

降费增效延续，经营韧性凸显

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年度报告，25H1 实现营收 24.8 亿元，同比+0.5%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比+5.4%。单季度来看，25Q2 实现营收 13.1 亿元，同比-2.0%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比+0.2%。在宏观环境需求偏弱的背景下，公司收入增长基本持平，但通过优化产品结构 with 费用管控，盈利能力持续提升，利润端展现较强韧性。
- **多品牌战略持续推进，结构升级势能向上。**1、分产品看，25H1 公司白酒业务实现营收 24.7 亿元（同比+0.7%），其中百元以上/百元以下产品同比分别+5.1%/-3.8%，产品结构进一步优化。公司持续聚焦 100-300 元大众消费及次高端核心大单品培育，其中甲等 15 等产品在宴席等场景逐步确立优势，有效对冲了政商务消费疲软对高端产品（如 1915 系列）带来的冲击。2、分品牌看，25H1 主品牌老白干酒实现营收 12.8 亿元（同比+2.0%），大本营市场保持稳健，公司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；武陵酒实现营收 5.3 亿元（同比+7.0%），延续强劲增长势头，是公司核心增长引擎；板城烧锅酒实现营收 3.6 亿元（同比+1.7%），孔府家酒实现营收 0.9 亿元（同比+0.9%），均保持平稳；文王贡酒实现营收 2.4 亿元（同比-20.5%），在省内竞争加剧背景下阶段性承压。3、分区域看，河北、湖南、安徽、山东、其他省份营收分别为 14.8/5.2/2.2/0.9/1.5 亿元，同比分别+3.7%/+11.3%/-18.5%/+3.0%/-20.4%。本部市场表现稳健，湖南市场增速相对较优。
- **成本优化驱动毛利率提升，现金流短期承压。**1、25H1 公司毛利率为 68.0%，同比+2.1pp，主要得益于成本控制成效显著。2、25H1 销售费用率 27.5%，同比+0.7pp，市场推广费、广告费投入有所增加；管理费用率 7.5%，同比-0.1pp，股份支付费用减少带来积极影响。3、25H1 净利率 12.9%，同比+0.6pp，盈利能力稳步增强。4、25H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 25.1 亿元，同比-19.4%；经营性现金流量净额为 -0.5 亿元，同比-120.5%，主要系本期现金回款减少所致。截止 25H1 期末公司合同负债为 12.7 亿元，同比/环比分别-5.9/-6.0 亿元，收现比为 101.3%，行业性回款压力有所显现。
- **改革深化释放活力，利润改善可期。**公司持续深化内部改革，通过无偿划转方式将安徽文王所持有的三家子公司股权划转至公司总部，旨在优化管理架构，提升经营效率。公司坚持以消费者为中心，通过举办酒文化节、名酒进名企、品鉴会等多种形式的活动，强化品牌建设 with 消费者培育。随着降本增效持续开展，费用投放精准高效，费销比下降趋势明显。尽管阶段性投放增加可能存在短期波动，但长期维度看公司盈利能力不断增强逻辑确定，利润率改善可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.1 亿元、8.9 亿元、10.1 亿元，EPS 分别为 0.88 元、0.98 元、1.11 元。公司受益于多品牌发力，激励到位动力充足，业绩弹性将持续释放。故给予公司 2025 年 26 倍估值，对应目标价 22.88 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济大幅波动风险，消费复苏不及预期风险。

指标年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	53.58	53.78	56.56	59.93
增长率	1.91%	0.39%	5.16%	5.97%
归属母公司净利润(亿元)	7.87	8.05	8.93	10.12
增长率	18.19%	2.28%	10.92%	13.35%
每股收益 EPS(元)	0.86	0.88	0.98	1.11
净资产收益率 ROE	14.83%	13.93%	14.14%	14.61%
PE	21	21	19	16
PB	3.14	2.88	2.64	2.40

数据来源：Wind，西南证券

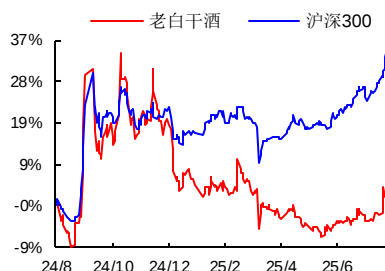
西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电话：023-63786049
邮箱：dyuc@swsc.com.cn

分析师：王书龙
执业证号：S1250523070003
电话：023-63786049
邮箱：wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.15
流通 A 股(亿股)	9.10
52 周内股价区间(元)	16.25-24.08
总市值(亿元)	166.39
总资产(亿元)	89.63
每股净资产(元)	5.68

