

古井贡酒 (000596.SZ)

2025年加速调整, 2026Q1收入降幅环比收窄

优于大市

核心观点

2025年加速去化经营包袱, 2026Q1延续调整、降幅环比收窄。2025年公司实现营业总收入188.3亿元/同比-20.1%, 归母净利润35.5亿元/同比-35.7%, 其中2025Q4收入24.1亿元/同比-46.6%, 亏损4.1亿元/同比-153%;2026Q1收入74.5亿元/同比-18.6%, 归母净利润16.1亿元/同比-31.0%。**结合2025Q4+2026Q1看,**收入同比-27.8%/净利润同比-61.4%/收入+合同负债环比变化合计同比-29.8%, 下滑幅度仍较大, 预计公司进一步去化渠道包袱。

2025H2主动调整、收入降幅扩大, 黄鹤楼减值进一步影响全年净利润。分产品看, 2025年年份原浆收入145.9亿元/同比-19.3% (量/价同比-10.4%/-10.0%), 预计古5、古8以价换量下基本盘相对稳固, 古20及以上量价下滑较大; 2025H2公司在需求压力下着力去化库存、纾压渠道, 年份原浆收入同比-50.2%。2025年古井贡酒/黄鹤楼及其他收入19.2/20.3亿元, 同比-14.3%/-20.2%。**分地区看,**华北/华南/华中收入10.6/11.1/166.5亿元, 同比-46.5%/-21.9%/-17.4%, 省内市场相对抗风险。**利润端看,**2025年白酒毛利率同比-2.28pcts, 其中年份原浆同比-1.26pcts, 税金/销售/管理费用率分别16.6%/29.0%/7.72%, 受规模负向效应影响同比+0.71/+2.76/+1.60pcts。2025年计提黄鹤楼商誉减值损失3.15亿元, 影响净利率1.67pcts。**现金流看,**2025年销售收现202.6亿元/同比-12.7%, 经营性现金流净额19.47亿元/同比-58.8%。

2026Q1收入降幅环比收窄, 利润端仍有较大承压。收入端看, 26Q1收入在较高基数下延续下滑趋势, 但我们预计省内市场份额仍实现提升, 主因①古8在增加费用投入后县乡市场表现较好, ②合肥市场古16在商务、个人消费场景表现良好, ③贡系列补充低价格带后抢占终端资金; 省外市场中预计江苏/上海/浙江等率先企稳。**利润端看,**2026Q1毛利率同比-1.84pcts系产品结构下移和促销增加, 税金/销售/管理费用率同比+1.78/+0.09/+0.81pcts, 预计偏低价位产品增加生产会对消费税形成扰动。**现金流端看,**2026Q1销售收现74.63亿元/同比-9.3%, 降幅小于收入端; 经营性现金流净额19.11亿元/同比+3.6%; 截至Q1末合同负债23.05亿元/环比+7.85亿元, 公司对渠道、终端仍有收款议价能力, 考虑到目前库存较多, 我们预计发货节奏有所放缓。

投资建议:展望2026年, 预计第二季度销售淡季仍以库存去化为主, 进入下半年低基数期后动销、收入均有望逐步修复; 省内市场产品及品牌力仍处于领先地位, 省外市场调整至低基数下增速目标预计高于省内。利润端排除商誉减值对净利率的影响后, 预计全年有望修复。**考虑到场景和需求幅度缓慢, 下调此前收入及净利润预测并引入2028年预测,**预计2026-2028年公司收入179.6/187.3/198.5亿元, 同比-4.6%/+4.3%/+6.0% (前值26/27年205.7/222.2亿元); 预计归母净利润35.2/37.7/41.0亿元, 同比-0.7%/+6.9%/+8.9% (前值26/27年45.6/50.4亿元), 当前股价对应26/27年16.0/14.9倍P/E, 维持“优于大市”评级。

风险提示:白酒需求复苏不及预期; 食品安全问题; 库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	23,578	18,832	17,962	18,730	19,849
(+/-%)	16.4%	-20.1%	-4.6%	4.3%	6.0%
净利润(百万元)	5517	3549	3523	3767	4104
(+/-%)	20.2%	-35.7%	-0.7%	6.9%	8.9%
每股收益(元)	10.44	6.71	6.66	7.13	7.76
EBIT Margin	31.4%	25.5%	25.8%	26.5%	27.1%
净资产收益率 (ROE)	22.4%	14.2%	13.3%	13.5%	14.0%
市盈率 (PE)	10.2	15.8	16.0	14.9	13.7
EV/EBITDA	9.0	12.3	12.0	11.1	10.3
市净率 (PB)	2.28	2.24	2.12	2.01	1.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	106.36元
总市值/流通市值	56222/56222百万元
52周最高价/最低价	177.01/101.82元
近3个月日均成交额	323.88百万元

