

# 口子窖 (603589)

证券研究报告

2020年08月29日

## 环比好转动销真实，费用投放加大厚积待薄发

**事件：**公司发布 2020 半年报，2020 上半年公司实现收入 15.7 亿元，同比减少 35.12%，实现归母净利 4.86 亿元，同比减少 45.65%，其中 2020Q2 实现收入 7.92 亿元，同比减少 25.07%，实现归母净利 2.43 亿元，同比减少 30.53%，符合预期。

**收入业绩环比好转，经营性现金流降幅大是疫情真实动销、渠道库存合理的反映。**分产品价位来看，高端酒上半年实现收入 14.9 亿元，同比减少 34.71%；中档酒实现收入 0.25 亿元，同比减少 63.73%，低档酒实现收入 0.32 亿元，同比减少 31.67%，高端酒占整体收入 95%，收入下降主要还是受疫情的影响。上半年公司经营性现金流净额-3.88 亿元，同比下降-297.27%，主要是由于销售收到的现金减少。这说明了公司在疫情期间并未给渠道大幅压货，也没有给经销商打款施压，反映的是渠道终端真实动销。

**上半年渠道费用投放明显加大，蓄力增长。**2020H1 公司实现毛利率 76.27%，同比提升 0.33pct，产品结构持续升级。实现净利率 30.99%，同比下降-6pct，净利率的下降主要是由于销售费用率上升所致，上半年公司销售费用率 16.07%，同比上升 6.6pct，而销售费用率是由 Q1 开始，连续两个季度都明显提升，销售费用上升主要是广告费与职工薪酬增幅较大所致，不同于其他公司疫情期销售费用率下降，口子窖今年以来费用持续投入，为后续发展蓄力。分渠道看，公司直营渠道实现收入 0.23 亿元，同比增长 4.27%；经销渠道实现收入 15.3 亿元，同比减少 35.85%；分区域看，省内实现收入 11.76 亿元，同比减少 38.99%，省外实现收入 3.71 亿元，同比减少 21.02%，经销商数量净增长 5 家。我们看好费用投放下未来的增长。

**品质佳与渠道利润稳定丰厚筑立口子发展基石，公司稳扎稳打，厚积待薄发。**伴随公司业绩风险逐步释放，同时市场竞争中释放出积极信号，短期基本面有望实现逐季改善。从未来省内竞争格局来看，口子窖依靠独特优质的产品品质以及长期健康良性的渠道利润体系多年来积攒的品牌美誉度是公司的核心基石，伴随公司产能扩张完成以及逐步加大市场营销力度，省内竞争力有望不断提升。

**投资建议：**预计 2020-2022 年营业收入 48.08/54.99/62.62 亿元，同比 +2.90%/14.37%/13.88%，归母净利润 17.40/20.11/23.05 亿元，同比 +1.13%/15.60%/14.62%，EPS 分别为 2.90/3.35/3.84 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**渠道改革不及预期，省内竞争加剧，人均可支配收入增长缓慢，政策风险，食品安全风险等。

| 财务数据和估值     | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 4,268.96 | 4,672.09 | 4,807.68 | 5,498.52 | 6,261.71 |
| 增长率(%)      | 18.50    | 9.44     | 2.90     | 14.37    | 13.88    |
| EBITDA(百万元) | 2,167.52 | 2,411.12 | 2,421.45 | 2,837.52 | 3,208.35 |
| 净利润(百万元)    | 1,532.66 | 1,720.21 | 1,739.60 | 2,010.89 | 2,304.86 |
| 增长率(%)      | 37.62    | 12.24    | 1.13     | 15.60    | 14.62    |
| EPS(元/股)    | 2.55     | 2.87     | 2.90     | 3.35     | 3.84     |
| 市盈率(P/E)    | 22.55    | 20.09    | 19.87    | 17.19    | 14.99    |
| 市净率(P/B)    | 5.60     | 4.93     | 4.43     | 3.97     | 3.55     |
| 市销率(P/S)    | 8.10     | 7.40     | 7.19     | 6.29     | 5.52     |
| EV/EBITDA   | 9.07     | 12.01    | 12.17    | 10.47    | 8.81     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 食品饮料/饮料制造 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 57.6 元    |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 600.00      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 600.00      |
| A 股总市值(百万元)   | 34,560.00   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 34,560.00   |
| 每股净资产(元)      | 10.88       |
| 资产负债率(%)      | 18.35       |
| 一年内最高/最低(元)   | 68.88/34.80 |

### 作者

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《口子窖-公司深度研究:低调的奢华，精粹酒质与稳固渠道的比翼升级》 2020-07-24
- 《口子窖-年报点评报告:稳扎稳打练内功，长期增长动力强》 2020-04-28
- 《口子窖-年报点评报告:年报点评—徽酒龙头持续发力，高增长可期》 2019-04-18

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      |                 |                 |                  |                  |                  | 利润表(百万元)         |                 |                 |                 |                 |                 |
|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                 | 2018            | 2019            | 2020E            | 2021E            | 2022E            |                  | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
| 货币资金            | 1,271.78        | 1,533.19        | 2,638.20         | 2,380.78         | 3,790.52         | 营业收入             | 4,268.96        | 4,672.09        | 4,807.68        | 5,498.52        | 6,261.71        |
| 应收票据及应收账款       | 847.49          | 647.25          | 927.18           | 934.21           | 1,123.68         | 营业成本             | 1,094.23        | 1,169.26        | 1,185.85        | 1,343.75        | 1,521.70        |
| 预付账款            | 6.20            | 34.43           | 11.83            | 17.98            | 21.01            | 营业税金及附加          | 679.78          | 710.06          | 728.36          | 831.93          | 945.52          |
| 存货              | 2,015.90        | 2,332.62        | 1,923.01         | 2,912.31         | 2,619.61         | 营业费用             | 336.27          | 395.86          | 413.46          | 492.12          | 544.77          |
| 其他              | 2,269.96        | 2,340.36        | 2,307.94         | 2,328.82         | 2,328.41         | 管理费用             | 179.46          | 219.12          | 230.77          | 255.68          | 289.29          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>6,411.34</b> | <b>6,887.84</b> | <b>7,808.15</b>  | <b>8,574.10</b>  | <b>9,883.24</b>  | 研发费用             | 5.23            | 5.44            | 5.77            | 6.60            | 7.51            |
| 长期股权投资          | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 财务费用             | (8.00)          | (13.32)         | (20.54)         | (24.71)         | (30.38)         |
| 固定资产            | 1,361.82        | 1,625.10        | 1,986.70         | 2,252.14         | 2,312.17         | 资产减值损失           | 7.28            | (3.59)          | 2.19            | 1.96            | 0.19            |
| 在建工程            | 497.72          | 411.90          | 329.84           | 304.62           | 309.60           | 公允价值变动收益         | 0.00            | 35.24           | (35.24)         | 23.00           | (3.59)          |
| 无形资产            | 463.96          | 444.59          | 436.21           | 453.83           | 485.74           | 投资净收益            | 83.65           | 59.77           | 63.78           | 69.07           | 64.21           |
| 其他              | 107.41          | 131.90          | 144.34           | 157.32           | 171.04           | 其他               | (168.76)        | (183.66)        | (57.09)         | (184.13)        | (121.24)        |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>2,430.92</b> | <b>2,613.48</b> | <b>2,897.09</b>  | <b>3,167.90</b>  | <b>3,278.54</b>  | <b>营业利润</b>      | <b>2,059.83</b> | <b>2,277.91</b> | <b>2,290.36</b> | <b>2,683.26</b> | <b>3,043.73</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>8,842.26</b> | <b>9,501.33</b> | <b>10,705.24</b> | <b>11,742.00</b> | <b>13,161.78</b> | 营业外收入            | 5.07            | 2.24            | 3.50            | 3.60            | 3.12            |
| 短期借款            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 营业外支出            | 4.28            | 7.83            | 4.92            | 5.68            | 6.14            |
| 应付票据及应付账款       | 615.58          | 677.42          | 650.20           | 860.97           | 838.25           | <b>利润总额</b>      | <b>2,060.62</b> | <b>2,272.33</b> | <b>2,288.94</b> | <b>2,681.19</b> | <b>3,040.71</b> |
| 其他              | 1,986.15        | 1,687.10        | 2,172.74         | 2,086.26         | 2,484.18         | 所得税              | 527.95          | 552.12          | 549.35          | 670.30          | 735.85          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>2,601.74</b> | <b>2,364.52</b> | <b>2,822.94</b>  | <b>2,947.23</b>  | <b>3,322.43</b>  | <b>净利润</b>       | <b>1,532.66</b> | <b>1,720.21</b> | <b>1,739.60</b> | <b>2,010.89</b> | <b>2,304.86</b> |
| 长期借款            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 少数股东损益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,532.66</b> | <b>1,720.21</b> | <b>1,739.60</b> | <b>2,010.89</b> | <b>2,304.86</b> |
| 其他              | 73.12           | 125.05          | 87.72            | 95.30            | 102.69           | 每股收益(元)          | 2.55            | 2.87            | 2.90            | 3.35            | 3.84            |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>73.12</b>    | <b>125.05</b>   | <b>87.72</b>     | <b>95.30</b>     | <b>102.69</b>    |                  |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>     | <b>2,674.86</b> | <b>2,489.57</b> | <b>2,910.67</b>  | <b>3,042.53</b>  | <b>3,425.12</b>  |                  |                 |                 |                 |                 |                 |
| 少数股东权益          | 0.00            | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>主要财务比率</b>    | <b>2018</b>     | <b>2019</b>     | <b>2020E</b>    | <b>2021E</b>    | <b>2022E</b>    |
| 股本              | 600.00          | 600.00          | 600.00           | 600.00           | 600.00           | <b>成长能力</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| 资本公积            | 976.88          | 976.88          | 976.88           | 976.88           | 976.88           | 营业收入             | 18.50%          | 9.44%           | 2.90%           | 14.37%          | 13.88%          |
| 留存收益            | 5,567.40        | 6,411.75        | 7,194.57         | 8,099.47         | 9,136.66         | 营业利润             | 31.98%          | 10.59%          | 0.55%           | 17.15%          | 13.43%          |
| 其他              | (976.88)        | (976.88)        | (976.88)         | (976.88)         | (976.88)         | 归属于母公司净利润        | 37.62%          | 12.24%          | 1.13%           | 15.60%          | 14.62%          |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>6,167.40</b> | <b>7,011.75</b> | <b>7,794.57</b>  | <b>8,699.47</b>  | <b>9,736.66</b>  | <b>获利能力</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>8,842.26</b> | <b>9,501.33</b> | <b>10,705.24</b> | <b>11,742.00</b> | <b>13,161.78</b> | 毛利率              | 74.37%          | 74.97%          | 75.33%          | 75.56%          | 75.70%          |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 净利率              | 35.90%          | 36.82%          | 36.18%          | 36.57%          | 36.81%          |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | ROE              | 24.85%          | 24.53%          | 22.32%          | 23.12%          | 23.67%          |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | ROIC             | 42.14%          | 35.80%          | 57.28%          | 73.52%          | 59.51%          |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | <b>偿债能力</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 资产负债率            | 30.25%          | 26.20%          | 27.19%          | 25.91%          | 26.02%          |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 净负债率             | -20.62%         | -21.87%         | -33.85%         | -27.37%         | -38.93%         |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 流动比率             | 2.46            | 2.91            | 2.77            | 2.91            | 2.97            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 速动比率             | 1.69            | 1.93            | 2.08            | 1.92            | 2.19            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | <b>营运能力</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 应收账款周转率          | 5.43            | 6.25            | 6.11            | 5.91            | 6.09            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 存货周转率            | 2.24            | 2.15            | 2.26            | 2.27            | 2.26            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 总资产周转率           | 0.52            | 0.51            | 0.48            | 0.49            | 0.50            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | <b>每股指标(元)</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 每股收益             | 2.55            | 2.87            | 2.90            | 3.35            | 3.84            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 每股经营现金流          | 1.87            | 2.16            | 3.91            | 2.09            | 4.80            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 每股净资产            | 10.28           | 11.69           | 12.99           | 14.50           | 16.23           |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | <b>估值比率</b>      |                 |                 |                 |                 |                 |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 市盈率              | 22.55           | 20.09           | 19.87           | 17.19           | 14.99           |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | 市净率              | 5.60            | 4.93            | 4.43            | 3.97            | 3.55            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | EV/EBITDA        | 9.07            | 12.01           | 12.17           | 10.47           | 8.81            |
|                 |                 |                 |                  |                  |                  | EV/EBIT          | 9.57            | 12.72           | 12.99           | 11.17           | 9.38            |

  

| 现金流量表(百万元)     |                 |                 |                 |                   |                   |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
|                | 2018            | 2019            | 2020E           | 2021E             | 2022E             |
| 净利润            | 1,532.66        | 1,720.21        | 1,739.60        | 2,010.89          | 2,304.86          |
| 折旧摊销           | 112.42          | 135.23          | 151.63          | 178.96            | 194.99            |
| 财务费用           | 0.71            | 0.00            | (20.54)         | (24.71)           | (30.38)           |
| 投资损失           | (83.65)         | (59.77)         | (63.78)         | (69.07)           | (64.21)           |
| 营运资金变动         | (1,005.10)      | 1,709.13        | 573.42          | (867.69)          | 478.48            |
| 其它             | 562.66          | (2,207.77)      | (35.24)         | 23.00             | (3.59)            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,119.72</b> | <b>1,297.02</b> | <b>2,345.09</b> | <b>1,251.39</b>   | <b>2,880.15</b>   |
| 资本支出           | 449.80          | 240.88          | 460.13          | 429.21            | 284.51            |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (1,198.63)      | (336.36)        | (763.97)        | (856.74)          | (517.64)          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(748.83)</b> | <b>(95.48)</b>  | <b>(303.84)</b> | <b>(427.52)</b>   | <b>(233.13)</b>   |
| 债权融资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00              |
| 股权融资           | 8.00            | 13.32           | 20.54           | 24.71             | 30.38             |
| 其他             | (458.00)        | (913.32)        | (956.78)        | (1,105.99)        | (1,267.67)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(450.00)</b> | <b>(900.00)</b> | <b>(936.24)</b> | <b>(1,081.28)</b> | <b>(1,237.29)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(79.12)</b>  | <b>301.54</b>   | <b>1,105.00</b> | <b>(257.41)</b>   | <b>1,409.74</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |