

古井贡酒(000596)

报告日期: 2025年09月07日

## 徽酒龙头具备韧性，降速控费提质增效

### ——古井贡酒 25 年中报业绩点评

#### 投资要点

- 25H1 营收 138.8 亿 (同比+0.54%，下同)；归母净利润 36.62 亿 (+2.49%)；扣非归母净利润 36.26 亿 (+2.42%)。25Q2 营业收入 47.34 亿 (-14.23%)；归母净利润 13.32 亿 (-11.63%)；扣非归母净利润 13.15 亿 (-11.81%)。
- 2025 年上半年，白酒行业深度调整，呈现“量缩价跌、库存高压、消费分化”态势，中低端价格带成动销主力，头部企业凭产品创新与渠道变革维持韧性。古井贡酒作为老八大名酒及双上市公司，凭借品牌历史底蕴、品质优势及多元营销举措，在激烈竞争中巩固行业地位，有望在存量竞争中实现差异化增长。
- 盈利韧性凸显，费用管控见效。
  - 1) 25 年 H1 毛利率 79.87% (-0.54pct)，净利率 27.22% (+0.57pct)。25Q2 毛利率 80.24% (-0.26pct)；净利率 29.33% (+1.19pct)。
  - 2) 25 年 H1 销售费用 35.11 亿 (-2.78%)；管理费用 6.71 亿 (+0.04%)，税金及附加 21.76 亿 (+3.96%)。
  - 3) 25 年 H1 销售收现 152.1 亿 (+6.8%)。合同负债 14.28 亿 (-35.63%)。
- 华中市场贡献主要收入增量，量增价跌产品结构有所影响。
  - 1) 分产品看：25 年 H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼等营收为 109.6 亿 (+1.6%) /11.8 亿 (-4.4%) /15.0 亿 (+6.7%)，占比 80%/9%/11%。
  - 2) 分区域看，25 年 H1 华中营收 123.0 亿 (+3.6%) 占比 88.60%，华北 8.1 亿 (-27.0%)，华南 7.7 亿 (-5.8%)。
  - 3) 25 年 H1 共 5062 名经销商 (-27)，其中华中 3009 (-32) /华北 1378 (+18) /华南 655 (-6)。
- 四品六香多品牌、多香型运作，立足省内发力全国
  - 1) 2025 年公司继续锚定“全国化/次高端”战略，坚持“插旗、打井、育户、上量”实施路径，再推“三通工程”，落实“抓动销、去库存、拓渠道、稳价格”十二字方针。2) 作为唯一拥有“四品六香”酒企，公司集合古井贡、黄鹤楼、老明光、珍藏酒业四大品牌，以及浓香、烤麦香、古香、清香、明绿香、酱香六大香型全系产品。
- 盈利预测及估值
 

考虑到公司今年业绩承压，我们下调 2025-2027 年收入增速至 -5%/6%/8%；归母净利润增速下调至 -5%/7%/10%；对应 25-27 年 EPS 分别为 9.95、10.70、11.78 元；26 年 PE 对应 15 倍，考虑到行业仍处于底部，库存有望加速出清，具备配置价值，维持买入评级。
- 催化剂：白酒需求恢复超预期，徽酒结构升级超预期，批价持续上行。
- 风险提示：宏观政策发力不及预期；消费升级不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23578	22403	23829	25725
(+/-) (%)	16.41%	-4.98%	6.37%	7.95%
归母净利润	5517	5261	5654	6225
(+/-) (%)	20.22%	-4.65%	7.47%	10.10%
每股收益(元)	10.44	9.95	10.70	11.78
P/E	15.77	16.52	15.37	13.96

资料来源：浙商证券研究所

#### 投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥  
执业证书号：S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

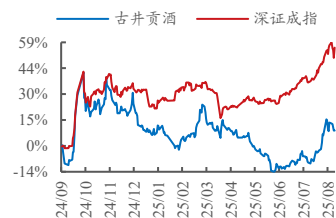
分析师：张家楨  
执业证书号：S1230523080001  
zhangjiachen@stocke.com.cn

分析师：满静雅  
执业证书号：S1230524100004  
manjingya@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 164.39
总市值(百万元)	86,896.55
总股本(百万股)	528.60

