太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2025 年 09 月 02 日

公司点评

增持/下调

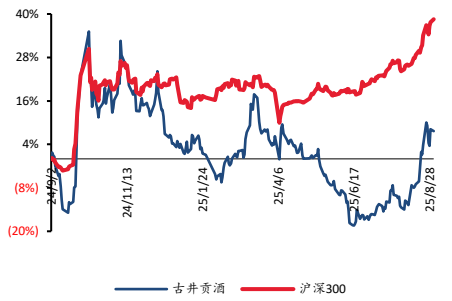
古井贡酒(000596)

目标价：185.40

昨收盘:170.40

古井贡酒：产品结构承压，基地市场彰显韧性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	5.29/4.09
总市值/流通(亿元)	900.73/696.25
12 个月内最高/最低价(元)	223.32/130.8

相关研究报告

<<古井贡酒：2024 年顺利收官，一季度实现开门红>>--2025-04-28

<<古井贡酒：业绩符合预期，行业调整凸显韧性>>--2024-11-01

<<古井贡酒：业绩符合预期，产品结构持续提升>>--2024-09-03

证券分析师：郭梦婕
电话：
E-MAIL：guomj@tpyzq.com
分析师登记编号：S1190523080002

证券分析师：林叙希
电话：
E-MAIL：linxx@tpyzq.com
分析师登记编号：S1190525030001

事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 138.80 亿元，同比+0.54%，归母净利润 36.62 亿元，同比+2.49%，扣非归母净利润 36.26 亿元，同比+2.42%。 2025Q2 实现营收 47.34 亿元，同比-14.23%，归母净利润 13.32 亿元，同比-11.63%，扣非归母净利 13.15 亿元，同比-11.81%。

产品结构承压呈现量增价跌趋势，省内市场稳固省外调整明显。分业务看，2025H1 白酒/酒店/其他业务分别实现营收 136.40/0.46/1.94 亿元，同比+1.57%/+10.44%/-42.10%，从产品来看，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他白酒分别实现营收 109.59/11.84/14.97 亿元，同比+1.6%/-4.4%/+6.7%，销售量同比变动+10.8%/+9.3%/+12.1%，吨价分别同比-8.3%/-12.5%/-4.8%，各品牌产品结构均承压，二季度因政商务宴请需求疲软，次高端价位销量下滑。分区域看，2025H1 华中/华北/华南/国际分别实现收入 122.97/8.09/7.68/0.05 亿元，同比+3.6%/-27.0%/-5.8%/-53.7%，区域表现分化明显，核心市场抗风险能力更强，省外扩张短期受阻。分渠道来看，2025H1 线下/线上分别实现收入 133.07/5.73 亿元，同比-0.7%/+40.2%，线上渠道增速较快。从经销商情况来看，截至 2025H1 末华中/华北/华南/国际分别 3009/1378/655/20 家，较年初分别-32/+18/-6/-7 家，合计净增-27 家，经销商体系优化。

费用精细化管控，净利率小幅增长。2025H1/2025Q2 毛利率分别为 79.87%/80.24%，同比-0.54/-0.26pcts，上半年毛利率小幅下行，主要由于产品结构下降。2025H1 销售/管理费用率分别为 25.30%/4.84%，同比-0.86/-0.02pcts，2025Q2 销售/管理费用率分别为 22.78%/5.75%，同比-1.86/+0.78pcts，销售费用率降低主要由于公司精细化费用管控，综合促销费投放精准有力，带动净利率小幅提升，2025H1/2025Q2 归母净利率分别为 26.38%/28.13%，同比+0.50/+0.83pcts。

投资建议：根据公司 2025H1 业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速分别为-4%/3%/4%，归母净利润增速分别为-6%/5%/5%，EPS 分别为 9.85/10.30/10.84 元，对应当前股价 PE 分别为 17x/17x/16x，按照 2026 年 18X 给予目标价 185.40 元，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	23,578	22,683	23,408	24,265
营业收入增长率(%)	16.41%	-3.80%	3.20%	3.66%
归母净利（百万元）	5,517	5,207	5,442	5,731
净利润增长率(%)	20.22%	-5.62%	4.51%	5.32%
摊薄每股收益（元）	10.44	9.85	10.30	10.84
市盈率（PE）	16.60	17.30	16.55	15.72

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,966	15,894	21,386	18,299	22,404
应收和预付款项	160	348	309	261	336
存货	7,520	9,264	5,072	10,155	5,680
其他流动资产	1,862	3,305	1,695	2,186	2,443
流动资产合计	25,508	28,812	28,462	30,901	30,863
长期股权投资	10	12	14	15	17
投资性房地产	47	44	57	72	80
固定资产	4,596	7,897	9,344	11,052	12,757
在建工程	2,911	1,039	477	477	477
无形资产开发支出	1,123	1,129	1,151	1,166	1,180
长期待摊费用	59	375	375	375	375
其他非流动资产	26,675	30,027	29,696	32,163	32,149
资产总计	35,421	40,522	41,113	45,320	47,034
短期借款	0	50	33	17	22
应付和预收款项	4,167	3,532	2,887	4,293	2,982
长期借款	107	42	42	42	42
其他负债	8,732	11,205	10,073	10,399	10,792
负债合计	13,007	14,829	13,034	14,751	13,838
股本	529	529	529	529	529
资本公积	6,225	6,229	6,229	6,229	6,229
留存收益	14,770	17,909	20,123	22,436	24,873
归母公司股东权益	21,525	24,657	26,871	29,185	31,621
少数股东权益	889	1,037	1,208	1,384	1,575
股东权益合计	22,414	25,694	28,079	30,569	33,196
负债和股东权益	35,421	40,522	41,113	45,320	47,034

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	4,496	4,728	10,336	2,920	10,445
投资性现金流	-1,278	-1,733	-1,830	-2,860	-3,048
融资性现金流	-1,647	-2,478	-3,014	-3,148	-3,292
现金增加额	1,571	517	5,492	-3,088	4,105

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,254	23,578	22,683	23,408	24,265
营业成本	4,240	4,738	4,501	4,600	4,733
营业税金及附加	3,050	3,740	3,470	3,581	3,713
销售费用	5,437	6,182	6,124	6,320	6,309
管理费用	1,367	1,442	1,520	1,568	1,626
财务费用	-162	-349	-246	-304	-198
资产减值损失	-31	-24	1	1	1
投资收益	-6	-34	-18	-20	-25
公允价值变动	20	0	0	0	0
营业利润	6,283	7,750	7,282	7,608	8,045
其他非经营损益	49	45	33	6	11
利润总额	6,332	7,796	7,315	7,614	8,056
所得税	1,606	2,089	1,936	1,996	2,134
净利润	4,726	5,707	5,379	5,618	5,922
少数股东损益	137	189	171	176	190
归母股东净利润	4,589	5,517	5,207	5,442	5,731

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	79.07%	79.90%	80.16%	80.35%	80.49%
销售净利率	22.66%	23.40%	22.96%	23.25%	23.62%
销售收入增长率	21.18%	16.41%	-3.80%	3.20%	3.66%
EBIT 增长率	44.78%	21.76%	-5.25%	3.80%	7.52%
净利润增长率	46.01%	20.22%	-5.62%	4.51%	5.32%
ROE	21.32%	22.38%	19.38%	18.65%	18.13%
ROA	12.96%	13.62%	12.67%	12.01%	12.19%
ROIC	20.11%	20.97%	18.29%	17.52%	17.29%
EPS(X)	8.68	10.44	9.85	10.30	10.84
PE(X)	26.82	16.60	17.30	16.55	15.72
PB(X)	5.72	3.72	3.35	3.09	2.85
PS(X)	6.08	3.89	3.97	3.85	3.71
EV/EBITDA(X)	16.52	9.49	8.67	8.58	7.42

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。