

老白干酒(600559)

报告日期: 2025年09月28日

## 业绩相对平稳, 降本增效持续推进

### ——老白干酒更新报告

#### 投资要点

□2025H1 营业收入 24.81 亿元 (同比+0.48%, 下同); 归母净利润 3.21 亿元 (+5.42%)。25Q2 营业收入 13.14 亿元 (-1.95%); 归母净利润 1.68 亿元 (+0.16%)。

□我们认为, 公司管理不断提升, 品牌战略持续深化, 降本增效活动效果显著, 费用精准投入、有效使用, 盈利水平相对稳定。我们看好消费粘性强化+降本增效下的高质量发展。

□百元以下白酒贡献增量, 老白干/武陵酒表现相对较优

分产品看: 1) 25 H1 老白干/文王贡/板城烧锅/武陵酒/孔府家收入 12.77/2.24/3.63/5.24/0.93 亿元, 同比+1.97%/-18.94%/+1.67%/+6.69%/+0.92%; 2) 25H1 百元以上酒 (出厂价) 收入 13.17 亿, 同比+5.10%, 占比提升 2.21pct 至 53.31%。百元以下酒收入 11.53 亿, 同比-3.81%; 25Q2 百元以上酒 (出厂价) 收入 6.56 亿, 同比-9.69%, 占比提升 -4.42pct 至 50.16%。百元以下酒收入 6.52 亿, 同比+7.84%。

分区域看: 1) 25H1 河北、湖南、安徽、山东省份收入同比+3.74%、+11.34%、-18.52%、+2.95%; 2) 25Q2 河北、湖南、安徽、山东省份收入同比-0.01%、+12.47%、-37.15%、-1.16%

□盈利能力相对稳定, 扣非净利率同比提升

1) 25H1: 公司毛利率为 67.97% (同比+2.12pct), 扣非净利率为 11.94% (同比+0.67pct), 销售/管理 (含研发) 费用率为 27.55% (同比+0.71pct) /7.82% (同比-0.11pct), 合同负债同减少 5.87 亿元至 12.75 亿元; 2) 25Q2: 公司毛利率为 67.42% (同比-1.06pct), 扣非净利率为 11.76% (同比+0.33pct), 销售/管理 (含研发) 费用率为 27.58% (同比-2.56pct) /6.87% (同比-0.21pct)。

□盈利预测与估值: 因行业短期承压, 我们下调预测 25-27 年收入增速至 -0.5%/3%/4% (同比, 下同), 下调归母净利润增速至 0.5%/6%/2%。考虑到行业周期逐步见底, 股价早于基本面表现, 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	5330	5477	5715
(+/-) (%)	1.91%	-0.51%	2.76%	4.34%
归母净利润	787	791	835	851
(+/-) (%)	18.19%	0.53%	5.53%	1.88%
每股收益(元)	0.86	0.87	0.91	0.93
P/E	19.93	19.83	18.79	18.44

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

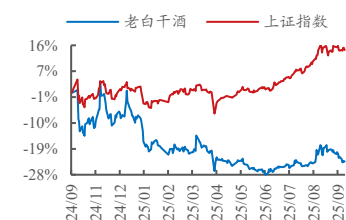
分析师: 张家楨  
执业证书号: S1230523080001  
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅  
执业证书号: S1230524100004  
manjingya@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥17.15
总市值(百万元)	15,687.92
总股本(百万股)	914.75

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《盈利能力持续提升, 产品结构逐步升级》2025.05.13
- 《盈利能力显著提升, 提质增效成果显现》2024.11.02
- 《费用管控下利润超预期, 高档酒占比过半》2024.09.01

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	6060	7492	8448	9491
现金	1546	2860	3638	4350
交易性金融资产	782	759	735	759
应收账款	89	158	145	138
其它应收款	12	27	24	22
预付账款	63	58	52	65
存货	3552	3622	3846	4146
其他	15	7	9	11
<b>非流动资产</b>	3553	3531	3415	3283
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	871	882	875
<b>资产总计</b>	9613	11023	11864	12774
<b>流动负债</b>	4159	4496	4501	4564
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	3989	3999	4021
<b>非流动负债</b>	148	158	158	155
长期借款	0	0	0	0
其他	148	158	158	155
<b>负债合计</b>	4307	4653	4659	4719
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5306	6370	7205	8055
<b>负债和股东权益</b>	9613	11023	11864	12774

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	535	1077	708	672
净利润	787	791	835	851
折旧摊销	181	134	140	142
财务费用	(20)	(30)	(45)	(57)
投资损失	(25)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(316)	247	40	53
其它	(71)	(40)	(237)	(293)
<b>投资活动现金流</b>	(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
<b>筹资活动现金流</b>	(411)	319	34	59
短期借款	0	17	(11)	2
长期借款	0	0	0	0
其他	(411)	303	45	57
<b>现金净增加额</b>	(118)	1314	778	712

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5358	5330	5477	5715
营业成本	1824	1824	1965	2112
营业税金及附加	887	842	822	857
营业费用	1269	1333	1314	1371
管理费用	389	357	356	343
研发费用	16	16	16	17
财务费用	(20)	(30)	(45)	(57)
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
<b>营业利润</b>	1059	1057	1119	1140
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	1059	1056	1118	1140
所得税	272	265	283	289
<b>净利润</b>	787	791	835	851
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	787	791	835	851
EBITDA	1217	1158	1210	1222
EPS (最新摊薄)	0.86	0.87	0.91	0.93

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.91%	-0.51%	2.76%	4.34%
营业利润	19.79%	-0.27%	5.88%	1.92%
归属母公司净利润	18.19%	0.53%	5.53%	1.88%
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.95%	65.77%	64.13%	63.04%
净利率	14.69%	14.85%	15.25%	14.89%
ROE	15.56%	13.55%	12.30%	11.15%
ROIC	14.51%	12.01%	11.08%	10.00%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.81%	42.22%	39.27%	36.94%
净负债比率	0.00%	0.36%	0.12%	0.16%
流动比率	1.46	1.67	1.88	2.08
速动比率	0.60	0.86	1.02	1.17
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.52	0.48	0.46
应收账款周转率	369.92	372.54	241.88	318.56
应付账款周转率	4.40	4.17	4.12	4.29
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.86	0.87	0.91	0.93
每股经营现金	0.59	1.18	0.77	0.73
每股净资产	5.80	6.96	7.88	8.81
<b>估值比率</b>				
P/E	20.68	19.83	18.79	18.44
P/B	3.07	2.46	2.18	1.95
EV/EBITDA	13.87	10.44	9.36	8.66

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>