下载日志已记录，仅供内部参考

公司评级	增持（维持）
报告日期	2026 年 10 月 20 日

基础数据

10 月 16 日收盘价（元）	85.07
总市值（亿元）	449.68
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

【兴证食饮】古井贡酒：主动出清夯实底部，轻装上阵改善可期-2026.08.29

【兴证食饮】古井贡酒：核心团队铸魂，组织体系聚力-2026.07.10

【兴证食饮】古井贡酒：卸下包袱出清筑底，稳扎稳打穿越周期-2026.06.27

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)

轻装上阵，价值回归

投资要点：

- **风险前置出清，底部价值已显，H2 逐季改善可期。**复盘来看，2014 年以来古井贡酒收入和利润表现长期优于白酒行业，且行业分化阶段或弱周期时期能够跑出相对收益。报表端来看，当前古井出清进度及力度居前，26Q1 回款及现金流环比改善，经营底盘坚实。市场表现来看，截至 2026 年 10 月 16 日，古井股价自 21 年最高点回落 68.3%，较 25Q2 禁酒令冲击下的阶段性低点下跌了 31.1%，且跌破 924 政策刺激前的低位，此外公司估值也已处于历史底部区间。同时，公司持续强化股东回报，2025 年分红率同比+8.04pct 至 65.53%，对应股息率 5.2%，安全边际充分，绝对收益价值彰显。短期来看，26H1 加速出清历史包袱，进一步夯实周期底部，报表业绩置信度和成色持续改善，三季度动销预计改善，叠加理性控制供给，库存水位扎实下降、核心单品批价趋稳，依托于扎实的基本功，26H2 低基数下古井有望实现逐季改善。

- **品牌、产品、渠道和组织力的全方位领先。**1）品牌端：古井贡酒作为老八大名酒之一，名酒基因纯正，品牌价值位居世界烈酒前列，同时全链路布局品牌营销，持续高举高打提升品牌声量与影响力，强化省内外品牌触达与势能传递。2）产品端：上下端同时发力，实现“高端稳品牌、中端守结构、大众扩底盘、低度抢人群”的全价格带协同，产品矩阵更具防御力和弹性。3）组织端：核心团队多由基层成长而来、实战经验丰富、稳定性佳，持续引领公司攻坚克难、稳居徽酒龙头；2026 年董事会换届完成，核心董事会成员及高管均实现留任，确保了公司战略连续性、执行稳定性和组织战斗力，亦彰显了控股股东对公司管理层的支持和认可。4）渠道端：省内深度分销构筑渠道壁垒，全省终端覆盖率和执行力领先，省外依托优质大商灵活突破并长期培育深耕；核心骨干利益与集团深度绑定，营销铁军规模、薪酬位居行业前列，军事化管理和市场化考核确保终端执行到位，坚守渠道掌控力。

- **省内竞争优势强化，省外战略迭代实现逐步扩张。**1）省内：借鉴江苏升级路径，安徽作为传统的白酒产销大省，其经济跃迁支撑消费韧性，中长期也有望带动白酒市场扩容和消费升级。古井省内龙头地位稳固，测算来看，2024 年古井安徽省内收入规模预计约 140 亿元、市场份额约为 35%，迎驾、口子窖市场份额分别约为 13%、12%；考虑白酒行业缩量情况以及省内竞争格局，预期古井在省内仍稳居龙头、市占率稳中有升。以安徽省内前二大白酒市场来看，古井均稳居当地 TOP1 品牌，销售规模远超省内外酒企，优势市场示范效应显著。展望来看，古井渠道与产品打法可复制到强势市场周边城市，从而逐步推动省内整体份额进一步提升。2）省外：环安徽为核心市场，2025 年华中地区营收达 166.5 亿元、占比 88.4%。省外通过古 20+战略，市场打法“一地一策”，依托优质大商叠加 1+1 深度协销，构建“安徽固本、长三角龙头、沿边及经济文旅区突破”的立体格局。短期在行业去库周期下主动收面、优结构、稳价盘，中长期仍坚持重点做深江苏样板市场、巩固湖北基本盘，并优化河南、山东的渠道与结构，有望以安徽势能辐射周边省市实现逐步扩张。

- **盈利预测及投资建议：价值底部区间、内功修炼扎实，看好古井韧性穿越周期。**经过春节旺季的集中动销，渠道积压库存部分消化，端午动销平淡，公司进一步控货调整，26Q2 延续出清节奏、夯实周期底部，中秋国庆动销有所改善、库存扎实去化，26H2 低基数效应下报表有望逐季改善。古井管理层稳定优秀引领长期发展方向，强组织力确保战略高效执行落地，短期主动纾压报表承压，但有利于中长期库存健康和价盘稳定，公司省内龙头地位稳固，坚守坚定、精耕细作下未来省内份额巩固提升、省外稳步拓展路径清晰。我们略微调整此前盈利预测，预计 2026-2028 年营收分别为 152.35/160.61/172.64

下载日志已记录，仅供内部参考

亿元，归母净利润分别为 26.05/30.86/35.65 亿元，以 2026 年 10 月 16 日收盘价计算，对应 PE 为 17.3/14.6/12.6 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**宏观经济波动影响消费；流动性未来边际变化；行业竞争加剧；次高端升级不及预期。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	18832	15235	16061	17264
同比增长	-20.1%	-19.1%	5.4%	7.5%
归母净利润（百万元）	3549	2605	3086	3565
同比增长	-35.7%	-26.6%	18.5%	15.5%
毛利率	79.3%	79.2%	79.7%	80.4%
ROE	14.2%	10.0%	11.4%	12.6%
每股收益（元）	6.71	4.93	5.84	6.75
市盈率	12.7	17.3	14.6	12.6

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

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 风险前置出清，底部价值已显 5
二、 品牌、产品、渠道和组织力的全方位领先 8
（一） 老八大名酒底蕴深厚，高举高打品牌力领先 8
（二） 产品矩阵全价格带协同发力，年份原浆韧性依旧 10
（三） 核心团队铸魂、组织体系聚力，护航公司穿越周期 13
（四） 深度分销直控终端，营销铁军强化渠道壁垒 15
三、 省内竞争优势强化，省外战略迭代实现逐步扩张 16
（一） 省内：龙头地位稳固，份额有望巩固提升 16
（二） 省外：全国化+次高端纵深推进，样板市场蓄力待发 20
四、 盈利预测及投资建议 21
五、 风险提示 23

图目录

图 1、 复盘来看，2014 年、2018-2020 年、2022 年古井相对白酒板块有相对收益 5
图 2、 古井及白酒板块营收 yoy 6
图 3、 古井及白酒板块归母净利润 yoy 6
图 4、 古井 PE（TTM）走势 6
图 5、 古井分红率不断提升 7
图 6、 古井股息率在白酒板块中居前 7
图 7、 古井单季度营收及归母净利润 8
图 8、 古井合同负债及同比、环比变化 8
图 9、 古井经营性现金流及同比变化 8
图 10、 古井贡酒品牌价值位居世界烈酒前列 9
图 11、 古井贡酒长期冠名央视春晚 10
图 12、 古井贡酒冠名高铁 10
图 13、 主要区域白酒企业销售费率对比 10
图 14、 安徽主要酒企广宣费用及广宣费率对比 10
图 15、 年份原浆为古井核心品牌系列 12
图 16、 年份原浆系列毛利率水平保持稳健 12
图 17、 古井核心产品批价保持相对稳定 12
图 18、 公司快速反应，将网络热度落地成产品 14
图 19、 古井以“三通工程”为营销体系的核心 15
图 20、 古井销售人员数量在区域酒中居前 16
图 21、 古井销售人员薪酬处于较高水平 16
图 22、 安徽经济发展向好向新，GDP 增速基本高于全国水平 17
图 23、 安徽经济增长动能向新、结构向优 17
图 24、 安徽高新技术企业数量持续增加 17
图 25、 借鉴江苏升级路径，安徽省内主流价格带仍有升级空间 18
图 26、 安徽省内来看白酒消费亦有结构差异 18
图 27、 2024 年合肥白酒市场竞争格局 20
图 28、 2024 年阜阳白酒市场竞争格局 20

下载日志已记录，仅供内部参考

表目录

表 1、 古井贡酒为老八大名酒，历史底蕴深厚 9
表 2、 古井贡酒主要产品矩阵 11
表 3、 古井贡酒核心高管履历 13
表 4、 古井产品全价格带覆盖，提前占位引领消费升级 19
表 5、 古井省外策略调整迭代 21
表 6、 古井贡酒 2026E-2028E 收入拆分及预测 22
表 7、 可比公司估值一览（估值日期为 2026 年 10 月 16 日） 22

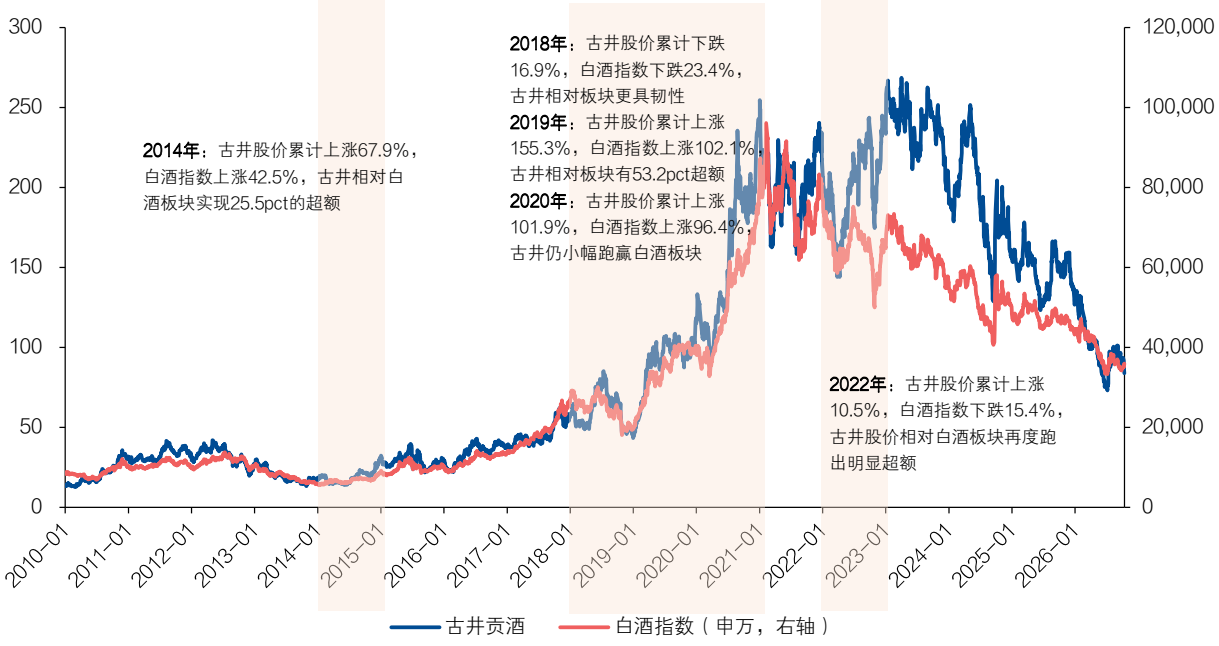
下载日志已记录，仅供内部参考

一、风险前置出清，底部价值已显

复盘来看，2014 年以来古井贡酒收入和利润表现长期优于白酒行业，且行业分化阶段或弱周期时期能够跑出相对收益。

- 2014 年：股价方面，2014 年古井相对申万白酒指数实现 25pct 的超额收益。基本面来看，2013-2014 年行业需求从政商务向大众消费回归，古井献礼、古 5 适配大众消费价格带，同时具备渠道利润，此外三通工程打下深度分销坚实基础，推动古井率先实现修复，2014 年收入、归母净利润分别同比+1.5%、-4.0%，优于申万白酒整体的-7.3%、-15.3%。
- 2018-2020 年：三年期间古井相对申万白酒指数分别实现 7pct、53pct、5pct 的超额收益，其中 2019 年有明显相对收益。古井古 8 及以上产品逐步放量，省内竞争优势强化，同时省外市场加速突破，2018、2019 年古井业绩增速优于板块整体，2020 年公共卫生事件影响下收入仍具备韧性。
- 2022 年：公共卫生事件反复扰动消费场景，行业弱周期下 2022 年申万白酒指数累计下跌 15%，古井股价累计上涨 10%。古井受益于省内场景恢复和消费升级趋势延续，2022 年业绩和股价再度实现双超额。

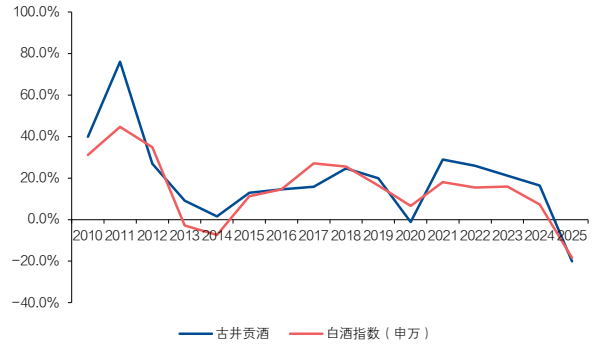
图1、复盘来看，2014 年、2018-2020 年、2022 年古井相对白酒板块有相对收益



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

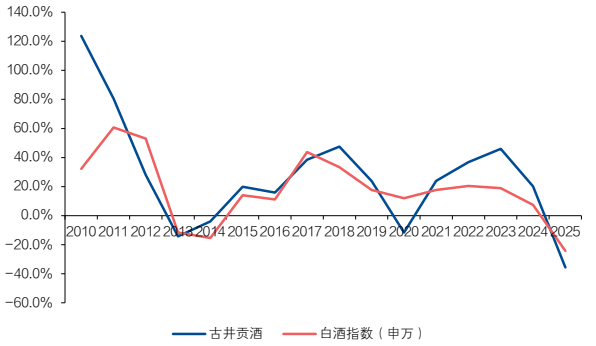
下载日志已记录，仅供内部参考

图2、古井及白酒板块营收 yoy



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、古井及白酒板块归母净利润 yoy



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

估值处于底部区间，股息率保证绝对收益。股价方面，尽管 26Q3 以来资金风格再平衡下古井股价自底部有所修复，但纵向对比来看仍处于历史低位，截至 2026 年 10 月 16 日，古井股价自 21 年最高点回落 68.3%，较 25Q2 禁酒令冲击下的阶段性低点下跌了 31.1%，且跌破 924 政策刺激前的低位（下跌 33.9%）。估值方面，截至 2026 年 10 月 16 日，古井 PE（TTM）约为 22x，位于 2012 年以来 29.2%的估值分位数，仍处于相对底部区间。同时，公司分红率自 2020 年的 40.73%提升至 2025 年的 65.53%，白酒行业调整期公司进一步强化股东回报、保障股东权益，2025 年分红率同比+8.04pct，对应股息率 5.2%，具备充分的安全垫，绝对收益价值彰显。

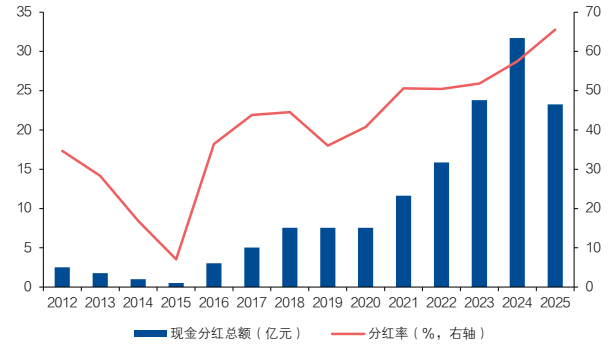
图4、古井 PE（TTM）走势



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

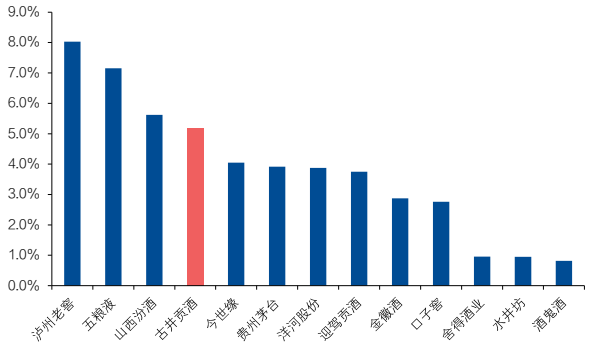
下载日志已记录，仅供内部参考

图5、古井分红率不断提升



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、古井股息率在白酒板块中居前



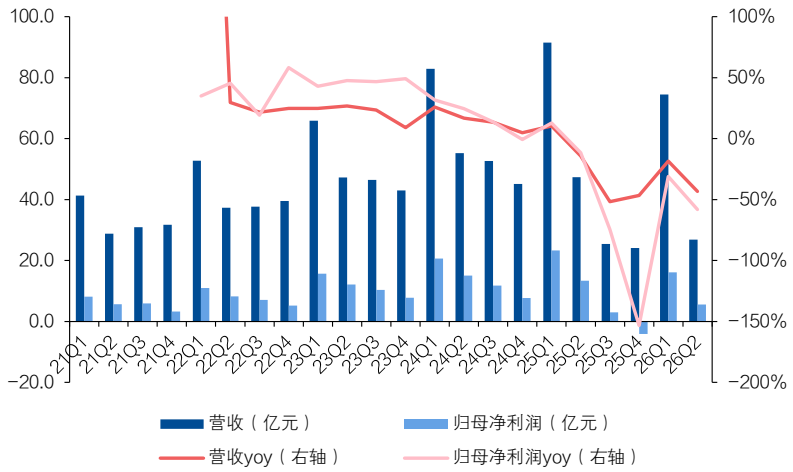
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

古井出清进度及力度居前，经营底盘坚实，有望实现逐季改善。

- 2025 年白酒行业进入深度调整阶段，古井 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 主动放松回款要求、历史包袱加速出清。利润端，2025 年古井归母净利润同比-35.67%，其中 25Q4 亏损 4.11 亿元，主要系对黄鹤楼酒业一次性计提商誉减值 3.15 亿元，风险前置出清。
- 2026 上半年白酒行业整体由加速出清转入筑底阶段，酒厂经营策略更趋于理性，头部酒企普遍加强出货调控和价格管理、去化渠道库存；古井秉承长期主义，严控发货节奏，务实帮助渠道减负，26Q1、26Q2 收入分别同比-18.59%、-43.27%。26Q1 回款及现金流表现环比改善，验证公司经营底盘依然坚实，渠道打款意愿良好，其中 26Q1 末合同负债环比+7.8 亿元，26Q1 经营性现金流同比+3.6%；26Q2 合同负债水位环比下降与常规淡季酒厂理性去库有关，属于经营正常波动。
- 中秋国庆白酒行业整体表现平淡，古井三季度动销预计同环比均有改善，叠加公司理性控制供给节奏，库存水位扎实下降，为中长期渠道健康打下扎实基础。**短期来看，26Q2 加速出清历史包袱，进一步夯实周期底部，报表业绩置信度和成色持续改善，26H2 基数效应显著，依托于扎实的基本功，古井有望实现逐季改善。**

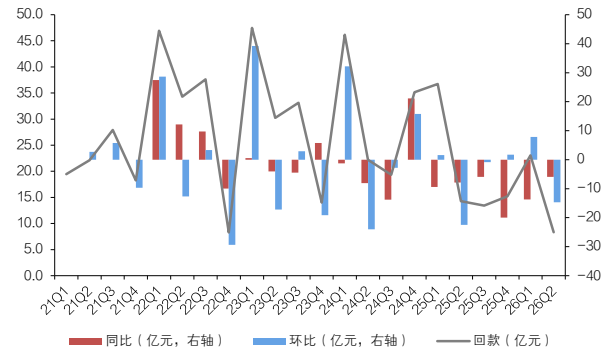
下载日志已记录，仅供内部参考

图7、古井单季度营收及归母净利润



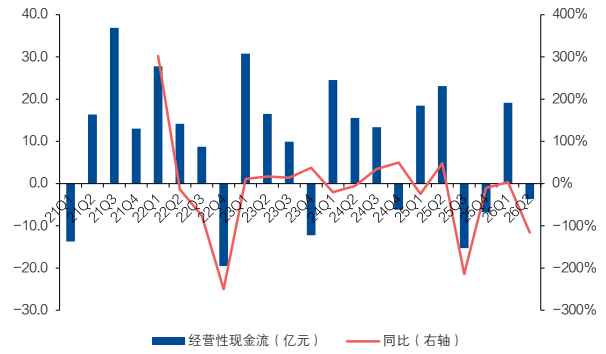
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、古井合同负债及同比、环比变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、古井经营性现金流及同比变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、品牌、产品、渠道和组织力的全方位领先

（一）老八大名酒底蕴深厚，高举高打品牌力领先

名酒基因纯正，品牌底蕴深厚。古井贡酒酿造技艺发轫于公元 196 年曹操进献汉献帝的“九酝春酒”，自此一直作为皇室贡品，其“九酝酒法”获吉尼斯认证为世界现存最古老蒸馏酒酿造技艺。除 1952 年第一届评酒会因尚未完全复产而缺席之外，古井贡酒以“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，在 1963、1979、1984、1989 年连续四届蝉联全国白酒评比金奖，此外亦在巴黎第十三届国际食品博览会上荣获金奖，先后获得中国地理标志产品、国家重点文物保护单位、国家非物质文化遗产保护项目、安徽省政府质量奖、全国质量标杆等荣誉。古井贡酒作为老八大名酒之一，历史源远流长、名酒基因纯正，品牌价值位居世界烈酒前列，Brand Finance 发布的《2025 年度全球最具价值烈酒品牌 50 强》中，古井贡酒品牌价值达 36 亿美元、排名第八位。

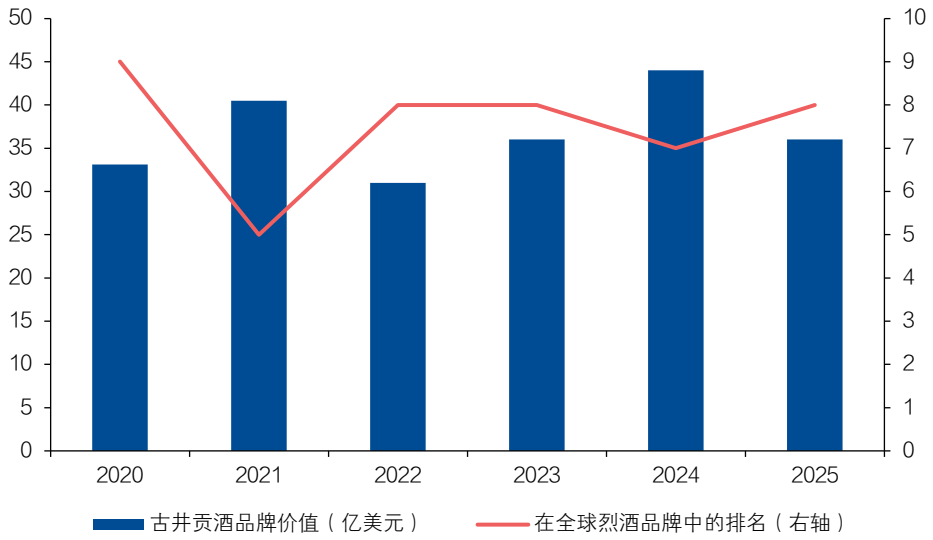
下载日志已记录，仅供内部参考

表1、古井贡酒为老八大名酒，历史底蕴深厚

届数	年份	称号	获奖品牌
第一届	1952 年	四大名酒	汾酒、茅台、泸州老窖、西凤酒
第二届	1963 年	老八大名酒	汾酒、五粮液、**古井贡酒**、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、董酒
第三届	1979 年	新八大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、**古井贡酒**、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984 年	十三大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、**古井贡酒**、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲、西凤、全兴大曲、郎酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒
第五届	1989 年	十七大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、**古井贡酒**、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲、西凤、全兴大曲、郎酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、沱牌曲酒、宋河粮液、宝丰酒、武陵酒

数据来源：福建省酒业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、古井贡酒品牌价值位居世界烈酒前列



数据来源：浙江贸促，酒展网，华夏酒报，名酒观察，兴业证券经济与金融研究院整理

全链路布局品牌营销，持续强化省内外品牌触达与势能传递。古井通过营销全域布局，多点强化品牌认知和势能，具体来看：1）2016-2026 年连续 11 年特约央视总台春晚这一“超级流量入口”，叠加安徽卫视春晚与元宵晚会，打造“过大年·喝古井·看春晚”超级 IP，稳固 年酒” 心智并反哺高端化路径，抢占品牌势能制高点；2）陆续在多条高铁线路开展冠名合作，将品牌形象与“回家”、团聚” 等国民级情感符号紧密相连，同时也能触达商务出行人群，配合核心城市品鉴和高端活动，持续强化省内外品牌触达与势能传递；3）此外，古井还打造了贯穿全年的“一节一季一典一年”IP 活动，线上在抖音、小红书等平台成功打造多条千万级播放量的爆款内容，探索“品销合一”新路径。横向对比来看，古井贡酒销售费率大致在 25%-30%水平，明显高于其他区域酒企；其中，古井广宣费用投入规模亦远超安徽省内其他主流酒企，持续高举高打提升品牌声量与影响力，强化品牌护城河。

下载日志已记录，仅供内部参考

图11、古井贡酒长期冠名央视春晚



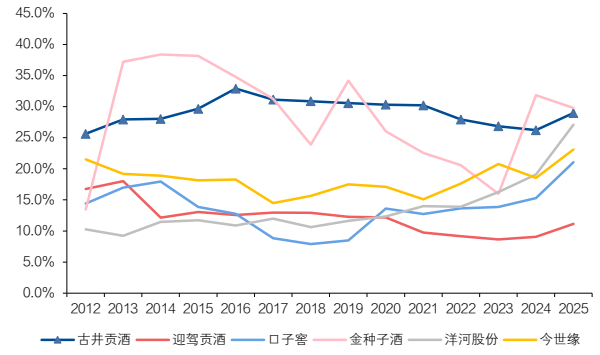
数据来源：微酒，安徽卫视，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、古井贡酒冠名高铁



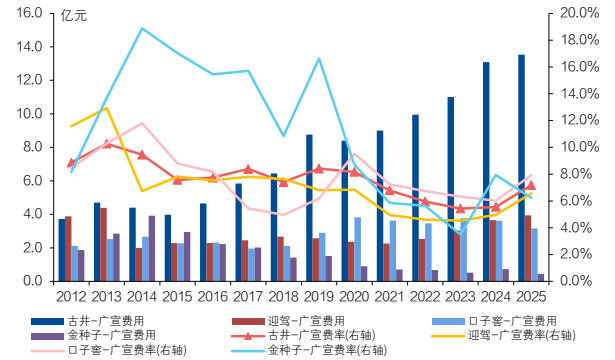
数据来源：安徽交通广播，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、主要区域白酒企业销售费率对比



数据来源：wind，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、安徽主要酒企广宣费用及广宣费率对比



数据来源：wind，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）产品矩阵全价格带协同发力，年份原浆韧性依旧

全价格带协同，产品矩阵更具防御力和弹性。古井过去一轮增长的核心驱动力主要来自于年份原浆的结构升级，而 2025 年以来行业进入“量缩价跌、库存高企、消费分化”的深度调整阶段，公司产品策略的重点已从向上做结构转向上下两端同时发力，产品矩阵围绕真实消费场景主动进行再平衡，实现“高端稳品牌、中端守结构、大众扩底盘、低度抢人群”的多层协同。具体来看，古 20 维持品牌高度和省外次高端突破能力，古 16、古 8 承接宴席与市场主流价格带需求，古 5 稳固大众消费需求底盘，第八代古井贡酒、老瓷贡补齐百元以下塔基，同时 26 度轻度系列切入年轻化与低度化新场景、神力酒占位健康赛道，形成对商务收缩、消费降级与渠道去库的结构性对冲。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2、古井贡酒主要产品矩阵

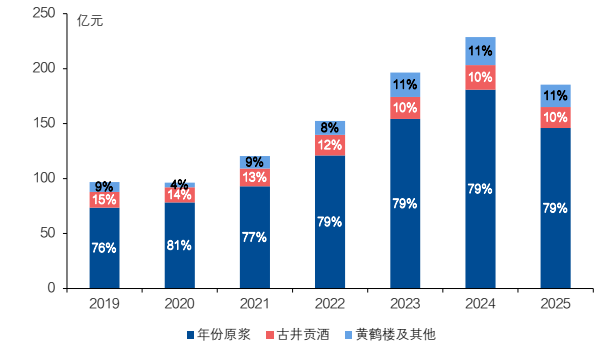
	产品	零售价	主要价格带	核心场景	战略功能	产品展示图
年份原浆	古20	527.28元/500ml（42度） 587.28元/500ml（52度）	300元以上	商务、礼赠、省外次高端突破	树品牌、拉高度、打开省外规模上限	
	古16	367.28元/500ml（42度） 370元/500ml（50度） 387.28元/500ml（52度）	300-400元	宴席、城市升级消费	守结构、承接宴席升级、稳住次高端中枢	
	古8	260元/500ml（42度） 280元/500ml（50度） 277.28元/500ml（52度）	200元左右	大众宴席、礼赠、单位用酒、自饮	走量核心、稳住省内基本盘	
	古5	120元/500ml（50度） 140元/500ml（50度）	百元左右	下沉市场、家庭聚饮、刚需消费	底盘产品、对冲消费降级	
	献礼	88.75元/500ml（45度） 88.75元/500ml（50度） 88.74元/500ml（55度）				
古井贡酒	第八代古井贡酒	80元/500ml	百元以下	百元内送礼、自饮、口粮	大众盒装补位、扩大覆盖面	
	老瓷贡	42.88元/500ml	百元以下	县乡、餐饮、流通、光瓶自饮	光瓶塔基、渠道下沉抓手	
年份原浆26度轻度系列	轻度古20	306.28元/500ml	100-300元	悦己、混饮、年轻社交	抢占年轻客群、打开新消费入口	
	轻度古8	122.28元/500ml				
	轻度古7	97.28元/500ml				
养生酒	神力酒	60元/520ml	百元以下	轻养生、日常独酌、小聚佐餐	开辟健康养生新赛道，实现消费人群破圈	

数据来源：京东，淘宝，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

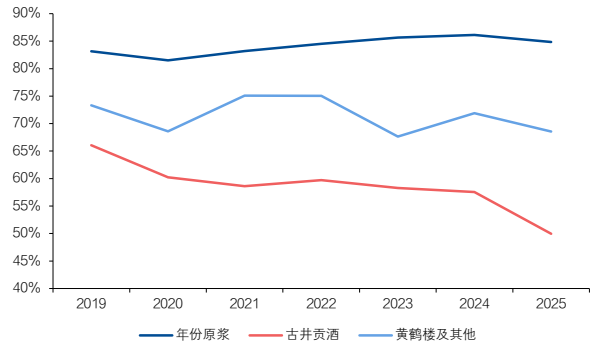
核心品牌“年份原浆”系列构筑强大基本盘。“年份原浆”为公司战略核心和业绩支柱，主营占比超 75%。产品结构上，“年份原浆”已形成覆盖全价格带的产品梯队，古 5/献礼深入乡镇市场、筑牢大众消费根基，古 8 瞄准大众消费核心价位、夯实省内基本盘，古 16 承接宴席升级需求，古 20 树品牌、作为次高端主推产品突破省内外次高端价位。2025 年以来白酒行业进入深度调整，年份原浆系列内部产品表现受场景变化影响表现有所分化，商务修复节奏偏弱下古 20 持续承压，古 16 承接宴席用酒升级和商务用酒降档、表现优于整体，古 8、古 5 及以下大众价位产品需求具备韧性。批价方面，2025 年白酒终端市场动销疲软，渠道库存高企，价格倒挂现象普遍，古井次高端产品受需求冲击影响略有波动，但大众价位核心产品依靠稳定需求和周转、优秀渠道掌控力，价格稳定性较高；2026 年 6 月以来，得益于动销改善、供给理性，核心单品批价均趋于稳定。整体来看年份原浆系列基本盘稳固，2025 年年份原浆系列收入 145.9 亿元，占主营收比重达 78.7%，毛利率维持较高水平、达到 84.9%。

图15、年份原浆为古井核心品牌系列



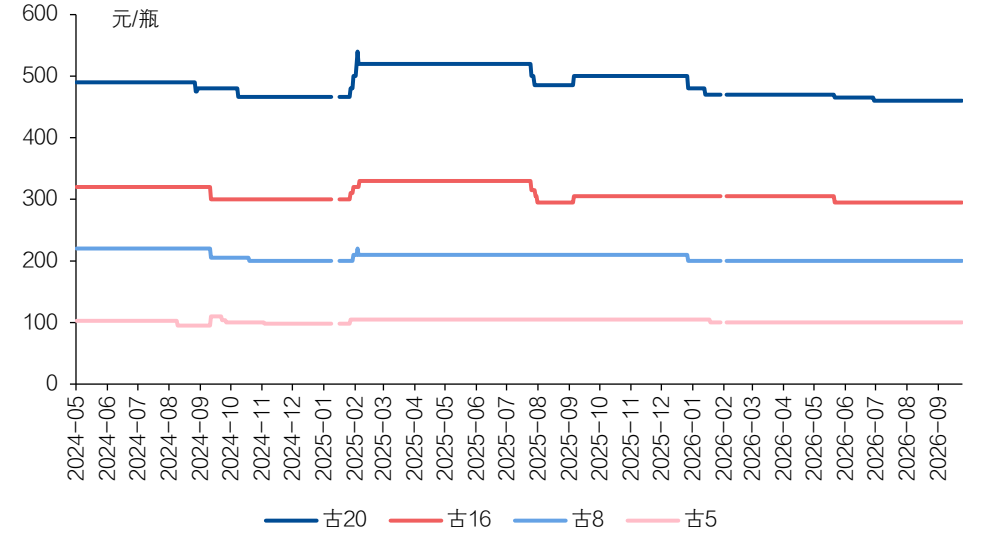
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、年份原浆系列毛利率水平保持稳健



