

古井贡酒（000596.SZ）

2025Q2 收入同比转降，费效比提升下净利率仍有提升

优于大市

核心观点

2025H1 需求压力下收入同比正增，净利率录得提升。2025H1 公司实现营业总收入 138.8 亿元/同比+0.5%，归母净利润 36.6 亿元/同比+2.5%。其中 2025Q2 营业总收入 47.3 亿元/同比-14.2%，归母净利润 13.3 亿元/同比-11.6%。

2025H1 各品牌量增价减，华中优势市场稳健增长。分产品看，2025H1 年份原浆收入 109.6 亿元/同比+1.6%（量+10.8%/价-8.3%），古井贡酒收入 11.8 亿元/同比-4.4%（量+9.3%/价-12.5%），黄鹤楼及其他收入 15.0 亿元/同比+6.7%（量+12.1%/价-4.8%）。预计各品牌内部产品结构均有下降致吨价承压，第二季度收入同比转降：1）年份原浆在 2025Q1 维持较快增势，预计古 16/古 8 表现较好，25Q2 以来在场景收缩压力下预计整体同比下滑；2）2025 年推出老玻贡、老瓷贡等低价位产品补充增量。分区域看，2025H1 华北收入 8.1 亿元/同比-27.0%，华南收入 7.7 亿元/同比-5.8%，华中收入 123.0 亿元/同比+3.6%。需求普降环境下公司聚焦省内及华中优势市场，深化经销商合作，推动渠道精耕，保持稳健增长。分渠道看，2025H1 线上收入 5.7 亿元/同比+40.2%，线下收入 133.1 亿元/同比-0.7%。

2025Q2 费效比延续提升趋势，净利率同比+0.8pcts。2025Q2 毛利率同比-0.26pcts，预计主因产品结构有所下降；税金/管理费用率同比-0.25/+0.78pcts；销售费用率同比-1.86pcts，费效比延续提升趋势，预计主因 1）弱需求环境中公司注重渠道健康和价盘稳定，费用投入较为克制，优化市场投放策略，2025H1 综合促销费同比-8.3%；2）渠道三通工程及数字化系统赋能各层级渠道的费用精益化管理。

现金流表现较好，预收款体现省内需求压力。2025Q2 销售收现 69.8 亿元/同比+18.7%，经营性现金流 23.1 亿元/同比+48.4%，现金流表现较强预计系经销商年初票据到期回笼，截至 25Q2 末应收款项融资较年初下降 22.3 亿元。截至 25Q2 末公司合同负债 14.3 亿元/环比-22.5 亿元/同比-36%，（收入+Δ 预收）同比-20.3%，预计公司主动降速，为经销商纾压、减少渠道库存压力。

投资建议：展望下半年，中秋国庆旺季临近，安徽省内宴席、自饮等大众场景环比略有改善，古井受益于精细化的渠道管理和省内品牌势能，预计对需求变化更为敏感；2025H1 销售人员公司并未出现大幅下降，组织仍具有较强激励支撑市场销售。第二季度经营压力拖累下，略下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 230.1/241.6/265.7 亿元，同比-2.4%/+5.0%/+10.0%（前值同比+8.3%/+8.2%/+6.6%；预计归母净利润 54.2/57.6/65.0 亿元，同比-1.7%/+6.2%/+12.8%（前值同比+10.0%/+10.2%/+7.9%），当前股价对应 25/26 年 16.7/15.7 倍 P/E。公司省内龙头份额稳固，中长期仍有省内结构升级定价权和泛全国化空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,254	23,578	23,011	24,157	26,568
(+/-%)	21.2%	16.4%	-2.4%	5.0%	10.0%
净利润(百万元)	4589	5517	5422	5759	6496
(+/-%)	46.0%	20.2%	-1.7%	6.2%	12.8%
每股收益(元)	8.68	10.44	10.26	10.90	12.29
EBIT Margin	30.1%	31.4%	30.9%	31.4%	32.3%
净资产收益率(ROE)	21.3%	22.4%	20.2%	19.8%	20.7%
市盈率(PE)	19.7	16.4	16.7	15.7	13.9
EV/EBITDA	16.1	13.3	12.9	11.9	10.6
市净率(PB)	4.21	3.67	3.38	3.11	2.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	171.30 元
总市值/流通市值	90549/90549 百万元
52 周最高价/最低价	223.32/130.80 元
近 3 个月日均成交额	544.76 百万元

