

老白干酒 (600559.SH)

报表出清，武陵进入调整

公司发布《2025 年第三季度报告》，25Q3 公司实现营收/归母净利润 8.5 亿元/0.8 亿元，同比-47.5%/-68.5%。公司 25Q3 报表大幅出清，持续推进库存去化、维系渠道良性，销售回款与营收增速匹配。考虑到公司历史包袱较轻，积极推动大众市场价格带产品拓展、坚持高端投入，预计底盘产品能力将逐步修复，武陵调整后也有望回归正轨。

□ 前三季度公司业绩承压，Q3 报表开启出清。25 年前三季度公司实现营收/归母净利润 33.3 亿元/4.0 亿元，同比-18.5%/-28.0%。25Q3 公司实现营收/归母净利润 8.5 亿元/0.8 亿元，同比-47.5%/-68.5%。25Q3 公司现金回款 8.7 亿元，同比-46.4%，经营净现金流-0.8 亿元，现金流出现恶化。截至三季度末，公司合同负债余额为 12.1 亿元，同比-31.0%，报表侧开启出清。

□ 全价位产品持续承压，Q3 基地市场下滑幅度加深、武陵开启调整。分产品来看，25Q3 公司 100 元以上/100 元以下产品收入分别为 4.2 亿元/4.2 亿元，同比-46.7%/-48.7%，全价位产品销售承压。分地区来看，25Q3 公司河北市场/湖南市场/安徽市场/山东市场收入分别为 5.38 亿元/1.20 亿元/0.77 亿元/0.51 亿元，同比-41.2%/-64.3%/-58.5%/-12.1%，河北调整幅度加深、湖南市场武陵开启调整。

□ 毛利率同比下滑，销售费用管控稳健。25Q3 公司实现毛利率水平 61.4% (yoy-5.4pct)，费用侧，25Q3 公司主营税金比率/销售费率/管理费率为 17.9%/23.7%/9.3%，同比+1.4pct/-1.9pct/+3.5pct，收入承压下公司核心销售费用管控稳健，25Q3 公司归母净利率 9.4% (yoy-6.2pct)。

□ 投资建议：报表出清，武陵进入调整。公司 25Q3 报表大幅出清，持续推进库存去化、维系渠道良性，销售回款与营收增速匹配。考虑到公司历史包袱较轻，积极推动大众市场价格带产品拓展、坚持高端投入，预计底盘产品能力将逐步修复，武陵调整后也有望回归正轨。考虑到公司 Q3 报表出清情况，我们下调 25-27 年 EPS 至 0.54 元、0.58 元、0.64 元，对应 25 年 31.4 倍 PE，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：酱酒调整不及预期、河北省内市场竞争加剧、费用精细化改革不及预期、公司人事调整等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5257	5358	4166	4283	4478
同比增长	13%	2%	-22%	3%	5%
营业利润(百万元)	884	1059	642	696	769
同比增长	-5%	20%	-39%	8%	11%
归母净利润(百万元)	666	787	493	530	583
同比增长	-6%	18%	-37%	8%	10%
每股收益(元)	0.73	0.86	0.54	0.58	0.64
PE	23.2	19.7	31.4	29.2	26.6
PB	3.2	2.9	2.9	2.8	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标估值:

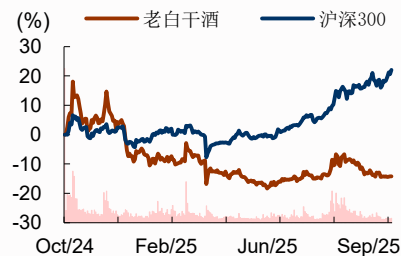
当前股价: 16.92 元

基础数据

总股本 (百万股)	915
已上市流通股 (百万股)	910
总市值 (十亿元)	15.5
流通市值 (十亿元)	15.4
每股净资产 (MRQ)	5.8
ROE (TTM)	12.0
资产负债率	40.2%
主要股东	河北衡水老白干酿酒(集团)
主要股东持股比例	25.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-2	-16
相对表现	-4	-26	-35



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《老白干酒 (600559) —经营凸显韧性，武陵逆势成长》2025-08-29
- 2、《老白干酒 (600559) —基础牢靠，稳健发展，效率持续提升》2025-04-27
- 3、《老白干酒 (600559) —盈利延续高增长，把握业绩弹性期》2024-10-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	1,412	1,130	1,340	1,618	1,270	1,168	1,314	849	5,257	5,358
二、营业总成本	1,107	964	1,126	1,308	955	976	1,101	758	4,439	4,367
其中: 营业成本	448	421	422	538	443	367	428	328	1,727	1,824
营业税金及附加	227	190	212	267	218	193	226	152	875	887
营业费用	330	259	404	413	193	321	362	201	1,428	1,269
管理费用	108	95	93	95	107	99	88	79	415	389
财务费用	-2	-4	-5	-5	-5	-5	-4	-2	-16	-20
资产减值损失	-3	-1	0	0	0	2	0	0	-4	0
三、其他经营收益	10	4	9	5	7	4	7	3	66	68
公允价值变动收益	3	0	2	0	-2	1	0	0	6	1
投资收益	7	4	7	5	9	2	7	3	19	25
四、营业利润	328	180	234	323	323	200	223	94	884	1,059
加: 营业外收入	3	1	1	1	1	1	7	1	10	4
减: 营业外支出	1	1	2	1	1	1	0	1	4	5
五、利润总额	330	180	233	323	323	201	230	105	891	1,059
减: 所得税	82	44	64	72	92	48	61	26	225	272
六、净利润	248	136	168	252	231	152	168	79	666	787
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	248	136	168	252	231	152	168	79	666	787
EPS	0.37	0.20	0.25	0.28	0.26	0.17	0.19	0.09	0.73	0.86
主要比率										
毛利率	68.2%	62.7%	68.5%	66.8%	65.1%	68.6%	67.4%	61.4%	67.2%	65.9%
主营税金率	16.1%	16.8%	15.8%	16.5%	17.1%	16.5%	17.2%	17.9%	16.7%	16.6%
营业费率	23.4%	22.9%	30.1%	25.5%	15.2%	27.5%	27.6%	23.7%	27.2%	23.7%
管理费率	7.6%	8.4%	6.9%	5.9%	8.4%	8.4%	6.7%	9.3%	7.9%	7.3%
营业利润率	23.2%	15.9%	17.5%	20.0%	25.4%	17.1%	17.0%	11.1%	16.8%	19.8%
实际税率	24.9%	24.5%	27.7%	22.1%	28.4%	24.1%	26.7%	24.5%	25.2%	25.7%
净利率	17.6%	12.1%	12.6%	15.6%	18.2%	13.1%	12.8%	9.4%	12.7%	14.7%
同比增长率										
收入增长率	17.9%	12.7%	9.0%	0.3%	-10.0%	3.4%	-1.9%	-47.5%	13.0%	1.9%
营业利润增长率	51.3%	31.0%	77.1%	17.5%	-1.6%	11.3%	-4.8%	-70.9%	-5.4%	19.8%
净利润增长率	42.2%	33.0%	46.7%	25.2%	-6.8%	11.9%	0.2%	-68.5%	-5.9%	18.2%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 老白干酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 老白干酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《老白干酒（600559）—经营凸显韧性，武陵逆势成长》2025-08-29
- 2、《老白干酒（600559）—基础牢靠，稳健发展，效率持续提升》2025-04-27
- 3、《老白干酒（600559）—盈利延续高增长，把握业绩弹性期》2024-10-31
- 4、《老白干酒（600559）—Q2 利润超预期，把握业绩加速释放阶段》2024-08-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5866	6060	5632	5789	5980
现金	1622	1546	1735	1833	1913
交易性投资	663	782	782	782	782
应收票据	147	87	67	69	73
应收款项	27	2	1	1	1
其它应收款	29	12	10	10	10
存货	3350	3552	2973	3027	3132
其他	28	78	65	66	68
非流动资产	3635	3553	3446	3347	3255
长期股权投资	79	66	66	66	66
固定资产	1775	1699	1616	1541	1473
无形资产商誉	840	825	808	790	772
其他	940	963	956	950	944
资产总计	9501	9613	9079	9136	9235
流动负债	4523	4159	3680	3553	3440
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	431	398	334	340	351
预收账款	0	0	0	0	0
其他	4092	3761	3347	3213	3089
长期负债	168	148	148	148	148
长期借款	0	0	0	0	0
其他	168	148	148	148	148
负债合计	4690	4307	3829	3701	3589
股本	915	915	915	915	915
资本公积金	1382	1503	1503	1503	1503
留存收益	2513	2887	2832	3017	3228
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4810	5306	5250	5435	5647
负债及权益合计	9501	9613	9079	9136	9235

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	795	535	749	451	455
净利润	666	787	493	530	583
折旧摊销	174	181	178	170	163
财务费用	(16)	(20)	(49)	(54)	(56)
投资收益	(19)	(25)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	71	(390)	159	(186)	(224)
其它	(81)	3	(21)	(1)	(0)
投资活动现金流	57	(243)	(70)	(70)	(70)
资本支出	(149)	(161)	(70)	(70)	(70)
其他投资	206	(82)	0	0	0
筹资活动现金流	(325)	(411)	(489)	(281)	(305)
借款变动	(221)	(195)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	73	121	0	0	0
股利分配	(274)	(412)	(549)	(345)	(371)
其他	97	74	59	64	66
现金净增加额	527	(118)	189	99	80

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5257	5358	4166	4283	4478
营业成本	1727	1824	1530	1558	1612
营业税金及附加	875	887	690	709	741
营业费用	1428	1269	1008	1036	1074
管理费用	415	389	339	331	330
研发费用	13	16	12	13	13
财务费用	(16)	(20)	(49)	(54)	(56)
资产减值损失	(2)	(1)	2	2	2
公允价值变动收益	6	1	0	0	0
其他收益	40	43	(2)	(2)	(2)
投资收益	19	25	10	10	10
营业利润	884	1059	642	696	769
营业外收入	10	4	13	8	3
营业外支出	4	5	3	3	3
利润总额	891	1059	652	701	769
所得税	225	272	159	170	186
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	666	787	493	530	583

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	2%	-22%	3%	5%
营业利润	-5%	20%	-39%	8%	11%
归母净利润	-6%	18%	-37%	8%	10%
获利能力					
毛利率	67.2%	65.9%	63.3%	63.6%	64.0%
净利率	12.7%	14.7%	11.8%	12.4%	13.0%
ROE	14.5%	15.6%	9.3%	9.9%	10.5%
ROIC	13.4%	14.4%	8.5%	8.9%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	49.4%	44.8%	42.2%	40.5%	38.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.5	1.5	1.6	1.7
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	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	150.7	369.9	2404.7	3831.8	3863.1
应付账款周转率	3.9	4.4	4.2	4.6	4.7
每股资料(元)					
EPS	0.73	0.86	0.54	0.58	0.64
每股经营净现金	0.87	0.59	0.82	0.49	0.50
每股净资产	5.26	5.80	5.74	5.94	6.17
每股股利	0.45	0.60	0.38	0.41	0.45
估值比率					
PE	23.2	19.7	31.4	29.2	26.6
PB	3.2	2.9	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	16.9	14.5	22.9	21.7	20.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。