



2023-08-30

公司点评报告

买入/维持

老白干酒(600559)

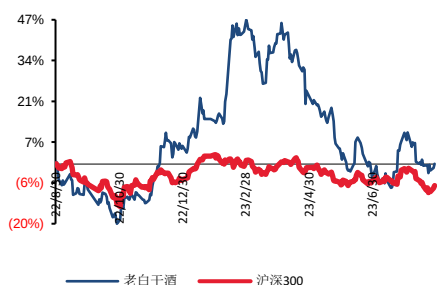
目标价: 32.24

昨收盘: 24.29

食品饮料 白酒 II

业绩短期承压，静候改革成效

■ 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)	23,536/23,087
12 个月最高/最低(元)	38.28/20.91

相关研究报告:

证券分析师: 郭梦婕

电话: 021-58502206

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523080002

事件: 2023H1 公司实现收入 22.32 亿元, 同比+10.19%; 归母净利润 2.17 亿元, 同比-40.17%; 扣非归母净利润 1.90 亿元, 同比+23.05%。2023Q2 实现收入 12.29 亿元, 同比+9.99%; 归母净利润 1.15 亿元, 同比+18.50%; 扣非归母净利润 0.96 亿元, 同比+14.53%。

Q2 业绩短期承压，河北市场环比降速，武陵酒持续高增。 2023Q2 公司收入低于预期，本部市场需求略有疲软。2023H1 河北/山东/安徽/湖南/其他省份/境外收入增速分别为+7.3%/+6%/+25.79%/+21.34%/+31.12%/+38.12%，2023Q2 为+4.33%/+37.62%/+21.77%/+34.16%/+24.17%/+30.28%。2023H1 衡水老白干/板城烧锅/文王贡/孔府家/武陵酒事业部分别实现收入 10.5/3.4/2.5/0.7/4.3 亿元, 同增 8.6%/9.9%/17.6%/9.4%/20.3%。河北市场环比降速，主要由于公司推动费用端改革以及省内竞争有所加剧。省内高端产品表现较好，上半年十八酒坊预估实现双位数增长。板城加快市场投放力度，开展品鉴会、名酒进名企等提升氛围，定位高端的“龙印”品牌增长较快。武陵酒开启全国化征程，首批确定广东、福建、河南、河北四个重点市场，以“大店+运营”为主要模式，武陵酒上半年维持高速增长势头。2023H1 河北/湖南经销商分别增加 201/85 家至 1689/8635 家，招商稳步推进。

毛利率短期承压，扣非净利率有所改善。 2023H1 公司毛利率 67.17%，同比-1.03pct。衡水老白干/板城烧锅/文王贡/孔府家/武陵酒事业部毛利率分别为 61.7%/62.9%/61.3%/61.2%/81.1%，同比-1.3/+2.7/+4.2/+4.3/-2.6pct，板城聚焦战略单品推动产品结构提升，毛利率改善逐步兑现。2023H1 公司销售费用率为 30.82%，同比-2.47pct，主要来自 Q1 费用率的大幅下降，Q2 销售费用率达 34.85%，同比+4.36pct，Q2 公司为加强市场动销消化库存加大市场投入和政策力度。2023H1 管理费用率为 9.53%，同比+0.55pct，剔除股权激励费用影响同比-1.08pct。2023H1 研发/财务费用率分别为 0.33%/-0.46%，分别同比-0.05/-0.44pct。2023H1 净利率为 9.72%，同比-8.19pct，扣除非经常性损益并剔除股权激励费用影响，净利率同比提升 2.51pct。

坚持产品高端化战略，合同负债同比高增。 公司当前处于改革转型期，在近期沟通中强调坚持产品高端化战略，并通过布局全国化、费用精细化、治理现代化等力争实现改革目标。合同负债处于历史较高水平，2023 年二季度末合同负债 18.72 亿元, 同比增加 25.54%，蓄

水池充足。

投资建议：预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.75/1.01/1.33 元，对应当前股价 PE 分别为 33x/24x/18x，我们按照 2024 年业绩给予 32 倍，目标价 32.24 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观环境不确定性、省内白酒竞争加剧、产品升级改不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4653	5336	6354	7451
(+/-%)	16%	15%	19%	17%
归母净利(百万元)	708	682	922	1217
(+/-%)	82%	-4%	35%	32%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.75	1.01	1.33
市盈率(PE)	31	33	24	18

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

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1006	1095	4769	5450	6213	营业收入	4027	4653	5336	6354	7451
应收款项	268	215	146	209	245	营业成本	1316	1472	1650	1853	2087
存货净额	2298	3046	521	511	530	营业税金及附加	627	747	854	1017	1192
其他流动资产	644	905	954	981	1005	销售费用	1238	1411	1601	1874	2161
流动资产合计	4217	5261	5554	6310	7152	管理费用	368	396	448	508	570
固定资产	1293	1755	1643	1531	1413	财务费用	5	(9)	(31)	(29)	(48)
在建工程	404	139	139	139	139	其他费用/(-收入)	25	30	31	28	28
无形资产及其他	864	858	838	818	797	营业利润	509	935	845	1158	1518
长期股权投资	82	88	409	585	881	营业外净收支	4	0	7	(6)	3
资产总计	7605	8918	9399	10198	11197	利润总额	513	935	852	1152	1521
短期借款	235	50	50	50	50	所得税费用	124		170	230	304
应付款项	416	466	398	472	530	净利润	389	708	682	922	1217
合同负债	0	0	58	70	82	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	3059	3898	3898	3898	3898	归属于母公司净利润	389	708	682	922	1217
流动负债合计	3711	4414	4404	4489	4559	预测指标					
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	ROE	10%	16%	14%	17%	19%
其他长期负债	170	157	171	194	210	毛利率	67%	68%	69%	71%	72%
长期负债合计	170	157	171	194	210	销售净利率	10%	15%	13%	15%	16%
负债合计	3881	4571	4575	4683	4770	收入增长率	12%	16%	15%	19%	17%
股本	897	915	915	915	915	利润增长率	25%	82%	-4%	35%	32%
股东权益	3725	4347	4824	5515	6427	总资产周转率	0.53	0.52	0.57	0.62	0.67
负债和股东权益总计	7605	8918	9399	10198	11197	应收账款周转率	15.01	21.60	36.50	30.42	30.42
						存货周转率	0.57	0.48	4.80	5.62	6.19
						资产负债率	51%	51%	49%	46%	43%
						流动比	1.14	1.19	1.26	1.41	1.57
						EPS	0.43	0.77	0.75	1.01	1.33
						BVPS	4.15	4.75	5.27	6.03	7.03
						P/E	56.00	31.40	32.60	24.11	18.26
						P/B	5.85	5.11	4.61	4.03	3.46
						P/S	5.41	4.78	4.16	3.50	2.98

资料来源: WIND, 太平洋证券

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%以下。

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
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@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	丁锟	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	郑丹璇	15099958914	zhengdx@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。