相关研究

1. 老白干酒（600559）：多点协同发力，利润弹性逐步释放（2025-04-29）
2. 老白干酒（600559）：降本增效成效显著，聚焦资源势能向上（2024-11-01）
3. 老白干酒（600559）：一树三香五花齐放，冀鲁湘皖香飘全国（2024-09-22）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：受益于公司持续聚焦产品结构升级，甲等 15/20 及老白干 1915 等中高档产品在河北市场逐渐起量，产品结构向上，预计老白干系列 2025-2027 年销量同比+2.0%、+2.0%、+2.0%，吨价分别+2.5%、+2.5%、+2.5%，吨成本分别+2.0%、+1.0%、+0.5%，毛利率分别为 62.9%、63.5%、64.2%。

假设 2：受益于武陵酒省内品牌影响力持续增强，省外市场稳步开拓，预计武陵酒系列 2025-2027 年销量同比-15.0%、-10.0%、-5.0%，吨价分别+30.0%、+25.0%、+20.0%，吨成本分别+30.0%、+25.0%、+20.0%，毛利率分别为 81.1%、81.1%、81.1%。

假设 3：受益于板城烧锅酒聚焦产品结构升级和空白市场开拓，预计板城烧锅酒系列 2025-2027 年销量同比-15.0%、-5.0%、-3.0%，吨价分别+2.0%、+2.0%、+2.0%，吨成本分别+1.0%、+1.0%、+1.0%，毛利率分别为 62.4%、62.8%、63.2%。

假设 4：文王贡不断提升在当地市场的品牌影响力，预计文王系列 2025-2027 年销量同比-15.0%、+3.0%、+2.0%，吨价分别+2.0%、+2.0%、+2.0%，吨成本分别+3.0%、+2.0%、+1.0%，毛利率分别为 61.2%、61.2%、61.5%。

假设 5：孔府酒聚焦产品结构升级，预计孔府系列 2025-2027 年销量同比-10.0%、+1.0%、+2.0%，吨价分别+2.0%、+2.0%、+2.0%，吨成本分别+6.0%、+4.0%、+3.0%，毛利率分别为 58.0%、57.2%、56.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年主营业务收入成本如下表：

表 1：主营业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
收入	5357.5	5378.4	5655.7	5993.1
yoy	1.9%	0.4%	5.2%	6.0%
成本	1824.5	1804	1862	1927
毛利率	65.9%	66.5%	67.1%	67.8%
老白干系列				
收入	2589.8	2707.7	2830.9	2959.7
yoy	10.0%	4.5%	4.5%	4.5%
销量（吨）	32575	33227	33891	34569
yoy	4.4%	2.0%	2.0%	2.0%
吨价（万元/吨）	8.0	8.1	8.4	8.6
yoy	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
成本	965	1003.8	1034.1	1060.1
吨成本（万元/吨）	3.0	3.0	3.1	3.1
yoy	4.5%	2.0%	1.0%	0.5%
毛利率	62.8%	62.9%	63.5%	64.2%
武陵系列				

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	1099.0	1214.4	1366.2	1557.4
yoy	12.3%	10.5%	12.5%	14.0%
销量（吨）	1655	1407	1266	1203
yoy	-13.8%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
吨价（万元/吨）	66.4	86.3	108	129
yoy	30.3%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	208.2	230.0	258.8	295.0
吨成本（万元/吨）	12.6	16.3	20.4	24.5
yoy	29.4%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	81.1%	81.1%	81.1%	81.1%
板城系列				
收入	857.9	743.8	720.7	713.1
yoy	-10.3%	-13.3%	-3.1%	-1.1%
销量（吨）	8107	6891	6546	6350
yoy	-12.0%	-15.0%	-5.0%	-3.0%
吨价（万元/吨）	10.6	10.8	11.0	11.2
yoy	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	325	279.3	268.0	262.6
吨成本（万元/吨）	4.0	4.1	4.1	4.1
yoy	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	62.1%	62.4%	62.8%	63.2%
文王系列				
收入	549.5	476.5	500.6	520.8
yoy	0.5%	-13.3%	5.1%	4.0%
销量（吨）	6908	5872	6048	6169
yoy	-1.9%	-15.0%	3.0%	2.0%
吨价（万元/吨）	8.0	8.1	8.3	8.4
yoy	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	211.4	185.1	194.5	200.3
吨成本（万元/吨）	3.1	3.2	3.2	3.2
yoy	4.8%	3.0%	2.0%	1.0%
毛利率	61.5%	61.2%	61.2%	61.5%
孔府系列				
收入	229.6	210.8	217.1	225.9
yoy	28.1%	-8.2%	3.0%	4.0%
销量（吨）	4896	4406	4450	4539
yoy	17.7%	-10.0%	1.0%	2.0%
吨价（万元/吨）	4.7	4.8	4.9	5.0
yoy	8.8%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	92.8	88.5	93.0	97.7

