

# 古井贡酒（000596）

定力足顺势充分纾压，韧性强筑底重拾升势  
买入（维持）

2026 年 01 月 09 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	20,254	23,578	18,705	19,146	21,119
同比（%）	21.18	16.41	(20.67)	2.35	10.30
归母净利润（百万元）	4,589	5,517	4,243	4,448	5,004
同比（%）	46.01	20.22	(23.10)	4.84	12.49
EPS-最新摊薄（元/股）	8.68	10.44	8.03	8.42	9.47
P/E（现价&最新摊薄）	15.66	13.03	16.94	16.16	14.37

## 投资要点

■ **周期底部报表出清可期，动销韧性强复苏第一梯队有望。**2021 年以来需求走弱致白酒行业进入持续调整期，至 2024/25 已传导至主流白酒企业报表端，2025Q2-Q3 出现较大面积的营业收入和归母净利润大幅下滑，呈现周期左侧偏底部特征。古井贡酒作为优质地产酒龙头，一方面 25Q2 报表进入理性出清阶段，25Q3 单季度营收同比加速下滑 51.65%、归母净利润同比下滑 74.56%，预计 25Q4 及 26H1 延续出清夯实底盘。另一方面公司管理团队在深度调整期保持稳定实属难得，也反映了地方政府支持公司平稳度周期的态度。从外部来看，2025 年中高档白酒消费场景表现疲软，而大众消费凸显韧性。展望 2026 年，白酒消费场景具有一定修复空间，大众消费基本盘稳固，区域龙头古井在大众价位兼具品牌+渠道优势，筑底向上可期。

■ **展望中长期：省内优势为后盾，省外稳扎稳打，品牌和市场皆有空间。**古井作为老八大名酒和中部大省安徽白酒龙头，在泛区域性名酒中综合竞争力相对领先，攻（周边和机会市场的渗透）守（省内强控制力）兼备。1）古井品牌地位优于普通地产酒，公司战略有高度，执行有力度。公司管理层锐意进取，坚定执行“全国化、次高端”战略，在品牌上敢于大力度超前投入，在产品上引领省内消费升级，在市场端坚定全国化战略并敢于突破。2）古井省内优势明显，省外规模市场已成型。安徽省内竞争格局清晰，古井依托完善价格带布局+古 20 前瞻精准卡位引领升级、渠道深耕护城河深，市占率领先优势非常明显。省外开拓积极进取，华东市场库存相对较低、核心烟酒店覆盖较好，北方市场未来仍需进一步做优渠道、做强品牌，湖北市场相对稳健。

■ **古井贡酒 2026 年节奏或类 2014 年，有望跑出  $\alpha$  收益。**复盘上一轮白酒产业周期来看，2013/14 年白酒行业加速下行，与 2025/26 年白酒产业节奏具备一定相似度。2014 年洋河、古井股价涨幅领先，核心在于洋河、古井于 2009-2012 年已分别构建出全国化大单品的强劲成长势能，大众价位古井的献礼版、古 5，洋河的海之蓝、天之蓝渠道利润厚推力强，外加强大的渠道深度分销能力，动销韧性突出，2014 年古井营收增长 1.5%、茅台增长 3.7%、洋河仅小幅下滑 2.3%，进而跑出明显  $\alpha$  收益。

■ **盈利预测与投资评级：**从行业节奏来看，2026 年动销抓手仍是大众消费场景，同时从古井自身节奏来看，深度调整期管理团队稳定有助于销售策略连续性更利于穿越周期；中期而言，古井省内优势稳固，坚定“全国化、次高端”战略，省外规模化市场有望培育成型和复制。参考公司最新报表节奏，我们更新 2025-2027 年营收分别为 187.05、191.46、211.19 亿元（前值为 205.03、221.82、237.42 亿元），分别同比-20.7%、+2.4%、+10.3%，归母净利润分别为 42.43、44.48、50.04 亿元（前值为 45.51、51.55、57.51 亿元），分别同比-23.1%、+4.8%、+12.5%；EPS 分别为 8.0、8.4、9.5 元/股，对应当前 PE 分别为 16.9、16.2、14.4 倍。基于短期和中期判断，古井在白酒中投资排序靠前，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济不及预期风险；食品安全风险；次高端升级不及预期风险；省外拓展竞争加剧风险

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	135.99
一年最低/最高价	130.80/197.88
市净率(倍)	2.82
流通 A 股市值(百万元)	55,565.51
总市值(百万元)	71,884.31

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	48.17
资产负债率(%，LF)	30.55
总股本(百万股)	528.60
流通 A 股(百万股)	408.60

## 相关研究

《古井贡酒(000596)：2025 年三季报点评：持续理性降速，立足长远发展》

2025-10-31

《古井贡酒(000596)：2025 年中报点评：务实降速，立足长远》

2025-08-31

## 内容目录

<b>1. 顺势加速出清，冀望第一梯队率先复苏 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 顺势出清彰显清醒，高管稳定穿越周期.....	4
1.1.1. 25Q2 顺势转向出清纾压.....	4
1.1.2. 古井高管团队保持稳定.....	5
1.2. 场景受限商政务消费疲弱，大众价位动销韧性更好.....	7
<b>2. 展望中长期：攻守兼备，品牌和市场皆有空间 .....</b>	<b>8</b>
2.1. 古井在品牌、产品、渠道具备综合竞争优势.....	8
2.1.1. 依托老八大名酒品牌基因，高举高打重回第一阵.....	8
2.1.2. 聚焦打造次高端古 20+，以高带低协同效应显现 .....	10
2.1.3. 省内深度分销直控终端，省外依托实力大商突破.....	11
2.2. 古井省内优势明显，省外规模省区已然成型.....	14
2.2.1. 安徽白酒消费总体活跃，古井优势地位明显.....	14
2.2.2. 省外积极进取，规模省区市场已然成型.....	16
<b>3. 2026 年节奏或类 2014 年，复苏位置决定收益 .....</b>	<b>18</b>
<b>4. 盈利预测及投资评级 .....</b>	<b>21</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1:	古井贡酒营收及同比增速一览.....	5
图 2:	古井贡酒分季度营收及同比增速一览.....	5
图 3:	梁金辉董事长是当之无愧的古井“掌舵人” .....	5
图 4:	古井贡酒销售人员数量持续增加.....	7
图 5:	古井贡酒销售人员人均薪酬水平高.....	7
图 6:	大众消费、商务消费为次高端以上价位主要消费场景.....	7
图 7:	古井以四台“春晚”齐贺岁方式提升品牌影响力.....	9
图 8:	古井广宣费用投放远超省内竞争对手.....	9
图 9:	古 20+在次高端价格带放量逻辑演绎 .....	11
图 10:	古井直分销系统化渠道模式，深度下沉占据市场.....	12
图 11:	古井三通工程概况.....	12
图 12:	古井三通工程目标拆解.....	12
图 13:	古井省内、省外费用率大致投放情况.....	13
图 14:	古井、汾酒、洋河省外费用率投放情况.....	13
图 15:	古井在徽酒龙头中规模优势进一步强化.....	14
图 16:	2025 年安徽白酒市场竞争格局一览.....	15
图 17:	安徽次高端及以上占比稳步提升.....	15
图 18:	安徽省内分价格带规模及增速.....	15
图 19:	古井依托省会合肥高地，持续向外辐射.....	17
图 20:	古 20+高举高打，核心规模省区已然成型 .....	17
图 21:	安徽省内白酒消费价格带升级一览.....	20
表 1:	古井营收自 25Q2 转向理性出清 .....	4
表 2:	古井贡酒董事长梁金辉简介一览.....	6
表 3:	古井贡酒高管团队简介一览.....	6
表 4:	近年来宴席、商务、政务、流通等白酒消费场景节奏一览.....	8
表 5:	古井贡酒为老八大名酒.....	9
表 6:	古井分产品发展情况梳理一览.....	10
表 7:	古井升级省外策略，高举高打表现亮眼.....	13
表 8:	古井分区域发展情况梳理一览.....	16
表 9:	2012-2024 年白酒板块股价涨跌幅一览 .....	18
表 10:	2012-2024 年白酒板块营收增速一览 .....	19
表 11:	12Q1-14Q4 年白酒板块营收增速一览.....	20
表 12:	古井贡酒业绩拆分及预测一览.....	21
表 13:	白酒板块可比公司估值一览.....	22

## 1. 顺势加速出清，冀望第一梯队率先复苏

### 1.1. 顺势出清彰显清醒，高管稳定穿越周期

2021 年以来需求走弱致白酒行业进入持续调整期，至 2024/25 已传导至主流白酒企业报表端，2025Q2-Q3 出现较大面积的营业收入和归母净利润大幅下滑，呈现周期左侧偏底部特征。古井贡酒管理团队在深度调整期保持稳定实属难得，也反映了地方政府支持公司平稳度周期的态度。

#### 1.1.1. 25Q2 顺势转向出清纾压

古井贡酒作为优质地产酒龙头，2025Q1 开门红开局，Q2 需求向下，公司则迅速转向降速进入理性出清阶段，25Q3 单季度营收同比加速下滑 51.65%、归母净利润同比下滑 74.56%，预计 25Q4 及 26H1 延续出清夯实底盘。

白酒板块横向对比来看，茅台、汾酒 2025 年以来依托强大品牌力仍延续韧性增长，古井 25Q1 开局亦佳，但二季度以来实际消费场景受损严重，浓香龙头开始放弃报表强力减压，公司亦于 25Q2 转向出清，25Q3 加速深调。

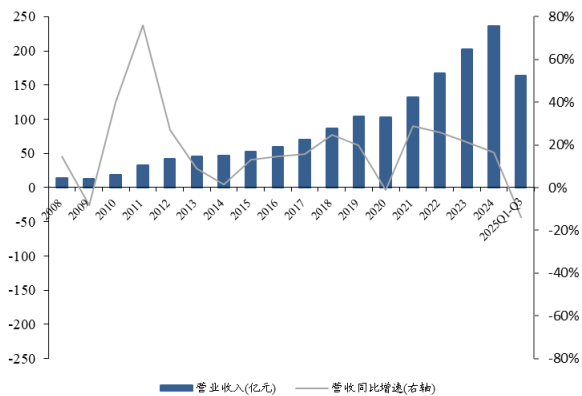
表1：古井营收自 25Q2 转向理性出清

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
高端	贵州茅台	20.00%	21.72%	14.04%	22.48%	19.94%	19.94%	17.75%	12.77%	10.67%	7.26%	0.35%
	五粮液	13.03%	5.07%	16.99%	14.00%	11.86%	10.08%	1.39%	2.53%	6.05%	0.10%	-52.66%
	泸州老窖	20.57%	30.46%	25.41%	9.10%	20.74%	10.51%	0.67%	-16.86%	1.78%	-7.97%	-9.80%
次高端	山西汾酒	20.44%	31.75%	13.55%	27.38%	20.94%	17.06%	11.35%	-10.24%	7.72%	0.45%	4.05%
	水井坊	-39.69%	2.22%	21.48%	51.32%	9.38%	16.62%	0.38%	4.68%	2.74%	-31.37%	-58.91%
	舍得酒业	7.28%	32.10%	7.86%	27.58%	4.18%	-22.73%	-30.72%	-51.13%	-25.14%	-3.44%	-15.88%
	酒鬼酒	-42.87%	-32.02%	-36.66%	21.72%	-48.80%	-13.27%	-67.24%	-66.20%	-30.34%	-56.57%	0.78%
地产酒	洋河股份	15.51%	16.06%	11.03%	-21.51%	8.03%	-3.02%	-44.82%	-52.17%	-31.92%	-43.67%	-29.01%
	今世缘	27.26%	30.64%	28.04%	26.80%	22.85%	21.54%	10.14%	-7.56%	9.17%	-29.69%	-26.78%
	古井贡酒	24.83%	26.78%	23.39%	8.92%	25.85%	16.79%	13.36%	4.85%	10.38%	-14.23%	-51.65%
	迎驾贡酒	21.60%	28.62%	21.89%	18.80%	21.33%	19.04%	4.05%	-4.48%	-11.93%	-23.81%	-21.55%
	口子窖	21.35%	34.03%	4.67%	10.42%	11.05%	5.90%	-22.04%	9.02%	2.42%	-48.48%	-46.23%
	老白干酒	10.43%	9.99%	12.87%	17.85%	12.67%	9.00%	0.26%	-10.03%	3.36%	-1.95%	-47.55%
其他	金徽酒	26.61%	21.05%	47.84%	17.35%	20.41%	7.73%	15.77%	31.11%	3.04%	-4.02%	-4.89%
	金种子酒	25.48%	30.52%	43.28%	6.80%	-3.02%	-26.25%	-54.41%	-69.90%	-29.41%	-24.16%	3.73%
	伊力特	18.53%	-5.57%	143.89%	85.72%	12.39%	3.64%	-23.32%	-6.61%	-4.32%	-44.86%	-29.44%
	天佑德酒	-6.23%	52.98%	43.81%	42.03%	32.77%	-11.82%	-18.76%	-0.49%	-17.96%	3.92%	-9.28%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

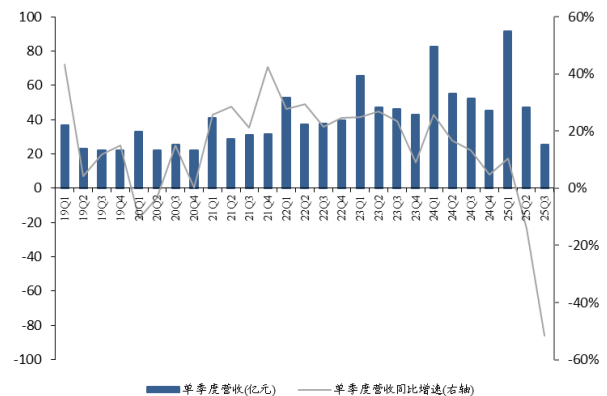


图1：古井贡酒营收及同比增速一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：古井贡酒分季度营收及同比增速一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.1.2. 古井高管团队保持稳定

梁金辉董事长 2007 年临危受命，带领企业突围至 200 亿营收白酒俱乐部，是当之无愧的古井“掌舵人”，本轮深度调整期，公司以梁总为核心管理团队有望带领企业穿越周期。梁总于 1997 年 8 月入职古井，此后长期奋战在营销一线，重视产品销售、营销经验丰富；2007 年临危受命主持销售工作，此后主导年份原浆系列产品上市，为古井复兴打下坚实基础；2011 年成为古井股份公司总经理，推行“三通工程”，销售持续高增；2014 年接过古井集团帅印，在调整期逆势重提百亿，提振整个行业信心；2015 年提出开创古井 5.0 时代，全面转型迈向“质的飞跃”，成功实现弯道超车；2018 年古井集团营收突破百亿大关，2019 年古井股份公司营收突破 100 亿元大关，成功跨入白酒百亿阵营；2020-2022 年积极应对疫情冲击，带领古井坚定信心、拉高标杆、真抓实干，2023 年股份公司营收突破 200 亿元大关，跨入白酒第一梯队。

图3：梁金辉董事长是当之无愧的古井“掌舵人”



数据来源：酒说，东吴证券研究所

表2：古井贡酒董事长梁金辉简介一览

时间	主要职务
1997年-2000年	担任安徽古井集团有限责任公司宣传广告科科长
2000年-2004年	担任安徽古井贡酒股份有限公司市场发展部经理
2004年-2007年	担任安徽古井贡酒股份有限公司市场部市场总监
2007年-2011年	担任亳州古井销售有限公司总经理
2011年-2014年	担任安徽古井贡酒股份公司总经理、亳州古井销售有限公司董事长
2014年至今	担任安徽古井集团有限责任公司董事长、党委书记、安徽古井贡酒股份公司董事长

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

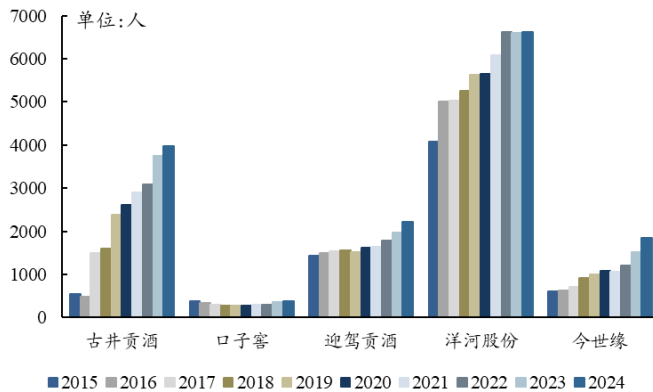
高管团队多成长于一线，于残酷市场竞争中铸就狼性企业文化，骨干激励亦保持行业前列（2024 年高管平均年薪酬超过 200 万元，销售负责人薪酬超过 400 万元，且在古井集团改制下多数骨干获得集团股权）。古井管理层多为基层出身，在生产/销售方面经验丰富、见解深刻，销售队伍也是管理层一手培养的子弟兵，能力强且忠诚度高。当前公司高管及员工均无持股，但对销售团队的考核相对市场化，现金激励充分，其中高管团队薪酬行业领先，普通销售员工待遇亦处于行业前列，进而“销售上进攻再进攻”、踏实务实、深入市场一线的风格亦融入古井企业文化中，造就狼性企业文化。

