

古井贡酒 (000596.SZ)

报表大幅出清，渡过最困难时刻

公司发布了 2025 年度报告，2025 年公司实现营收/归母净利润分别为 188.3/35.5 亿元，同比-20.1%/-35.7%，报表大幅出清，为渠道释压。腰部产品、华中市场表现稳健，渠道主动瘦身。毛利率下降费用率上升，调整期盈利能力承压。26 年定位“奋进穿越年”，去库存稳价格目标穿越周期。

□ 报表大幅出清，为渠道释压。2025 年公司实现营收/归母净利润分别为 188.3/35.5 亿元，同比-20.1%/-35.7%。单 Q4 实现营收/归母净利润分别为 24.1/-4.1 亿元，同比-46.6%/转亏，Q4 单季亏损主要系收入大幅下滑叠加商誉减值（黄鹤楼计提归母口径 3.1 亿元）所致。公司全年合计派现 23.3 亿元，分红率 65.5%，同比提升 8.0pct，对应当前股息率 4.1%。25 年销售收现/经营活动现金流净额分别为 202.6/19.5 亿元，同比-12.7%/-58.8%。26Q1 公司实现营收/归母净利润分别为 74.5/16.1 亿元，同比-18.6%/-31.0%，收入符合预期、降幅环比收窄、利润略低于预期。Q4+Q1 合并营业总收入/归母净利润分别为 98.5/12.0 亿元，同比-27.8%/-61.4%。26Q1 末合同负债 23.0 亿元，较去年同期下降 13.7 亿元（同比-37.3%），经销商信心修复尚需时间、Q1 公司不再强制要求目标完成、渠道反馈库存不再增加。

□ 腰部产品、华中市场表现稳健，渠道主动瘦身。分产品看，25 年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他收入 145.9/19.2/20.3 亿元，同比-19.3%/-14.3%/-20.2%，古 20 及献礼下滑较多、古 8/16 相对稳健，毛利率分别为 84.9%/50.0%/68.6%，同比-1.3/-7.6/-3.3pct，黄鹤楼、贡酒毛利率承压。分区域看，华中/华南/华北收入分别为 166.5/11.1/10.6 亿元，同比-17.4%/-21.9%/-46.5%，华中大本营相对稳健、华北省外市场跌幅最深、全国化进程收缩。期末经销商数量 4865 家，较年初净减 224 家，渠道层面主动瘦身。

□ 毛利率下降费用率上升，调整期盈利能力承压。2025 年毛利率/归母净利率 79.3%/18.8%，同比-0.6pct/-4.6pct；税金/销售/管理费用率分别为 16.6%/29.0%/7.7%，同比+0.7/+2.8/+1.6pct，收入下滑导致费用率被动抬升、盈利能力承压；26Q1 毛利率/净利率 77.8%/22.3%，同比-1.8pct/-3.9pct。税金/销售/管理费用率分别为 17.7%/26.7%/5.2%，同比+1.8/+0.1/+0.8pct，费用管控延续、但税金及附加率小幅上行。

□ 26 年定位“奋进穿越年”，去库存稳价格目标穿越周期。2026 年公司战略上坚持“全国化、次高端、古 20+”方向，核心抓手为“抓动销、去库存、拓渠道、稳价格”，同步推进低度化、年轻化产品布局（“轻度古 20”主攻年轻客群），并加速即时零售与电商渠道建设

□ 最困难时刻已度过，基本盘仍扎实，给予“强烈推荐”投资评级。25Q4+26Q1 报表层面出清较为彻底，当前已经度过最困难阶段，渠道包袱也不再增加，但绝对水平仍高待消化。公司在省内仍具备较强的统治地位，但受到行业冲击高价格产品销售承压，底盘产品老化待升级，腰部产品更稳健。展望未来，调整期省外扩张难度增加，但由攻转守进入防御状态仍可保有一定基本盘体量。我们下调 26-28 年每股收益为 6.56 元、6.85 元、7.18 元，维持“强烈推荐”投资评级。

强烈推荐（维持）

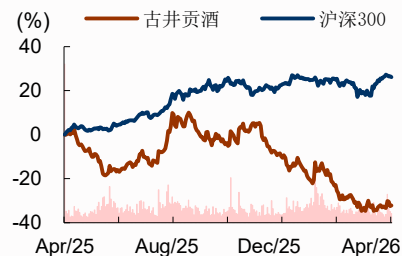
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：106.6 元

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）	56.3
流通市值（十亿元）	43.6
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-29	-33
相对表现	-2	-31	-59



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《古井贡酒 (000596) 一出清超预期，关注库存去化》2025-10-31
- 《古井贡酒 (000596) 一Q2 出清开启，省内及腰部产品相对稳健》2025-08-31
- 《古井贡酒 (000596) 一正视困难，积极应对》2025-06-03

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

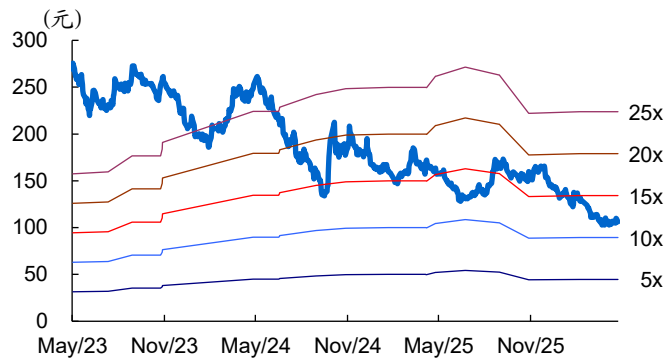
□ 风险提示：省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	23578	18832	17548	17869	18358
同比增长	16%	-20%	-7%	2%	3%
营业利润(百万元)	7750	5040	4727	4935	5152
同比增长	23%	-35%	-6%	4%	4%
归母净利润(百万元)	5517	3549	3470	3622	3793
同比增长	20%	-36%	-2%	4%	5%
每股收益(元)	10.44	6.71	6.56	6.85	7.18
PE	10.2	15.9	16.2	15.6	14.9
PB	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9

