

老白干酒 (600559)

2024 年中报业绩点评: 结构稳步提升, 弹性持续释放

买入 (维持)

2024 年 08 月 29 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

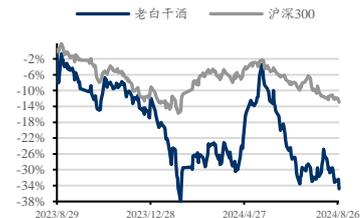
yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4653	5257	5795	6480	7245
同比 (%)	15.54	12.98	10.23	11.81	11.81
归母净利润 (百万元)	707.60	665.94	868.14	1,087.91	1,316.30
同比 (%)	81.81	(5.89)	30.36	25.32	20.99
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.77	0.73	0.95	1.19	1.44
P/E (现价&最新摊薄)	21.07	22.39	17.18	13.71	11.33

投资要点

- **事件:** 公司发布 24 中报, 24H1 收入实现 24.7 亿元, 同比+10.7%; 归母净利 3.0 亿元, 同比+40.25%; 24Q2 收入实现 13.4 亿元, 同比+9.0%; 归母净利 1.68 亿元, 同比+46.7%。Q2 利润高增, 主因销售费率同比高位回落, 且毛利率表现超预期。
- **本部积厚成势, 武陵淡季整固。** 24H1/Q2 公司酒类收入分别同增 16.3%/11.5%, Q2 淡季增速有所回落, 与主力品牌淡季调控有关。**1) 分品牌看:** ①24H1 主力品牌本部, 武陵收入分别同比增长 19.1%、15.1%。其中, 本部受益大众宴席及企业团购带动, 中高端与次高端齐头并进, Q1/Q2 高档酒-剔除武陵 (主要是本部核心产品) 收入 2 年 cagr 分别为 9.7%/15.1%。武陵 Q2 增速放缓 (湖南区域 Q1/Q2 收入同比为 21.2%/3.7%, 2 年 cagr 为 12.3%/18%), 与基数波动有关, 同时淡季高端酒销售蓄势整固, 并加强渠道质量管控, H1 合计调出 141 家终端客户。②24H1 板城、文王、孔府家收入增速分别同增 6.5%、14.3%、28.1%。其中, 板城河北产品布局加强与本部协同, 价格带错位发展; 文王、孔府家经过前期产品梳理净化, 目前在大本营市场销售渐有起色。**2) 分结构看:** 24Q2 公司高档酒、中低档酒收入增速分别为 10.5%、12.7%, 100 元以上产品增速放缓与武陵增速波动有关, 估算本部仍保持 15%+增速; 中低档酒增速保持平稳。
- **毛利率表现好于年度目标指引, 销售费用高位回落。** **1) 收现端:** Q2 季末公司合同负债 18.6 亿元, 同比/环比分别-0.1/-5.0 亿元, 淡季回款正常回落; H1 收现比达 126%, 仍维持较好水平。**2) 利润端:** Q2 净利率同比高增 3.2pct, 主系毛销差贡献。①Q2 毛利率同比-0.1pct 至 68.5%, H1 毛利率降幅收窄至 1.3pct, 好于年度目标指引 (同比-3.0pct, 与原料成本上升有关), 主系结构提升效能释放。②Q2 销售费率同比-4.7pct 至 30.1%, 1 是去年同期高基数, 23Q2 公司集中进行衡水老白干酒文化节、春季糖酒会等品牌宣传及渠道招商投入。2 是公司控费提质强化管控, 通过定期工作复盘及时调整无效、低效投入, 并加强各销售单元预算管理约束。参考 24H1 销售费用同比-3.7%, 预计全年销售费用持平附近, 费率改善 3pct+。③Q2 管理费用(含研发)保持改善, 费率同比-1.3pct, 预计全年保持下降。
- **盈利预测与投资评级:** 伴随 2024~26 年股权激励步入解禁阶段, 公司业绩弹性释放恰逢其时, 看好后续季度利润增长稳步兑现。我们上调 2024-26 年归母净利润至 8.7/10.9/13.2 亿元 (前值为 8.6、10.8、13.1 亿元), 同比+30%/25%/21%, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 17/14/11X, 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)	16.30
一年最低/最高价	15.19/25.75
市净率(倍)	3.11
流通 A 股市值(百万元)	14,739.62
总市值(百万元)	14,910.38

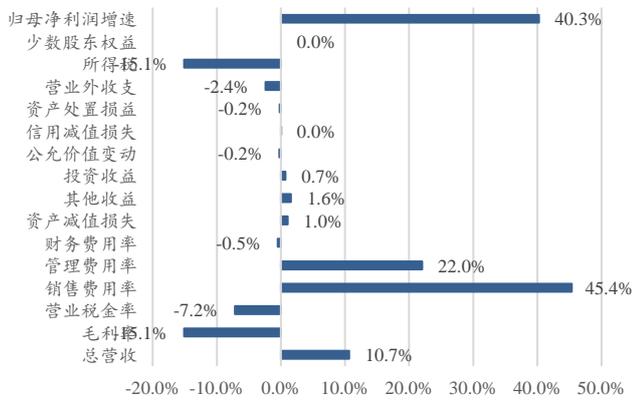
基础数据

每股净资产(元,LF)	5.25
资产负债率(% LF)	49.13
总股本(百万股)	914.75
流通 A 股(百万股)	904.27

相关研究

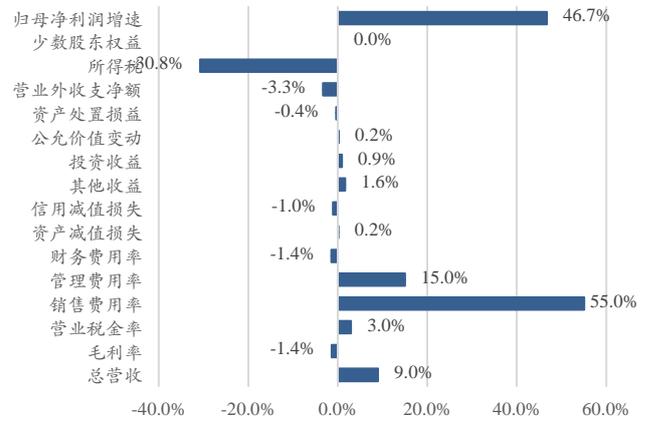
- 《老白干酒(600559): 冀酒龙头积厚成势, 费效优化稳步兑现》
2024-08-14
- 《老白干酒(600559): 次高端击节而进, 费效比乘势优化》
2024-05-31

图1: 24H1 利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q2 利润增速贡献拆分



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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,866	6,629	7,568	8,624	营业总收入	5,257	5,795	6,480	7,245
货币资金及交易性金融资产	2,285	2,609	3,122	3,699	营业成本(含金融类)	1,727	2,009	2,230	2,472
经营性应收款项	197	130	132	147	税金及附加	875	945	1,056	1,181
存货	3,350	3,853	4,276	4,740	销售费用	1,428	1,374	1,448	1,540
合同资产	0	0	0	0	管理费用	415	360	352	362
其他流动资产	34	37	37	38	研发费用	13	12	11	11
非流动资产	3,635	3,630	3,652	3,667	财务费用	(16)	(8)	(9)	(10)
长期股权投资	79	79	79	79	加:其他收益	40	41	45	51
固定资产及使用权资产	1,775	1,685	1,623	1,553	投资净收益	19	6	6	7
在建工程	51	101	151	201	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	840	875	910	945	减值损失	4	1	1	1
商誉	607	607	607	607	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	884	1,151	1,444	1,749
其他非流动资产	266	266	266	266	营业外净收支	6	6	6	6
资产总计	9,501	10,258	11,219	12,290	利润总额	891	1,158	1,451	1,755
流动负债	4,523	5,012	5,636	6,310	减:所得税	225	289	363	439
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	666	868	1,088	1,316
经营性应付款项	431	501	556	616	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,521	1,768	1,962	2,175	归属母公司净利润	666	868	1,088	1,316
其他流动负债	2,571	2,743	3,117	3,519	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.95	1.19	1.44
非流动负债	168	168	168	168	EBIT	843	1,096	1,383	1,680
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,016	1,387	1,697	2,020
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.15	65.33	65.59	65.89
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.67	14.98	16.79	18.17
其他非流动负债	168	168	168	168	收入增长率(%)	12.98	10.23	11.81	11.81
负债合计	4,690	5,180	5,803	6,478	归母净利润增长率(%)	(5.89)	30.36	25.32	20.99
归属母公司股东权益	4,810	5,078	5,416	5,813					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,810	5,078	5,416	5,813					
负债和股东权益	9,501	10,258	11,219	12,290					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	795	1,197	1,585	1,839	每股净资产(元)	5.26	5.55	5.92	6.35
投资活动现金流	57	(453)	(502)	(522)	最新发行在外股份(百万股)	915	915	915	915
筹资活动现金流	(325)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	13.69	16.63	19.77	22.44
现金净增加额	527	144	333	397	ROE-摊薄(%)	13.84	17.09	20.09	22.65
折旧和摊销	174	291	314	340	资产负债率(%)	49.37	50.49	51.72	52.71
资本开支	(148)	(279)	(329)	(349)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.39	17.18	13.71	11.33
营运资本变动	67	50	197	196	P/B(现价)	3.10	2.94	2.75	2.57

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>