

行业调整期深蹲蓄力，静待业绩拐点回升

古井贡酒 (000596.SZ)

核心观点

古井贡酒 2025 年及 2026 年 Q1 业绩承压，系行业调整期主动调整所致。2025 年公司营收 188.32 亿元、归母净利润 35.49 亿元，同比分别下降 20.13%、35.67%，25Q4 归母净利润转亏 4.11 亿元，主因收入下滑及黄鹤楼商誉减值。2026 年 Q1 业绩降幅收窄，营收 74.46 亿元、归母净利润 16.07 亿元，同比分别下降 18.59%、31.03%，盈利边际改善。公司主动推进渠道去库，当前库存已至健康区间，批价企稳。目前公司估值处于历史低位，安全边际充足，短期静待库存出清、业绩回升，中长期看好全国化与产品升级带来的价值重估。

事件

公司发布 2025 年年度报告和 2026 年一季报。

2025 年全年营收 188.32 亿元，同比下降 20.13%，归母净利润 35.49 亿元，同比下降 35.67%。2026Q1，公司营收 74.46 亿元，同比下降 18.59%，较 25 年全年降幅收窄 1.54 个百分点，归母净利润 16.07 亿元，同比下降 31.03%。

简评

公司在行业调整期处于深蹲蓄力阶段，整体业绩呈现连续双季承压态势，其中 2025 年全年营收 188.32 亿元，同比下降 20.13%，归母净利润 35.49 亿元，同比下降 35.67%，扣非归母净利润 34.89 亿元，同比下降 36.06%，毛利率 79.26%同比微降 0.64 个百分点，净利率 19.33%同比下降 4.87 个百分点，单季度来看，25Q4 表现尤为疲软，营收仅 24.07 亿元，同比大幅下滑 46.61%，归母净利润更是由盈转亏，亏损 4.11 亿元，主要原因在于收入大幅下滑、刚性成本压力叠加黄鹤楼商誉减值约 3 亿元的影响。

进入 2026 年 Q1，公司业绩降幅有所收窄，当期营收 74.46 亿元，同比下降 18.59%，较 25 年全年降幅收窄 1.54 个百分点，归母净利润 16.07 亿元，同比下降 31.03%，扣非归母净利润 15.98 亿元，同比下降 30.86%，盈利边际呈现改善迹象，毛利率 77.85%同比下降 1.84 个百分点但环比 25Q4 提升 2.76 个百分点，净利率 22.26%同比下降 3.86 个百分点但环比 25Q4 大幅提升 40.66 个百分点，体现出公司费用管控已初见成效。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

发布日期：2026 年 04 月 30 日

当前股价：106.60 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.24/-1.97	-13.54/-12.06	-36.21/-59.99
12 月最高/最低价 (元)			174.37/102.80
总股本 (万股)			52,860.00
流通 A 股 (万股)			40,860.00
总市值 (亿元)			515.70
流通市值 (亿元)			515.70
近 3 月日均成交量 (万)			343.83
主要股东			
安徽古井集团有限责任公司			51.34%

股价表现



相关研究报告

- 25.04.29 【中信建投白酒 II】古井贡酒(000596): 一季度行业领先，古井长期依然可期
- 24.11.04 【中信建投白酒 II】古井贡酒(000596): 三季度主动控量，古井长期依然可期

经营层面，公司产品与渠道均面临一定压力，但结构优化凸显出较强韧性，产品端来看，核心的年份原浆系列 25 年营收 145.92 亿元，同比下降 19.32%，占总收入的 77.5%，仍是公司收入的基本盘，古井贡酒系列 25 年营收 19.22 亿元，同比下降 14.25%，降幅小于核心系列，彰显出大众价格带的较强韧性，而黄鹤楼及其他业务 25 年营收 20.26 亿元，同比下降 20.19%，受区域市场调整及商誉减值影响拖累明显。渠道端，线下渠道作为主力仍处于收缩状态，25 年营收 178.24 亿元，同比下降 21.85%，公司为了换取渠道健康，主动放慢发货节奏、严控产品批价、加速渠道去库，短期牺牲了部分规模；线上渠道则成为重要增量补充，25 年营收 10.08 亿元，同比增长 30.65%，京东、天猫等主流平台表现亮眼，与此同时，25Q4 至 26Q1 公司持续推进渠道去库工作，当前库存已降至健康区间，核心产品批价趋于企稳，为后续回款反弹奠定了坚实基础。

