

老白干酒（600559.SH）

调整释压，静待修复

25Q3 报表开始大幅释压，合同负债环比稳定。2025Q1-3 公司实现营收 33.3 亿元、同比-18.5%，归母净利润 4.0 亿元、同比-28.0%。2025Q3 营收 8.5 亿元、同比-47.6%，归母净利润 0.8 亿元，同比-68.5%。2025Q3 营收+△合同负债同比-48.1%，与收入降幅基本一致。2025Q3 末合同负债为 12.1 亿元，同比下降 5.4 亿元、环比 2025Q2 微降 0.7 亿元。

产品结构拖累毛利率，费率和税率有所上行。2025Q3 毛利率为 61.4%、同比-5.4pct，预计主要系产品结构影响；2025Q3 销售费用率延续优化趋势，但管理费用率及税率提升，2025Q3 销售费用率/管理费用率/税金及附加率同比-1.9/+3.4/+1.4pct；综合影响下净利率率同比-6.2pct 至 9.4%。

各价格带整体承压，大众价格带单品相对稍好。分档次看，2025Q3 高档酒（100 元以上）/中低档酒收入分别为 4.2/4.2 亿元，收入同比-47%/-49%；2025Q1-3 收入累计同比-15%/-22%。预计 100-200 元左右价格带产品的销售表现相对稍好一点。近日公司在河北推出十八酒坊·甲等 10 新品，定价在 160 元/瓶左右，聚焦中小企业商务宴请与朋友聚饮场景。

主要区域承压明显，山东低基数下滑幅度较小。分区域（品牌）看，2025Q3 河北（老白干+板城）/湖南（武陵）/安徽（文王贡）/山东（孔府家）/其他省份收入分别为 5.4/1.2/0.8/0.5/0.5 亿元，收入同比-41%/-64%/-58%/-12%/-54%；2025Q1-3 收入累计同比-14%/-20%/-35%/-3%/-33%。2025Q3 各地餐饮和白酒消费明显承压，公司 9 月市场销售表现环比有所回暖、出库与回款情况优于 7-8 月。

盈利预测与投资建议：考虑行业整体需求和动销承压，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年摊薄 EPS 为 0.52/0.55/0.59 元/股（前值为 0.85/0.91/0.98 元/股），当前股价对应 PE 为 32/31/29x，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	4,052	4,235	4,546
增长率 yoy（%）	13.0	1.9	-24.4	4.5	7.3
归母净利润（百万元）	666	787	478	501	538
增长率 yoy（%）	-5.9	18.2	-39.2	4.8	7.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.73	0.86	0.52	0.55	0.59
净资产收益率（%）	13.8	14.8	8.7	8.9	9.2
P/E（倍）	23.2	19.7	32.4	30.9	28.8
P/B（倍）	3.2	2.9	2.8	2.7	2.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	白酒 II
前次评级	买入
10 月 29 日收盘价（元）	16.92
总市值（百万元）	15,477.53
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）	12.42

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）：武陵带动，业绩平稳》 2025-08-30
- 《老白干酒（600559.SH）：平稳增长，净利率提升》 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	5717	6026	6472
现金	1622	1546	1821	1978	2173
应收票据及应收账款	174	89	120	125	135
其他应收款	32	27	25	26	28
预付账款	23	63	47	49	53
存货	3350	3552	2922	3064	3300
其他流动资产	665	783	783	783	783
非流动资产	3635	3553	3583	3620	3645
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	947	951	953
资产总计	9501	9613	9300	9646	10117
流动负债	4523	4159	3685	3851	4127
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	431	438	395	415	447
其他流动负债	4092	3721	3290	3436	3681
非流动负债	168	148	137	137	137
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	168	148	137	137	137
负债合计	4690	4307	3823	3988	4264
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	3021	3202	3396
归属母公司股东权益	4810	5306	5478	5659	5853
负债和股东权益	9501	9613	9300	9646	10117

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	787	673	733
净利润	666	787	478	501	538
折旧摊销	174	181	166	178	191
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-19	-25	-19	-20	-21
营运资金变动	67	-412	145	14	25
其他经营现金流	-93	4	17	0	0
投资活动现金流	57	-243	-198	-196	-195
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	19	20	21
筹资活动现金流	-325	-411	-314	-320	-344
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	-314	-320	-344
现金净增加额	527	-118	276	157	195

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5257	5358	4052	4235	4546
营业成本	1727	1824	1472	1544	1663
营业税金及附加	875	887	689	720	773
营业费用	1428	1269	972	1012	1082
管理费用	415	389	335	350	376
研发费用	13	16	16	17	18
财务费用	-16	-20	-23	-27	-30
资产减值损失	2	1	0	0	0
其他收益	40	45	34	35	38
公允价值变动收益	6	1	0	0	0
投资净收益	19	25	19	20	21
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	884	1059	644	675	724
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	643	674	723
所得税	225	272	165	173	186
净利润	666	787	478	501	538
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	666	787	478	501	538
EBITDA	1016	1197	786	825	885
EPS (元/股)	0.73	0.86	0.52	0.55	0.59

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	-24.4	4.5	7.3
营业利润(%)	-5.4	19.8	-39.2	4.8	7.3
归属母公司净利润(%)	-5.9	18.2	-39.2	4.8	7.3
获利能力					
毛利率(%)	67.2	65.9	63.7	63.6	63.4
净利率(%)	12.7	14.7	11.8	11.8	11.8
ROE(%)	13.8	14.8	8.7	8.9	9.2
ROIC(%)	13.1	14.2	8.4	8.5	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	49.4	44.8	41.1	41.3	42.2
净负债比率(%)	-33.7	-29.1	-33.3	-35.0	-37.1
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	150.7	369.9	363.1	207.5	210.2
应付账款周转率	3.9	4.4	3.8	3.9	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.86	0.52	0.55	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.59	0.86	0.74	0.80
每股净资产(最新摊薄)	5.26	5.80	5.99	6.19	6.40
估值比率					
P/E	23.2	19.7	32.4	30.9	28.8
P/B	3.2	2.9	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	18.7	14.7	17.4	16.4	15.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 29 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