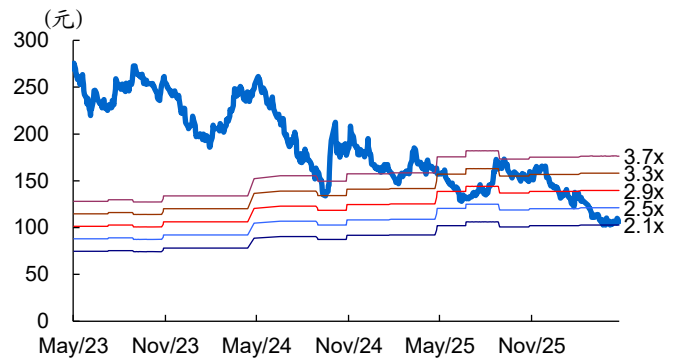
资料来源：公司数据、招商证券

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）—出清超预期，关注库存去化》2025-10-31
- 2、《古井贡酒（000596）—Q2 出清开启，省内及腰部产品相对稳健》2025-08-31
- 3、《古井贡酒（000596）—正视困难，积极应对》2025-06-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	28812	26431	27903	30520	32675
现金	15894	14187	16130	18469	20692
交易性投资	60	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	70	54	37	37	38
其它应收款	87	46	43	43	45
存货	9264	10740	10382	10633	10527
其他	3437	1404	1312	1337	1374
非流动资产	11710	11766	11172	10663	10189
长期股权投资	12	12	12	12	12
固定资产	7897	9122	8724	8384	8056
无形资产商誉	1129	1134	1020	918	826
其他	2672	1499	1416	1349	1296
资产总计	40522	38197	39075	41183	42865
流动负债	14309	11285	10982	11130	10755
短期借款	50	185	150	150	0
应付账款	3532	3775	3652	3741	3843
预收账款	3515	1520	1470	1506	1547
其他	7212	5805	5710	5734	5365
长期负债	520	808	808	808	808
长期借款	42	260	260	260	260
其他	478	548	548	548	548
负债合计	14829	12093	11790	11939	11563
股本	529	529	529	529	529
资本公积金	6220	6235	6235	6235	6235
留存收益	17909	18286	19378	21244	23204
少数股东权益	1037	1054	1143	1236	1334
归属于母公司所有者权益	24657	25050	26142	28007	29967
负债及权益合计	40522	38197	39075	41183	42865

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4728	1947	4463	4160	4213
净利润	5707	3641	3470	3622	3793
折旧摊销	554	780	943	883	831
财务费用	(349)	(524)	(245)	(252)	(293)
投资收益	(5)	(7)	(56)	(56)	(56)
营运资金变动	(1294)	(2061)	270	(129)	(159)
其它	115	119	82	93	97
投资活动现金流	(1733)	(1753)	(292)	(317)	(300)
资本支出	(2427)	(1663)	(348)	(373)	(357)
其他投资	694	(90)	56	56	56
筹资活动现金流	(2478)	(2893)	(2229)	(1504)	(1690)
借款变动	(478)	(822)	(96)	0	(150)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(7)	16	0	0	0
股利分配	(2379)	(2643)	(2379)	(1756)	(1833)
其他	386	556	245	252	293
现金净增加额	517	(2699)	1942	2339	2223

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	23578	18832	17548	17869	18358
营业成本	4738	3906	3779	3871	3977
营业税金及附加	3740	3121	2891	2943	3030
营业费用	6182	5458	4963	5000	5100
管理费用	1442	1455	1408	1345	1363
研发费用	78	88	82	84	86
财务费用	(349)	(524)	(245)	(252)	(293)
资产减值损失	(25)	(344)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	64	80	80	80	80
投资收益	(35)	(24)	(24)	(24)	(24)
营业利润	7750	5040	4727	4935	5152
营业外收入	61	58	58	58	58
营业外支出	15	14	14	14	14
利润总额	7796	5084	4771	4979	5196
所得税	2089	1444	1211	1264	1305
少数股东损益	189	91	89	93	98
归属于母公司净利润	5517	3549	3470	3622	3793

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	16%	-20%	-7%	2%	3%
营业利润	23%	-35%	-6%	4%	4%
归母净利润	20%	-36%	-2%	4%	5%
获利能力					
毛利率	79.9%	79.3%	78.5%	78.3%	78.3%
净利率	23.4%	18.8%	19.8%	20.3%	20.7%
ROE	23.9%	14.3%	13.6%	13.4%	13.1%
ROIC	21.0%	12.2%	12.1%	11.8%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	31.7%	30.2%	29.0%	27.0%
净负债比率	0.4%	1.3%	1.0%	1.0%	0.6%
流动比率	2.0	2.3	2.5	2.7	3.0
速动比率	1.4	1.4	1.6	1.8	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	341.0	304.0	387.0	481.0	484.0
应付账款周转率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
每股资料(元)					
EPS	10.44	6.71	6.56	6.85	7.18
每股经营净现金	8.94	3.68	8.44	7.87	7.97
每股净资产	46.65	47.39	49.45	52.98	56.69
每股股利	5.00	4.50	3.32	3.47	3.63
估值比率					
PE	10.2	15.9	16.2	15.6	14.9
PB	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	6.6	9.9	9.7	9.4	9.2

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。