

口子窖 (603589.SH)

营销体系变革加速，回购激励显发展信心

事件: 3月26日公司发布回购股份方案公告。公司公告拟使用自有资金回购本公司A股股份，拟回购资金总额不低于1亿元，最高不超过2亿元，资金来源为自有资金。回购价格不超过50元/股，回购期限为自股东大会审议通过最终回购股份方案之日起不超过12个月，回购股份将用于公司股权激励。

股权激励绑定利益，激发公司经营活力。 口子窖作为白酒行业中为数不多的民营企业，管理层风格稳健务实，决策制定灵活自主，一直追求稳健增长。公司管理层任职时间均较长，平均任职时间高达20年，多数高管经验丰富且对行业认知深刻，亦参与了早年的股权激励；而公司年轻骨干、中层管理人员持股不多，为公司长远发展，公司再次推出激励方案绑定核心管理团队。按照回购金额上限2亿元、回购价格上限50元/股测算，预计回购股份数量为4百万股，占公司总股本的0.67%，我们认为本次股权激励有助于公司建立长效激励机制，充分调动中高级人员和核心骨干的积极性，深度绑定股东和管理团队利益，可增强公司凝聚力。面对徽酒激烈的竞争环境，股权激励有望进一步提高公司的核心竞争力。

疫情对动销造成短期冲击，预计二季度动销逐步恢复。 根据渠道调研反馈，地产酒春节期间销售占比较高，故受疫情影响较大，我们预计将影响全年收入的10%-15%。目前地产酒的主要消费场景暂未恢复，比如婚宴宴席等，导致渠道，终端库存较高，叠加投资者恐慌情绪，口子窖股价下跌明显，1月17日至今回调幅度超过30%。公司一贯经营风格稳健，顺价销售，不压货，库存维持良性，并且大商模式下公司经销商资金充裕，队伍稳定，品牌忠诚度高，因此渠道抗风险能力均较强。节后价盘较节前略下滑，口10终端价210-220元，环比下滑20元左右，口20价格330-350元，环比下降30元，与古16降幅相同。新品方面，初夏仲秋价格略降，初夏价格200-220元，与口10，古8相近，仲秋价格约300-320元。3月动销同比下滑明显，但是价盘环比持平。预计4、5月白酒消费场景恢复，开瓶率上升，动销逐步恢复正常。本次股票回购传达出公司对未来发展的信心，有利于稳定投资者对公司股票长期价值的预期。

省内消费升级趋势持续，营销体系加速变革。 口子窖定位中高端，受益省内消费升级红利，产品结构持续优化，持续挤压中低端酒企市场份额。此外面对市场新的竞争环境，2019年下半年公司积极调整，转变营销思路，加大市场费用投入，增加对经销商的资源支持，并且推出新品对价格带进行补充，初夏成交价200-210元，仲秋成交价300-320元，分别填补小池窖与口10，口10与口20之间的价格带。2020年春节促销提前，对核心客户做品鉴和抽奖等活动，同时加大新品（初夏，仲秋）的推广力度，包括陈列、促销、买断等，给予经销商高于竞品的渠道利润来抢占市场。我们认为公司此次通过回购股份进行股权激励，有助于强化管理团队的执行力，提高公司营销改革策略的执行效率，加快渠道和营销体系变革，激发公司长期活力。

盈利预测: 我们预测公司2019-2021年归母净利润为17.9/20.0/22.8亿元，对应EPS分别为2.98/3.32/3.80元，对应2019-2021年市盈率分别为13.6/12.2/10.6倍。看好公司中长期稳健发展，目前处于历史估值低位，调高至“买入”评级，目标价53元，对应2020年16倍PE。

风险提示: 疫情影响时间不确定，省内竞争加剧。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,603	4,269	4,763	5,208	5,759
增长率 yoy (%)	27.3	18.5	11.6	9.3	10.6
归母净利润(百万元)	1,114	1,533	1,791	1,994	2,279
增长率 yoy (%)	42.1	37.6	16.8	11.3	14.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.86	2.55	2.98	3.32	3.80
净资产收益率 (%)	21.9	24.9	25.4	23.2	22.0
P/E(倍)	21.8	15.8	13.6	12.2	10.6
P/B(倍)	4.8	3.9	3.4	2.8	2.3

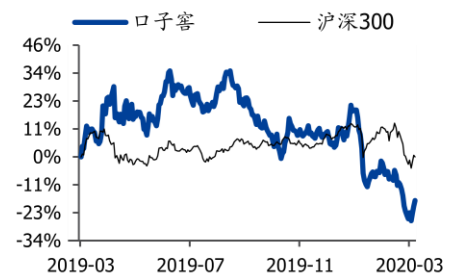
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(调高)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	增持
最新收盘价	40.44
总市值(百万元)	24,264.00
总股本(百万股)	600.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.70

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 李梦鹏

邮箱: limengxian@gszq.com

相关研究

1、《口子窖(603589.SH): 徽酒龙头, 行稳致远》
2019-04-24



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,587	6,411	7,744	12,738	14,899
现金	1,352	1,272	2,368	7,198	9,010
应收票据及应收账款	12	13	15	16	18
其他应收款	2	0	2	0	3
预付账款	7	6	8	8	10
存货	1,800	2,016	2,190	2,251	2,497
其他流动资产	2,415	3,104	3,161	3,266	3,360
非流动资产	2,089	2,431	2,571	2,735	2,975
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,175	1,362	1,531	1,666	1,827
无形资产	424	464	490	527	564
其他非流动资产	490	605	550	542	584
资产总计	7,676	8,842	10,315	15,473	17,873
流动负债	2,527	2,602	3,184	3,606	4,410
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	243	193	287	219	322
其他流动负债	2,284	2,409	2,897	3,386	4,088
非流动负债	65	73	73	3,273	3,110
长期借款	0	0	0	3,200	3,037
其他非流动负债	65	73	73	73	73
负债合计	2,592	2,675	3,257	6,879	7,520
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	600	600	600	600	600
资本公积	977	977	977	977	977
留存收益	3,508	4,591	5,628	6,746	7,970
归属母公司股东权益	5,085	6,167	7,058	8,594	10,354
负债和股东权益	7,676	8,842	10,315	15,473	17,873

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,569	1,120	2,159	1,473	2,560
净利润	1,114	1,533	1,791	1,994	2,279
折旧摊销	106	112	110	129	148
财务费用	-10	-8	-19	-51	-100
投资损失	-48	-84	-69	-56	-64
营运资金变动	447	-459	346	-542	297
其他经营现金流	-39	25	0	0	0
投资活动现金流	-598	-749	-181	-237	-324
资本支出	177	273	140	164	240
长期投资	-500	-560	0	0	0
其他投资现金流	-921	-1,036	-41	-73	-84
筹资活动现金流	-270	-450	-881	3,594	-423
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	3,200	-163
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-270	-450	-881	394	-260
现金净增加额	701	-79	1,096	4,830	1,812

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,603	4,269	4,763	5,208	5,759
营业成本	976	1,094	1,206	1,273	1,361
营业税金及附加	618	680	700	781	864
营业费用	319	336	400	437	484
管理费用	185	179	214	229	248
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-10	-8	-19	-51	-100
资产减值损失	3	7	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	48	84	69	56	64
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,561	2,060	2,330	2,594	2,966
营业外收入	3	5	1	4	3
营业外支出	3	4	0	2	2
利润总额	1,561	2,061	2,332	2,596	2,967
所得税	448	528	541	602	688
净利润	1,114	1,533	1,791	1,994	2,279
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,114	1,533	1,791	1,994	2,279
EBITDA	1,626	2,135	2,387	2,634	2,975
EPS (元)	1.86	2.55	2.98	3.32	3.80

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	27.3	18.5	11.6	9.3	10.6
营业利润(%)	47.8	32.0	13.1	11.3	14.3
归属于母公司净利润(%)	42.1	37.6	16.8	11.3	14.3
获利能力					
毛利率(%)	72.9	74.4	74.7	75.6	76.4
净利率(%)	30.9	35.9	37.6	38.3	39.6
ROE(%)	21.9	24.9	25.4	23.2	22.0
ROIC(%)	21.1	24.1	24.6	15.2	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	33.8	30.3	31.6	44.5	42.1
净负债比率(%)	-26.6	-20.6	-33.6	-37.2	-48.4
流动比率	2.2	2.5	2.4	3.5	3.4
速动比率	1.5	1.7	1.7	2.9	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.52	0.50	0.40	0.35
应收账款周转率	245.4	339.4	339.4	339.4	339.4
应付账款周转率	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.86	2.55	2.98	3.32	3.80
每股经营现金流(最新摊薄)	2.12	1.22	3.60	2.45	4.27
每股净资产(最新摊薄)	8.47	10.28	11.76	14.32	17.26
估值比率					
P/E	21.8	15.8	13.6	12.2	10.6
P/B	4.8	3.9	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	14.1	10.8	9.2	8.0	6.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

事件：3月26日公司发布回购股份方案公告。公司公告拟使用自有资金回购本公司A股股份，拟回购资金总额不低于1亿元，最高不超过2亿元，资金来源为自有资金。回购价格不超过50元/股，回购期限为自股东大会审议通过最终回购股份方案之日起不超过12个月，回购股份将用于公司股权激励。

股权激励绑定利益，激发公司经营活力。中国白酒企业以国企，混合制企业为主，公司是为数不多的纯民营机制的白酒上市公司。目前董事长徐进、监事会主席刘安省分别持股18.26%和13.25%，是公司的第一和第二大股东，对公司共同控制。公司现任董事长徐进、监事会主席刘省安在90年代末上任，均为内部提拔，经历过白酒行业发展的起伏，对行业的特点和发展规律有较深刻的理解和认知。公司管理层风格稳健务实，决策制定灵活自主，追求稳健增长。

口子窖管理团队稳定，管理层任职时间均较长，平均任职时间高达20年，公司多数高管自1997年进入公司至今仍在任，拥有丰富的经验；另一方面，口子窖的管理层中不乏国家级酿酒大师、品酒大师、专家委员会委员等行业精英，履历非常优秀。专业而稳定的管理团队是口子窖发展壮大核心因素。公司人事稳定，董事长徐进和监事会主席刘安省分别是在1997年和1996年加入公司，是公司的元老级员工，二人陪伴着口子窖发展至今，经历过白酒行业的发展起伏，对行业有着清醒深刻的认识。公司年轻骨干、中层管理人员持股不多，为公司长远发展，公司再次推出激励方案绑定核心管理团队。按照回购金额上限2亿元、回购价格上限50元/股测算，预计回购股份数量为4百万股，占公司总股本的0.67%，我们认为本次股权激励有助于公司建立长效激励机制，充分调动中高级人员和核心骨干的积极性，深度绑定股东和管理团队利益，可增强公司凝聚力。面对徽酒激烈的竞争环境，股权激励有望进一步提高公司的核心竞争力。

图表1：口子窖主要高管简介

姓名	职务	背景	入司时间	最初职务	入司年限(年)
徐进	董事长、总经理	全国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会主任	1997年9月	口子集团副总经理	21.8
张国强	董事	高级工程师、国家一级酿酒师、国家一级品酒师、首届中国酿酒大师	1997年9月	口子集团副总经理	21.8
徐钦祥	董事、董事会秘书、副总经理	国家一级酿酒师、中国白酒工艺大师、国家级白酒评委	1997年1月	任口子集团生产部长	22.4
范博	董事、副总经理，财务总监	总会计师、财务总监	1997年9月	口子集团总经理助理	21.8
黄绍刚	副总经理、董事	经济师	1997年11月	口子集团区域经理	21.6
马勇	董事	中国食品工业协会白酒专业委员会常务副会长兼秘书长	2011年3月	兼任独立董事	8.3
刘安省	监事会主席	高级经济师	1996年11月	口子集团总经理	22.6
孙光	监事	口子商贸法定代表人	1999年9月	口子集团区域经理	19.8
王标	职工代表监事	高级会计师	1997年9月	口子集团、原口子股份财务部副部长	21.8
朱成寅	副总经理	经济师	1997年9月	口子集团投资决策部副部长	21.8
段炼	总经理助理	工程师	1997年9月	口子集团生产科	21.8

詹玉峰	总经理助理	工程师	2003年4月	长 原口子股份企管 部全质科长	16.2
-----	-------	-----	---------	-----------------------	------

资料来源: wind, 国盛研究所

疫情对动销造成短期冲击，预计二季度动销逐步恢复。根据渠道调研反馈，地产酒春节期间销售占比较高，故受疫情影响较大，我们预计将影响全年收入的 10%-15%。目前地产酒的主要消费场景暂未恢复，比如婚宴宴席等，导致渠道，终端库存较高，叠加投资者恐慌情绪，口子窖股价下跌明显，1月17日至今回调幅度超过 30%。

公司一贯经营风格稳健，顺价销售，不压货，库存维持良性，并且大商模式下公司经销商资金充裕，队伍稳定，品牌忠诚度高，因此渠道抗风险能力均较强。**与经销商利益绑定，厂商关系和谐。**公司经销商持股，与公司形成利益共同体，提高经销商忠诚度，充分调动经销商积极性，发挥其渠道影响力和人脉广泛性优势，将经销商自身利益与公司利益深度捆绑。据公司年报披露，安徽省内两大主要经销商持股比例大小分列公司股东三四位，合计共 4.56%。

渠道调研来看，节后价盘较节前略下滑，口 10 终端价 210-220 元，环比下滑 20 元左右，口 20 价格 330-350 元，环比下降 30 元，与古 16 降幅相同。新品方面，初夏仲秋价格略降，初夏价格 200-220 元，与口 10，古 8 相近，仲秋价格约 300-320 元。3 月动销同比下滑明显，但是价盘环比持平。预计 4，5 月白酒消费场景恢复，开瓶率上升，动销逐步恢复正常。本次股票回购传达出公司对未来发展的信心，有利于稳定投资者对公司股票长期价值的预期。

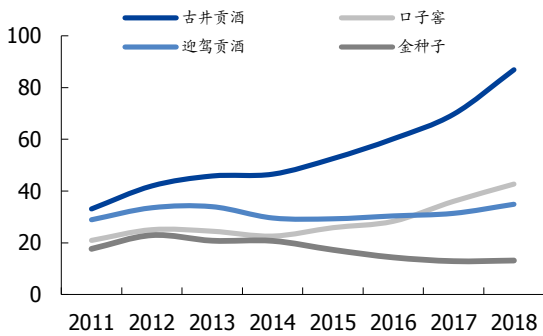
图表 2: 前十大股东

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	徐进	18.26
2	刘安省	12.46
3	香港中央结算有限公司 (陆股通)	4.5
4	黄绍刚	2.07
5	淮北市顺达商贸有限公司	2.00
6	范博	1.82
7	朱成寅	1.76
8	徐钦祥	1.66
9	周图亮	1.66
10	段炼	1.59

资料来源: wind, 国盛证券研究所

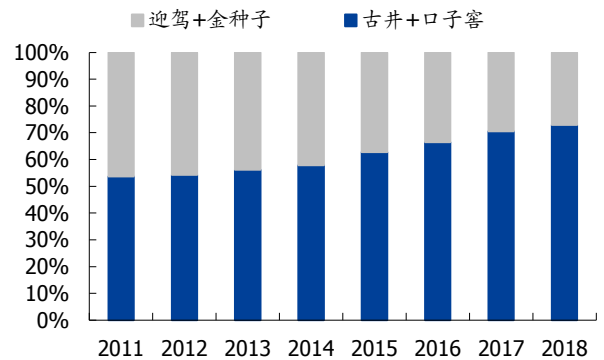
省内消费升级趋势持续，营销体系加速变革。古井，口子窖定位中高端，随消费升级毛利率提升，持续挤压中低端酒企市场份额。2015 年以来安徽省内白酒消费主流价格从 50-80 元提升至 100-150 元，2018 年以来合肥地区主流价格带上移至 200 元以上，带动周边城市消费升级。古井和口子窖定位中高端，受益省内消费升级红利，产品结构持续优化，古 8 及以上，口 10 及以上占比持续提升。而金种子酒、迎驾贡酒推出中高端产品较晚，未把握住消费升级的窗口，市场份额逐渐被古井和口子侵蚀。我们预计未来省内品牌分化会愈发明显，古井和口子窖作为省内中高端品牌，较其他地产酒企的领先优势将逐渐扩大。

图表3: 2016年以来古井口子与其他酒企营收拉开差距(亿元)



