

老白干酒（600559.SH）

二季度收入增长 10%，武陵酒延续增长势能

买入

核心观点

上半年收入双位数增长，二季度业绩相对承压。公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 22.32 亿元，同比+10.19%；实现归母净利润 2.17 亿元，同比-40.17%。其中，2023Q2 实现营业总收入 12.29 亿元，同比+9.99%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比+18.50%。

二季度收入端增速稳健，省外扩张提振报表。Q2 白酒收入同比增加 13.6%，主要系宏观需求承压下，公司主动控货及省内竞争加剧（省内/省外营收同比+4%/30%）。其中，Q2 高档酒/中档酒/低档酒实现营收 6.58/2.98/2.39 亿元，同比+22.2%/+12.0%/-3.5%，结构升级带动整体毛利率同比+2.0%，主要系百元价位宴席复苏较好、部分高档酒递延至 Q2 发货及武陵酒扩张贡献（湖南区域收入同比+34%）。从费用端看，H1 公司持续强化费用管控（H1 销售费用率同比-2.5pcts），Q2 销售费用率/管理费用率同比+4.4pcts/+0.4pct，与主流公司市场策略类似，二季度公司适当增投费用促动销、争取双节前实现轻装上阵。从利润端看，公司 Q2 净利率同比+0.7pct，受益于结构提升与税金季度间波动（税金及附加率同比-2.8pcts）。

公司蓄水池充足，山东湖南等地单商体量明显增长。Q2 末合同负债 18.72 亿元，同比+9.8%，环比下降 3.4 亿元，主要系部分高档价位产品递延至 Q2 发货所致。Q2 收现同比+25%，远高于收入增速，报表增长质量较高；省内/省外经销商变动-10/+13 家，基本稳定。单商体量上，H1 河北/山东/安徽/湖南/其他省份单商体量同比-5%/+32%/+13%/+20%/+29%，山东、湖南、湖南等地表现较为亮眼，预计系公司强化终端市场、加强消费者建设。

短期需求扰动增长，静待需求回暖下改革红利释放。老白干本部国企改革持续推进（结构升级及降费增效），省内 600 元价位成熟，古法 30 具备增长基础，验证正反馈概率较大。省外武陵酒增点扩面，在广东、福建、河南、河北等地点状拓展。后续随着需求的逐渐回暖，预计公司改革红利或不断释放。

风险提示：宏观经济承压；武陵酒省外拓展不及预期；省内竞争加剧等。

投资建议：维持此前盈利预测并引入 2025 年，预计 2023-2025 年实现营业总收入 55.43/68.56/81.06 亿元，同比+19.1%/+23.7%/+18.2%；归母净利润 6.85/9.61/12.55 亿元，同比-3.2%/+40.2%/+30.6%，对应 2023-2025 年 PE 31.5/22.4/17.2X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,027	4,653	5,543	6,856	8,106
(+/-%)	11.9%	15.5%	19.1%	23.7%	18.2%
净利润(百万元)	389	708	685	961	1255
(+/-%)	24.5%	81.8%	-3.2%	40.2%	30.6%
每股收益(元)	0.43	0.77	0.75	1.05	1.37
EBIT Margin	11.5%	13.2%	15.5%	17.6%	19.5%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	16.3%	14.2%	17.5%	19.7%
市盈率 (PE)	54.3	30.5	31.5	22.4	17.2
EV/EBITDA	42.5	34.1	24.7	19.3	15.8
市净率 (PB)	5.68	4.96	4.47	3.92	3.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：李文华

021-60375461

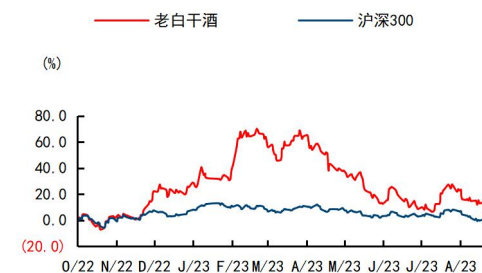
liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.56 元
总市值/流通市值	21551/21140 百万元
52 周最高价/最低价	39.22/20.50 元
近 3 个月日均成交额	595.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

