

老白干酒 (600559)

冀酒龙头积厚成势，费效优化稳步兑现

买入 (维持)

2024年08月14日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@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	5788	6539	7322
同比 (%)	15.54	12.98	10.09	12.98	11.97
归母净利润 (百万元)	707.60	665.94	855.56	1,077.33	1,305.02
同比 (%)	81.81	(5.89)	28.47	25.92	21.13
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.77	0.73	0.94	1.18	1.43
P/E (现价&最新摊薄)	23.23	24.68	19.21	15.26	12.60

股价走势



投资要点

- 冀酒龙头整兵振旅，河北动销积厚成势。**近年受益于京津冀一体化协同发展以及雄安新区建设等政策规划，河北经济稳步发展，为当地白酒消费打下稳健基础。24H1老白干河北本部中高端与次高端动销齐头并进，回款兑现顺利，进度略快于去年同期，支撑公司上半年报表销售收入增长保持稳健。1)次高端:公司充分发挥当地政商资源积累优势，并借助联盟体模式充分调动渠道积极性。经过4年多时间积淀，目前公司次高端系统培育成效已有显现，继冀东市场率先突破，冀中、冀南势能亦实现激活，企业团购渐入佳境。2)中高端:继2023年完成去库存调整，2024年公司及时跟进扫码红包及宴席投放政策，在性价比消费及宴席增量带动下，年内回款重启双位数增长。
- 湖南武陵稳扎稳打，高端销售蓄势整固。**由于产能偏紧，“十四五”武陵销售开拓主要着眼省内，各地市终端布局稳扎稳打。1)大本营常德市场进一步向下挖潜，推出200元价位新品沅醴臻酿以强化当地大众消费基本盘。2)省会长沙市场稳步提升，千万级客户数量持续增长。3)其他地市重点发力株洲、岳阳、衡阳、益阳等地，通过发挥武陵终端直控及政商务资源对接优势，计划培育5000万甚至过亿市场。年内由于湖南省内消费相对疲弱，叠加反腐查处持续推进，预计公司高端产品销售蓄势整固，全年以稳为主。
- 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。
- 控费提质强化管控，费效优化稳步兑现。**2023年以来公司持续推进控费提质、降本增效工作，对费用投放要求事前申报、事中审计、事后稽核三重把关，并通过定期工作复盘及时调整无效、低效投入；2024年公司进一步加强各销售单元预算管理约束，将费效纳入绩效考核，有望进一步提振公司经营效率。考虑23Q2公司集中进行衡水老白干酒文化节、春季糖酒会等品牌宣传及渠道招商投入，继24Q1费率同比大幅改善，预计24Q2公司费效提升力度有望延续乐观趋势。一方面销售结构提升，另一方面费效优化，公司利润率呈现向好趋势。
- 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。我们略调整公司2024-26年归母净利润为8.6、10.8、13.1亿元(前值为8.5/10.9/13.3亿元)，同比+28%/26%/21%(前值为+28%/28%/22%)，当前股价对应PE为19/15/13X，维持“买入”评级。
- 风险提示:**宏观经济走向持续承压的影响，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)	17.97
一年最低/最高价	15.19/26.88
市净率(倍)	3.32
流通A股市值(百万元)	16,249.76
总市值(百万元)	16,438.01

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)	904.27

相关研究

- 《老白干酒(600559):次高端击节而进，费效比乘势优化》 2024-05-31
- 《老白干酒(600559):以精耕固市场，厚积薄发终有时》 2024-04-30

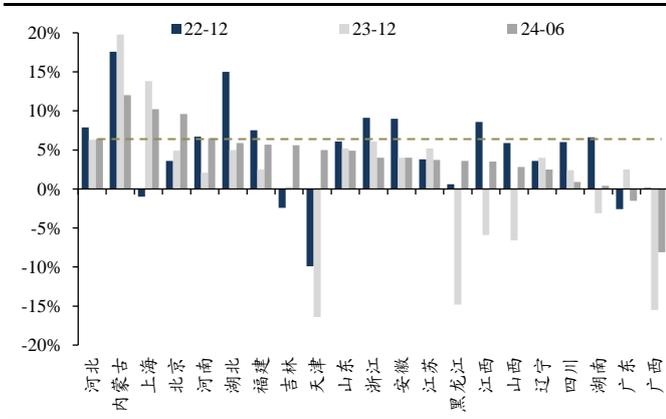
老白干酒更新：河北销售积厚成势，费效优化稳步兑现

冀酒龙头整兵振旅，河北动销积厚成势

河北省作为京津冀城市群的重要构成，当地持续享受较高比例的上级财政补助（财政自给率约 40~50%），并且背靠当地陆路交通与港口往来优势，构建了以高端装备制造、信息智能、生物医药健康、新能源、新材料、钢铁、石化、食品等八大产业为主导的产业体系。近年受益于京津冀一体化协同发展以及雄安新区建设等政策规划，河北省固定资产投资及工业增加值均保持稳健较快增长，为当地白酒消费打下稳定的经济基础。

