2.9	3.0	3.0
	YOY	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%
其他业务	毛利率	72.2%	72.2%	72.2%	72.2%
	收入（亿元）	7.1	6.8	7.3	7.9
	YOY	16.0%	-5%	8%	8%
	成本（亿元）	5.6	5.4	5.8	6.2
	YOY	18.7%	-4.4%	8.0%	8.0%
	毛利率	21.5%	21.0%	21.0%	21.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们以同为地产酒龙头的洋河股份、今世缘、迎驾贡酒、口子窖作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均估值分别为 19 倍、17 倍、16 倍。

公司是安徽白酒龙头，价位覆盖全面，市场基础稳固；25Q2 政府出台史上最严公职人员“禁酒令”，渠道信心受到冲击，需求端阶段性承压。短期看，公司主动降低增速，积极消化渠道库存压力；中长期看，公司徽酒龙头地位牢固，未来将继续锚定“全国化、次高端”战略，深化“三通工程”，持续提升市场份额；给予公司 2025 年 20 倍估值，对应目标价 209.40 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	对应 EPS（元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002304	洋河股份	73.91	4.43	3.11	3.29	3.52	17	24	22	21
603369	今世缘	43.29	2.74	2.44	2.64	2.84	16	18	16	15
603198	迎驾贡酒	45.58	3.24	2.73	3.09	3.44	14	17	15	13
603589	口子窖	34.68	2.77	2.13	2.37	2.64	13	16	15	13
平均值							15	19	17	16
000596	古井贡酒	171.30	10.43	10.47	11.63	12.97	16	16	15	13

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	235.78	232.32	251.49	271.83	净利润	57.07	57.16	63.48	70.83
营业成本	47.38	48.99	52.39	55.84	折旧与摊销	5.54	8.32	9.66	10.59
营业税金及附加	37.40	36.23	39.45	42.56	财务费用	-3.49	-5.55	-6.27	-7.51
销售费用	61.82	61.57	65.39	69.32	资产减值损失	-0.24	0.00	0.00	0.00
管理费用	14.42	14.17	15.09	16.04	经营营运资本变动	-24.83	6.04	4.96	2.48
财务费用	-3.49	-5.55	-6.27	-7.51	其他	13.22	-0.50	-0.32	-0.29
资产减值损失	-0.24	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	47.28	65.47	71.52	76.10
投资收益	-0.34	0.30	0.30	0.30	资本支出	-14.87	-30.00	-20.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.46	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-17.33	-30.00	-20.00	-10.00
营业利润	77.50	77.22	85.74	95.89	短期借款	0.50	-0.50	0.00	0.00
其他非经营损益	0.45	0.44	0.45	0.40	长期借款	-0.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	77.96	77.66	86.20	96.29	股权融资	0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	20.89	20.50	22.72	25.46	支付股利	-23.79	-28.22	-28.49	-31.54
净利润	57.07	57.16	63.48	70.83	其他	-0.88	5.04	6.47	7.71
少数股东损益	1.89	1.82	2.02	2.27	筹资活动现金流净额	-24.78	-23.67	-22.03	-23.82
归属母公司股东净利润	55.17	55.34	61.46	68.56	现金流量净额	5.17	11.80	29.49	42.27
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	158.94	170.74	200.23	242.50	成长能力				
应收和预付款项	21.09	38.70	41.81	45.29	销售收入增长率	16.41%	-1.47%	8.25%	8.09%
存货	92.64	63.68	65.49	67.01	营业利润增长率	23.35%	-0.37%	11.04%	11.83%
其他流动资产	15.45	2.49	2.64	2.81	净利润增长率	20.74%	0.16%	11.05%	11.58%
长期股权投资	0.12	0.12	0.12	0.12	EBITDA 增长率	22.48%	0.55%	11.43%	11.03%
投资性房地产	0.44	0.44	0.44	0.44	获利能力				
固定资产和在建工程	89.36	111.80	122.91	123.08	毛利率	79.90%	78.91%	79.17%	79.46%
无形资产和开发支出	16.91	16.51	16.12	15.73	三费率	30.86%	30.21%	29.51%	28.64%
其他非流动资产	10.28	10.21	10.14	10.06	净利率	24.20%	24.60%	25.24%	26.06%
资产总计	405.22	414.69	459.89	507.05	ROE	22.21%	19.99%	19.78%	19.66%
短期借款	0.50	0.00	0.00	0.00	ROA	14.08%	13.78%	13.80%	13.97%
应付和预收款项	70.23	73.19	79.74	83.88	ROIC	74.91%	52.71%	52.82%	57.97%
长期借款	0.42	0.42	0.42	0.42	EBITDA/销售收入	33.74%	34.43%	35.44%	36.41%
其他负债	77.14	55.10	58.78	62.50	营运能力				
负债合计	148.29	128.71	138.93	146.79	总资产周转率	0.62	0.57	0.58	0.56
股本	5.29	5.29	5.29	5.29	固定资产周转率	3.77	2.66	2.51	2.58
资本公积	62.29	62.29	62.29	62.29	应收账款周转率	300.76	282.22	286.18	289.48
留存收益	179.09	206.21	239.18	276.20	存货周转率	0.56	0.63	0.81	0.84
归属母公司股东权益	246.57	273.79	306.75	343.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.44%	—	—	—
少数股东权益	10.37	12.19	14.21	16.48	资本结构				
股东权益合计	256.94	285.98	320.96	360.25	资产负债率	36.59%	31.04%	30.21%	28.95%
负债和股东权益合计	405.22	414.69	459.89	507.05	带息债务/总负债	0.62%	0.32%	0.30%	0.28%
					流动比率	2.01	2.24	2.33	2.54
					速动比率	1.37	1.72	1.84	2.06
					股利支付率	43.11%	50.99%	46.36%	46.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	79.55	79.99	89.14	98.97	每股收益	10.44	10.47	11.63	12.97
PE	16.41	16.36	14.73	13.21	每股净资产	48.61	54.10	60.72	68.15
PB	3.52	3.17	2.82	2.51	每股经营现金	8.94	12.39	13.53	14.40
PS	3.84	3.90	3.60	3.33	每股股利	4.50	5.34	5.39	5.97
EV/EBITDA	9.30	9.08	7.82	6.61					
股息率	2.63%	3.12%	3.15%	3.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
