

老白干酒 (600559.SH)

基础牢靠，稳健发展，效率持续提升

公司披露 2024 年报及 25 年一季报，2024 年实现收入 53.6 亿元，同比+1.9%（其中酿酒业收入 53.3 亿元，同比+6.2%），归母净利润 7.9 亿元，同比+18.2%，全年业绩延续高增长态势，Q4 公司主动控制，业绩低于预期但渠道良性维持。24 年费用精准化投入效果显著，促销费降低带动销售费用率下降 3.5pct，武陵及老白干延续双位数增长，全价位产品保持增长。25Q1 收入利润增长 3%/13%，中高档酒引领增长，毛利提升带动盈利能力提升。长期主义稳健发展，盈利释放仍有空间，调整 25-27 年每股收益为 0.97 元、1.10 元、1.25 元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 24 年全年业绩延续高增长态势，Q4 公司主动控制，业绩低于预期但渠道良性维持。公司 2024 年实现收入 53.6 亿元，同比+1.9%（其中酿酒业收入 53.3 亿元，同比+6.2%），归母净利润 7.9 亿元，同比+18.2%，归母扣非净利润 7.4 亿，同比+20.1%。经计算，24Q4 实现收入 12.7 亿，同比-10.0%（其中酿酒业收入 12.6 亿元，同比-8.9%），归母净利润 2.3 亿，同比-6.8%，归母扣非净利润 2.2 亿，同比-3.8%。全年业绩延续高增长，单 Q4 收入、利润略低于预期，24 年公司未强制要求经销商完成全年任务，维护渠道良性，这也印证了公司一贯坚持长期主义，不透支发展。2024 年公司销货现金流 58.6 亿，同比+0.8%，经营净现金流 5.4 亿，同比-32.6%，保证金流入同比下降 1.4 亿，公司减少保证金收取为经销商缓解资金压力。全年派发现金红利 5.0 亿，分红率提升 2.11pct 略提升至 63.92%。

□ 24 年费用精准化投入效果显著，促销费降低带动销售费用率下降 3.5pct。公司 2024 毛利率 66.0%，同比-1.2pct，其中 24Q4 毛利率 65.1%，同比-3.2pct，毛利率下降主要系非酒收入占比下降，24 年酿酒业毛利 66.2%，同比+0.29pct，公司 2024 年吨价 9.8 万，同比+5.0%，结构仍在升级，武陵占比提升。费用端，2024/24Q4 销售费用率 23.7%/15.2%，同比-3.5pct/-8.1pct，主要系 24 年促销及渠道费 1.4 亿，同比-63.7%，管理费用率 7.3%/8.4%，同比-0.6pct/+0.8pct。2024/24Q4 归母扣非净利率 13.8%/17.3%，同比+2.1pct/+1.1pct，全年盈利能力稳步上升，主要系公司强化费用精准化管控，销售/管理费用率稳步下降。

□ 24 年武陵及老白干延续双位数增长，全价位产品保持增长。分事业部来看，2024 年老白干/板城/武陵/文王/孔府分别实现营收 25.9/8.6/11.0/5.5/2.3 亿，同比+10.0%/-10.3%/+12.3%/+0.5%/+28.1%，武陵酒延续双位数增长态势。100 元以上/100 元以下产品实现收入 27.0/26.2 亿，同比+5.3%/7.1%，百元以下产品增速较快。

□ 25Q1 收入利润增长 3%/13%，盈利能力延续提升。25Q1 实现收入 11.7 亿元，同比+3.4%，实现归母净利润 1.5 亿，同比+11.9%，实现归母扣非净利润 1.4 亿元，同比+13.2%，收入、利润符合预期。25Q1 销货现金流 16.8 亿，同比-15.3%，现金回款承压。Q1 末合同负债 18.8 亿，同比下降 4.9 亿，蓄水池有所下降。

□ Q1 中高档酒引领增长，毛利提升带动盈利能力提升。25Q1 毛利率 68.6%，同比+5.9pct，25Q1 公司 100 元以上/100 元以下产品实现收入 6.6/5.0 亿，同比+25.5%/-15.7%，百元以上产品领跑带动结构继续升级，毛利率提升明显。25Q1 河北/山东/安徽/湖南实现营收 7.2/0.4/1.3/2.1 亿，同比+8%/+8%/+2%/+10%，推测武陵酒仍有双位数增长，老白干、孔府家等产品在基地市场也有较好表现。25Q1 销售费用率 27.5%，同比+4.6pct；管理费用率 8.4%，同比持平。25Q1 净利率 13.1%，同比+1.0pct，结构提升带动公司盈利能力持续提升。

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：

当前股价：17.82 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）	16.3
流通市值（十亿元）	16.1
每股净资产（MRQ）	6.0
ROE（TTM）	14.7
资产负债率	44.6%
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	-6	-14	-6
相对表现	-2	-10	-14



相关报告

- 《老白干酒（600559）—盈利延续高增长，把握业绩弹性期》
2024-10-31
- 《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

刘成 S1090523070012

liucheng5@cmschina.com.cn

□投资建议：长期主义稳健发展，盈利释放仍有空间。维持“强烈推荐”投资评级。

公司坚持长期主义发展，在当下调整期更能从容应对，武陵酒及老白干本部稳健成长，降本增效持续取得成效，25年公司经营目标收入、利润增长2%、12%。

各品牌在基地市场良性发展的基础上，盈利能力持续提升，由于行业需求承压，公司选择维护渠道良性，报表阶段性或有所降速，我们调整25-27年每股收益为0.97元、1.10元、1.25元，维持“强烈推荐”投资评级。

□风险提示：酱酒调整不及预期、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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5257	5358	5541	5816	6109
同比增长	13%	2%	3%	5%	5%
营业利润(百万元)	884	1059	1193	1352	1531
同比增长	-5%	20%	13%	13%	13%
归母净利润(百万元)	666	787	887	1005	1140
同比增长	-6%	18%	13%	13%	13%
每股收益(元)	0.73	0.86	0.97	1.10	1.25
PE	24.5	20.7	18.4	16.2	14.3
PB	3.4	3.1	2.9	2.6	2.3

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	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	2023	2024
一、营业总收入	1229	1614	1412	1130	1340	1618	1270	1168	5257	5358
二、营业总成本	1104	1347	1107	960	1126	1308	955	976	4432	4349
其中: 营业成本	386	546	448	421	422	538	443	367	1727	1824
营业税金及附加	198	299	227	190	212	267	218	193	875	887
营业费用	428	410	330	259	404	413	193	321	1428	1269
管理费用	98	94	108	95	93	95	107	99	415	389
财务费用	-6	-3	-2	-4	-5	-5	-5	-5	-16	-20
资产减值损失	0	1	-3	-1	0	0	0	2	-2	-1
三、其他经营收	7	5	10	4	9	5	7	4	26	26
公允价值变动收	2	1	3	0	2	0	-2	1	6	1
投资收益	6	3	7	4	7	5	9	2	19	25
四、营业利润	132	271	315	174	223	323	323	195	884	1059
加: 营业外收入	2	2	3	1	1	1	1	1	10	4
减: 营业外支出	0	2	1	1	2	1	1	1	4	5
五、利润总额	141	275	330	180	233	323	323	201	891	1059
减: 所得税	27	74	82	44	64	72	92	48	225	272
六、净利润	115	201	248	136	168	252	231	152	666	787
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所	109	201	242	136	168	252	231	152	666	787
EPS	0.12	0.22	0.27	0.15	0.19	0.28	0.26	0.17	0.73	0.86
毛利率	68.6%	66.2%	68.2%	62.7%	68.5%	66.8%	65.1%	68.6%	67.2%	65.9%
主营税金率	16.1%	18.5%	16.1%	16.8%	15.8%	16.5%	17.1%	16.5%	16.7%	16.6%
营业费率	34.9%	25.4%	23.4%	22.9%	30.1%	25.5%	15.2%	27.5%	27.2%	23.7%
管理费费率	8.0%	5.8%	7.6%	8.4%	6.9%	5.9%	8.4%	8.4%	7.9%	7.3%
营业利润率	10.8%	16.8%	22.3%	15.4%	16.7%	20.0%	25.4%	16.7%	16.8%	19.8%
实际税率	18.9%	26.9%	24.9%	24.5%	27.7%	22.1%	28.4%	24.1%	25.2%	25.7%
净利率	8.9%	12.5%	17.2%	12.1%	12.6%	15.6%	18.2%	13.1%	12.7%	14.7%
yoy										
收入增长率	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%	9.0%	0.3%	-10.0%	3.4%	8.1%	1.9%
营业利润增长率	15.5%	13.1%	45.1%	26.6%	60.2%	17.5%	-1.6%	8.6%	14.4%	19.8%
净利润增长率	13.0%	17.9%	39.2%	33.0%	46.7%	25.2%	-6.8%	11.9%	12.4%	18.2%