上半年收入双位数增长，二季度业绩相对承压。公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 22.32 亿元，同比+10.19%；实现归母净利润 2.17 亿元，同比-40.17%。其中，2023Q2 实现营业总收入 12.29 亿元，同比+9.99%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比+18.50%。

二季度收入端增速稳健，省外扩张提振报表。Q2 白酒收入同比增加 13.6%，主要系宏观需求承压下，公司主动控货及省内竞争加剧（省内/省外营收同比+4%/30%）。其中，Q2 高档酒/中档酒/低档酒实现营收 6.58/2.98/2.39 亿元，同比+22.2%/+12.0%/-3.5%，结构升级带动整体毛利率同比+2.0%，主要系百元价位宴席复苏较好、部分高档酒递延至 Q2 发货及武陵酒扩张贡献（湖南区域收入同比+34%）。从费用端看，H1 公司持续强化费用管控（H1 销售费用率同比-2.5pcts），Q2 销售费用率/管理费用率同比+4.4pcts/+0.4pct，与主流公司市场策略类似，二季度公司适当增投费用促动销、争取双节前实现轻装上阵。从利润端看，公司 Q2 净利率同比+0.7pct，受益于结构提升与税金季度间波动（税金及附加率同比-2.8pcts）。

公司蓄水池充足，山东湖南等地单商体量明显增长。Q2 末合同负债 18.72 亿元，同比+9.8%，环比下降 3.4 亿元，主要系部分高档价位产品递延至 Q2 发货所致。Q2 收现同比+25%，远高于收入增速，报表增长质量较高；省内/省外经销商变动-10/+13 家，基本稳定。单商体量上，H1 河北/山东/安徽/湖南/其他省份单商体量同比-5%/+32%/+13%/+20%/+29%，山东、湖南、湖南等地表现较为亮眼，预计系公司强化终端市场、加强消费者建设。

短期需求扰动增长，静待需求回暖下改革红利释放。老白干本部国企改革持续推进（结构升级及降费增效），省内 600 元价位成熟，古法 30 具备增长基础，验证正反馈概率较大。省外武陵酒增点扩面，在广东、福建、河南、河北等地点状拓展。后续随着需求的逐渐回暖，预计公司改革红利或不断释放。

投资建议：维持此前盈利预测并引入 2025 年，预计 2023-2025 年实现营业总收入 55.43/68.56/81.06 亿元，同比 +19.1%/+23.7%/+18.2%；归母净利润 6.85/9.61/12.55 亿元，同比 -3.2%/+40.2%/+30.6%，对应 2023-2025 年 PE 31.5/22.4/17.2X，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 08 月 31 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	2023E	EPS 2024E	2025E	2023E	PE 2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	288.1	1,522.6	8.3	10.7	13.4	34.6	26.9	21.5
603198.SH	迎驾贡酒	买入	76.6	613.0	2.7	3.3	3.9	28.9	23.5	19.4
603589.SH	口子窖	买入	57.0	341.8	3.2	3.7	4.3	17.7	15.3	13.3
600559.SH	老白干酒	买入	23.6	215.5	0.7	1.1	1.4	31.5	22.4	17.2

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

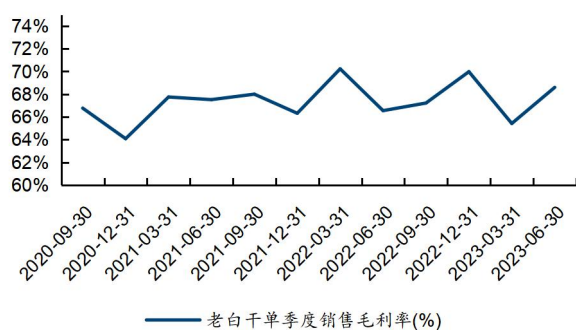
图1：老白干单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2：老白干单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 老白干单季度毛利率（单位：%）

