



买入（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：21.65

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

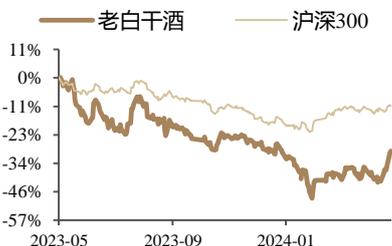
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

尤诗超

邮箱：yousc3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.60	15.71	36.51
相对涨幅(%)	10.57	14.62	23.88

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《老白干酒(600559.SH)：业绩增长稳健，武陵酒表现亮眼》，2023.10.28
- 《老白干酒(600559.SH)：低档酒下滑拖累营收增速，短期费用率提升导致业绩略低于预期》，2023.8.30

老白干酒(600559.SH)：营销改革成效显著，发展有望进入加速期

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年报，2023年公司实现营业收入52.6亿元，同比增长13.0%，实现归母净利润6.7亿元，同比降低5.9%，实现扣非归母净利润6.1亿元，同比增长28.6%。根据计算，23Q4公司实现营业收入14.1亿元，同比增长17.9%，实现归母净利润2.5亿元，同比增长42.2%，实现扣非归母净利润2.3亿元，同比增长41.3%。24Q1公司实现营业收入11.3亿元，同比增长12.7%，实现归母净利润1.4亿元，同比增长33.0%，实现扣非归母净利润1.3亿元，同比增长33.4%。
- 收入稳健增长，老白干、孔府家系列增长提速。**23年公司顺利完成年初目标，年初规划主营业务收入达到51.7亿元，实际达成52.6亿元，老白干/板城烧锅/文王贡/孔府家/武陵营收分别同比增长10.0%/15.1%/16.5%/22.7%/28.2%，老白干和孔府家系列增长提速。高档酒/中档酒/低档酒营收分别同比增长11.4%/20.9%/18.3%，中低档产品增速略快于高档。23年整体毛利率同比下降1.2pct至67.2%，主要是老白干系列和武陵酒系列毛利率下降，销售费用率同比下降3.2pct，毛销差较22年提升2.0pct，公司确保费用的精准投入和有效使用，有效的降低费销比和各项费用，盈利水平不断提升。
- 合同负债表现亮眼，24Q1业绩超预期。**24Q1白酒业务同比增长22.6%，高档/中档/低档酒营收分别同比增长35.2%/11.3%/15.4%，收入高增长的同时合同负债同比增加1.6亿元，环比增加8.4亿元，留有余力。分区域看，河北/山东表现较好，营收分别同比增长21.1%/39.2%，湖南同比增长21.3%。费用端销售费用率/管理费用率分别同比-3.0/-3.0pct，财务费用率基本稳定，整体归母净利率同比提升1.9pct至12.1%。公司计划24年营收57.8亿元（同比增长9.9%），结合一季度情况，我们认为，达成计划概率较高，“河北王”地位回归可期。
- 改革稳步推进，维持“买入”评级。**预计24-26年公司营业收入分别为59.7/69.1/80.2亿元，同比增速为13.5%/15.9%/16.0%，归母净利润分别为8.4/10.8/13.9亿元，同比增速为26.1%/28.7%/29.0%。我们认为公司将受益于省内次高端扩容，省外武陵酒仍处高速增长期，股权激励激发公司活力，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济复苏不及预期风险，省内竞争加剧风险，武陵酒销售不及预期

股票数据

总股本(百万股)：	914.75
流通A股(百万股)：	897.29
52周内股价区间(元)：	15.86-30.73
总市值(百万元)：	19,804.28
总资产(百万元)：	10,238.41
每股净资产(元)：	5.42

