

降本增效改革蓄能，武陵酱酒势头延续

2023 年 10 月 29 日

➤ **事件：**公司于 2023 年 10 月 27 日发布 2023 年三季度报，23 年 Q1-3 实现营收 38.46 亿元，同增 11.30%；实现归母净利润 4.18 亿元，同减 21.60%；实现扣非归母净利润 3.86 亿元，同增 22.10%；截至 23Q3，合同负债为 20.26 亿元，同增 2.08%；销售收现 46.71 亿元，同增 10.43%。单季度看，23Q3 实现营收 16.14 亿元，同增 12.87%；归母净利润 2.01 亿元，同增 17.87%；扣非归母净利润 1.96 亿元，同增 21.19%。

➤ **武陵酒招商进展顺利，高端化转型节奏放缓。**分产品看，23 年 Q1-3 高档酒 / 中档酒 / 低档酒分别实现收入 17.66/10.62/8.02 亿元，同比 +11.09%/+19.54%/+14.45%，占比 48.65%/29.25%/22.10%。分区域看，23 年 Q1-3 河北 / 湖南 / 安徽 / 其他省份 / 山东 / 境外分别实现收入 21.47/7.12/4.37/2.13/1.06/0.15 亿元，分别同比 +6.07%/37.65%/15.91%/33.92%/17.21%/37.30%，占比 59.15%/19.61%/12.03%/5.87%/2.93%/0.41%。**经销商数量方面**，河北/安徽/山东/湖南/其他省份/境外 23 年第三季度末分别为 1729/165/189/8638/657/2 个，老白干本部及湖南武陵酱酒招商进展顺利。**分渠道看**，经销 / 直销（含团购） / 线上销售分别实现收入 33.78/2.03/0.49 亿元，分别同比 +14.80%/5.47%/+11.36%。

➤ **中高档产品增速放缓影响毛利率，控费增效持续推进。**公司产品结构升级步伐放慢，23 年 Q1-3 毛利率 66.75%，同比 -1.04pcts；期间费用投放减少，销售费用率 28.56%，同比 -2.13pcts；管理费用率 7.99%，同比 -0.80pcts；归母净利率 10.87%，同比 -4.56pcts。23Q3 实现毛利率 66.17%，同比 -1.05pcts；费用投放节奏持续管控，坚定降本增效，销售费用率 25.44%，同比 -1.57pcts；管理费用率 5.85%，同比 -2.66pcts；扣非归母净利率 12.14%，同比 +0.82pcts。

➤ **投资建议：**公司坚定聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌战略，河北省内老白干、板城承接消费升级，市场秩序逐步恢复，高档产品有望不断提升华北市场渗透率；湖南武陵酱酒全国化扩张持续；精细化控费增效改革有望带来业绩弹性。我们预计公司 23-25 年营收分别为 52.4/60.1/70.0 亿元；23-25 年归母净利润分别为 6.2/7.2/8.5 亿元；EPS 分别为 0.67/0.79/0.93 元，当前股价对应 PE 为 34/29/25 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。

推荐

维持评级

当前价格：

22.89 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理 胡慧铭

执业证书：S0100122070002

电话：021-80508452

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 1.老白干酒 (600559.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：提质增效持续推进，转型升级动能充足-2023/05/05
- 2.老白干酒 (600559.SH) 2022 年度业绩预告点评：改革激励成效亮眼，业绩增长动能强劲-2023/01/15
- 3.老白干酒 (600559.SH) 2022 年三季度报点评：精耕渠道，提质增效，业绩增长亮眼-2022/10/31
- 4.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
- 5.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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,653	5,243	6,005	6,997
增长率 (%)	15.5	12.7	14.5	16.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	708	615	719	853
增长率 (%)	81.8	-13.0	16.9	18.6
每股收益 (元)	0.77	0.67	0.79	0.93
PE	30	34	29	25
PB	4.8	4.5	4.1	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,653	5,243	6,005	6,997
营业成本	1,472	1,669	1,939	2,271
营业税金及附加	747	839	961	1,126
销售费用	1,411	1,565	1,759	2,012
管理费用	396	446	504	581
研发费用	14	16	18	22
EBIT	653	753	883	1,068
财务费用	-9	-19	-19	-23
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	25	21	25	29
营业利润	935	792	927	1,121
营业外收支	0	9	9	9
利润总额	935	801	936	1,130
所得税	227	186	217	277
净利润	708	615	719	853
归属于母公司净利润	708	615	719	853
EBITDA	811	928	1,093	1,317

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,095	1,120	1,374	1,690
应收账款及票据	182	230	378	441
预付款项	70	100	116	136
存货	3,046	2,987	3,573	4,138
其他流动资产	868	881	886	892
流动资产合计	5,261	5,318	6,328	7,297
长期股权投资	88	109	135	163
固定资产	1,755	1,862	1,951	2,043
无形资产	858	933	986	1,057
非流动资产合计	3,656	3,864	3,985	4,172
资产合计	8,918	9,182	10,312	11,469
短期借款	50	0	0	0
应付账款及票据	466	524	570	630
其他流动负债	3,898	3,826	4,430	4,953
流动负债合计	4,414	4,351	5,000	5,583
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	157	145	145	145
非流动负债合计	157	145	145	145
负债合计	4,571	4,495	5,145	5,728
股本	915	915	915	915
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,347	4,687	5,168	5,741
负债和股东权益合计	8,918	9,182	10,312	11,469

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.54	12.69	14.51	16.52
EBIT 增长率	32.87	15.21	17.24	21.07
净利润增长率	81.81	-13.03	16.86	18.56
盈利能力 (%)				
毛利率	68.36	68.16	67.70	67.54
净利率	15.21	11.74	11.98	12.19
总资产收益率 ROA	7.93	6.70	6.97	7.43
净资产收益率 ROE	16.28	13.13	13.92	14.85
偿债能力				
流动比率	1.19	1.22	1.27	1.31
速动比率	0.49	0.51	0.53	0.54
现金比率	0.25	0.26	0.27	0.30
资产负债率 (%)	51.26	48.96	49.89	49.94
经营效率				
应收账款周转天数	3.39	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	755.07	653.20	672.41	665.00
总资产周转率	0.56	0.58	0.62	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	0.67	0.79	0.93
每股净资产	4.75	5.12	5.65	6.28
每股经营现金流	0.68	0.72	0.86	1.09
每股股利	0.30	0.26	0.30	0.36
估值分析				
PE	30	34	29	25
PB	4.8	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA	23.63	20.65	17.53	14.54
股息收益率 (%)	1.31	1.14	1.33	1.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	708	615	719	853
折旧和摊销	157	175	210	249
营运资金变动	120	-45	-106	-71
经营活动现金流	621	658	789	993
资本开支	-45	-301	-296	-399
投资	-364	0	0	0
投资活动现金流	-388	-301	-296	-399
股权募资	181	0	0	0
债务募资	-185	-50	0	0
筹资活动现金流	-145	-332	-239	-279
现金净流量	88	25	255	315

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