2024 年 04 月 26 日
证券研究报告•23 年年报和 24 年一季报点评
老白干酒（600559）食品饮料

买入（维持）
当前价：19.87 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

经营变革成效显著，期待业绩持续释放

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，**2023 年**实现营业总收入 52.6 亿元，同比+13.0%，实现归母净利润 6.7 亿元，同比-5.9%，实现扣非归母净利润 6.1 亿元，同比+28.6%。**23 年单 Q4** 实现营业总收入 14.1 亿元，同比+17.9%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比+42.2%，实现扣非归母净利润 2.3 亿元，同比增长+41.3%。**24 年单 Q1** 实现营业总收入 11.3 亿元，同比+12.7%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比+33.0%，实现扣非归母净利润 1.3 亿元，同比增长+33.4%，业绩超市场预期。

- **产品结构持续向好，省外增速较为亮眼。**1、分产品结构看，高档酒、中档酒、低档酒在 **23 年**分别实现营收 25.7 亿元(+11.4%)、14.0 亿元(+20.9%)、10.4 亿元(+18.3%)，**24Q1** 分别实现营收 5.3 亿元(+35.2%)、3.2 亿元(+11.3%)、2.8 亿元(+15.4%)，得益于费用聚焦投放于高档价位产品，高档酒增速显著加快，产品结构持续向好。2、分区域看，河北、山东、安徽、湖南、其他省份 **23 年**分别实现营收 30.4 亿元(+8.8%)、1.6 亿元(+21.5%)、5.5 亿元(+16.5%)、9.8 亿元(+28.2%)、2.7 亿元(+51.4%)，**24Q1** 分别实现营收 6.7 亿元(+21.1%)、0.38 亿元(+39.2%)、1.3 亿元(+13.8%)、1.9 亿元(+21.3%)、0.94 亿元(+51.1%)，武陵酒高增势能延续，河北区域增长势能拐点向上趋势明显，老白干酒省外市场延续高增。3、分品牌看，**23 年：**老白干酒、板城烧锅酒、武陵酒、文王贡、孔府家分别实现营收 23.6 亿元(+10.0%)、9.6 亿元(+15.2%)、武陵酒(+28.2%)、5.5 亿元(+16.5%)、1.8 亿元(+22.7%)，老白干酒积极推动渠道降库存，当前库存水平趋于合理水平；武陵酒聚焦常德+长沙+湖南省外市场，销量同比增长 24.5%，动销势能强劲。

- **毛销差有所提升，盈利能力增强。**1、**23 年**毛利率同比降 1.2 个百分点至 67.2%，销售费用率同比下降 3.2 个百分点至 27.2%，毛销差提升 2.0 个百分点；**24Q1** 毛利率同比降 2.7 个百分点至 62.7%，销售费用率同比下降 3.0 个百分点至 22.9%，毛销差提升 0.26 个百分点，在 23Q1 销售费用率较低水平基数下，公司销售费用率延续下降趋势。2、**23 年**管理费用率下降 0.6 个百分点至 7.9%，综合费用率下降 3.9 个百分点至 35.0%；**24Q1** 管理费用率下降 3.0 个百分点至 8.4%，综合费用率同比降 5.7 个百分点至 31.5%，公司全面实施预算管理，严格成本费用控制，持续推进降本增效，叠加规模效应，管理费用率下降显著。3、综上影响，**23 年**扣非销售净利率提升 1.4 个百分点至 11.7%，**24Q1** 扣非销售净利率提升 1.7 个百分点至 11.1%，净利率提升节奏延续，盈利能力持续增强。4、**23 年**期末合同负债 15.2 亿元(+2%)，**24Q1** 期末合同负债 23.6 亿元，较 2023 年期末增加 8.4 亿元，渠道信心持续增强，蓄水池显著扩容。

- **深度调整成效显著，期待业绩弹性释放。**公司经营调整节奏显著，营收增长势能强劲，降本增效效果显现，利润弹性十足：1、老白干酒本部品牌聚焦“甲等金奖，大国品质”、产品聚焦次高端及以上核心大单品培育、渠道严控价盘强化渠道推力，经营势能拐点向上趋势明显。2、板城围绕环承德市场积极开拓空白市场，聚焦龙印系列推进产品结构升级，量价齐升趋势显著；武陵酒资源聚焦于常德、长沙和省外市场，积极开拓空白市场，增长势能延续。3、公司层面持

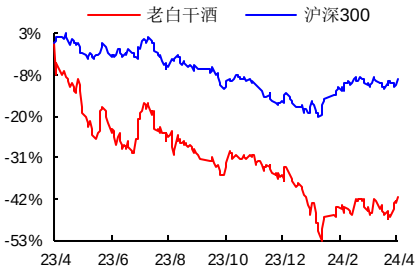
西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：王书龙
执业证号：S1250523070003
电话：023-63786049
邮箱：wsl@swsc.com.cn

联系人：笪文钊
电话：023-63786049
邮箱：dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.15
流通 A 股(亿股)	8.97
52 周内股价区间(元)	15.86-34.03
总市值(亿元)	181.76
总资产(亿元)	102.38
每股净资产(元)	5.42