表3：古井贡酒高管团队简介一览

姓名	职务	任职日期	个人履历
梁金辉	公司董事长，集团党委书记、董事长	2014/4至今	工商管理硕士，第十三届、第十四届全国人大代表，中国酿酒大师，高级政工师。现任公司党委书记，董事长，古井集团党委书记，董事长。历任亳州古井销售有限公司市场总监，总经理，公司副总经理，总经理等。
周庆伍	公司总经理，集团党委副书记	2014/4至今	研究生学历，正高级工程师，中国首席白酒品酒师。现任公司党委副书记，董事，总经理。历任公司副总经理，常务副总经理等。
闫立军	公司常务副总经理	2016/8至今	研究生学历，高级品酒师。现任公司党委副书记，董事，常务副总经理，亳州古井销售有限公司董事长，总经理。历任销售公司业务员，大区经理，市场调研主管，策划部副经理，合肥战略运营中心总监，副总经理等。
许鹏	副总经理	2016/8至今	本科学历。现任公司党委委员，董事，副总经理，黄鹤楼酒业党委书记，董事长。历任公司财务部财务二科副主任，主任，安徽老八大有限责任公司财务部经理，公司财务部副经理，经理，亳州古井销售有限公司市场监察部总监，副总经理等。
张立宏	副总经理	2016/8至今	本科学历，经济师。现任古井股份党委副书记、副总经理，古井集团党委专职副书记、监事。历任亳州古井销售有限公司工作员、经营部秘书、市场发展部秘书、副总经理、综合办公室主任、综合服务中心总监，古井股份人力资源中心总监、行政服务中心总监、总经理助理等。
高家坤	副总经理	2020/8至今	本科学历。现任公司副总经理。历任公司生产管理部经理，生产管理中心副总监，亳州派瑞特包装制品有限责任公司董事长，总经理，公司成品灌装中心总监，酿造管理中心总监。
李安军	副总经理	2020/8至今	研究生学历。现任公司副总经理。历任安徽古井贡酒股份有限公司技术质量中心副总监，总监，总工程师。
朱向红	副总经理	2020/8至今	本科学历，高级评酒师。现任公司副总经理，武汉天龙黄鹤楼酒业有限公司总经理。历任亳州古井销售有限公司产品部经理，合肥办事处经理，皖北大区总经理，安徽运营中心总经理，销售公司常务副总经理等。
康磊	副总经理	2022/9至今	本科学历。现任公司副总经理，企业管理中心总监。历任亳州古井销售公司财务管理中心副总监；公司行政服务中心总监，公司总经理助理。
朱家峰	副总经理，董事会秘书，总会计师	2021/10至今	高级会计师。现任公司副总经理，总会计师，董事会秘书，财务管理中心总监。历任安徽古井贡酒股份有限公司财务管理中心副总监，总监，公司副总会计师，总经理助理。

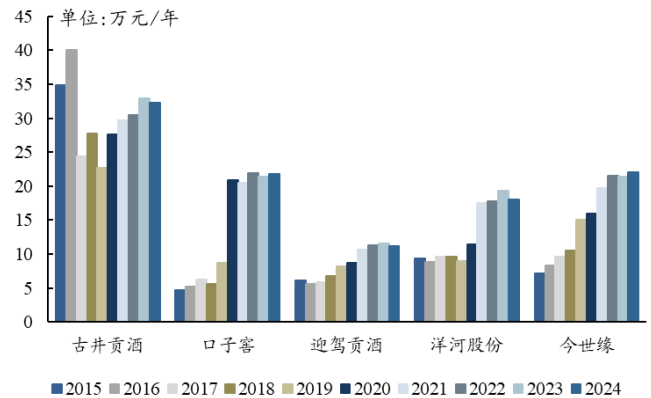
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：古井贡酒销售人员数量持续增加



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：古井贡酒销售人员人均薪酬水平高

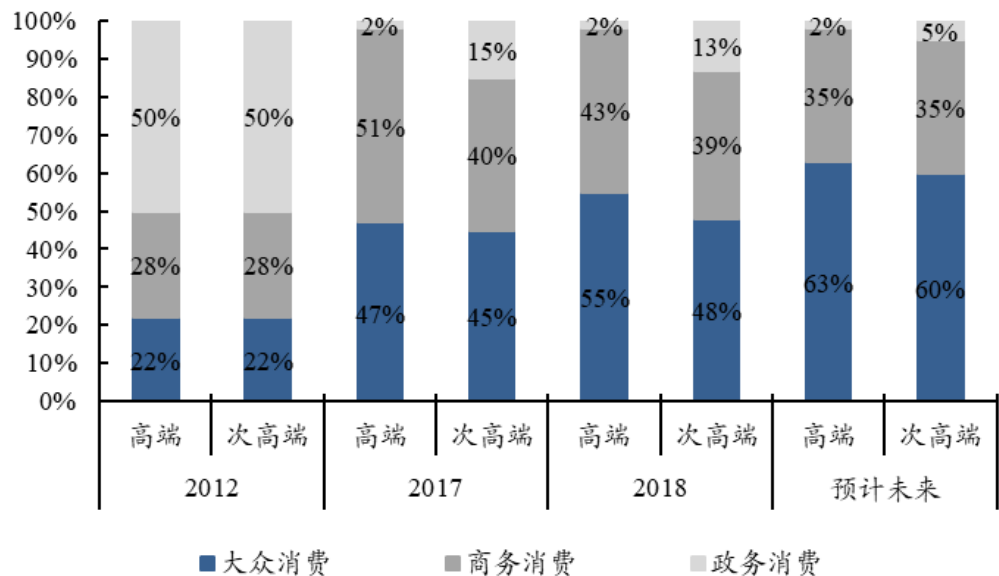


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 场景受限商务消费疲弱，大众价位动销韧性更好

回顾 2025 年，白酒商务消费场景表现疲弱，而大众消费场景凸显韧性；展望 2026 年，白酒消费场景具有一定修复空间，大众消费基本盘稳固，区域龙头古井在大众价位兼具品牌+渠道优势，筑底向上可期。

图6：大众消费、商务消费为次高端以上价位主要消费场景



数据来源：UBSEvidenceLab，东吴证券研究所

表4：近年来宴席、商务、政务、流通等白酒消费场景节奏一览

消费场景	2023年节奏	2024年节奏	2025年节奏
宴席	<u>整体大爆发、表现最好，也是名酒竞争最激烈的地方</u> 在婚宴市场，茅台、五粮液、洋河、剑南春等纷纷加码促销力度，包括推出新品、扫码抽奖、礼赠非标产品等。	纵向来看，大众宴席春节期间保持韧性，端午期间或有缺口，中秋期间有所下滑，整体全年预计持平上下。	宴席场次总体缩量明显，虽婚宴场次相比去年有所复苏，但生日宴、升学宴、企业宴等宴席相对较少，酒水消费降档、降量明显。
商务	<u>较为克制，其他产业相比地产、基建不够宽松</u> 近年来地产行业的政策导向都指向刚性和改善性住房需求，加之融资渠道的收缩，目前正处于近几年的低谷期。	经济增长动能放缓，商务消费整体持续走弱，随着0924、0926两次重大会议积极扭转悲观预期，货币、财政政策有望加力推出，商务消费有望逐步企稳。	商务消费场景表现疲软，同比仍有缺口、但环比修复，预计未来商务呈现弱修复节奏。
政务	<u>新常态，政务人士即便出席相关活动对饮酒亦相当谨慎</u> 近年来政务用酒从数量限制到产品单价限制，再到购买规范限制，政务团购渠道持续收缩。	政务消费占比已显著收缩，对总量影响不大，消费场景延续新常态。	政务消费已压缩至极低值，整体将处于低位水平。
流通	<u>小步走，流通终端如烟酒店、餐饮店等有序恢复</u> 考虑到白酒的库存周期，业绩传导到终端具有滞后性，流通终端实际动销可能好于厂家出货。	因市场库存加大，导致厂家、经销商、终端商之间的销售秩序被打乱，终端商向经销商打款非常谨慎，渠道调货现象普遍。	经历1-2年主动去库，预计到2026年下半年供需有望迎来新均衡，经销商、终端烟酒店信心有望逐步恢复。

数据来源：东吴证券研究所

2. 展望中长期：攻守兼备，品牌和市场皆有空间

2.1. 古井在品牌、产品、渠道具备综合竞争优势

古井作为老八大名酒和中部大省安徽白酒龙头，在泛区域性名酒中综合竞争力相对领先，攻（周边和机会市场的渗透）守（省内强控制力）兼备。1）古井品牌地位优于普通地产酒，公司战略有高度，执行有力度。公司管理层锐意进取，坚定执行“全国化、次高端”战略，在品牌上敢于大力度超前投入，在产品上引领省内消费升级，在市场端坚定全国化战略并敢于突破。2）古井省内优势明显，省外规模市场已成型。安徽省内竞争格局清晰，古井依托完善价格带布局+古 20 前瞻精准卡位引领升级、渠道深耕护城河深，市占率领先优势非常明显。省外开拓稳扎稳打，湖北/江苏/浙江/山东/河北/河南规模省区等已然成型。

2.1.1. 依托老八大名酒品牌基因，高举高打重回第一阵

古井贡酒是安徽省内唯一老八大名酒，以“色清如水晶、香纯似幽兰、入口甘美醇和、回味经久不息”的独特风格曾四次蝉联全国白酒评比金奖，先后获得中国驰名商标、中国地理标志产品、国家重点文物保护单位、国家非物质文化遗产保护项目等荣誉，被誉为“酒中牡丹”、“中华第一贡”。

古井贡酒以老八大名酒品牌影响力为依托，2007 年开始提出“回归主业、回归高端、



振兴白酒”，战略紧抓升级，聚焦大单品，走出低谷实现第一阶段高增长，2007-2012 年收入 CAGR 高达 28%。随着公司经营基础夯实，公司在品牌投入上更加坚持高举高打，2016-2025 年连续十年特约播出央视春晚，同时还连续多年冠名安徽卫视春晚、江苏卫视春晚、央视戏曲春晚，以四台“春晚”齐贺岁的方式不断提高品牌曝光和传播。

2016 年以来白酒行业复苏回暖，消费档次提升驱动行业发展，古井充分把握大众消费升级黄金机遇，成功将年份原浆打入安徽省内和全国消费者心智，并将公司带入 200 亿俱乐部，古井 2024 年收入达到 235.78 亿元，2016-2024 年收入 CAGR 达到 19%。