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《25Q1 收入利润增速亮眼，年份原浆系列量价齐升》 2025.05.11
- 2 《剑指 300 亿，高端化全国化新征程》 2025.01.20
- 3 《经销大会显信心，分红有望超预期》 2024.12.30

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	28812	29953	33654	37438
现金	15894	20069	23182	26169
交易性金融资产	60	854	545	486
应收账款	70	114	152	192
其它应收款	87	78	76	89
预付账款	278	190	176	216
存货	9264	7115	7595	8079
其他	3158	1532	1928	2206
<b>非流动资产</b>	11710	13171	14948	16825
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	12	11	11	11
固定资产	7897	9550	11439	13345
无形资产	1129	1107	1077	1047
在建工程	1039	977	881	891
其他	1634	1525	1539	1531
<b>资产总计</b>	40522	43123	48602	54263
<b>流动负债</b>	14309	12406	13131	13731
短期借款	50	44	31	42
应付款项	3532	3277	3513	3501
预收账款	0	0	0	0
其他	10727	9084	9586	10187
<b>非流动负债</b>	520	508	524	494
长期借款	42	50	48	23
其他	478	458	476	471
<b>负债合计</b>	14829	12913	13654	14224
少数股东权益	1037	1217	1411	1625
归属母公司股东权	24657	28993	33537	38414
<b>负债和股东权益</b>	40522	43123	48602	54263

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4728	7864	6176	6778
净利润	5707	5441	5848	6439
折旧摊销	554	637	781	941
财务费用	(349)	(259)	(314)	(361)
投资损失	34	17	19	24
营运资金变动	(429)	(174)	348	257
其它	(790)	2202	(506)	(521)
<b>投资活动现金流</b>	(1733)	(3007)	(2261)	(2789)
资本支出	(1429)	(2154)	(2499)	(2781)
长期投资	1	10	(7)	2
其他	(305)	(863)	246	(10)
<b>筹资活动现金流</b>	(2478)	(682)	(801)	(1002)
短期借款	50	(6)	(13)	10
长期借款	(66)	8	(2)	(25)
其他	(2462)	(685)	(786)	(987)
<b>现金净增加额</b>	517	4175	3113	2987

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	23578	22403	23829	25725
营业成本	4738	4015	4142	4358
营业税金及附加	3740	3405	3574	3859
营业费用	6182	6318	6767	7254
管理费用	1442	1501	1668	1801
研发费用	78	74	79	85
财务费用	(349)	(259)	(314)	(361)
资产减值损失	(24)	(22)	(24)	(26)
公允价值变动损益	0	16	12	10
投资净收益	(34)	(17)	(19)	(24)
其他经营收益	64	64	64	64
<b>营业利润</b>	7750	7388	7943	8750
营业外收支	45	45	45	45
<b>利润总额</b>	7796	7433	7989	8795
所得税	2089	1992	2141	2357
<b>净利润</b>	5707	5441	5848	6439
少数股东损益	189	181	194	214
<b>归属母公司净利润</b>	5517	5261	5654	6225
EBITDA	8116	7811	8455	9375
EPS (最新摊薄)	10.44	9.95	10.70	11.78

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.41%	-4.98%	6.37%	7.95%
营业利润	23.35%	-4.68%	7.52%	10.16%
归属母公司净利润	20.22%	-4.65%	7.47%	10.10%
<b>获利能力</b>				
毛利率	79.90%	82.08%	82.62%	83.06%
净利率	24.20%	24.29%	24.54%	25.03%
ROE	22.94%	18.82%	17.35%	16.60%
ROIC	22.21%	17.98%	16.64%	15.98%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.59%	29.95%	28.09%	26.21%
净负债比率	1.22%	1.28%	1.17%	1.02%
流动比率	2.01	2.41	2.56	2.73
速动比率	1.37	1.84	1.98	2.14
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.54	0.52	0.50
应收账款周转率	340.65	308.50	312.33	323.18
应付账款周转率	1.65	1.49	1.64	1.64
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	10.44	9.95	10.70	11.78
每股经营现金	8.94	14.88	11.68	12.82
每股净资产	46.65	54.85	63.44	72.67
<b>估值比率</b>				
P/E	15.77	16.52	15.37	13.96
P/B	3.53	3.00	2.59	2.26
EV/EBITDA	8.45	8.63	7.67	6.62

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>