相关研究

1. 老白干酒（600559）：武陵高增显著，期待业绩释放 (2023-10-29)
2. 老白干酒(600559)：产品结构拐点向上，全国化布局深度推进 (2023-08-31)
3. 老白干酒(600559)：一树三香五花齐放，冀鲁湘皖香飘全国 (2023-05-14)

续推进降本增效不动摇，费用投放更加精准高效，费销比下降趋势明显，净利率水平持续提升，盈利能力不断增强。4、管理层激励充分动力十足，深化改革进程正稳步推进，治理体系优化效能正待释放，多品牌发力下，期待公司利润弹性释放。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.95 元、1.21 元、1.52 元，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍、13 倍。公司持续受益全国化布局和消费升级红利，看好公司长期成长能力，维持“买入”评级。

- **风险提示：**经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5257.27	6016.32	6831.58	7745.53
增长率	12.98%	14.44%	13.55%	13.38%
归属母公司净利润（百万元）	665.94	868.98	1110.93	1388.83
增长率	-5.89%	30.49%	27.84%	25.02%
每股收益 EPS（元）	0.73	0.95	1.21	1.52
净资产收益率 ROE	13.84%	15.82%	17.33%	18.38%
PE	27	21	16	13
PB	3.78	3.31	2.83	2.41

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测

关键假设：

1）受益于公司持续聚焦产品结构升级，甲等15/20及老白干1915等中高档产品在河北市场逐渐起量，低档产品量减价升，预计老白干系列2024-2026年销量同比增长7.0%、6%、6.0%，吨价分别提升5.0%、5.0%、5.0%，毛利率为62.4%、62.4%、62.4%。

2）受益于武陵酒省内品牌影响力持续增强，省外市场稳步开拓，预计武陵酒系列2024-2026年销量同比增长18.0%、17.0%、17.0%，吨价同比增长4.0%、4.0%、3.0%，毛利率为80.9%、80.9%、80.9%。

3）受益于板城烧锅酒聚焦产品结构升级和空白市场开拓，预计板城烧锅酒系列2024-2026年销量同比增长5.0%、5.0%、5.0%，吨价同比增长8.0%、7.0%、7.0%，毛利率为62.2%、62.5%、63.2%。

4）在消费升级背景下，其他各品牌聚焦产品结构升级，不断提升各品牌在当地市场的品牌影响力，预计2024-2026年文王贡、孔府家等系列销量合计同比增长10.6%、9.3%、8.8%，吨价分别提升4.2%、4.0%、3.8%，毛利率分别为61.9%、62.2%、62.5%。

5）公司全面实施预算管理，严格成本费用控制，管理和销售效率将持续改善，整体费用率有望边际递减。

表1：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入(百万元)	4653	5257	6016	6832	7746
	yoy	15.5%	13.0%	14.4%	13.6%	13.4%
	成本(百万元)	1472	1727	1966	2216	2489
	毛利率	68.4%	67.2%	67.3%	67.6%	67.9%
老白干酒	收入(百万元)	2140	2355	2646	2945	3278
	yoy	1.6%	10.0%	12.4%	11.3%	11.3%
	销量(吨)	29304	31208	33393	35396	37520
	yoy	-1.0%	6.5%	7.0%	6.0%	6.0%
	吨价(万元/吨)	7.3	7.5	7.9	8.3	8.7
	yoy	2.6%	2.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3
	yoy	1.5%	10.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	64.9%	62.4%	62.4%	62.4%	62.4%
板城烧锅酒	收入(百万元)	831	957	1085	1219	1369
	yoy	39.6%	15.1%	13.4%	12.4%	12.4%
	销量(吨)	8878	9207	9667	10151	10658
	yoy	25.8%	3.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨价(万元/吨)	9.4	10.4	11.2	12.0	12.8
	yoy	11.0%	11.0%	8.0%	7.0%	7.0%
	吨成本(万元/吨)	3.8	4.0	4.2	4.5	4.7

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	yoy	9.4%	5.7%	7.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	59.9%	61.8%	62.2%	62.5%	63.2%
武陵酒	收入(百万元)	763.4	978.6	1200.9	1461.3	1761.0
	yoy	42.3%	28.2%	22.7%	21.7%	20.5%
	销量(吨)	1544	1921	2267	2653	3104
	yoy	-1.0%	24.5%	18.0%	17.0%	17.0%
	吨价(万元/吨)	49.4	50.9	53.0	55.1	56.7
	yoy	43.7%	3.0%	4.0%	4.0%	3.0%
	吨成本(万元/吨)	7.5	9.7	10.1	10.5	10.8
	yoy	10.1%	29.8%	4.0%	4.0%	3.0%
	毛利率	84.9%	80.9%	80.9%	80.9%	80.9%
孔府家+文王贡	收入(百万元)	615.4	725.8	836.2	950.7	1073.9
	yoy	19.5%	17.9%	15.2%	13.7%	13.0%
	销量(吨)	10045	11203	12391	13545	14736
	yoy	3.2%	11.5%	10.6%	9.3%	8.8%
	吨价(万元/吨)	6.1	6.5	6.7	7.0	7.3
	yoy	15.8%	5.8%	4.2%	4.0%	3.8%
	吨成本(万元/吨)	2.34	2.47	2.57	2.65	2.73
	yoy	13.3%	5.5%	4.2%	3.3%	2.9%
	毛利率	61.9%	61.9%	61.9%	62.2%	62.5%
其他业务	收入(百万元)	303.2	241.0	248.2	255.7	263.3
	yoy	10.8%	-20.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本(百万元)	38.2	14.2	14.6	15.0	15.5
	yoy	-98.3%	-62.9%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	87.4%	94.1%	94.1%	94.1%	94.1%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5257.27	6016.32	6831.58	7745.53
营业成本	1726.89	1966.28	2216.29	2488.70
营业税金及附加	875.48	978.86	1117.74	1268.68
销售费用	1427.99	1570.26	1673.74	1820.20
管理费用	414.91	421.14	444.05	464.73
财务费用	-15.59	-59.86	-82.22	-127.71
资产减值损失	1.69	0.00	0.00	0.00
投资收益	19.29	19.00	19.25	20.84
公允价值变动损益	6.49	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	884.40	1158.64	1481.24	1851.78
其他非经营损益	6.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	890.54	1158.64	1481.24	1851.78
所得税	224.60	289.66	370.31	462.94
净利润	665.94	868.98	1110.93	1388.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	665.94	868.98	1110.93	1388.83

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	665.94	868.98	1110.93	1388.83
折旧与摊销	173.91	230.33	234.60	239.15
财务费用	-15.59	-59.86	-82.22	-127.71
资产减值损失	1.69	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-82.93	-716.35	-34.66	134.06
其他	51.75	-18.14	-18.01	-19.55
经营活动现金流净额	794.76	304.97	1210.64	1614.78
资本支出	53.51	-20.00	-20.00	-20.00
其他	3.46	19.00	19.25	20.84
投资活动现金流净额	56.97	-1.00	-0.75	0.84
短期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	73.20	0.00	0.00	0.00
支付股利	-274.42	-146.51	-191.18	-244.40
其他	-73.38	19.25	82.22	127.71
筹资活动现金流净额	-324.61	-127.26	-108.96	-116.69
现金流量净额	527.13	176.71	1100.93	1498.93

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1621.89	1798.61	2899.53	4398.47
应收和预付款项	226.19	474.47	468.44	470.92
存货	3349.78	2708.39	3053.20	3429.01
其他流动资产	668.14	668.81	669.54	670.36
长期股权投资	78.51	78.51	78.51	78.51
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1826.12	1715.61	1603.67	1490.04
无形资产和开发支出	1448.13	1349.87	1248.77	1144.82
其他非流动资产	281.77	280.20	278.64	277.07
资产总计	9500.53	9074.47	10300.31	11959.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1187.83	1666.85	1665.04	1882.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3502.42	1915.47	2223.37	2519.90
负债合计	4690.25	3582.32	3888.41	4402.86
股本	914.75	914.75	914.75	914.75
资本公积	1562.68	1562.68	1562.68	1562.68
留存收益	2472.78	3195.26	4115.01	5259.44
归属母公司股东权益	4810.28	5492.15	6411.90	7556.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4810.28	5492.15	6411.90	7556.33
负债和股东权益合计	9500.53	9074.47	10300.31	11959.19

财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
销售收入增长率	12.98%	14.44%	13.55%	13.38%
营业利润增长率	-5.38%	31.01%	27.84%	25.02%
净利润增长率	-5.89%	30.49%	27.84%	25.02%
EBITDA 增长率	-3.71%	27.47%	22.91%	20.18%
获利能力				
毛利率	67.15%	67.32%	67.56%	67.87%
三费率	34.76%	32.11%	29.80%	27.85%
净利率	12.67%	14.44%	16.26%	17.93%
ROE	13.84%	15.82%	17.33%	18.38%
ROA	7.01%	9.58%	10.79%	11.61%
ROIC	24.24%	27.49%	32.39%	42.26%
EBITDA/销售收入	19.83%	22.09%	23.91%	25.35%
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.65	0.71	0.70
固定资产周转率	2.98	3.48	4.20	5.05
应收账款周转率	138.76	192.17	191.47	191.34
存货周转率	0.54	0.65	0.77	0.77
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.59%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	49.37%	39.48%	37.75%	36.82%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.30	1.65	1.91	2.12
速动比率	0.56	0.86	1.09	1.31
股利支付率	41.21%	16.86%	17.21%	17.60%
每股指标				
每股收益	0.73	0.95	1.21	1.52
每股净资产	5.26	6.00	7.01	8.26
每股经营现金	0.87	0.33	1.32	1.77
每股股利	0.30	0.16	0.21	0.27

业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1042.72	1329.12	1633.62	1963.21
PE	27.29	20.92	16.36	13.09
PB	3.78	3.31	2.83	2.41
PS	3.46	3.02	2.66	2.35
EV/EBITDA	14.98	11.62	8.78	6.54
股息率	1.51%	0.81%	1.05%	1.34%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn