

## 产品结构优化，利润快速增长

——老白干酒（600559）2017年半年报点评

2017年08月30日

强烈推荐/维持

老白干酒

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	
范堃基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

### 事件：

2017年1-6月公司累计实现营业收入11.07亿元，同比增长6.12%，归属上市公司股东的净利润为0.47亿元，同比增长92.38%，EPS 0.11元。其中2017Q2实现营业收入4.12亿元，同比增长12.55%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	815.65	677.02	365.91	612.78	782.63	694.98	411.83
增长率（%）	-6.36%	10.45%	21.27%	1.21%	-4.05%	2.65%	12.55%
毛利率（%）	54.05%	51.98%	59.03%	61.89%	63.52%	56.58%	70.07%
期间费用率（%）	28.90%	32.09%	41.98%	36.68%	39.78%	34.04%	51.80%
营业利润率（%）	10.94%	6.31%	-0.54%	10.42%	8.17%	8.06%	2.47%
净利润（百万元）	17.75	30.54	-5.86	58.39	27.77	41.31	6.17
增长率（%）	30.07%	40.30%	40.46%	47.10%	56.45%	35.28%	205.33%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.17	-0.01	0.13	0.06	0.09	0.01
资产负债率（%）	44.95%	38.72%	37.99%	49.04%	49.84%	48.22%	40.66%
净资产收益率（%）	1.15%	1.94%	-0.39%	3.70%	1.73%	2.50%	0.37%
总资产收益率（%）	0.63%	1.19%	-0.24%	1.89%	0.87%	1.30%	0.22%

### 观点：

- **产品结构升级，费用率增长。**公司17Q2销售收入4.12亿元较去年同期增长12.55%。17H1收入同比增长6.12%，营业成本变化-10.52%，主要是因为公司调整产品结构，去年产品线砍到200个以内，中高端白酒销售收入占比增加，低档白酒销售占比减少所致。**17H1公司销售费用增长30.5%**，主要因为公司加大营销力度，在原有营销渠道基础上，积极拓展市场渠道，推进核心市场渠道下沉，并且通过会销、婚宴、地推等多种形式宣传和提高公司品牌影响力。同时，公司加大了研发的投入，研发成本增长32%。为了更专业的营销，公司把老白干的销售队伍独立出来，形成两个销售事业部来运营，使得产品营销更专业化，促进销售增长。

- **收购丰联酒业，形成三个优势互补。**通过收购丰联酒业的河北乾隆醉，山东曲阜孔府家，安徽文王酿和湖南武陵，将实现公司产品的香型互补；板城、孔府家和文王酒主要是浓香型，武陵是酱香型，与老白干香型形成互补。其二是区域互补：与乾隆醉酒厂的板城烧锅酒协同效应更加凸显，扩大了河北北部承德、张家口、唐山等地的市场份额，同时协同的盈利能力也会提高；通过丰联旗下其他原有品牌布局山东、安徽、湖南等省外地区，逐渐走向全国化。其三是管理模式互补：收购之后，行业内酒企管理模式可以互相磨合和探讨，管理方式可以有所互补。
- **聚焦中高端产品，提升品牌效应。**公司在河北省内的销售收入占 70%左右，十八酒坊 8、10、15、20 年系列都是公司省内聚焦的重点，400 元价位的十八酒坊 15 年是主流商务接待用酒。十八酒坊的品牌已经牢牢把握石家庄市场，并且连续 11 年销量第一，公司会继续坚持布局保定、唐山两个起步相对较晚的市场，目前两地都保持了较好的良性增长。通过聚焦十八酒坊这一中高端产品，提升了老白干在大众心理普通品牌的形象。

### 结论：

收购之后，老白干战略清晰，十八酒坊和板城主攻河北市场，坐实河北王地位，以老白干主攻省外市场，并且通过山东曲阜孔府家、安徽文王酒和湖南武陵等名优白酒，扩大老白干在这三个省的影响力，进一步为老白干全国化奠定基础，增强公司的竞争力。我们预计公司 2017-2019 年归属上市公司的净利润分别为：1.91 亿元、3.47 亿元和 4.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.44 元、0.79 元和 1.07 元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示：**收购失败的风险、对赌业绩不达预期、白酒行业政策的风险

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	2066	2476	3210	4102	5134	<b>营业收入</b>	2336	2438	2768	3157	3558
货币资金	442	1005	1763	2558	3498	<b>营业成本</b>	1006	994	1050	1128	1196
应收账款	0	0	61	52	49	营业税金及附加	318	369	429	455	508
其他应收款	7	17	19	21	24	营业费用	687	756	830	871	962
预付款项	19	21	21	21	21	管理费用	132	148	166	176	195
存货	1274	1126	1179	1267	1343	财务费用	25	3	-14	-22	-30
其他流动资产	250	218	53	53	53	资产减值损失	-3.36	1.49	1.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	737	729	648	568	488	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	27	27	27	27	投资净收益	-0.50	1.33	2.00	2.00	2.00
固定资产	585	570	503	435	367	<b>营业利润</b>	171	169	308	547	727
无形资产	118	126	113	101	88	营业外收入	18.36	20.02	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.27	3.76	8.00	6.00	5.00
<b>资产总计</b>	2803	3204	3858	4670	5622	<b>利润总额</b>	186	185	309	550	731
<b>流动负债合计</b>	1245	1585	2144	2783	3501	所得税	111	74	117	204	263
短期借款	164	0	0	0	0	<b>净利润</b>	75	111	191	347	468
应付账款	87	95	101	108	115	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	447	841	1395	2026	2738	归属母公司净利润	75	111	191	347	468
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	360	360	374	606	777
<b>非流动负债合计</b>	15	12	0	0	0	<b>BPS (元)</b>	0.54	0.25	0.44	0.79	1.07
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>负债合计</b>	1260	1597	2144	2783	3501	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.75%	4.39%	13.51%	14.06%	12.69%
实收资本(或股本)	175	438	438	438	438	营业利润增长	33.80%	-1.62%	82.43%	78.03%	32.75%
资本公积	948	685	685	685	685	归属于母公司净利润	72.57%	47.71%	72.57%	81.30%	34.86%
未分配利润	342	398	388	371	348	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1543	1607	1678	1851	2085	毛利率(%)	56.94%	59.23%	62.07%	64.28%	66.39%
<b>负债和所有者权</b>	2803	3204	3858	4670	5622	净利率(%)	3.21%	4.55%	6.91%	10.98%	13.15%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>经营活动现金流</b>	336	797	840	948	1144	<b>偿债能力</b>					
净利润	75	111	191	347	468	资产负债率(%)	45%	50%	56%	60%	62%
折旧摊销	163.99	188.43	0.00	80.33	80.33	流动比率	1.66	1.56	1.50	1.47	1.47
财务费用	25	3	-14	-22	-30	速动比率	0.64	0.85	0.95	1.02	1.08
应收账款减少	0	0	-60	9	3	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	554	631	712	总资产周转率	0.93	0.81	0.78	0.74	0.69
<b>投资活动现金流</b>	-310	-14	1	-1	-1	应收账款周转率	80	6199	91	56	71
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.69	26.78	28.26	30.24	31.94
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	1	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.25	0.44	0.79	1.07
<b>筹资活动现金流</b>	396	-221	-83	-152	-204	每股净现金流(最新)	2.40	1.28	1.73	1.82	2.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.80	3.67	3.83	4.23	4.76
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	35	263	0	0	0	P/E	41.74	90.16	51.62	28.47	21.11
资本公积增加	781	-263	0	0	0	P/B	2.56	6.14	5.89	5.33	4.74
<b>现金净增加额</b>	421	563	758	795	940	EV/EBITDA	10.19	24.61	21.69	12.07	8.21

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

2010年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

### 范垄基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,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。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。