

25 年或业绩触底，26Q1 发力 100 元以下重启增长

老白干酒 (600559.SH)

核心观点

经过 2025 年全方位业绩调整，提升费用率梳理市场问题，从 26Q1 业绩表现看调整效果逐步显现。2026 年一季度，顺应市场消费趋势，降低中高档酒的销售要求，积极发力大众日常消费价位，100 元以下收入同比增长 23.45%，河北、湖南等关键区域收入亦实现增长。此外，经过 25 年增加费用，26 年整体费投更加理性，即使产品结构偏向中低端，净利率同比仍实现提升。展望全年，老白干作为地产龙头，在大众价位带具备消费者根基，具备业绩反弹潜力。

事件

公司发布 2025 年度报告及 2026 年一季度报告。

2025 年实现营业总收入 41.21 亿元(-23.07%)，归母净利润 4.30 亿元(-45.4%)，扣非归母净利润 3.79 亿元(-48.61%)；

其中单 Q4 实现收入 7.91 亿元(-37.68%)，归母净利润 0.3 亿元(-87.2%)，扣非归母净利润 0.16 亿元(-92.51%)。

2026Q1 实现营业总收入 12.20 亿元(+4.49%)，归母净利润 1.65 亿元(+8.55%)，扣非归母净利润 1.59 亿元(+12.43%)。

简评

产品结构持续向上，老白干、武陵表现稳健

2025 年公司白酒实现营收 40.98 亿元(-23.06%)，全面进入业绩调整。量价拆分来看，25 年公司白酒销量 4.34 万吨(-19.92%)，吨价 9.45 万元/吨(-3.92%)。

分品牌来看，25 年老白干、板城、武陵、文王贡、孔府家系列分别贡献营收 21.39 亿元(-17.40%)、6.48 亿元(-24.46%)、7.74 亿元(-29.59%)、3.54 亿元(-35.50%)、1.82 亿元(-20.59%)；量价拆分来看，老白干、板城、武陵、文王贡、孔府家系列每千升价分别为 8.00 万元/千升(+0.62%)、10.18 万元/千升(-3.84%)、53.26 万元/千升(-19.78%)、6.75 万元/千升(-15.19%)、5.15 万元/千升(+9.85%)。老白干、板城、武陵、文王贡、孔府家销量分别同比-17.91%、-21.44%、-12.24%、-23.95%、-27.71%，公司积极调整策略，大幅减少销量，同时积极调整产品结构，增加中低端产品销量占比。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 04 月 27 日

当前股价：13.38 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-5.64/-9.41	-15.90/-15.64	-24.62/-49.38
12 月最高/最低价 (元)			18.41/13.32
总股本 (万股)			91,474.74
流通 A 股 (万股)			90,950.94
总市值 (亿元)			122.39
流通市值 (亿元)			121.69
近 3 月日均成交量 (万)			1253.07
主要股东			
河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司			25.14%

股价表现



分区域看，25 年河北、湖南、安徽、山东、境外、其他区域分别贡献营收 25.37 亿元（-18.64%）、7.74 亿元（-29.59%）、3.54 亿元（-35.50%）、1.69 亿元（-19.31%）、0.13 亿元（-33.99%）、2.51 亿元（-24.07%）。

分价位带看，100 元以上、100 元以下分别贡献营收 20.36 亿元（-24.69%）、20.62 亿元（-21.38%）。量价拆分看，100 元以上、100 元以下销量分别同比-25.98%、-19.09%，吨价分别同比+1.75%、-2.82%。

26Q1 积极调整产品策略，发力 100 元以下重启正增长。26Q1 公司 100 元以上、100 元以下分别贡献营收 5.96 亿元（-9.81%）、6.19 亿元（+23.45%），产业周期底部大众价位发力重启正增长。26Q1 河北、湖南、安徽分别实现收入 7.49 亿元（+3.85%）、2.10 亿元（+1.23%）、1.28 亿元（-2.00%）。

25 年增加费用提升动销，26 年发力低度，盈利能力见底回升

2025 年公司毛利率 66.01%，同比+0.06pcts，归母净利率 10.43%，同比-4.26pcts；24Q4 毛利率 64.82%，同比-0.27pcts，归母净利率 3.73%，同比-14.45pcts；26Q1 毛利率 64.1%，同比-4.48pcts，归母净利率 13.56%，同比+0.51pcts。主要系：

- ① **毛利率波动：**2025 年全品系受需求变化影响而同步下滑，26Q1 发力 100 元以下低档产品。
- ② **费用结构：**公司 2025 年收入规模效应减少，动销相关费用支出增加，提升渠道健康度，2025 年销售费用率 27.48%（+3.79pcts），管理费用率 8.78%（+1.51pcts）。26Q1 拉升 100 元以下产品动销，且前期市场梳理基本完毕，减少费用支出，26Q1 销售费用率 21.63%（-5.87pcts），管理费用率 7.4%（-1.04pcts）。

现金流量看，2025 年公司经营性净现金流-2.93 亿元，销售收现 43.24 亿元，同比-26.23%。26Q1 公司经营性净现金流 3.58 亿元，同比+101.1%，销售收现 14.83 亿元，同比-11.86%，3 月末合同负债余额 12.09 亿元，同比下降 35.36%。

盈利预测：

预计 2026-2028 年，公司实现收入 42.48、44.87、47.34 亿元，实现归母净利润 4.51、5.04、5.66 亿元，对应 PE 分别为 28.51X、25.49X、22.70X，维持“买入”评级。

风险提示：

市场竞争加剧、消费升级节奏不及预期、渠道拓展不及预期等风险。目前河北市场仍旧是公司营收主要贡献部分，近年来公司在河北根据地市场持续推进结构升级，次高端以上价位产品在公司营收占比持续提升，但河北市场次高端及高端价位面临一些全国化的高端和次高端名酒竞争，因此省内市场竞争加剧或白酒消费需求下降可能给公司战略目标的实现带来压力。

武陵酒作为湘派酱香老名酒，具备渠道全国化扩张潜力，未来武陵酒的渠道扩张是武陵酒品牌为公司营收和利润增长贡献弹性的主要动力之一，但 22 年以来在酱酒热渠道遇冷后头部酱酒品牌纷纷强化渠道运作和品牌推广，或为武陵酒的渠道扩张带来一定阻力。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,357.50	4,121.47	4,248.13	4,487.31	4,734.06
YoY(%)	1.91	-23.07	3.07	5.63	5.50
净利润(百万元)	787.10	429.78	450.55	503.89	565.74
YoY(%)	18.19	-45.40	4.83	11.84	12.27
毛利率(%)	65.95	66.01	64.04	64.35	64.83
销售净利率(%)	14.69	10.43	10.61	11.23	11.95
ROE(%)	14.83	8.10	8.09	8.60	9.14
EPS(摊薄/元)	0.86	0.47	0.49	0.55	0.62
P/E(倍)	16.32	29.88	28.51	25.49	22.70
P/B(倍)	2.42	2.42	2.31	2.19	2.07

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk