

2023 年 08 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品结构持续优化，整体趋势向好

—老白干酒（600559.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023 年 8 月 29 日，老白干酒发布 2023 年半年报。

投资要点

基本数据

2023-08-29

当前股价（元）	25.73
总市值（亿元）	235
总股本（百万股）	915
流通股本（百万股）	897
52 周价格范围（元）	20.91-38.28
日均成交额（百万元）	595.72

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《老白干酒（600559）：冀酒龙头剑指高端，武陵名酒飘香全国》2023-08-27
- 2、《老白干酒（600559）：改革势能向上，期待红利释放》2023-05-27
- 3、《老白干酒（600559）：2022 年顺利收官，一季度可圈可点》2023-04-26

■ 多因素影响，业绩不及预期

2023H1 总营收 22.32 亿元（同增 10%），归母净利润 2.17 亿元（同减 40%），扣非归母净利润 1.90 亿元（同增 23%）。2023Q2 总营收 12.29 亿元（同增 10%），归母净利润 1.15 亿元（同增 19%），扣非归母净利润 0.96 亿元（同增 15%）。上半年公司业绩不及预期，2023H1 归母净利润同比下降主要是因为去年同期收到政府拆迁补偿款 2.44 亿元，基数较高。同时上半年确认股权激励费用，剔除激励费用影响后上半年扣非归母净利润为 2.26 亿元（同增 46%）。2023H1 毛利率 67.17%（-1pct），净利率 9.72%（-8pct），销售费用率 30.82%（-2pct），管理费用率为 9.53%（+1pct），营业税金及附加占比 15.65%（-1pct）。2023Q2 毛利率 68.60%（+2pct），净利率 9.33%（+1pct），销售费用率为 34.85%（+4pct），管理费用率为 7.99%（+0.4pct），营业税金及附加占比 16.09%（-3pct），二季度公司盈利能力有所提升，主要系产品结构提升所致；上半年销售费用率下降，体现公司着力推动费用改革。2023H1 经营活动现金流净额为 1.69 亿元（同减 5%），销售回款 28.26 亿元（同增 9%）。2023Q2 经营活动现金流净额为 -0.85 亿元（2022Q2 为 -4.07 亿元），销售回款为 11.37 亿元（同增 25%）。截至 2023H1，合同负债 18.72 亿元（环比-15%）。

■ 产品结构持续提升，武陵酒环比提速

分产品看，2023H1 酒类业务营收为 21.08 亿元（同增 13%），高档酒/中档酒/低档酒营收分别为 10.47/5.83/4.78 亿元，分别同比+8%/+23%/+13%，分别占酒类营收比 50%/28%/23%；2023Q2 分别为 6.58/2.98/2.39 亿元，分别同比+22%/+12%/-3%，分别占酒类业务比重 55%/25%/20%，二季度高档酒占比有效提升，同时以较快增速引领增长。老白干本部方面，今年加大力度推进高端化，对高端产品配额制运作，费用投放亦向高端事业部倾斜，产品结构持续优化。分渠道看，2023H1 经销商/直销/线上营收分别为 19.45/1.27/0.36 亿元，分别同比+14%/-1%/+15%，分别占酒类业务比重 92%/6%/2%；2023Q2 分别为 11.21/0.55/0.18 亿

元，分别同比+19%/-37%/-7%。上半年甲等 15 和甲等 20 联盟体建设顺利，实现较好增长。分区域看，2023H1 河北/山东/安徽/湖南/其他营收为 12.47/0.61/2.37/4.27/1.25 亿元，同比 +7%/+6%/+26%/+21%/+31%，占酒类业务比重 59%/3%/11%/20%/6%；2023Q2 为 6.96/0.34/1.25/2.72/0.63 亿元，分别同比+4%/+38%/+22%/+34%/+24%。今年起武陵酒加快全国化布局，二季度武陵酒增速较快，环比改善明显。截至 2023H1，经销商 11296 家，较年初增加 273 家。

■ 盈利预测

我们看好公司持续推进费用改革和本部高端化，期待利润红利释放，长期看好武陵酱酒的全国化布局。根据公司半年报，我们略调整公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.81/1.02/1.33 元（前值为 0.83/1.11/1.42 元），当前股价对应 PE 分别为 32/25/19 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、核心产品增速不及预期、股权激励目标不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	4,653	5,353	6,664	7,974
增长率（%）	15.5%	15.1%	24.5%	19.7%
归母净利润（百万元）	708	739	938	1,214
增长率（%）	81.8%	4.5%	26.8%	29.5%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.81	1.02	1.33
ROE（%）	16.3%	15.2%	16.8%	18.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	4,653	5,353	6,664	7,974
现金及现金等价物	1,095	1,633	2,421	3,465	营业成本	1,472	1,623	1,937	2,224
应收款	215	264	292	306	营业税金及附加	747	830	1,020	1,212
存货	3,046	3,024	3,159	3,295	销售费用	1,411	1,552	2,006	2,392
其他流动资产	905	958	993	1,011	管理费用	396	450	553	654
流动资产合计	5,261	5,879	6,866	8,076	财务费用	-9	-42	-62	-91
非流动资产：					研发费用	14	17	21	25
金融类资产	833	883	913	923	费用合计	1,812	1,977	2,517	2,980
固定资产	1,755	1,721	1,640	1,544	资产减值损失	-2	-2	-1	0
在建工程	139	56	22	9	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	858	816	773	732	投资收益	25	20	15	12
长期股权投资	88	88	88	88	营业利润	935	974	1,232	1,594
其他非流动资产	816	816	816	816	加：营业外收入	10	8	7	6
非流动资产合计	3,656	3,497	3,339	3,189	减：营业外支出	10	7	6	5
资产总计	8,918	9,376	10,205	11,265	利润总额	935	975	1,233	1,595
流动负债：					所得税费用	227	236	297	383
短期借款	50	100	140	160	净利润	708	739	936	1,212
应付账款、票据	466	437	446	471	少数股东损益	0	0	-2	-2
其他流动负债	2,407	2,407	2,407	2,407	归母净利润	708	739	938	1,214
流动负债合计	4,414	4,337	4,453	4,567					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	157	157	157	157	营业收入增长率	15.5%	15.1%	24.5%	19.7%
非流动负债合计	157	157	157	157	归母净利润增长率	81.8%	4.5%	26.8%	29.5%
负债合计	4,571	4,494	4,610	4,724	盈利能力				
所有者权益					毛利率	68.4%	69.7%	70.9%	72.1%
股本	915	915	915	915	四项费用/营收	38.9%	36.9%	37.8%	37.4%
股东权益	4,347	4,882	5,594	6,541	净利率	15.2%	13.8%	14.0%	15.2%
负债和所有者权益	8,918	9,376	10,205	11,265	ROE	16.3%	15.2%	16.8%	18.6%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	51.3%	47.9%	45.2%	41.9%
净利润	708	743	939	1214	营运能力				
少数股东权益	0	0	-2	-2	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
折旧摊销	155	160	156	148	应收账款周转率	21.6	20.3	22.8	26.1
公允价值变动	3	0	0	0	存货周转率	0.5	0.8	0.9	1.0
营运资金变动	-244	-157	-92	-63	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	621	747	1000	1296	EPS	0.77	0.81	1.02	1.33
投资活动现金净流量	-388	67	85	99	P/E	33.3	31.8	25.1	19.4
筹资活动现金净流量	305	-158	-186	-248	P/S	5.1	4.4	3.5	3.0
现金流量净额	538	655	899	1,148	P/B	5.4	4.8	4.2	3.6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。