表5：古井贡酒为老八大名酒

届数	时间	主办方	品牌数量	名酒品牌
第一届	1952年	中国专卖实业公司	四种名酒	贵州茅台、山西汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	1963年	国家轻工部	八种名酒	贵州茅台、五粮液、 <b>古井贡酒</b> 、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、山西汾酒、董酒
第三届	1979年	国家轻工部	八种名酒	贵州茅台、山西汾酒、五粮液、剑南春、 <b>古井贡酒</b> 、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984年	中国食品工业协会	十三种名酒	贵州茅台、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、 <b>古井贡酒</b> 、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、 <b>特制黄鹤楼酒</b> 、郎酒
第五届	1989年	中国食品工业协会	十七种名酒	贵州茅台、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、 <b>古井贡酒</b> 、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、 <b>特制黄鹤楼酒</b> 、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

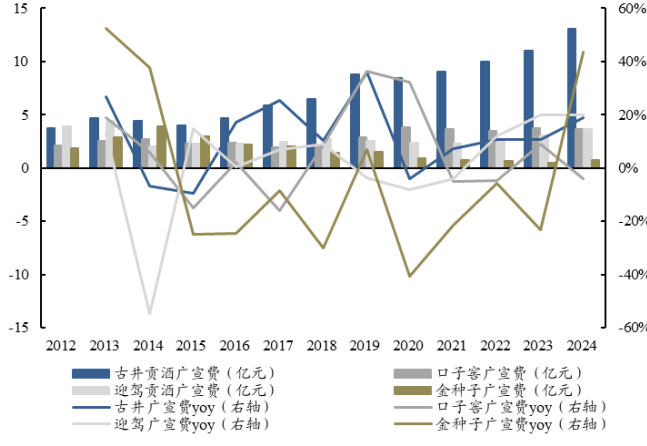
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：古井以四台“春晚”齐贺岁方式提升品牌影响力



数据来源：古井贡酒官方公众号，东吴证券研究所

图8：古井广宣费用投放远超省内竞争对手



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.1.2. 聚焦打造次高端古 20+, 以高带低协同效应显现

古井重点聚焦于次高端古 20+, 即以古 20 为核心, 并辅以 2-3 个 100-300 元价格带单品作为主推产品线。一方面坚定执行次高端战略, 受制商务消费疲软, 古 20 当前以价为先, 古 16、古 8/古 7 承担更多业绩任务; 另一方面, 古 30 延续年份原浆迭代升级, 前瞻占位千元价格带, 未来随着商务消费逐步修复, 有望进一步强化品牌效应。

- 古 20 聚焦政商务、礼品场景, 具备大单品基因, 当前以价为先。2018 年古井推出年份原浆古 20, 作为次高端核心载体, 从品牌打造、品质引领等方面进行全方位提升。推广之初古 20 实行团购先行, 在严格配额制、控量保价模式下渠道推力远超竞品, 增长路径以点状布局持续累加, 逐步成为安徽 500-600 元价位段领军品牌。当前受制商务消费疲软, 以价为先, 预计 2025、2026 年延续双位数下滑节奏。
- 古 16 聚焦省内高端宴席消费场景, 随品牌力提升外延至商务消费。随着古 20 高举高打实现品牌突破, 古 16 跟随放量亦实现场景拓宽。2025 年古 16 在年份原浆品类中表现最好, 预计 2026 年将延续韧性表现。
- 古 8 聚焦大众价位升级, 未来几年仍是省内需求韧性最强价格带。2018 年以来合肥市场主流价格带升级至 200 元, 古 8 提前占位顺势放量, 省会合肥市场为安徽消费升级的风向标, 省内其他地级市仍处于 80-120 元向 200 元升级的阶段, 2025 年古 8 小幅下滑, 预计 2026 年仍将保持相对韧性。

表6: 古井分产品发展情况梳理一览

年份原浆核心单品	价位	2025年销售口径规模及增速	2025年白酒行业规模及增速	竞争格局	发展空间评级
古26/古30	千元价格带	约2-3亿元/ 双位数下滑	1700亿元/持平	CR3高达95%	弱
古20	500-600元	约30亿元/ 双位数下滑	250亿元/高双位数下滑	CR5大致70%	较强
古16	300-400元	接近40亿元/ 持平	550亿元/持平	CR5大致55%	强
古8	200+元	50-55亿元/ 低个位数下滑	2000亿元/个位数下滑	分散	强
古7	200+元	约15亿元/ 低个位数下滑		分散	强
古5	120元	50-55亿元/ 低个位数下滑		分散	中
献礼/幸福版	80元	25-30亿元/ 高个位数下滑	1500亿元/低双位数下滑	分散	弱

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：古 20+在次高端价格带放量逻辑演绎



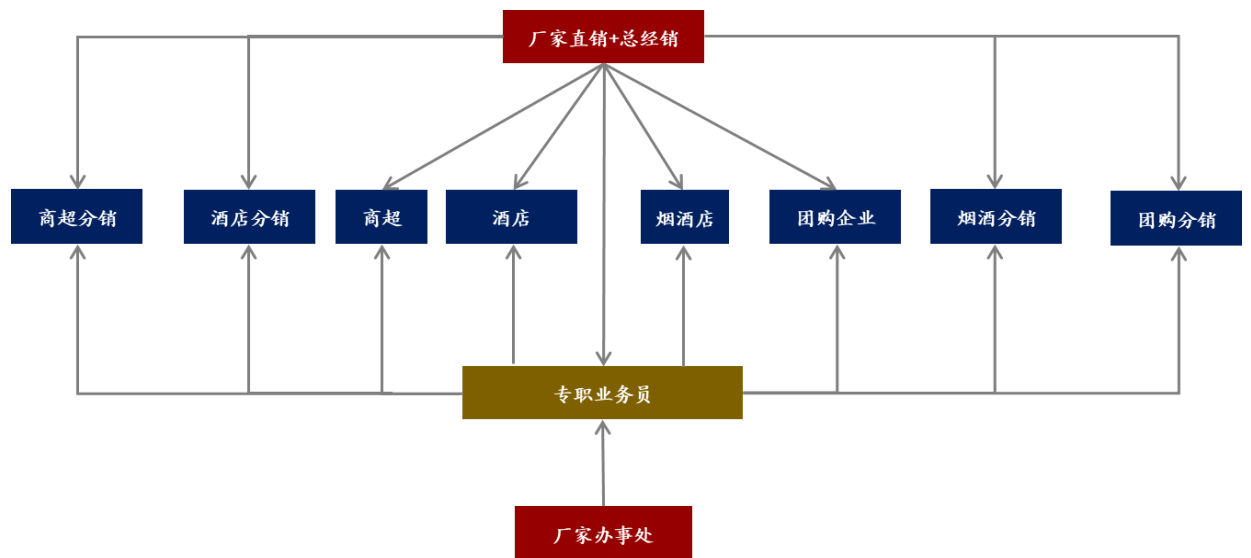
数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

### 2.1.3. 省内深度分销直控终端，省外依托实力大商突破

省内依托深度分销，将厂家-经销商-终端深度绑定，构筑渠道铜墙铁壁。古井渠道运营的优异之处在于打法精细，采取三通工程辅以深度分销促进产品渠道下沉，同时在费用投放上粗中有细，激励方式灵活多样，构筑了强有力的渠道壁垒。

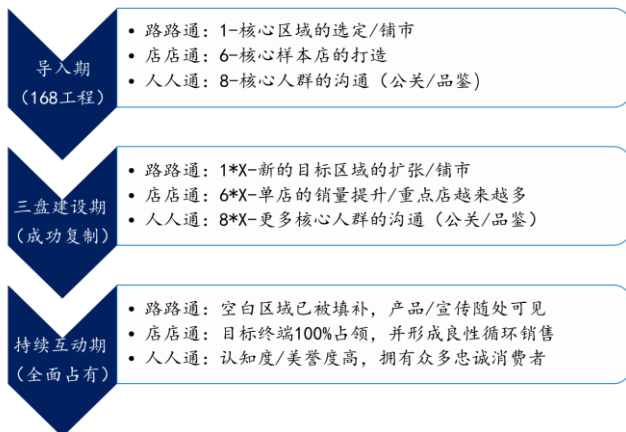
- 厂商“1+1”深度分销模式。古井 09 年开始采取厂商统一管理、渠道扁平化下的直销渠道体系，将销售大区细化，在重点区域由厂商派出营销团队开发市场，直控终端主导销售工作，同时率先启动“酒店+流通渠道（烟酒店）+团购”的多元渠道网络建设，与传统盘中盘模式下的酒店买断式进行差异化竞争。
- “三通工程”高度精细化管理实现小区域高占有。古井营销体系的核心为“三通工程”（路路通、店店通、人人通），即在选定区域内集中资源，建立规划、执行、督导三位一体的执行体系，通过精细化的网点建设和消费者意识的培养，构建渠道和消费者良性互动，达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化。

图10: 古井直分销系统化渠道模式, 深度下沉占据市场



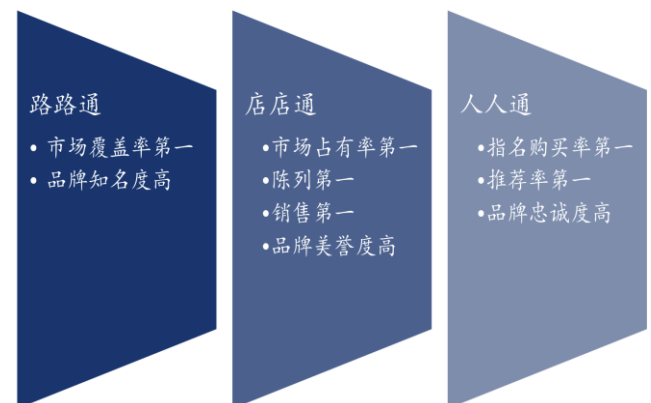
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 古井三通工程概况



