



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 01 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（元）	171.30
总市值（亿元）	905.49
总股本（亿股）	5.29

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】古井贡酒：烈火之时见真金-2025.08.20

【兴证食饮】古井贡酒：坚定信心，精耕细作-2025.05.30

【兴证食饮】古井贡酒：Q1 开门红韧性彰显，全年稳健增长可期-2025.04.28

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004
wangrun22@xyzq.com.cn

古井贡酒(000596.SZ)

守正砺新，笃行致远

投资要点：

- **事件：**公司公告 2025 年中报，25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 138.80/36.62/36.26 亿元，同比+0.54%/+2.49%/+2.42%，其中 25Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 47.34/13.32/13.15 亿元，同比-14.23%/-11.63%/-11.81%。
- **理性应对周期，Q2 调整纾压。**25H1 营收同比+0.54%，其中白酒业务营收同比+1.57%，分产品来看，25H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他等三类产品营收分别为 109.59/11.84/14.97 亿元，同比+1.59%/-4.39%/+6.68%，2025 年消费结构加速裂变，100-300 元中低端价格带成为动销主力，商务宴请需求疲软，宴席等场景支撑相对稳定，预计古 5、献礼受益于大众需求表现稳健，古 8、古 16 收入增速放缓，古 20 以控货稳价为主；量价拆分来看，25H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他等三类产品销量分别同比+10.80%/+9.26%/+12.11%，吨价分别同比-8.31%/-12.49%/-4.84%。分地区来看，25H1 华北/华中/华南/国际地区营收分别为 8.09/122.97/7.68/0.05 亿元，同比-27.04%/+3.60%/-5.84%/-53.68%，25H1 末华北/华中/华南/国际地区经销商数量较 2024 年末分别+18/-32/-6/-7 家至 1378/3009/655/20 家。25Q2 营收同比-14.23%，预计主要系政策压制下需求明显承压，公司主动调整，帮助渠道纾压。
- **费率优化冲抵毛利率下滑，盈利能力维持改善。**25H1 净利率同比+0.57pct 至 27.22%，费率优化冲抵毛利率下滑，上半年盈利能力略有改善；具体来看，25H1 毛利率同比-0.54pct 至 79.87%，主要系产品结构略有下移所致，25H1 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率为 15.68%/25.30%/4.84%/0.29%/-2.27%，同比+0.51/-0.86/-0.02/+0.05/-0.23pct，销售费用投放持续优化带来费率的小幅下降。25Q2 净利率同比+1.19pct 至 29.33%，其中 25Q2 毛利率同比-0.26pct 至 80.24%，25Q2 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率为 15.11%/22.78%/5.75%/0.43%/-2.85%，同比 -0.25/-1.86/+0.78/+0.10/+1.03pct，销售费率下降预计主要与淡季叠加政策压制需求背景下适当减少投放有关，管理费用刚性投入下其费率被动抬升。此外，25Q2 末合同负债余额 14.28 亿元，同比-7.90 亿元，环比-22.46 亿元，合同负债水位下降预计与放缓回款要求、帮助渠道纾压有关；25H1 收现 152.11 亿元，同比+6.78%，25Q2 收现 69.79 亿元，同比+18.71%。
- **烈火之时见真金，看好古井韧性穿越周期。**2025 年上半年白酒行业整体呈现“量缩价跌、库存高压、消费分化”特征，酒企业绩分化加剧，区域酒企承压明显；而面对行业压力，公司及时解决市场问题，帮助渠道去库纾压，同时积极应对消费变革，2025 年以来陆续发布老瓷贡、老玻贡等底盘产品以及 26 度古 20 低度化产品，完善产品布局、补齐价格带。短期来看，行业深度调整期公司务实经营、高效调整，对内强化管理运营、降本提质增效，对外抓好市场拓展、做好终端服务，前期积累的扎实内功有望支撑公司在业绩出清后率先实现边际改善、顺利穿越行业周期。中长期来看，公司改革敢为人先，同时敏捷迭代，战略远见与定力并存，锚定“全国化、次高端”战略，持续深化“三通工程”、“三品工程”，期待长期良性可持续发展的同时巩固提升市场份额。
- **盈利预测与投资建议：**我们根据最新公告调整此前盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 210.57/221.29/243.43 亿元，归母净利润分别为 49.38/52.78/60.44 亿元，以 2025 年 8 月 29 日收盘价计算，对应 PE 为 18.3/17.2/15.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**省内竞争加剧；省外拓展不及预期；结构升级不及预期；宏观经济波动风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	23578	21057	22129	24343
同比增长	16.4%	-10.7%	5.1%	10.0%
归母净利润（百万元）	5517	4938	5278	6044
同比增长	20.2%	-10.5%	6.9%	14.5%
毛利率	79.9%	79.2%	79.7%	80.7%
ROE	22.4%	18.4%	18.2%	19.1%
每股收益（元）	10.44	9.34	9.99	11.43
市盈率	16.4	18.3	17.2	15.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28812	29307	32204	35780
货币资金	15894	18760	20882	23652
交易性金融资产	60	260	360	460
应收票据及应收账款	70	68	70	77
预付款项	278	205	209	228
存货	9264	8029	8379	8763
其他	3245	1985	2302	2599
非流动资产	11710	12232	12544	12724
长期股权投资	12	13	14	14
固定资产	7897	8355	8678	8870
在建工程	1039	1004	978	959
无形资产	1129	1130	1127	1123
商誉	561	561	561	561
其他	1072	1170	1185	1197
资产总计	40522	41539	44747	48504
流动负债	14309	13016	13768	14717
短期借款	50	80	110	140
应付票据及应付账款	3532	3593	3697	3793
其他	10727	9344	9961	10784
非流动负债	520	523	533	543
长期借款	42	32	22	12
其他	478	491	511	531
负债合计	14829	13540	14301	15260
股本	529	529	529	529
未分配利润	17640	19019	20492	22177
少数股东权益	1037	1206	1387	1595
股东权益合计	25694	28000	30446	33244
负债及权益合计	40522	41539	44747	48504

