

盈利改善超预期，降本增效成果兑现

——24H1 老白干半年报点评

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 24.7 亿元（yoy+10.7%）；实现归母净利润 3.0 亿元（yoy+40.3%）；24H1 扣非归母净利润为 2.8 亿元（yoy+46.4%）。24Q2，公司实现营业收入 13.4 亿元（yoy+9.0%），实现归母净利润 1.7 亿元（yoy+46.7%）。
- 山东、安徽表现突出，老白干本部增速良好。**24H1，公司 100 元以上/100 元以下分别实现收入 12.5/12.0 亿元，分别同比增长 19.7%/12.9%；24Q2，公司 100 元以上/100 元以下收入分别同比+10.4%/+12.7%。分地区，24H1 河北/山东/安徽/湖南/其他省份分别实现收入 14.3/0.8/2.7/4.7/1.9 亿元，分别同比增长 14.5%/36.0%/14.6%/10.1%/50.9%。24Q2 河北/山东/安徽/湖南/其他省份收入分别同比增长 9.3%/33.4%/15.2%/3.7%/50.8%。24H1 末，公司合同负债为 18.6 亿元（yoy-0.5%）。24H1 对外交易收入同比增速，老白干本部同比增长 19%；文王事业部同比增长 20%；板城事业部同比增长 6%；武陵事业部同比增长 15%；孔府事业部同比增长 28%。24H1 老白干本部营业利润率 10%（同比增长+4pct）；文王事业部营业利润率 25%（同比增长+15pct）；板城事业部营业利润率 19%（同比增长+12pct）；武陵事业部营业利润率 32%（同比增长+3pct）；孔府事业部营业利润率 7%（同比增长+2pct）。
- 销售与管理费用率下降，盈利改善超预期。**24H1，公司毛利率为 65.8%（yoy-1.3pct），销售费用率为 26.8%（yoy-4.0pct），管理费用率为 7.6%（yoy-1.9pct）。24Q2，公司毛利率为 68.5%（yoy-0.1pct），销售费用率为 30.1%（yoy-4.7pct），管理费用率为 6.9%（yoy-1.1pct）。综合，24H1 归母净利率为 12.3%（yoy+2.6pct），24Q2 为 12.6%（yoy+3.2pct），受益持续开展降本增效活动，公司有效地降低了费销比和各项费用，盈利水平提升。

盈利预测与投资建议

- 考虑公司销售费率改善效果超预期，我们下调费用率，预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.96、1.28、1.57 元（此前为 0.91、1.18、1.45 元）。沿用 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 229.3 亿元，对应目标价 25.07 元，维持买入评级。

风险提示

河北省内竞争加剧、武陵酱酒增长不及预期、消费升级不及预期风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,653	5,257	6,039	6,811	7,569
同比增长(%)	15.5%	13.0%	14.9%	12.8%	11.1%
营业利润(百万元)	935	884	1,170	1,553	1,906
同比增长(%)	83.6%	-5.4%	32.2%	32.8%	22.7%
归属母公司净利润(百万元)	708	666	882	1,168	1,434
同比增长(%)	81.8%	-5.9%	32.5%	32.4%	22.8%
每股收益(元)	0.77	0.73	0.96	1.28	1.57
毛利率(%)	68.4%	67.2%	67.6%	68.4%	69.3%
净利率(%)	15.2%	12.7%	14.6%	17.2%	19.0%
净资产收益率(%)	17.5%	14.5%	16.5%	18.6%	20.0%
市盈率	21.1	22.4	16.9	12.8	10.4
市净率	3.4	3.1	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

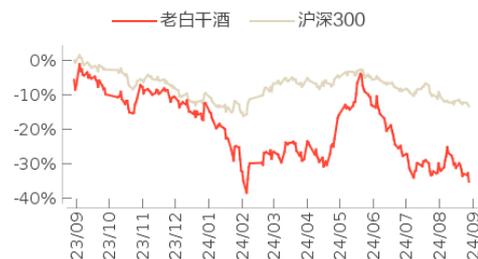
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月28日）	16.3元
目标价格	25.07元
52周最高价/最低价	25.16/14.84元
总股本/流通A股（万股）	91,475/90,427
A股市值（百万元）	14,910
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年08月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-5.18	-4.4	-27.7	-34.26
相对表现%	-4.12	-0.8	-18.76	-21.84
沪深300%	-1.06	-3.6	-8.94	-12.42



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

投资建议

考虑公司销售费率改善效果超预期，我们下调费用率，预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.96、1.28、1.57 元（此前为 0.91、1.18、1.45 元）。沿用 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 229.3 亿元，对应目标价 25.07 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 11.49%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.35
无风险收益率 Rf	2.15%
市场回报率 Rm	9.18%
债务成本 Kd	3.85%
WACC	11.49%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 25.07 元。

表 2：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	9.49%	27.81	29.84	32.49	36.11	41.34
	9.99%	26.27	28.00	30.23	33.20	37.37
	10.49%	24.90	26.39	28.28	30.75	34.12
	10.99%	23.67	24.96	26.57	28.65	31.42
	11.49%	22.55	23.68	25.07	26.83	29.13
	11.99%	21.55	22.53	23.74	25.24	27.18
	12.49%	20.63	21.50	22.55	23.84	25.48
	12.99%	19.80	20.56	21.48	22.60	24.01
13.49%	19.03	19.71	20.52	21.49	22.70	

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

风险提示

河北省内竞争加剧风险。公司河北省内收入占比较高，如果省内竞争加剧，公司可能会增加市场推广费和促销费以面对竞品挑战，对盈利能力将有负面影响。

武陵酱酒增长不及预期风险。武陵酒的盈利贡献是目前公司盈利增长的核心驱动力之一，若武陵酱酒因为产能不足、市场销售不利、酱酒需求下降等因素而增长不及预期，将会对公司盈利增长造成不利影响。

消费升级不及预期风险。公司产品结构升级是营收盈利增长的核心逻辑，若消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,095	1,622	2,431	3,093	3,893	营业收入	4,653	5,257	6,039	6,811	7,569
应收票据、账款及款项融资	182	174	200	225	250	营业成本	1,472	1,727	1,957	2,149	2,327
预付账款	70	23	27	30	33	销售费用	1,411	1,428	1,528	1,608	1,711
存货	3,046	3,350	3,797	4,169	4,514	管理费用	396	415	438	456	478
其他	868	697	701	706	710	研发费用	14	13	15	17	19
流动资产合计	5,261	5,866	7,155	8,223	9,400	财务费用	(9)	(16)	(30)	(41)	(52)
长期股权投资	88	79	79	79	79	资产、信用减值损失	(2)	(4)	2	2	2
固定资产	1,755	1,775	1,834	1,888	1,936	公允价值变动收益	3	6	5	1	1
在建工程	139	51	59	56	53	投资净收益	25	19	15	15	30
无形资产	858	840	824	807	790	其他	(464)	(835)	(980)	(1,083)	(1,209)
其他	816	889	809	835	842	营业利润	935	884	1,170	1,553	1,906
非流动资产合计	3,656	3,635	3,605	3,664	3,699	营业外收入	10	10	10	10	12
资产总计	8,918	9,501	10,759	11,887	13,099	营业外支出	10	4	3	5	5
短期借款	50	0	0	0	0	利润总额	935	891	1,176	1,558	1,913
应付票据及应付账款	466	431	488	536	580	所得税	227	225	294	389	478
其他	3,898	4,092	4,236	4,500	4,699	净利润	708	666	882	1,168	1,434
流动负债合计	4,414	4,523	4,724	5,036	5,279	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	708	666	882	1,168	1,434
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.77	0.73	0.96	1.28	1.57
其他	157	168	164	162	164						
非流动负债合计	157	168	164	162	164	主要财务比率					
负债合计	4,571	4,690	4,888	5,199	5,443	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	915	915	915	915	915	营业收入	15.5%	13.0%	14.9%	12.8%	11.1%
资本公积	1,309	1,382	1,563	1,563	1,563	营业利润	83.6%	-5.4%	32.2%	32.8%	22.7%
留存收益	2,081	2,473	3,355	4,171	5,138	归属于母公司净利润	81.8%	-5.9%	32.5%	32.4%	22.8%
其他	42	41	39	40	40	获利能力					
股东权益合计	4,347	4,810	5,872	6,689	7,655	毛利率	68.4%	67.2%	67.6%	68.4%	69.3%
负债和股东权益总计	8,918	9,501	10,759	11,887	13,099	净利率	15.2%	12.7%	14.6%	17.2%	19.0%
						ROE	17.5%	14.5%	16.5%	18.6%	20.0%
						ROIC	16.8%	14.1%	16.0%	18.1%	19.4%
						偿债能力					
						资产负债率	51.3%	49.4%	45.4%	43.7%	41.6%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.19	1.30	1.51	1.63	1.78
						速动比率	0.50	0.56	0.71	0.80	0.92
						营运能力					
						应收账款周转率	142.2	145.3	192.5	190.9	189.5
						存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.77	0.73	0.96	1.28	1.57
						每股经营现金流	0.68	0.87	0.77	1.17	1.42
						每股净资产	4.75	5.26	6.42	7.31	8.37
						估值比率					
						市盈率	21.1	22.4	16.9	12.8	10.4
						市净率	3.4	3.1	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	11.5	11.9	10.1	7.7	6.3
						EV/EBIT	13.3	14.1	10.8	8.1	6.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。