

2023 年 10 月 28 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩稳健增长，省外市场开拓顺利

—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 10 月 27 日，老白干酒发布 2023 年前三季度报告。

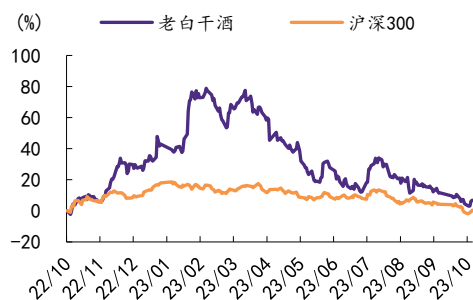
投资要点

基本数据

2023-10-27

当前股价（元）	22.89
总市值（亿元）	209
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）	610.2

市场表现



相关研究

- 1、《老白干酒（600559）：产品结构持续优化，整体趋势向好》2023-08-30
- 2、《老白干酒（600559）：冀酒龙头剑指高端，武陵名酒飘香全国》2023-08-27
- 3、《老白干酒（600559）：改革势能向上，期待红利释放》2023-05-27

业绩符合预期，公司蓄水池充足

2023Q1-Q3 总营收 38.46 亿元（同增 11%），归母净利润 4.18 亿元（同减 22%）；2023Q3 总营收 16.14 亿元（同增 13%），归母净利润 2.01 亿元（同增 18%）。**现金流端**，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额 8.29 亿元（同增 11%），销售回款 46.71 亿元（同增 10%）。2023Q3 经营活动现金流净额 6.60 亿元（同增 16%），销售回款 18.44 亿元（同增 13%）。截至 2023Q3 末，合同负债 20.26 亿元（环比+8%），同比增长 2%，业绩蓄水池充足。

产品结构升级放缓，费用管控卓有成效

盈利端，2023Q1-Q3 毛利率/净利率分别为 66.75%/10.87%，分别同比-1pct/-5pct；2023Q3 毛利率/净利率分别为 66.17%/12.47%，分别同比-1pct/+1pct，毛利率下滑主要系中高档酒营收占比下滑所致，同时三季度公司期间费用投放减少，净利率同比略有提升。**费用端**，2023Q1-Q3 销售费用率/管理费用率分别为 28.56%/7.99%，分别同比-2pct/-1pct；2023Q3 销售费用率/管理费用率分别为 25.44%/5.85%，分别同比-2pct/-3pct，公司通过全面预算管理进行费用管控，同时提高运营效率，费用率全面下降。

武陵酒放量高增，省外扩张进度加快

分产品看，2023Q1-Q3 高档酒/中档酒/低档酒营收分别为 17.66/10.62/8.02 亿元，分别同比+11%/+20%/+14%。2023Q3 高档酒/中档酒/低档酒营收分别为 7.19/4.79/3.24 亿元，分别同比+16%/+15%/+17%，三季度高档酒营收增速环比加快。**分区域看**，2023Q1-Q3 河北/山东/安徽/湖南/其他省份/境外营收分别为 21.47/1.06/4.37/7.12/2.13/0.15 亿元，分别同比+6%/+17%/+16%/+38%/+34%/+37%，2023Q3 河北/山东/安徽/湖南/其他省份/境外营收分别为 9.00/0.45/2.00/2.85/0.88/0.05 亿元，分别同比+4%/+37%/+6%/+72%/+38%/+36%。2023Q3 省外营收占比同比+6.4pct 至 40.86%，省外市场加速扩张，其中湖南区域增速亮眼，主要系武陵酒业务扩张贡献增量。**分渠道看**，2023Q1-Q3 经销商/直销/线上营收分别为 33.78/2.03/0.49 亿元，分别同比+15%/+5%/+11%。2023Q3 经销商/直销/线上营收分别

为 14.33/0.76/0.13 亿元，分别同比+16%/+18%/+3%。经销渠道保持稳步增长，截至 2023Q3，公司总经销商数量为 11380 家，较 2023 年年初净增加 357 家。

盈利预测

我们看好公司内部改革红利释放，武陵酒全国化扩张顺利推进。根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 0.68/0.89/1.15 元（前值分别为 0.81/1.02/1.33 元），当前股价对应 PE 分别为 34/26/20 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	5,221	6,484	7,799
增长率（%）	15.5%	12.2%	24.2%	20.3%
归母净利润（百万元）	708	624	818	1,049
增长率（%）	81.8%	-11.9%	31.2%	28.2%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.68	0.89	1.15
ROE（%）	16.3%	13.0%	15.1%	16.8%

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	5,221	6,484	7,799
现金及现金等价物	1,095	1,607	2,220	3,068	营业成本	1,472	1,705	2,067	2,419
应收款	215	257	284	299	营业税金及附加	747	856	1,057	1,263
存货	3,046	3,158	3,338	3,531	销售费用	1,411	1,488	1,841	2,207
其他流动资产	905	656	691	709	管理费用	396	412	506	601
流动资产合计	5,261	5,678	6,533	7,607	财务费用	-9	-45	-62	-86
非流动资产：					研发费用	14	16	20	24
金融类资产	833	583	613	623	费用合计	1,812	1,872	2,305	2,746
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	4	3	2
无形资产	858	816	773	732	投资收益	25	12	10	8
长期股权投资	88	88	88	88	营业利润	935	830	1,089	1,396
其他非流动资产	816	816	816	816	加：营业外收入	10	7	6	5
非流动资产合计	3,656	3,497	3,339	3,189	减：营业外支出	10	2	3	4
资产总计	8,918	9,175	9,872	10,796	利润总额	935	835	1,092	1,397
流动负债：					所得税费用	227	211	275	351
短期借款	50	0	0	0	净利润	708	624	817	1,047
应付账款、票据	466	456	471	504	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	624	818	1,049
流动负债合计	4,414	4,222	4,299	4,407					
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%	12.2%	24.2%	20.3%
非流动负债合计	157	157	157	157	归母净利润增长率	81.8%	-11.9%	31.2%	28.2%
负债合计	4,571	4,379	4,456	4,564	盈利能力				
所有者权益					毛利率	68.4%	67.3%	68.1%	69.0%
股本	915	915	915	915	四项费用/营收	38.9%	35.8%	35.6%	35.2%
股东权益	4,347	4,796	5,416	6,232	净利率	15.2%	11.9%	12.6%	13.4%
负债和所有者权益	8,918	9,175	9,872	10,796	ROE	16.3%	13.0%	15.1%	16.8%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	51.3%	47.7%	45.1%	42.3%
净利润	708	624	817	1047	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	4	3	2	存货周转率	0.5	0.8	0.9	1.0
营运资金变动	-244	-297	-135	-108	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	621	490	839	1086	EPS	0.77	0.68	0.89	1.15
投资活动现金净流量	-388	367	85	99	P/E	29.6	33.6	25.6	20.0
筹资活动现金净流量	278	-225	-196	-231	P/S	4.5	4.0	3.2	2.7
现金流量净额	512	633	727	955	P/B	4.8	4.4	3.9	3.4

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。

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。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

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。