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	5517	4938	5278	6044
折旧和摊销	571	999	1130	1261
营运资金的变动	-1520	1294	48	212
经营活动产生现金流量	4728	7319	6638	7731
资本支出	-2421	-1319	-1318	-1320
长期投资	665	-237	-136	-136
投资活动产生现金流量	-1733	-1619	-1517	-1521
债权融资	-9	-5	40	40
股权融资	26	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2478	-2835	-2999	-3440
现金净变动	517	2866	2122	2770

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23578	21057	22129	24343
营业成本	4738	4379	4495	4689
税金及附加	3740	3284	3471	3811
销售费用	6182	5412	5687	6159
管理费用	1442	1285	1328	1412
研发费用	78	71	75	82
财务费用	-349	-234	-277	-308
投资收益	-34	-20	-22	-26
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-1	-1	-1
资产减值损失	-24	-20	-20	-20
营业利润	7750	6886	7380	8452
营业外收支	45	45	45	45
利润总额	7796	6932	7425	8497
所得税	2089	1824	1966	2245
净利润	5707	5107	5459	6252
少数股东损益	189	169	181	207
归属母公司净利润	5517	4938	5278	6044
EPS(元)	10.44	9.34	9.99	11.43

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	16.4%	-10.7%	5.1%	10.0%
营业利润增长率	23.4%	-11.1%	7.2%	14.5%
归母净利润增长率	20.2%	-10.5%	6.9%	14.5%
盈利能力				
毛利率	79.9%	79.2%	79.7%	80.7%
归母净利率	23.4%	23.4%	23.9%	24.8%
ROE	22.4%	18.4%	18.2%	19.1%
偿债能力				
资产负债率	36.6%	32.6%	32.0%	31.5%
流动比率	2.01	2.25	2.34	2.43
速动比率	1.33	1.60	1.70	1.80
营运能力				
资产周转率	62.1%	51.3%	51.3%	52.2%
每股资料(元)				
每股收益	10.44	9.34	9.99	11.43
每股经营现金	8.94	13.85	12.56	14.63
估值比率(倍)				
PE	16.4	18.3	17.2	15.0
PB	3.7	3.4	3.1	2.9

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn