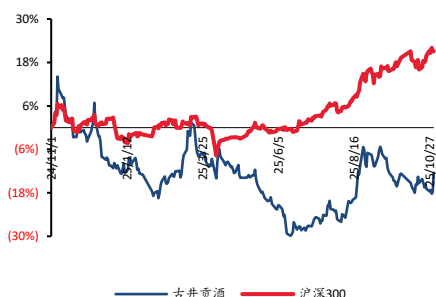


古井贡酒：三季度去化库存，报表端释放压力

■ 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) 851.05/657.85
12 个月内最高/最低价 222.16/130.8 (元)

相关研究报告

<<古井贡酒：产品结构承压，基地市场彰显韧性>>—2025-09-03
<<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

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：2025Q1-3 公司实现营业总收入 164.25 亿元，同比-13.87%；实现归母净利润 39.60 亿元，同比-16.57%，扣非归母净利润 39.08 亿元，同比-16.85%。2025Q3 公司实现营业总收入 25.45 亿元，同比-51.65%；归母净利润 2.99 亿元，同比-74.56%，扣非归母净利润为 2.82 亿元，同比-75.71%。

短期聚焦库存去化，静待需求回暖。公司三季度业绩显著下滑，在消费需求承压背景下，以短期业绩出清换长期渠道健康。分产品，预计核心产品年份原浆系列韧性较强，古 8、古 16 表现优于大盘。分地区，预计省内市场相对有韧性，公司在合肥、亳州、阜阳等核心市场保持稳定，并通过“三通工程”进行深度渠道扁平化和精细化运营，预估公司实际动销表现优于省内整体水平。省外市场预估调整幅度较大，特别是河北、河南等北方市场仍以去库存为主。

销售费用率大幅上升，盈利能力阶段性受挫。2025Q1-3 公司毛利率为 79.9%，同比+0.2pct，其中 2025Q3 毛利率 79.8%，同比+2.0pct，年份原浆相对表现较好，产品结构有所上移。2025Q1-3 税金及附加/销售/管理费用率分别为 17.8%/27.4%/5.9%，同比+0.6/+2.2/+0.7pct，其中 2025Q3 税金及附加/销售/管理费用率分别为 16.0%/39.1%/11.8%，同比+0.3/+16.1/+5.7pct，公司积极应对竞争费用投入刚性，收入大幅下滑下费用率提升明显。2025Q1-3 公司归母净利率为 24.1%，同比-0.8pct，其中 2025Q3 归母净利率为 11.7%，同比-10.6pct，费用拖累下盈利能力阶段性大幅下滑。2025Q3 销售收现 23.2 亿元，同比-57.4%，经营性现金流净额-15.3 亿元，同比-214.5%。截至 2025Q3 末合同负债 13.4 亿元，环比/同比-5.9/-0.8 亿元。

投资建议：根据公司 2025Q3 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-14.2%/1.6%/7.6%，归母净利润增速分别为-20.1%/4.0%/10.5%，EPS 分别为 8.34/8.67/9.59 元，对应当前股价 PE 分别为 19x/19x/17x，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	20,228	20,546	22,105
营业收入增长率(%)	16.41%	-14.21%	1.57%	7.59%
归母净利(百万元)	5,517	4,411	4,585	5,068
净利润增长率(%)	20.22%	-20.05%	3.95%	10.52%
摊薄每股收益(元)	10.44	8.34	8.67	9.59

市盈率 (PE)	16.60	19.29	18.56	16.79
----------	-------	-------	-------	-------

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	18,194	18,362	18,820
应收和预付款项	160	348	256	237	281
存货	7,520	9,264	7,046	7,343	7,882
其他流动资产	1,862	3,305	1,578	1,928	2,290
流动资产合计	25,508	28,812	27,074	27,870	29,273
长期股权投资	10	12	12	12	12
投资性房地产	47	44	44	44	44
固定资产	4,596	7,897	9,466	11,202	12,856
在建工程	2,911	1,039	987	937	891
无形资产开发支出	1,123	1,129	1,082	1,035	988
长期待摊费用	59	375	375	375	375
其他非流动资产	26,675	30,027	28,317	29,113	30,516
资产总计	35,421	40,522	40,282	42,718	45,680
短期借款	0	50	50	50	50
应付和预收款项	4,167	3,532	3,246	3,397	3,415
长期借款	107	42	42	42	42
其他负债	8,732	11,205	9,215	9,401	10,028
负债合计	13,007	14,829	12,552	12,890	13,535
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	19,784	21,734	23,888
归母公司股东权益	21,525	24,657	26,548	28,498	30,652
少数股东权益	889	1,037	1,182	1,330	1,493
股东权益合计	22,414	25,694	27,730	29,828	32,145
负债和股东权益	35,421	40,522	40,282	42,718	45,680

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	4,496	4,728	7,158	5,527	6,300
投资性现金流	-1,278	-1,733	-2,289	-2,723	-2,929
融资性现金流	-1,647	-2,478	-2,568	-2,636	-2,913
现金增加额	1,571	517	2,300	168	458

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,254	23,578	20,228	20,546	22,105
营业成本	4,240	4,738	3,976	4,005	4,252
营业税金及附加	3,050	3,740	3,224	3,210	3,360
销售费用	5,437	6,182	5,461	5,547	5,968
管理费用	1,367	1,442	1,338	1,334	1,371
财务费用	-162	-349	0	0	0
资产减值损失	-31	-24	0	0	0
投资收益	-6	-34	-16	-18	-23
公允价值变动	20	0	0	0	0
营业利润	6,283	7,750	6,197	6,415	7,115
其他非经营损益	49	45	0	0	0
利润总额	6,332	7,796	6,197	6,415	7,115
所得税	1,606	2,089	1,640	1,681	1,885
净利润	4,726	5,707	4,556	4,734	5,230
少数股东损益	137	189	145	148	162
归母股东净利润	4,589	5,517	4,411	4,585	5,068

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	79.07%	79.90%	80.34%	80.51%	80.77%
销售净利率	22.66%	23.40%	21.81%	22.32%	22.93%
销售收入增长率	21.18%	16.41%	-14.21%	1.57%	7.59%
EBIT 增长率	44.78%	21.76%	-16.66%	3.53%	10.91%
净利润增长率	46.01%	20.22%	-20.05%	3.95%	10.52%
ROE	21.32%	22.38%	16.62%	16.09%	16.53%
ROA	14.50%	15.03%	11.28%	11.41%	11.83%
ROIC	20.11%	20.97%	16.30%	15.75%	16.16%
EPS (X)	8.68	10.44	8.34	8.67	9.59
PE (X)	26.82	16.60	19.29	18.56	16.79
PB (X)	5.72	3.72	3.21	2.99	2.78
PS (X)	6.08	3.89	4.21	4.14	3.85
EV/EBITDA (X)	16.52	9.49	9.59	8.95	7.86

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



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。