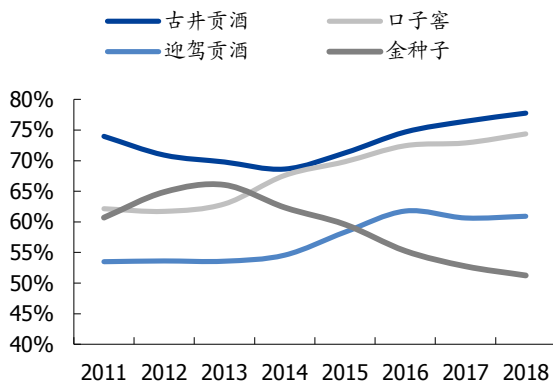
资料来源: wind, 国盛研究所

图表4: 古井口子营收之和占四家上市公司营收占比提升



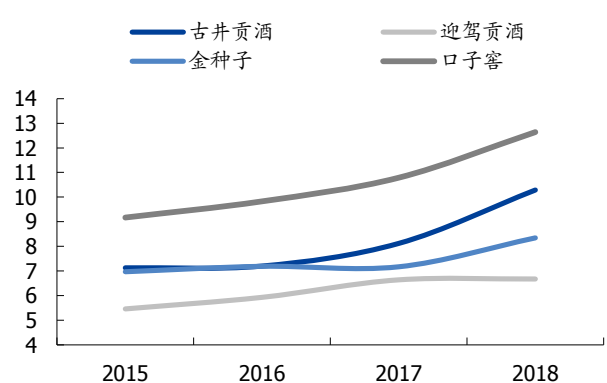
资料来源: wind, 国盛研究所

图表5: 四家公司毛利率对比



资料来源: wind, 国盛研究所

图表6: 四家公司吨价对比(万元/吨)



资料来源: wind, 国盛研究所

面对市场新的竞争环境,19年下半年公司积极调整,转变营销思路,加大市场费用投入,增加对经销商的资源支持,并且推出新品对价格带进行补充,初夏成交价200-210元,仲秋成交价300-320元,分别填补小池窖与口10,口10与口20之间的价格带。2020年春节促销提前,对核心客户做品鉴和抽奖等活动,同时加大新品(初夏,仲秋)的推广力度,包括陈列、促销、买断等,给予经销商高于竞品的渠道利润来抢占市场。我们认为公司此次通过回购股份进行股权激励,有助于强化管理团队的执行力,提高公司营销改革策略的执行效率,加快渠道和营销体系变革,激发公司长期活力。

投资建议:

口子窖作为白酒行业中为数不多的民营企业,管理层风格稳健务实,决策制定灵活自主,一直追求稳健增长。管理层任职时间均较长,平均任职时间高达20年,多数高管经验丰富且对行业认知深刻,亦参与了早年的股权激励;而公司年轻骨干、中层管理人员持股不多,为公司长远发展,公司再次推出激励方案绑定核心管理团队。有助于公司建立长效激励机制,充分调动中高级人员和核心骨干的积极性,深度绑定股东和管理团队利益,可增强公司凝聚力。同时本次股票回购传达出公司对未来发展的信心,有利于稳定投资者对公司股票长期价值的预期。疫情发生以来公司节后股价下跌明显,1月17日至今回调幅度超过30%。公司一贯经营风格稳健,顺价销售,不压货,库存维持良性,并且大商模式下公司经销商资金充裕,队伍稳定,品牌忠诚度高,因此渠道抗风险能力均较强。节后价盘维持稳定,预计4、5月白酒消费场景恢复,开瓶率上升,动销逐步恢复正常。2019年下半年始,公司积极调整,转变营销思路,加大市场费用投入,增加对

经销商的资源支持，并且推出新品对价格带进行补充，初夏成交价 200-210 元，仲秋成交价 300-320 元，分别填补小池窖与口 10，口 10 与口 20 之间的价格带。2020 年春节促销提前，对核心客户做品鉴和抽奖等活动，同时加大新品（初夏，仲秋）的推广力度，包括陈列、促销、买断等，给予经销商高于竞品的渠道利润来抢占市场。我们认为公司此次通过回购股份进行股权激励，有助于强化管理团队的执行力，提高公司营销改革策略的执行效率，加快渠道和营销体系变革，激发公司长期活力。

盈利预测

预计未来 1-2 年合肥周边城市将由 120-150 元价格带向 200 元价格带升级。分产品看，口 10 占位 200 元价格带，持续享受省内消费升级红利，口 20 及以上等次高端产品目前体量较小，预计保持较快增速。口 5，6，小池窖预计未来保持个位数增长。产品结构优化叠加提价因素，毛利率有望提高。我们预计 2019 年毛利率 74.7%，小幅提升。公司加大营销资源的投入，预计 2019 年销售费用率 8.4%，同比略上升。考虑疫情影响，我们调整盈利预测：2019-2021 年公司营业收入分别为 47.6/52.1/57.6 亿元，同比增长 11.6%/9.3%/10.6%。归母净利润 17.9/20.0/22.8 亿元，同比增长 16.8%/11.3%/14.3%，对应 EPS 分别为 2.98/3.32/3.80 元，对应 2019-2021 年市盈率分别为 13.6/12.2/10.6 倍。看好公司中长期稳健发展，目前处于历史估值低位，调高至“买入”评级，目标价 53 元，对应 2020 年 16 倍 PE。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com