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、古井核心产品批价保持相对稳定



数据来源：今日酒价，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

大众与创新单品边际补位，抢占消费底盘和年轻客群。古井贡酒”经典系列承载老八大名酒历史底蕴，定位大众市场，在白酒消费从“面子溢价”向“里子刚需”切换阶段，2025 年老瓷贡、老玻贡等百元以下经典产品回归，一方面帮助古井重新链接 民酒” 属性，提升了古井对消费结构分化的对冲能力，另一方面也强化了古井渠道下沉的效率，匹配县乡餐饮、流通和高频自饮场景。2025 年以来推出了 26 度轻度系列产品，定位“悦己、混饮”，面向 Z 世代的低度化、轻量化、轻社交需求，是公司对未来人群结构变化的前瞻性押注。此外，公司在 2026 年春糖推出神力酒，占位健康赛道，前瞻布局消费习惯演变趋势。

（三）核心团队铸魂、组织体系聚力，护航公司穿越周期

核心团队多为基层成长而来、实战经验丰富、稳定性佳，持续引领公司攻坚克难、稳居徽酒龙头。古井高管团队核心成员基本由内部体系成长而来，长期奋战营销一线，深谙白酒行业趋势、渠道与终端情况。古井董事长梁金辉先生自 1989 年从基层起步，完整经历了销售、管理等岗位，其领导贯穿了公司复兴与扩张的全周期，2014 年至今带队完成组织与策略迭代，在多轮周期中体现出极强穿越能力；销售公司董事长闫立军先生从业务员、大区经理逐步晋升至销售公司一把手，深刻理解渠道与市场动销规律；此外副总经理朱向红、张立宏、许鹏等人亦拥有长期销售与市场管理履历。2026 年董事会换届完成，梁金辉、闫立军、周庆伍等核心董事会成员及高管均实现留任，确保了公司战略连续性、执行稳定性和组织战斗力，亦彰显了控股股东对公司管理层的支持和认可。

表3、古井贡酒核心高管履历

姓名	年龄	职务	任职日期	个人履历
梁金辉	60	公司董事长，集团党委书记、董事长	2014 年 4 月至今	工商管理硕士，第十三届、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	52	公司总经理，集团党委副书记	2014 年 4 月至今	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，古井集团党委副书记。历任公司副总经理、常务副总经理等
闫立军	53	党委副书记，公司常务副总经理	2016 年 8 月至今	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，古井集团党委委员。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
康磊	48	副总经理	2022 年 9 月至今	中共党员，本科学历，高级会计师。现任公司党委委员、副总经理、企业管理中心总监。历任亳州古井销售有限公司财务管理中心副总监，公司行政服务中心总监、总经理助理，古井集团总裁办副主任等
张立宏	58	副总经理	2016 年 8 月至今	中共党员，本科学历，经济师。现任公司党委副书记、副总经理，古井集团党委专职副书记。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，公司人力资源中心总监、行政服务中心总监、总经理助理等
朱向红	52	副总经理	2020 年 8 月至今	本科学历，高级评酒师。现任公司党委委员、副总经理，黄鹤楼酒业党委书记、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，公司总经理助理等

下载日志已记录，仅供内部参考

李安军	56	副总经理	2020 年 8 月至今	中共党员，正高级工程师，研究生学历。现任公司党委委员、副总经理、总工程师。历任公司技术质量中心副总监、总监等
许鹏	56	副总经理	2016 年 8 月至今	中共党员，本科学历。现任公司党委委员、董事、副总经理，黄鹤楼酒业董事长，古井集团党委委员。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，安徽古井贡酒股份有限公司财务部副经理、经理，亳州古井销售有限公司市场监察部总监、副总经理，黄鹤楼酒业党委书记等
高家坤	56	副总经理	2020 年 8 月至今	中共党员，本科学历。现任公司党委委员、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、总经理助理等
朱家峰	49	副总经理，董事会秘书，总会计师	2021 年 10 月至今	中共党员，大专学历，高级会计师。现任公司党委委员、副总经理、总会计师、董事会秘书、财务管理中心总监。历任公司财务管理中心经理、副总监、总经理助理、副总会计师

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2026 年 10 月 16 日

公司内部上下一心、高效运转，保障事事快速响应、执行落地。精神就是企业的灵魂和核心竞争力，古井秉承“做真人，酿美酒，善其身，济天下”的价值观，坚持“态度决定一切，精神战胜一切，状态改变一切”的必胜信念，相信企业经营的成功依靠于团队力量的凝聚，上下一心、高效运转，共同把古井做强做大。2026 年春节期间，因安徽高速堵车，网友将古井贡酒旗下明光酒业的“明绿液”广告牌误读为“奶绿波”，作为网络热梗迅速在社交平台发酵，古井敏锐捕捉网络热度，仅用一周多时间就在古井轻养社上新“奶绿波”奶茶。以小见大，本次事件已展现了公司优秀的市场反应力和敏捷度，而其背后正是公司强组织力的支撑，验证了内部运营协同的高效。

图18、公司快速反应，将网络热度落地成产品



数据来源：谯城发布，云酒头条，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）深度分销直控终端，营销铁军强化渠道壁垒

省内深度分销构筑渠道壁垒，省外依托优质大商灵活突破。古井在省内以“1+1”深度分销模式为主，以厂家为主导、直控终端网点，全省终端覆盖率和执行力领先。公司 2009 年提出的“三通工程” 是营销体系核心，即小区域、高占有，主要是在选定的区域内集中资源，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，构建渠道和消费者的良性互动，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；先在局部区域做到第一，然后进行成功复制，由点及面逐步扩大市场占领率。当前古井仍持续深化三通工程，通过县乡终端全覆盖的毛细血管式渠道体系夯实省内大本营市场，巩固省内渠道掌控力。省外市场由于消费基础偏弱，公司主要依托当地实力雄厚的大商，以渠道利润激励大商开拓市场，灵活应变实现市场突破；与此同时，公司明确省外市场培育周期为 3-5 年，秉承长期主义坚持在“苏豫皖”及长三角经济区等外围市场的战略布局与持续深耕。

图19、古井以“三通工程”为营销体系的核心



数据来源：古井集团官网，微酒，兴业证券经济与金融研究院整理

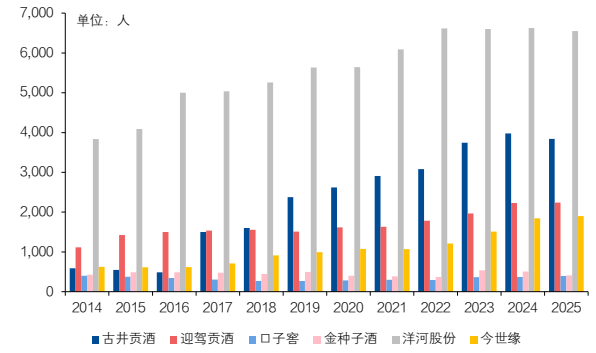
核心骨干利益与集团深度绑定，营销铁军规模、薪酬位居行业前列，军事化管理和市场化考核确保终端执行到位，坚守渠道掌控力。

- 公司使用员工持股平台方式替代股权激励，让核心员工通过出资加入安徽古鑫（员工持股平台），该平台作为法人股东入股公司控股股东古井集团；在不直接稀释上市公司股权、保持资本市场结构稳定的同时，将核心团队的利益深度绑定于集团的长期整体价值，有利于保障公司全国化等长远战略的坚定执行，为公司的深度调整、全国化扩张及多品牌协同运营提供了稳定、高效的制度环境。

下载日志已记录，仅供内部参考

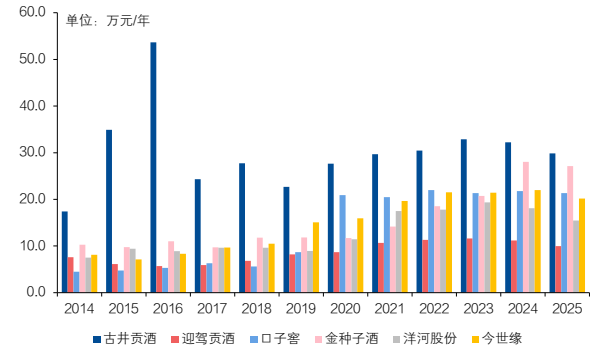
- 古井组建了行业领先的销售团队，截至2025年底，古井贡酒销售人员达3843人，规模仅次于洋河，同年人均薪酬29.8万元/年，在主流区域酒企中亦位居前列。销售团队采用准军事化管理，考核机制与目标完成度、区域增速强挂钩，形成“终端日巡、库存周盘”的强执行文化，在董事长梁金辉总“没有攻不下的碉堡”理念指引下，销售团队在合肥等关键市场实现“从零到垄断”的突破。

图20、古井销售人员数量在区域酒中居前



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、古井销售人员薪酬处于较高水平



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

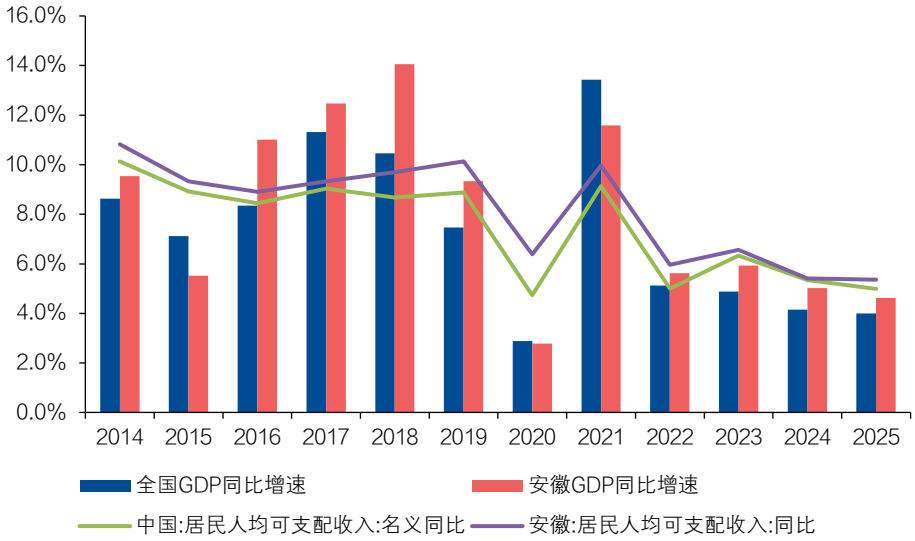
三、省内竞争优势强化，省外战略迭代实现逐步扩张

（一）省内：龙头地位稳固，份额有望巩固提升

安徽省经济发展稳中有进、动能向新，增速领先全国平均水平。从宏观总量看，十四五期间安徽经济总量连跨两个万亿元台阶，2025年全省GDP达5.3万亿元，近五年CAGR为6.5%，较全国GDP同期年复合增速高0.3pct；规上工业营收从3.8万亿元增加至5.9万亿元，位列全国TOP5，历史性迈入工业大省行列。结构上，“十四五”期间安徽大力推动科技创新和产业创新深度融合，新质生产力加快成长，战略性新兴产业成为经济增长的主引擎，具体来看：过去五年，全省国家级高新技术企业、科技型中小企业数量分别达2.4万家、4.5万家，年均分别增长23%、43%，全省战略性新兴产业产值年均增长15.2%，占规上工业产值比重由2020年的40.3%提升至2025年的45.4%，高技术制造业增加值年均增长18.6%，占规上工业增加值比重从12.2%提升至18.1%。**安徽作为传统的白酒产销大省，其经济跃迁支撑消费韧性，也为中长期白酒市场扩容和消费升级提供了直接动力。**

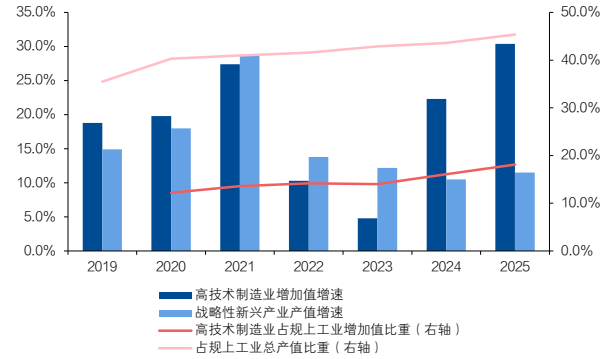
下载日志已记录，仅供内部参考

图22、安徽经济发展向好向新，GDP 增速基本高于全国水平



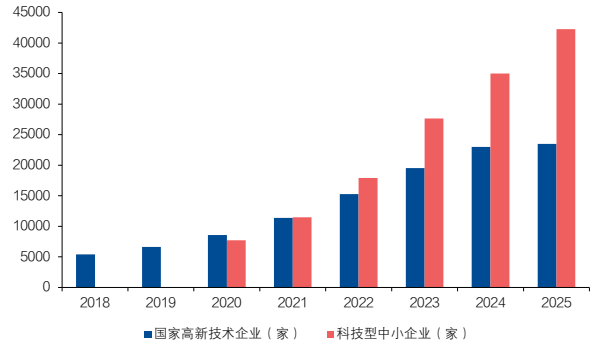
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、安徽经济增长动能向新、结构向优



数据来源：安徽省统计局，安徽工信，安徽省人民政府网，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、安徽高新技术企业数量持续增加

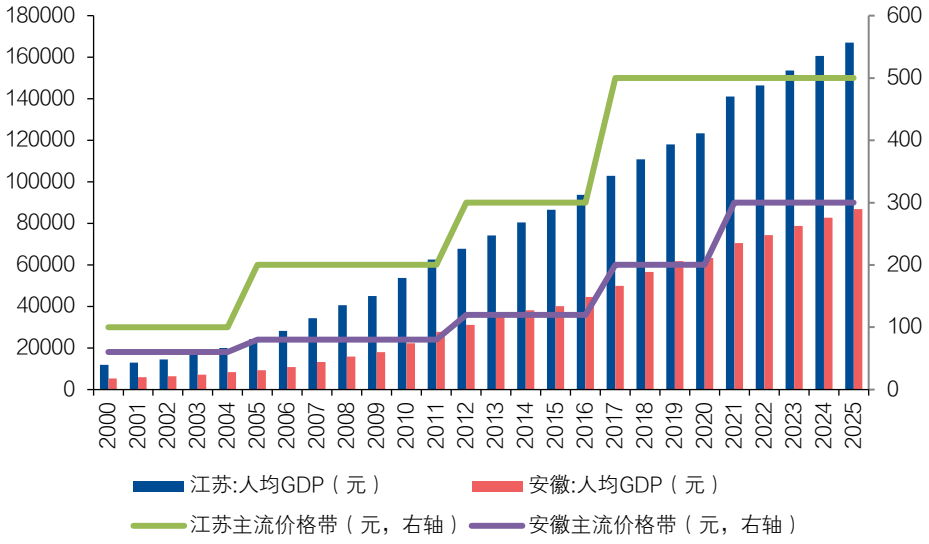


数据来源：安徽省科学技术厅，安徽省人民政府，兴业证券经济与金融研究院整理

借鉴江苏升级路径，安徽省内主流价格带仍有升级空间。江苏、安徽同属江淮浓香产区，饮酒氛围浓厚，且竞争格局以区域酒企主导。对比来看，江苏经济发展、居民收入均领先安徽，白酒主流消费价格带已升级至 300-600 元区间，而安徽当前主流价位仍在 100-300 元，借鉴江苏白酒消费升级路径，随着安徽省内经济和收入水平的提升，中长期白酒消费有望持续升级至 300 元以上价位。安徽省内来看亦有结构差异，其中皖北主流价格带约 120-200 元、皖中约 200-300 元、皖南约 150-200 元，合肥作为省内消费高地，未来各市白酒消费层次有望向 200-300 元价格带看齐。

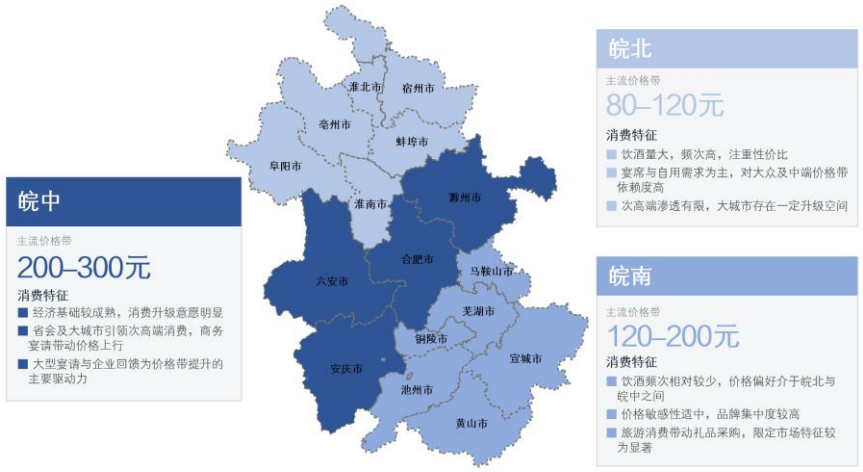
下载日志已记录，仅供内部参考

图25、借鉴江苏升级路径，安徽省内主流价格带仍有升级空间



数据来源：wind，界面新闻，酒业家，名酒观察，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、安徽省内来看白酒消费亦有结构差异



数据来源：华夏酒报，大家酒评，兴业证券经济与金融研究院整理

古井省内龙头地位稳固，竞争力持续领先。测算来看，2024 年古井安徽省内收入规模预计约 140 亿元、市场份额约为 35%，迎驾、口子窖省内收入均未过百亿元、市场份额分别约为 13%、12%；考虑 2025 年白酒行业缩量情况以及安徽省内竞争格局变化（迎驾在百元左右价格带动销较好、份额有所提升，但口子窖、金种子仍在深度调整），预期 2025 年古井在省内仍稳居龙头、市占率稳中有升。此外，古井自布局年份原浆系列以来，产品梯度布局持续提前卡位、引领省内价格带升级，叠加营销高举高打，古井在 200 元以上价位的品牌支撑力更强，古 8/古 16/古 20 在消费者认知和购买优先级方面仍具备相对优势，同时考虑渠道掌控力和运营精细度，我们认为古井在安徽省内市场仍具备相当的统治力。

下载日志已记录，仅供内部参考

表4、古井产品全价格带覆盖，提前占位引领消费升级

	600 元以上	350-600 元	200-350 元	110-200 元	80-110 元	50-80 元
古井贡酒	古 26、古 30	古 16、古 20	古 7、古 8	古 5	献礼版、淡雅	第八代古井贡酒、老瓷贡
口子窖	三十年窖、兼 30	二十年窖、兼 20	初夏、兼 8、十年窖、仲秋、兼 10	兼 5、六年窖、兼 6、小池窖特酿	五年窖	老口子、口子美酒
迎驾贡酒		洞藏 16、洞藏 20	洞 9	洞 6、钻星	金星	银星
金种子		馥 16、馥 20	馥 9	馥 7	金种子 6 年、金柔和 7	金柔和 8、金柔和 5
贵州茅台	茅台 1935、飞天茅台、茅台生肖					
五粮液	普五 (八代)、1618					
洋河	M9	M3、M6+	天之蓝	海之蓝		
剑南春		水晶剑、珍藏级		金剑南 K6		金剑特曲

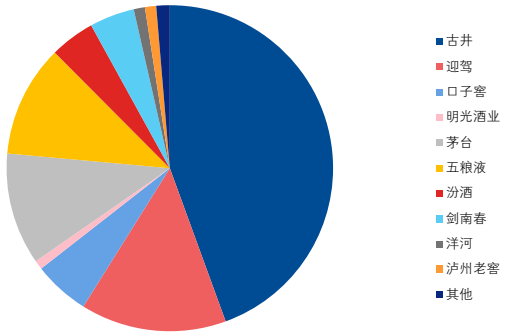
数据来源：京东，淘宝，兴业证券经济与金融研究院整理

以安徽省内前二大白酒市场来看，古井均稳居当地 TOP1 品牌，销售规模远超省内外酒企，优势市场示范效应显著。展望来看，古井渠道与产品打法可复制到强势市场周边城市，从而逐步推动省内整体份额进一步提升。品牌上古井持续投入强化知名度和美誉度，产品上精准卡位并牢固占据 100-300 元主流价格带核心地位，渠道上实行 1+1 厂家主导深度分销模式，通过庞大营销团队高频次的库存盘点、网点覆盖巡查及费用精准管理，实现了对渠道网络的精细化运作和强效管控，同时酒店终端高比例买断抢夺宴席市场份额。

- 省会合肥 2024 年 GDP 达 1.4 万亿元，是省内唯一 GDP 过万亿的城市，占全省 GDP 比重 27%，常住人口数量超千万人、占全省的 16%，居民人均可支配收入 5.6 万元、明显高于全省 3.7 万元。作为安徽省经济发展排头兵，合肥白酒市场容量为省内 TOP1、2024 年市场规模超过 90 亿，其中本土徽酒品牌占据近 70%的市场份额，而古井市占率超 40%、远超其他酒企，外来品牌占比超 30%，同时较高的收入水平下白酒主流价格带位于 200-300 元区间、优于省内其他地区。
- 阜阳 2024 年常住人口达 804 万人、占全省的 13%，作为人口基数较大的城市， 2024 年阜阳白酒市场规模超过 50 亿，是省内仅次于合肥的第二大市场，其中本土和外来品牌市场份额大约为 6:4。本土品牌方面，最大品牌古井的市场规模约 10 亿、份额占比近 20%，其下辖的太和、颍上等县级市场销售额均超过亿，其他省内品牌均未超过 5 亿元规模。

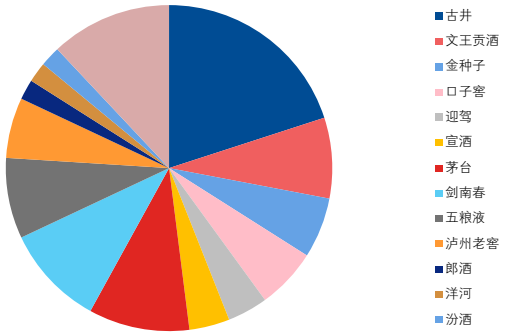
下载日志已记录，仅供内部参考

图27、2024 年合肥白酒市场竞争格局



数据来源：名酒观察，酒业家，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2024 年阜阳白酒市场竞争格局



数据来源：酒业家，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）省外：全国化+次高端纵深推进，样板市场蓄力待发

省外样板市场聚焦深耕，短期调整优化后中长期扩张基础坚实。古井纵深推进“全国化+次高端”双战略，其中安徽省内及环安徽为古井核心市场，2025 年华中地区营收达 166.5 亿元、占比 88.4%。省外通过古 20+战略，市场打法“一地一策”，依托优质大商叠加 1+1 深度协销，构建“安徽固本、长三角龙头、沿边及经济文旅区突破”的立体格局。短期在行业去库周期下主动聚焦核心市场、优结构、稳价盘，中长期仍坚持重点做深江苏样板市场、稳住湖北基本盘，并优化河南、山东的渠道与结构，以安徽势能辐射周边省市实现逐步扩张。

- 江苏：古井全国化样板市场，产品方面以“古 20+古 16”双轮驱动，其中古 16 差异化切入宴席，古 20 聚焦商务礼赠，多维场景延展提升渗透率；路径方面南京高举高打的同时深耕苏南地区，依托“大商+深度分销”与酒商联盟，强化终端推力与控价盘。2023 年江苏整体销售规模预计突破 20 亿元，其中常熟市场古 20 已达约 4000 万元体量，显示样板效应。当前行业调整时期，2025 年以来古井在江苏进行降速去库，预期目前库存水位相对较低，考虑核心烟酒店覆盖较好，后续有望逐步转好向上。
- 湖北：2016 年古井以 8.16 亿元收购湖北黄鹤楼酒 51%股权，并在管理、营销等方面进行整合协同。通过收并购，古井贡酒在补充清香品类的同时，亦增强了在湖北地区的市场竞争力，2025 年黄鹤楼及其他产品收入为 20.26 亿元，贡献稳定基本盘。
- 河南：白酒产销大省，2024 年白酒市场容量近 700 亿元，且市场较为开放，省外名酒主导、本土酒企份额不足 25%。借助相邻地缘优势，古井 2010 年进入河南市场，2015 年成立营销中心，并借鉴省内“三通工程”深度分销模式，以豫东为切入点，主打年份原浆幸福版、5 年、淡雅等中低端产品，集中资源加大投入、实现快速增长，2015 年古井在河南市场实现销售额 13-14

下载日志已记录，仅供内部参考

亿元。但伴随河南消费升级和竞争加剧，古井 2017 年起调整为大商制，产品结构上以古 20 树立品牌标杆，古 7、古 8 占比逐步提升。当前河南白酒市场正处调整周期，古井聚焦核心节点市场，推进渠道与产品结构优化，考虑河南白酒消费基础以及开放性市场格局，未来古井仍有望凭借精细化操作将河南打造为 10 亿元以上的规模市场。

表5、古井省外策略调整迭代

	初期策略	迭代策略
主要市场	河南市场	华东市场、湖北市场
产品策略	主打中低端产品，如古 5、献礼版，同时以淡雅系列作为补充	以古 20 为核心，配合古 8/古 7 及以上等中高端产品
渠道策略	复制省内深度分销模式	一地一策，灵活选择经销商主导、“1+1”深度协销、厂家深度分销模式中的一种或多种渠道运作模式
招商策略	三通工程（店店通、人人通、路路通），经销商配合为主	以次高端引领，各地区招实力大商，控价盘保障渠道利润

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测及投资建议

假设经济维持平稳增长，居民消费意愿及消费能力稳健修复向好，考虑 26H1 同期基数偏高，且消费场景尚未完全恢复，公司仍以去库调整、促进动销为主，报表加速出清，而 26H2 低基数下动销有望同比、环比逐步改善，报表降幅收窄甚至增速转正可期，结合来看，由于春节旺季销售在全年占比偏高，叠加公司理性控制供给节奏、重视渠道健康，预期 2026 年公司收入仍有承压；随着消费持续修复，以及渠道库存出清到位，预计动销、报表逐步匹配，2027-2028 年收入有望逐步回到增长通道。利润端，预期 2026 年次高端产品持续承压、2027-2028 年产品结构逐步修复，叠加促进动销开瓶下费用保持较为刚性的投入，考虑 2026 年收入承压，预计 2026 年归母净利润仍有下滑，2027-2028 年归母净利润有望逐步修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

表6、古井贡酒 2026E-2028E 收入拆分及预测

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23577.93	18831.98	15234.95	16061.27	17263.98
yoy	16.4%	-20.1%	-19.1%	5.4%	7.5%
营业成本	4738.05	3906.50	3176.24	3263.34	3388.86
yoy	11.8%	-17.6%	-18.7%	2.7%	3.8%
毛利率	79.9%	79.3%	79.2%	79.7%	80.4%
其中：					
A.白酒业务	22865.06	18539.72	14983.41	15798.93	16992.98
yoy	16.4%	-18.9%	-19.2%	5.4%	7.6%
毛利率	81.7%	79.5%	79.4%	79.9%	80.6%
B.酒店业务	86.26	88.64	88.64	91.30	93.12
yoy	3.1%	2.8%	0.0%	3.0%	2.0%
毛利率	49.5%	50.1%	50.6%	51.1%	51.6%
C.其他业务	626.61	203.62	162.90	171.04	177.88
yoy	18.0%	-67.5%	-20.0%	5.0%	4.0%
毛利率	17.3%	73.7%	75.3%	75.3%	75.3%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

价值底部区间、内功修炼扎实，看好古井韧性穿越周期。经过春节旺季的集中动销，渠道积压库存部分消化，26Q2 公司进一步控货调整，报表延续出清节奏、夯实周期底部，26Q3 动销边际有所改善，中秋国庆后库存水位扎实下降，下半年低基数下业绩有望逐渐改善。古井管理层稳定优秀引领长期发展方向，强组织力确保战略高效执行落地，短期主动纾压报表承压，但有利于中长期库存健康和价盘稳定，公司省内龙头地位稳固，坚守坚定、精耕细作下未来省内份额巩固提升、省外稳步拓展路径清晰。我们略微调整此前盈利预测，预计 2026-2028 年营收分别为 152.35/160.61/172.64 亿元，归母净利润分别为 26.05/30.86/35.65 亿元，以 2026 年 10 月 16 日收盘价计算，对应 PE 为 17.3/14.6/12.6 倍，维持“增持”评级。此外，2025 年分红率同比+8.04pct 至 65.53%，对应股息率 5.2%，防御属性凸显。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实现边际改善，看好古井韧性穿越行业周期。

表7、可比公司估值一览（估值日期为 2026 年 10 月 16 日）

证券代码	公司简称	收盘价（元/股）	EPS（元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600809.SH	山西汾酒	116.70	10.04	9.51	10.24	11.37	11.6	12.3	11.4	10.3
002304.SZ	洋河股份	37.95	1.46	1.64	1.75	1.89	25.9	23.1	21.7	20.1
603369.SH	今世缘	29.64	2.09	2.10	2.23	2.39	14.2	14.1	13.3	12.4
603198.SH	迎驾贡酒	40.00	2.48	2.64	2.93	3.32	16.1	15.2	13.7	12.0
603589.SH	口子窖	18.07	1.13	0.98	1.08	1.22	16.1	18.4	16.7	14.8
可比公司平均值		-	-	-	-	-	**17.0**	**16.2**	**15.0**	**13.7**
000596.SZ	**古井贡酒**	**85.07**	**6.71**	**5.07**	**5.84**	**6.75**	**12.7**	**16.8**	**14.6**	**12.6**

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

1、宏观经济波动影响消费：经济波动或影响大众消费力和消费意愿，导致需求恢复节奏、消费增长韧性不及预期。

2、流动性未来边际变化：若流动性边际转紧，引发整体市场估值调整。

3、行业竞争加剧：当前白酒行业处于深度调整期，消费聚焦大众价格带和场景，未来存在竞争加剧风险。行业竞争加剧下费用投入存在增加可能性，进而抑制公司盈利水平提升或者损害盈利能力。

4、次高端升级不及预期：若未来商务消费场景修复不及预期，将影响公司中长期高端化战略实施和目标达成。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**26431**	**25263**	**26750**	**28595**
货币资金	14187	15378	16483	17723
交易性金融资产	0	200	300	400
应收票据及应收账款	54	45	47	51
预付款项	115	121	126	125
存货	10740	7941	8133	8600
其他	1334	1578	1661	1697
非流动资产	**11766**	**12191**	**12410**	**12510**
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	1199	1214	1226
资产总计	**38197**	**37454**	**39161**	**41106**
流动负债	**11285**	**9582**	**10132**	**10743**
短期借款	185	215	245	275
应付票据及应付账款	3775	2844	2918	3072
其他	7325	6523	6969	7396
非流动负债	**808**	**785**	**785**	**785**
长期借款	260	230	210	190
其他	548	555	575	595
负债合计	**12093**	**10367**	**10917**	**11528**
股本	529	529	529	529
未分配利润	18017	18545	19167	19882
少数股东权益	1054	1115	1188	1272
股东权益合计	**26104**	**27086**	**28244**	**29578**
负债及权益合计	**38197**	**37454**	**39161**	**41106**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	3549	2605	3086	3565
折旧和摊销	799	1106	1222	1341
营运资金的变动	-2874	793	236	77
经营活动产生现金流量	**1947**	**4473**	**4625**	**5078**
资本支出	-1663	-1320	-1320	-1321
长期投资	-98	-237	-136	-136
投资活动产生现金流量	**-1753**	**-1611**	**-1516**	**-1519**
债权融资	320	53	30	30
股权融资	18	0	0	0
融资活动产生现金流量	**-2893**	**-1671**	**-2004**	**-2319**
现金净变动	-2699	1191	1104	1240

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**18832**	**15235**	**16061**	**17264**
营业成本	3906	3176	3263	3389
税金及附加	3121	2601	2662	2861
销售费用	5458	4753	4738	4834
管理费用	1455	1219	1237	1278
研发费用	88	61	66	72
财务费用	-524	-201	-219	-235
投资收益	-24	-18	-20	-21
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
营业利润	**5040**	**3653**	**4346**	**5023**
营业外收支	44	44	44	44
利润总额	**5084**	**3696**	**4390**	**5067**
所得税	1444	1030	1231	1418
净利润	3641	2667	3159	3649
少数股东损益	91	61	73	84
归属母公司净利润	**3549**	**2605**	**3086**	**3565**
EPS(元)	**6.71**	**4.93**	**5.84**	**6.75**

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-20.1%	-19.1%	5.4%	7.5%
营业利润增长率	-35.0%	-27.5%	19.0%	15.6%
归母净利润增长率	-35.7%	-26.6%	18.5%	15.5%
盈利能力				
毛利率	79.3%	79.2%	79.7%	80.4%
归母净利率	18.8%	17.1%	19.2%	20.7%
ROE	14.2%	10.0%	11.4%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	31.7%	27.7%	27.9%	28.0%
流动比率	2.34	2.64	2.64	2.66
速动比率	1.35	1.75	1.78	1.81
营运能力				
资产周转率	47.8%	40.3%	41.9%	43.0%
每股资料(元)				
每股收益	6.71	4.93	5.84	6.75
每股经营现金	3.68	8.46	8.75	9.61
估值比率(倍)				
PE	12.7	17.3	14.6	12.6
PB	1.8	1.7	1.7	1.6

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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 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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn