

2024年08月29日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

降本增效成果显著，利润超预期释放

—老白干酒（600559.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年8月28日，老白干酒发布2024年中报。

投资要点

基本数据

2024-08-28

当前股价（元）	16.3
总市值（亿元）	149
总股本（百万股）	915
流通股本（百万股）	904
52周价格范围（元）	15.86-25.73
日均成交额（百万元）	353.31

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《老白干酒（600559）：高端化战略定力强，降本增效成果显现》2024-05-27
- 《老白干酒（600559）：改革红利释放明显，期待费用持续优化》2024-04-28
- 《老白干酒（600559）：业绩稳健增长，省外市场开拓顺利》2023-10-28

■ 利润超预期释放，费效比持续提升

收入符合预期，利润超预期释放。2024H1 总营收 24.70 亿元（同增 10.65%），归母净利润 3.04 亿元（同增 40.25%），扣非净利润 2.78 亿元（同增 46.41%）。2024Q2 总营业收入 13.40 亿元（同增 9.00%），归母净利润 1.68 亿元（同增 46.69%），扣非净利润 1.53 亿元（同增 59.11%）。费效比有效提升，盈利能力同比明显提高。2024H1 毛利率/净利率分别为 65.84%/12.32%，分别同比-1.33/+2.60pcts，毛利率下滑主要系春节旺季采取较积极的销售政策；2024Q2 分别为 68.48%/12.55%，分别同比-0.12/+3.22pcts。2024H1 销售/管理费用率分别为 26.83%/7.62%，分别同比-3.99/-1.92pcts；2024Q2 分别为 30.14%/6.93%，分别同比-4.71/-1.06pcts，公司过去长期坚持的降本增效措施获得明显成效，在品牌建设与市场投入的基础上坚持考核费效比，精准营销精准投放。销售回款表现平稳，蓄水池仍较充分。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为 2.23/-1.87 亿元，去年同期分别为 1.69/-0.85 亿元；销售回款分别为 31.18/11.32 亿元，分别同比+10.32%/-0.49%。截至 2024H1 末，合同负债 18.62 亿元（环比减少 5.01 亿元）。

■ 产品结构持续提升，本部增长加快

分事业部看，2024H1 老白干/文王/板城/武陵/孔府家酒营收分别为 12.52/3.02/3.57/4.92/0.92 亿元，分别同比+19.10%/+20.21%/+6.49%/+15.11%/+28.11%，老白干本部在甲等 15、甲等 20 从政商务用酒扩大至大众宴席场景的升级下取得较快增长，文王和孔府家酒亦获得不错增长，武陵酒增速环比略放缓主要系终端网点的优化所致；2024H1 毛利率分别为 62.29%/60.91%/63.27%/80.50%/60.22%，分别同比+0.59%/-0.34%/+0.38%/-0.63%/-0.96%。分价位带看，2024 年上半年 100 元以上/100 元以下（含 100 元）营收分别为 12.53/11.99 亿元，分别同比+19.66%/+12.93%，分别占主营收入 51.10%/48.90%，公司整体产品结构持续提升。

■ 直销渠道增长较快，品牌辐射力提升

分渠道看，2024H1 经销商/直销（含团购）/线上销售营收分别为 22.91/1.29/0.31 亿元，分别同比+17.82%/+1.25%/-13.72%；2024Q2 营收分别为 12.48/0.69/0.13 亿元，分别同比+11.37%/+26.97%/-28.93%，公司加快名酒进名企举措，直销渠道取得较快增长。分区域看，2024H1 河北/湖南/安徽/山东/其他/境外营收为 14.28/4.70/2.72/0.83/1.89/0.09 亿元，分别同比+14.52%/+10.10%/+14.56%/+35.99%/+50.94%/-15.15%；2024Q2 营收为 7.60/2.82/1.44/0.46/0.94/0.04 亿元，分别同比+9.33%/+3.71%/+15.21%/+33.45%/+50.79%/-9.80%，其他省份主要系河北周边的河南、山西等区域，品牌辐射力持续提升。截至 2024H1 末，总经销商 11423 家，较 2023 年年末减少 119 家，主要系湖南市场终端网点的减少。

■ 盈利预测

我们看好公司内部改革红利释放且持续得到验证，根据中报，我们略调整公司 2024-2026 年 EPS 为 0.92/1.11/1.30（前值为 0.94/1.16/1.38）元，当前股价对应 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、核心产品增速不及预期、股权激励目标不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	5,257	5,912	6,794	7,728
增长率（%）	13.0%	12.5%	14.9%	13.8%
归母净利润（百万元）	666	843	1,015	1,185
增长率（%）	-5.9%	26.5%	20.5%	16.7%
摊薄每股收益（元）	0.73	0.92	1.11	1.30
ROE（%）	13.8%	15.6%	16.4%	16.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,622	2,329	3,205	4,208
应收款	203	292	298	296
存货	3,350	3,628	3,570	3,631
其他流动资产	691	496	525	538
流动资产合计	5,866	6,745	7,598	8,674
非流动资产:				
金融类资产	663	413	443	453
固定资产	1,775	1,687	1,587	1,486
在建工程	51	20	8	3
无形资产	840	798	756	716
长期股权投资	79	79	79	79
其他非流动资产	889	889	889	889
非流动资产合计	3,635	3,474	3,320	3,174
资产总计	9,501	10,219	10,918	11,848
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	431	524	503	519
其他流动负债	2,571	2,571	2,571	2,571
流动负债合计	4,523	4,634	4,564	4,572
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	168	168	168	168
非流动负债合计	168	168	168	168
负债合计	4,690	4,802	4,731	4,740
所有者权益				
股本	915	915	915	915
股东权益	4,810	5,417	6,186	7,108
负债和所有者权益	9,501	10,219	10,918	11,848

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	666	843	1013	1182
少数股东权益	0	0	-2	-2
折旧摊销	170	160	152	144
公允价值变动	6	4	3	2
营运资金变动	-47	-310	-18	-55
经营活动现金净流量	795	697	1149	1271
投资活动现金净流量	57	368	82	96
筹资活动现金净流量	-145	-236	-244	-261
现金流量净额	707	830	988	1,106

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,257	5,912	6,794	7,728
营业成本	1,727	1,973	2,234	2,534
营业税金及附加	875	970	1,107	1,252
销售费用	1,428	1,478	1,685	1,893
管理费用	415	461	523	595
财务费用	-16	-65	-90	-118
研发费用	13	15	17	19
费用合计	1,841	1,889	2,135	2,390
资产减值损失	2	-2	-1	0
公允价值变动	6	4	3	2
投资收益	19	12	10	8
营业利润	884	1,123	1,351	1,578
加:营业外收入	10	7	6	5
减:营业外支出	4	2	3	4
利润总额	891	1,128	1,354	1,579
所得税费用	225	285	341	396
净利润	666	843	1,013	1,182
少数股东损益	0	0	-2	-2
归母净利润	666	843	1,015	1,185

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	13.0%	12.5%	14.9%	13.8%
归母净利润增长率	-5.9%	26.5%	20.5%	16.7%
盈利能力				
毛利率	67.2%	66.6%	67.1%	67.2%
四项费用/营收	35.0%	31.9%	31.4%	30.9%
净利率	12.7%	14.3%	14.9%	15.3%
ROE	13.8%	15.6%	16.4%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	49.4%	47.0%	43.3%	40.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	25.9	20.3	22.8	26.1
存货周转率	0.5	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.73	0.92	1.11	1.30
P/E	22.4	17.7	14.7	12.6
P/S	2.8	2.5	2.2	1.9
P/B	3.1	2.8	2.4	2.1

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。