市场走势

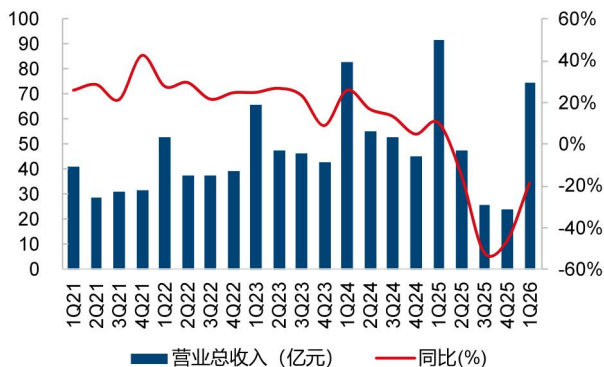


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

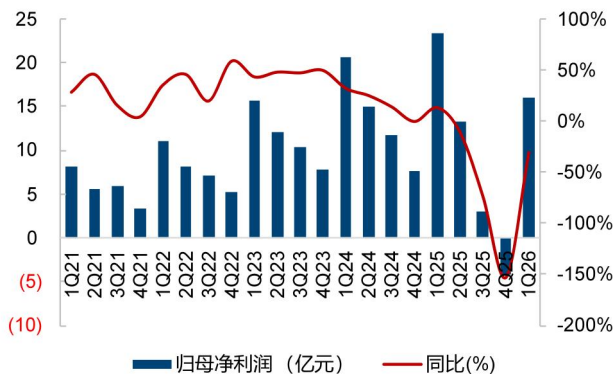
- 《古井贡酒 (000596.SZ) -2025Q3业绩降幅扩大, 加大费投、纾困渠道》——2025-11-04
- 《古井贡酒 (000596.SZ) -2025Q2收入同比转降, 费效比提升下净利率仍有提升》——2025-08-31
- 《古井贡酒 (000596.SZ) -2024年业绩彰显韧性, 2025Q1顺利开门红》——2025-04-28
- 《古井贡酒 (000596.SZ) -第三季度收入增长13.4%, 省内市场仍有韧性》——2024-11-01
- 《古井贡酒 (000596.SZ) -产品结构延续升级趋势, 净利率提升逻辑持续兑现》——2024-08-31

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



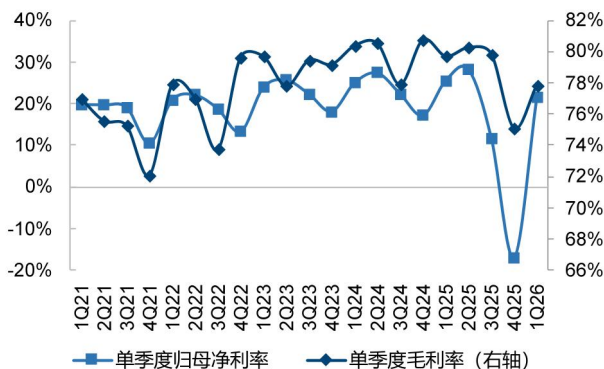
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



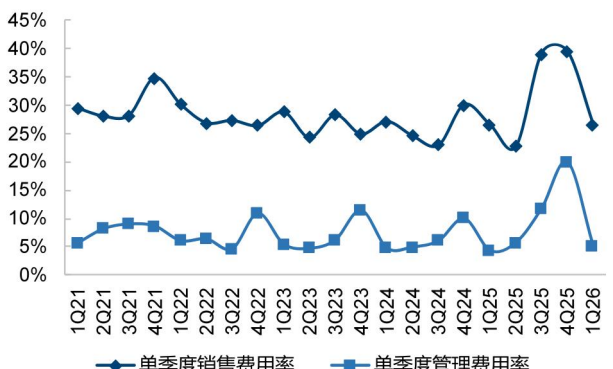
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 古井贡酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	18,832	20,567	22,220	17,962	18,730	19,849	-12.7%
收入同比增速%	-20.1%	9.2%	8.0%	-4.6%	4.3%	6.0%	-13.83pcts
毛利率%	79.3%	76.8%	77.2%	78.6%	78.5%	78.5%	1.82pcts
销售费用率%	29.0%	25.8%	25.5%	28.3%	27.8%	27.2%	2.5pcts
管理费用率%	7.5%	6.0%	6.0%	7.6%	7.5%	7.5%	1.6pcts
归母净利润 (百万元)	3,549	4,555	5,038	3,523	3,767	4,104	-22.7%
归母净利润同比增速%	-35.7%	28.3%	10.6%	-0.7%	6.9%	8.9%	-29.07pcts
净利率%	18.8%	22.1%	22.7%	19.6%	20.1%	20.7%	-2.53pcts
EPS (元)	6.71	8.62	9.53	6.66	7.13	7.76	-22.7%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/05/08	2026/05/08	2025A	2026E	2025A	2026E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,373	17,194	823.2	867.1	20.9	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	92	3,576	89.5	209.3	39.9	17.1		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	98	1,436	108.3	101.4	13.3	14.2		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	142	1,727	122.5	118.9	14.1	14.5		
002304.SZ	洋河股份	中性	48	728	22.1	25.4	33.0	28.6		

000799.SZ	酒鬼酒	中性	44	142	-0.3	0.6	-417.2	221.3
600702.SH	舍得酒业	优于大市	44	147	2.2	3.5	66.1	41.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	106	562	35.5	35.2	15.8	16.0
603369.SH	今世缘	优于大市	23	140	6.7	6.1	20.8	23.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	38	303	19.9	20.7	15.2	14.6
603589.SH	口子窖	中性	28	351	26.0	26.5	13.5	13.3
603919.SH	金徽酒	优于大市	18	93	3.5	3.6	26.4	25.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除古井贡酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	15894	14187	13119	13712	15731	营业收入	23578	18832	17962	18730	19849
应收款项	157	100	148	144	152	营业成本	4738	3906	3842	4032	4272
存货净额	9264	10740	11697	11784	11140	营业税金及附加	3740	3121	2910	2997	3176
其他流动资产	3437	1404	1669	1956	1799	销售费用	6182	5458	5083	5207	5399
流动资产合计	28812	26431	26633	27595	28821	管理费用	1442	1455	1410	1450	1534
固定资产	8936	9282	10156	11082	11874	研发费用	78	88	84	88	93
无形资产及其他	1129	1134	1089	1045	1000	财务费用	(349)	(524)	(254)	(255)	(281)
投资性房地产	1634	1339	1339	1339	1339	投资收益	(34)	(24)	(29)	(27)	(28)
长期股权投资	12	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	24	345	80	60	50
资产总计	40522	38197	39228	41073	43047	其他收入	(63)	(697)	(84)	(88)	(93)
短期借款及交易性金融负债	140	246	0	0	0	营业利润	7750	5040	4937	5245	5678
应付款项	3532	3775	3426	3522	3700	营业外净收支	45	44	46	45	45
其他流动负债	10637	7263	7424	7621	7970	利润总额	7796	5084	4983	5290	5723
流动负债合计	14309	11285	10850	11143	11670	所得税费用	2089	1444	1370	1428	1517
长期借款及应付债券	42	260	260	260	260	少数股东损益	189	91	90	95	103
其他长期负债	478	548	596	632	633	归属于母公司净利润	5517	3549	3523	3767	4104
长期负债合计	520	808	857	892	893	现金流量表 (百万元)					
负债合计	14829	12093	11707	12035	12563	净利润	5517	3549	3523	3767	4104
少数股东权益	1037	1054	1062	1071	1081	资产减值准备	(7)	321	30	24	27
股东权益	24657	25050	26459	27966	29402	折旧摊销	523	735	1051	1167	1289
负债和股东权益总计	40522	38197	39228	41073	43047	公允价值变动损失	(24)	(345)	(80)	(60)	(50)
关键财务与估值指标						财务费用	(349)	(524)	(254)	(255)	(281)
每股收益	10.44	6.71	6.66	7.13	7.76	营运资本变动	(2576)	(1830)	(1380)	(17)	1347
每股红利	4.68	6.08	4.00	4.28	5.05	其它	112	(313)	(22)	(15)	(17)
每股净资产	46.65	47.39	50.06	52.91	55.62	经营活动现金流	3545	2118	3122	4866	6700
ROIC	23.92%	14.67%	14%	15%	16%	资本开支	0	(1709)	(1830)	(2013)	(2013)
ROE	22.38%	14.17%	13%	13%	14%	其它投资现金流	660	60	0	0	0
毛利率	80%	79%	79%	78%	78%	投资活动现金流	658	(1649)	(1830)	(2013)	(2013)
EBIT Margin	31%	26%	26%	26%	27%	权益性融资	0	18	0	0	0
EBITDA Margin	34%	29%	32%	33%	34%	负债净变化	(66)	219	0	0	0
收入增长	16%	-20%	-5%	4%	6%	支付股利、利息	(2473)	(3212)	(2114)	(2260)	(2667)
净利润增长率	20%	-36%	-1%	7%	9%	其它融资现金流	801	3792	(246)	0	0
资产负债率	39%	34%	33%	32%	32%	融资活动现金流	(4275)	(2176)	(2360)	(2260)	(2667)
股息率	4.4%	5.7%	3.8%	4.0%	4.7%	现金净变动	(72)	(1707)	(1068)	592	2019
P/E	10.2	15.8	16.0	14.9	13.7	货币资金的期初余额	15966	15894	14187	13119	13712
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9	货币资金的期末余额	15894	14187	13119	13712	15731
EV/EBITDA	9.0	12.3	12.0	11.1	10.3	企业自由现金流	0	636	1199	2755	4574
						权益自由现金流	0	4647	1137	2941	4780

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032