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 古井三通工程目标拆解



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

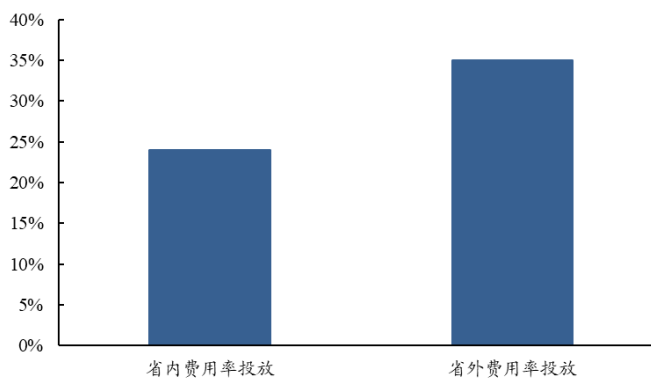
省外依托实力大商, 通过高利润驱动打开拓展空间。古井省外拓展亦经历了试错阶段, 以河南市场为例, 古井复制省内深度分销模式, 依托“三通工程”渠道下沉, 主打幸福版、古 5 等中低端产品, 短期销售过 10 亿元后陷入增长瓶颈; 而江苏南京市场以古 20+ 产品为主打, 依托当地实力大商, 强力控盘保障利润, 引领江苏市场高增打开拓展空间。综合来看, 相比于省内市场优势地位, 古井省外市场在竞争格局、经销商资源、消费者基础等方面均存在显著差异, 灵活依托大商将保障渠道运作效用最大化。本质来看省内深度分销/省外依托大商均建立在营销铁军基础之上, 激励到位价盘稳固, 稳定向好的盈利能力保障发展持续性。

表7: 古井升级省外策略, 高举高打表现亮眼

初始省外策略		升级省外策略
核心市场	河南市场	华东市场等, 湖北市场收购黄鹤楼进行管理输出
省外渠道模式	复制省内的深度分销模式	灵活选择包括厂家深度分销模式、经销商主导、“1+1”深度协销中的一种或多种渠道运作模式
招商及运作模式	以“三通过程”为纲领, 通过低端产品切入, 经销商主要负责配合	次高端引领, 各地区招实力大商, 强力控价盘保障利润
主要运作产品	以低端产品打入市场, 集中做50元以下产品, 给消费者造成一种中低档产品的认知, 导致之后推更高端的产品时消费者认可度不高	以古20为核心产品向省外推广, 重建品牌形象
驱动力	三通模式	经销商高利润驱动
所遇问题	错过消费升级、品牌认知低档	与名酒正面竞争、高端产品放量不及预期、省外拓展进度慢于预期

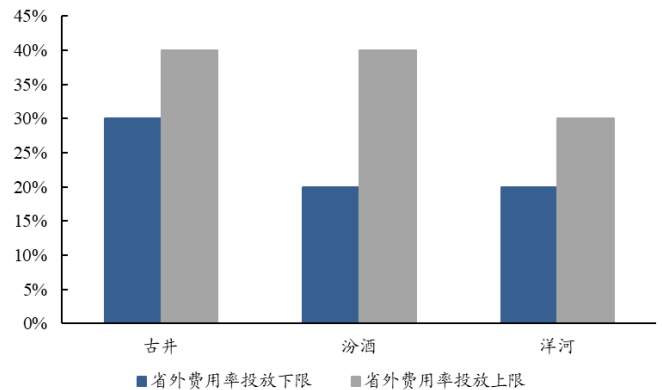
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 古井省内、省外费用率大致投放情况



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 古井、汾酒、洋河省外费用率投放情况



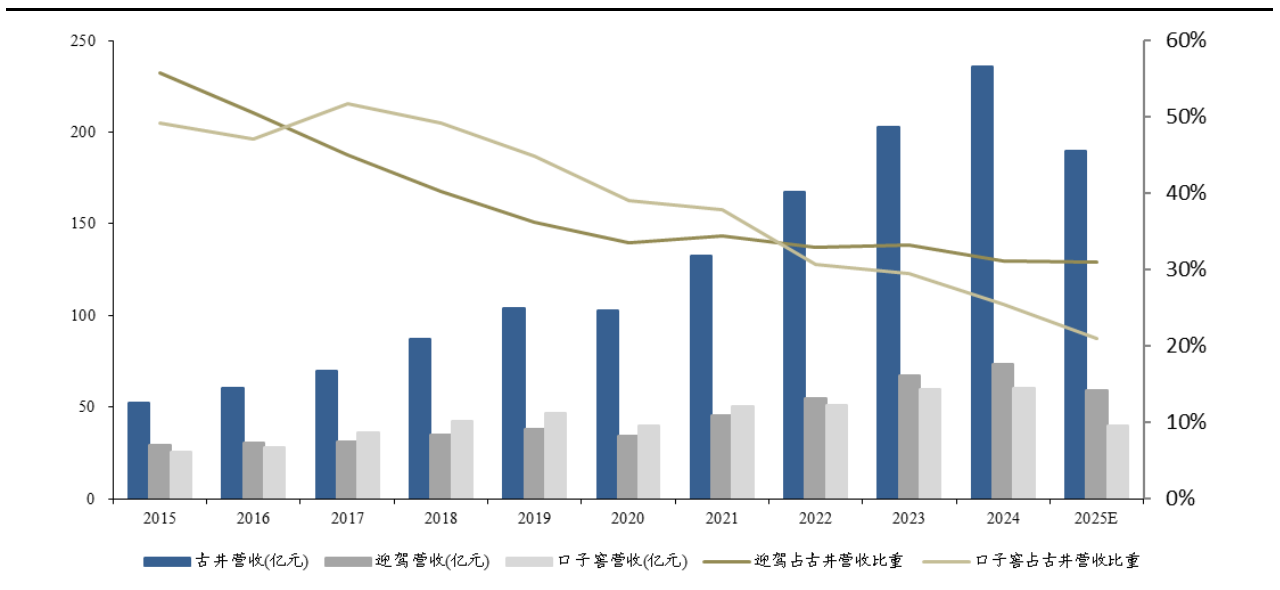
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所



## 2.2. 古井省内优势明显，省外规模省区已然成型

从整体营收规模来看，徽酒龙头古井省内处于优势地位、省外 10-20 亿规模省区已然成型，相比口子窖、迎驾的竞争优势持续扩大。具体来看，预计口子窖占古井营收的比重从 2015 年的 49% 持续下滑至 2025 年的 21% 左右，而迎驾占古井营收的比重从 2015 年的 56% 快速下滑至 2020 年的 34%、2021-2025 年基本保持相对稳定。从安徽省内大本营来看，古井依托古 20+ 成为徽酒消费升级的引领者，而迎驾、口子窖以战略跟随为主。从省外拓展来看，预计 2025 年古井省内占比在 60% 左右，而迎驾、口子窖省内占比分别为 75% 以上、80% 以上，行业调整阶段古井规模省区更为稳固。

图15：古井在徽酒龙头中规模优势进一步强化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

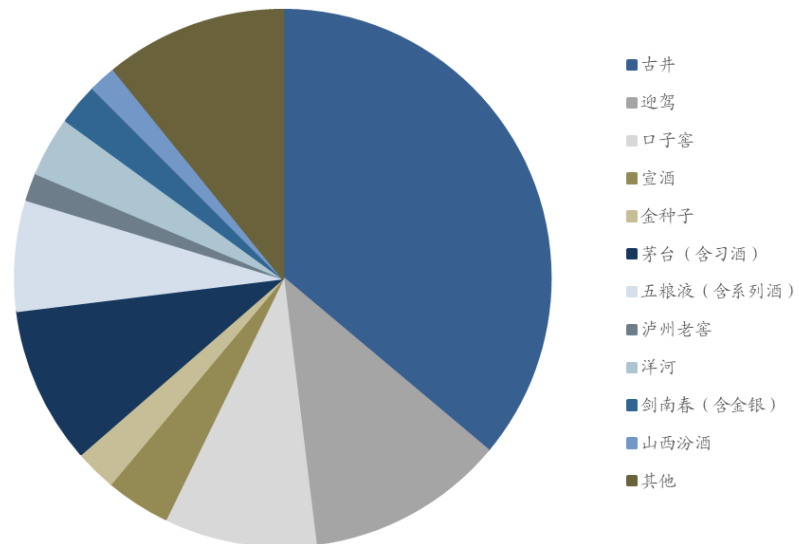
### 2.2.1. 安徽白酒消费总体活跃，古井优势地位明显

2016-2024 年安徽白酒市场规模持续扩容，2025 年随着白酒行业步入深度调整期、预计安徽白酒市场规模亦阶段性承压，但安徽省内竞争格局依旧清晰，古井依托古 20+ 精准卡位引领升级、渠道深耕稳扎稳打，当前古井、迎驾、口子窖省内市占率分别为 36%、12%、9%，古井优势地位非常明显，预计未来献礼/古 5 保持相对平稳，古 8/古 16 维持稳健增长，古 20/古 30 以品牌为先。

