

➤ **事件：**7 月 14 日，公司发布 2022 年半年度业绩预告，22H1 预计实现归母净利润 3.62 亿元左右，同增 191%左右；预计实现扣非归母净利润 1.55 亿元左右，同增 45%左右。**单季度看**，2022Q2 预计实现归母净利润 0.96 亿元，同增 41%左右；扣非归母净利润 0.84 亿元，同增 49%左右。

➤ **持续优化产品结构，深化市场建设。**近年来，公司依靠系统化营销管理机制改革，在产品、市场与治理优化上做出努力，营收与盈利能力逐步改善趋势明显。**公司不断调整产品结构，削减中低端条码，聚焦主线高档产品。**通过产品做简做优，加大重点产品瓶储，提升高档酒产量及产品质量，2019-2021 年公司高档酒产量平均增速达 17.94%，高档酒产量占比从 2018 年的 7.3%提升至 2021 年的 12.6%，增加 5.3pct。**公司深耕细作区域渠道，通过“名酒进名企”帮助经销商拓展资源，同消费者建立更大的粘性和客户忠诚度。**由于公司主销区域河北、安徽、山东等市场竞争激烈、河北省会石家庄辐射力相较其他省份较为弱势、市场割裂导致本土品牌式微，公司在高价位市占率提升上不断作为。2022 年上半年度公司核心市场河北、山东受到疫情影响，在防疫政策严格、消费场景缺失的前提下，主营业务收入仍保持增长。

➤ **直营模式为主，武陵酒有望借助长沙市场辐射全省。**武陵酒渠道模式以直销直营为主，厂商一体短链销售，及时把握终端需求动向。公司通过缩减改革产品线，产品个数从 43 个减少至 7 个；收缩区域回归常德，撤掉长沙办事处及 92 个大商，放弃传统经销模式，采用直销直营模式，增加终端数量，直签常德本地 1005 家终端店面，让厂商直面终端与消费者；同时，通过精细化划分俱乐部，精准对接客户需求，增强客户粘性。产能方面，6600 吨酱酒产能建设项目逐步落地，为长期增长提供保障。2022 年上半年度湖南市场受疫情扰动相对较小，武陵酱酒系列业务维持稳健增长。

➤ **土地收储补偿到位，归母净利润大幅增长。**2022 年上半年公司非经常性损益同比增加 1.8 亿元左右，主要系 2022 年 1 月份公司收到了土地收储补偿款，公司将上述土地补偿款的相关收益计入非经常性损益。

➤ **投资建议：**公司 22H1 面对高烈度市场竞争，依靠产品结构优化及渠道市场建设，坚持系统化营销管理机制改革，在产品、市场与内部治理优化上不断发力，营收与盈利能力逐步改善。基于以上，我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 46.8/55.3/64.8 亿元，同增 16.2%/18.1%/17.3%；归母净利润分别为 6.8/6.9/7.6 亿元，同增 75.1%/0.5%/11.4%；EPS 分别为 0.74 元/0.75 元/0.83 元，当前股价对应 PE 为 35/35/31 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**主销市场竞争加剧，产品结构升级不达预期、疫情等不可抗力冲击加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4027	4680	5525	6483
增长率 (%)	11.9	16.2	18.1	17.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	389	681	685	763
增长率 (%)	24.5	75.1	0.5	11.4
每股收益 (元)	0.43	0.74	0.75	0.83
PE	62	35	35	31
PB	6.4	5.6	4.8	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 07 月 13 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：
26.26 元

分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

1.老白干酒 (600559.SH) 深度报告：改革蓄力，酒业集团能否扬帆？

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4027	4680	5525	6483
营业成本	1316	1505	1711	2076
营业税金及附加	627	731	868	1013
销售费用	1238	1325	1611	1906
管理费用	368	417	495	584
研发费用	16	16	20	24
EBIT	492	686	820	881
财务费用	5	5	5	5
资产减值损失	-3	2	1	1
投资收益	21	20	23	30
营业利润	509	878	903	996
营业外收支	4	9	9	9
利润总额	513	887	912	1005
所得税	124	206	227	242
净利润	389	681	685	762
归属于母公司净利润	389	681	685	763
EBITDA	620	795	947	1029

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1006	1810	2425	3252
应收账款及票据	240	453	481	525
预付款项	132	139	134	188
存货	2298	2094	2592	3218
其他流动资产	541	552	558	565
流动资产合计	4217	5047	6190	7747
长期股权投资	82	85	87	87
固定资产	1311	1390	1483	1620
无形资产	864	917	986	1021
非流动资产合计	3388	3564	3787	3956
资产合计	7605	8611	9978	11703
短期借款	235	205	265	240
应付账款及票据	416	435	512	626
其他流动负债	3059	3514	4059	4933
流动负债合计	3711	4154	4836	5799
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	170	170	170	170
非流动负债合计	170	170	170	170
负债合计	3881	4324	5006	5969
股本	897	915	915	915
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3725	4287	4972	5734
负债和股东权益合计	7605	8611	9978	11703

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.93	16.21	18.06	17.33
EBIT 增长率	6.60	39.42	19.57	7.44
净利润增长率	24.50	75.07	0.48	11.42
盈利能力 (%)				
毛利率	67.32	67.84	69.02	67.98
净利润率	9.65	14.56	12.39	11.76
总资产收益率 ROA	5.12	7.91	6.86	6.52
净资产收益率 ROE	10.45	15.89	13.77	13.30
偿债能力				
流动比率	1.14	1.22	1.28	1.34
速动比率	0.48	0.68	0.72	0.75
现金比率	0.27	0.44	0.50	0.56
资产负债率 (%)	51.03	50.21	50.17	51.00
经营效率				
应收账款周转天数	2.02	3.61	3.55	3.06
存货周转天数	637.37	507.16	552.61	565.72
总资产周转率	0.53	0.54	0.55	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.74	0.75	0.83
每股净资产	4.07	4.69	5.44	6.27
每股经营现金流	1.23	1.32	0.95	1.24
每股股利	0.15	0.16	0.16	0.16
估值分析				
PE	62	35	35	31
PB	6.4	5.6	4.8	4.2
EV/EBITDA	37.49	28.20	23.08	20.42
股息收益率 (%)	0.57	0.61	0.61	0.61

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	389	681	685	762
折旧和摊销	129	109	127	148
营运资金变动	655	447	92	257
经营活动现金流	1126	1210	873	1130
资本开支	-486	-272	-340	-307
投资	-415	-4	-2	0
投资活动现金流	-874	-256	-319	-278
股权募资	0	17	0	0
债务募资	-180	-30	60	-25
筹资活动现金流	-388	-150	60	-25
现金净流量	-136	804	614	827

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001