

Q3 延续高增势头，盈利能力持续改善

老白干酒（600559.SH）三季度报点评

事件

2022Q1~Q3 公司实现营收 34.55 亿元（同比+24.78%），归母净利润 5.33 亿元（同比+113.83%），扣非归母净利润 3.16 亿元（同比+41.83%）。2022Q3 公司实现营收 14.30 亿元（同比+27.93%），归母净利润 1.71 亿元（同比+36.56%），扣非归母净利润 1.62 亿元（同比+38.79%）。

点评

Q3 中高档酒增速领先，省内外市场现多个亮点。分产品来看，2022Q3 高档/中档/低档酒的收入分别为 6.22/4.16/2.78 亿元，分别同比+22.39%/+48.93%/+14.77%。各类产品在 2022Q3 的收入均实现环比正增长，且中高档酒的收入增速保持领先，反映出公司在产品结构升级上持续取得进展。分渠道来看，2022Q3 经销/直销（含团购）的收入分别为 12.38/0.65 亿元，分别同比+27.61%/+19.55%。2022Q1~Q3，公司经销商数量为 10961 个，同比净增加 524 个，河北和湖南市场的新增经销商数量居前。分地区来看，2022Q3 河北/山东/安徽/湖南/其他省份市场的收入分别为 8.62 亿元（同比+23.38%）/0.33 亿元（同比-7.07%）/1.88 亿元（同比+69.75%）/1.65 亿元（同比+56.95%）/0.64 亿元（同比-17.21%），河北、安徽和湖南市场 2022Q3 的收入增速领先。2022Q3 河北市场收入的快速增长，得益于渠道精耕和下沉效果的显现，以及老白干高端化产品结构策略的逐步落地。安徽市场方面，收入增长得益于中秋和国庆旺季宴席需求的回补和省内价格带升级。湖南市场方面，武陵酒的短链营销加快市场拓展，叠加省内酱酒市场扩容推动收入高速增长。

中档酒提速致毛利率下滑，但净利率随营销效率提升而改善。2022Q3 公司的毛利率为 67.22%（同比-0.78pct），出现小幅下滑，属今年单季度较低水平，主要与中档酒增速居前、占比提升相关。2022Q3 公司的销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 27.00%（同比-4.14pct）/8.51%（同比+0.26pct）/0.41%（同比-0.18pct）/-0.48%（同比-0.61pct）。对于销售费用，公司在拓展市场和扩大品牌知名度时，注重预算的使用效率，并进行精细管控，2022Q3 的销售费用率降幅较大。因此 2022Q3 的毛销差 40.21%（同比+3.35pct），有较为显著的改善。2022Q3 的管理、研发和财务费用表现较为平稳，因而期间费用率随销售费用率而下降，助推 2022Q3 净利率 11.94%（同比+0.76pct）。2022Q1~Q3，公司合同负债为 19.84 亿元（同比+13.53%），相较 2022H1 增长 16.37%。

渠道建设拉动价盘提升，产能扩容为中长期蓄势。武陵酒借助短链营销在湖南市场对终端渠道拥有较强话语权。公司精耕河北市场，不断加深渠道扁平化，促进厂商共建，助推老白干和板城烧锅实现产品升级。安徽、山东市场则通过精简和优化经销商体系，集中优势力争实现高端化转型，有望受益于消费升级。随武陵酒、老白干、孔府家酒等的产能建设逐步落地，叠加渠道把控力度加强，以及中高端白酒市场的扩容，公司业绩顺利延续增长态势。

投资建议

预计 2022 年~2024 年的 EPS 分别约为 0.72/0.77/0.98 元/股，对应 10 月 31 日收盘价的 PE 分别为 29.53/27.64/21.73 倍，维持“推荐”评级。

风险提示

疫情扰动加剧；省内白酒竞争格局恶化；省外品牌开拓当地市场不及预期。

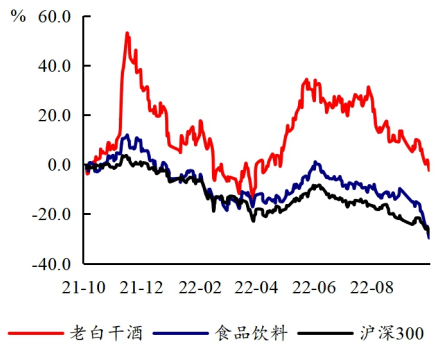
盈利预测

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	914.75
流通 A 股/B 股(百万股)	914.75/0.00
资产负债率(%)	53.89
每股净资产(元)	4.54
市净率(倍)	4.61
净资产收益率(加权)	13.28
12 个月内最高/最低价	32.95/18.62

相关研究

《【食品饮料】老白干酒（600559.SH）：冀酒龙头提质增效，并购品牌多维蓄力_20220731》2022.07.31

項目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4027.15	4640.76	5382.45	6174.66
增长率 (%)	11.93	15.24	15.98	14.72
归母净利润 (百万元)	389.21	657.56	702.60	893.89
增长率 (%)	24.50	68.95	6.85	27.23
EPS (元/股)	0.43	0.72	0.77	0.98
市盈率 (P/E)	64.98	29.53	27.64	21.73
市净率 (P/B)	6.73	4.57	3.93	3.32

资料来源：同花顺 IFind，东亚前海证券研究所，股价基准为 10 月 31 日股价 21.23 元/股

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4027.15	4640.76	5382.45	6174.66
%同比增速	11.93%	15.24%	15.98%	14.72%
营业成本	1316.07	1410.66	1669.66	1881.60
毛利	2711.09	3230.10	3712.80	4293.06
%营业收入	67.32%	69.60%	68.98%	69.53%
税金及附加	626.54	705.37	806.95	941.98
%营业收入	15.56%	15.20%	14.99%	15.26%
销售费用	1237.70	1275.18	1710.59	1952.53
%营业收入	30.73%	27.48%	31.78%	31.62%
管理费用	367.85	430.97	483.53	548.17
%营业收入	9.13%	9.29%	8.98%	8.88%
研发费用	15.77	20.38	24.34	26.40
%营业收入	0.39%	0.44%	0.45%	0.43%
财务费用	4.59	13.34	14.07	13.86
%营业收入	0.11%	0.29%	0.26%	0.22%
资产减值损失	-2.66	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-5.22	0.00	0.00	0.00
其他收益	36.36	39.25	210.21	325.30
投资收益	21.37	22.05	27.26	32.76
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.60	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.03	0.08	0.12	0.12
营业利润	509.12	846.25	910.90	1168.30
%营业收入	12.64%	18.24%	16.92%	18.92%
营业外收支	3.62	9.00	9.00	9.00
利润总额	512.74	855.25	919.90	1177.30
%营业收入	12.73%	18.43%	17.09%	19.07%
所得税费用	124.16	196.63	216.19	281.99
净利润	388.58	658.62	703.72	895.30
%营业收入	9.65%	14.19%	13.07%	14.50%
归属于母公司的净利润	389.21	657.56	702.60	893.89
%同比增速	24.50%	68.95%	6.85%	27.23%
少数股东损益	-0.62	1.06	1.12	1.42
EPS (元/股)	0.43	0.72	0.77	0.98

基本指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.43	0.72	0.77	0.98
BVPS	4.15	4.64	5.41	6.39
PE	64.98	29.53	27.64	21.73
PEG	2.65	0.43	4.04	0.80
PB	6.73	4.57	3.93	3.32
EV/EBITDA	39.18	19.19	17.77	12.94
ROE	10.45%	15.49%	14.20%	15.30%
ROIC	9.41%	14.08%	12.63%	13.49%

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1006	1826	2169	3878
交易性金融资产	467	467	467	467
应收账款及应收票据	240	353	334	455
存货	2298	1620	2554	1837
预付账款	132	141	167	188
其他流动资产	74	91	86	105
流动资产合计	4217	4499	5777	6929
长期股权投资	82	87	90	94
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1311	1229	1144	1058
无形资产	864	949	984	1019
商誉	607	607	607	607
递延所得税资产	102	102	102	102
其他非流动资产	422	522	622	722
资产总计	7605	7995	9326	10531
短期借款	235	335	485	635
应付票据及应付账款	416	400	566	523
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	164	141	167	188
应交税费	505	557	646	741
其他流动负债	2390	2146	2342	2429
流动负债合计	3711	3579	4206	4516
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	121	121	121	121
其他非流动负债	49	49	49	49
负债合计	3881	3749	4376	4686
归属于母公司的所有者权益	3725	4245	4947	5841
少数股东权益	0	1	2	4
股东权益	3725	4246	4950	5845
负债及股东权益	7605	7995	9326	10531

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1126	1050	332	1694
投资	-415	-5	-3	-4
资本性支出	-486	-191	-141	-141
其他	27	22	27	33
投资活动现金流净额	-874	-174	-117	-112
债权融资	-455	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	275	100	150	150
筹资成本	-208	-157	-22	-23
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-388	-57	128	127
现金净流量	-136	819	343	1709

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>