

## 老白干酒 (600559.SH)

## 经营走出调整，大众价位表现亮眼

公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报，2025 年公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 41.2/4.3/3.8 亿元，同比-23.1%/-45.4%/-48.6%。26 年 Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 12.2/1.7/1.6 亿元，同比+4.5%/+8.6%/+12.4%，超此前预期，单季度报表端转正，信号积极，Q1 核心市场河北、湖南企稳，大众价位段表现亮眼。25 年费用率提升，26Q1 盈利能力企稳。

□ **26Q1 报表转正，信号积极。**2025 年公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 41.2/4.3/3.8 亿元，同比-23.1%/-45.4%/-48.6%。单 Q4 营收/归母净利润 7.9/0.3 亿元，同比-37.7%/-87.2%，延续出清。公司拟每 10 股派 2.0 元(含税)，分红率 42.6%。26 年 Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 12.2/1.7/1.6 亿元，同比+4.5%/+8.6%/+12.4%，超此前预期，单季度报表端转正，信号积极，Q1 销货现金流 14.8 亿，同比-11.9%。25Q4+26Q1 合计营收/归母净利润 20.06/1.41 亿元，同比-17.5%/-49.1%，合并销货现金流 24.23 亿，同比-13.5%，现金流表现好于收入。期末合同负债 12.1 亿，同比-35.6%，环比 25Q3 持平表现平稳。

□ **Q1 核心市场河北、湖南企稳，大众价位段表现亮眼。**分产品看，2025 年衡水老白干酒/板城烧锅酒/武陵酒/文王贡酒/孔府家酒收入分别为 21.4/6.5/7.7/3.5/1.8 亿元，同比-17.4%/-24.5%/-29.6%/-35.5%/-20.6%，毛利率 63.8%/64.8%/78.3%/62.7%/59.9%，同比+1.0/+2.7/-2.8/+1.2/+0.3pct。25 年末经销商 10,171 个，较年初减少 1,588 个。26Q1 分拆产品来看，100 元以上/100 元以下收入分别 6.0/6.2 亿元，同比-9.8%/+23.5%，Q1 大众酒表现亮眼。分区域看，河北/湖南/安徽/山东/其他省份收入分别 7.5/2.1/1.3/0.4/0.8 亿元，同比+3.9%/+1.2%/-2.0%/+4.6%/+38.1%，核心市场河北、湖南收入企稳。Q1 末经销商 9,487 个，较年初减少 684 个。

□ **25 年费用率提升，26Q1 盈利能力企稳。**公司 25 年酒类毛利率 66.4%，同比+0.3pct。税金/销售/管理费用率分别 14.8%/27.5%/8.8%，同比+1.5/+3.8/+1.5pct，销售费用率上升主要系收入下滑但渠道、品牌建设投入持续。25 年归母净利率 10.4%，同比-4.3pct。26Q1 毛利率-4.5pct 至 64.1%，税金/销售/管理费用率分别 17.2%/21.6%/7.4%，同比+0.7/-5.9/-1.0pct，净利率+0.5pct 至 13.6%，盈利能力企稳。

□ **投资建议：经营走出调整，核心市场优势强化。**公司务实经营、前期积累包袱较轻，老白干严控发货，武陵酒无经销商库存，经历了两个季度调整，逐步进入合理库存状态。Q1 底盘产品表现稳健，核心市场市占率提升，优势强化。考虑到 Q2 起基数持续下降，公司经营有望走出调整期，利润率自低点有提升空间。我们略调整 26-28 年 EPS 至 0.58 元、0.70 元、0.79 元，对应 26 年 24.5 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5358	4121	4495	4863	5138

## 强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标估值:

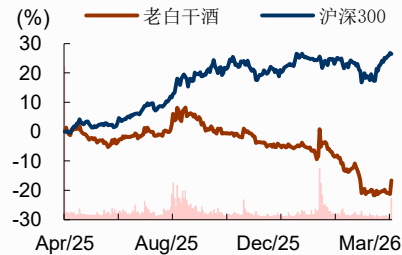
当前股价: 14.19 元

## 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)	13.0
流通市值(十亿元)	12.9
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	11.5
资产负债率	38.2%
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	-8	-21	-22
相对表现	-13	-25	-49



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《老白干酒(600559)一报表出清，武陵进入调整》2025-10-30
- 2、《老白干酒(600559)一经营凸显韧性，武陵逆势成长》2025-08-29
- 3、《老白干酒(600559)一基础牢靠，稳健发展，效率持续提升》2025-04-27

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

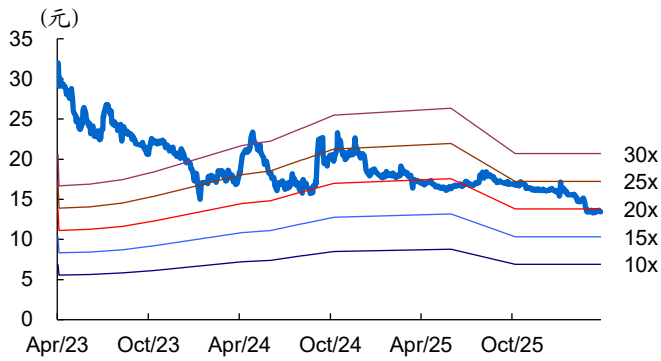
朱彦霖 研究助理

✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

同比增长	2%	-23%	9%	8%	6%
营业利润(百万元)	1059	554	692	844	948
同比增长	20%	-48%	25%	22%	12%
归母净利润(百万元)	787	430	530	641	720
同比增长	18%	-45%	23%	21%	12%
每股收益(元)	0.86	0.47	0.58	0.70	0.79
PE	16.5	30.2	24.5	20.2	18.0
PB	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3

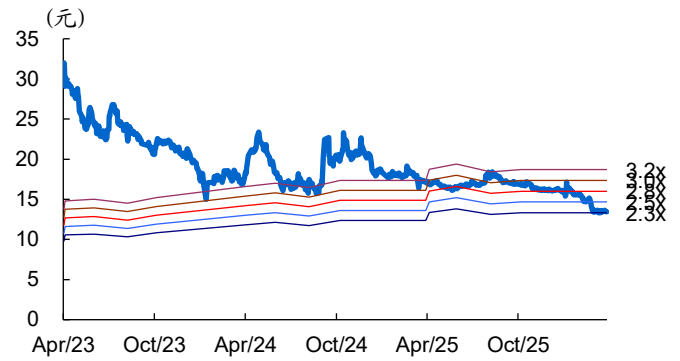
资料来源：公司数据、招商证券

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）—报表出清，武陵进入调整》2025-10-30
- 2、《老白干酒（600559）—经营凸显韧性，武陵逆势成长》2025-08-29
- 3、《老白干酒（600559）—基础牢靠，稳健发展，效率持续提升》2025-04-27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	6060	5072	5158	5466	5622
现金	1546	563	336	336	567
交易性投资	782	430	430	430	430
应收票据	87	46	50	54	57
应收款项	2	6	1	1	2
其它应收款	12	9	9	10	11
存货	3552	3591	3865	4131	4024
其他	78	428	466	503	532
<b>非流动资产</b>	3553	3529	3401	3282	3172
长期股权投资	66	43	43	43	43
固定资产	1699	1599	1494	1399	1313
无形资产商誉	825	811	795	778	762
其他	963	1076	1069	1061	1054
<b>资产总计</b>	<b>9613</b>	<b>8601</b>	<b>8559</b>	<b>8748</b>	<b>8794</b>
<b>流动负债</b>	4159	3159	3272	3192	2967
短期借款	0	0	149	132	0
应付账款	398	308	333	356	376
预收账款	0	0	0	0	0
其他	3761	2850	2790	2704	2591
<b>长期负债</b>	148	135	135	135	135
长期借款	0	0	0	0	0
其他	148	135	135	135	135
<b>负债合计</b>	<b>4307</b>	<b>3294</b>	<b>3407</b>	<b>3327</b>	<b>3102</b>
股本	915	915	915	915	915
资本公积金	1503	1580	1580	1580	1580
留存收益	2887	2813	2657	2927	3198
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5306	5307	5151	5421	5692
<b>负债及权益合计</b>	<b>9613</b>	<b>8601</b>	<b>8559</b>	<b>8748</b>	<b>8794</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	535	(293)	333	419	834
净利润	787	430	530	641	720
折旧摊销	181	182	178	167	158
财务费用	(20)	(19)	(9)	(2)	(10)
投资收益	(25)	(14)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(390)	(890)	(334)	(372)	(19)
其它	3	18	(16)	0	(1)
<b>投资活动现金流</b>	(243)	(145)	(48)	(48)	(48)
资本支出	(161)	(64)	(48)	(48)	(48)
其他投资	(82)	(80)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(411)	(503)	(512)	(372)	(555)
借款变动	(195)	(90)	149	(18)	(132)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	121	76	0	0	0
股利分配	(412)	(549)	(686)	(371)	(449)
其他	74	60	24	17	25
<b>现金净增加额</b>	<b>(118)</b>	<b>(941)</b>	<b>(226)</b>	<b>0</b>	<b>231</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	5358	4121	4495	4863	5138
营业成本	1824	1401	1511	1615	1707
营业税金及附加	887	729	781	840	883
营业费用	1269	1133	1145	1190	1186
管理费用	389	362	379	378	427
研发费用	16	11	12	13	14
财务费用	(20)	(19)	(9)	(2)	(10)
资产减值损失	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
其他收益	43	35	(0)	(0)	(0)
投资收益	25	14	14	14	14
<b>营业利润</b>	1059	554	692	844	948
营业外收入	4	17	12	7	7
营业外支出	5	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	1059	569	701	849	953
所得税	272	139	171	207	233
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	787	430	530	641	720

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	2%	-23%	9%	8%	6%
营业利润	20%	-48%	25%	22%	12%
归母净利润	18%	-45%	23%	21%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.9%	66.0%	66.4%	66.8%	66.8%
净利率	14.7%	10.4%	11.8%	13.2%	14.0%
ROE	15.6%	8.1%	10.1%	12.1%	12.9%
ROIC	14.4%	7.6%	9.7%	11.4%	12.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.8%	38.3%	39.8%	38.0%	35.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	1.7%	1.5%	0.0%
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.9
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	369.9	1028.8	1281.8	3425.6	3386.7
应付账款周转率	4.4	4.0	4.7	4.7	4.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.86	0.47	0.58	0.70	0.79
每股经营净现金	0.59	-0.32	0.36	0.46	0.91
每股净资产	5.80	5.80	5.63	5.93	6.22
每股股利	0.60	0.75	0.41	0.49	0.55
<b>估值比率</b>					
PE	16.5	30.2	24.5	20.2	18.0
PB	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	15.2	25.9	21.6	18.4	16.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。