


**公司评级**      **增持（维持）**

报告日期      2026 年 04 月 30 日

**基础数据**

04 月 29 日收盘价（元）	109.15
总市值（亿元）	576.97
总股本（亿股）	5.29

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证食品饮料】古井贡酒：基础扎实，底部价值已显-2026.04.02

【兴证食品饮料】古井贡酒：加速出清，蓄力长远-2025.11.04

【兴证食品饮料】古井贡酒：守正砺新，笃行致远-2025.09.01

**分析师：沈昊**

 S0190525010006  
shenhao@xyzq.com.cn

**分析师：金含**

 S0190521080003  
jinhan@xyzq.com.cn

**分析师：汪润**

 S0190524060004  
wangrun22@xyzq.com.cn

**古井贡酒(000596.SZ)**
**安全边际充足，期待逐步改善**
**投资要点：**

- **事件：**公司公告 2025 年报及 2026 年一季报，2025 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 188.32/35.49/34.89 亿元，同比-20.13%/-35.67%/-36.06%；25Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 24.07/-4.11/-4.18 亿元，同比-46.61%/-153.34%/-155.24%。26Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 74.46/16.07/15.98 亿元，同比-18.59%/-31.03%/-30.86%。
- **25H2 加速清理包袱，26Q1 延续出清。**2025 年营收同比-20.13%，分季度来看，25Q1、25Q2、25Q3、25Q4 营收分别同比+10.38%、-14.23%、-51.65%、-46.61%，25Q2 起政策冲击加速行业供需见底，公司理性调整纾压，25H2 公司主动放松回款要求、历史包袱加速出清。2025 年消费结构加速裂变，100-300 元中低端价格带成为去库主力，商务宴请需求收缩，宴席及大众消费场景支撑相对稳固，2025 年白酒业务营收同比-18.92%，分产品来看，2025 年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他产品营收分别同比-19.32%/-14.25%/-20.19%；分地区来看，2025 年华北/华中/华南/国际地区营收分别同比-46.54%/-17.38%/-21.93%/-40.96%，安徽省内及周边地区基本盘相对稳固。26Q1 收入同比-18.59%，同期高基数叠加省内需求阶段性受政策扰动，动销同比承压，预计古 5 在春节加强促销下动销稳健，古 8 高基数下下滑，古 16 持续受益省内宴席消费升级、降幅小于整体，古 20 持续承压。
- **25Q4 商誉计提减值扰动利润，26Q1 盈利水平仍承压。**2025 年净利率同比-4.87pct 至 19.33%，盈利显著承压，具体来看：2025 年毛利率同比-0.65pct 至 79.26%，产品结构承压；2025 年税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率为 16.57%/28.98%/7.72%/0.47%/-2.78%，同比+0.71%/+2.76%/+1.61%/+0.14%/-1.30pct，收入下滑、费投刚性，费用率被动抬升。25Q4 利润由盈转亏，主要系公司对前期收购的黄鹤楼酒业有限公司计提商誉减值，影响归母净利润 3.15 亿元。26Q1 净利率同比-3.86pct 至 22.26%，毛利率承压叠加费投刚性，净利率下滑；其中 26Q1 毛利率同比-1.84pct 至 77.85%，商务场景受损下结构持续承压；26Q1 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.75%/26.70%/5.17%/0.23%/-1.56%，同比+1.78%/+0.09%/+0.81%/+0.01%/+0.41pct。此外，25Q4 末合同负债余额 15.20 亿元，同比-19.95 亿元，环比+1.76 亿元；26Q1 末合同负债余额 23.05 亿元，同比-13.69 亿元，环比+7.85 亿元，合同负债水位同比下降与公司主动纾压有关，环比有所改善。2025 年收现 202.63 亿元，同比-12.70%；26Q1 收现 74.63 亿元，同比-9.35%。
- **价值底部区间、内功修炼扎实，看好古井韧性穿越周期。**当前古井核心骨干多由内部培养、成长于基层一线，核心管理层稳定性佳；古井作为老八大名酒之一，持续高举高打、多点强化品牌势能；同时省内竞争格局相对稳定，古井卡位核心价格带，行业调整期底盘产品有效平抑波动，且省内消费升级趋势仍存，未来古井有望引领消费升级、带动产品结构提升，此外省外核心市场经历主动纾压后有望企稳向好发展。展望来看，26Q1 动销阶段性承压，26Q2 起低基数下销售有望环比改善，期待 2026 全年收入维持稳健。此外，截至 4 月 28 日古井 PE(TTM)为 12X，位于 2012 年及 2016 年以来不足 1% 的估值分位数水平；2025 年分红率同比+8.04pct 至 65.53%，对应股息率 4.1%，绝对收益价值彰显。总体来看，当前古井基本面、估值均位于底部区间，具备充分的安全边际，前期积累的扎实内功有望支撑公司在业绩出清后率先实现边际改善，看好古井韧性穿越行业周期。

- **盈利预测与投资建议：**我们根据最新公告调整此前盈利预测，预计 2026-2028 年营收分别为 188.50/197.97/211.90 亿元，归母净利润分别为 40.02/42.73/46.70 亿元，以 2026 年 4 月 29 日收盘价计算，对应 PE 为 14.4/13.5/12.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**省内竞争加剧；省外拓展不及预期；结构升级不及预期；宏观经济波动风险。

### 主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	18832	18850	19797	21190
同比增长	-20.1%	0.1%	5.0%	7.0%
归母净利润（百万元）	3549	4002	4273	4670
同比增长	-35.7%	12.8%	6.8%	9.3%
毛利率	79.3%	78.8%	79.4%	80.3%
ROE	14.2%	15.1%	15.3%	15.8%
每股收益（元）	6.71	7.57	8.08	8.83
市盈率	16.3	14.4	13.5	12.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>26431</b>	<b>27769</b>	<b>29736</b>	<b>31933</b>
货币资金	14187	15512	17086	18761
交易性金融资产	0	200	300	400
应收票据及应收账款	54	56	58	62
预付款项	115	152	158	154
存货	10740	9995	10187	10576
其他	1334	1854	1947	1980
<b>非流动资产</b>	<b>11766</b>	<b>12230</b>	<b>12449</b>	<b>12549</b>
长期股权投资	12	12	13	14
固定资产	9122	9246	9307	9288
在建工程	160	345	484	588
无形资产	1134	1141	1145	1147
商誉	247	247	247	247
其他	1092	1238	1253	1265
<b>资产总计</b>	<b>38197</b>	<b>39999</b>	<b>42185</b>	<b>44482</b>
<b>流动负债</b>	<b>11285</b>	<b>11593</b>	<b>12175</b>	<b>12721</b>
短期借款	185	215	245	275
应付票据及应付账款	3775	3580	3655	3778
其他	7325	7798	8275	8668
<b>非流动负债</b>	<b>808</b>	<b>812</b>	<b>822</b>	<b>832</b>
长期借款	260	250	240	230
其他	548	562	582	602
<b>负债合计</b>	<b>12093</b>	<b>12405</b>	<b>12996</b>	<b>13553</b>
股本	529	529	529	529
未分配利润	18017	18817	19670	20600
少数股东权益	1054	1148	1249	1359
<b>股东权益合计</b>	<b>26104</b>	<b>27594</b>	<b>29189</b>	<b>30929</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>38197</b>	<b>39999</b>	<b>42185</b>	<b>44482</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	3549	4002	4273	4670
折旧和摊销	799	1106	1222	1341
营运资金的变动	-2874	454	258	96
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1947</b>	<b>5531</b>	<b>5867</b>	<b>6233</b>
资本支出	-1663	-1320	-1320	-1321
长期投资	-98	-237	-136	-136
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1753</b>	<b>-1614</b>	<b>-1521</b>	<b>-1524</b>
债权融资	320	51	40	40
股权融资	18	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-2893</b>	<b>-2592</b>	<b>-2773</b>	<b>-3033</b>
现金净变动	-2699	1325	1573	1676

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>18832</b>	<b>18850</b>	<b>19797</b>	<b>21190</b>
营业成本	3906	3998	4088	4167
税金及附加	3121	3032	3209	3439
销售费用	5458	5108	5365	5743
管理费用	1455	1225	1267	1356
研发费用	88	76	82	89
财务费用	-524	-201	-220	-243
投资收益	-24	-22	-25	-26
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	1	-1	-1	-1
资产减值损失	-345	-20	-20	-20
<b>营业利润</b>	<b>5040</b>	<b>5634</b>	<b>6034</b>	<b>6593</b>
营业外收支	44	44	44	44
<b>利润总额</b>	<b>5084</b>	<b>5678</b>	<b>6078</b>	<b>6637</b>
所得税	1444	1582	1704	1857
净利润	3641	4096	4374	4780
少数股东损益	91	94	101	110
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3549</b>	<b>4002</b>	<b>4273</b>	<b>4670</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>6.71</b>	<b>7.57</b>	<b>8.08</b>	<b>8.83</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-20.1%	0.1%	5.0%	7.0%
营业利润增长率	-35.0%	11.8%	7.1%	9.3%
归母净利润增长率	-35.7%	12.8%	6.8%	9.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	79.3%	78.8%	79.4%	80.3%
归母净利率	18.8%	21.2%	21.6%	22.0%
ROE	14.2%	15.1%	15.3%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.7%	31.0%	30.8%	30.5%
流动比率	2.34	2.40	2.44	2.51
速动比率	1.35	1.48	1.56	1.63
<b>营运能力</b>				
资产周转率	47.8%	48.2%	48.2%	48.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	6.71	7.57	8.08	8.83
每股经营现金	3.68	10.46	11.10	11.79
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	16.3	14.4	13.5	12.4
PB	2.3	2.2	2.1	2.0

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>