

口子窖 (603589)

报告日期: 2020年10月29日

20Q3 收入增速转正, 改革正稳步推进

——口子窖业绩点评报告

✎ 分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003
☎ 联系人: 杨骥、张潇倩
✉ qiuguanhua@stocke.com.cn

事件

公司发布 2020 年季报, 公司 2020Q1-3 营业收入及净利润分别为 26.87、8.64 亿元, 分别同比下降 22.47%、33.35%, 其中 2020Q3 公司营业收入及净利润分别为 11.17、3.77 亿元, 分别同比变动 6.75%、-5.86%。

点评

□ 20Q3 收入增速转正, 省外实现加速拓展

2020Q3 公司收入为 11.17 亿, 收入增速环比提升 31.82 个百分点至 6.75%, 2020Q3 公司归母净利润为 3.77 亿, 利润增速环比提升 24.67 个百分点至 5.86%, 业绩增速实现环比改善主因双节需求释放、婚宴场景表现超预期, 公司占比高达 96.2% 的高档产品收入实现正增长, 具体产品来看, 2020Q3 高、中、低档产品收入增速分别同比变动 8.85%、-24.87%、-19.18%; 分地区看, 省内方面: 公司收入仍以省内为主, 2020Q3 省内收入为 8.51 亿元 (+2.86%), 公司在皖南/皖北地区继续推进团购/酒店渠道的建设。省外方面: 公司通过“省内大商外派”形式积极拓展省外市场, 在省外产品结构更优、去年业绩基数较低的背景下, 发展速度快于省内, 收入同比提升 26.86% 至 2.57 亿元。经销商数量方面, 20Q3 公司经销商较上半年净增加 8 家, 三季度公司陆续增设新经销商以运作新品。

□ 高端化推动毛利率提升, 销售费用增长或为规模化发展推力

2020Q3 公司毛利率及净利率分别为 76.74%、33.76%, 分别同比变动 +6.33、-4.52 个百分点。公司毛利率提升主因高端产品动销情况恢复程度较好 (公司上半年推出的高价位纪念酒贡献业绩), 而费用率的提升及所得税率的提升则拉低净利率水平, 但净利率下降幅度环比缩窄。具体费用率方面, 2020Q3 期间费用率较上年同期上升 7.46 个百分点至 17.48%, 其中销售费用率上升 6.84 个百分点至 12.51%, 销售费用率大幅提升系公司加大广告宣传推广及渠道费用投放 (未来或成规模化发展推力), 管理费用率上升 0.44 个百分点至 5.11%。预收款方面, 2020Q1-3 预收款为 4.87 亿元, 环比增长 0.54 亿元。现金流方面, 2020Q3 公司经营活动现金净流量为 2.42 亿元, 同比下降 40.49%。

□ 营销改革正稳步推进, 全年业绩增速先低后高

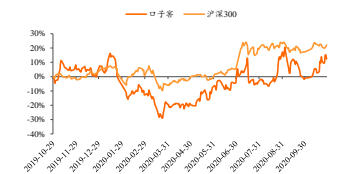
今年公司在多方面正不断推进改革: 1) 渠道方面: 公司通过要求老经销商实现新老产品分利运作; 为激发经销商活力, 公司在与经销商签订全年目标书的同时, 引入考核机制; 更加重视团购渠道; 2) 营销方面, 营销为之前公

评级 增持

上次评级 增持
当前价格 ¥57.6

单季度业绩 元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2019	0.71
1Q/2020	0.41
2Q/2020	0.41
3Q/2020	0.63



公司简介

公司为安徽省头部酒企, 拥有口子窖、老口子、口子坊、口子美酒等系列产品

相关报告

《白酒行业双节回顾&Q3 业绩前瞻: 白酒行业回暖明显, 高端酒延续稳健发展态势》(20201015)

《白酒行业专题报告: 批价、动销为中秋国庆旺季核心观测指标》(20200910)

《口子窖业绩点评报告: 二季度业绩增速环比改善, 改革稳步推进》(20200827)

报告撰写人: 邱冠华

联系人: 杨骥、张潇倩

司较为薄弱的部分，亦为公司改革的重点，今年公司将加大费用投放以加大推广力度；3) 产品方面，在推出补全价位带的初夏仲秋后，公司下半年将推出 500-1000 元价位的新品以提升产品结构、完善产品结构；4) 体制机制方面，公司 3 月提出的通过回购实行激励计划目前稳步推进中。我们认为今年纪念酒的销售情况及经销商考核机制运行情况为重要观测点，上半年业绩风险已充分释放，业绩低谷已过，全年业绩增速呈现先低后高局面，预计 Q4 业绩或将进一步实现改善。

□ 近期盈利预测及估值

预计 2020~2022 年公司收入增速分别为-10.7%、18.0%、14.3%；净利润增速分别为-20.5%、23.6%、20.4%；EPS 分别为 2.3、2.8、3.4 元/股。目前对应 2020 年估值 25 倍，维持增持评级。

□ 催化剂：白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ 风险提示：1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、批价上涨不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	4672.1	4174.0	4925.0	5631.3
(+/-)	9.4%	-10.7%	18.0%	14.3%
净利润	1720.2	1368.0	1690.6	2035.7
(+/-)	12.2%	-20.5%	23.6%	20.4%
每股收益 (元)	2.9	2.3	2.8	3.4
P/E	20.1	25.3	20.4	17.0

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6887.8	7185.7	7962.8	9142.4
现金	1533.2	2094.0	2461.6	3281.4
交易性金融资产	2335.2	2335.2	2335.2	2335.2
应收账款	647.2	755.9	864.9	952.2
其它应收款	1.5	2.7	3.2	3.0
预付账款	34.4	14.6	19.5	26.2
存货	2332.6	1979.7	2274.8	2540.7
其他	3.6	3.6	3.6	3.6
非流动资产	2613.5	2875.8	3093.7	3256.9
金额资产类	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1588.9	1829.9	2040.0	2216.6
无形资产	444.6	465.3	471.4	469.9
在建工程	378.8	352.1	310.6	255.9
其他	201.2	228.5	271.7	314.5
资产总计	9501.3	10061.5	11056.5	12399.3
流动负债	2364.5	2494.0	2690.9	2890.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	677.4	626.7	691.2	770.8
预收账款	800.4	868.0	975.5	1083.8
其他	886.7	999.2	1024.1	1036.0
非流动负债	125.1	87.7	95.3	102.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	125.1	87.7	95.3	102.7
负债合计	2489.6	2581.7	2786.2	2993.3
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东权	7011.8	7479.8	8270.3	9406.0
负债和股东权益	9501.3	10061.5	11056.5	12399.3
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1297.0	1760.5	1535.7	1942.4
净利润	1720.2	1368.0	1690.6	2035.7
折旧摊销	135.2	121.6	142.5	162.5
财务费用	(13.3)	(26.7)	(33.7)	(42.6)
投资损失	(59.8)	(59.8)	(59.8)	(59.8)
营运资金变动	2210.6	39.4	93.6	122.8
其它	(2695.9)	318.0	(297.4)	(276.1)
投资活动现金流	(95.5)	(326.4)	(301.9)	(265.2)
资本支出	(177.5)	(367.9)	(341.1)	(312.0)
长期投资	(19.0)	13.7	(2.8)	(2.7)
其他	101.0	27.8	42.0	49.5
筹资活动现金流	(900.0)	(873.3)	(866.3)	(857.4)
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(900.0)	(873.3)	(866.3)	(857.4)
现金净增加额	301.5	560.8	367.5	819.8

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4672.1	4174.0	4925.0	5631.3
营业成本	1169.3	1045.5	1190.8	1314.4
营业税金及附加	710.1	671.7	775.1	882.8
营业费用	395.9	438.3	492.5	478.7
管理费用	219.1	250.4	295.5	337.9
研发费用	5.4	4.9	5.7	6.6
财务费用	(13.3)	(26.7)	(33.7)	(42.6)
资产减值损失	3.5	4.5	5.8	5.6
公允价值变动损益	35.2	11.7	15.7	20.9
投资净收益	59.8	59.8	59.8	59.8
其他经营收益	0.7	1.0	0.9	0.8
营业利润	2277.9	1857.9	2269.5	2729.4
营业外收支	(5.6)	(4.3)	(4.2)	(4.7)
利润总额	2272.3	1853.6	2265.3	2724.7
所得税	552.1	485.6	574.7	689.0
净利润	1720.2	1368.0	1690.6	2035.7
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	1720.2	1368.0	1690.6	2035.7
EBITDA	2384.6	1948.0	2373.6	2844.1
EPS (最新摊薄)	2.9	2.3	2.8	3.4
主要财务比率				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	9.4%	-10.7%	18.0%	14.3%
营业利润增长率	10.6%	-18.4%	22.2%	20.3%
归属于母公司净利	12.2%	-20.5%	23.6%	20.4%
获利能力				
毛利率	75.0%	75.0%	75.8%	76.7%
净利率	36.8%	32.8%	34.3%	36.1%
ROE	26.1%	18.9%	21.5%	23.0%
ROIC	24.3%	18.0%	20.1%	21.3%
偿债能力				
资产负债率	26.2%	25.7%	25.2%	24.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.9	2.9	3.0	3.2
速动比率	1.9	2.1	2.1	2.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	552.3	603.2	483.2	554.4
应付账款周转率	5.6	4.7	5.4	5.4
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	2.9	2.3	2.8	3.4
每股经营现金流(最)	2.2	2.9	2.6	3.2
每股净资产(最新摊)	11.7	12.5	13.8	15.7
估值比率				
P/E	20.1	25.3	20.4	17.0
P/B	4.9	4.6	4.2	3.7
EV/EBITDA	12.2	15.5	12.5	10.2

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>