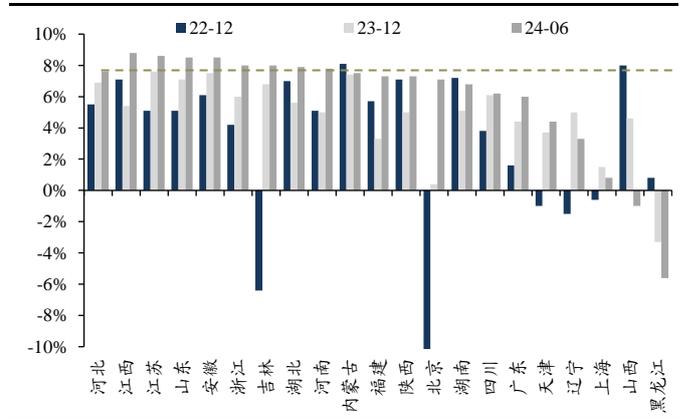
24H1 老白干河北本部中高端与次高端动销齐头并进，回款兑现顺利，进度略快于去年同期。1)次高端：自 2019 年起聚焦三大战略单品（1915、甲等 15 年、甲等 20 年）进行重点突破，一则充分发挥当地政商资源积累优势，持续开展企业拜访、赠酒等团购培育动作；二则利用联盟体模式增益核心终端利润，以充分调动渠道积极性。经过 4 年多时间积淀，目前公司次高端系统性培育成效已有显现，继冀东市场率先突破，冀中、冀南势能亦实现激活，企业团购客户转化渐入佳境。2)中高端：继 2023 年完成去库存调整，2024 年公司及时跟进扫码红包及宴席投放政策，在性价比消费及宴席增量带动下，年内回款重启双位数增长

图1：河北固定资产投资完成额同比保持较快增长



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：河北工业增加值同比增速稳中有进



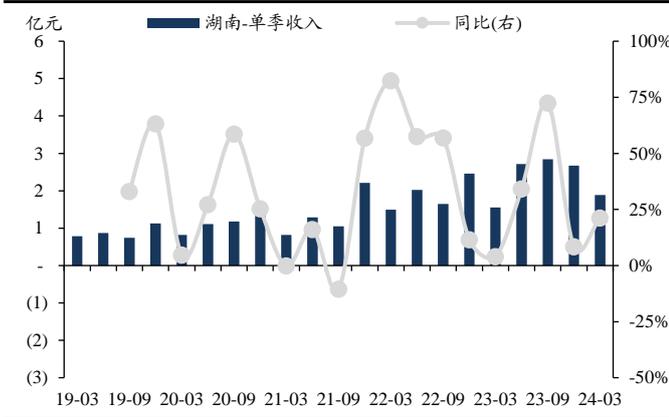
数据来源：酒业家、微酒、wind、东吴证券研究所

湖南武陵稳扎稳打，高端销售蓄势整固

由于产能偏紧，十四五武陵销售开拓主要着眼省内，各地市终端布局稳扎稳打。1) 大本营常德市场进一步向下挖潜，推出 200 元价位新品沅澧臻酿以强化当地大众消费基本盘。2) 省会长沙市场稳步提升，千万级客户数量持续增长。3) 其他地市重点发力株洲、岳阳、衡阳、益阳等地，通过发挥武陵终端直控及政商务资源对接优势，计划培育 5000 万甚至过亿市场。年内由于湖南省内消费相对疲弱，叠加反腐查处持续推进，预计

