

老白干酒(600559)

报告日期: 2025 年 05 月 13 日

盈利能力持续提升，产品结构逐步升级

——老白干酒更新报告

投资要点

□2024 年营业收入 53.58 亿元（同比+2%）；归母净利润 7.87 亿元（+18%）。25Q1 营业收入 11.68 亿元（+3%）；归母净利润 1.52 亿元（+12%）。

□我们认为，公司管理不断提升，五个品牌分区域运作，费用改革成果不断兑现，盈利能力显著提升。我们看好结构升级+费用管控下的利润弹性释放。

□产品结构持续提升，孔府家/武陵酒表现亮眼

1) 24 年老白干/板城烧锅/文王贡/孔府家/武陵酒收入 25.90/8.58/5.50/2.30/10.99 亿元，同比+9.96%/-10.33%/+0.53%/+28.12%/+12.30%，吨价+5.35%/+1.84%/+2.52%/+8.83%/+30.34%。2) 25Q1 百元以上酒（出厂价）收入 6.61 亿，同比+25.50%，占比提升 10pct 至 56.85%。百元以下酒收入 5.02 亿，同比-15.65%。

□大本营市场增长稳健，湖南山东增速亮眼

1) 24 年河北、安徽、湖南、山东省份收入同比+2.61%、+0.53%、+12.30%、+31.39%，我们预计主因武陵酒增长较快。2) 25Q1 河北、安徽、湖南、山东省份收入同比+8.01%、+2.45%、+9.67%、+7.93%，因河北市场竞争格局改善。

□费用管控助力盈利提升，毛利率环比提升。

1) 24 年：公司毛利率为 65.95%（同比-1.20pct），扣非净利率为 13.78%（同比+2.09pct），销售/管理（含研发）费用率为 23.69%（同比-3.47pct）/7.57%（同比-0.58pct），合同负债同比减少 1.23 亿元至 13.97 亿元。2) 25Q1：公司毛利率为 68.58%（同比+5.86pct），扣非净利率为 12.14%（同比+1.06pct），销售/管理（含研发）费用率为 27.51%（同比+4.59pct）/8.88%（同比-0.05pct），合同负债 18.77 亿元（同比-4.9 亿元，环比+4.8 亿元）。

□产品结构持续优化，费效比提升下利润率有望改善

1) 公司不断地优化产品结构，巩固并扩大核心消费人群，不断提升公司品牌的知名度和美誉度。二是从传统的经销商渠道向“厂家+经销商+核心终端+核心消费者”的一体化关系转变。聚焦网点建设，优化渠道体系，实现分产品、分级别精细化运营，持续提升品牌影响力和市场占有率。2) 2025 年公司计划营业收入 54.7 亿元，营业成本 18.26 亿元以内，费用不超过 16.58 亿元，税金及附加力争实现 8.75 亿元，营业总成本控制在 43.59 亿元以内。

□盈利预测与估值：因 2024 年业绩略低于预期且行业增速换挡，我们下调预测 25-26 年收入增速至 4%/6%（同比，下同），下调归母净利润增速至 12%/13%；预测 27 年收入、归母净利润同比增速分别为 7%、9%。维持买入评级。

□催化剂：市场开拓超预期；动销超预期。

□风险提示：消费恢复不及预期；市场竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5358	5566	5874	6287
(+/-) (%)	1.91%	3.90%	5.53%	7.03%
归母净利润	787	885	999	1090
(+/-) (%)	18.19%	12.39%	12.90%	9.17%
每股收益(元)	0.86	0.97	1.09	1.19
P/E	20.68	18.40	16.29	14.93

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥

执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：张家祯

执业证书号：S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

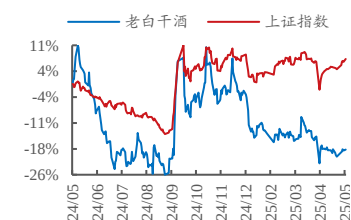
分析师：满静雅

执业证书号：S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.79
总市值(百万元)	16,273.36
总股本(百万股)	914.75

股票走势图



相关报告

- 1 《盈利能力显著提升，提质增效成果显现》 2024.11.02
- 2 《费用管控下利润超预期，高档酒占比过半》 2024.09.01
- 3 《五大品牌均迎双位数增长，Q1 业绩超预期》 2024.05.07

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6060	7653	8821	10152
现金	1546	3013	3998	4995
交易性金融资产	782	759	735	759
应收账款	89	165	155	152
其它应收款	12	28	25	24
预付账款	63	58	52	65
存货	3552	3622	3846	4146
其他	15	7	9	11
非流动资产	3553	3532	3417	3285
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	66	78	74	73
固定资产	1699	1736	1657	1576
无形资产	825	793	759	726
在建工程	67	53	43	34
其他	896	872	884	877
资产总计	9613	11185	12238	13437
流动负债	4159	4565	4618	4730
短期借款	0	17	6	7
应付款项	438	490	496	536
预收账款	0	0	0	0
其他	3721	4058	4116	4187
非流动负债	148	158	158	155
长期借款	0	0	0	0
其他	148	158	158	155
负债合计	4307	4722	4776	4885
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5306	6463	7462	8552
负债和股东权益	9613	11185	12238	13437

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	535	1229	912	948
净利润	787	885	999	1090
折旧摊销	181	134	140	142
财务费用	(20)	(31)	(49)	(64)
投资损失	(25)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(316)	307	84	98
其它	(71)	(41)	(237)	(293)
投资活动现金流	(243)	(82)	35	(18)
资本支出	61	(135)	(26)	(28)
长期投资	12	(11)	4	1
其他	(316)	65	58	9
筹资活动现金流	(411)	320	38	66
短期借款	0	17	(11)	2
长期借款	0	0	0	0
其他	(411)	304	49	64
现金净增加额	(118)	1467	985	996

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5358	5566	5874	6287
营业成本	1824	1824	1965	2112
营业税金及附加	887	879	881	943
营业费用	1269	1392	1410	1509
管理费用	389	373	382	377
研发费用	16	17	17	19
财务费用	(20)	(31)	(49)	(64)
资产减值损失	1	0	1	1
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	25	25	25	25
其他经营收益	43	41	42	43
营业利润	1059	1181	1338	1461
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	1059	1181	1337	1461
所得税	272	296	339	370
净利润	787	885	999	1090
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	787	885	999	1090
EBITDA	1217	1281	1425	1535
EPS (最新摊薄)	0.86	0.97	1.09	1.19

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	1.91%	3.90%	5.53%	7.03%
营业利润	19.79%	11.49%	13.27%	9.21%
归属母公司净利润	18.19%	12.39%	12.90%	9.17%
获利能力				
毛利率	65.95%	67.22%	66.55%	66.41%
净利率	14.69%	15.89%	17.00%	17.34%
ROE	15.56%	15.03%	14.35%	13.62%
ROIC	14.51%	13.26%	12.85%	12.15%
偿债能力				
资产负债率	44.81%	42.22%	39.03%	36.36%
净负债比率	0.00%	0.35%	0.12%	0.15%
流动比率	1.46	1.68	1.91	2.15
速动比率	0.60	0.88	1.08	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.54	0.50	0.49
应收账款周转率	369.92	373.85	245.62	322.87
应付账款周转率	4.40	4.17	4.12	4.29
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.97	1.09	1.19
每股经营现金	0.59	1.34	1.00	1.04
每股净资产	5.80	7.07	8.16	9.35
估值比率				
P/E	20.68	18.40	16.29	14.93
P/B	3.07	2.52	2.18	1.90
EV/EBITDA	13.87	9.77	8.10	6.86

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>