

老白干酒 (600559.SH)

强烈推荐 (维持)

盈利延续高增长，把握业绩弹性期

公司 Q3 营收 16.2 亿元，同比+0.3%，其中酒类收入 16.1 亿，同比+5.9%；归母净利润 2.5 亿元，同比+25.2%；实现扣非净利润 2.4 亿元，同比+22.5%，余粮略有下降但仍充分。百元以上产品引领增长推动毛利率提升，盈利能力持续提升。山东引领增长，武陵仍在扩张，河北大本营稳定。经营稳健，业绩释放弹性大，下调 24-26 年每股收益为 0.93 元、1.12 元、1.33 元，维持“强烈推荐”投资评级

- Q3 酒类收入+6%，净利润+25%延续高增长。24Q1-Q3 公司实现营收 40.9 亿元，同比+6.3%；归母净利润 5.6 亿元，同比+33.0%；实现扣非净利润 5.2 亿元，同比+34.3%。经计算，单 Q3 营收 16.2 亿元，同比+0.3%，其中酒类收入 16.1 亿，同比+5.9%；归母净利润 2.5 亿元，同比+25.2%；实现扣非净利润 2.4 亿元，同比+22.5%。24Q3 销售回款 16.2 亿，同比-11.9%，Q3 末合同负债 17.5 亿，同比-13.6%，余粮略有下降但仍充分。
- 百元以上产品引领增长推动毛利率提升，盈利能力持续提升。24 年前三季度/24Q3 公司毛利率 66.2%/66.8%，同比-0.5%/+0.6%。24Q3 公司 100 元以上/100 元以下酒分别实现收入 7.9/8.2 亿元，同比+9.9%/+2.3%，100 元以上酒延续增长势头，引领公司增长。24 年前三季度/24Q3 公司销售费用率 26.3%/25.5%，同比-2.2%/+0.1%，低基数下费用投入平稳。24 年前三季度/24Q3 公司管理费用率 6.9%/5.9%，同比-1.1%/持平。24 年前三季度/24Q3 公司税金率 16.4%/16.5%，同比-0.5%/-2.0%，23 年同税金率较高，今年回归正常。24 年前三季度/24Q3 扣非净利率 13.6%/12.1%，同比+2.7%/+3.1%，毛利提升及税金率回归正常推动盈利能力持续提升。
- 山东引领增长，武陵仍在扩张，河北大本营稳定。分地区来看，24Q3 公司在河北/山东/安徽/湖南/其他省份分别实现收入 9.1/0.6/1.9/3.4/1.1 亿元，同比+1.6%/+30.4%/-7.1%/+18.2%/+27.2%，山东及其他市场引领增长，河北大本营市场动销稳定，百元价位表现良好，湖南武陵高档酒动销略承压，次高端及中档补充产品表现良性。
- 投资建议：经营稳健，业绩释放弹性大，维持“强烈推荐”投资评级。省内大本营市场竞争力持续强化，次高端及中档酒占有率稳步提升，其他事业部均找到自己发展节奏，且公司降本增效取得进展，建议把握业绩加速释放高弹性阶段。下调 24-26 年每股收益为 0.93 元、1.12 元、1.33 元，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：普酒调整不及预期、河北省内市场竞争加剧、费用精细化改革不及预期、人事调整等

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4653	5257	5481	5946	6391
同比增长	16%	13%	4%	8%	7%
营业利润(百万元)	935	884	1114	1338	1596
同比增长	84%	-5%	26%	20%	19%
归母净利润(百万元)	708	666	853	1022	1218
同比增长	82%	-6%	28%	20%	19%
每股收益(元)	0.77	0.73	0.93	1.12	1.33
PE	26.4	28.0	21.9	18.3	15.3

消费品/食品饮料

目标估值:

当前股价: 20.39 元

基础数据

总股本(百万股)	915
已上市流通股(百万股)	904
总市值(十亿元)	18.7
流通市值(十亿元)	18.4
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	15.9
资产负债率	48.1%
主要股东	河北衡水老白干酿酒(集团)
主要股东持股比例	25.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-3	-9
相对表现	-0	-11	-17



