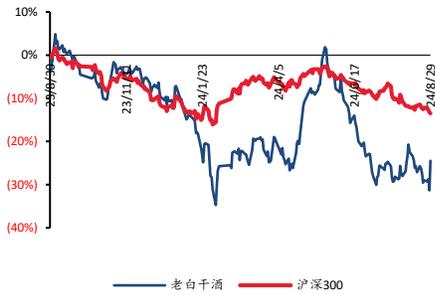


## 老白干酒：产品结构稳步提升，降本增效下利润释放明显

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 9.15/9.15  
 总市值/流通(亿元) 164.01/164.01  
 12个月内最高/最低价 25.75/15.19 (元)

### 相关研究报告

<<业绩短期承压，静候改革成效>>—2023-08-31

<<老白干酒：23Q1 主动控货，降本增效盈利改善>>—2023-05-07

<<老白干酒：武陵酒增长亮眼，关注老白干品牌升级>>—2022-09-02

### 证券分析师：郭梦婕

电话：  
 E-MAIL: guomj@tpyzq.com  
 分析师登记编号: S1190523080002

### 研究助理：林叙希

电话：  
 E-MAIL: linxx@tpyzq.com  
 一般证券业务登记编号: S1190124030019

**事件：**老白干发布 2024 年半年报，2024H1 实现营收 24.70 亿元，同比+10.65%，归母净利润 3.04 亿元，同比+40.25%，扣非归母净利润 2.78 亿元，同比+46.41%。2024Q2 实现营收 13.40 亿元，同比+9.00%，归母净利润 1.68 亿元，同比+46.69%，扣非归母净利润为 1.53 亿元，同比+59.11%。

**河北本部市场稳健增长，老白干品牌表现亮眼，武陵 Q2 略有降速。**分结构看，2024H1 出厂价 100 元以上/100 元以下产品分别实现营收 12.53/11.99 亿元，同比+19.66%/+12.93%，100 元以上占比提升 3.8pct 至 50.7%。分事业部看，2024H1 老白干/文王/板城/武陵/孔府家酒分别实现营收 12.52/3.02/3.57/4.92/0.92 亿元，同比+19.10%/+20.21%/+6.49%/+15.11%/+28.11%。分地区看，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，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，同比+9.33%/+3.71%/+15.21%/+33.45%/+50.79%/+9.80%，本部老白干品牌增长亮眼，甲等 15 换装更新在宴席市场拓展顺利取得较快增长，板城定位中低价格带实现稳健增长。武陵酒 Q2 环比略有降速主因主动优化终端，2024H1 减少 141 家经销，山东孔府家今年表现有所起势。经销商数量方面，截至 2024Q2 末河北/安徽/山东/湖南/其他省份的经销商数量分别为 1852/191/185/8508/685 家，分别新增+113/+20/-25/-141/+28 家，河北经销商扩充明显。

**公司降本增效明显，利润释放持续兑现。**2024H1 公司毛利率为 65.8%，同比-1.3pct，其中 2024Q2 毛利率 68.5%，同比-0.1pct。2024Q2 销售/管理费用率分别为 30.1%/8.0%，同比-4.7/-1.1pct，公司降本增效成果显著，提升费用使用效率和保证销售费用有效落地，费用率优化略超预期。2024H1 净利率达 12.3%，同比+2.6ct，其中 2024Q2 净利率达 12.6%，同比+3.2pct。2024Q2 合同负债为 18.6 亿元，同比/环比-0.1/-5.0 亿元，2024H1 经营活动现金流量净额为 2.2 亿元，同比+32.2%，现金流表现优秀。

**投资建议：**预计 2024-2026 年收入增速 11%/11%/10%，归母净利润增速分别为 31%/16%/15%，EPS 分别为 0.96/1.11/1.27 元，对应 PE 分别为 19x/16x/14x，按照 2024 年业绩给予 22 倍，目标价 21.12 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业政策风险、食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,257	5,827	6,482	7,113
营业收入增长率(%)	12.98%	10.83%	11.24%	9.74%
归母净利润（百万元）	666	874	1,017	1,164
净利润增长率(%)	-5.89%	31.31%	16.27%	14.50%
摊薄每股收益（元）	0.73	0.96	1.11	1.27
市盈率（PE）	30.89	18.76	16.13	14.09

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,095	1,622	1,939	2,354	2,814
应收和预付款项	252	197	307	310	337
存货	3,046	3,350	3,826	4,213	4,483
其他流动资产	868	697	705	708	712
流动资产合计	5,261	5,866	6,776	7,585	8,347
长期股权投资	88	79	75	71	66
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,755	1,775	1,963	2,100	2,206
在建工程	139	51	20	7	18
无形资产开发支出	859	841	827	813	798
长期待摊费用	17	16	16	16	16
其他非流动资产	6,059	6,740	7,659	8,467	9,229
资产总计	8,918	9,501	10,559	11,474	12,334
短期借款	50	0	10	22	10
应付和预收款项	466	431	555	594	629
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	4,055	4,260	4,826	5,302	5,695
负债合计	4,571	4,690	5,391	5,918	6,334
股本	915	915	915	915	915
资本公积	1,489	1,563	1,587	1,587	1,587
留存收益	2,081	2,473	2,807	3,195	3,640
归母公司股东权益	4,347	4,810	5,168	5,556	6,001
少数股东权益	0	0	0	0	-1
股东权益合计	4,347	4,810	5,168	5,556	6,000
负债和股东权益	8,918	9,501	10,559	11,474	12,334

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	621	795	1,021	1,203	1,374
投资性现金流	-388	57	-189	-171	-181
融资性现金流	-145	-325	-515	-617	-732
现金增加额	88	527	317	415	461

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,653	5,257	5,827	6,482	7,113
营业成本	1,472	1,727	1,961	2,142	2,291
营业税金及附加	747	875	948	1,060	1,165
销售费用	1,411	1,428	1,497	1,640	1,785
管理费用	396	415	437	480	512
财务费用	-9	-16	-20	-17	-19
资产减值损失	-2	2	0	0	0
投资收益	25	19	26	28	31
公允价值变动	3	6	0	0	0
营业利润	935	884	1,162	1,353	1,549
其他非经营损益	0	6	0	0	0
利润总额	935	891	1,162	1,353	1,549
所得税	227	225	288	336	385
净利润	708	666	874	1,017	1,164
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	708	666	874	1,017	1,164

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	68.36%	67.15%	66.34%	66.95%	67.79%
销售净利率	15.21%	12.67%	15.01%	15.69%	16.37%
销售收入增长率	15.54%	12.98%	10.83%	11.24%	9.74%
EBIT 增长率	32.87%	28.96%	35.49%	16.96%	14.64%
净利润增长率	81.81%	-5.89%	31.31%	16.27%	14.50%
ROE	16.28%	13.84%	16.92%	18.30%	19.40%
ROA	7.93%	7.01%	8.28%	8.86%	9.44%
ROIC	11.25%	13.10%	16.59%	17.99%	19.13%
EPS (X)	0.78	0.73	0.96	1.11	1.27
PE (X)	35.29	30.89	18.76	16.13	14.09
PB (X)	5.79	4.29	3.17	2.95	2.73
PS (X)	5.41	3.92	2.81	2.53	2.31
EV/EBITDA (X)	29.78	18.70	10.96	9.12	7.78

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。