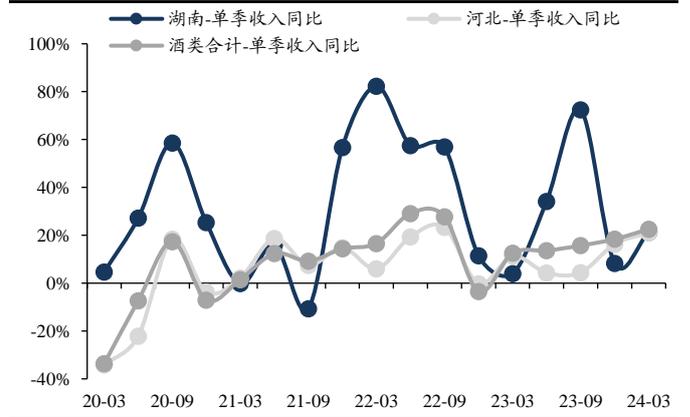
公司高端产品销售蓄势整固，全年以稳为主。

图3: 公司近年湖南区域收入及同比增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

图4: 公司主要省区季度收入同比增速

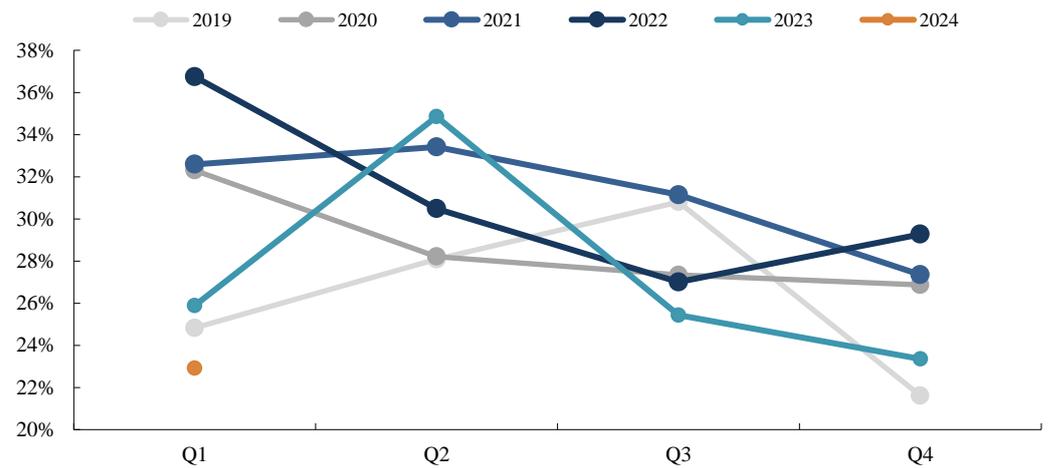


数据来源: wind、东吴证券研究所

控费提质强化管控，费效优化稳步兑现

2023年以来公司持续推进控费提质、降本增效工作，对费用投放要求事前申报、事中审计、事后稽核三重把关，并通过定期工作复盘及时调整无效、低效投入；2024年公司进一步加强各销售单元预算管理约束，将费效纳入绩效考核，有望进一步提振公司经营效率。考虑23Q2公司举办衡水老白干酒文化节，亮相春节糖酒会、衡水文化旅游推介会等盛会，并推进五星焕新上市、推动甲等15/20高端联盟体在多地招商，继24Q1费率同比大幅改善，预计24Q2公司费效改善力度有望延续乐观趋势。

图5: 2019年以来各季度销售费率对比



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

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约 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略调整公司 2024-26 年归母净利润为 8.6、10.8、13.1 亿元（前值为 8.5/10.9/13.3 亿元），同比+28%/26%/21%(前值为 +28%/28%/22%)，当前股价对应 PE 为 19/15/13X，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济走向持续承压的影响，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
流动资产	5,866	6,721	7,699	8,770	营业总收入	5,257	5,788	6,539	7,322
货币资金及交易性金融资产	2,285	2,599	3,109	3,678	营业成本(含金融类)	1,727	2,061	2,303	2,557
经营性应收款项	197	132	136	151	税金及附加	875	943	1,066	1,194
存货	3,350	3,953	4,416	4,903	销售费用	1,428	1,333	1,436	1,531
合同资产	0	0	0	0	管理费用	415	359	356	366
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)	(10)
长期股权投资	79	79	79	79	加:其他收益	40	41	46	51
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	1,135	1,430	1,734
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	11,351	12,437	利润总额	891	1,141	1,436	1,740
流动负债	4,523	5,117	5,790	6,491	减:所得税	225	285	359	435
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	666	856	1,077	1,305
经营性应付款项	431	514	574	637	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,521	1,814	2,026	2,250	归属母公司净利润	666	856	1,077	1,305
其他流动负债	2,571	2,789	3,190	3,604	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.94	1.18	1.43
非流动负债	168	168	168	168	EBIT	843	1,080	1,369	1,664
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,016	1,370	1,682	2,005
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.15	64.39	64.79	65.08
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.67	14.78	16.47	17.82
其他非流动负债	168	168	168	168	收入增长率(%)	12.98	10.09	12.98	11.97
负债合计	4,690	5,285	5,958	6,659	归母净利润增长率(%)	(5.89)	28.47	25.92	21.13
归属母公司股东权益	4,810	5,066	5,393	5,778					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,810	5,066	5,393	5,778					
负债和股东权益	9,501	10,351	11,351	12,437					

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	1,187	1,583	1,830	每股净资产(元)	5.26	5.54	5.90	6.32
投资活动现金流	57	(453)	(502)	(522)	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	16.40	19.63	22.35
现金净增加额	527	133	330	389	ROE-摊薄(%)	13.84	16.89	19.98	22.59
折旧和摊销	174	291	314	340	资产负债率(%)	49.37	51.06	52.49	53.54
资本开支	(148)	(279)	(329)	(349)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.68	19.21	15.26	12.60
营运资本变动	67	53	205	199	P/B(现价)	3.42	3.24	3.05	2.84

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。

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>