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《老白干酒 (600559) —Q2 利润超预期，把握业绩加速释放阶段》
2024-08-28
- 《老白干酒 (600559) —业绩高增打消疑虑，布局企业经营拐点》
2024-04-28
- 《老白干酒 (600559) —降本增效成果凸显，武陵加速放量》
2023-10-29

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

liucheng5@cmschina.com.cn

PB	4.3	3.9	3.6	3.1	2.7
----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 老白干酒单季度利润表

单位: 百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	2022	2023
一、营业总收入	1198	1003	1229	1614	1412	1130	1340	1618	4653	5257
二、营业总成本	989	869	1104	1347	1107	960	1126	1308	4023	4428
其中: 营业成本	360	347	386	546	448	421	422	538	1472	1727
营业税金及附加	189	152	198	299	227	190	212	267	747	875
营业费用	351	260	428	410	330	259	404	413	1411	1428
管理费用	92	115	98	94	108	95	93	95	396	415
财务费用	-2	-4	-6	-3	-2	-4	-5	-5	-9	-16
资产减值损失	0	1	0	1	-3	-1	0	0	2	-2
三、其他经营收	8	4	7	5	10	4	9	5	28	26
公允价值变动收	3	1	2	1	3	0	2	0	3	6
投资收益	6	3	6	3	7	4	7	5	25	19
四、营业利润	217	137	132	271	315	174	223	316	935	884
加: 营业外收入	2	2	2	2	3	1	1	1	10	10
减: 营业外支出	3	1	0	2	1	1	2	1	10	4
五、利润总额	228	144	141	275	330	180	233	323	935	891
减: 所得税	54	42	27	74	82	44	64	72	227	225
六、净利润	174	102	115	201	248	136	168	252	708	666
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所	174	102	109	201	242	136	168	252	708	666
EPS	0.19	0.11	0.12	0.22	0.27	0.15	0.19	0.28	0.77	0.73
毛利率	70.0%	65.4%	68.6%	66.2%	68.2%	62.7%	68.5%	66.8%	68.4%	67.2%
主营税金率	15.8%	15.1%	16.1%	18.5%	16.1%	16.8%	15.8%	16.5%	16.1%	16.7%
营业费率	29.3%	25.9%	34.9%	25.4%	23.4%	22.9%	30.1%	25.5%	30.3%	27.2%
管理费率	7.7%	11.4%	8.0%	5.8%	7.6%	8.4%	6.9%	5.9%	8.5%	7.9%
营业利润率	18.1%	13.7%	10.8%	16.8%	22.3%	15.4%	16.7%	19.5%	14.1%	16.3%
实际税率	23.7%	29.0%	18.9%	26.9%	24.9%	24.5%	27.7%	22.1%	24.3%	25.2%
净利率	14.5%	10.2%	8.9%	12.5%	17.2%	12.1%	12.6%	15.6%	15.2%	12.6%
YOY										
收入增长率	-4.8%	10.4%	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%	9.0%	0.3%	15.5%	13.0%
营业利润增长率	23.3%	57.4%	15.5%	13.1%	45.1%	26.6%	60.2%	14.9%	83.6%	-5.4%
净利润增长率	24.6%	-61.5%	13.0%	17.9%	39.2%	33.0%	46.7%	25.2%	81.8%	-6.6%

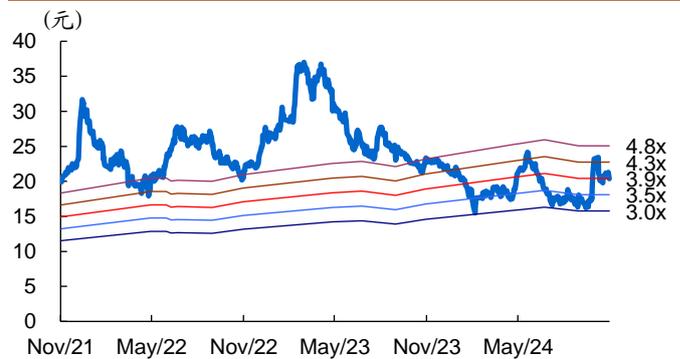
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 老白干酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 老白干酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《老白干酒(600559)—Q2 利润超预期,把握业绩加速释放阶段》2024-08-28
- 2、《老白干酒(600559)—业绩高增打消疑虑,布局企业经营拐点》2024-04-28
- 3、《老白干酒(600559)—降本增效成果凸显,武陵加速放量》2023-10-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5261	5866	6317	7127	8028
现金	1095	1622	2267	2811	3496
交易性投资	833	663	663	663	663
应收票据	139	147	153	166	179
应收款项	43	27	16	17	19
其它应收款	0	29	31	33	36
存货	3046	3350	3157	3405	3603
其他	105	28	29	32	33
非流动资产	3656	3635	3558	3480	3402
长期股权投资	88	79	79	79	79
固定资产	1755	1775	1786	1795	1804
无形资产商誉	858	840	756	672	588
其他	955	940	937	934	931
资产总计	8918	9501	9874	10608	11430
流动负债	4414	4523	4456	4423	4334
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款	466	431	454	489	518
预收账款	0	0	0	0	0
其他	3898	4092	4002	3933	3816
长期负债	157	168	168	168	168
长期借款	0	0	0	0	0
其他	157	168	168	168	168
负债合计	4571	4690	4623	4590	4502
股本	915	915	915	915	915
资本公积金	1309	1382	1382	1382	1382
留存收益	2123	2513	2954	3721	4632
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4346	4810	5251	6017	6929
负债及权益合计	8918	9501	9874	10608	11430

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	621	795	1153	884	1064
净利润	708	666	853	1022	1218
折旧摊销	157	174	238	239	239
财务费用	(9)	(16)	(39)	(51)	(63)
投资收益	(25)	(19)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	(116)	71	136	(301)	(306)
其它	(93)	(81)	(8)	2	2
投资活动现金流	(388)	57	(161)	(161)	(161)
资本支出	(350)	(149)	(161)	(161)	(161)
其他投资	(38)	206	0	0	0
筹资活动现金流	(145)	(325)	(347)	(179)	(218)
借款变动	(126)	(221)	0	0	0
普通股增加	17	0	0	0	0
资本公积增加	28	73	0	0	0
股利分配	(135)	(274)	(412)	(256)	(307)
其他	70	97	65	77	89
现金净增加额	88	527	645	544	685

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4653	5257	5481	5946	6391
营业成本	1472	1727	1819	1962	2076
营业税金及附加	747	875	888	963	1035
营业费用	1411	1428	1313	1365	1340
管理费用	396	415	398	380	417
研发费用	14	13	14	15	16
财务费用	(9)	(16)	(39)	(51)	(63)
资产减值损失	2	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	3	6	6	6	6
其他收益	283	40	1	1	1
投资收益	25	19	19	19	19
营业利润	935	884	1114	1338	1596
营业外收入	10	10	10	10	10
营业外支出	10	4	4	4	4
利润总额	935	891	1120	1344	1603
所得税	227	225	268	322	385
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	708	666	853	1022	1218

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	16%	13%	4%	8%	7%
营业利润	84%	-5%	26%	20%	19%
归母净利润	82%	-6%	28%	20%	19%
获利能力					
毛利率	68.4%	67.2%	66.8%	67.0%	67.5%
净利率	15.2%	12.7%	15.6%	17.2%	19.1%
ROE	16.3%	13.8%	16.2%	17.0%	17.6%
ROIC	15.8%	13.4%	15.5%	16.2%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	51.3%	49.4%	46.8%	43.3%	39.4%
净负债比率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6	1.9
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	142.2	150.7	258.1	359.3	357.7
应付账款周转率	3.3	3.9	4.1	4.2	4.1
每股资料(元)					
EPS	0.77	0.73	0.93	1.12	1.33
每股经营净现金	0.68	0.87	1.26	0.97	1.16
每股净资产	4.75	5.26	5.74	6.58	7.57
每股股利	0.30	0.45	0.28	0.34	0.40
估值比率					
PE	26.4	28.0	21.9	18.3	15.3
PB	4.3	3.9	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.9	15.5	12.3	10.6	9.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。