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）—盈利延续高增长，把握业绩弹性期》2024-10-31
- 2、《老白干酒（600559）—Q2 利润超预期，把握业绩加速释放阶段》2024-08-28
- 3、《老白干酒（600559）—业绩高增打消疑虑，布局企业经营拐点》2024-04-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5866	6060	6329	7043	7822
现金	1622	1546	1806	2386	3063
交易性投资	663	782	782	782	782
应收票据	147	87	90	94	99
应收款项	27	2	1	2	2
其它应收款	29	12	13	13	14
存货	3350	3552	3559	3685	3779
其他	28	78	79	82	84
非流动资产	3635	3553	3446	3347	3255
长期股权投资	79	66	66	66	66
固定资产	1775	1699	1616	1541	1473
无形资产商誉	840	825	808	790	772
其他	940	963	956	950	944
资产总计	9501	9613	9776	10390	11078
流动负债	4523	4159	3984	3859	3709
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	431	398	399	414	424
预收账款	0	0	0	0	0
其他	4092	3761	3585	3446	3285
长期负债	168	148	148	148	148
长期借款	0	0	0	0	0
其他	168	148	148	148	148
负债合计	4690	4307	4132	4008	3857
股本	915	915	915	915	915
资本公积金	1382	1503	1503	1503	1503
留存收益	2513	2887	3225	3964	4802
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4810	5306	5643	6383	7221
负债及权益合计	9501	9613	9776	10390	11078

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	795	535	804	828	942
净利润	666	787	887	1005	1140
折旧摊销	174	181	178	170	163
财务费用	(16)	(20)	(50)	(63)	(82)
投资收益	(19)	(25)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	71	(390)	(166)	(259)	(253)
其它	(81)	3	(18)	(0)	(0)
投资活动现金流	57	(243)	(70)	(70)	(70)
资本支出	(149)	(161)	(70)	(70)	(70)
其他投资	206	(82)	0	0	0
筹资活动现金流	(325)	(411)	(473)	(178)	(194)
借款变动	(221)	(195)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	73	121	0	0	0
股利分配	(274)	(412)	(549)	(266)	(302)
其他	97	74	76	88	107
现金净增加额	527	(118)	260	580	677

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5257	5358	5541	5816	6109
营业成本	1727	1824	1832	1897	1945
营业税金及附加	875	887	906	951	999
营业费用	1428	1269	1257	1279	1307
管理费用	415	389	410	406	413
研发费用	13	16	16	17	18
财务费用	(16)	(20)	(50)	(63)	(82)
资产减值损失	(2)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	6	1	1	1	1
其他收益	40	43	(2)	(2)	(2)
投资收益	19	25	25	25	25
营业利润	884	1059	1193	1352	1531
营业外收入	10	4	4	4	4
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	891	1059	1192	1351	1531
所得税	225	272	306	346	391
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	666	787	887	1005	1140

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	13%	2%	3%	5%	5%
营业利润	-5%	20%	13%	13%	13%
归母净利润	-6%	18%	13%	13%	13%
获利能力					
毛利率	67.2%	65.9%	66.9%	67.4%	68.2%
净利率	12.7%	14.7%	16.0%	17.3%	18.7%
ROE	13.8%	14.8%	15.7%	15.7%	15.8%
ROIC	13.4%	14.4%	14.9%	14.9%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	49.4%	44.8%	42.3%	38.6%	34.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.8	2.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	150.7	369.9	4226.1	21862.2	21869.7
应付账款周转率	3.9	4.4	4.6	4.7	4.6
每股资料(元)					
EPS	0.73	0.86	0.97	1.10	1.25
每股经营净现金	0.87	0.59	0.88	0.90	1.03
每股净资产	5.26	5.80	6.17	6.98	7.89
每股股利	0.45	0.60	0.29	0.33	0.37
估值比率					
PE	24.5	20.7	18.4	16.2	14.3
PB	3.4	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	16.1	13.7	12.7	11.5	10.4

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。