

非金融公司|公司点评|老白干酒（600559）

2024 年半年报点评： 改革效果持续显现，业绩超预期



报告要点

考虑到消费弱复苏，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 58.07/64.56/71.14 亿元，同比分别增长 10.45%/11.18%/10.19%，归母净利润分别为 8.75/11.00/13.28 亿元，同比分别增长 31.43%/25.69%/20.69%，对应三年 CAGR 为 25.86%，对应 2024-2026 年 PE 估值分别为 17/14/11X。鉴于公司国企改革效果明显，业绩改善显著，且未来盈利提升空间较大，维持“买入”评级。

分析师及联系人



邓周贵

SAC: S0590524040005



徐锡联

SAC: S0590524040004



刘景瑜

SAC: S0590524030005



吴雪枫

老白干酒(600559)

2024年半年报点评:

改革效果持续显现, 业绩超预期

行业: 食品饮料/白酒 II
 投资评级: 买入(维持)
 当前价格: 16.30 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 914.75/904.27
 流通 A 股市值(百万元) 14,739.62
 每股净资产(元) 5.25
 资产负债率(%) 49.13
 一年内最高/最低(元) 25.81/15.19

股价相对走势



相关报告

- 《老白干酒(600559): 年报及一季报点评: 基地市场收入提速, 提质增效盈利改善》2024.04.29
- 《老白干酒(600559): 三季报符合预期, 武陵保持高增长》2023.10.27



扫码查看更多

事件

公司发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现收入 24.70 亿元, 同比+10.65%, 归母净利润 3.04 亿元, 同比+40.25%。单 Q2 收入 13.40 亿元, 同比+9.00%, 归母净利润 1.68 亿元, 同比+46.69%, Q2 利润增速环比提升, 超我们预期。2024H1 合同负债 18.62 亿元, 同比-0.50%。2024Q2 (收入+Δ 合同负债) 8.38 亿元, 同比-5.99%。2024Q2 销售收现 11.32 亿元, 同比-0.49%, 销售收现同比增速处于可比公司前列。

➤ 本部稳健增长, 安徽提速、山东增长亮眼

分产品看, 2024Q2 公司 100 元以上酒类/100 元以下(含 100 元) 酒类分别实现收入 7.26/6.04 亿元, 分别同比增长 10.45%/12.70%。我们判断 100 元以上价位增速主要受武陵酒放缓影响。分区域看, 2024Q2 河北/山东/安徽/湖南/其他省份/境外分别实现收入 7.60/0.46/1.44/2.82/0.94/0.04 亿元, 分别同比+9.33%/+33.45%/+15.21%/+3.71%/+50.79%/ -9.80%。河北本部增长稳健, 我们预计大单品和顺 1975、甲等 15/20 表现较好, 外埠市场孔府家与文王贡酒持续放量。2024H1 经销商较 2023 年末净减少 6 家至 11423 家, 其中河北/山东/安徽/湖南/境外/其他区域分别 +113/-25/+20/-141/-1/+28 家至 1852/185/191/8508/2/685 家, 公司冀酒龙头地位凸显, 河北市场产品和渠道模式调整后省内扩张持续推进。

➤ 毛利率稳健, 费用率下行带动净利率提升

2024Q2 毛利率 68.48%, 同比-0.12pct。2024Q2 销售/管理/营业税金及附加比率分别为 30.14%/6.93%/15.83%, 分别同比下降 4.71%/1.06%/0.25pct, 其中销售费用下降主因促销费减少, 公司费效比考核效果体现。公司经营效率稳步提升, 2024Q2 归母净利率为 12.55%, 同比+3.22pct。

➤ 投资建议: 改革效果逐步释放, 维持“买入”评级

考虑到消费弱复苏, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 58.07/64.56/71.14 亿元, 同比分别增长 10.45%/11.18%/10.19%, 归母净利润分别为 8.75/11.00/13.28 亿元, 同比分别增长 31.43%/25.69%/20.69%, 对应三年 CAGR 为 25.86%, 对应 2024-2026 年 PE 估值分别为 17/14/11X。鉴于公司国企改革效果明显, 业绩改善显著, 且未来盈利提升空间较大, 维持“买入”评级。

风险提示: 降本增效不及预期, 行业竞争加剧, 宏观经济不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4653	5257	5807	6456	7114
增长率(%)	15.54%	12.98%	10.45%	11.18%	10.19%
EBITDA(百万元)	1083	1049	1474	1769	2060
归母净利润(百万元)	708	666	875	1100	1328
增长率(%)	81.81%	-5.89%	31.43%	25.69%	20.69%
EPS(元/股)	0.77	0.73	0.96	1.20	1.45
市盈率(P/E)	21.1	22.4	17.0	13.6	11.2
市净率(P/B)	3.4	3.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	21.9	18.0	8.3	6.4	4.9

