

## 方正证券研究所证券研究报告

老白干酒(600559)

公司研究

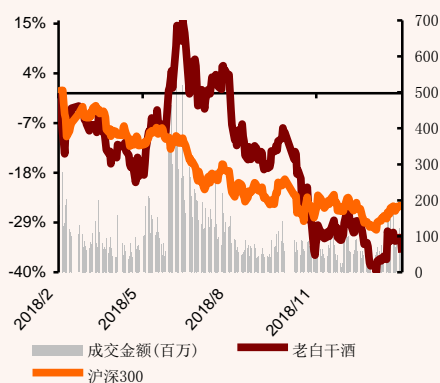
食品饮料行业

公司事件点评报告

2019.01.31/强烈推荐(维持)

**首席分析师:** 薛玉虎  
 执业证书编号: S1220514070004  
 TEL: 18516569939  
 E-mail: xueyuhu@foundersc.com  
**分析师:** 余驰  
 执业证书编号: S1220518050002  
 TEL:  
 E-mail: yuchi@foundersc.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

《并购协同效应显现，盈利水平持续恢复，次高端继续发力》2018.10.27  
 《收入增长提速，业绩弹性释放》2018.07.31  
 《调整成效显著，净利率加速回归》2018.07.17

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 事件描述

公司发布业绩预告,2018年预计净利为3.5亿元,同比增113%,扣非净利为3亿,同比增98%。其中Q4预计净利为1亿元,同比增122.9%,扣非净利为8266万元,同比增77.8%。

### 核心观点

**1、业绩延续高增长，净利回升中：**公司自15年混改完成后，经营管理方面实现蜕变，利润连续三年增速超过40%以上，18年更是翻倍，核心在于公司梳理产品结构、调整市场费用，净利润回升，18年净利率达到10%左右，仍有50%以上的提升空间，预计未来两年利润仍会维持30%-50%的增速。

**2、收购并表，丰联酒业贡献超预期，19年一季度弹性更大：**公司收购丰联酒业二季度开始并表，收入占比最大的一季度不在并表范围内，按照丰联收入情况，预计公司整体收入超过40亿，19年一季度并表后有低基数效应，业绩弹性较大；18年武陵酒和板城酒收入增速超过40%，板城由公司接管经营管理，18年梳理市场费用投入较大，未来对利润贡献仍有很大提升空间。

**3、老白干主业调整进入尾声，19年次高端发力：**主业18年表现较弱，收入增速只有个位数，核心原因在于公司自17年开始一直在梳理产品线，SKU由之前的700多个砍到现在的200个不到，影响这两年的增速。目前产品调整基本结束，适应行业趋势，公司发力300元以上价位的次高端，主打古法20年、1915、十八酒坊15年、20年，18年增速超过50%。

**4、公司经营进入正轨，各方面理顺后，发力高成长：**老白干酒作为河北省区域龙头，此前一直受到公司体制和竞争格局压制，通过国改以及并购之后，公司解决了此前的几大压制因素，基本面情况显示经营已进入正轨，未来两年公司净利率将逐步回归至行业正常水平，同时强强联手后也有望改善省内格局，提高市占率，在规模与盈利水平上再上一个台阶。

**5、盈利预测与评级：**预计18-20年EPS为0.52/0.79/1.08元(考虑定增摊薄后)，对应PE25/16/12倍，维持“强烈推荐”评级。

**6、风险提示：**1) 经济增速下降抑制行业需求；2) 宏观经济波动导致茅台五粮液等高端白酒价格下行，挤压次高端价位需求；3) 并购公司经营基本面不达预期；4) 食品安全风险。

**盈利预测:**

| 单位/百万     | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入     | 2534.97 | 3609.28 | 4509.39 | 5110.00 |
| (+/-) (%) | 3.96    | 42.38   | 24.94   | 13.32   |
| 净利润       | 163.52  | 348.59  | 523.39  | 717.22  |
| (+/-) (%) | 47.53   | 113.17  | 50.15   | 37.03   |
| EPS(元)    | 0.25    | 0.52    | 0.79    | 1.08    |
| P/E       | 126.14  | 24.71   | 16.46   | 12.01   |

数据来源: wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表          |         |         |         |         | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |                 | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| <b>流动资产</b>    | 2127.20 | 3814.15 | 4671.62 | 5569.16 | <b>营业总收入</b>    | 2534.97     | 3609.28      | 4509.39      | 5110.00      |
| 现金             | 850.03  | 1952.78 | 2418.80 | 3147.69 | 营业成本            | 952.71      | 1354.08      | 1640.76      | 1801.10      |
| 应收账款           | 0.37    | 0.99    | 1.24    | 1.40    | 营业税金及附加         | 395.65      | 559.44       | 698.96       | 792.05       |
| 其它应收款          | 21.84   | 24.72   | 30.89   | 30.80   | 营业费用            | 810.82      | 981.00       | 1185.97      | 1267.28      |
| 预付账款           | 21.24   | 27.08   | 36.10   | 39.62   | 管理费用            | 158.48      | 223.78       | 275.07       | 296.38       |
| 存货             | 1010.41 | 1521.03 | 1843.04 | 2023.15 | 财务费用            | -8.61       | -17.00       | -29.29       | -29.03       |
| 其他             | 223.32  | 287.56  | 341.56  | 326.50  | 资产减值损失          | 0.28        | 13.00        | 15.00        | 18.00        |
| <b>非流动资产</b>   | 760.20  | 690.78  | 656.71  | 613.66  | 公允价值变动收益        | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期投资           | 64.72   | 64.72   | 64.72   | 64.72   | 投资净收益           | 2.92        | 3.00         | 4.00         | 5.00         |
| 固定资产           | 568.56  | 512.51  | 491.39  | 462.86  | <b>营业利润</b>     | 227.55      | 497.98       | 726.93       | 969.22       |
| 无形资产           | 122.09  | 108.73  | 95.77   | 81.25   | 营业外收入           | 16.22       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他             | 4.83    | 4.83    | 4.83    | 4.83    | 营业外支出           | 4.62        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>资产总计</b>    | 2887.40 | 4504.93 | 5328.33 | 6182.82 | <b>利润总额</b>     | 239.15      | 497.98       | 726.93       | 969.22       |
| <b>流动负债</b>    | 1163.31 | 1595.76 | 1895.77 | 2033.04 | 所得税             | 75.63       | 149.39       | 203.54       | 252.00       |
| 短期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>净利润</b>      | 163.52      | 348.59       | 523.39       | 717.22       |
| 应付账款           | 92.24   | 129.84  | 157.33  | 172.71  | 少数股东损益          | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他             | 1071.07 | 1465.92 | 1738.43 | 1860.33 | <b>归属母公司净利润</b> | 163.52      | 348.59       | 523.39       | 717.22       |
| <b>非流动负债</b>   | 13.31   | 13.31   | 13.31   | 13.31   | EBITDA          | 268.58      | 538.47       | 752.71       | 994.24       |
| 长期借款           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EPS (元)         | 0.25        | 0.52         | 0.79         | 1.08         |
| 其他             | 13.31   | 13.31   | 13.31   | 13.31   |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1176.63 | 1609.07 | 1909.08 | 2046.35 | <b>主要财务比率</b>   | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 少数股东权益         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 438.06  | 666.01  | 666.01  | 666.01  | 营业收入            | 0.04        | 0.42         | 0.25         | 0.13         |
| 资本公积           | 685.06  | 1483.89 | 1483.89 | 1483.89 | 营业利润            | 0.35        | 1.19         | 0.46         | 0.33         |
| 留存收益           | 556.59  | 905.17  | 1428.56 | 2145.78 | 归属母公司净利润        | 0.48        | 1.13         | 0.50         | 0.37         |
| 归属母公司股东权益      | 1710.78 | 2895.86 | 3419.24 | 4136.47 | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 2887.40 | 4504.93 | 5328.33 | 6182.82 | 毛利率             | 0.62        | 0.62         | 0.64         | 0.65         |
|                |         |         |         |         | 净利率             | 0.06        | 0.10         | 0.12         | 0.14         |
|                |         |         |         |         | ROE             | 0.10        | 0.12         | 0.15         | 0.17         |
|                |         |         |         |         | ROIC            | 0.19        | 0.39         | 0.55         | 0.76         |
|                |         |         |         |         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | 资产负债率           | 0.41        | 0.36         | 0.36         | 0.33         |
|                |         |         |         |         | 净负债比率           | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
|                |         |         |         |         | 流动比率            | 1.83        | 2.39         | 2.46         | 2.74         |
|                |         |         |         |         | 速动比率            | 0.96        | 1.44         | 1.49         | 1.74         |
|                |         |         |         |         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | 总资产周转率          | 0.83        | 0.98         | 0.92         | 0.89         |
|                |         |         |         |         | 应收账款周转率         | 6888.88     | 5320.19      | 4054.67      | 3877.90      |
|                |         |         |         |         | 应付账款周转率         | 27.04       | 32.50        | 31.40        | 30.97        |
|                |         |         |         |         | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | 每股收益            | 0.25        | 0.52         | 0.79         | 1.08         |
|                |         |         |         |         | 每股经营现金          | -0.23       | 0.36         | 0.69         | 1.05         |
|                |         |         |         |         | 每股净资产           | 2.57        | 4.12         | 4.86         | 5.88         |
|                |         |         |         |         | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |         |         |         |         | P/E             | 126.14      | 24.71        | 16.46        | 12.01        |
|                |         |         |         |         | P/B             | 12.06       | 3.14         | 2.66         | 2.20         |
|                |         |         |         |         | EV/EBITDA       | 47.35       | 25.30        | 17.48        | 12.50        |
|                |         |         |         |         |                 |             |              |              |              |

| 现金流量表          |                |                |               |               |
|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
|                | 2017           | 2018E          | 2019E         | 2020E         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>-154.53</b> | <b>256.05</b>  | <b>487.02</b> | <b>739.89</b> |
| 净利润            | 163.52         | 348.59         | 523.39        | 717.22        |
| 折旧摊销           | 51.26          | 47.49          | 44.08         | 41.05         |
| 财务费用           | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 投资损失           | -2.92          | -3.00          | -4.00         | -5.00         |
| 营运资金变动         | -368.19        | -150.02        | -91.44        | -31.38        |
| 其他             | 1.79           | 13.00          | 15.00         | 18.00         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>63.33</b>   | <b>11.93</b>   | <b>-21.00</b> | <b>-11.00</b> |
| 资本支出           | -45.59         | 8.93           | -25.00        | -16.00        |
| 长期投资           | 105.93         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 其他             | 2.99           | 3.00           | 4.00          | 5.00          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-64.04</b>  | <b>834.76</b>  | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |
| 短期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 长期借款           | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 普通股增加          | 0.00           | 836.49         | 0.00          | 0.00          |
| 资本公积增加         | 0.00           | 10.00          | 10.00         | 12.00         |
| 其他             | -64.04         | -11.73         | -10.00        | -12.00        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-155.25</b> | <b>1102.75</b> | <b>466.02</b> | <b>728.89</b> |

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

|         | 北京  | 上海  | 深圳  | 长沙  |
|---------|---|---|---|---|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)                                  | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)                               | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)                                | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)                                  |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  | yjzx@foundersc.com  |