

老白干酒 (600559.SH)

长期逻辑不改，布局时点再现

我们近期参加了公司股东大会及投资者交流会，公司坚持长期主义，战略推进一以贯之，产品聚焦、渠道聚焦消费者，模式持续创新。全年目标稳健，股权激励下力争更卓越增长，降本增效成果显现。近期市场对公司长期结构提升逻辑、业绩释放弹性，及人员稳定性有所分歧，但我们认为长期发展逻辑不改，下蹲蓄力后劲十足。回调后底部布局时点再现，维持 23-25 年每股收益为 0.79 元、1.22 元、1.76 元，维持“强烈推荐”投资评级。

□产品聚焦次高端及以上，渠道紧抓大店与大企资源。我们近期参加了公司股东大会及投资者交流会，公司坚持长期主义，战略推进一以贯之，本部聚焦拳头产品 1915、甲等 15/20 等，投入力度大。市场布局上，省会石家庄是第一站，年初对模式和组织架构进行调整；攻破经济强市唐山，直营体系取得成效；稳住衡水基地市场。渠道策略上，由 B 端投入逐步转移至消费者，紧抓大店资源与大企业资源，强化政商用酒品牌竞争力，模式持续创新，推出虚拟入股，绑定具备服务能力和意识的客户，石家庄的经销商已经完成 80-90% 的股份制改革。武陵酒首要将湖南省内做精做细，同时积极布局广东、福建、河南、河北等重点市场。

□全年目标稳健，股权激励下力争更卓越增长，降本增效成果显现。交流会上，公司重审年报中披露的 2023 年全年目标：主营业务收入 51.7 亿，同比+11%，营业总成本 44.2 亿以内，同比+10% 以内，经测算主营业务利润同比+20% 左右。这一目标也延续了公司一贯稳健经营的节奏。在卓越绩效管理、股权激励推行后，公司不给发展设上限，力争行业上游，22 年疫情扰动下，仍超额完成全年目标，预计 23 年仍大概率超出全年既定目标。公司今年加强预算管理，持续推动降本增效，目前效果显现，每月进度汇报，每季调整目标，随着收入增长，费用率会持续改善。

□省酒“一超两强”格局形成，经营周期向上共同做大冀酒份额。我们近期走访了河北多家龙头酒企，目前河北省酒形成“一超两强”格局，并在价格带上错位竞争。一超“老白干”发力 300 元以上政商务价格带，进行核心资源的捆绑和意见领袖的公关，引领省酒实现品牌突围，河北王地位更加稳固。“两强”丛台、板城，发力百元及以上大众主流消费价格带，大单品丛台窖龄、活分子及板城和顺系列，符合当地饮酒习惯，全省招商布局加速。河北饮酒风气浓厚，市场容量近 300 亿，足以容纳 2 家 50 亿以上省酒，过去由于体制机制原因，省酒市场份额及话语权偏弱，目前三家酒企机制逐步理顺，经营周期向上，有望协同做大冀酒市场份额，引领省酒品牌突围，势能形成。

□长期发展逻辑不改，下蹲蓄力后劲十足。近期市场对公司长期结构提升逻辑、业绩释放弹性，及人员稳定性有所分歧。我们认为，公司正在坚定做对的事情，假以时日方可验证成效。本部聚焦品牌提升，严控市场秩序，Q1 牺牲发货量来消化库存，23Q1 末期库存相比同期较为良性，核心产品批价表现较稳，竞争优势强化。武陵酒行业逆风期省外积极造势接触客户，准备充分且不急于短期销量。业绩释放上，公司

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值：37.00 元
当前股价：27.72 元

基础数据

总股本 (万股)	91475
已上市流通股 (万)	89729
总市值 (亿元)	254
流通市值 (亿元)	249
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	12.2
资产负债率	52.8%
主要股东	河北衡水老白干酿酒(集团)
主要股东持股比例	25.13%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-19	22	28
相对表现	-16	20	32