市场走势

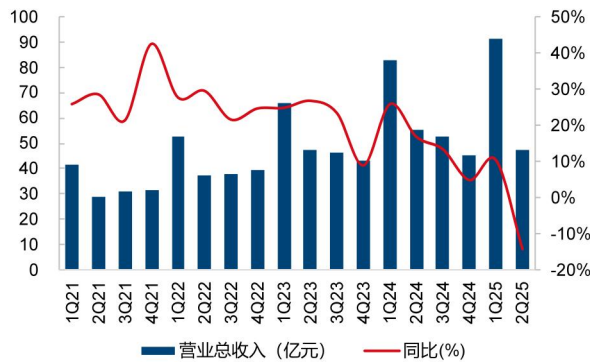


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

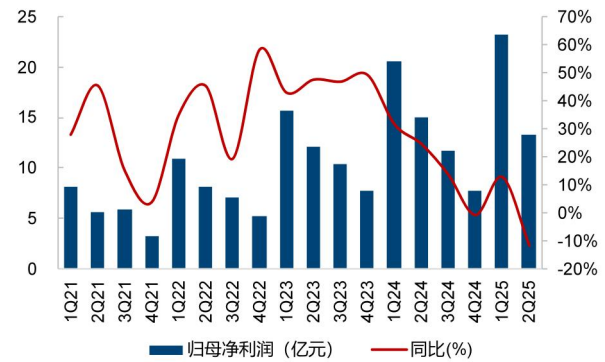
- 《古井贡酒（000596.SZ）-2024 年业绩彰显韧性，2025Q1 顺利开门红》——2025-04-28
- 《古井贡酒（000596.SZ）-第三季度收入增长 13.4%，省内市场仍有韧性》——2024-11-01
- 《古井贡酒（000596.SZ）-产品结构延续升级趋势，净利率提升逻辑持续兑现》——2024-08-31
- 《古井贡酒（000596.SZ）-省内增长留有余力，省外调整或接近尾声》——2024-06-03
- 《古井贡酒（000596.SZ）-一季度收入增长 26%，2024 年继续稳健增长》——2024-05-04

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



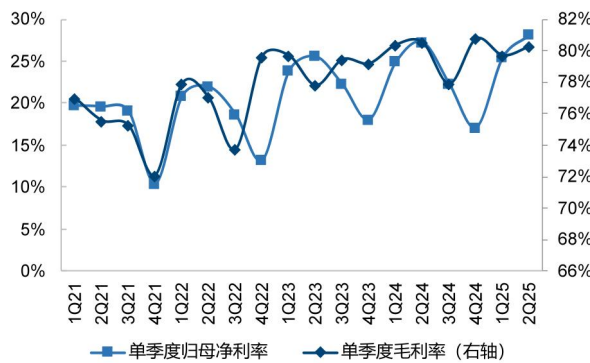
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



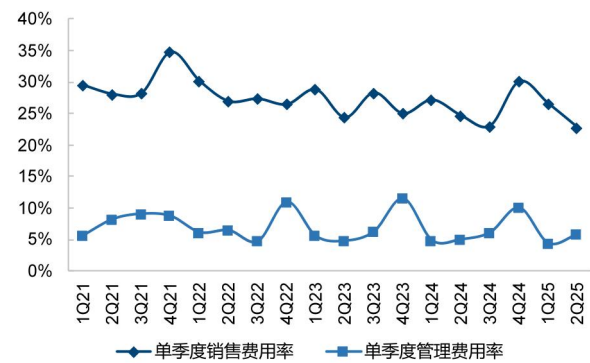
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 古井贡酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	23,578	25,543	27,631	23,011	24,157	-9.9%	-12.6%
收入同比增速	16.4%	8.3%	8.2%	-2.4%	5.0%	-10.74pcts	-3.19pcts
毛利率	79.9%	79.4%	79.6%	78.5%	78.6%	-0.88pcts	-1.01pcts
销售费用率	26.2%	26.0%	25.8%	25.5%	25.2%	-0.52pcts	-0.62pcts
管理费用率	5.9%	6.2%	6.1%	6.1%	6.0%	-0.1pcts	-0.1pcts
归母净利润（百万元）	5,517	6,070	6,689	5,422	5,759	-10.7%	-13.9%
归母净利润同比增速	20.2%	10.0%	10.2%	-1.7%	6.2%	-11.75pcts	-3.98pcts
净利率	23.4%	23.8%	24.2%	23.6%	23.8%	-0.2pcts	-0.37pcts
EPS（元）	10.44	11.48	12.65	10.26	10.90	-10.7%	-13.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2025/8/29	2025/8/29	2025/8/29	2025/8/29	2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,480	18,592	862.3	938.0	21.6	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	130	5,028	318.5	323.5	15.8	15.5		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	137	2,019	134.7	137.2	15.0	14.7		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	202	2,465	122.4	128.1	20.1	19.2		
002304.SZ	洋河股份	中性	74	1,113	66.7	46.7	16.7	23.8		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	68	222	0.1	0.9	1775.3	260.7		