- 徽酒 CR3 合计市占率达到 57%，本土酒企占据主导竞争激烈。安徽白酒市场出厂口径规模约 350-400 亿，本土品牌古井、迎驾、口子窖市占率分别为 36%、12%、9%，古井优势地位明显。此外全国性名酒茅台、五粮液、洋河、剑南春、汾酒市占率分别为 9%、7%、4%、3%、2%。
- 徽酒主流价位目前已上移至 120-300 元，行业深度调整期 300 元传统次高端韧

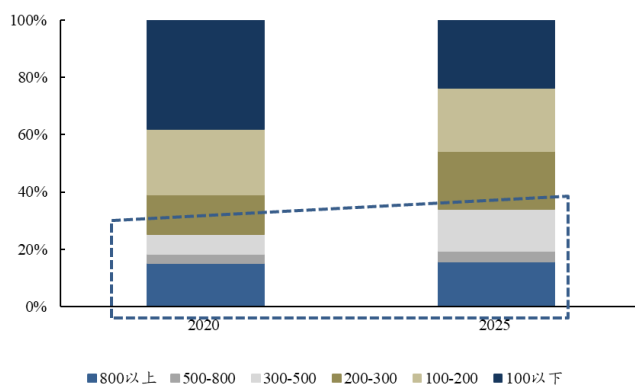
性增长、但 500-600 元高线次高端明显承压。安徽主流价格带仍处于 120-300 元，次高端占比虽低但加速扩容，整体高端占比约 16% 相对稳定，次高端（300-800）占比从 2020 年的 10% 提升至 2025 年的 18%，同期中高端（100-300）占比从 37% 提升至 43%，低端（100 以内）从 38% 下降至 24%。

图16：2025 年安徽白酒市场竞争格局一览



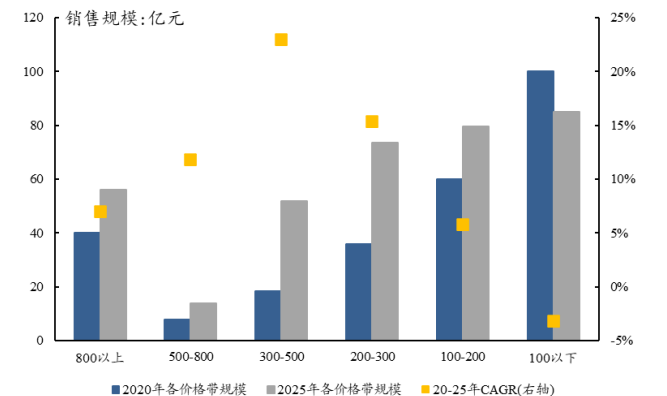
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：安徽次高端及以上占比稳步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：安徽省内分价格带规模及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2. 省外积极进取，规模省区市场已然成型

省外开拓积极进取，华东市场库存相对较低、核心烟酒店覆盖较好，北方市场未来仍需进一步做优渠道、做强品牌，湖北市场相对稳健。

- 华东市场(以江苏、浙江、上海为例): 以年份原浆为主打，依托“大商模式”，持续提升品牌影响力。江苏市场经历 2023 年以来调整后，2025 年销售规模稳定在 15 亿元左右，苏州、南京规模领先，当前库存相对较低、核心烟酒店数量较广，市场节奏相对良性;浙江与本地大商商源合作，同时持续下沉至区县，2025 年销售规模稳定在 7-8 亿元;上海与百川合作的同时亦加大渠道下沉。
- 北方市场(以河北、山东、河南为例): 除年份原浆系列外，贡酒系列仍有一定占比，市场经营弱于华东市场。河北、山东、河南均为 8-9 亿元规模省区，古 20+占比仍然偏低，当前库存相对较高、核心烟酒店覆盖仍偏弱，未来需持续稳扎稳打，进一步做优渠道、做强品牌。
- 湖北市场: 2016 年古井正式收购当地名酒黄鹤楼 51%股权，并对黄鹤楼酒业的营销管理进行一系列整合调整，以期快速提高湖北市场占有率。当前黄鹤楼、年份原浆双品牌运作逐步形成协同效应。

表8: 古井分区域发展情况梳理一览

重点区域		2025年古井核心省区		省级市场		发展空间判断
		销售口径规模	同比增速	白酒市场规模	同比增速	
本省基地市场	安徽	约150-160亿元	低个位数下滑	约350-400亿		市占率持续提升
	江苏	约15亿元	低双位数下滑	约450-500亿		20亿+省区市场
省外核心市场	湖北	约20亿元	低双位数下滑	约300亿		20亿+省区市场
	河北	接近10亿元	双位数下滑	约300亿	预计均呈现 双位数下滑	10-20亿省区市场
	山东	8-10亿元	双位数下滑	约450-500亿		10-20亿省区市场
	河南	8亿元左右	双位数下滑	约450-500亿		10-20亿省区市场
	浙江	8亿元左右	高个位数下滑	约300亿		10-20亿省区市场

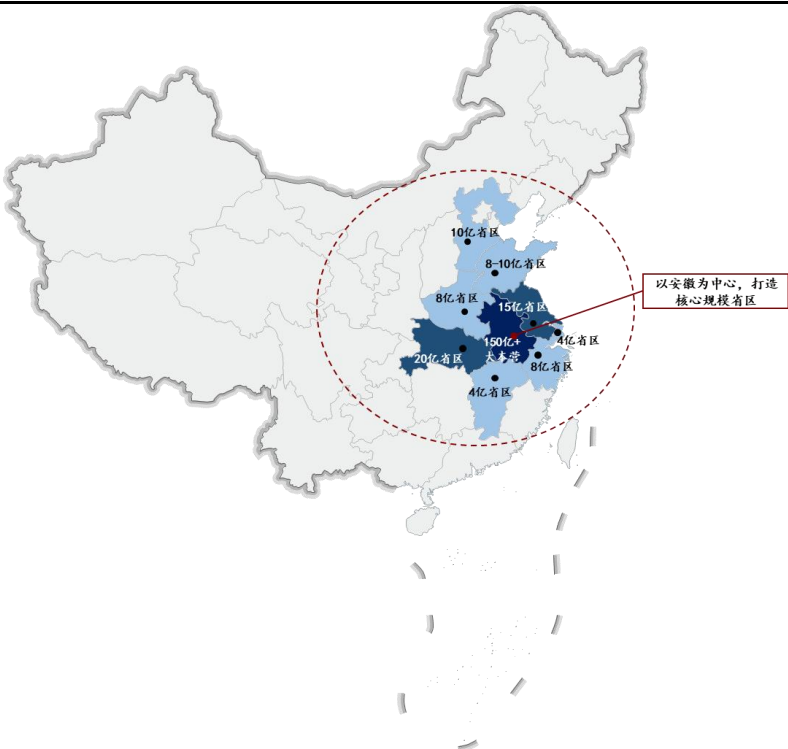
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19：古井依托省会合肥高地，持续向外辐射



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：古 20+高举高打，核心规模省区已然成型



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 2026 年节奏或类 2014 年，复苏位置决定收益

复盘上一轮白酒产业周期来看，2013/14 年白酒行业加速下行，与 2025/26 年白酒产业节奏具备一定相似度。2014 年洋河、古井股价涨幅领先，核心在于洋河、古井于 2009-2012 年已分别构建出全国化大单品的强劲成长势能，大众价位古井的献礼版、古 5，洋河的海之蓝、天之蓝渠道利润厚推力强，外加强大的渠道深度分销能力，动销韧性突出，2014 年古井营收增长 1.5%、茅台增长 3.7%、洋河仅小幅下滑 2.3%，进而跑出明显的  $\alpha$  收益。

表9：2012-2024 年白酒板块股价涨跌幅一览

股价涨幅	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>高端</b>													
贵州茅台	8.1%	-38.6%	62.5%	26.6%	53.1%	108.7%	-15.4%	100.5%	68.9%	2.6%	-15.8%	-0.1%	-11.7%
五粮液	-13.9%	-44.5%	37.3%	26.9%	26.4%	131.7%	-34.9%	161.4%	119.4%	-23.7%	-18.8%	-22.3%	-0.2%
泸州老窖	-4.8%	-42.9%	1.3%	32.9%	21.7%	108.9%	-38.4%	113.2%	160.9%	12.3%	-11.2%	-20.0%	-30.2%
<b>次高端</b>													
山西汾酒	32.0%	-53.7%	18.6%	-15.8%	29.8%	127.8%	-38.5%	157.6%	318.4%	17.8%	-9.8%	-19.0%	-20.2%
酒鬼酒	39.5%	-57.0%	3.8%	22.1%	14.6%	33.6%	-41.7%	124.3%	336.5%	35.8%	-35.1%	-47.0%	-24.0%
水井坊	-8.0%	-47.4%	-4.1%	30.4%	50.0%	144.9%	-32.3%	63.4%	60.4%	44.5%	-29.6%	-30.4%	-9.1%
舍得酒业	73.2%	-47.8%	23.9%	22.9%	-1.3%	106.5%	-51.1%	31.4%	184.0%	162.8%	-29.7%	-39.3%	-31.8%
<b>区域龙头</b>													
洋河股份	-13.1%	-56.3%	93.0%	21.4%	3.0%	62.9%	-17.6%	16.7%	113.6%	-30.2%	-2.6%	-31.6%	-24.0%
今世缘				20.3%	-2.2%	18.2%	-6.6%	125.8%	75.4%	-5.2%	-6.4%	-4.2%	-7.2%
古井贡酒	-18.4%	-34.5%	60.3%	2.1%	23.3%	43.3%	-16.3%	141.0%	92.9%	-4.0%	10.7%	-11.8%	-22.9%
口子窖					-25.2%	43.3%	-23.8%	56.6%	25.5%	2.9%	-18.6%	-21.4%	-13.4%
迎驾贡酒					-27.7%	-18.4%	-19.8%	41.2%	75.2%	99.0%	-9.6%	5.6%	-18.6%
<b>三四线</b>													
老白干酒	77.6%	-29.8%	90.0%	52.6%	-3.0%	32.6%	-39.3%	22.5%	180.1%	-11.2%	0.4%	-18.1%	-6.9%
金徽酒						-24.5%	-35.3%	62.5%	197.2%	-4.6%	-30.7%	-8.0%	-20.4%
顺鑫农业	-4.6%	15.1%	58.2%	14.0%	3.3%	-12.7%	66.0%	114.8%	37.7%	-47.4%	-21.9%	-28.6%	-8.5%
金种子酒	28.9%	-47.2%	15.1%	-14.0%	-8.6%	-16.2%	-40.6%	61.3%	211.6%	-12.9%	58.0%	-30.7%	-28.2%
伊力特	66.1%	-28.0%	12.6%	19.3%	-1.1%	61.6%	-44.4%	23.0%	87.0%	-3.2%	-9.5%	-11.4%	-20.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所



表10: 2012-2024 年白酒板块营收增速一览

收入增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>高端</b>													
贵州茅台	43.8%	17.4%	3.7%	3.8%	20.1%	52.1%	26.4%	15.1%	10.3%	11.7%	16.5%	18.0%	15.7%
五粮液	33.7%	-9.1%	-15.0%	3.1%	13.3%	23.0%	32.6%	25.2%	14.4%	15.5%	11.7%	12.6%	7.1%
泸州老窖	37.1%	-9.7%	-48.7%	28.9%	20.3%	25.2%	25.6%	21.2%	5.3%	24.0%	21.7%	20.3%	3.2%
<b>次高端</b>													
山西汾酒	44.4%	-6.0%	-35.7%	5.4%	6.7%	37.1%	55.4%	26.6%	17.8%	42.8%	31.3%	21.8%	12.8%
酒鬼酒	71.8%	-58.6%	-43.3%	54.8%	8.9%	34.1%	35.1%	27.4%	20.8%	87.0%	18.6%	-30.1%	-49.7%
水井坊	10.4%	-70.3%	-24.9%	134.3%	37.6%	74.1%	37.6%	25.5%	-15.1%	54.1%	0.9%	6.0%	5.3%
舍得酒业	54.4%	-27.6%	1.9%	-20.0%	26.4%	12.1%	35.0%	19.8%	2.0%	83.8%	21.9%	16.9%	-24.3%
<b>区域龙头</b>													
洋河股份	35.6%	-13.0%	-2.3%	9.4%	7.0%	15.9%	21.3%	-4.3%	-8.8%	20.1%	18.8%	10.0%	-12.8%
今世缘	15.7%	-3.0%	-4.6%	1.0%	5.3%	15.8%	26.5%	30.3%	5.1%	25.1%	23.1%	28.0%	14.3%
古井贡酒	26.9%	9.1%	1.5%	13.0%	14.5%	15.8%	24.7%	19.9%	-1.2%	28.9%	25.9%	21.2%	16.4%
口子窖	19.8%	-2.4%	-7.7%	14.4%	9.5%	27.3%	18.5%	9.4%	-14.1%	25.4%	2.1%	16.1%	0.9%
迎驾贡酒	16.1%	1.2%	-12.8%	-1.1%	3.8%	3.3%	11.2%	8.3%	-8.6%	32.6%	20.3%	22.1%	9.3%
<b>三四线</b>													
老白干酒	17.9%	8.2%	17.0%	10.7%	4.4%	4.0%	41.3%	12.5%	-10.7%	11.9%	15.5%	13.0%	1.9%
金徽酒	42.2%	12.0%	-7.3%	16.7%	8.0%	4.3%	9.7%	11.8%	5.9%	3.3%	12.5%	26.6%	18.6%
顺鑫农业	10.0%	8.8%	4.5%	1.7%	16.2%	4.8%	2.9%	23.4%	4.1%	-4.1%	-21.5%	-9.3%	-13.8%
金种子酒	30.0%	-9.3%	-0.3%	-16.7%	-16.9%	-10.1%	1.9%	-30.5%	13.5%	16.7%	-2.1%	23.9%	-37.0%
伊力特	42.7%	-0.5%	-7.1%	0.6%	3.4%	13.3%	10.7%	8.4%	-21.7%	7.5%	-16.2%	37.5%	-1.3%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分季度来看, 古井、洋河营收在 2014 年均有“下探浅、向上早”经营节奏, 古井 14Q1/14Q2/14Q3/14Q4 营收增速分别为 -4.9%/+21.6%/+8.8%/-8.6%, 洋河 14Q1/14Q2/14Q3/14Q4 营收增速分别为 -10.3%/-3.4%/+0.3%/+20.1%。

- 在上一轮 2014 年的周期底部, 古井的献礼版、古 5, 洋河的海之蓝、天之蓝韧性凸显, 大众价位多品牌竞争力强、外加强大的渠道深度分销能力, 古井、洋河在 2014 年即实现快速触底率先向好。
- 复盘安徽省内白酒消费价格带升级节奏来看, 2000 年省内主流价格带升级至 40-80 元, 其中定位 68 元的口子 5 年依托“盘中盘”渠道模式快速抢占酒店及餐饮渠道, 以核心终端为突破口绑定高端意见领袖、带动大众客户群体消费, 迅速在合肥等省内重点城市成功占据消费者心智; 2007 年省内主流价格带向 80 元升级, 古井推出中高档年份原浆系列, 其中献礼版迎合升级趋势成功放量; 2012 年安徽省内站稳 80 元主流价格带, 并向百元价格带升级, 古井聚焦资源发力 120 元价格带古 5, 成功放量后形成献礼版+古 5 两大单品; 2016-2023 年开始安徽主流价格带加速升级, 古 8 以上表现强势, 洞 6、洞 9 跟随放量, 价格带拓宽后呈现竞合发展态势; 2025 年以来进入深度调整期, 古 20 明显承压, 古 16、古 8 主流价格带韧性仍在。

表11: 12Q1-14Q4 年白酒板块营收增速一览

收入增速	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
<b>高端</b>												
贵州茅台	42.5%	29.3%	74.7%	37.0%	19.1%	-3.8%	18.0%	39.0%	5.8%	0.9%	-3.9%	10.8%
五粮液	31.8%	56.8%	20.2%	29.2%	5.4%	0.4%	-40.0%	-8.6%	-22.5%	-27.8%	-6.6%	7.0%
泸州老窖	54.1%	34.0%	36.5%	26.7%	-3.4%	8.5%	3.0%	-35.9%	-49.3%	-4.5%	-60.8%	-74.5%
<b>次高端</b>												
山西汾酒	18.2%	56.7%	114.6%	32.8%	26.2%	-20.7%	-13.6%	-36.3%	-44.3%	-41.5%	-42.8%	15.9%
舍得酒业	78.6%	42.3%	23.2%	65.4%	-4.3%	-23.8%	-21.0%	-47.0%	-24.0%	29.2%	15.4%	2.7%
水井坊	52.7%	-2.3%	-9.5%	-5.5%	-49.5%	-62.6%	-78.5%	-100.8%	-77.0%	-23.1%	75.8%	2811.0%
酒鬼酒	182.7%	89.9%	111.8%	-42.9%	-62.3%	-55.0%	-81.2%	16.2%	-58.9%	-46.4%	-10.3%	-41.9%
<b>区域龙头</b>												
洋河股份	64.1%	31.9%	32.9%	7.6%	6.1%	-7.8%	-22.3%	-39.8%	-10.3%	-3.4%	0.3%	20.1%
今世缘											-3.4%	3.1%
古井贡酒	40.1%	41.6%	57.7%	-12.4%	18.7%	-18.4%	1.5%	30.8%	-4.9%	21.6%	8.8%	-8.6%
<b>三四线</b>												
老白干酒	-7.8%	70.7%	30.7%	4.2%	31.7%	-10.3%	-16.9%	31.3%	-7.0%	-32.9%	41.3%	47.4%
顺鑫农业	24.2%	21.1%	-3.0%	-1.2%	4.5%	6.6%	-4.3%	28.9%	23.3%	18.6%	-24.4%	-6.9%
金种子酒	17.1%	44.9%	18.1%	51.0%	12.0%	-37.2%	-10.4%	-10.0%	-30.1%	41.3%	16.7%	6.4%
伊力特	28.0%	13.8%	83.7%	67.4%	4.9%	32.9%	-10.1%	-26.6%	-19.2%	-27.8%	-1.4%	36.6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 安徽省内白酒消费价格带升级一览



数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测及投资评级

**收入预测：**古井贡酒作为优质地产酒龙头，25Q2 转向出清、25Q3 加速深调，预计短期 25Q4 及 26H1 延续出清夯实底盘，中期看好以梁总为核心的高管团队带领古井穿越周期、重拾增长。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 187.05、191.46、211.19 亿元，分别同比-20.7%、+2.4%、+10.3%，其中年份原浆系列是公司主导产品，受制商务疲软古 20 以价为先，古 16、古 8/古 7 承担更多增长任务，预计 2025-2027 年营收分别同比-22%、2%、12%；古井贡酒系列聚焦大众价位、以产品协同为主，预计 2025-2027 年营收分别同比-24%、2%、5%；黄鹤楼及其他系列相对稳健，预计 2025-2027 年营收分别同比-12%、3%、6%。

**利润预测：**受益古 20+规模占比仍在提升，公司毛利率仍相对平稳，但市场费用投放偏刚性、收入规模大幅下降导致费用率被动抬升，未来随着收入逐步企稳，公司毛销差有望恢复向上节奏。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 42.43、44.48、50.04 亿元，分别同比-23.1%、+4.8%、+12.5%。

表12：古井贡酒业绩拆分及预测一览

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入(亿元)	102.92	132.70	167.13	202.54	235.78	187.05	191.46	211.19
yoy		28.9%	25.9%	21.2%	16.4%	-20.7%	2.4%	10.3%
白酒业务								
总营业收入(亿元)	101	128	162	196	229	181	185	205
yoy		27%	27%	21%	16%	-21%	2%	11%
年份原浆系列								
营业收入(亿元)	78.3	93.1	121.1	154.2	180.9	141.7	145.0	162.4
yoy		19%	30%	27%	17%	-22%	2%	12%
古井贡酒系列								
营业收入(亿元)	14	16	19	20	22	17	17	18
yoy		17%	16%	8%	11%	-24%	2%	5%
黄鹤楼及其他系列								
营业收入(亿元)	4	11	13	22	25	22	23	24
yoy		169%	11%	1%	15%	-12%	3%	6%
酒店业务								
总营业收入(亿元)	0.6	0.8	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
yoy		19%	-24%	46%	3%	8%	10%	10%
其他业务								
总营业收入(亿元)	1.5	4.3	4.9	5.3	6.3	5.0	5.0	5.0
yoy		180%	13%	9%	18%	-20%	0%	0%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

公司处于白酒行业，选取高端、次高端、地产酒作为可比公司横向对比。参考公司最新报表节奏，我们更新 2025-2027 年营收分别为 187.05、191.46、211.19 亿元（前值为 205.03、221.82、237.42 亿元），分别同比-20.7%、+2.4%、+10.3%，归母净利润分别为 42.43、44.48、50.04 亿元（前值为 45.51、51.55、57.51 亿元），分别同比-23.1%、+4.8%、+12.5%；EPS 分别为 8.0、8.4、9.5 元/股，对应当前 PE 分别为 16.9、16.2、14.4 倍。

从外部行业节奏来看，2026 年动销抓手仍是大众消费场景，同时从古井自身节奏来看，深度调整期保持管理团队稳定有助于销售策略连续性更利于穿越周期；中期而言，古井省内优势稳固，坚定“全国化、次高端”战略，省外规模化市场有望培育成型和复制。基于对公司短期和中期判断，我们认为古井符合“顺势兑现出清+经营管理连续且优秀+未来仍有成长空间逻辑”，在白酒中投资推荐排序靠前，维持“买入”评级。

表13：白酒板块可比公司估值一览

日期	2026/1/8	股价	总市值	EPS (元)			PE		
证券代码	证券简称	(元)	(亿元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
600519. SH	贵州茅台	1412.3	17685.8	72.0	72.7	74.2	19.6	19.4	19.0
000858. SZ	五粮液	106.9	4149.4	5.8	5.8	6.5	18.4	18.4	16.5
000568. SZ	泸州老窖	116.6	1716.1	7.6	7.7	8.5	15.4	15.2	13.7
平均值							17.8	17.7	16.4
600809. SH	山西汾酒	176.5	2153.2	9.7	10.2	11.2	18.2	17.3	15.7
600779. SH	水井坊	39.6	193.2	0.8	0.7	0.9	49.5	55.0	46.1
600702. SH	舍得酒业	57.4	191.1	1.5	1.5	2.0	38.0	37.3	28.2
平均值							35.2	36.5	30.0
002304. SZ	洋河股份	62.3	938.5	2.4	2.6	2.9	25.6	23.9	21.9
603369. SH	今世缘	35.4	441.5	2.3	2.5	2.7	15.5	14.3	12.9
603198. SH	迎驾贡酒	39.7	317.5	2.4	2.5	2.8	16.8	16.1	14.0
平均值							19.3	18.1	16.3
<b>000596. SZ</b>	<b>古井贡酒</b>	<b>136.0</b>	<b>718.8</b>	<b>8.0</b>	<b>8.4</b>	<b>9.5</b>	<b>16.9</b>	<b>16.2</b>	<b>14.4</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：盈利预测参考东吴证券外发报告

## 5. 风险提示

- 1、**宏观经济不及预期风险：**若经济增速放缓，将使得居民收入预期降低，影响消费进而导致可选消费品增速不及预期。
- 2、**食品安全风险：**若产品出现品质问题，将影响产品品牌、公司形象及业务经营。
- 3、**次高端升级不及预期风险：**战略大单品古 20 为品牌主打，若未来商务消费场景修复不及预期，将影响公司中长期目标达成。
- 4、**省外拓展竞争加剧风险：**省外深度调整持续下滑，当前聚焦大众价位消费场景，未来存在竞争加剧风险。



古井贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>28,812</b>	<b>28,334</b>	<b>31,287</b>	<b>35,768</b>	<b>营业总收入</b>	<b>23,578</b>	<b>18,705</b>	<b>19,146</b>	<b>21,119</b>
货币资金及交易性金融资产	15,954	20,348	23,278	27,493	营业成本(含金融类)	4,738	3,804	3,863	4,154
经营性应收款项	3,315	1,073	1,097	1,197	税金及附加	3,740	2,937	3,015	3,337
存货	9,264	6,670	6,668	6,828	销售费用	6,182	5,144	5,169	5,660
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,442	1,122	1,149	1,267
其他流动资产	278	243	244	249	研发费用	78	62	57	53
<b>非流动资产</b>	<b>11,710</b>	<b>12,667</b>	<b>13,388</b>	<b>13,779</b>	财务费用	(349)	(279)	(253)	(232)
长期股权投资	12	12	12	12	加:其他收益	64	34	34	38
固定资产及使用权资产	7,997	8,419	8,595	8,441	投资净收益	(34)	(28)	(19)	(21)
在建工程	1,039	1,539	2,039	2,539	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,129	1,189	1,249	1,309	减值损失	(25)	0	0	0
商誉	561	561	561	561	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	375	370	365	360	<b>营业利润</b>	<b>7,750</b>	<b>5,921</b>	<b>6,160</b>	<b>6,897</b>
其他非流动资产	597	577	567	556	营业外净收支	45	36	44	44
<b>资产总计</b>	<b>40,522</b>	<b>41,001</b>	<b>44,675</b>	<b>49,547</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,796</b>	<b>5,957</b>	<b>6,203</b>	<b>6,941</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,309</b>	<b>11,133</b>	<b>10,978</b>	<b>11,455</b>	减:所得税	2,089	1,579	1,613	1,777
短期借款及一年内到期的非流动负债	140	140	140	140	<b>净利润</b>	<b>5,707</b>	<b>4,378</b>	<b>4,590</b>	<b>5,164</b>
经营性应付款项	3,532	2,918	2,858	2,959	减:少数股东损益	189	135	142	160
合同负债	3,515	1,255	1,275	1,371	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,517</b>	<b>4,243</b>	<b>4,448</b>	<b>5,004</b>
其他流动负债	7,122	6,820	6,705	6,985	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.44	8.03	8.42	9.47
<b>非流动负债</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	<b>520</b>	EBIT	7,436	5,636	5,892	6,648
长期借款	42	42	42	42	EBITDA	8,007	6,275	6,565	7,353
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	79.90	79.66	79.82	80.33
租赁负债	84	84	84	84	归母净利率(%)	23.40	22.68	23.23	23.69
其他非流动负债	394	394	394	394	收入增长率(%)	16.41	(20.67)	2.35	10.30
<b>负债合计</b>	<b>14,829</b>	<b>11,653</b>	<b>11,498</b>	<b>11,975</b>	归母净利润增长率(%)	20.22	(23.10)	4.84	12.49
归属母公司股东权益	24,657	28,175	31,863	36,097					
少数股东权益	1,037	1,172	1,314	1,474					
<b>所有者权益合计</b>	<b>25,694</b>	<b>29,347</b>	<b>33,178</b>	<b>37,571</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>40,522</b>	<b>41,001</b>	<b>44,675</b>	<b>49,547</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,728	6,705	5,060	6,058	每股净资产(元)	46.65	50.89	57.56	65.20
投资活动现金流	(1,733)	(1,587)	(1,370)	(1,073)	最新发行在外股份(百万股)	529	529	529	529
筹资活动现金流	(2,478)	(725)	(760)	(770)	ROIC(%)	22.39	14.91	13.83	13.88
现金净增加额	517	4,393	2,930	4,216	ROE-摊薄(%)	22.38	15.06	13.96	13.86
折旧和摊销	571	638	673	704	资产负债率(%)	36.59	28.42	25.74	24.17
资本开支	(2,421)	(1,564)	(1,356)	(1,057)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.03	16.94	16.16	14.37
营运资本变动	(1,520)	1,696	(179)	212	P/B (现价)	2.92	2.67	2.36	2.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>