

2024年04月30日  
 老白干酒(600559.SH)

SDIC


**公司快报**

证券研究报告

白酒

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

56元

股价(2024-04-29)

21.44元

交易数据

总市值(百万元)	19,612.19
流通市值(百万元)	19,237.84
总股本(百万股)	914.75
流通股本(百万股)	897.29
12个月价格区间	15.86/31.45元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.3	1.8	-23.4
绝对收益	16.8	11.4	-33.5

**赵国防**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

**胡家东**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523070001

hujd@essence.com.cn

相关报告

业绩蓄水池充足, 净利率提升趋势已起	2023-04-27
本部改革红利释放, 武陵开启全国化	2023-03-24
老白干改革蓄力, 武陵酱酒增长提速	2022-12-12

## 收入稳健增长, 利润加速释放

■ **事件:** 2023 年实现营收 52.57 亿元, 同比+12.98%; 归母净利润 6.66 亿元, 同比-5.89%; 其中 23Q4 实现营收 14.12 亿元, 同比+17.85%; 归母净利润 2.48 亿元, 同比+31.20%; 2024Q1 年实现营收 11.30 亿元, 同比+12.67%; 归母净利润 1.36 亿元, 同比+33.04%。

■ **省内竞争优势强化, 武陵延续高增。**分产品看, 公司 2023 年/2024 年 Q1 的高/中/低档白酒收入分别同比+11%/+21%/+18%及+35%/+11%/+15%, 24Q1 产品结构升级明显, 主因公司针对次高端产品进行包装升级同时加强宴席投入推广带动体量增长。分品类看, 23 年本部/板城/武陵收入分别同比+10%/+15%/+28%, 对应营收分别为 26/10/10 亿元, 受益于省内竞争格局优化预计本部及板城势能均有所改善。24Q1 武陵营收同比+21%, 在高端价位带承压背景下, 武陵依然借助其稳固的渠道体系及持续的渠道利润保障, 维持了较快增长。

■ **费用精细化改革推进, 利润释放逐步兑现。**公司 2023 年毛利率 65.86%, 同比-1.17pct; 2024Q1 毛利率 62.72%, 同比-2.70pct, 或因高端系列推广货折等费用加大所致。公司 2023 年/2024Q1 销售/管理/研发费用率分别为 27.16%/7.89%/0.25% 及 22.91%/8.44%/0.50%, 同比分别-3.2/-0.6/-0.1pct 及 -3.0/-3.0/+0.2pct, 公司 2023 年/2024Q1 扣非净利率分别为 11.69%/11.08%, 同比+1.42/+1.72pct。公司通过全面预算管理, 进行成本费用控制, 在公司内部持续开展降本增效活动, 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, 不断提升盈利水平。2024Q1 公司收现同比+17.6%, 合同负债创历史新高高达 24 亿, 业绩蓄水池充足。

■ **投资建议:** 公司公布 2024 年经营计划, 计划实现营收 57.8 亿, 同比+10%, 费用不超过 17.5 亿元, 同比-10%左右。我们预计公司 2024 年收入/净利润 60.4/8.8 亿, 同比+15%/+32%, 对应 24 年 PE 为 20.7 倍, 给予 6 个月目标价 27 元, 相当于 24 年 PE 为 28 倍, 维持“买入-A”评级!

■ **风险提示:** 宏观经济下行、竞争格局恶化、食品安全风险

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	4,653.1	5,257.3	6,038.8	6,973.8	8,064.8
净利润	707.6	665.9	878.7	1,143.5	1,452.3
每股收益(元)	0.77	0.73	0.96	1.25	1.59
每股净资产(元)	4.75	5.26	5.89	6.52	7.31

