



2023-05-07

公司点评报告

买入/调高

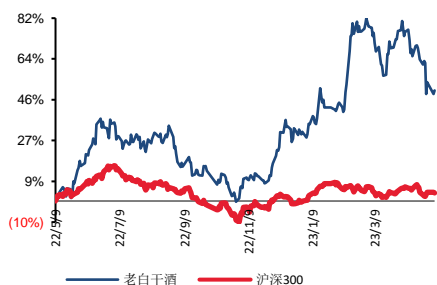
老白干酒(600559)

昨收盘: 31.45

食品饮料 白酒 II

老白干酒：23Q1 主动控货，降本增效盈利改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	915/897
总市值/流通(百万元)	28,769/28,220
12 个月最高/最低(元)	38.28/20.91

相关研究报告:

老白干酒(600559)《老白干酒：武陵酒增长亮眼，关注老白干品牌升级》--2022/09/01

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：李梦鹏

电话：15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522080002

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 全年营业收入 46.53 亿元(+15.5%)，归母净利润 7.08 亿元(+81.8%)，扣非归母净利润 4.78 亿元(+37.5%)。22Q4 营业收入 11.98 亿元(-4.8%)，归母净利润 1.74 亿元(+24.6%)，扣非归母净利润 1.62 亿元(+29.9%)。2023Q1 营业收入 10.03 亿元(+10.4%)，归母净利润 1.02 亿元(-61.5%)，扣非归母净利润 0.94 亿元(+33.2%)。

收入分析：主品牌受疫情影响较大，受益于结构优化，武陵酒增长较快。

2022 全年，公司实现营收 46.53 亿元，同比+15.5%，公司 2022 年随着省内白酒业务稳步升级，武陵酒快速成长，公司产品结构升级继续推进。22Q4 调整季度间销售策略导致收入下滑，但利润弹性凸显；23Q1 节后返乡潮助力场景回补，改革继续落实，核心仍为稳固湖南基本盘。**分产品看**，公司旗下包含衡水老白干/文王贡酒/板城烧锅酒/武陵酒/孔府家酒，五大品牌 2022 年营收分别为 21.40/8.31/4.69/1.46/7.63 亿元，同比分别增长 1.59%/39.60%/39.01%/-17.57%/42.27%，衡水老白干受河北疫情影响较大，拖累公司整体业绩，文王贡酒销售营收占比不断扩大。公司第二增长曲线武陵酒加快放量。**分地区看**，河北/安徽/湖南/山东/境外/其他省份营收分别为 27.91/4.69/7.63/1.31/0.15/1.81 亿元，同比分别增长 11.92%/39.01%/42.27%/-21.51%/49.19%/-13.39%，安徽、湖南增速亮眼，武陵酒强势带动公司湖南地区业绩。

本费利分析：产品结构优化叠加费用管控优化，带动公司盈利改善。

2022 年公司归母净利率 15.2% (+5.5pct)，2023Q1 净利率 10.2% (-19.1pct)。毛利率方面，2022 年公司毛利率为 70.0% (+3.7pct)，23Q1 毛利率为 65.4% (-4.8pct)，公司 2022 年产品结构优化带动公司盈利增长，武陵酒、文王酒正贡献突出。费用率方面，2022 年销售费用率 30.3% (-0.4pct)，管理费用率 8.5% (-0.6pct)，2023Q1 销售费用率 25.9% (-10.9pct)，管理费用率 11.4% (+0.7pct)。22 年公司加强费用管控，费用精准化效果初现，23Q1 销售费用率明显下降。

23 年展望：产品升级创新，股票期权草案发布强化公司动能。

收入端：23 年春节之后消费复苏，餐饮消费加速回暖，公司产品出库及动销较好，伴随白酒复苏迈入第一阶段，老白干周转加速，渠道反馈老白干系列库存处于相对低位，销售进度较 22 年同期基本持平。

2023 年武陵新管理层将开启全国化战略，当下扩产项目落地、产能瓶颈解除，武陵放量将延续。盈利端，公司改善原有较为粗放的费用管理方式，管控力度和精细度提升，预计全年销售费用率、管理费用率同比下降。区域精细化持续进行中，费效比在投入 1:3 基础上努力实现 1:3.5 或 1:4。

中长期展望：产品结构优化，抢抓高端次高端机遇，渠道优势显现，经营效率不断强化。

产品端：衡水老白干 1915、古法 30 和十八酒坊甲等 20 为千元价位带的高端产品，能够辐射带动其他产品，推动价位带上移。公司近年将重心由 1915 转向古法 20、甲等十五等产品，重点布局次高端价位带。近年来甲等 15、甲等 20 及老白干 1915 等中高档产品逐步在河北市场起量，品牌影响力亦持续增强。随着经济回暖，老白干有望抓住省内高端化机遇进而实现错位竞争，进一步提升市场份额。**渠道端：**短链直营模式日渐成熟，多年积累的 C 端运营经验和渠道掌控优势显现，形成样板市场后具备快速推广可能。团购模式利于弱化初期扩张中的认知劣势，厂商协力的俱乐部模式为渠道注入长期动能。**产能端：**公司新增产能陆续投产，短期成品酒产能限制得到缓解，中长期支撑产品放量需求。

盈利预测与估值：公司 2022 年受疫情影响主品牌省内业绩表现不佳，伴随事业部制度改革开启，系统化改革持续深化，产品结构不断升级，激发公司新增长动力。2023 年宴席消费场景恢复叠加公司改革有望激发渠道活力，武陵酒湖南市场开拓迅猛，成为第二增长曲线。23Q1 回款完成度高，去库存化明显，销售费用率下降显著。我们预计公司 2023-2025 年收入增速 24.4%/18.96%/16.52%，归母净利润增速 6.2%/34.6%/36.1%，对应 PE38X/28X/21X，给予公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、新品推广增长不及预期风险、原材料价格波动风险、食品安全问题等。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4653	5788	6886	8024
(+/-%)	15.54%	24.40%	18.96%	16.52%
归母净利润(百万)	708	752	1011	1377
(+/-%)	81.81%	6.24%	34.55%	36.11%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.82	1.11	1.51
市盈率(PE)	41	38	28	21

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



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经营证券期货业务许可证，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。