

# 老白干酒（600559）

## 2025 年三季报点评：业绩转向，费控收紧

买入（维持）

2025 年 11 月 02 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 5,257  | 5,358  | 4,326   | 4,508  | 4,927  |
| 同比（%）         | 12.98  | 1.91   | (19.25) | 4.20   | 9.30   |
| 归母净利润（百万元）    | 665.94 | 787.10 | 570.53  | 605.31 | 699.83 |
| 同比（%）         | (5.89) | 18.19  | (27.51) | 6.10   | 15.62  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.73   | 0.86   | 0.62    | 0.66   | 0.77   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 23.21  | 19.64  | 27.10   | 25.54  | 22.09  |

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，25Q1~3 收入实现 33.3 亿元，同比-18.5%；归母净利 4.0 亿元，同比-28.0%；25Q3 收入实现 8.5 亿元，同比-47.5%；归母净利 0.8 亿元，同比-68.5%。
- **25Q3 加速出清，全价格带产品均有降速。**25Q1~3/Q3 公司酒类收入分别同比-18.5%/-47.7%，Q3 伴随渠道回款普遍承压，酒企相应放松回款要求，推进动销去库为先。1）分品牌看：①25Q1~3 主力品牌本部、武陵收入分别同比-13.8%、-20.2%。2025 年老白干本部围绕次高端产品，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，同时加强中高端产品补位布局。武陵亦保持稳扎稳打发展步调，坚持品牌、品质、渠道、产品动作持续推进。Q2 以来受外部环境冲击，白酒整体动销承压，公司加速调整出清，纾解渠道压力。②25 Q1~3 文王、孔府家收入增速分别同比-34.7%、-3.2%，安徽市场消费场景受损较为明显，且地产酒竞争激烈，文王表现相对承压。2）分结构看：25Q3 公司高档酒、中低档酒收入分别同比-46.7%、-48.7%。高档酒收入承压主要与本部次高端系列销售调整有关，25Q2/Q3 高档酒-剔除武陵收入（主要是本部核心产品）分别同比-23.7%/-33.7%。
- **毛销差转降拖累利润，费用管控边际加强。**2025 年公司经营规划定调稳健，费用端加强管控。1）**收现端：**25Q3 季末公司合同负债 12.1 亿元，同比/环比分别-5.4/-0.7 亿元，Q3 销售收现同比-46.4%，与收入表现基本一致。2）**利润端：**25Q3 公司销售净利率同比-6.2pct，主系毛销差同比转降所致。①25Q3 毛利率同比-5.4pct 至 61.4%，收入降幅较大，固定成本支出对毛利率造成拖累。②25Q3 销售费率同比-1.9pct，费用同比-51.4%，1 是公司加强费效审核及渠道控费稳价工作，2 是主动调控下费用投入相对有的放矢。③25Q3 管理费（含研发）同比+3.4pct，费用同比-18.2%，总部降本减支效果持续显现。
- **优化渠道管理，营销工作稳扎稳打。**2025 年公司在三级扫码体系下严格执行渠道控费稳价工作，并持续推动消费者建设投入，渠道触达更趋扁平化，客户对接人员配备也在逐步完善。伴随公司持续加强宴席、餐饮等场景布局，并有序梳理、优化产品体系，渠道动销质量有望夯实巩固。
- **盈利预测与投资评级：**伴随消费环境变化，公司收入增长阶段性承压，参考 2025 年前三季度经营情况，我们调整 2025~27 年归母净利润为 5.7、6.1、7.0 亿元（前值 7.9、8.2、9.5 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 27、26、22X，考虑公司河北、湖南区域动销基础相对保持稳定，短期去库纾压后，后续有望看到业绩企稳支撑，维持“买入”评级。
- **风险提示：**省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 16.90       |
| 一年最低/最高价      | 16.22/25.00 |
| 市净率(倍)        | 2.93        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 15,370.71   |
| 总市值(百万元)      | 15,459.23   |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.77   |
| 资产负债率(%,LF) | 40.16  |
| 总股本(百万股)    | 914.75 |
| 流通 A 股(百万股) | 909.51 |

### 相关研究

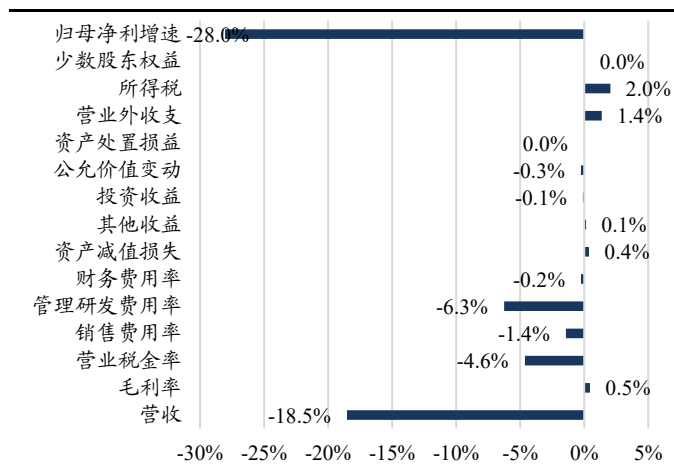
《老白干酒(600559)：2025 年中报点评：中低档酒实现收入承托，净利率保持升势》

2025-08-29

《老白干酒(600559)：乘势持重，厚积薄发》

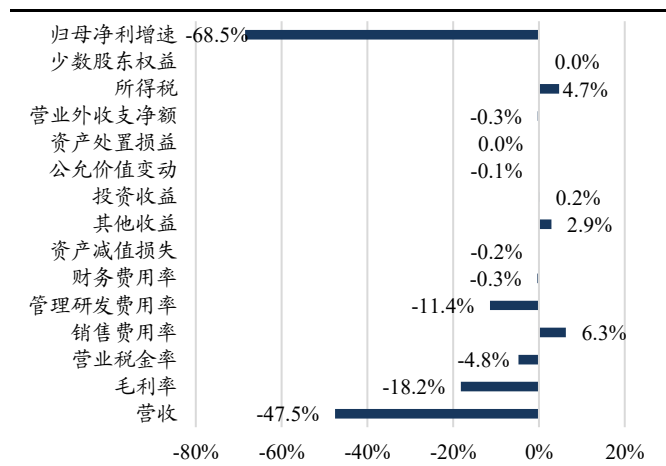
2025-05-25

图1: 25Q1~3 老白干酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q3 老白干酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 老白干酒三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)       |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                 | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>6,060</b> | <b>5,168</b> | <b>5,049</b> | <b>5,009</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>5,358</b> | <b>4,326</b> | <b>4,508</b> | <b>4,927</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 2,328        | 1,909        | 1,622        | 1,280        | 营业成本(含金融类)      | 1,824        | 1,503        | 1,559        | 1,680        |
| 经营性应收款项          | 152          | 146          | 155          | 161          | 税金及附加           | 887          | 716          | 746          | 816          |
| 存货               | 3,552        | 3,089        | 3,246        | 3,544        | 销售费用            | 1,269        | 1,043        | 1,100        | 1,192        |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 389          | 357          | 341          | 351          |
| 其他流动资产           | 27           | 24           | 25           | 25           | 研发费用            | 16           | 13           | 16           | 17           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>3,553</b> | <b>3,463</b> | <b>3,400</b> | <b>3,330</b> | 财务费用            | (20)         | (15)         | (10)         | (6)          |
| 长期股权投资           | 66           | 66           | 66           | 66           | 加:其他收益          | 45           | 32           | 32           | 34           |
| 固定资产及使用权资产       | 1,699        | 1,604        | 1,536        | 1,461        | 投资净收益           | 25           | 17           | 18           | 20           |
| 在建工程             | 67           | 87           | 107          | 127          | 公允价值变动          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 825          | 810          | 795          | 780          | 减值损失            | 0            | 1            | 1            | 1            |
| 商誉               | 607          | 607          | 607          | 607          | 资产处置收益          | (2)          | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 28           | 28           | 28           | 28           | <b>营业利润</b>     | <b>1,059</b> | <b>760</b>   | <b>806</b>   | <b>932</b>   |
| 其他非流动资产          | 260          | 260          | 260          | 260          | 营业外净收支          | (1)          | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>      | <b>9,613</b> | <b>8,631</b> | <b>8,449</b> | <b>8,339</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1,059</b> | <b>762</b>   | <b>808</b>   | <b>934</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>4,159</b> | <b>3,206</b> | <b>3,119</b> | <b>3,109</b> | 减:所得税           | 272          | 191          | 203          | 235          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | <b>787</b>   | <b>571</b>   | <b>605</b>   | <b>700</b>   |
| 经营性应付款项          | 438          | 317          | 320          | 345          | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 1,397        | 1,022        | 1,060        | 1,142        | <b>归属母公司净利润</b> | <b>787</b>   | <b>571</b>   | <b>605</b>   | <b>700</b>   |
| 其他流动负债           | 2,324        | 1,867        | 1,738        | 1,622        | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.86         | 0.62         | 0.66         | 0.77         |
| 非流动负债            | 148          | 148          | 148          | 148          | EBIT            | 1,016        | 694          | 746          | 872          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 1,197        | 914          | 990          | 1,142        |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 65.95        | 65.25        | 65.41        | 65.91        |
| 租赁负债             | 0            | 0            | 0            | 0            | 归母净利率(%)        | 14.69        | 13.19        | 13.43        | 14.20        |
| 其他非流动负债          | 148          | 148          | 148          | 148          | 收入增长率(%)        | 1.91         | (19.25)      | 4.20         | 9.30         |
| <b>负债合计</b>      | <b>4,307</b> | <b>3,355</b> | <b>3,267</b> | <b>3,257</b> | 归母净利润增长率(%)     | 18.19        | (27.51)      | 6.10         | 15.62        |
| 归属母公司股东权益        | 5,306        | 5,276        | 5,182        | 5,081        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>5,306</b> | <b>5,276</b> | <b>5,182</b> | <b>5,081</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>9,613</b> | <b>8,631</b> | <b>8,449</b> | <b>8,339</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | 535   | 292   | 573   | 636   | 每股净资产(元)        | 5.80  | 5.77  | 5.66  | 5.55  |
| 投资活动现金流     | (243) | (231) | (280) | (298) | 最新发行在外股份(百万股)   | 915   | 915   | 915   | 915   |
| 筹资活动现金流     | (411) | (600) | (700) | (800) | ROIC(%)         | 14.93 | 9.82  | 10.68 | 12.72 |
| 现金净增加额      | (118) | (539) | (407) | (462) | ROE-摊薄(%)       | 14.83 | 10.81 | 11.68 | 13.77 |
| 折旧和摊销       | 181   | 220   | 244   | 271   | 资产负债率(%)        | 44.81 | 38.87 | 38.67 | 39.06 |
| 资本开支        | (161) | (128) | (178) | (198) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 19.64 | 27.10 | 25.54 | 22.09 |
| 营运资本变动      | (412) | (479) | (255) | (312) | P/B (现价)        | 2.91  | 2.93  | 2.98  | 3.04  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>