

2023年05月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

改革势能向上，期待红利释放

—老白干酒（600559.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

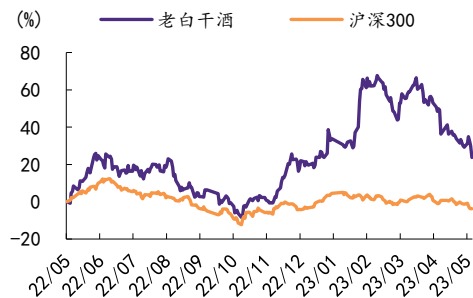
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-05-26

当前股价(元)	27.72
总市值(亿元)	254
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)	637.25

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）：2022年顺利收官，一季度可圈可点》2023-04-26
- 2、《老白干酒（600559）：经营持续向上，武陵酒可期》2023-01-16
- 3、《老白干酒（600559）：业绩符合预期，武陵酒表现优异》2022-10-29

■ 品牌建设多点发力，产品结构持续升级

品牌端：公司将通过名酒进名企、健康行、品鉴会、基地游等各种活动，加大品牌宣传力度；同时推动预算管理降本增效，费用率望持续改善。**产品端：**公司以300元以上的次高端和高端产品1915、老白干30年、十八酒坊、甲等20、15为重点，并持续提高品牌形象；其中甲等20和15作为公司发展重点，聚焦资源投入与市场推广。另外，武陵酒以上酱产品为主，随着产能落地，增长趋势可期。

■ 基地市场继续深入，渠道改革稳步推进

区域扩张：公司聚焦核心区域发展，省内石家庄、唐山、衡水市场为重点下沉市场，武陵酒则注重湖南省内长沙、常德市场增长，省外稳步开拓广东、福建、河南、河北4个重点市场。**渠道端：**目前已实现动态实时监测每日出货量，库存情况合理，甲等20等产品主动控量以保持健康价格体系。同时，公司在石家庄等市场推进股份制营销模式，与具备一定体量和资源的核心店合作推动高端产品销售。目前公司发展态势良好，改革持续向前，经营计划稳定开展。

■ 盈利预测

预计2023-2025年EPS分别为0.83/1.11/1.42元，当前股价对应PE分别为33/25/20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
主营业务收入(百万元)	4,653	6,015	7,429	8,831
增长率(%)	15.5%	29.3%	23.5%	18.9%
归母净利润(百万元)	708	760	1,017	1,299
增长率(%)	81.8%	7.5%	33.7%	27.8%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.83	1.11	1.42
ROE(%)	16.3%	15.5%	17.9%	19.5%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	1,095	1,447	2,282	3,380
应收款	215	297	326	339
存货	3,046	3,409	3,549	3,693
其他流动资产	905	967	1,002	1,020
流动资产合计	5,261	6,120	7,159	8,432
非流动资产:				
金融类资产	833	883	913	923
固定资产	1,755	1,721	1,640	1,544
在建工程	139	56	22	9
无形资产	858	816	773	732
长期股权投资	88	88	88	88
其他非流动资产	816	816	816	816
非流动资产合计	3,656	3,497	3,339	3,189
资产总计	8,918	9,616	10,497	11,621
流动负债:				
短期借款	50	100	140	160
应付账款、票据	466	492	500	528
其他流动负债	2,407	2,407	2,407	2,407
流动负债合计	4,414	4,565	4,675	4,788
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	157	157	157	157
非流动负债合计	157	157	157	157
负债合计	4,571	4,722	4,833	4,945
所有者权益				
股本	915	915	915	915
股东权益	4,347	4,894	5,665	6,675
负债和所有者权益	8,918	9,616	10,497	11,621

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	708	760	1015	1296
少数股东权益	0	0	-2	-3
折旧摊销	155	160	156	148
公允价值变动	3	0	0	0
营运资金变动	-244	-355	-103	-73
经营活动现金净流量	621	565	1065	1369
投资活动现金净流量	-388	67	85	99
筹资活动现金净流量	119	-163	-204	-266
现金流量净额	352	469	946	1,202

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,653	6,015	7,429	8,831
营业成本	1,472	1,803	2,140	2,456
营业税金及附加	747	962	1,181	1,395
销售费用	1,411	1,817	2,236	2,649
管理费用	396	505	617	724
财务费用	-9	-37	-58	-88
研发费用	14	19	23	27
费用合计	1,812	2,304	2,817	3,313
资产减值损失	4	3	2	1
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	25	20	15	12
营业利润	935	1,002	1,336	1,705
加: 营业外收入	10	8	7	6
减: 营业外支出	10	7	6	5
利润总额	935	1,003	1,337	1,706
所得税费用	227	243	322	409
净利润	708	760	1,015	1,296
少数股东损益	0	0	-2	-3
归母净利润	708	760	1,017	1,299

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	15.5%	29.3%	23.5%	18.9%
归母净利润增长率	81.8%	7.5%	33.7%	27.8%
盈利能力				
毛利率	68.4%	70.0%	71.2%	72.2%
四项费用/营收	38.9%	38.3%	37.9%	37.5%
净利率	15.2%	12.6%	13.7%	14.7%
ROE	16.3%	15.5%	17.9%	19.5%
偿债能力				
资产负债率	51.3%	49.1%	46.0%	42.6%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	21.6	20.3	22.8	26.1
存货周转率	0.5	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.77	0.83	1.11	1.42
P/E	35.8	33.3	24.9	19.5
P/S	5.4	4.2	3.4	2.9
P/B	5.8	5.2	4.5	3.8

■ 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。

■ 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。