600702.SH	舍得酒业	优于大市	68	228	3.5	6.3	65.8	36.2
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	171	905	55.2	54.2	16.4	16.7
603369.SH	今世缘	优于大市	35	207	16.6	13.4	12.5	15.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	46	365	25.9	23.2	14.1	15.7
603589.SH	口子窖	中性	43	540	34.1	32.2	15.8	16.8
603919.SH	金徽酒	优于大市	22	112	3.9	4.0	28.8	27.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除古井贡酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15966	15894	15003	15483	17033	营业收入	20254	23578	23011	24157	26568
应收款项	118	157	189	185	204	营业成本	4240	4738	4939	5171	5558
存货净额	7520	9264	10570	10655	10300	营业税金及附加	3050	3740	3567	3744	4118
其他流动资产	1184	3437	1832	2286	2834	销售费用	5437	6182	5868	6088	6589
流动资产合计	25508	28812	27655	28669	30431	管理费用	1367	1442	1449	1495	1639
固定资产	7507	8936	10738	12617	14311	研发费用	71	78	76	80	88
无形资产及其他	1123	1129	1085	1041	997	财务费用	(162)	(349)	(304)	(303)	(323)
投资性房地产	1273	1634	1634	1634	1634	投资收益	(6)	(34)	(20)	(27)	(24)
长期股权投资	10	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	51	24	38	38	33
资产总计	35421	40522	41123	43973	47384	其他收入	(84)	(63)	(76)	(80)	(88)
短期借款及交易性金融负债	81	140	0	0	0	营业利润	6283	7750	7434	7892	8908
应付款项	4167	3532	3358	3454	3710	营业外净收支	49	45	37	44	42
其他流动负债	8160	10637	9228	9528	10288	利润总额	6332	7796	7471	7936	8951
流动负债合计	12409	14309	12586	12982	13998	所得税费用	1606	2089	1868	1984	2238
长期借款及应付债券	107	42	42	42	42	少数股东损益	137	189	181	193	217
其他长期负债	491	478	533	577	578	归属于母公司净利润	4589	5517	5422	5759	6496
长期负债合计	598	520	575	618	620	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	13007	14829	13161	13600	14618	净利润	4589	5517	5422	5759	6496
少数股东权益	889	1037	1137	1243	1363	资产减值准备	20	(7)	7	4	5
股东权益	21525	24657	26826	29130	31403	折旧摊销	346	523	944	1137	1317
负债和股东权益总计	35421	40522	41123	43973	47384	公允价值变动损失	(51)	(24)	(38)	(38)	(33)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(162)	(349)	(304)	(303)	(323)
每股收益	8.68	10.44	10.26	10.90	12.29	营运资本变动	378	(2576)	(1254)	(91)	811
每股红利	3.12	4.68	6.15	6.54	7.99	其它	68	112	93	102	115
每股净资产	40.72	46.65	50.75	55.11	59.41	经营活动现金流	5349	3545	5174	6874	8710
ROIC	23.74%	23.92%	21%	21%	22%	资本开支	0	(1923)	(2671)	(2938)	(2938)
ROE	21.32%	22.38%	20%	20%	21%	其它投资现金流	1063	660	0	0	0
毛利率	79%	80%	79%	79%	79%	投资活动现金流	1062	(1265)	(2671)	(2938)	(2938)
EBIT Margin	30%	31%	31%	31%	32%	权益性融资	0	26	0	0	0
EBITDA Margin	32%	34%	35%	36%	37%	负债净变化	62	(66)	0	0	0
收入增长	21%	16%	-2%	5%	10%	支付股利、利息	(1648)	(2473)	(3253)	(3456)	(4222)
净利润增长率	46%	20%	-2%	6%	13%	其它融资现金流	(1047)	2698	(140)	0	0
资产负债率	39%	39%	35%	34%	34%	融资活动现金流	(4218)	(2352)	(3393)	(3456)	(4222)
股息率	1.8%	2.7%	3.6%	3.8%	4.7%	现金净变动	2194	(72)	(891)	480	1549
P/E	19.7	16.4	16.7	15.7	13.9	货币资金的期初余额	13773	15966	15894	15003	15483
P/B	4.2	3.7	3.4	3.1	2.9	货币资金的期末余额	15966	15894	15003	15483	17033
EV/EBITDA	16.1	13.3	12.9	11.9	10.6	企业自由现金流	0	1438	2353	3792	5621
						权益自由现金流	0	4071	2441	4019	5863

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032