

古井贡酒 (000596.SZ)

出清超预期，关注库存去化

公司发布《2025 年第三季度报告》，25Q3 公司实现营收/归母净利润 25.4 亿元/3.0 亿元，同比-51.6%/-74.6%。公司 25Q3 开启较大幅度出清，超此前预期，公司不再硬性要求经销商执行全年任务，经销商侧库存环比不再提升，终端店库存持续去化。我们认为，公司市场压力最大的阶段已经度过，公司在省内优势地位依然凸显，建议关注 26 年包袱出清后、低基数下的业绩改善可能。

- 25Q3 公司报表大幅出清，维护良性发展。25 年前三季度公司实现营收/归母净利润 164.2 亿元/39.6 亿元，同比-13.9%/-16.6%，25Q3 公司实现营收/归母净利润 25.4 亿元/3.0 亿元，同比-51.6%/-74.6%，Q3 单季度公司大幅度出清，强调市场良性发展，渠道反馈多地经销商不强制执行全年任务进度。25Q3 公司销售回款达 23.2 亿元，同比-57.4%，截至 25 年三季度末，公司合同负债余额 13.4 亿元，同比-30.6%，应收款项融资 7.7 亿元，同比-32.8%，公司持续收紧票据政策、降低渠道杠杆，单季度现金流承压。分产品来看，Q3 古 16 降速、古 20 压力较大，当下经销商库存 4 个月左右、环比并未继续增加。
- 毛利率同比小幅提升、净利率承压。25Q3 公司实现毛利率水平 79.8% (yoy+2.0pct)。25Q3 公司主营税金比率/销售费率/管理费率为 17.8%/39.1%/11.8%，同比+0.6pct/+16.1pct/+5.7pct，25Q3 单季度销售费用达 10.0 亿元，同比-17.7%，毛销差 40.7% (同比-14.2pct)，主要系费用刚性、以及加大促销力度做动销所致，归母净利率下降至 11.7% (yoy-10.6pct)。
- 投资建议：出清超预期，关注库存去化。公司 25Q3 开启较大幅度出清，超此前预期，公司不再硬性要求经销商执行全年任务，经销商侧库存环比不再提升，终端店库存持续去化。我们认为，公司市场压力最大的阶段已经度过，公司在省内优势地位依然凸显，建议关注 26 年包袱出清后、低基数下的业绩改善可能。考虑到公司 25Q3 报表大幅出清，我们调整盈利预测，预计 25-27 年 EPS 分别为 7.46 元、8.12 元与 8.97 元，当前股价对应 25 年 20.3 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20254	23578	19167	19992	21139
同比增长	21%	16%	-19%	4%	6%
营业利润(百万元)	6283	7750	5467	5955	6581
同比增长	41%	23%	-29%	9%	11%
归母净利润(百万元)	4589	5517	3945	4295	4743
同比增长	46%	20%	-28%	9%	10%
每股收益(元)	8.68	10.44	7.46	8.12	8.97
PE	17.4	14.5	20.3	18.6	16.9
PB	3.7	3.2	3.1	2.8	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

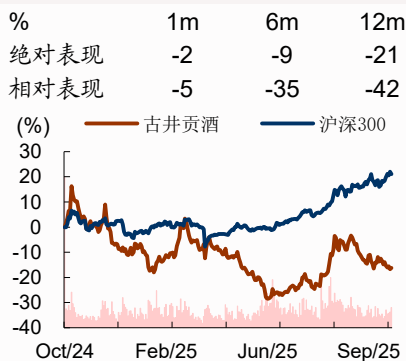
强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：151.35 元

基础数据

总股本 (百万股)	529
已上市流通股 (百万股)	409
总市值 (十亿元)	80.0
流通市值 (十亿元)	61.8
每股净资产 (MRQ)	48.2
ROE (TTM)	18.6
资产负债率	30.5%
主要股东 安徽古井集团有限责任公司	
主要股东持股比例	51.34%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《古井贡酒 (000596) —Q2 出清开启，省内及腰部产品相对稳健》 2025-08-31
- 《古井贡酒 (000596) —正视困难，积极应对》 2025-06-03
- 《古井贡酒 (000596) —稳健增长，务实定调》 2025-04-27

