

老白干酒 (600559)

2023 年报及 2024 年一季报点评: 亮点多多, 改革红利逐步释放

买入 (首次)

2024 年 04 月 28 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,653	5,257	5,806	6,588	7,379
同比 (%)	15.54	12.98	10.43	13.48	12.00
归母净利润 (百万元)	707.60	665.94	851.68	1,090.27	1,332.11
同比 (%)	81.81	(5.89)	27.89	28.01	22.18
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.77	0.73	0.93	1.19	1.46
P/E (现价&最新摊薄)	25.69	27.29	21.34	16.67	13.64

投资要点

- **事件:** 23 年营收 52.57 亿元, 同比+12.98%; 归母净利润 6.66 亿元, 同比-5.89%。24Q1 营收 11.3 亿元, 同比+12.67%; 归母净利润 1.36 亿元, 同比+33.04%。
- **23 年主动控货, 低库存进入次年, 分红率同比大幅提升。**公司酒类业务 50 亿元, 同比+15%, 其中分产品系列看, 武陵酒/孔府家/文王贡/板城烧锅酒/老白干本部分别实现 9.8/1.8/5.5/9.6/23.6 亿元, 同比+28%/23%/16%/15%/10%, 均实现量价齐升, 本部增速较低系主动控货&发货量整体减少; 全年库存持续消化, 截至年底已至正常水平。分档次看, 公司高/中/低档酒实现收入 26/14/10 亿, 同比+11%/21%/18%, 高档酒剔除武陵酒同比+3%, 高端酒的销售进展表现相对较弱, 主系全年陆续展开平台模式、石家庄/衡水库存去化。公司现金流稳定, 2023 年现金分红比例 62%, 亦同比大幅度提升。
- **24Q1 高端酒增速亮眼, 合同负债新高。**24Q1 营收 11.3 亿元, 同比+13%。分档次看, 高中低档酒分别 5.3/3.2/2.8 亿元, 同比+35%/+11%/+15%, 其中高档酒剔除武陵酒的增速为+45% (23Q1 增速为-17%), 经过 23 年控货去库, 24 年重启较快增长。①300+价位公司持续聚焦 1915、甲等 20/15, 通过焕新升级及红包投放, 进一步巩固价盘表现。②100-300 价位受益于春节出行修复, 宴席和聚饮表现较好, 同时竞品投入及竞争力度趋弱, 板城和顺与老白干醇柔加强协同, 市场格局有所改善。截至 24Q1 有合同负债 23.6 亿元, 表现新高, 同比/环比增加 1.6/8.4 亿元。
- **费控效果显现, 业绩弹性逐步释放。**1) 23 年公司扣非销售净利率 11.7%, 同比+1.4pct, 利润弹性主要来自于销售费用率 (27%, 同比-3.2pct); 24Q1 销售净利率 12.1%, 同比+1.8pct, 主系费率下降 (销售费用率 22.9%, 同比-3pct, 管理费用率 8.93%, 同比-2.8pct)。2) 公司从 23 年至今内部陆续降本增效+强化利润考核, 尤其今年以来①丛台 24 年春节期间中高端市场费用大幅度削减, 老白干竞争压力减小。②加强老白干与板城战略互补, 板城重点做 100-300 元和顺系列, 老白干重点做 300+甲等系列, 减少重复投入。③公司各部门降本增效, 采取阿米巴模式, 利润独立考核, 资源重点投向核心 A 类市场为主, 效果逐显。3) 展望全年, 公司计划实现营收 57.8 亿元, 营业成本控制在 20.7 亿元内, 费用不超过 17.5 亿元, 充分体现公司控费、降本增效的内化改革决心。
- **盈利预测与投资评级:** 经过 23 年去库、23Q4 改革红利逐步释放, 费效比逐渐显现, 业绩弹性季度兑现。我们预计公司 2024-26 年归母净利润 8.5/10.9/13.3 亿元, 同比+28%/28%/22%, 当前股价对应 PE 为 21/17/14X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.87
一年最低/最高价	15.19/32.62
市净率(倍)	3.67
流通 A 股市值(百万元)	17,829.10
总市值(百万元)	18,176.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.42
资产负债率(% ,LF)	51.57
总股本(百万股)	914.75
流通 A 股(百万股)	897.29

相关研究

《老白干酒(600559): 老白干酒: 中低档酒放量, 2Q16 终端需求有改善》

2016-08-29

《老白干酒(600559): 老白干酒: 河北经济疲软影响需求, 16 年营收增速有望小幅改善, 短期有补涨动力》

2016-06-19

老白干酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,866	6,722	7,739	8,842	营业总收入	5,257	5,806	6,588	7,379
货币资金及交易性金融资产	2,285	2,597	3,124	3,721	营业成本(含金融类)	1,727	2,063	2,316	2,571
经营性应收款项	197	133	137	152	税金及附加	875	946	1,074	1,203
存货	3,350	3,956	4,441	4,931	销售费用	1,428	1,351	1,445	1,526
合同资产	0	0	0	0	管理费用	415	360	357	368
其他流动资产	34	37	38	38	研发费用	13	12	11	11
非流动资产	3,635	3,630	3,652	3,667	财务费用	(16)	(8)	(9)	(11)
长期股权投资	79	79	79	79	加:其他收益	40	41	46	52
固定资产及使用权资产	1,775	1,685	1,623	1,553	投资净收益	19	6	7	7
在建工程	51	101	151	201	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	840	875	910	945	减值损失	4	1	1	1
商誉	607	607	607	607	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	884	1,129	1,448	1,770
其他非流动资产	266	266	266	266	营业外净收支	6	6	6	6
资产总计	9,501	10,351	11,391	12,509	利润总额	891	1,136	1,454	1,776
流动负债	4,523	5,122	5,821	6,527	减:所得税	225	284	363	444
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	666	852	1,090	1,332
经营性应付款项	431	514	577	641	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,521	1,815	2,038	2,263	归属母公司净利润	666	852	1,090	1,332
其他流动负债	2,571	2,793	3,206	3,624	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.93	1.19	1.46
非流动负债	168	168	168	168	EBIT	843	1,074	1,385	1,700
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,016	1,365	1,699	2,040
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.15	64.47	64.85	65.15
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.67	14.67	16.55	18.05
其他非流动负债	168	168	168	168	收入增长率(%)	12.98	10.43	13.48	12.00
负债合计	4,690	5,289	5,989	6,695	归母净利润增长率(%)	(5.89)	27.89	28.01	22.18
归属母公司股东权益	4,810	5,062	5,402	5,814					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,810	5,062	5,402	5,814					
负债和股东权益	9,501	10,351	11,391	12,509					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	795	1,184	1,600	1,858	每股净资产(元)	5.26	5.53	5.91	6.36
投资活动现金流	57	(453)	(502)	(521)	最新发行在外股份(百万股)	915	915	915	915
筹资活动现金流	(325)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	13.69	16.32	19.86	22.73
现金净增加额	527	131	347	417	ROE-摊薄(%)	13.84	16.83	20.18	22.91
折旧和摊销	174	291	314	340	资产负债率(%)	49.37	51.10	52.57	53.52
资本开支	(148)	(279)	(329)	(349)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.29	21.34	16.67	13.64
营运资本变动	67	55	209	200	P/B(现价)	3.78	3.59	3.36	3.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>