

## 控费增效成效显著, 期待业绩持续释放

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年度半年报, 实现营业总收入24.7亿元, 同比+10.7%, 实现归母净利润3.0亿元, 同比+40.3%, 实现扣非归母净利润2.8亿元, 同比+46.4%。2024年单Q2实现营业总收入13.4亿元, 同比+9.0%, 实现归母净利润1.7亿元, 同比+46.7%, 实现扣非归母净利润1.5亿元, 同比增长+59.1%, 2024单Q2业绩超市场预期。
- 产品结构持续向好, 省外高增势能延续。2024H1:** 1、分产品结构看, 百元以上、百元以下产品分别实现营收12.5亿元(+19.7%)、12.0亿元(+12.9%), 产品结构持续向好。2、分区域看, 河北、山东、安徽、湖南、其他省份分别实现营收14.3亿元(+14.5%)、0.83亿元(+36.0%)、2.7亿元(+14.6%)、4.7亿元(+10.1%)、1.9亿元(+50.9%), 预计受制于商务消费复苏较弱, 武陵酒增速承压; 河北区域增长势能向上趋势延续, 老白干酒省外市场延续高增。
- 毛销差持续提升, 盈利能力增强。2024H1:** 1、毛利率同比降1.3个百分点至65.8%, 销售费用率同比下降4.0个百分点至26.8%, 毛销差提升2.7个百分点, 公司控费节奏延续, 费用投放效率提升显著。2、管理费用率下降1.9个百分点至7.6%, 公司全面实施预算管理, 严格成本费用控制, 持续推进降本增效, 叠加规模效应, 管理费用率持续下降。3、综合影响, 综合费用率下降5.8个百分点至34.4%, 销售净利率提升2.6个百分点至12.3%, 净利率提升节奏延续, 盈利能力持续增强。4、期末合同负债18.6亿元, 较期初增加3.4亿元, 渠道信心持续增强, 蓄水池不断扩容。
- 控费增效成效显著, 期待业绩弹性释放。**公司经营调整节奏显著, 营收增长势能延续, 降本增效效果显现, 利润弹性十足: 1、老白干酒本部品牌聚焦“甲等金奖, 大国品质”、产品聚焦100-300元大众消费及次高端商务消费核心大单品培育、渠道严控价盘强化渠道推力, 经营势能拐点向上趋势延续。2、板城围绕环承德市场积极开拓空白市场, 聚焦龙印系列推进产品结构升级, 量价齐升趋势显著; 武陵酒资源聚焦于常德、长沙和省外市场, 积极开拓空白市场。3、公司层面持续推进降本增效不动摇, 费用投放更加精准高效, 费销比下降趋势明显, 净利率水平持续提升, 盈利能力不断增强。4、管理层激励充分动力十足, 深化改革进程正稳步推进, 治理体系优化效能正待释放, 多品牌发力下, 期待公司利润弹性释放。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为0.95元、1.22元、1.51元, 对应PE分别为17倍、13倍、11倍。公司持续受益全国化布局 and 控费增效, 看好公司长期成长能力, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险, 消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5257.27	6016.32	6831.58	7745.53
增长率	12.98%	14.44%	13.55%	13.38%
归属母公司净利润(百万元)	665.94	870.43	1111.53	1384.00
增长率	-5.89%	30.71%	27.70%	24.51%
每股收益EPS(元)	0.73	0.95	1.22	1.51
净资产收益率ROE	13.84%	16.04%	17.89%	19.31%
PE	22	17	13	11
PB	3.10	2.75	2.40	2.08

数据来源: Wind, 西南证券

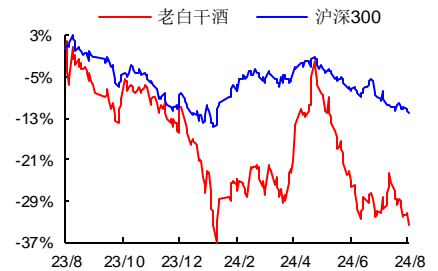
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 笱文钊  
执业证号: S1250524060002  
电话: 023-63786049  
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.15
流通A股(亿股)	9.04
52周内股价区间(元)	15.86-25.73
总市值(亿元)	149.10
总资产(亿元)	94.33
每股净资产(元)	5.25

### 相关研究

- 老白干酒(600559): 经营变革成效显著, 期待业绩持续释放 (2024-04-29)
- 老白干酒(600559): 武陵高增显著, 期待业绩释放 (2023-10-29)
- 老白干酒(600559): 产品结构拐点向上, 全国化布局深度推进 (2023-08-31)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5257.27	6016.32	6831.58	7745.53	净利润	665.94	870.43	1111.53	1384.00
营业成本	1726.89	1966.28	2216.29	2488.70	折旧与摊销	173.91	230.45	235.00	239.37
营业税金及附加	875.48	978.86	1117.74	1268.68	财务费用	-15.59	-61.79	-83.02	-121.27
销售费用	1427.99	1570.26	1673.74	1820.20	资产减值损失	1.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	414.91	421.14	444.05	464.73	经营营运资本变动	-82.93	-530.46	-64.78	93.05
财务费用	-15.59	-61.79	-83.02	-121.27	其他	51.75	-18.14	-18.01	-19.55
资产减值损失	1.69	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>794.76</b>	<b>490.48</b>	<b>1180.71</b>	<b>1575.60</b>
投资收益	19.29	19.00	19.25	20.84	资本支出	53.51	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	6.49	0.00	0.00	0.00	其他	3.46	19.00	19.25	20.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>56.97</b>	<b>-11.00</b>	<b>-10.75</b>	<b>-9.16</b>
<b>营业利润</b>	<b>884.40</b>	<b>1160.57</b>	<b>1482.04</b>	<b>1845.33</b>	短期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.14	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>890.54</b>	<b>1160.57</b>	<b>1482.04</b>	<b>1845.33</b>	股权融资	73.20	0.00	0.00	0.00
所得税	224.60	290.14	370.51	461.33	支付股利	-274.42	-252.77	-327.87	-428.42
净利润	665.94	870.43	1111.53	1384.00	其他	-73.38	60.26	84.36	120.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-324.61</b>	<b>-192.51</b>	<b>-243.51</b>	<b>-307.53</b>
归属母公司股东净利润	665.94	870.43	1111.53	1384.00	<b>现金流量净额</b>	<b>527.13</b>	<b>286.97</b>	<b>926.45</b>	<b>1258.91</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1621.89	1908.87	2835.31	4094.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	226.19	288.58	312.67	356.16	销售收入增长率	12.98%	14.44%	13.55%	13.38%
存货	3349.78	2708.39	3053.20	3429.01	营业利润增长率	-5.38%	31.23%	27.70%	24.51%
其他流动资产	668.14	668.81	669.54	670.36	净利润增长率	-5.89%	30.71%	27.70%	24.51%
长期股权投资	78.51	78.51	78.51	78.51	EBITDA 增长率	-3.71%	27.48%	22.93%	20.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1826.12	1725.49	1623.17	1519.31	毛利率	67.15%	67.32%	67.56%	67.87%
无形资产和开发支出	1448.13	1349.87	1248.77	1144.82	三费率	34.76%	32.07%	29.78%	27.93%
其他非流动资产	281.77	280.20	278.64	277.07	净利率	12.67%	14.47%	16.27%	17.87%
<b>资产总计</b>	<b>9500.53</b>	<b>9008.74</b>	<b>10099.82</b>	<b>11569.47</b>	ROE	13.84%	16.04%	17.89%	19.31%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.01%	9.66%	11.01%	11.96%
应付和预收款项	1187.83	1666.85	1665.04	1882.96	ROIC	24.24%	28.33%	34.03%	43.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.83%	22.09%	23.92%	25.35%
其他负债	3502.42	1915.47	2223.37	2519.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4690.25</b>	<b>3582.32</b>	<b>3888.41</b>	<b>4402.86</b>	总资产周转率	0.57	0.65	0.72	0.71
股本	914.75	914.75	914.75	914.75	固定资产周转率	2.98	3.48	4.17	5.04
资本公积	1562.68	1562.68	1562.68	1562.68	应收账款周转率	138.76	192.17	191.47	191.34
留存收益	2472.78	3090.45	3874.10	4829.68	存货周转率	0.54	0.65	0.77	0.77
归属母公司股东权益	4810.28	5426.42	6211.41	7166.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4810.28</b>	<b>5426.42</b>	<b>6211.41</b>	<b>7166.61</b>	资产负债率	49.37%	39.76%	38.50%	38.06%
负债和股东权益合计	9500.53	9008.74	10099.82	11569.47	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.30	1.63	1.85	2.02
					速动比率	0.56	0.84	1.03	1.21
					股利支付率	41.21%	29.04%	29.50%	30.96%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1042.72	1329.23	1634.01	1963.43	每股收益	0.73	0.95	1.22	1.51
PE	22.39	17.13	13.41	10.77	每股净资产	5.26	5.93	6.79	7.83
PB	3.10	2.75	2.40	2.08	每股经营现金	0.87	0.54	1.29	1.72
PS	2.84	2.48	2.18	1.93	每股股利	0.30	0.28	0.36	0.47
EV/EBITDA	11.85	9.08	6.82	5.04					
股息率	1.84%	1.70%	2.20%	2.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---