

# 老白干酒 (600559)

## 次高端击节而进，费效比乘势优化

买入 (维持)

2024年05月31日

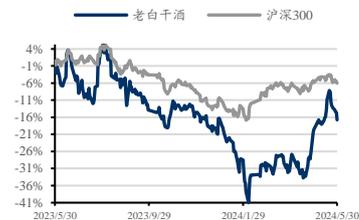
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4653	5257	5806	6588	7379
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)	28.98	30.80	24.08	18.81	15.40

### 股价走势



### 投资要点

- **前言:** 近期我们对老白干酒及河北白酒渠道进行调研交流,认为老白干在次高端培育、区域覆盖、库存去化、内控优化等方面稳步提升,当前基本面对报表业绩释放具备较好支撑。
- **次高端团购培育稳扎稳打,省内氛围连点成面。** 2023年老白干本部次高端以上价位销量已占比近50%(参考2023年秋糖老白干论坛发布信息)。相比全国名优品牌,公司在次高端价格带坐拥政务资源“地利”及渠道利润优势。经过近几年系统性培育,目前300元甲15已步入动销起势正循环阶段,未来公司沉心定志,目标做到各地市次高端份额第1。我们测算2023年老白干在河北省内次高端占比约17%,对比河北各地市头部次高端产品销售规模,并参考古井、今世缘等地产酒品牌当地次高端30%以上份额,认为未来伴随甲等15/20持续模式复制,老白干份额具备较大提升空间。
- **中高端保持规模领先,24年有望重启良性增长。** 近年在聚焦培育次高端同时,公司100~300元中高档产品逐步调整改善,1是优化经销商队伍,合理增减区域代理商;2是老市场控货去库,渠道积极性有所改善。2024年,公司100~300元产品库存调整基本到位,叠加扫码红包及宴席政策跟进,同时伴随地产酒竞品费用投入力度收缩,竞争格局改善,看好市场端良性动销对公司销售回款实现较好传导。
- **区域覆盖整固提升,河北市场全面激活。** 河北省南北地理跨度较大,各地级市文化、经济等因素差异较大,冀北/冀东与冀中/冀南的消费者习惯及品牌认知存在较大不同,省会石家庄的消费引领辐射作用有限,省内各品牌竞争份额相对分散。老白干近年在河北省内市占率保持在10%以上,目前过2亿市场共6个,在次高端产品导入带动下,唐山、邢台、沧州等地实现规模跃升,冀东区域的秦皇岛、廊坊等地也实现了根本性突破。2023年次高端联盟体模式自唐山向全省推广,冀中、冀南势能激活初见成效,传统老市场区域产品结构有望持续拉升。
- **内部管控持续提升,业绩弹性逐步释放。** 2023年以来公司持续推进控费提质、降本增效工作:1是加强费用稽核管控,堵住跑冒滴漏豁口,提升费用落地效率。2是工作开展坚持问题导向,及时发现问题解决问题,减少市场无效、低效投入。3是采取阿米巴模式,各销售单元独立考核,收入与费效并重。4是优化激励考核机制,总部员工薪酬根据职级及考核定薪,一线销售业务人员绩效考核更侧重动销及开瓶。
- **盈利预测与投资评级:** 伴随2024~26年股权激励步入解禁阶段,公司业绩弹性释放适逢其时,看好后续季度利润增长稳步兑现。我们维持公司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24/19/15X,维持“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。

### 市场数据

收盘价(元)	22.42
一年最低/最高价	15.19/29.79
市净率(倍)	4.14
流通A股市值(百万元)	20,117.18
总市值(百万元)	20,508.64

### 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):以精耕固市场,厚积薄发终有时》  
2024-04-30
- 《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》  
2024-04-28

## 老白干酒更新：次高端击节而进，费效比乘势优化

### 团购培育稳扎稳打，省内次高端氛围连点成面

2023年老白干本部次高端以上价位销量已占比近50%（参考2023年秋糖老白干论坛发布信息）。其中，次高端300元产品甲等15在省内多点开花：继唐山、秦皇岛、沧州等冀东市场稳步放量，2023年借助全省推广高端联盟体模式，又成功撬动石家庄、保定等冀中重要市场实现动销快速增长。超次高端600元产品甲等20亦在唐山、保定等大容量市场率先实现规模突破。

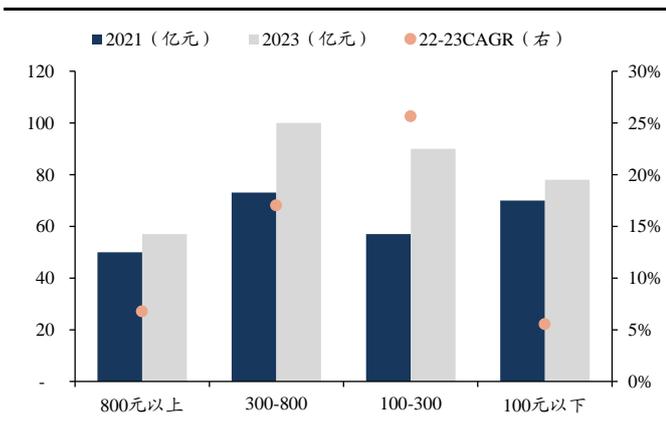
相比全国名优品牌，我们认为老白干在次高端价格带布局主要具备2个比较优势：

1是坐拥政商务资源“地利”，公司作为河北区域酒龙头，在当地政商务资源培育方面具有较深积累，辅以近年持续系统性开展企业拜访、赠酒等团购培育动作，并同步推进品质升级工程，已成功打开省内次高端商务用酒局面。

2是渠道利润优势，全国化大单品价格相对透明，但甲等15/20作为区域化产品，目前各地市体量仍相对有限，通过严格的库存管控及联盟体模式运作，可以借助渠道利润优势更好撬动经销商团购资源。

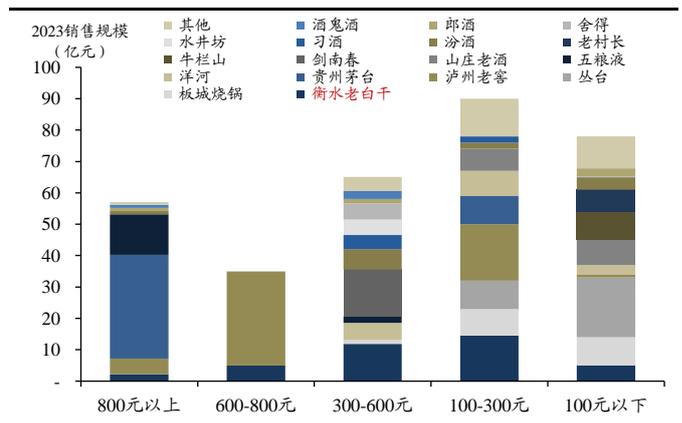
目前300元甲15已步入动销起势正循环阶段，未来公司沉心定志，目标做到各地市次高端份额第1。我们测算2023年老白干在河北省内次高端占比约17%，规模已位居全省前列。对比河北各地市头部次高端产品销售规模，并参考古井、今世缘等地产酒品牌当地次高端30%以上份额，认为未来伴随甲等15/20持续模式复制，老白干份额具备较大提升空间。

图1：河北省内各价格带规模测算



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：河北省内各价格带产品份额测算



数据来源：酒业家、微酒、wind、东吴证券研究所

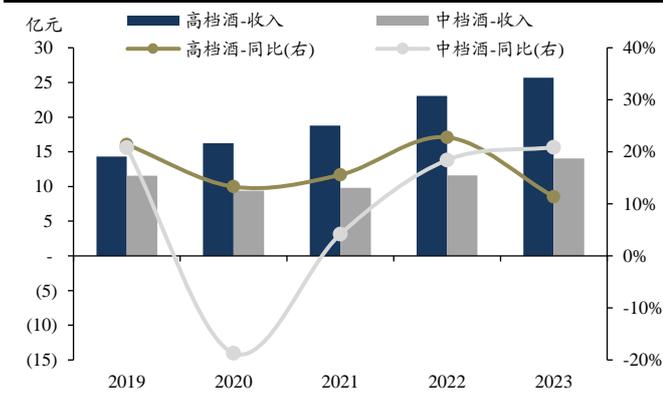
### 中高端保持规模领先，24年有望重启良性增长

近年在聚焦培育次高端同时，公司100~300元中高档产品逐步调整改善：1是优化经销商队伍，合理增减区域代理商；2是公司销售考核由回款转为出货，老市场控货去库，并对部分老商积压库存进行回购处理，从而提振渠道积极性。

2023 年，老白干 100~300 元产品自然动销规模保持领先，河北省内各区域库存回落至合理状态，渠道调整基本到位。

2024 年，老白干 100~300 元产品适当跟进扫码红包及宴席投放政策，在中高端市场竞争格局改善（地产酒竞品费用投入力度收缩）、库存回落背景下，看好市场端良性动销对公司销售回款实现较好传导。

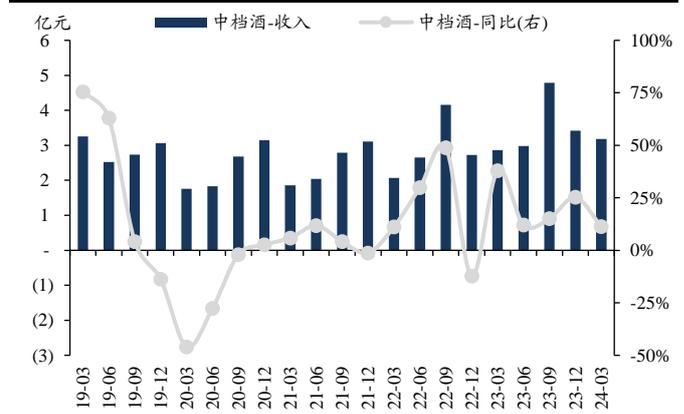
图3：公司近年中、高档酒收入及同比增速对比



数据来源：wind、东吴证券研究所

注：中、高档酒包含公司旗下 5 个分部的销售收入，收入增长趋势或与本部实际表现存在偏差

图4：公司中档酒季度收入及同比增速



数据来源：wind、东吴证券研究所

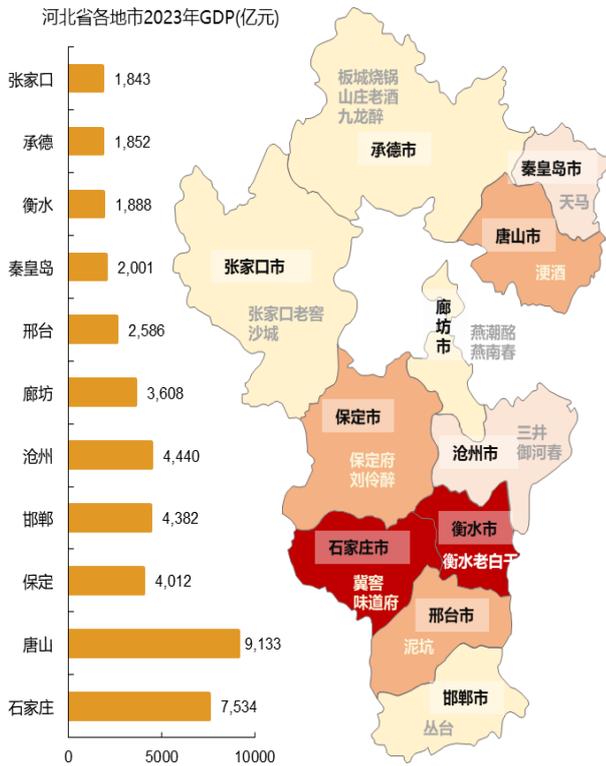
注：中档酒包含公司旗下 5 个分部的销售收入，收入增长趋势或与本部实际表现存在偏差

### 区域覆盖整固提升，河北市场全面激活

河北省各区域市场差异较大，品牌竞争格局分散。河北省南北地理跨度较大，各地级市文化、经济等因素差异较大，特别冀北、冀东更多受北京、天津辐射，与冀中、冀南的消费者习惯及品牌认知存在较大不同，因此各地区竞争格局千差万别，省会石家庄的消费引领辐射作用有限，省内各品牌竞争份额相对分散。