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	25.7	27.3	20.7	15.9	12.5
市净率(倍)	4.2	3.8	3.4	3.0	2.7
净利润率	15.2%	12.7%	14.6%	16.4%	18.0%
净资产收益率	16.3%	13.8%	16.3%	19.2%	21.7%
股息收益率	1.5%	0.0%	2.4%	3.1%	4.0%
ROIC	29.6%	28.7%	38.6%	70.7%	210.9%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4,653.1	5,257.3	6,038.8	6,973.8	8,064.8	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,472.4	1,726.9	1,849.3	1,975.8	2,217.0	营业收入增长率	15.5%	13.0%	14.9%	15.5%	15.6%
营业税费	746.9	875.5	971.5	1,121.9	1,297.4	营业利润增长率	83.6%	-5.4%	32.0%	30.5%	27.2%
销售费用	1,411.0	1,428.0	1,622.1	1,631.1	1,837.8	净利润增长率	81.8%	-5.9%	31.9%	30.1%	27.0%
管理费用	395.9	414.9	450.2	482.0	551.3	EBITDA 增长率	29.8%	24.5%	9.2%	60.9%	25.4%
研发费用	14.4	13.2	18.7	22.1	25.4	EBIT 增长率	31.7%	28.1%	7.7%	69.3%	26.3%
财务费用	-9.1	-15.6	-8.5	-23.9	-43.8	NOPLAT 增长率	79.9%	-7.2%	33.4%	29.4%	26.3%
资产减值损失	-1.9	1.7	-	-	-	投资资本增长率	-4.5%	-0.8%	-29.3%	-57.7%	-161.5%
加: 公允价值变动收益	2.8	6.5	3.3	3.3	3.4	净资产增长率	16.7%	10.7%	12.0%	10.6%	12.2%
投资和汇兑收益	25.3	19.3	-244.2	-244.2	-244.2	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	934.7	884.4	1,167.4	1,523.9	1,938.7	毛利率	68.4%	67.2%	69.4%	71.7%	72.5%
加: 营业外净收支	0.3	6.1	7.0	5.0	3.0	营业利润率	20.1%	16.8%	19.3%	21.9%	24.0%
<b>利润总额</b>	935.0	890.5	1,174.4	1,528.9	1,941.7	净利润率	15.2%	12.7%	14.6%	16.4%	18.0%
减: 所得税	227.4	224.6	296.2	385.6	489.7	EBITDA/营业收入	17.1%	18.9%	18.0%	25.0%	27.1%
<b>净利润</b>	707.6	665.9	878.7	1,143.5	1,452.3	EBIT/营业收入	13.8%	15.7%	14.7%	21.5%	23.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	119	121	111	109	107
货币资金	1,094.8	1,621.9	3,019.4	4,345.1	6,156.8	流动营业资本周转天数	-68	-68	-88	-139	-184
交易性金融资产	832.8	663.4	666.8	670.1	673.4	流动资产周转天数	367	381	408	452	491
应收帐款	76.4	55.9	64.3	74.2	85.8	应收帐款周转天数	5	5	4	4	4
应收票据	139.1	147.1	150.1	153.1	156.1	存货周转天数	207	219	215	214	214
预付帐款	69.9	23.1	67.9	18.0	67.0	总资产周转天数	639	631	636	672	700
存货	3,046.0	3,349.8	3,847.7	4,443.5	5,138.6	投资资本周转天数	179	154	114	58	6
其他流动资产	2.3	4.7	4.7	4.7	4.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.3%	13.8%	16.3%	19.2%	21.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	7.0%	7.4%	8.1%	8.5%
长期股权投资	88.2	78.5	78.5	78.5	78.5	ROIC	29.6%	28.7%	38.6%	70.7%	210.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1,755.2	1,775.4	1,957.1	2,259.4	2,550.4	销售费用率	30.3%	27.2%	26.9%	23.4%	22.8%
在建工程	139.1	50.8	192.9	271.1	314.1	管理费用率	8.5%	7.9%	7.5%	6.9%	6.8%
无形资产	858.7	840.7	918.6	994.2	1,067.5	研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	815.3	889.2	885.1	881.0	876.9	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
<b>资产总额</b>	8,917.6	9,500.5	11,853.1	14,193.0	17,170.0	四费/营业收入	38.9%	35.0%	34.5%	30.3%	29.4%
短期债务	50.0	-	161.2	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,780.4	2,047.2	2,351.5	2,715.6	3,140.4	资产负债率	51.3%	49.4%	54.5%	58.0%	61.1%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	105.2%	97.5%	119.9%	138.1%	156.8%
其他流动负债	2,583.6	2,475.5	3,783.8	5,349.2	7,175.6	流动比率	1.19	1.30	1.24	1.20	1.19
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.50	0.56	0.63	0.65	0.69
其他非流动负债	157.1	167.6	167.6	167.6	167.6	利息保障倍数	-70.79	-52.80	-104.55	-62.72	-43.25
<b>负债总额</b>	4,571.1	4,690.2	6,464.0	8,232.3	10,483.5	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-0.5	-0.7	-1.0	DPS(元)	0.30	-	0.48	0.63	0.79
股本	914.7	914.7	914.7	914.7	914.7	分红比率	38.8%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	3,570.8	4,035.5	4,474.8	5,046.6	5,772.7	股息收益率	1.5%	0.0%	2.4%	3.1%	4.0%
<b>股东权益</b>	4,346.5	4,810.3	5,389.1	5,960.7	6,686.5						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.77	0.73	0.96	1.25	1.59
净利润	707.6	665.9	878.7	1,143.5	1,452.3	BVPS(元)	4.75	5.26	5.89	6.52	7.31
加: 折旧和摊销	157.2	173.9	198.1	244.0	292.7	PE(X)	25.7	27.3	20.7	15.9	12.5
资产减值准备	1.9	-1.7	-	-	-	PB(X)	4.2	3.8	3.4	3.0	2.7
公允价值变动损失	-2.8	-6.5	3.3	3.3	3.4	P/FCF	28.9	28.7	10.7	9.6	7.2
财务费用	3.5	0.1	-8.5	-23.9	-43.8	P/S	3.9	3.5	3.0	2.6	2.3
投资收益	-25.3	-19.3	244.2	244.2	244.2	EV/EBITDA	29.0	18.2	13.3	7.4	5.1
少数股东损益	-	-	-0.5	-0.2	-0.3	CAGR(%)	17.3%	29.7%	31.2%	17.3%	29.7%
营运资金的变动	456.0	-8,909.4	1,062.7	1,374.8	1,496.4	PEG	1.5	0.9	0.7	0.9	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	621.4	794.8	2,378.1	2,985.7	3,444.9	ROIC/WACC	2.8	2.8	3.7	6.8	20.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-387.9	57.0	-850.8	-950.9	-950.9	REP	3.6	2.9	2.4	2.8	-1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-145.2	-324.6	-129.8	-709.1	-682.3						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034