



2022-09-01

公司点评报告

增持/调低

老白干酒(600559)

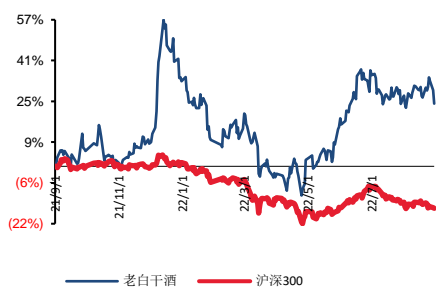
目标价: 31

昨收盘: 25.99

食品饮料 白酒 II

## 老白干酒：武陵酒增长亮眼，关注老白干品牌升级

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	915/897
总市值/流通(百万元)	23,774/23,321
12个月最高/最低(元)	32.95/18.62

## 相关研究报告：

## 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

## 研究助理：伍兆丰

电话：13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

执业资格证书编码：

## 事件：

老白干酒发布 2022 年中报，上半年公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 20.26 亿元、3.63 亿元、1.55 亿元，分别同比+22.65%、+191.43%、+45.15%。其中 Q2 营收、归母净利润、归母扣非净利润为 11.18 亿元、0.97 亿元、0.84 亿元，分别同比+24.57%、+41.60%、+48.63%。

## 报表分析：上半年现金回款低于收入增速，合同负债同比增长明显。

上半年，公司现金回款 25.94 亿元，同比-0.40%，低于收入增速；Q2 现金回款 9.10 亿元，同比-20.39%，低于收入增速；合同负债为 17.05 亿元，环比减少 3.75 亿元，同比增长 4.19 亿元，反映出上半年经销商整体打款意愿比较良好。

## 点评：

**收入分析：中、高档酒增速较好，部分省外市场实现高增长。**上半年，公司实现营收 20.26 亿元，同比+22.65% (Q1: +20.36%; Q2: +24.57%)。

**1) 产品：中、高档酒实现较快增长，武陵事业部增长亮眼。**上半年，公司高档、中档酒实现营收 9.68、4.73 亿元，同比+30.14%、+20.99%，我们认为主要为湖南酱酒消费氛围较好，武陵酒步入放量阶段，同时公司聚焦资源投向高端、次高端产品推动结构优化；低档酒实现营收 4.23 亿元，同比+12.36%，增长较为稳健。其中分事业部看，武陵事业部实现营收 3.55 亿元，同比+68.58%，实现较高增长；老白干酿酒业实现营收 9.68 亿元，同比+7.04%，随着其他中高档产品占比提升，占比逐渐下降。板城、文王、孔府家事业部分别实现营收 3.05、2.14、0.66 亿元，同比+45.16%、+59.06%、+0.08%。

**2) 地区：省内市场实现稳健增长，湖南市场实现较高增长。**上半年，河北市场实现营收 11.62 亿元，同比+13.27%，增长较为稳健，为公司核心销售市场；安徽、湖南增速较高，分别实现营收 1.89、3.52 亿元，同比+42.51%、+67.16%，主要为湖南市场武陵酒、安徽市场文王贡酒表现较好，同时湖南省渠道持续拓展，经销商净增长 150 家。山东、其他省份、境外分别实现营收 0.58、0.95、0.07 亿元，同比+0.44%、+20.23%、+52.43%。

**3) 渠道：上半年，经销商数量为 10,778 家，净增长 341 家，推动经销商模式实现营收 17.04 亿元，同比+28.53%，直销(含团购)/线上销售**

分别现实 1.28、0.32 亿元，同比-0.85%、-43.42%。

#### 利润分析：上半年毛利率、扣非归母净利率同比改善

1) 产品结构优化，上半年毛利率有所改善：上半年公司毛利率 68.20%，同比+0.58pct。主要为毛利率较高的中高档产品占比提升。其中分事业部，毛利率较高的武陵事业部上半年毛利率为 83.76%，同比+5.90pct；老白干酿酒业毛利率为 63.02%，同比-8.67pct，主要为公司加大市场推广力度；板城、文王、孔府家事业部毛利率分别为 60.15%、57.05%、56.87%，同比+0.65pct、-3.15pct、-4.50pct。

2) 期间费用率同比有所改善，上半年公司期间费用率为 42.65%，同比-0.43pct，主要为管理费用率有所优化，其中销售费用率 33.29%，同比-0.25pct；管理费用率为 8.99%，同比-1.41pct，主要为公司费控效果较好，收入增速较快推动费用率同比下降；研发费用率为 0.38%，同比-0.08pct。上半年归母净利润率为 17.91%，同比+10.37pct，主要为公司收到南厂区土地、兴亚饲料生产车间搬迁补偿款，导致非经常性损益同比+1057.12%。上半年公司扣非归母净利率为 7.52%，同比+1.22pct。

3) Q2 费用率有所优化，推动扣非归母净利率改善。Q2 毛利率为 66.55%，同比-0.97pct，主要为阶段性加大产品推广力度；期间费用率 38.36%，同比-3.24pct，主要为销售费用率有所优化，其中销售费用率为 30.49%，同比-2.92pct，管理费用率为 7.58%，同比-0.19pct，研发费用率为 0.41%，同比+0.12pct，归母净利润率为 8.66%，同比+1.05pct，扣非归母净利率 7.52%，同比+1.22pct。

**22 年展望：双节旺季武陵酒有望持续增长，老白干品牌战略升级，股权激励考核目标有望达成。**销售端，湖南市场酱酒消费氛围提升，Q3 迎来中秋旺季，公司也在资源投入上向其倾斜，武陵酒动销有望持续提升。老白干品牌也在 6 月举行“甲等金奖 大国品质”老白干品牌战略升级发布会，有望推动品牌高端化升级。毛利端，随着产品结构优化，高档产品占比提升，预计毛利率会进一步改善。我们认为下半年公司有望完成股权激励中，净利润较 2020 年的年化增长率不低于 15% 的业绩考核目标。

**中长期展望：产能扩张有望支撑武陵酒持续发展，河北省内消费升级叠加老白干高端化转型推动业绩增长。**衡水老白干作为河北省内龙头，公司持续优化产品结构，聚焦衡水老白干、十八酒坊中高端系列，同时推动品牌高端化升级，有望受益于河北省经济发展、消费升级。河北省外，湖南市场受益酱酒消费氛围提升，同时武陵酒渠道基于短链营销，公司对终端掌控能力较好，推动武陵酒快速增长，公司对武陵酒积极布局产能扩张，20 年对武陵酒进行扩建，其中一期 1500 吨

基酒产能已于21年9月投产，二期2000多吨产能也在扩建中，随着产能落地，基酒储备提升，有望推动武陵酒持续增长。

**投资建议：**双节旺季、高端产品占比提升有望推动短期业绩增长，中长期关注武陵酒持续成长、省内老白干聚焦高端化转型效果。预计22-24年收入增速分别为15%/16%/16%，归母净利润增速分别为77%/0%/26%，EPS分别为0.77/0.77/0.97元，对应当前股价PE分别为34x/34x/27x，我们按照2023年业绩给予40倍，一年目标价31元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**疫情反复风险，原材料价格上涨风险，产品升级受阻，核心产品增长不如预期，主要市场竞争加剧风险等

#### ■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4027	4626	5370	6236
YoY	12%	15%	16%	16%
净利润(百万元)	389	690	693	870
YoY	25%	77%	0%	26%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.77	0.77	0.97
PE	60.33	34.02	33.90	27.00

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。