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,653	5,257	5,965	6,913	8,020
(+/-)YOY(%)	15.5%	13.0%	13.5%	15.9%	16.0%
净利润(百万元)	708	666	840	1,081	1,394
(+/-)YOY(%)	81.8%	-5.9%	26.1%	28.7%	29.0%
全面摊薄EPS(元)	0.78	0.73	0.92	1.18	1.52
毛利率(%)	68.4%	67.2%	65.9%	66.0%	66.8%
净资产收益率(%)	16.3%	13.8%	16.6%	20.3%	24.6%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.92	1.18	1.52
每股净资产	5.26	5.51	5.82	6.20
每股经营现金流	0.87	0.78	0.53	1.04
每股股利	0.45	0.66	0.87	1.15
价值评估(倍)				
P/E	30.89	23.58	18.33	14.21
P/B	4.29	3.93	3.72	3.49
P/S	3.77	3.32	2.86	2.47
EV/EBITDA	18.70	14.31	11.81	9.66
股息率%	2.0%	3.0%	4.0%	5.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	67.2%	65.9%	66.0%	66.8%
净利润率	12.7%	14.1%	15.6%	17.4%
净资产收益率	13.8%	16.6%	20.3%	24.6%
资产回报率	7.0%	8.3%	10.7%	13.1%
投资回报率	13.1%	16.4%	20.2%	24.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.0%	13.5%	15.9%	16.0%
EBIT 增长率	29.0%	31.3%	29.4%	29.6%
净利润增长率	-5.9%	26.1%	28.7%	29.0%
偿债能力指标				
资产负债率	49.4%	50.0%	47.5%	46.5%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.4
现金比率	0.4	0.3	0.2	0.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.8	4.0	3.0	3.0
存货周转天数	708.0	700.0	710.0	720.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	3.0	3.6	4.4	5.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	666	840	1,081	1,394
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	170	176	179	182
非经营收益	-108	50	-31	-35
营运资金变动	67	-353	-742	-591
经营活动现金流	795	713	487	949
资产	-148	-79	-85	-84
投资	169	-200	-300	-500
其他	36	24	28	32
投资活动现金流	57	-255	-358	-552
债权募资	-50	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-275	-617	-800	-1,050
融资活动现金流	-325	-617	-800	-1,050
现金净流量	527	-159	-671	-653

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,257	5,965	6,913	8,020
营业成本	1,727	2,037	2,353	2,660
毛利率%	67.2%	65.9%	66.0%	66.8%
营业税金及附加	875	996	1,155	1,339
营业税金率%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
营业费用	1,428	1,477	1,614	1,800
营业费用率%	27.2%	24.8%	23.4%	22.4%
管理费用	415	400	406	417
管理费用率%	7.9%	6.7%	5.9%	5.2%
研发费用	13	24	28	32
研发费用率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	843	1,106	1,431	1,855
财务费用	-16	-14	-10	-4
财务费用率%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.0%
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	19	24	28	32
营业利润	884	1,117	1,438	1,856
营业外收支	6	3	3	3
利润总额	891	1,120	1,441	1,859
EBITDA	1,016	1,282	1,610	2,036
所得税	225	280	360	465
有效所得税率%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	666	840	1,081	1,394

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,622	1,463	792	139
应收账款及应收票据	174	232	57	66
存货	3,350	3,906	4,576	5,247
其它流动资产	721	1,011	1,334	1,857
流动资产合计	5,866	6,612	6,759	7,309
长期股权投资	79	79	79	79
固定资产	1,775	1,674	1,562	1,464
在建工程	51	77	99	103
无形资产	840	820	820	820
非流动资产合计	3,635	3,478	3,387	3,293
资产总计	9,501	10,090	10,146	10,602
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	431	427	322	401
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,092	4,449	4,329	4,362
流动负债合计	4,523	4,875	4,651	4,763
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	168	170	170	170
非流动负债合计	168	170	170	170
负债总计	4,690	5,045	4,821	4,933
实收资本	915	915	915	915
普通股股东权益	4,810	5,045	5,325	5,669
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	9,501	10,090	10,146	10,602

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。