

老白干酒（600559）

2025 年中报点评：中低档酒实现收入承托，净利率保持升势

买入（维持）

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5,257	5,358	5,236	5,409	5,917
同比（%）	12.98	1.91	(2.27)	3.32	9.39
归母净利润（百万元）	665.94	787.10	787.77	823.86	945.27
同比（%）	(5.89)	18.19	0.08	4.58	14.74
EPS-最新摊薄（元/股）	0.73	0.86	0.86	0.90	1.03
P/E（现价&最新摊薄）	24.20	20.48	20.46	19.56	17.05

投资要点

■ **事件：**公司发布 25 中报，25H1 收入实现 24.8 亿元，同比+0.5%；归母净利润 3.2 亿元，同比+5.4%；25Q2 收入实现 13.1 亿，同比-1.9%；归母净利润 1.7 亿元，同比+0.2%。

■ **25Q2 平稳过渡，中低档酒实现收入承托。**25H1/Q2 公司酒类收入分别同比+0.74%/-1.73%，Q2 场景冲击影响下，中低档酒销售增速环比提振，帮助稳定整体收入表现。**1) 分品牌看：**①25H1 主力品牌本部、武陵收入分别同比增长 2.0%、7.0%。2025 年老白干本部围绕次高端产品，注重保持市场价盘稳定，C 端培育及终端服务工作有序推进；对 200 元以下价位产品则顺应市场需求加强渠道布局，拉动中低档酒销售 25Q2 增速回升。武陵亦保持稳扎稳打发展步调，坚持品牌、品质、渠道、产品动作持续推进，Q2 低基数下同比增速有所抬升（湖南区域 Q1/Q2 收入同比为 9.7%/12.5%）。②25H1 板城、文王、孔府家收入增速分别同比+1.7%、-20.5%、+0.9%，安徽市场消费场景受损较为明显，文王表现相对承压。**2) 分结构看：**25Q2 公司高档酒、中低档酒收入分别同比-9.7%、+7.8%。高档酒收入承压主要与本部次高端系列销售调整有关，25Q1/Q2 高档酒-剔除武陵（主要是本部核心产品）分别同比+34.4%、-23.7%；中低档酒经过 Q1 整固消化，Q2 增速有所回升。

■ **销售净利率稳中有升，毛销差保持改善。**2025 年公司经营规划定调稳健（规划全年营收同比+2.1%，毛利率、费用率分别同比+0.7pct、-0.6pct），25H1 毛利率表现好于年度目标指引。**1) 收现端：**25Q2 季末公司合同负债 12.7 亿元，同比/环比分别-5.9/-6.0 亿元，25H1 收现比为 101.3%，行业性回款压力有所显现。**2) 利润端：**25H1 公司销售净利率同比增长 0.6pct，主系毛销差提升贡献。①25H1 毛利率同增 2.1pct 至 68.0%，主系 24 年老白干主力产品提价传导及总部降本减支贡献。②25H1 销售费率同比+0.7pct，上半年公司整体加强品宣投放管控，促销及渠道费投入有所优化。25Q2 净利率同比+0.2pct，增幅较 Q1 收窄，主系季度税金率波动拖累。

■ **优化渠道管理，营销工作稳扎稳打。**25H1 公司在三级扫码体系下严格执行渠道控费稳价工作，并持续推动消费者建设投入，渠道触达更趋扁平化，客户对接人员配备也在逐步完善。伴随公司持续加强宴席、餐饮等场景布局，并有序梳理、优化产品体系，25Q2 中低档酒收入增速实现环比提振。

■ **盈利预测与投资评级：**伴随消费环境变化，公司收入增长阶段性放缓，但降本控费帮助净利率基本保持稳定。参考 25H1 情况，我们调整 2025~27 年归母净利润为 7.9、8.2、9.5 亿元（前值 8.8、10.0、11.8 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 20/20/17X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.62
一年最低/最高价	15.81/25.54
市净率(倍)	3.10
流通 A 股市值(百万元)	16,025.56
总市值(百万元)	16,117.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.68
资产负债率(%,LF)	42.07
总股本(百万股)	914.75
流通 A 股(百万股)	909.51

相关研究

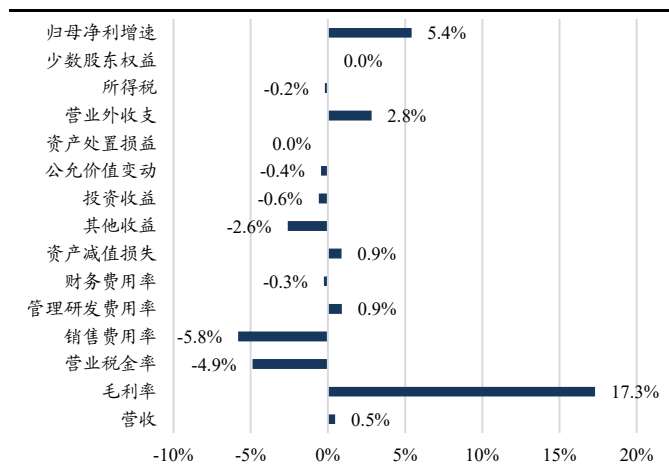
《老白干酒(600559)：秉节持重，厚积薄发》

2025-05-25

《老白干酒(600559)：24Q3 业绩点评：河北、安徽增速放缓，税率波动放大利润弹性》

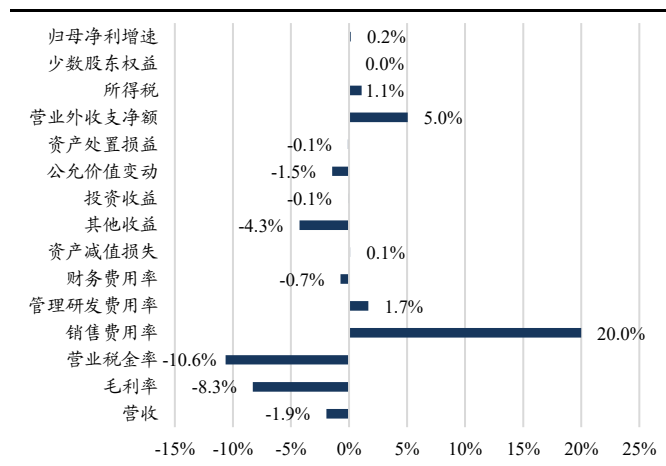
2024-10-31

图1：25H1 老白干酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q2 老白干酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

老白干酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,060	5,912	5,963	6,184	营业总收入	5,358	5,236	5,409	5,917
货币资金及交易性金融资产	2,328	2,095	1,987	1,833	营业成本(含金融类)	1,824	1,758	1,806	1,957
经营性应收款项	152	175	185	192	税金及附加	887	867	896	980
存货	3,552	3,613	3,761	4,129	销售费用	1,269	1,265	1,326	1,428
合同资产	0	0	0	0	管理费用	389	356	341	351
其他流动资产	27	29	30	30	研发费用	16	16	15	17
非流动资产	3,553	3,463	3,400	3,330	财务费用	(20)	(15)	(12)	(10)
长期股权投资	66	66	66	66	加:其他收益	45	39	38	41
固定资产及使用权资产	1,699	1,604	1,536	1,461	投资净收益	25	21	22	24
在建工程	67	87	107	127	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	825	810	795	780	减值损失	0	1	1	1
商誉	607	607	607	607	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	28	28	28	28	营业利润	1,059	1,050	1,098	1,260
其他非流动资产	260	260	260	260	营业外净收支	(1)	2	2	2
资产总计	9,613	9,375	9,363	9,514	利润总额	1,059	1,052	1,100	1,262
流动负债	4,159	3,733	3,598	3,603	减:所得税	272	264	276	317
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	787	788	824	945
经营性应付款项	438	371	371	402	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,397	1,196	1,228	1,331	归属母公司净利润	787	788	824	945
其他流动负债	2,324	2,166	1,998	1,869	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.86	0.86	0.90	1.03
非流动负债	148	148	148	148	EBIT	1,016	974	1,026	1,185
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,197	1,194	1,270	1,455
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.95	66.42	66.61	66.92
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.69	15.05	15.23	15.97
其他非流动负债	148	148	148	148	收入增长率(%)	1.91	(2.27)	3.32	9.39
负债合计	4,307	3,881	3,746	3,751	归母净利润增长率(%)	18.19	0.08	4.58	14.74
归属母公司股东权益	5,306	5,493	5,617	5,763					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,306	5,493	5,617	5,763					
负债和股东权益	9,613	9,375	9,363	9,514					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	535	474	749	820	每股净资产(元)	5.80	6.01	6.14	6.30
投资活动现金流	(243)	(227)	(276)	(294)	最新发行在外股份(百万股)	915	915	915	915
筹资活动现金流	(411)	(600)	(700)	(800)	ROIC(%)	14.93	13.50	13.83	15.60
现金净增加额	(118)	(353)	(228)	(274)	ROE-摊薄(%)	14.83	14.34	14.67	16.40
折旧和摊销	181	220	244	271	资产负债率(%)	44.81	41.40	40.01	39.43
资本开支	(161)	(128)	(178)	(198)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.48	20.46	19.56	17.05
营运资本变动	(412)	(510)	(295)	(370)	P/B (现价)	3.04	2.93	2.87	2.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>