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《老白干酒 (600559) — Q4+Q1 利润如期高增，控制发货维护市场良性》2023-04-27
- 2、《老白干酒 (600559) — 多重压力业绩仍超预期，势能持续向上》2023-01-14
- 3、《老白干酒 (600559) — 收入超预期增长，余粮充足强化信心》2022-10-30

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

刘成 研究助理

liucheng5@cmschina.com.cn

净利率仍远低于行业平均水平，目前降本增效效果显现，预计随着收入体量提升将迎来利润加速点。人员上，公司内部团队稳定性处于多年来最好的时点，自上而下积极性较高，老白干文化与旗下四家并购酒企也实现较好融合。

□经营稳定势头向上，底部布局时点再现，维持“强烈推荐”投资评级。近期由于多重负面传闻叠加，股价有所回调，但我们认为公司经营稳定性强，发展势头向上，业绩潜在弹性空间大，维持 23-25 年每股收益为 0.79 元、1.22 元、1.76 元，目标价 37 元不变，底部布局时点再现，25 年第二阶段目标市值 500 亿，维持“强烈推荐”投资评级。

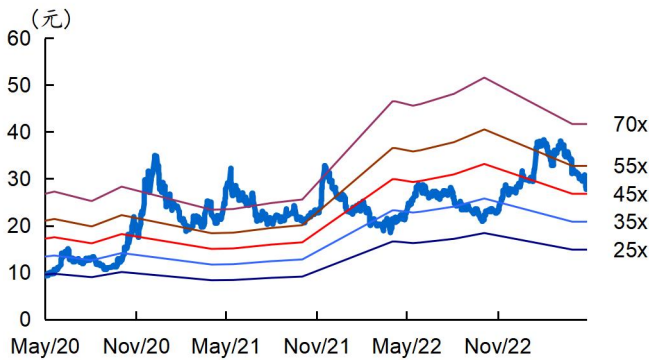
□风险提示：省内竞争加剧、高端酒增长不及预期、减费不及预期等

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4027	4653	5487	6510	7694
同比增长	12%	16%	18%	19%	18%
营业利润(百万元)	509	935	951	1483	2134
同比增长	17%	84%	2%	56%	44%
归母净利润(百万元)	389	708	720	1119	1607
同比增长	25%	82%	2%	55%	44%
每股收益(元)	0.43	0.77	0.79	1.22	1.76
PE	63.9	35.8	35.2	22.7	15.8
PB	6.7	5.8	5.2	4.4	3.6

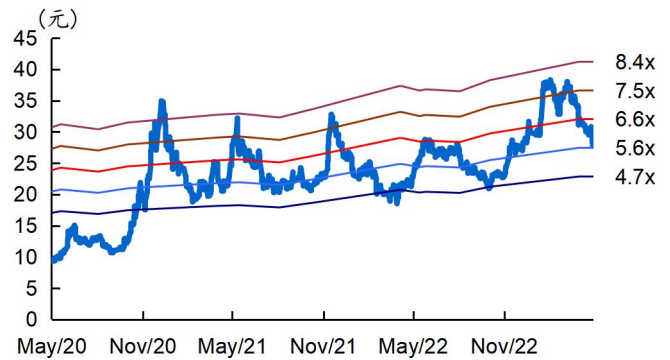
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：老白干酒历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：老白干酒历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《老白干酒（600559）—多重压力业绩仍超预期，势能持续向上》2023-01-14
- 2、《老白干酒（600559）—收入超预期增长，余粮充足强化信心》2022-10-30
- 3、《老白干酒（600559）—Q2 收入环比提速超预期，势能持续向上》2022-08-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4217	5261	6004	7108	8519
现金	1006	1095	1399	2027	2964
交易性投资	467	833	833	833	833
应收票据	217	139	164	195	230
应收款项	22	43	35	41	49
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	2298	3046	3452	3873	4286
其他	206	105	121	139	157
非流动资产	3388	3656	3463	3287	3129
长期股权投资	82	88	88	88	88
固定资产	1293	1755	1650	1555	1468
无形资产商誉	864	858	773	695	626
其他	1150	955	952	949	947
资产总计	7605	8918	9467	10395	11647
流动负债	3711	4414	4426	4452	4433
短期借款	235	50	0	0	0
应付账款	416	466	530	594	658
预收账款	0	0	0	0	0
其他	3060	3898	3897	3857	3775
长期负债	170	157	157	157	157
长期借款	0	0	0	0	0
其他	170	157	157	157	157
负债合计	3881	4571	4583	4609	4590
股本	897	915	915	915	915
资本公积金	1281	1309	1309	1309	1309
留存收益	1546	2123	2660	3563	4834
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	3725	4346	4883	5786	7058
负债及权益合计	7605	8918	9467	10395	11647

