

➤ **事件：**公司于 2025 年 8 月 29 日发布 2025 年半年报，25H1 实现营收 24.81 亿元，同增 0.48%；归母净利润 3.21 亿元，同增 5.42%；扣非归母净利润 2.96 亿元，同增 6.45%；其中 25Q2 实现营收 13.14 亿元，同减 1.95%；归母净利润 1.68 亿元，同增 0.16%；扣非归母净利润 1.55 亿元，同增 0.91%。

➤ **本部稳健增长，结构升级势能向上。分品牌及区域看，**25H1 公司 100 元以上产品收入 13.17 亿元，同比+5.10%；100 元以下产品 11.53 亿元，同比-3.81%。公司 25H1 河北收入 14.82 亿元，同比+3.74%；湖南收入 5.24 亿元，同比+11.34%；安徽 2.22 亿元，同比-18.52%；山东 0.86 亿元，同比+2.95%；其他省份 1.50 亿元，同比-20.39%，本部市场表现稳健，湖南市场增速相对较优。**分渠道看，**25H1 公司经销商模式渠道收入 22.84 亿元，同比-0.33%；直销（含团购、线上销售）渠道收入 1.86 亿元，同比+16.03%。**经销商数量方面，**河北、湖南、安徽、山东、其他区域、境外 25H1 末分别为 2010、8501、225、194、741、5 个，较年初分别+93、+82、+12、-19、+30、+1 个，河北省内及湖南区域招商进展顺利。公司中低端条码削减成效逐步显现，坚定聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌战略，高档产品有望不断提升华北市场渗透率。

➤ **降本增效成效明显，利润弹性持续释放。**公司产品结构优化升级持续推进 25H1 毛利率 67.97%，同比+2.12pcts；25H1 销售费用率 27.55%，同比-0.71pcts；管理费用率 7.52%，同比-0.10pcts；归母净利率 12.93%，同比+0.61pcts。25Q2 实现毛利率 67.42%，同比-1.06pcts；公司费用投放持续优化，持续开展降本增效活动，确保费用的精准投入使用，有效降低费销比和各项费用，25Q2 销售费用率为 27.58%，同比-2.56pcts；管理费用率 6.70%，同比-0.23pcts；归母净利率 12.82%，同比+0.27pcts。截至 25Q2 期末，公司现金回款减少，经营性现金流净额-0.45 亿元，同比-120.51%；合同负债 12.75 亿元，同比-31.56%。

➤ **投资建议：**公司在行业需求调整阶段稳健增长，坚定聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌战略，河北省内老白干、板城承接消费升级，高档产品有望不断提升华北市场渗透率；湖南武陵酱酒扩张持续；精细化控费增效改革有望带来公司业绩弹性。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 8.5、9.2、10.1 亿元；EPS 分别为 0.93、1.01、1.11 元，当前股价对应 PE 为 20、18、16 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**河北、湖南等区域市场竞争加剧；产品结构升级不及预期；费用优化成果不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,358	5,511	5,758	6,079
增长率 (%)	1.9	2.9	4.5	5.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	787	847	922	1,013
增长率 (%)	18.2	7.6	8.9	9.9
每股收益 (元)	0.86	0.93	1.01	1.11
PE	21	20	18	16
PB	3.1	2.9	2.8	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
18.19 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@glms.com.cn

相关研究

- 老白干酒 (600559.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：结构升级持续推进，盈利水平持续提升-2025/04/28
- 老白干酒 (600559.SH) 2024 年三季报点评：控费增效持续推进，业绩弹性红利释放-2024/10/31
- 老白干酒 (600559.SH) 2024 年中报点评：费效优化成果兑现，业绩弹性持续释放-2024/08/29
- 老白干酒 (600559.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：费用优化成效凸显，盈利能力不断增强-2024/04/28
- 老白干酒 (600559.SH) 2023 年三季报点评：降本增效改革蓄能，武陵酱酒势头延续-2023/10/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,358	5,511	5,758	6,079
营业成本	1,824	1,884	1,999	2,135
营业税金及附加	887	917	947	988
销售费用	1,269	1,307	1,332	1,349
管理费用	389	405	403	413
研发费用	16	17	16	17
EBIT	1,016	1,037	1,130	1,243
财务费用	-20	-26	-28	-32
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	25	28	31	33
营业利润	1,059	1,096	1,194	1,314
营业外收支	-1	6	6	6
利润总额	1,059	1,102	1,200	1,320
所得税	272	255	278	306
净利润	787	847	922	1,013
归属于母公司净利润	787	847	922	1,013
EBITDA	1,197	1,219	1,313	1,427

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,546	1,633	1,887	2,058
应收账款及票据	89	101	106	111
预付款项	63	38	40	43
存货	3,552	3,715	3,887	4,151
其他流动资产	810	912	1,012	1,112
流动资产合计	6,060	6,399	6,933	7,475
长期股权投资	66	66	66	66
固定资产	1,699	1,699	1,699	1,699
无形资产	825	825	825	825
非流动资产合计	3,553	3,542	3,540	3,539
资产合计	9,613	9,941	10,473	11,014
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	438	419	455	492
其他流动负债	3,721	3,733	3,847	3,928
流动负债合计	4,159	4,151	4,303	4,420
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	148	140	140	140
非流动负债合计	148	140	140	140
负债合计	4,307	4,292	4,443	4,560
股本	915	915	915	915
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,306	5,649	6,030	6,454
负债和股东权益合计	9,613	9,941	10,473	11,014

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.91	2.87	4.49	5.56
EBIT 增长率	20.59	2.07	8.93	10.01
净利润增长率	18.19	7.61	8.87	9.89
盈利能力 (%)				
毛利率	65.95	65.82	65.28	64.88
净利润率	14.69	15.37	16.01	16.67
总资产收益率 ROA	8.19	8.52	8.80	9.20
净资产收益率 ROE	14.83	14.99	15.29	15.70
偿债能力				
流动比率	1.46	1.54	1.61	1.69
速动比率	0.59	0.64	0.70	0.74
现金比率	0.37	0.39	0.44	0.47
资产负债率 (%)	44.81	43.17	42.42	41.40
经营效率				
应收账款周转天数	0.97	0.38	0.59	0.58
存货周转天数	680.96	694.43	684.52	677.79
总资产周转率	0.56	0.56	0.56	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.86	0.93	1.01	1.11
每股净资产	5.80	6.18	6.59	7.06
每股经营现金流	0.59	0.92	1.13	1.09
每股股利	0.55	0.59	0.64	0.71
估值分析				
PE	21	20	18	16
PB	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	13.00	12.77	11.85	10.90
股息收益率 (%)	3.02	3.25	3.54	3.89

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	787	847	922	1,013
折旧和摊销	181	182	183	184
营运资金变动	-412	-160	-27	-155
经营活动现金流	535	838	1,035	998
资本开支	-161	-170	-170	-171
投资	-121	-100	-100	-100
投资活动现金流	-243	-242	-239	-238
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-411	-509	-541	-589
现金净流量	-118	87	255	171

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048