费用与现金流方面，25 年受收入下滑影响，销售费用率同比提升 2.8 个百分点、管理费用率同比提升 1.6 个百分点，费率被动抬升，不过 26Q1 费用率环比有所改善，费用管控成效逐步释放；现金流方面，25 年经营活动现金流净额 19.47 亿元，同比大幅下降 58.81%，现金流与净利润比值小于 1，盈利质量短期承压，主要原因是渠道去库导致预收款减少。

从行业与公司发展逻辑来看，2025 年白酒行业整体呈现量缩价跌、库存高企、消费分化的特征，商务宴请需求收缩，次高端价格带竞争白热化，中小酒企份额被持续挤压，龙头企业凭借品牌与渠道优势实现集中度提升，在这样的行业环境下，古井贡酒采取主动调整、深蹲蓄力的策略，聚焦去库、稳价与结构优化三大核心。短期来看，未来 1-2 个季度公司将持续推进渠道去库、维护批价稳定，预计 26Q2 库存有望进一步出清，回款增速将逐步修复；中期来看，公司将重点巩固安徽省内基本盘，深耕华东、湖北等 10-20 亿元级重点省外市场，推动全国化布局从点状突破向面状覆盖转型，同时强化年份原浆高端矩阵，优化大众价格带产品结构，提升高毛利产品占比，带动毛利率回升。

估值与展望方面，截至 4 月 28 日收盘价，公司 PE (TTM) 约 11.91 倍、PB (LF) 约 2.21 倍，处于历史低位区间，显著低于行业平均水平，安全边际充足。核心看点在于，渠道去库已接近尾声，26Q2 起业绩有望逐季改善，省内基本盘稳固且省外全国化空间广阔，线上渠道高增长与产品升级将持续优化收入结构与盈利能力，同时低估值叠加高分红优势（25 年每 10 股派 34 元，分红率约 50%），股息率吸引力较强。古井贡酒 2025 年至 2026 年 Q1 的业绩承压，是行业调整期主动深蹲蓄力的结果，公司核心发展逻辑未被破坏，渠道去库、稳价、优化结构的策略成效逐步显现，当前估值具备充足安全边际，随着渠道库存出清、批价企稳回升，26 年下半年有望迎来业绩拐点，中长期看好公司全国化深化与产品升级带来的价值重估。

盈利预测：下调公司盈利预测。预计 2026-2028 年公司实现收入 188/194/203 亿元，同比增长 0%/3%/5%；实现归母净利润 37/38/40 亿元，同比增长 4%/4%/5%。对应 PE 为 15/15/14X，维持“买入”评级。

风险提示：省外市场扩张不及预期。古井贡酒在省外市场基础相对薄弱，市场开拓所需投入较大，且名酒全国化进程不断加速，市场竞争激烈，省外市场扩张存在一定不确定性，需要及时跟踪观察。

省内竞争加剧。虽然在安徽本地酒相对省外品牌较为强势，但省内白酒品牌较多，各企业也在积极布局中高端价格带，内部竞争也较为激烈。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

表 1:盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,577.93	18,831.98	18,831.98	19,388.17	20,342.97
YoY(%)	16.41	-20.13	0.00	2.95	4.92
净利润(百万元)	5,517.25	3,549.11	3,692.73	3,825.04	4,028.11
YoY(%)	20.22	-35.67	4.05	3.58	5.31
毛利率(%)	79.90	79.26	79.78	79.79	79.80
销售净利率(%)	23.40	18.85	19.61	19.73	19.80
ROE(%)	22.38	14.17	12.85	11.74	11.01
EPS(摊薄/元)	10.44	6.71	6.99	7.24	7.62
P/E(倍)	10.21	15.88	15.26	14.73	13.99
P/B(倍)	2.29	2.25	1.96	1.73	1.54

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk