

2025 年 10 月 29 日

证券研究报告•2025 年三季报点评

老白干酒（600559）食品饮料

当前价：16.92 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

短期承压，静待调整

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季度报告，25 年前三季度实现营收 33.3 亿元，同比-18.5%；实现归母净利润 4.0 亿元，同比-28.0%。单季度来看，25Q3 实现营收 8.5 亿元，同比-47.6%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-68.5%。公司在白酒消费需求有压力的情况下，主动调整库存，后续有望轻装上阵。
- **多品牌分化延续，大众价位带相对稳健。**1、分产品看，行业消费趋势变化对公司产品结构造成影响，高端产品（如 1915 系列）因政商务消费场景收缩而承压，而公司持续聚焦的 100-300 元大众消费及次高端核心大单品则展现出更强的市场韧性。2、分品牌看，主品牌老白干酒在河北大本营市场表现平稳，市场份额稳步提升；武陵酒延续增长势头，是公司的核心增长引擎；而文王贡酒在安徽省内竞争加剧背景下阶段性承压。
- **业绩短期承压，回款压力显现。**1、25 年前三季度公司毛利率为 66.3%，同比+0.1pp，基本保持稳定。2、公司持续推进降本增效，但受 Q3 收入大幅下滑影响，25 年前三季度销售/管理费用率分别为 26.6%/8.0%，分别同比+0.3pp/+1.1pp。3、25 年前三季度净利率为 12.0%，同比-1.6pp，盈利能力因收入下滑受到影响。4、25 年前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金为 33.8 亿元，同比-28.6%；经营性现金流量净额为-1.2 亿元，同比-118.9%，主要系本期现金回款减少所致。截止 25Q3 期末公司合同负债为 12.1 亿元，同比/环比分别-5.4/-0.7 亿元，渠道回款压力有所显现。
- **聚焦核心单品市场，改革增效持续推进。**面对外部环境挑战，公司战略聚焦核心市场、核心产品，通过在宴席等大众消费场景发力，稳固百元价格带基本盘。公司持续深化内部改革，推进降本增效，费用管控已见成效。尽管短期业绩因需求疲软而承压，但公司在河北大本营市场的优势强化、产品结构向大众价位带的聚焦以及内部改革的持续深化，为公司穿越行业周期、实现长期稳健发展奠定基础。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：**预计 2025-2027 年净利润分别为 6.3 亿元、7.5 亿元、8.8 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.82 元、0.96 元。
- **风险提示：**经济大幅下滑风险，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	45.64	48.01	50.88
增长率	1.91%	-14.80%	5.18%	5.98%
归属母公司净利润（亿元）	7.87	6.29	7.47	8.77
增长率	18.19%	-20.10%	18.85%	17.35%
每股收益 EPS（元）	0.86	0.69	0.82	0.96
净资产收益率 ROE	14.83%	11.23%	12.31%	13.26%
PE	20	25	21	18
PB	2.92	2.76	2.55	2.34

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)	16.32-24.08
总市值(亿元)	154.78
总资产(亿元)	88.15
每股净资产(元)	5.77

相关研究

1. 老白干酒（600559）：降费增效延续，经营韧性凸显（2025-09-03）
2. 老白干酒（600559）：多点协同发力，利润弹性逐步释放（2025-04-29）
3. 老白干酒（600559）：降本增效成效显著，聚焦资源势能向上（2024-11-01）

盈利预测

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-10.0%、+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：板城烧锅酒聚焦产品结构升级和空白市场开拓，销量短期承压，预计板城烧锅酒系列 2025-2027 年销量同比-30.0%、-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 3：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-30.0%、+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 4：孔府酒聚焦产品结构升级，预计孔府系列 2025-2027 年销量同比-30.0%、+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%。

假设 5：武陵酒省内品牌影响力持续增强，省外市场稳步开拓，吨价上升趋势显著，预计武陵酒系列 2025-2027 年销量同比-30.0%、-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 6：公司聚焦主营业务，其他业务战略性收缩，预计其他业务 2025-2027 年收入分别-80.0%、-50.0%、-40.0%，毛利率分别为-177.3%、-343.6%、-491.5%。

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	4564.4	4800.7	5087.8
yoy	1.9%	-14.8%	5.2%	6.0%
成本	1824.5	1544	1593	1647
毛利率	65.9%	66.2%	66.8%	67.6%
老白干系列				
收入	2589.8	2389.1	2497.8	2611.5
yoy	10.0%	-7.7%	4.5%	4.5%
销量（吨）	32575	29318	29904	30502
yoy	4.4%	-10.0%	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	885.7	912.4	935.3
吨成本（万元/吨）	3.0	3.0	3.1	3.1