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1126	621	524	814	1220
净利润	389	708	720	1119	1607
折旧摊销	129	157	245	226	209
财务费用	5	(9)	(36)	(51)	(75)
投资收益	(21)	(25)	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	669	(116)	(373)	(454)	(497)
其它	(44)	(93)	(4)	3	4
投资活动现金流	(874)	(388)	(50)	(50)	(50)
资本支出	(486)	(350)	(50)	(50)	(50)
其他投资	(388)	(38)	0	0	0
筹资活动现金流	(388)	(145)	(169)	(137)	(233)
借款变动	(267)	(81)	(50)	0	0
普通股增加	0	17	0	0	0
资本公积增加	0	28	0	0	0
股利分配	(179)	(179)	(183)	(216)	(336)
其他	59	70	64	79	103
现金净增加额	(136)	88	305	628	937

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4027	4653	5487	6510	7694
营业成本	1316	1472	1673	1877	2077
营业税金及附加	627	747	853	1012	1196
营业费用	1238	1411	1554	1701	1895
管理费用	368	396	502	496	471
研发费用	16	14	17	20	24
财务费用	5	(9)	(36)	(51)	(75)
资产减值损失	8	2	0	0	0
公允价值变动收	1	3	3	3	3
其他收益	36	283	0	0	0
投资收益	21	25	25	25	25
营业利润	509	935	951	1483	2134
营业外收入	9	10	10	10	10
营业外支出	6	10	10	10	10
利润总额	513	935	951	1483	2134
所得税	124	227	232	364	527
少数股东损益	(1)	0	0	0	0
归属于母公司净利	389	708	720	1119	1607

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	12%	16%	18%	19%	18%
营业利润	17%	84%	2%	56%	44%
归母净利润	25%	82%	2%	55%	44%
获利能力					
毛利率	67.3%	68.4%	69.5%	71.2%	73.0%
净利率	9.7%	15.2%	13.1%	17.2%	20.9%
ROE	10.4%	16.3%	14.7%	19.3%	22.8%
ROIC	9.7%	15.8%	14.1%	18.6%	21.9%
偿债能力					
资产负债率	51.0%	51.3%	48.4%	44.3%	39.4%
净负债比率	3.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.6	1.9
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	112.0	142.2	140.7	170.9	170.6
应付账款周转率	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3
每股资料(元)					
EPS	0.43	0.77	0.79	1.22	1.76
每股经营净现	1.26	0.68	0.57	0.89	1.33
每股净资产	4.15	4.75	5.34	6.33	7.72
每股股利	0.20	0.20	0.24	0.37	0.53
估值比率					
PE	63.9	35.8	35.2	22.7	15.8
PB	6.7	5.8	5.2	4.4	3.6
EV/EBITDA	10.6	6.2	5.7	4.0	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

团队介绍：

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

黄越：中央财经大学本科，北京大学硕士，23年加入招商证券，曾就职于永赢基金。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得金牛奖第五名，wind金牌分析师第一名。22年获得金牛奖第四名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。