

基地市场保持稳健增长，24 年控费成效凸显

核心观点

- 总体业绩：**公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年实现营收 53.6 亿元（yoy+1.9%）；实现归母净利润 7.9 亿元（yoy+18.2%）、扣非归母净利润 7.4 亿元（yoy+20.1%）。2025 年一季度公司实现营收 11.7 亿元（yoy+3.4%），实现归母净利润 1.5 亿元（yoy+11.9%）、扣非归母净利润 1.4 亿元（yoy+13.2%）。
- 25Q1 百元以上引领增长，基地市场保持稳健。**按价格带划分，24 年 100 元以上/100 元以下分别实现收入 27.0/26.2 亿元，分别同比+5.3%/+7.1%；25Q1 公司 100 元以上/100 元以下分别实现收入 6.6/5.0 亿元，分别同比+25.5%/-15.6%。**按品牌划分**，24 年衡水老白干/板城烧锅/文王贡/孔府家/武陵酒分别营收 25.9/8.58/5.50/2.30/10.99 亿元，同比+9.96%/-10.33%/+0.53%/+28.12%/+12.3%。**按地区划分**，24 年全年河北/山东/安徽/湖南/其他省份分别实现收入 31.2/2.1/5.5/11.0/3.3 亿元，分别同比+2.6%/+31.4%/+0.5%/+12.3%/+20.7%。25Q1 河北/山东/安徽/湖南/其他省份分别实现收入 7.2/0.4/1.3/2.1/0.6 亿元，分别同比+8.0%/+7.9%/+2.5%/+9.7%/-36.6%。24 年年末，公司在河北/山东/安徽/湖南/其他省份经销商数量分别环比 24Q3 末+16/+17/+13/-66/+13 家。25Q1 末，公司在河北/山东/安徽/湖南/其他省份经销商数量分别环比 24 年年末+13/-22/+7/+73/+12 家。
- 24 年控费成果显现费用率降低，25 年营业利润目标增速为 12%。**24 全年归母净利率为 14.69%，同比增加 2.02pct；全年累计销售/管理/财务/研发费用率分别为 23.69%/7.27%/-0.37%/0.30%，同比-3.47/-0.62/-0.07/+0.05pct；累计总费用率为 30.89%，累计-4.12pct。公司设定 25 年计划实现营业收入 54.7 亿元，测算对应同比目标增速为 2.1%，营业总成本控制在 43.59 亿元以内，测算营业利润为 11.11 亿元，对应同比增长目标为 12%。

盈利预测与投资建议

- 考虑白酒行业仍处于调整出清阶段，我们下调营业收入、毛利率，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.97、1.07、1.15 元（原预测为 1.24、1.53 元）。沿用 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 180 亿元，对应目标价 19.67 元，维持买入评级。

风险提示

河北省内竞争加剧、武陵酱酒增长不及预期、消费升级不及预期风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,257	5,358	5,605	5,851	6,080
同比增长(%)	13.0%	1.9%	4.6%	4.4%	3.9%
营业利润(百万元)	884	1,059	1,198	1,315	1,407
同比增长(%)	-5.4%	19.8%	13.1%	9.8%	7.0%
归属母公司净利润(百万元)	666	787	890	977	1,051
同比增长(%)	-5.9%	18.2%	13.1%	9.7%	7.6%
每股收益(元)	0.73	0.86	0.97	1.07	1.15
毛利率(%)	67.2%	65.9%	66.6%	67.2%	67.6%
净利率(%)	12.7%	14.7%	15.9%	16.7%	17.3%
净资产收益率(%)	14.5%	15.6%	15.3%	15.0%	15.2%
市盈率	23.8	20.2	17.8	16.3	15.1
市净率	3.3	3.0	2.5	2.4	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月30日）	17.36 元
目标价格	19.67 元
52 周最高价/最低价	25.54/15.81 元
总股本/流通 A 股（万股）	91,475/90,427
A 股市值（百万元）	15,880
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 05 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.92	-6.42	-7.56	-17.95
相对表现%	-1.49	-2.73	-6.34	-22.56
沪深 300%	-0.43	-3.69	-1.22	4.61



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

相关报告

盈利增速强韧，控费成效突出：——24Q3 季报点评	2024-10-31
盈利改善超预期，降本增效成果兑现：——24H1 老白干半年报点评	2024-08-29
四大边际改善，利好河北地产酒龙头：——老白干深度跟踪报告	2024-08-16

投资建议

考虑白酒行业仍处于调整出清阶段，我们下调营业收入、毛利率，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.97、1.07、1.15 元（原预测为 1.24、1.53 元）。沿用 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 180 亿元，对应目标价 19.67 元，维持买入评级。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.37
无风险收益率 Rf	1.66%
市场回报率 Rm	8.60%
债务成本 Kd	3.60%
WACC	11.06%

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 2：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	9.06%	21.77	23.32	25.38	28.26	32.55
	9.56%	20.60	21.91	23.62	25.95	29.30
	10.06%	19.56	20.68	22.12	24.03	26.70
	10.56%	18.63	19.59	20.81	22.40	24.57
	11.06%	17.79	18.63	19.67	21.01	22.78
	11.56%	17.04	17.77	18.66	19.80	21.27
	12.06%	16.36	16.99	17.77	18.74	19.98
	12.56%	15.73	16.29	16.97	17.80	18.85
	13.06%	15.16	15.66	16.25	16.97	17.87

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

风险提示

河北省内竞争加剧风险。公司河北省内收入占比较高，如果省内竞争加剧，公司可能会增加市场推广费和促销费以面对竞品挑战，对盈利能力将有负面影响。

武陵酱酒增长不及预期风险。武陵酒的盈利贡献是目前公司盈利增长的核心驱动力之一，若武陵酱酒因为产能不足、市场销售不利、酱酒需求下降等因素而增长不及预期，将会对公司盈利增长造成不利影响。

消费升级不及预期风险。公司产品结构升级是营收盈利增长的核心逻辑，若消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,622	1,546	2,682	3,081	3,574	营业收入	5,257	5,358	5,605	5,851	6,080
应收票据、账款及款项融资	174	89	93	97	101	营业成本	1,727	1,824	1,872	1,922	1,973
预付账款	23	63	66	69	72	销售费用	1,428	1,269	1,300	1,331	1,370
存货	3,350	3,552	3,645	3,742	3,841	管理费用	415	389	386	402	416
其他	697	810	820	839	854	研发费用	13	16	17	17	18
流动资产合计	5,866	6,060	7,305	7,828	8,442	财务费用	(16)	(20)	(32)	(43)	(50)
长期股权投资	79	66	66	66	66	资产、信用减值损失	(4)	0	(0)	0	0
固定资产	1,775	1,699	1,752	1,799	1,836	公允价值变动收益	6	1	3	1	1
在建工程	51	67	71	66	50	投资净收益	19	25	20	20	20
无形资产	840	825	809	792	775	其他	(835)	(844)	(888)	(929)	(966)
其他	889	896	872	885	878	营业利润	884	1,059	1,198	1,315	1,407
非流动资产合计	3,635	3,553	3,569	3,607	3,605	营业外收入	10	4	4	4	12
资产总计	9,501	9,613	10,875	11,436	12,047	营业外支出	4	5	4	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	891	1,059	1,198	1,314	1,414
应付票据及应付账款	431	438	449	461	473	所得税	225	272	307	337	363
其他	4,092	3,721	3,963	4,105	4,280	净利润	666	787	890	977	1,051
流动负债合计	4,523	4,159	4,413	4,566	4,754	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	666	787	890	977	1,051
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.73	0.86	0.97	1.07	1.15
其他	168	148	157	157	154	主要财务比率					
非流动负债合计	168	148	157	157	154		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	4,690	4,307	4,569	4,723	4,907	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	13.0%	1.9%	4.6%	4.4%	3.9%
实收资本（或股本）	915	915	915	915	915	营业利润	-5.4%	19.8%	13.1%	9.8%	7.0%
资本公积	1,382	1,503	1,612	1,612	1,612	归属于母公司净利润	-5.9%	18.2%	13.1%	9.7%	7.6%
留存收益	2,473	2,848	3,739	4,146	4,573	获利能力					
其他	41	39	40	40	40	毛利率	67.2%	65.9%	66.6%	67.2%	67.6%
股东权益合计	4,810	5,306	6,306	6,713	7,140	净利率	12.7%	14.7%	15.9%	16.7%	17.3%
负债和股东权益总计	9,501	9,613	10,875	11,436	12,047	ROE	14.5%	15.6%	15.3%	15.0%	15.2%
现金流量表						ROIC	14.1%	15.3%	14.9%	14.5%	14.6%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	666	787	890	977	1,051	资产负债率	49.4%	44.8%	42.0%	41.3%	40.7%
折旧摊销	166	173	78	81	84	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(16)	(20)	(32)	(43)	(50)	流动比率	1.30	1.46	1.66	1.71	1.78
投资损失	(19)	(25)	(20)	(20)	(20)	速动比率	0.56	0.60	0.83	0.89	0.97
营运资金变动	(92)	(492)	154	49	82	营运能力					
其它	90	111	28	(17)	(1)	应收账款周转率	145.3	339.5	2,318.8	2,316.4	2,311.0
经营活动现金流	795	535	1,098	1,027	1,146	存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(54)	(86)	(115)	(103)	(85)	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
长期投资	10	12	0	0	0	每股指标（元）					
其他	101	(169)	13	2	6	每股收益	0.73	0.86	0.97	1.07	1.15
投资活动现金流	57	(243)	(102)	(101)	(79)	每股经营现金流	0.87	0.59	1.20	1.12	1.25
债权融资	(0)	(0)	(1)	(0)	0	每股净资产	5.26	5.80	6.89	7.34	7.80
股权融资	73	121	108	0	0	估值比率					
其他	(398)	(532)	32	(526)	(575)	市盈率	23.8	20.2	17.8	16.3	15.1
筹资活动现金流	(325)	(411)	139	(526)	(575)	市净率	3.3	3.0	2.5	2.4	2.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	12.9	11.0	10.8	9.9	9.3
现金净增加额	527	(118)	1,136	400	493	EV/EBIT	15.4	12.9	11.5	10.5	9.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。