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
yoy	4.5%	2.0%	1.0%	0.5%
毛利率	62.8%	62.9%	63.5%	64.2%
板城系列				
收入	857.9	612.5	593.5	587.3
yoy	-10.3%	-28.6%	-3.1%	-1.1%
销量（吨）	8107	5675	5391	5229
yoy	-12.0%	-30.0%	-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	230.0	220.7	216.2
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	392.4	412.2	428.9
yoy	0.5%	-28.6%	5.1%	4.0%
销量（吨）	6908	4836	4981	5080
yoy	-1.9%	-30.0%	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	152.4	160.1	165.0
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	163.9	168.9	175.7
yoy	28.1%	-28.6%	3.0%	4.0%
销量（吨）	4896	3427	3461	3531
yoy	17.7%	-30.0%	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	68.8	72.3	76.0
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%
武陵系列				
收入	1099.0	1000.1	1125.1	1282.6
yoy	12.3%	-9.0%	12.5%	14.0%
销量（吨）	1655	1159	1043	991
yoy	-13.8%	-30.0%	-10.0%	-5.0%

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
吨价（万元/吨）	66.4	86.3	108	129
yoy	30.3%	30.0%	25.0%	20.0%
成本	208.2	189.4	213.1	243.0
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%
其他业务				
收入	31.7	6.3	3.2	1.9
yoy	-86.9%	-80.0%	-50.0%	-40.0%
成本	22.0	17.6	14.1	11.2
yoy	54.9%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
毛利率	30.7%	-177.3%	-343.6%	-491.5%

数据来源：Wind，西南证券

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	45.64	48.01	50.88	净利润	7.87	6.29	7.47	8.77
营业成本	18.24	15.44	15.93	16.47	折旧与摊销	1.81	2.36	2.41	2.45
营业税金及附加	8.87	7.53	7.94	8.41	财务费用	-0.20	-0.57	-0.73	-0.99
销售费用	12.69	11.87	12.00	12.47	资产减值损失	0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.89	3.20	3.12	3.05	经营营运资本变动	-5.28	-3.21	0.33	0.15
财务费用	-0.20	-0.57	-0.73	-0.99	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	4.65	9.27	10.16
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	8.39	9.97	11.69	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	8.39	9.97	11.69	股权融资	0.49	0.00	0.00	0.00
所得税	2.72	2.10	2.49	2.92	支付股利	-4.12	-3.34	-2.78	-3.33
净利润	7.87	6.29	7.47	8.77	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	-2.76	-2.06	-2.34
归属母公司股东净利润	7.87	6.29	7.47	8.77	现金流量净额	-1.18	1.80	7.13	7.75
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	17.26	24.39	32.14	成长能力				
应收和预付款项	1.65	1.68	1.70	1.77	销售收入增长率	1.91%	-14.80%	5.18%	5.98%
存货	35.52	21.26	21.93	22.68	营业利润增长率	19.79%	-20.85%	18.85%	17.35%
其他流动资产	7.97	7.95	7.96	7.97	净利润增长率	18.19%	-20.10%	18.85%	17.35%
长期股权投资	0.66	0.66	0.66	0.66	EBITDA 增长率	17.06%	-16.67%	14.47%	13.00%
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%	66.17%	66.82%	67.63%
无形资产和开发支出	14.33	13.34	12.33	11.29	三费率	30.59%	31.75%	29.98%	28.56%
其他非流动资产	2.89	2.86	2.83	2.80	净利率	14.69%	13.78%	15.57%	17.24%
资产总计	96.13	81.62	87.34	93.76	ROE	14.83%	11.23%	12.31%	13.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.19%	7.71%	8.56%	9.36%
应付和预收款项	10.56	9.56	9.82	10.19	ROIC	26.23%	18.27%	22.22%	27.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.78%	22.29%	24.25%	25.86%
其他负债	32.52	16.04	16.82	17.42	营运能力				
负债合计	43.07	25.60	26.64	27.61	总资产周转率	0.56	0.51	0.57	0.56
股本	9.15	9.15	9.15	9.15	固定资产周转率	3.08	2.76	3.07	3.48
资本公积	16.12	16.12	16.12	16.12	应收账款周转率	325.26	1316.64	1467.15	1472.58
留存收益	28.48	31.43	36.12	41.57	存货周转率	0.53	0.54	0.74	0.74
归属母公司股东权益	53.06	56.02	60.70	66.15	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	56.02	60.70	66.15	资产负债率	44.81%	31.37%	30.50%	29.45%
负债和股东权益合计	96.13	81.62	87.34	93.76	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.46	2.00	2.23	2.47
					速动比率	0.60	1.12	1.35	1.60
					股利支付率	52.30%	53.12%	37.25%	37.93%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	12.21	10.17	11.64	13.16	每股收益	0.86	0.69	0.82	0.96
PE	19.66	24.61	20.71	17.65	每股净资产	5.80	6.12	6.64	7.23
PB	2.92	2.76	2.55	2.34	每股经营现金	0.59	0.51	1.01	1.11
PS	2.89	3.39	3.22	3.04	每股股利	0.45	0.37	0.30	0.36
EV/EBITDA	10.56	12.49	10.30	8.53					
股息率	2.66%	2.16%	1.80%	2.15%					

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

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	jyj@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
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

广深	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	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	lzt@swsc.com.cn