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
吨成本（万元/吨）	1.9	2.0	2.1	2.2
yoy	12.0%	6.0%	4.0%	3.0%
毛利率	59.6%	58.0%	57.2%	56.8%
其他业务				
收入	31.7	25.3	20.3	16.2
yoy	-86.9%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
成本	22.0	17.6	14.1	11.2
yoy	54.9%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
毛利率	30.7%	30.7%	30.7%	30.7%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以金徽酒、天佑德酒作为可比公司。公司省内龙头地位稳固，品牌优势明显，将尽享消费升级市场扩容红利；与此同时，公司推进全国化扩张，立足甘青市场，积极布局河南、陕西、北京市场，在品类特色、品牌势能持续增强和费用投入加持下，成长空间持续拓展。未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级和省外布局持续突破期，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。故给予公司 2025 年 26 倍估值，对应目标价 22.88 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603919.SH	金徽酒	42.05	3.88	3.98	4.30	4.60	26	26	24	22
002646.SZ	天佑德酒	11.33	0.42	0.71	0.86	1.03	117	70	57	48
平均值							72	48	41	35
600559.SH	老白干酒	18.19	7.87	8.05	8.93	10.12	21	21	19	16

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53.58	53.78	56.56	59.93	净利润	7.87	8.05	8.93	10.12
营业成本	18.24	18.04	18.62	19.27	折旧与摊销	1.81	2.36	2.41	2.45
营业税金及附加	8.87	8.88	9.36	9.91	财务费用	-0.20	-0.61	-0.81	-1.10
销售费用	12.69	13.18	13.86	14.68	资产减值损失	0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.89	3.76	3.85	3.90	经营营运资本变动	-5.28	-3.03	0.39	0.18
财务费用	-0.20	-0.61	-0.81	-1.10	其他	0.01	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	5.35	6.58	10.70	11.43
投资收益	0.25	0.20	0.22	0.22	资本支出	0.59	-0.30	-0.30	-0.30
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.00	0.00	其他	-0.03	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.43	-0.10	-0.08	-0.08
营业利润	10.59	10.73	11.91	13.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	10.59	10.73	11.91	13.50	股权融资	0.49	0.00	0.00	0.00
所得税	2.72	2.68	2.98	3.37	支付股利	-4.12	-3.34	-3.56	-3.97
净利润	7.87	8.05	8.93	10.12	其他	0.00	0.01	0.01	0.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.11	-2.72	-2.76	-2.88
归属母公司股东净利润	7.87	8.05	8.93	10.12	现金流量净额	-1.18	3.76	7.86	8.48
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15.46	19.22	27.08	35.56	成长能力				
应收和预付款项	1.65	1.98	2.00	2.08	销售收入增长率	1.91%	0.39%	5.16%	5.97%
存货	35.52	24.85	25.65	26.54	营业利润增长率	19.79%	1.32%	10.92%	13.35%
其他流动资产	7.97	7.97	7.98	7.99	净利润增长率	18.19%	2.28%	10.92%	13.35%
长期股权投资	0.66	0.66	0.66	0.66	EBITDA 增长率	17.06%	2.29%	8.15%	9.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	17.65	16.60	15.54	14.46	毛利率	65.95%	66.45%	67.07%	67.85%
无形资产和开发支出	14.33	13.34	12.33	11.29	三费率	30.59%	30.37%	29.87%	29.17%
其他非流动资产	2.89	2.86	2.83	2.80	净利率	14.69%	14.97%	15.79%	16.89%
资产总计	96.13	87.48	94.07	101.38	ROE	14.83%	13.93%	14.14%	14.61%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.19%	9.20%	9.49%	9.98%
应付和预收款项	10.56	11.21	11.52	11.96	ROIC	26.23%	23.46%	26.18%	31.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.78%	23.22%	23.88%	24.78%
其他负债	32.52	18.50	19.41	20.13	营运能力				
负债合计	43.07	29.71	30.93	32.09	总资产周转率	0.56	0.59	0.62	0.61
股本	9.15	9.15	9.15	9.15	固定资产周转率	3.08	3.25	3.62	4.10
资本公积	16.12	16.12	16.12	16.12	应收账款周转率	325.26	1433.82	1467.00	1472.48
留存收益	28.48	33.19	38.56	44.70	存货周转率	0.53	0.60	0.74	0.74
归属母公司股东权益	53.06	57.78	63.14	69.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.40%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	53.06	57.78	63.14	69.29	资产负债率	44.81%	33.96%	32.88%	31.65%
负债和股东权益合计	96.13	87.48	94.07	101.38	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.46	1.91	2.13	2.36
					速动比率	0.60	1.03	1.26	1.49
					股利支付率	52.30%	41.49%	39.91%	39.27%
					每股指标				
					每股收益	0.86	0.88	0.98	1.11
					每股净资产	5.80	6.32	6.90	7.57
					每股经营现金	0.59	0.72	1.17	1.25
					每股股利	0.45	0.37	0.39	0.43
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	12.21	12.49	13.50	14.85					
PE	21.14	20.67	18.63	16.44					
PB	3.14	2.88	2.64	2.40					
PS	3.11	3.09	2.94	2.78					
EV/EBITDA	11.51	10.95	9.54	8.11					
股息率	2.47%	2.01%	2.14%	2.39%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn