

改革激励成效亮眼，业绩增长动能强劲

2023 年 01 月 14 日

➤ **事件：**公司发布 2022 年度业绩预告，预计 2022 年度实现归母净利润 6.9 亿元左右，同比增加 3 亿元左右，同比增长 77% 左右；预计 2022 年度实现扣非归母净利润 4.7 亿元左右，同比增加 1.2 亿元左右，同比增长 35% 左右。

➤ **本部中高端布局成效凸显，产品结构持续优化。**根据业绩预告测算，22Q4 单季度公司实现归母净利润 1.6 亿元左右，同比增长 12.1% 左右；扣非归母净利润 1.5 亿元左右，同比增长 23.6% 左右，主要由于公司不断精简 SKU，优化产品结构，加强中高端产品布局，同时 2022 年 1 月收到了土地收储补偿款，导致 22 年非经常性损益同比增加 1.8 亿元左右。长期来看，公司持续提升运营效率，中低端条码削减成效逐步显现；未来坚定聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌战略，甲等 15、甲等 20、1915 产品有望不断提升华北市场渗透率。我们持续看好公司中高档产品放量，营收占比提升，稳步推进高端化转型。

➤ **区域渠道精耕细作+基酒产能持续扩张，板城、武陵酒发展前景值得期待。**公司推进“名酒进名企”，经销商拓展资源，省内市场保持稳健增长，板城受益于团购渠道拓展与产品结构升级表现亮眼；省外安徽文王贡酒及湖南武陵酱酒市场不断突破，多香型布局以及渠道推广优势有望支撑公司后续的全国化发展。公司产能建设规划稳步推进，以武陵酒为例，公司武陵酒业酱酒酿造异地建设项目拟建基酒产量为 6600 吨/年，其中一期产能 3600 吨/年，二期产能 3000 吨/年，主要用于武陵王、极客武陵和武陵三酱系列酒。一期项目 1500 吨基酒产能已于 2021 年 9 月建成投产，二期产能按计划逐步落地，建成后基酒产能有望达 4000 吨以上，为武陵酒长期增长提供保障。

➤ **国企改革提质增效，股权激励提供长期发展动能。**2022 年 5 月公司推行了新一期股权激励计划，设置了 2022-2024 年 ROE 不低于 10%、扣非归母净利润相较 2020 年 CAGR 不低于 15% 等核心业绩考核指标，有效绑定了核心管理层和技术、销售骨干利益，激发团队活力，内部经营动力有所提升。从 22 年业绩增速情况来看，22 年归母净利润/扣非归母净利润较 20 年 CAGR 分别在 49%/31% 左右，超额完成股权激励计划中 15% 增长的考核目标，改革成效凸显。

➤ **投资建议：**河北省内老白干、板城承接消费升级，武陵酒加速区域扩张；公司“一树三香，五花齐放”，依靠产品结构优化及渠道市场精耕，坚持系统化营销管理机制改革，业绩增长动能充足。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 48.5/60.2/72.6 亿元；归母净利润分别为 6.9/8.3/10.5 亿元；EPS 分别为 0.75 元/0.91 元/1.15 元，当前股价对应 PE 为 38/32/25 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**主销区域市场竞争加剧；产品结构升级不及预期；疫情影响消费场景、冲击终端需求等。

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	4853	6024	7256
增长率 (%)	11.9	20.5	24.1	20.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	389	690	834	1053
增长率 (%)	24.5	77.3	20.9	26.3
每股收益 (元)	0.43	0.75	0.91	1.15
PE	68	38	32	25
PB	7.1	6.1	5.1	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 01 月 13 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.76 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

1.老白干酒 (600559.SH) 2022 年三季报点评：精耕渠道，提质增效，业绩增长亮眼-2022/10/31

2.老白干酒 (600559.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：业绩高增，产品+渠道改革齐头并进-2022/07/14

3.老白干酒 (600559.SH) 深度报告：改革蓄力，酒业集团能否扬帆？-2022/05/15

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	4853	6024	7256
营业成本	1316	1580	1853	2211
营业税金及附加	627	758	940	1148
销售费用	1238	1374	1660	1954
管理费用	368	433	536	653
研发费用	16	17	22	27
EBIT	492	880	1087	1366
财务费用	5	5	5	5
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	21	21	26	30
营业利润	509	889	1102	1386
营业外收支	4	9	9	9
利润总额	513	898	1111	1395
所得税	124	208	277	342
净利润	389	690	834	1054
归属于母公司净利润	389	690	834	1053
EBITDA	620	1055	1275	1571

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1006	1290	1651	3069
应收账款及票据	240	714	351	841
预付款项	132	146	145	200
存货	2298	2153	3537	3413
其他流动资产	541	568	558	586
流动资产合计	4217	4872	6242	8109
长期股权投资	82	85	87	87
固定资产	1311	1574	1687	1767
无形资产	864	913	982	1017
非流动资产合计	3388	3978	4284	4489
资产合计	7605	8850	10527	12598
短期借款	235	205	225	210
应付账款及票据	416	510	614	738
其他流动负债	3059	3670	4387	5297
流动负债合计	3711	4384	5227	6245
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	4554	5397	6414
股本	897	915	915	915
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3725	4296	5130	6183
负债和股东权益合计	7605	8850	10527	12598

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	20.52	24.12	20.45
EBIT 增长率	6.60	78.87	23.59	25.63
净利润增长率	24.50	77.27	20.88	26.30
盈利能力 (%)				
毛利率	67.32	67.45	69.23	69.52
净利率	9.66	14.22	13.85	14.52
总资产收益率 ROA	5.12	7.80	7.92	8.36
净资产收益率 ROE	10.45	16.06	16.26	17.04
偿债能力				
流动比率	1.14	1.11	1.19	1.30
速动比率	0.47	0.58	0.48	0.71
现金比率	0.27	0.29	0.32	0.49
资产负债率 (%)	51.03	51.46	51.27	50.92
经营效率				
应收账款周转天数	3.21	3.61	3.55	3.06
存货周转天数	558.35	507.16	552.61	565.72
总资产周转率	0.57	0.59	0.62	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.75	0.91	1.15
每股净资产	4.07	4.70	5.61	6.76
每股经营现金流	1.23	1.28	0.87	1.97
每股股利	0.15	0.15	0.15	0.15
估值分析				
PE	68	38	32	25
PB	7.1	6.1	5.1	4.3
EV/EBITDA	41.17	23.90	19.51	14.93
股息收益率 (%)	0.52	0.52	0.52	0.52

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	389	690	834	1054
折旧和摊销	129	176	188	205
营运资金变动	655	331	-190	582
经营活动现金流	1126	1170	800	1804
资本开支	-486	-753	-483	-401
投资	-415	-4	-2	0
投资活动现金流	-874	-737	-460	-371
股权募资	0	17	0	0
债务募资	-180	-30	20	-15
筹资活动现金流	-388	-150	20	-15
现金净流量	-136	284	361	1418

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026