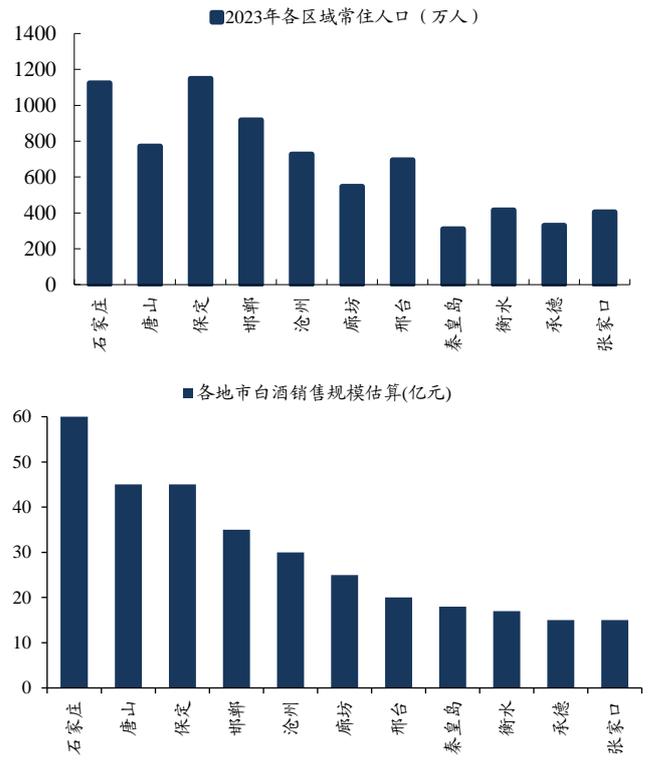
借助渠道深耕及产品激活，老白干省内区域覆盖整固提升。老白干近年在河北省内市占率保持在 10% 以上。此前优势市场主要集中在衡水及周边，包括 10 亿级市场衡水、石家庄，以及 2 亿级市场保定、唐山。2022 年以来，公司过 2 亿市场增至 6 个，在次高端产品导入带动下，唐山、邢台、沧州等地实现规模跃升，冀东区域的秦皇岛、廊坊等地也实现了根本性突破。2023 年次高端联盟体模式自唐山向全省推广，冀中、冀南势能激活初见成效，传统老市场区域产品结构有望持续拉升。

图5：河北省内各地市 GDP 及地产酒分布情况



数据来源：wind、东吴证券研究所

图6：河北省内各地市人口及白酒销售规模估算



数据来源：wind、东吴证券研究所（注：保定为2022年常住人口）

### 控费提质强化内控，补偏纠弊气象更新

2023年以来公司持续推进控费提质、降本增效工作：

- 1是加强费用稽核管控，通过事前申报、事中审计、事后稽核三重把关，堵住跑冒滴漏豁口，并提升费用落地效率。
- 2是工作开展坚持问题导向，及时发现问题解决问题。一则内部定期做工作复盘，减少市场无效、低效投入；二则节点审批流程优化，提升内部反应效率；三则成立运营部直接向总经理汇报，及时发现并反馈各部门存在的问题。
- 3是采取阿米巴模式，各销售单元独立考核，收入与费效并重，费用预算约束加强，资源重点向核心A类市场倾斜。
- 4是优化激励考核机制，一则公司总部员工薪酬根据职级及考核定薪，划分22档7级，各级薪酬方差拉大；二则一线销售业务人员绩效考核更侧重动销及开瓶。

### 盈利预测与投资评级

2024年，公司年报披露经营规划：计划实现营收57.8亿元（YoY+10%），营业总成本控制在47.7亿元以内（YoY+7%）——据此估算2024年营业利润目标同比增长22%，在更为

严格的总成本管控下，规划对应的利润增速目标较 2023 年有所抬升。

近年公司在结构提升、区域覆盖、库存去化、内控优化等方面实现势能积聚，伴随 2024~26 年股权激励步入解禁阶段，净利率修复释放业绩弹性适逢其时，看好后续季度利润增长稳步兑现。此外，公司次高端培育能力已有显现，伴随经济环境转暖，本部及武陵次高端产品亦有望推动业绩兑现更上层楼。我们维持公司 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 24/19/15X，维持“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。

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
<b>流动资产</b>	<b>5,866</b>	<b>6,722</b>	<b>7,739</b>	<b>8,842</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,257</b>	<b>5,806</b>	<b>6,588</b>	<b>7,379</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>3,635</b>	<b>3,630</b>	<b>3,652</b>	<b>3,667</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>884</b>	<b>1,129</b>	<b>1,448</b>	<b>1,770</b>
其他非流动资产	266	266	266	266	营业外净收支	6	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>9,501</b>	<b>10,351</b>	<b>11,391</b>	<b>12,509</b>	<b>利润总额</b>	<b>891</b>	<b>1,136</b>	<b>1,454</b>	<b>1,776</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,523</b>	<b>5,122</b>	<b>5,821</b>	<b>6,527</b>	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	<b>净利润</b>	<b>666</b>	<b>852</b>	<b>1,090</b>	<b>1,332</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>666</b>	<b>852</b>	<b>1,090</b>	<b>1,332</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>4,690</b>	<b>5,289</b>	<b>5,989</b>	<b>6,695</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,810</b>	<b>5,062</b>	<b>5,402</b>	<b>5,814</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,501</b>	<b>10,351</b>	<b>11,391</b>	<b>12,509</b>					

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)	30.80	24.08	18.81	15.40
营运资本变动	67	55	209	200	P/B(现价)	4.26	4.05	3.80	3.53

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>