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 28 日收盘价

风险提示

(1) 降本增效不及预期：若公司改革与降本增效不及预期，可能导致公司费用率下行不及预期，从而导致公司业绩增长不及预期。

(2) 行业竞争加剧：若行业竞争加剧，可能导致公司需要投入更多推广费用等，从而导致公司收入增速与盈利水平下降。

(3) 宏观经济不及预期：若宏观经济不及预期，可能导致白酒消费力不及预期，从而导致公司收入不及预期。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	1095	1622	2602	3638	4793					
应收账款+票据	182	174	255	283	312					
预付账款	70	23	101	112	124					
存货	3046	3350	3500	3865	4242					
其他	868	697	726	733	740					
流动资产合计	5261	5866	7184	8632	10211					
长期股权投资	88	79	86	93	100					
固定资产	1755	1775	1612	1448	1283					
在建工程	139	51	41	30	20					
无形资产	858	840	700	560	420					
其他非流动资产	815	889	882	874	874					
非流动资产合计	3656	3635	3320	3005	2697					
资产总计	8918	9501	10505	11637	12908					
短期借款	50	0	0	0	0					
应付账款+票据	466	431	537	593	650					
其他	3898	4092	4512	4987	5474					
流动负债合计	4414	4523	5049	5580	6124					
长期带息负债	0	0	0	0	0					
长期应付款	1	1	1	1	1					
其他	156	167	167	167	167					
非流动负债合计	157	168	168	168	168					
负债合计	4571	4690	5216	5747	6292					
少数股东权益	0	0	0	-1	-2					
股本	915	915	915	915	915					
资本公积	1489	1563	1563	1563	1563					
留存收益	1942	2333	2812	3414	4140					
股东权益合计	4347	4810	5289	5890	6616					
负债和股东权益总计	8918	9501	10505	11637	12908					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	708	666	875	1100	1327					
折旧摊销	157	174	321	322	315					
财务费用	-9	-16	-7	-11	-15					
存货减少(增加为“-”)	-748	-304	-150	-365	-377					
营运资金变动	120	67	188	120	120					
其它	394	207	82	297	309					
经营活动现金流	621	795	1308	1463	1680					
资本支出	-362	-139	0	0	0					
长期投资	-364	169	0	0	0					
其他	338	26	61	61	61					
投资活动现金流	-388	57	61	61	61					
债权融资	-185	-50	0	0	0					
股权融资	17	0	0	0	0					
其他	22	-275	-389	-487	-586					
筹资活动现金流	-145	-325	-389	-487	-586					
现金净增加额	88	527	980	1036	1154					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	4653	5257	5807	6456	7114					
营业成本	1472	1727	1825	2015	2211					
营业税金及附加	747	875	934	1039	1144					
营业费用	1411	1428	1614	1691	1743					
管理费用	410	428	425	408	414					
财务费用	-9	-16	-7	-11	-15					
资产减值损失	-2	2	-1	-2	-2					
公允价值变动收益	3	6	0	0	0					
投资净收益	25	19	22	22	22					
其他	287	43	120	120	120					
营业利润	935	884	1157	1455	1756					
营业外净收益	0	6	3	3	3					
利润总额	935	891	1160	1458	1760					
所得税	227	225	285	358	433					
净利润	708	666	875	1100	1327					
少数股东损益	0	0	0	-1	-1					
归属于母公司净利润	708	666	875	1100	1328					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	15.54%	12.98%	10.45%	11.18%	10.19%
EBIT	78.99%	-5.51%	31.73%	25.55%	20.58%
EBITDA	67.72%	-3.17%	40.50%	20.05%	16.45%
归属于母公司净利润	81.81%	-5.89%	31.43%	25.69%	20.69%
获利能力					
毛利率	68.36%	67.15%	68.58%	68.79%	68.92%
净利率	15.21%	12.67%	15.06%	17.03%	18.65%
ROE	16.28%	13.84%	16.55%	18.67%	20.06%
ROIC	17.80%	21.99%	26.42%	39.50%	56.11%
偿债能力					
资产负债率	51.26%	49.37%	49.65%	49.39%	48.75%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
应收账款周转率	107.8	197.6	150.9	150.9	150.9
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.8	0.7	1.0	1.2	1.5
每股经营现金流	0.7	0.9	1.4	1.6	1.8
每股净资产	4.8	5.3	5.8	6.4	7.2
估值比率					
市盈率	21.1	22.4	17.0	13.6	11.2
市净率	3.4	3.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	21.9	18.0	8.3	6.4	4.9
EV/EBIT	25.7	21.6	10.6	7.8	5.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 28 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