

信义山证汇通天下

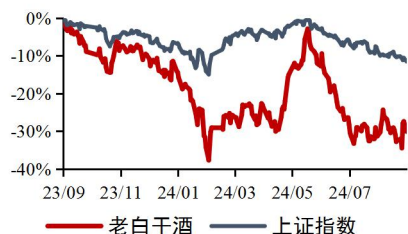
证券研究报告

白酒

中报点评

2024 年 9 月 3 日

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 9 月 2 日

收盘价（元）：	17.39
年内最高/最低（元）：	25.75/15.19
流通 A 股/总股本（亿）：	9.04/9.15
流通 A 股市值（亿）：	157.25
总市值（亿）：	159.07

基础数据：2024 年 6 月 30 日

基本每股收益（元）：	0.33
摊薄每股收益（元）：	0.33
每股净资产（元）：	5.25
净资产收益率（%）：	6.34

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

老白干酒（600559.SH）

费用管控效果凸显，业绩超预期

买入-A(首次)

公司研究/公司快报

事件描述

➢ 事件：公司发布半年报，上半年营业收入 24.7 亿元，同比增长 10.65%；归母净利润 3.04 亿元，同比增长 40.25%；基本每股收益 0.33 元，同比增长 37.5%。

事件点评

➢ 持续优化产品结构，利润超预期。2024H1 公司营业收入 24.7 亿，同比+10.65%；归母净利润 3.04 亿，同比+40.25%，其中单 Q2 实现营收 13.40 亿，同比+9.00%；归母净利润 1.68 亿，同比+46.69%，利润超此前预期。1）分产品，24H1 老白干/文王/板城/武陵/孔府家实现营收 12.53/3.02/3.57/4.92/0.92 亿，同比+19.1%/+20.21%/+6.49%/+15.11%/+28.11%。2）分价格，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%，两个价格带均保持两位数增长。3）分区域，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，同比+14.52%/+10.10%/+14.56%/+35.99%/+50.94%/-15.15%。

➢ 开展降本增效活动，盈利弹性释放。公司 2024H1/2024Q2 净利率分别为 12.32%/12.55%，同比+2.60/+3.22pct，主要在于公司持续开展降本增效活动，确保费用的精准投入和有效使用，有效的降低费销比和各项费用，盈利水平不断提升。具体来看：1）公司 2024H1/2024Q2 毛利率为 65.84%/68.48%，同比-1.33/-0.12pct；其中 2024H1 销售/管理费用率为 26.83%/7.62%，同比-3.99/-1.91pct；24Q2 销售/管理费用率为 30.14%/6.93%，同比-4.71/-1.06pct；3）现金流方面，公司 2024H1 销售收现/经营现金流净额分别为 31.18/2.23 亿元，同比+10.32%/+32.17%；截至 24H1 末，公司合同负债为 18.62 亿元，同比减少 0.50%，现金流良好。

➢ 盈利预测、估值分析和投资建议：我们认为公司战略上精耕本地市场，持续优化产品结构。看好省内市场中高价位产品份额提升以及武陵酒省内外放量空间，加之公司改革费效比改善凸显成效，业绩弹性有望逐步释放。预计 2024-2026 年公司归母净利润 8.70 亿、10.83 亿、13.15 亿，EPS 分别为 0.95 元、1.18 元、1.44 元，对应当前股价，PE 分别为 18.3 倍、14.7 倍、12.1 倍。首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示：

市场环境风险：白酒行业已经进入了深度分化期，市场的竞争更加激烈，行业集中度不断提高，公司产品作为区域品牌，面临被高端白酒挤压市场的风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

地区市场依赖风险：公司白酒产品主要销售地集中于河北、环河北地区、山东、安徽、湖南及其他北方地区，随着全国性品牌和主要区域性品牌在全国范围内的拓展，如果上述市场对白酒的需求量下降，或公司在上述地区市场份额下降，且公司未能有效拓展区域市场，则将对公司的生产经营活动产生不利影响。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,653	5,257	5,903	6,816	7,613
YoY(%)	15.5	13.0	12.3	15.5	11.7
净利润(百万元)	708	666	870	1,083	1,315
YoY(%)	81.8	-5.9	30.6	24.5	21.4
毛利率(%)	68.4	67.2	66.7	66.6	67.0
EPS(摊薄/元)	0.77	0.73	0.95	1.18	1.44
ROE(%)	16.3	13.8	16.5	17.7	18.4
P/E(倍)	22.5	23.9	18.3	14.7	12.1
P/B(倍)	3.7	3.3	3.0	2.6	2.2
净利率(%)	15.2	12.7	14.7	15.9	17.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5261	5866	6895	8122	9453
现金	1095	1622	1941	2642	3541
应收票据及应收账款	182	174	226	236	280
预付账款	70	23	81	39	95
存货	3046	3350	3938	4497	4819
其他流动资产	868	697	708	709	718
非流动资产	3656	3635	3722	3906	3998
长期投资	88	79	76	73	70
固定资产	1755	1775	1837	1980	2077
无形资产	859	841	849	861	844
其他非流动资产	954	940	960	992	1006
资产总计	8918	9501	10617	12028	13451
流动负债	4414	4523	5181	5749	6123
短期借款	50	0	0	0	0
应付票据及应付账款	466	431	591	592	715
其他流动负债	3898	4092	4589	5158	5408
非流动负债	157	168	168	168	168
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	157	168	168	168	168
负债合计	4571	4690	5348	5917	6290
少数股东权益	0	0	0	-0	-0
股本	915	915	915	915	915
资本公积	1489	1563	1563	1563	1563
留存收益	2081	2473	2955	3551	4242
归属母公司股东权益	4347	4810	5269	6112	7161
负债和股东权益	8918	9501	10617	12028	13451

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	621	795	909	1227	1367
净利润	708	666	870	1083	1315
折旧摊销	157	174	177	199	220
财务费用	-9	-16	-24	-35	-55
投资损失	-25	-19	-37	-37	-30
营运资金变动	120	67	-52	42	-59
其他经营现金流	-329	-77	-25	-25	-25
投资活动现金流	-388	57	-202	-321	-257
筹资活动现金流	-145	-325	-388	-205	-211
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.73	0.95	1.18	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.87	0.99	1.34	1.49
每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.26	5.76	6.68	7.83

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4653	5257	5903	6816	7613
营业成本	1472	1727	1968	2278	2515
营业税金及附加	747	875	909	1050	1172
营业费用	1411	1428	1499	1663	1782
管理费用	396	415	443	477	495
研发费用	14	13	7	8	9
财务费用	-9	-16	-24	-35	-55
资产减值损失	2	4	1	1	1
公允价值变动收益	3	6	25	25	25
投资净收益	25	19	37	37	30
营业利润	935	884	1163	1436	1749
营业外收入	10	10	9	9	10
营业外支出	10	4	7	7	7
利润总额	935	891	1164	1439	1751
所得税	227	225	294	356	436
税后利润	708	666	870	1083	1315
少数股东损益	0	0	0	-0	-0
归属母公司净利润	708	666	870	1083	1315
EBITDA	1062	1016	1287	1570	1878

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.5	13.0	12.3	15.5	11.7
营业利润(%)	83.6	-5.4	31.4	23.6	21.7
归属于母公司净利润(%)	81.8	-5.9	30.6	24.5	21.4
获利能力					
毛利率(%)	68.4	67.2	66.7	66.6	67.0
净利率(%)	15.2	12.7	14.7	15.9	17.3
ROE(%)	16.3	13.8	16.5	17.7	18.4
ROIC(%)	15.4	12.9	15.6	16.7	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	51.3	49.4	50.4	49.2	46.8
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	22.1	29.5	29.5	29.5	29.5
应付账款周转率	3.3	3.9	3.9	3.9	3.9
估值比率					
P/E	22.5	23.9	18.3	14.7	12.1
P/B	3.7	3.3	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	13.2	13.5	10.4	8.1	6.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