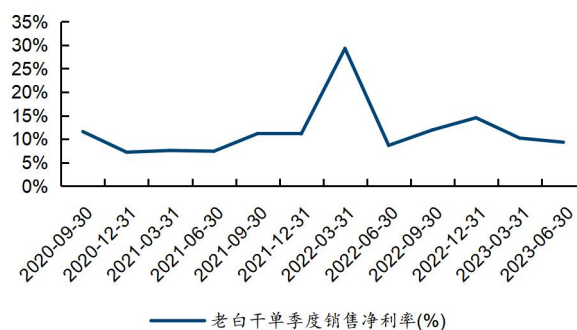


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 老白干单季度净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1006	1095	1704	2741	3865	营业收入	4027	4653	5543	6856	8106
应收款项	268	215	313	352	437	营业成本	1316	1472	1717	2053	2405
存货净额	2298	3046	3289	4173	4850	营业税金及附加	627	747	890	1101	1301
其他流动资产	177	72	86	106	126	销售费用	1238	1411	1580	1885	2107
流动资产合计	4217	5261	6225	8205	10111	管理费用	368	396	483	589	690
固定资产	1715	1894	1804	1705	1595	研发费用	16	14	17	21	25
无形资产及其他	864	858	824	790	755	财务费用	5	(9)	(27)	(44)	(66)
投资性房地产	728	815	815	815	815	投资收益	21	25	25	25	25
长期股权投资	82	88	88	88	88	资产减值及公允价值变动	3	5	5	5	5
资产总计	7605	8918	9756	11604	13366	其他收入	10	269	(17)	(21)	(25)
短期借款及交易性金融负债	235	50	0	0	0	营业利润	509	935	913	1281	1673
应付款项	416	466	542	662	784	营业外净收支	4	0	0	0	0
其他流动负债	3059	3898	4231	5286	6047	利润总额	513	935	913	1281	1673
流动负债合计	3711	4414	4773	5948	6832	所得税费用	124	227	228	320	418
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
其他长期负债	170	157	157	157	157	归属于母公司净利润	389	708	685	961	1255
长期负债合计	170	157	157	157	157	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3881	4571	4930	6105	6989	净利润	389	708	685	961	1255
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(21)	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	3725	4347	4826	5499	6377	折旧摊销	126	155	217	227	234
负债和股东权益总计	7605	8918	9756	11604	13366	公允价值变动损失	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	5	(9)	(27)	(44)	(66)
每股收益	0.43	0.77	0.75	1.05	1.37	营运资本变动	495	215	55	231	102
每股红利	0.23	0.15	0.22	0.32	0.41	其它	21	1	(0)	0	0
每股净资产	4.15	4.75	5.28	6.01	6.97	经营活动现金流	1007	1072	953	1414	1586
ROIC	10.11%	14.09%	19%	27%	35%	资本开支	0	(336)	(88)	(89)	(85)
ROE	10.45%	16.28%	14%	17%	20%	其它投资现金流	(415)	(366)	0	0	0
毛利率	67%	68%	69%	70%	70%	投资活动现金流	(410)	(708)	(88)	(89)	(85)
EBIT Margin	12%	13%	15%	18%	19%	权益性融资	0	181	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	19%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	16%	19%	24%	18%	支付股利、利息	(208)	(141)	(206)	(288)	(376)
净利润增长率	25%	82%	-3%	40%	31%	其它融资现金流	(316)	(175)	(50)	0	0
资产负债率	51%	51%	51%	53%	52%	融资活动现金流	(733)	(276)	(256)	(288)	(376)
股息率	1.0%	0.7%	1.0%	1.3%	1.7%	现金净变动	(136)	88	609	1037	1125
P/E	54.3	30.5	31.5	22.4	17.2	货币资金的期初余额	1143	1006	1095	1704	2741
P/B	5.7	5.0	4.5	3.9	3.4	货币资金的期末余额	1006	1095	1704	2741	3865
EV/EBITDA	42.5	34.1	24.7	19.3	15.8	企业自由现金流	0	497	827	1274	1434
						权益自由现金流	0	322	797	1307	1483

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032