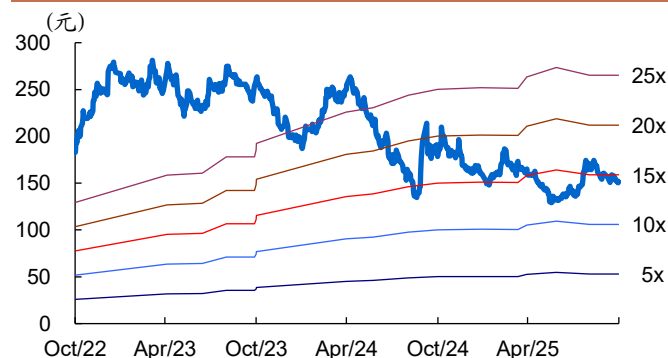
陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	4,301	8,286	5,519	5,263	4,509	9,146	4,734	2,545	20,254	23,578
二、营业总成本	3,261	5,470	3,356	3,596	3,436	5,991	2,885	2,169	14,033	15,857
其中: 营业成本	896	1,628	1,076	1,165	869	1,858	935	513	4,240	4,738
营业税金及附加	757	1,246	847	906	741	1,461	715	453	3,050	3,740
营业费用	1,074	2,252	1,360	1,211	1,359	2,433	1,078	996	5,437	6,182
管理费用	495	397	274	320	452	399	272	301	1,367	1,442
研发费用	26	15	18	18	27	20	21	22	71	78
财务费用	2	-68	-214	-24	-43	-181	-135	-117	-162	-349
资产减值损失	13	0	-6	0	30	0	-1	1	31	24
三、其他经营收益	28	0	2	8	20	16	18	13	62	29
其它收益	12	14	12	16	21	26	24	16	48	64
公允价值变动收益	-10	0	0	0	0	1	0	0	20	0
投资收益	26	-15	-10	-9	-1	-11	-6	-4	-6	-34
四、营业利润	1,068	2,816	2,166	1,675	1,094	3,171	1,867	389	6,283	7,750
加: 营业外收入	21	12	21	13	16	16	13	15	85	61
减: 营业外支出	10	1	5	4	4	0	2	2	36	15
五、利润总额	1,079	2,827	2,181	1,683	1,105	3,186	1,878	402	6,332	7,796
减: 所得税	263	701	628	465	295	797	490	96	1,606	2,089
六、净利润	816	2,126	1,553	1,218	810	2,389	1,388	306	4,726	5,707
减: 少数股东损益	39	60	46	44	39	59	57	7	137	189
七、归属母公司所有者净利润	777	2,066	1,507	1,174	771	2,330	1,332	299	4,589	5,517
EPS	1.47	3.91	2.85	2.22	1.46	4.41	2.52	0.56	8.68	10.44
主要比率										
毛利率	79.2%	80.3%	80.5%	77.9%	80.7%	79.7%	80.2%	79.8%	79.1%	79.9%
主营税金率	17.6%	15.0%	15.4%	17.2%	16.4%	16.0%	15.1%	17.8%	15.1%	15.9%
营业费率	25.0%	27.2%	24.6%	23.0%	30.1%	26.6%	22.8%	39.1%	26.8%	26.2%
管理费率	11.5%	4.8%	5.0%	6.1%	10.0%	4.4%	5.7%	11.8%	6.8%	6.1%
营业利润率	24.8%	34.0%	39.2%	31.8%	24.3%	34.7%	39.4%	15.3%	31.0%	32.9%
实际税率	24.4%	24.8%	28.8%	27.6%	26.7%	25.0%	26.1%	23.8%	25.3%	26.7%
净利率	18.1%	24.9%	27.3%	22.3%	17.1%	25.5%	28.1%	11.7%	22.7%	23.4%
同比增长率										
收入增长率	8.9%	25.9%	16.8%	13.4%	4.8%	10.4%	-14.2%	-51.6%	21.0%	16.4%
营业利润增长率	29.6%	33.0%	29.9%	17.1%	2.4%	12.6%	-13.8%	-76.8%	41.0%	23.4%
净利润增长率	49.2%	31.6%	24.6%	13.6%	-0.7%	12.8%	-11.6%	-74.6%	46.0%	20.2%

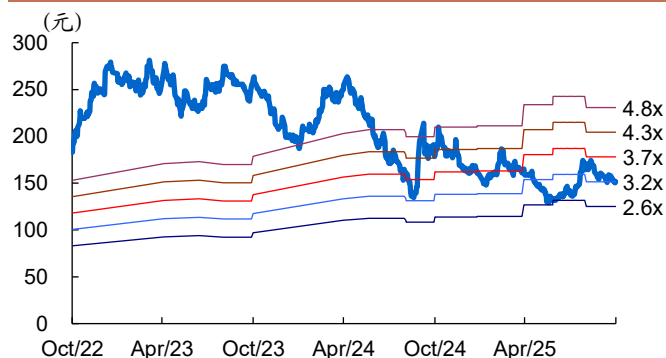
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 古井贡酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 古井贡酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《古井贡酒（000596）—Q2 出清开启，省内及腰部产品相对稳健》
2025-08-31
- 2、《古井贡酒（000596）—正视困难，积极应对》2025-06-03
- 3、《古井贡酒（000596）—稳健增长，务实定调》2025-04-27
- 4、《古井贡酒（000596）—业绩符合预期，费用率收缩明显》2024-11-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	25508	28812	29253	32589	36143
现金	15966	15894	18677	21517	24583
交易性投资	720	60	60	60	60
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	69	70	44	46	49
其它应收款	49	87	71	74	78
存货	7520	9264	7605	7974	8292
其他	1184	3437	2796	2918	3081
非流动资产	9913	11710	11158	10723	10317
长期股权投资	10	12	12	12	12
固定资产	4596	7897	7533	7259	6993
无形资产商誉	1123	1129	1016	915	823
其他	4183	2672	2598	2538	2490
资产总计	35421	40522	40412	43312	46460
流动负债	12409	14309	12761	13109	13408
短期借款	0	50	150	150	150
应付账款	4167	3532	2902	3043	3164
预收账款	1401	3515	2888	3028	3149
其他	6840	7212	6821	6888	6946
长期负债	598	520	520	520	520
长期借款	107	42	42	42	42
其他	491	478	478	478	478
负债合计	13007	14829	13281	13629	13928
股本	529	529	529	529	529
资本公积金	6226	6220	6220	6220	6220
留存收益	14770	17909	19211	21616	24301
少数股东权益	889	1037	1172	1320	1482
归属于母公司所有者权益	21525	24657	25959	28364	31049
负债及权益合计	35421	40522	40412	43312	46460

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4496	4728	5297	4665	5043
净利润	4726	5707	3945	4295	4743
折旧摊销	374	554	792	738	695
财务费用	(162)	(349)	(300)	(310)	(311)
投资收益	6	(5)	(57)	(57)	(57)
营运资金变动	(596)	(1294)	792	(148)	(189)
其它	147	115	126	148	163
投资活动现金流	(1278)	(1733)	(182)	(245)	(231)
资本支出	(2381)	(2427)	(239)	(302)	(288)
其他投资	1103	694	57	57	57
筹资活动现金流	(1647)	(2478)	(2333)	(1580)	(1746)
借款变动	(272)	(478)	10	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	(7)	0	0	0
股利分配	(1586)	(2379)	(2643)	(1890)	(2057)
其他	209	386	300	310	311
现金净增加额	1571	517	2783	2840	3066

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20254	23578	19167	19992	21139
营业成本	4240	4738	3893	4082	4244
营业税金及附加	3050	3740	3079	3191	3353
营业费用	5437	6182	5543	5581	5796
管理费用	1367	1442	1460	1463	1441
研发费用	71	78	83	86	91
财务费用	(162)	(349)	(300)	(310)	(311)
资产减值损失	(30)	(25)	0	0	0
公允价值变动收益	20	0	0	0	0
其他收益	48	64	76	76	76
投资收益	(6)	(35)	(19)	(19)	(19)
营业利润	6283	7750	5467	5955	6581
营业外收入	85	61	58	58	58
营业外支出	36	15	5	5	5
利润总额	6332	7796	5519	6008	6634
所得税	1606	2089	1439	1566	1728
少数股东损益	137	189	135	147	163
归属于母公司净利润	4589	5517	3945	4295	4743

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	21%	16%	-19%	4%	6%
营业利润	41%	23%	-29%	9%	11%
归母净利润	46%	20%	-28%	9%	10%
获利能力					
毛利率	79.1%	79.9%	79.7%	79.6%	79.9%
净利率	22.7%	23.4%	20.6%	21.5%	22.4%
ROE	22.9%	23.9%	15.6%	15.8%	16.0%
ROIC	20.2%	21.0%	14.0%	14.0%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	36.6%	32.9%	31.5%	30.0%
净负债比率	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
流动比率	2.1	2.0	2.3	2.5	2.7
速动比率	1.4	1.4	1.7	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	309.0	341.0	336.0	443.0	446.0
应付账款周转率	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	8.68	10.44	7.46	8.12	8.97
每股经营净现金	8.51	8.94	10.02	8.82	9.54
每股净资产	40.72	46.65	49.11	53.66	58.74
每股股利	4.50	5.00	3.58	3.89	4.30
估值比率					
PE	17.4	14.5	20.3	18.6	16.9
PB	3.7	3.2	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	11.5	9.4	12.6	11.7	10.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。