

强烈推荐-A (维持)

口子窖 603589.SH

目标估值: 66-74 元

当前股价: 53.8 元

2019 年 10 月 29 日

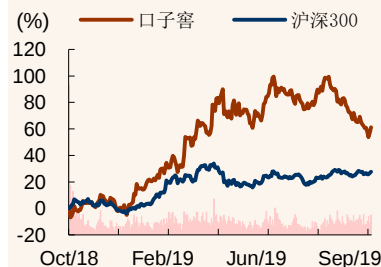
收入增速环比放缓, 期待更快提升份额

基础数据

上证综指	2980
总股本 (万股)	60000
已上市流通股 (万股)	60000
总市值 (亿元)	323
流通市值 (亿元)	323
每股净资产 (MRQ)	10.3
ROE	27.5
资产负债率	22.4%
主要股东	徐进
主要股东持股比例	18.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-14	32
相对表现	-12	-13	10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《口子窖 (603589) —Q2 环比加速, 升级趋势不改》2019-08-28
- 2、《口子窖 (603589) —穿越周期的长跑型选手》2019-06-17
- 3、《口子窖 (603589) —盈利能力持续增强, 价值低估待修复》2019-04-18

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
S1090519020001

公司 19Q3 收入利润分别-0.15%/-1.8%, 略低市场预期。Q3 收入略有下降, 主要系新品产能不足及省内渠道调整所致, 预计四季度收入将环比提速; Q3 业绩低于预期, 主要系上半年高端产品完成度较高, 三季度放缓发货节奏导致毛利率下降所致。中期来看, 安徽省内“升级+集中”趋势不改, 口子作为龙头之一将持续受益, 有望继续保持稳健增长。唯期待在省内集中度快速提升阶段, 公司能够进一步加大投入, 更快提升份额, 推动估值回升。略调整 19-21 年 EPS 2.97、3.33、3.70 元 (前次 3.06、3.51、3.94 元), 给予 20-21 年 20 倍 PE, 一年目标价 66 元, 两年目标价 74 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

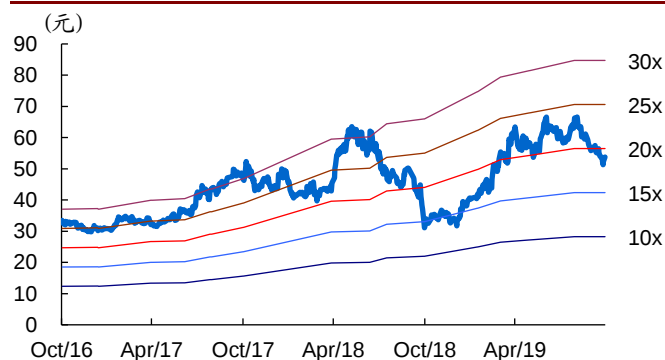
- **Q3 收入利润分别-0.15%/-1.8%, 略低市场预期。**公司 19 年前三季度营收 34.66 亿, 同比+8.05%, 归母净利润 12.96 亿, 同比+13.51%, 其中 Q3 单季营收 10.47 亿, 同比-0.15%, 归母净利润 4.01 亿, 同比-1.8%, 收入业绩略低市场预期。19Q3 末预收款 5.8 亿, 同比+1.2%, 环比增加 0.65 亿, 19Q3 销售回款 10.4 亿, 同比-9.2%, 经营净现金流 1.5 亿, 同比-66.1%, 主要系采购及职工工资增加所致。
- **新品产能不足及省内渠道调整致 Q3 收入略有下降, 预计四季度收入将环比提速。**公司 Q3 收入低于市场预期, 主要系两个原因: 一是公司新品产能未跟上, 影响发货进度, 公司新品初夏和仲秋原预计 Q3 推向市场, 由于产能不足, 只发了少量的货, 还有 2 亿+的订单未发货, 也未提前收款, 公司当前加快生产进度, 四季度新品发货有望加快; 二是公司二季度以来省内在做深度调整, 在做县级市场下沉及经销商裂变, 推进进度较慢, 对收入端也有所影响。投资者对 Q3 增速放缓较为担忧, 从过去两年情况看, 公司有自身的经营节奏, Q3 增速基本是全年最低, 预计 Q4 将环比提升, 且公司从不压货, 当前库存良性、价盘稳定, 基本面良好。
- **Q3 毛利率下降较多, 主要系上半年高端产品完成度较高, 三季度放缓发货节奏所致。**公司 19Q3 毛利率 70.41%, 同比-3.82%, 三季度毛利率下降较多, 主要系公司上半年高端产品任务完成度高 (上半年口子窖 20 年及以上已基本完成全年任务), 三季度高端产品控制发货节奏、开票较少所致。19Q3 销售费用率 5.67%, 同比+0.23pct, 管理费用率 (含研发费用) 4.86%, 同比+0.76pct, 税金及附加比率 14.48%, 同比-0.7pct, 净利率同比下降 0.64%至 38.28%。
- **省内持续深耕, 省外增速提升。**分区域看, 19 年前三季度公司省内、省外收入分别为 27.5 亿、6.7 亿, 分别同比+5.3%、+20.6%, 省内保持稳增, 省外增长提速。三季度公司继续发力省内渠道下沉, Q3 省内经销商新增 21 个至 405 个, 未来将继续完善乡镇布局; 省外经过近两年的调整, “省内大商走出去”, 点状化发展重点市场, 目前来看成效逐渐显现, 19 年前三季度省外占比提升至 19.6%。
- **省内进入集中度快速提升阶段, 期待公司能够进一步加大投入, 更快提升份额, 缩小与竞品的差距。**当前安徽白酒进入集中度加速提升阶段, 口子与古井作为省内两大龙头将持续受益, 但与竞品份额提升速度相比, 口子策略较为保守, 18 及 19 年前三季度收入增速均慢于竞品。我们认为, 在当前阶段, 份额提升速度更重要, 公司 19 年也加大了广告费用投入, 我们认为是正确做法, 期待公司能够进一步加大市场与品牌投入, 更快提升份额, 缩小与竞品之间的差距。公司净利率远高于同价位公司, 有充足余量进行品牌和渠道投入。
- **季度波动不改长期稳健趋势, 期待公司更快提升份额, 推动估值回升, 维持“强烈推荐-A”评级。**口子管理层战略目标长远, 不追求短期收益, 营销狼性不强, 更加注重稳健经营, 受此影响, 公司收入增速低于古井, 年初以来估值也低于板块平均水平。考虑到当前安徽白酒进入集中度加速提升阶段, 份额提升速度更重要, 期待公司能够进一步加大投入, 更快提升份额, 推动估值回升。略调整 19-21 年 EPS 2.97、3.33、3.70 元 (前次 3.06、3.51、3.94 元), 给予 20-21 年 20 倍 PE, 一年目标价 66 元, 两年目标价 74 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 需求回落、省内竞品加大投入、省外拓展不及预期。

表 1: 口子窖单季度利润表

单位: 百万元	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q1-3	19Q1-3
一、营业总收入	887	1250	909	1048	1061	1362	1057	1047	3207	3466
二、营业总成本	528	663	521	526	585	661	610	566	1710	1838
其中: 营业成本	217	316	237	270	271	302	280	310	823	892
营业税金及附加	140	194	154	159	172	193	166	152	508	511
营业费用	115	111	87	57	81	123	106	59	255	288
管理费用	58	44	43	42	52	47	60	49	127	155
研发费用	0	0	0	1	2	1	2	2	3	5
财务费用	-2	-2	-1	-3	-1	-5	0	-5	-7	-10
资产减值损失	2	0	0	0	8	0	-4	0	0	-3
三、其他经营收益	17	9	13	25	37	16	41	12	47	69
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	17	9	13	25	37	16	41	12	47	69
四、营业利润	376	596	402	547	514	717	488	492	1545	1697
加: 营业外收入	0	2	0	2	1	0	0	0	4	1
减: 营业外支出	2	1	0	4	0	5	1	1	4	7
五、利润总额	374	597	402	545	515	713	487	492	1544	1691
减: 所得税	163	149	118	137	124	168	132	92	404	391
六、净利润	211	448	285	408	390	545	356	400	1141	1300
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	211	448	285	408	390	545	356	400	1141	1300
EPS	0.35	0.75	0.47	0.68	0.65	0.91	0.59	0.67	1.90	2.17
主要比率										
毛利率	75.5%	74.7%	73.9%	74.2%	74.5%	77.8%	73.5%	70.4%	74.3%	74.3%
主营税金率	15.8%	15.5%	17.0%	15.2%	16.2%	14.2%	15.7%	14.5%	15.8%	14.7%
营业费率	12.9%	8.9%	9.6%	5.4%	7.6%	9.0%	10.1%	5.7%	8.0%	8.3%
管理费率	6.5%	3.5%	4.8%	4.0%	4.9%	3.4%	5.7%	4.7%	4.0%	4.5%
研发费率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润率	42.3%	47.7%	44.2%	52.2%	48.4%	52.7%	46.2%	47.0%	48.2%	49.0%
实际税率	43.5%	24.9%	29.2%	25.2%	24.1%	23.5%	27.0%	18.7%	26.1%	23.1%
净利率	23.8%	35.9%	31.3%	38.9%	36.8%	40.0%	33.7%	38.2%	35.6%	37.5%
YoY										
收入增长率	79.2%	21.0%	27.5%	8.2%	19.6%	9.0%	16.3%	-0.2%	18.1%	8.1%
营业利润增长率	244.6%	36.6%	60.4%	10.1%	36.7%	20.4%	21.5%	-10.1%	30.5%	9.9%
净利润增长率	197.5%	37.0%	43.3%	8.8%	84.7%	21.6%	25.0%	-2.0%	26.6%	14.0%

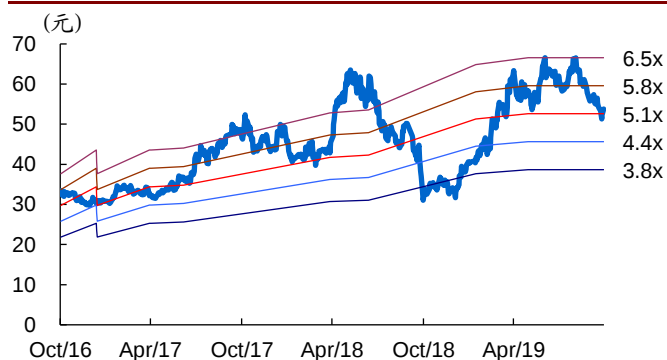
资料来源: 公司报表

图 1: 口子窖历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 口子窖历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《口子窖（603589）—Q2 环比加速，升级趋势不改》2019-08-28
- 2、《口子窖（603589）—穿越周期的长跑型选手》2019-06-17
- 3、《口子窖（603589）—盈利能力持续增强，价值低估待修复》2019-04-18

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5587	6411	7893	9522	11301
现金	1352	1272	2354	3517	4852
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	712	834	918	1008	1099
应收款项	12	13	5	6	6
其它应收款	2	4	6	6	7
存货	1800	2016	2111	2241	2347
其他	1709	2272	2499	2745	2991
非流动资产	2089	2431	2494	2536	2576
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1138	1326	1436	1519	1596
无形资产	424	464	418	376	338
其他	527	641	641	641	641
资产总计	7676	8842	10387	12058	13877
流动负债	2527	2602	2824	3018	3203
短期借款	0	0	50	50	50
应付账款	243	193	203	215	226
预收账款	856	918	967	1026	1075
其他	1428	1492	1604	1727	1853
长期负债	65	73	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他	65	73	65	65	65
负债合计	2592	2675	2889	3083	3268
股本	600	600	600	600	600
资本公积金	977	977	977	977	977
留存收益	3508	4591	5922	7398	9020
少数股东权益	0	0	0	0	12
归属于母公司所有者权益	5085	6167	7499	8975	10597
负债及权益合计	7676	8842	10387	12058	13877

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1569	1120	1562	1738	1952
净利润	1113	1531	1781	2000	2218
折旧摊销	106	112	155	158	161
财务费用	(11)	1	(35)	(58)	(85)
投资收益	(48)	(84)	(85)	(90)	(95)
营运资金变动	391	(453)	(213)	(274)	(260)
其它	18	12	(41)	2	14
投资活动现金流	(598)	(749)	(200)	(200)	(200)
资本支出	(177)	(273)	(200)	(200)	(200)
其他投资	(421)	(476)	0	0	0
筹资活动现金流	(270)	(450)	(280)	(376)	(416)
借款变动	(139)	(272)	50	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(210)	(270)	(450)	(523)	(596)
其他	79	92	120	148	180
现金净增加额	701	(79)	1083	1162	1336

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3603	4269	4696	5158	5621
营业成本	976	1094	1153	1224	1282
营业税金及附加	618	680	691	754	822
营业费用	319	336	375	417	454
管理费用	185	179	197	217	236
研发费用	0	5	6	6	7
财务费用	(10)	(8)	(35)	(58)	(85)
资产减值损失	3	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	49	84	85	90	95
营业利润	1560	2058	2395	2688	3000
营业外收入	3	5	6	8	8
营业外支出	3	4	1	0	0
利润总额	1561	2059	2400	2696	3008
所得税	448	528	619	697	779
净利润	1113	1531	1781	2000	2230
少数股东损益	0	0	0	0	12
归属于母公司净利润	1113	1531	1781	2000	2218
EPS (元)	1.86	2.55	2.97	3.33	3.70

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	27%	18%	10%	10%	9%
营业利润	48%	32%	16%	12%	12%
净利润	42%	38%	16%	12%	11%
获利能力					
毛利率	72.9%	74.4%	75.5%	76.3%	77.2%
净利率	30.9%	35.9%	37.9%	38.8%	39.5%
ROE	21.9%	24.8%	23.6%	21.9%	20.4%
ROIC	21.5%	24.4%	22.9%	21.4%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	33.8%	30.3%	27.8%	25.6%	23.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.4%
流动比率	2.2	2.5	2.8	3.2	3.5
速动比率	1.5	1.7	2.0	2.4	2.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转率	245.4	339.4	514.4	959.1	955.5
应付帐款周转率	4.4	5.0	5.8	5.9	5.8
每股资料 (元)					
EPS	1.86	2.55	2.97	3.33	3.70
每股经营现金	2.61	1.87	2.60	2.90	3.25
每股净资产	8.47	10.28	12.58	15.19	18.11
每股股利	0.45	0.75	0.87	0.99	1.12
估值比率					
PE	29.0	21.1	18.1	16.1	14.6
PB	6.3	5.2	4.3	3.5	3.0
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。