

费效优化成果兑现，业绩弹性持续释放

2024 年 08 月 29 日

➤ **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 实现营收 24.70 亿元，同增 10.65%；归母净利润 3.04 亿元，同增 40.25%；扣非归母净利润 2.78 亿元，同增 46.41%；其中 24Q2 实现营收 13.40 亿元，同增 9.00%；归母净利润 1.68 亿元，同增 46.69%；扣非归母净利润 1.53 亿元，同增 59.11%。

➤ **本部蓄势增长，结构优化升级持续推进。**分产品、品牌看，24H1 公司 100 元以上产品实现收入 12.53 亿元，同比+19.66%，占比 51.10%，同比提升 1.45pcts；100 元以下（含 100 元）11.99 亿元，同比+12.93%，占比 48.90%，同比减少 1.45pcts。公司百元以上产品占比提升，产品结构持续优化。衡水老白干实现收入 12.52 亿元，同比+19.10%；文王贡酒 3.02 亿元，同比+20.21%；板城烧锅酒 3.57 亿元，同比+6.49%；武陵酒 4.92 亿元，同比+15.11%；孔府家酒 0.92 亿元，同比+28.11%，老白干本部稳健增长，文王贡、孔府家低基数下增速领先。分区域看，24H1 河北实现收入 14.28 亿元，同比+14.52%；山东 0.83 亿元，同比+35.99%；安徽 2.72 亿元，同比+14.56%；湖南 4.70 亿元，同比+10.10%；其他省份 1.89 亿元，同比+50.94%。分渠道看，24H1 经销商模式 22.91 亿元，同比+17.82%；直销（含团购）1.29 亿元，同比 1.25%；线上销售 0.31 亿元，同比-13.72%。经销商数量层面，公司 24H1 末河北 1852 家，山东 185 家，安徽 191 家，湖南 8508 家，24H1 分别+113/-25/+20/-141 家，河北省内招商进展顺利。

➤ **降本增效成效明显，利润弹性持续释放。**公司 24H1 毛利率 65.84%，同比-1.33pcts；公司费用投放持续优化，持续开展降本增效活动，确保费用的精准投入使用，有效降低费销比和各项费用，盈利水平不断提升，24H1 销售费用率 26.83%，同比-3.99pcts；管理费用率 7.62%，同比-1.92pcts；净利率 12.32%，同比+2.60pcts。24Q2 实现毛利率 68.48%，同比-0.12pcts；降本增效成果较优，销售费用率 30.14%，同比-4.71pcts；管理费用率 6.93%，同比-1.06pcts；净利率 12.55%，同比+3.22pcts。截至 24Q2 期末，公司经营性现金流净额 2.23 亿元，同比+32.17%；合同负债 18.62 亿元，同比-0.50%。

➤ **投资建议：**公司坚定聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌战略，河北省内老白干、板城承接消费升级，高档产品有望不断提升华北市场渗透率；湖南武陵酱酒扩张持续；精细化控费增效改革有望带来公司业绩弹性。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 8.7/11.1/13.7 亿元；EPS 分别为 0.95/1.21/1.49 元，当前股价对应 PE 为 17/13/11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**河北、湖南等区域市场竞争加剧；产品结构升级不及预期；费用优化成果不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,257	5,859	6,615	7,495
增长率 (%)	13.0	11.4	12.9	13.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	666	869	1,109	1,366
增长率 (%)	-5.9	30.5	27.7	23.1
每股收益 (元)	0.73	0.95	1.21	1.49
PE	22	17	13	11
PB	3.1	2.8	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.93 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 老白干酒 (600559.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：费用优化成效凸显，盈利能力不断增强-2024/04/28
- 老白干酒 (600559.SH) 2023 年三季报点评：降本增效改革蓄能，武陵酱酒势头延续-2023/10/29
- 老白干酒 (600559.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：提质增效持续推进，转型升级动能充足-2023/05/05
- 老白干酒 (600559.SH) 2022 年度业绩预告点评：改革激励成效亮眼，业绩增长动能强劲-2023/01/15
- 老白干酒 (600559.SH) 2022 年三季报点评：精耕渠道，提质增效，业绩增长亮眼-2022/10/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,257	5,859	6,615	7,495
营业成本	1,727	1,899	2,135	2,364
营业税金及附加	875	937	1,045	1,177
销售费用	1,428	1,535	1,627	1,791
管理费用	415	457	489	547
研发费用	13	18	20	21
EBIT	843	1,066	1,364	1,684
财务费用	-16	-28	-34	-43
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	19	29	33	37
营业利润	884	1,126	1,438	1,772
营业外收支	6	5	6	6
利润总额	891	1,131	1,444	1,778
所得税	225	262	334	412
净利润	666	869	1,109	1,366
归属于母公司净利润	666	869	1,109	1,366
EBITDA	1,016	1,240	1,540	1,861

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,622	2,012	2,511	3,114
应收账款及票据	174	199	224	254
预付款项	23	38	43	47
存货	3,350	3,439	3,748	4,256
其他流动资产	697	825	926	1,028
流动资产合计	5,866	6,512	7,452	8,699
长期股权投资	79	79	79	79
固定资产	1,775	1,775	1,775	1,775
无形资产	840	840	840	840
非流动资产合计	3,635	3,643	3,642	3,640
资产合计	9,501	10,155	11,094	12,339
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	431	485	546	617
其他流动负债	4,092	4,247	4,553	5,046
流动负债合计	4,523	4,732	5,098	5,663
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	168	156	156	156
非流动负债合计	168	156	156	156
负债合计	4,690	4,888	5,255	5,819
股本	915	915	915	915
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,810	5,267	5,839	6,519
负债和股东权益合计	9,501	10,155	11,094	12,339

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.98	11.45	12.89	13.31
EBIT 增长率	28.96	26.51	27.98	23.47
净利润增长率	-5.89	30.47	27.68	23.13
盈利能力 (%)				
毛利率	67.15	67.60	67.72	68.46
净利率	12.67	14.83	16.77	18.23
总资产收益率 ROA	7.01	8.56	10.00	11.07
净资产收益率 ROE	13.84	16.50	19.00	20.95
偿债能力				
流动比率	1.30	1.38	1.46	1.54
速动比率	0.55	0.64	0.72	0.78
现金比率	0.36	0.43	0.49	0.55
资产负债率 (%)	49.37	48.14	47.37	47.16
经营效率				
应收账款周转天数	2.39	1.92	2.07	2.07
存货周转天数	666.65	643.58	605.91	609.36
总资产周转率	0.57	0.60	0.62	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.95	1.21	1.49
每股净资产	5.26	5.76	6.38	7.13
每股经营现金流	0.87	1.17	1.38	1.65
每股股利	0.45	0.59	0.75	0.92
估值分析				
PE	22	17	13	11
PB	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.46	11.03	8.89	7.35
股息收益率 (%)	2.76	3.60	4.60	5.66

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	666	869	1,109	1,366
折旧和摊销	174	174	176	177
营运资金变动	67	73	26	21
经营活动现金流	795	1,067	1,266	1,513
资本开支	-148	-166	-162	-162
投资	169	-120	-100	-100
投资活动现金流	57	-257	-229	-225
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-50	0	0	0
筹资活动现金流	-325	-421	-537	-686
现金净流量	527	390	500	602

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026