

老白干酒（600559.SH）

武陵带动，业绩平稳

业绩平稳、合同负债下降。2025H1 公司营收为 24.8 亿元（同比+0.5%），归母净利润为 3.2 亿元（同比+5.4%），销售回款为 25.1 亿元（同比-19.4%）。2025Q2 公司营收为 13.1 亿元（同比-1.9%），归母净利润为 1.7 亿元（同比+0.2%），销售回款为 8.3 亿元（同比-26.7%），营收+Δ合同负债同比-15.2%。2025Q2 末合同负债为 12.7 亿元（同比/环比均-32%）。

毛利率承压、费用率优化。2025Q2 公司毛利率同比-1.1pct 至 67.4%，销售费用率/管理费用率/财务费用率/税金及附加率同比分别-2.6/-0.2/+0.1/+1.4pct，综合影响下净利率同比+0.3pct 至 12.8%。

武陵酒贡献增量、老白干本部平稳。分价格带看，2025H1 公司 100 元以上/100 元以下产品收入分别为 13.2/11.5 亿元，同比分别+5%/-4%；2025Q2 100 元以上/100 元以下产品收入同比分别-10%/+8%。根据公司披露的品牌事业部数据，2025H1 老白干/板城烧锅/武陵/文王贡/孔府家酒收入分别为 12.8/3.6/5.3/2.4/0.9 亿元，同比分别+2%/+2%/+7%/-20%/+1%。武陵酒对公司利润贡献相对最大，2025H1 武陵酒贡献公司 57%的净利润，营业利润同比+58%。

湖南表现较好，其他省份承压。2025H1 河北/湖南/安徽/山东/其他省份收入分别为 14.8/5.2/2.2/0.9/1.5 亿元，同比分别+4%/+11%/-19%/+3%/-20%；2025Q2 河北/湖南/安徽/山东/其他省份收入同比分别+0%/+12%/-37%/-1%/-4%。湖南增速相对最快主要受益于武陵酒稳增长，终端直达模式助力武陵酒稳步发展。

盈利预测与投资建议：考虑整体动销承压，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年摊薄 EPS 为 0.85/0.91/0.98 元/股（前值为 0.98/1.10/1.24 元/股），当前股价对应 PE 为 21/19/18x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，消费恢复不及预期，行业竞争加剧，产品结构升级和区域扩张不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,257	5,358	5,153	5,405	5,790
增长率 yoy（%）	13.0	1.9	-3.8	4.9	7.1
归母净利润（百万元）	666	787	778	831	899
增长率 yoy（%）	-5.9	18.2	-1.2	6.9	8.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.73	0.86	0.85	0.91	0.98
净资产收益率（%）	13.8	14.8	13.9	14.1	14.5
P/E（倍）	24.2	20.5	20.7	19.4	17.9
P/B（倍）	3.4	3.0	2.9	2.7	2.6

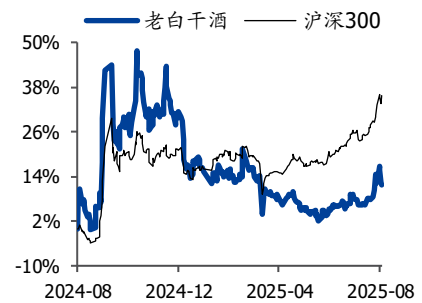
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	白酒 II
前次评级	买入
08 月 28 日收盘价（元）	17.62
总市值（百万元）	16,117.85
总股本（百万股）	914.75
其中自由流通股（%）	99.43
30 日日均成交量（百万股）	20.95

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 李依琳

执业证书编号：S0680524080001

邮箱：liyilin@gszq.com

相关研究

- 《老白干酒（600559.SH）：平稳增长，净利润率提升》 2025-04-26
- 《老白干酒（600559.SH）：冀酒龙头一树三香，国改见效势能释放》 2025-01-11

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5866	6060	6591	7053	7667
现金	1622	1546	2137	2435	2782
应收票据及应收账款	174	89	153	160	171
其他应收款	32	27			
预付账款	23	63	55	57	61
存货	3350	3552	3432	3585	3834
其他流动资产	665	783	783	783	783
非流动资产	3635	3553	3593	3631	3655
长期投资	79	66	66	66	66
固定资产	1775	1699	1740	1772	1792
无形资产	840	825	829	832	834
其他非流动资产	940	962	958	961	963
资产总计	9501	9613	10184	10684	11323
流动负债	4523	4159	4458	4658	4972
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	431	438	464	485	519
其他流动负债	4092	3721	3993	4173	4453
非流动负债	168	148	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	168	148	140	140	140
负债合计	4690	4307	4598	4798	5112
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	915	915	915	915	915
资本公积	1563	1612	1612	1612	1612
留存收益	2473	2848	3129	3429	3753
归属母公司股东权益	4810	5306	5586	5886	6210
负债和股东权益	9501	9613	10184	10684	11323

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	795	535	1287	1019	1111
净利润	666	787	778	831	899
折旧摊销	174	181	166	178	191
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-19	-25	-24	-25	-27
营运资金变动	67	-412	360	35	48
其他经营现金流	-93	4	8	0	0
投资活动现金流	57	-243	-193	-190	-189
资本支出	-148	-161	-217	-216	-216
长期投资	169	-121	0	0	0
其他投资现金流	36	38	24	25	27
筹资活动现金流	-325	-411	-503	-531	-575
短期借款	-50	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	73	49	0	0	0
其他筹资现金流	-348	-460	-503	-531	-575
现金净增加额	527	-118	591	298	348

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5257	5358	5153	5405	5790
营业成本	1727	1824	1729	1806	1931
营业税金及附加	875	887	853	895	958
管理费用	415	389	372	390	418
研发费用	13	16	15	16	17
财务费用	-16	-20	-23	-32	-37
资产减值损失	2	1	0	0	0
其他收益	40	45	43	45	48
公允价值变动收益	6	1	0	0	0
投资净收益	19	25	24	25	27
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	884	1059	1038	1109	1199
营业外收入	10	4	4	4	4
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	891	1059	1037	1109	1198
所得税	225	272	259	277	300
净利润	666	787	778	831	899
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	666	787	778	831	899
EBITDA	1016	1197	1180	1254	1353
EPS (元/股)	0.73	0.86	0.85	0.91	0.98

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.0	1.9	-3.8	4.9	7.1
营业利润(%)	-5.4	19.8	-2.0	6.9	8.1
归属母公司净利润(%)	-5.9	18.2	-1.2	6.9	8.1
获利能力					
毛利率(%)	67.2	65.9	66.5	66.6	66.6
净利率(%)	12.7	14.7	15.1	15.4	15.5
ROE(%)	13.8	14.8	13.9	14.1	14.5
ROIC(%)	13.1	14.2	13.6	13.7	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	49.4	44.8	45.1	44.9	45.2
净负债比率(%)	-33.7	-29.1	-38.3	-41.4	-44.8
流动比率	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	150.7	369.9	371.5	207.9	210.0
应付账款周转率	3.9	4.4	4.1	3.9	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.86	0.85	0.91	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.59	1.41	1.11	1.21
每股净资产(最新摊薄)	5.26	5.80	6.11	6.43	6.79
估值比率					
P/E	24.2	20.5	20.7	19.4	17.9
P/B	3.4	3.0	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	18.7	14.7	11.9	10.9	9.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com