

口子窖 (603589.SH)

深耕安徽，聚焦腰部产品符合大众消费趋势

核心观点：

- **安徽省合资民营酒企，管理层持股机制灵活，盈利能力较好**

公司是安徽地区知名白酒企业，生产的口子系列白酒是国内兼香型白酒代表品牌，在细分行业内具有领先优势。公司第一大股东是外资高盛管理，除实际控制人外有近 30 名高管持股，比例达 30%，管理层激励充分。公司 14 年实现收入 22.59 亿，净利润 4.22 亿，盈利能力处行业中上游水平。

- **聚焦腰部产品，符合白酒行业大众消费趋势**

白酒行业在“三公消费”受限和消费升级共同驱动下正在进行消费结构转型，定位大众消费的中档酒消费将迎来快速增长。口子窖目前产品线完整覆盖了高、中、低端消费需求，其中以中档白酒为核心产品，价格在 90-200 元之间，收入占比高达 71%，为公司。未来公司还将扩建中高档产品生产线，预计随着中档白酒产能扩大、占比升高，公司收入规模和盈利规模均可相应提升。同时白酒行业集中度进一步提升，规模以上和以下企业的两极分化趋势更加明显。公司历史悠久，可借助品牌影响力和优质产品，在这一轮调整中脱颖而出。

- **深耕省内市场，积极建设营销网络开发省外市场**

公司所在的安徽省竞争充分，定位中档酒的规模以上酒企较多，同质化竞争严重，较难实现突破性增长。公司目前省内销售收入约 16 亿，占比超过 70%，省内依赖性较强。公司一方面与省内经销商建立长期稳定合作关系，确保省内市场稳定发展；一方面发力省外市场，计划使用募集资金建设 13 家旗舰店和 101 家专卖店实现全国布局，突破省内市场增长瓶颈。

- **合理目标价 22.33-23.87 元，对应 2015 年 PE 为 29-31 倍**

预计公司 15-17 年摊薄 EPS 分别为 0.77、0.87、1.02 元，参考可比公司估值，我们给予公司估值范围 29-31 倍，合理价格区间为 22.33-23.87 元。

- **风险提示**

省内竞争加剧，中高档白酒销量不达预期。

盈利预测：

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,447.15	2,258.55	2,371.75	2,560.99	2,818.10
增长率(%)	-2.37%	-7.71%	5.01%	7.98%	10.04%
EBITDA(百万元)	639.99	652.31	704.70	774.83	879.39
净利润(百万元)	398.17	422.14	463.26	524.50	611.26
增长率(%)	-12.68%	6.02%	9.74%	13.22%	16.54%
EPS(元/股)	0.737	0.782	0.772	0.874	1.019

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

询价建议

合理价格区间 22.33 ~ 23.87 元

报告日期 2015-06-16

发行前财务数据

每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	37.76
ROE(%)	18.52
ROA(%)	11.63

发行资料

发行股数(万股)	6000
发行前股本(万股)	54000

主承销商 华林证券有限责任公司

主要股东 GSCP Bouquet Holdings SRL

发行方式

分析师：王永锋 S0260515030002
 01059136605
 wangyongfeng@gf.com.cn

联系人：王文丹 01059136617
 wangwendan@gf.com.cn

目录索引

一、历史悠久的安徽名酒，重点发展中档产品，立足省内辐射全国	4
1、兼香型白酒领军品牌，立足安徽辐射全国	4
2、合资民营企业，管理层与股东利益一致	4
3、销售立足安徽辐射全国，盈利能力较好	5
4、产品结构多元化，聚焦中档白酒细分市场	6
5、“传统模式+电商销售平台”，稳中求进布局全渠道营销网络	8
二、白酒消费结构持续优化，行业集中度将进一步提升	10
1、白酒消费结构将进一步优化，中端白酒有望持续受益	10
2、行业“扶优限劣”仍将持续，公司深耕省内、发力全国扩张谋求发展	13
三、募投项目：产能、技术升级和营销网络建设带来成长预期	13
1、优化调整基酒产品结构技改项目，助力公司发力中高档产品市场	13
2、陈化老熟、包装生产线技改项目，配合产品调整升级	14
3、营销网络建设，助力扩大市场辐射	14
四、盈利预测	15

图表索引

图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 公司在安徽省内销售占比超 70% (亿元, %)	5
图 3: 净资产收益率表现优异, 位列第四 (%)	5
图 4: 资产周转率位列第五, 资产运营效率较高	5
图 5: 销售净利率处于行业第五, 盈利能力较好 (%)	6
图 6: 权益乘数处于行业前列, 负债水平高	6
图 7: 产品结构以中高档白酒为主, 14 年占比超 70%	7
图 8: 中高档白酒为公司主打产品, 占比最大 (万元)	7
图 9: 高档白酒和中高档白酒毛利率未受行业影响	8
图 10: 公司 14 年毛利率同比增速居白酒上市公司第二	8
图 11: 销售区域以安徽省内为主	9
图 12: 近年主要区域市场经销商数量	9
图 13: 2012-2014 年经销商数量保持稳定	9
图 14: 2012-2014 经销商增减情况	9
图 15: 13 家旗舰店布局情况	10
图 16: 101 家专卖店布局情况	10
图 17: 我国白酒市场处于调整期, 增速放缓 (万千升, %)	11
图 18: 白酒行业收入与利润端均开始恢复增长 (%)	11
图 19: 高端白酒上市企业所受冲击高于中端白酒上市企业 (%)	12
图 20: 白酒消费结构将从金字塔转变为纺锤形, 中端酒占据主要地位	12
图 21: 人均消费量稳定增长, 未来仍具增长空间 (升, %)	12
图 22: 人均消费金额下滑表明消费结构正在转型 (元, %)	12
图 24: 前三名白酒企业产量占安徽总产量 30% (%)	13
图 25: 古井规模较大, 其他三家规模接近 (亿元)	13
表 1: 口子窖形成了高、中高、中、低档全系列的产品结构	6
表 2: 白酒细分市场格局	11
表 3: 包装生产线技改项目具体情况	14
表 4: 收入与盈利预测结果	16

一、历史悠久的安徽名酒，重点发展中档产品，立足省内辐射全国

1、兼香型白酒领军品牌，立足安徽辐射全国

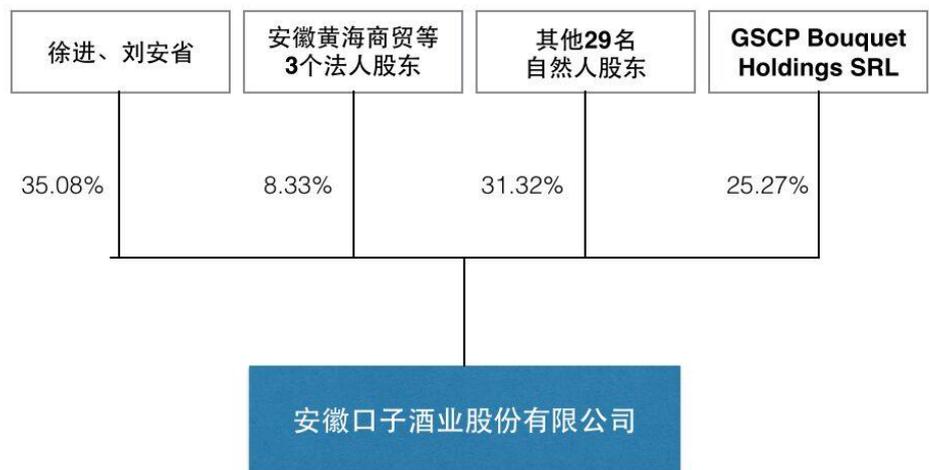
口子窖主要从事白酒的生产和销售。公司生产的口子系列白酒是目前国内兼香型白酒的代表品牌，在细分行业具有领先优势。兼香型白酒是指受自然环境、生产原料、酿造工艺等因素的影响，生产的至少兼有两种及以上香型的白酒，具有“清澈透明、芳香幽雅、醇厚绵净、香味协调、酒体细腻丰满、空杯留香、风格显著”的特点。公司产品多元，充分满足不同消费者的需求。在继承传统老口子和口子酒品牌的基础上，顺应消费升级的需求，推出口子坊、口子窖系列中高档白酒产品。中档白酒销售收入是公司主要的收入来源。

口子酒有两千多年的悠久历史，在我国传统的酒文化中占有重要的地位。公司产品具有广泛的知名度和影响力。近几年，公司通过加大宣传力度，打造公司产品的品牌特色，口子窖酒已经从地方名酒成长为全国性品牌。

2、合资民营企业，管理层与股东利益一致

公司控股股东、实际控制人为徐进和刘安省。本次计划公开发行股份不超过6000万股，控股股东徐进和刘安省持股比例为35.08%。上市公司第一大股东为高盛管理的GSCP Bouquet Holdings SRL，持股比例为25.27%。2008年，口子有限根据未来发展战略决定以分立形式重组，剥离非白酒生产类资产后与 GSCP Bouquet Holdings SRL 合资。公司持股的自然人股东大部分是公司高管人员，公司管理团队和股东的利益具有一致性，可使公司保持较强的活力。

图1：公司股权结构图

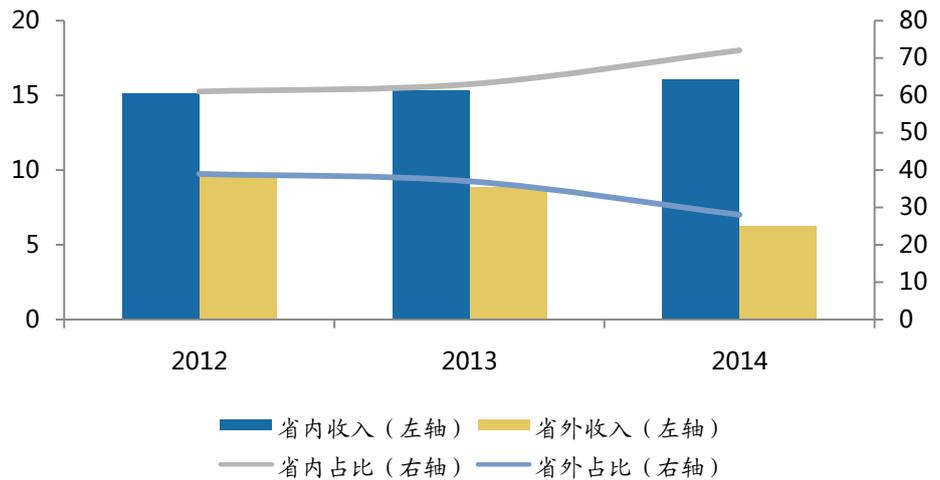


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

3、销售立足安徽辐射全国，盈利能力较好

口子窖在安徽省内具有很高的知名度，在周边江苏、山东、河南等白酒消费大省也具有较强的市场影响力。目前公司70%以上的销售收入来自安徽省内，同时公司也着力在全国范围内提升知名度和影响力，意在将口子窖打造成为全国性品牌。公司产品销售区域较广，各地业务员均负责一定的销售区域，公司在安徽省内各縣市、外省部分主要地市或销售金额较大的区县，普遍设置了对应的办事处，由当地业务员或区域销售经理负责，覆盖公司产品销售的主要市场。

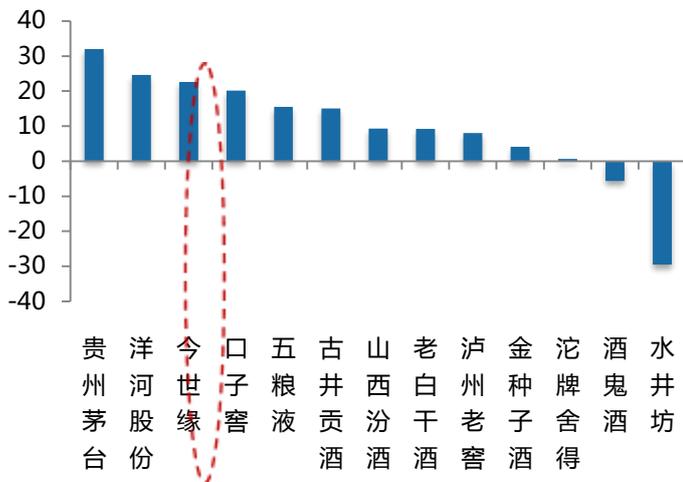
图2：公司在安徽省内销售占比超70%（亿元，%）



数据来源：招股说明书，WIND，广发证券发展研究中心

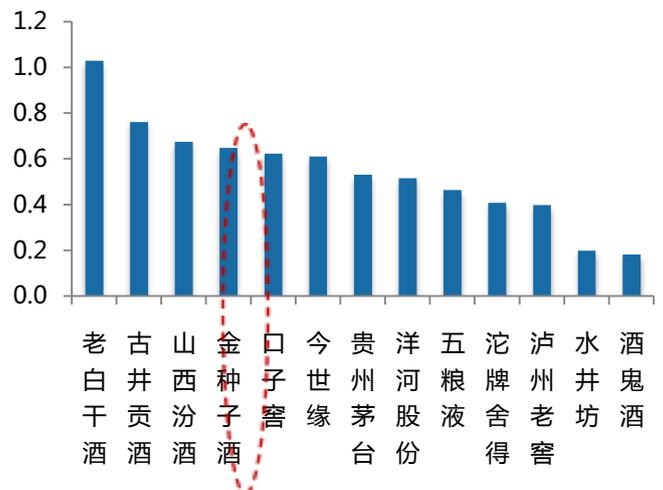
财务方面，口子窖2014年的净资产收益率位列上市公司第四位，通过杜邦分析对其进行分解发现，公司的销售净利率和资产周转率位列行业第五，处于行业中上游水平，公司资产运营管理效率较高。负债位列第三，处于行业上游水平，未上市前负债水平略高，上市后股权融资有助于降低公司负债率。综合来说，公司的盈利能力、资产运营效率较好。

图3：净资产收益率表现优异，位列第四（%）



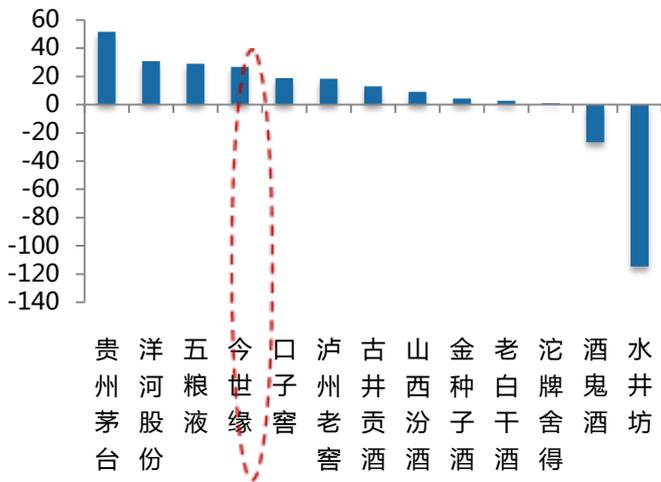
资料来源：招股说明书，WIND，广发证券发展研究中心

图4：资产周转率位列第五，资产运营效率较高



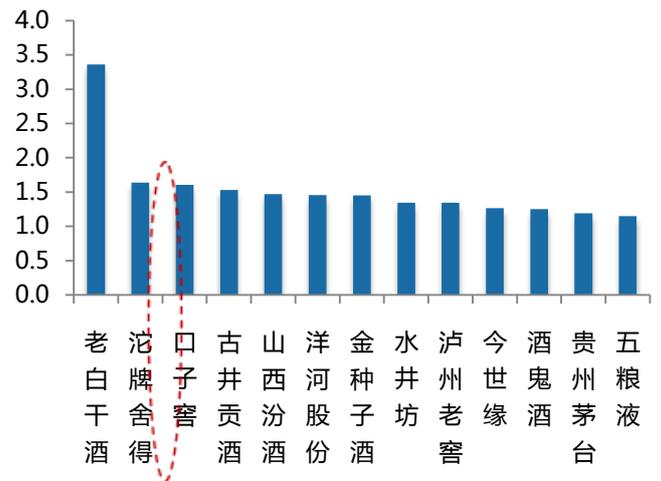
资料来源：招股说明书，WIND，广发证券发展研究中心

图 5: 销售净利率处于行业第五, 盈利能力较好 (%)



资料来源: 招股说明书, WIND, 广发证券发展研究中心

图 6: 权益乘数处于行业前列, 负债水平高



资料来源: 招股说明书, WIND, 广发证券发展研究中心

4、产品结构多元化, 聚焦中档白酒细分市场

多元化产品结构, 以中高档口子窖系列白酒为核心产品。公司产品主要分为口子窖、老口子、口子坊、口子酒等系列品牌产品。口子酒具有两千多年的历史, 在中国酒文化中占据重要的历史地位。口子窖在继承传统老口子和口子酒的基础上, 顺应消费升级的需求, 推出了口子坊、口子窖系列中高档白酒产品, 形成了高、中、低档全系列的产品序列和完整、多元化的产品结构。

表1: 口子窖形成了高、中高、中、低档全系列的产品结构

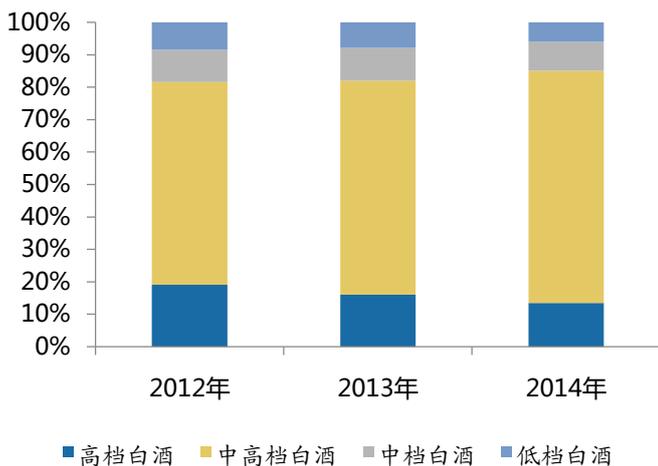
产品分类	产品名称	市场价格	产品图片
高档产品	三十年型口子窖	1080	
	二十年型口子窖	425-468	
	十年型口子窖	279-289	
中高档产品	六年型口子窖	125-158	
	五年型口子窖	90-95	
	御尊口子窖	90	

	小池窖口子窖	145	
中档产品	老口子系列	39-66	
	口子坊系列	57-60	
	口子美酒系列	59-68	
低档产品	口子酒系列	35-38	

资料来源：公开网络，广发证券发展研究中心

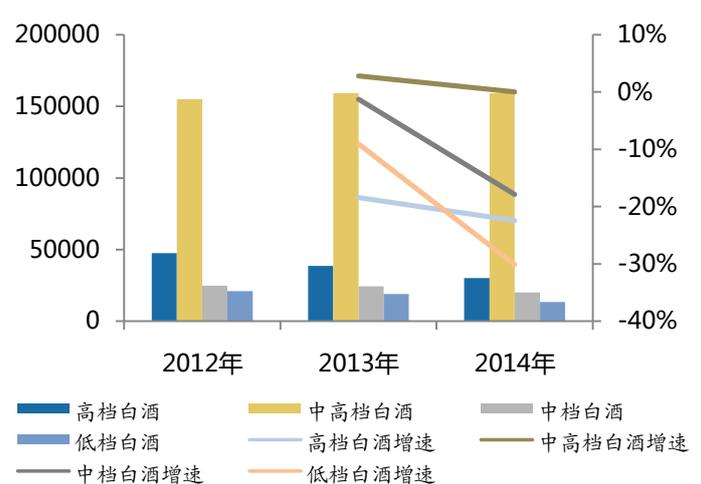
其中，中高档白酒为公司的核心产品，由于公司整体定位是大众消费品，公司定义的中高档产品绝对价格处于行业的中档和中低档消费水平。作为兼香型白酒领域领军企业，公司主打定位中高端的兼香型口子窖系列，零售价格在90-160元之间，主要面向家庭日常消费。2012-2014年公司中高档白酒营业收入分别达15.49亿、15.92亿和15.93亿，占白酒销售收入的比重分别达62.49%、66.00%和72.57%，保持较快增长的趋势。受白酒行业消费结构升级影响，中档酒市场前景广阔，会在很大程度上决定公司未来的收入和盈利的增长。未来公司仍将重点布局中高档产品的发展，产能方面仍有上升空间，预计公司的中高档白酒仍将保持较快增长。

图 7：产品结构以中高档白酒为主，14 年占比超 70%



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 8：中高档白酒为公司主打产品，占比最大 (万元)

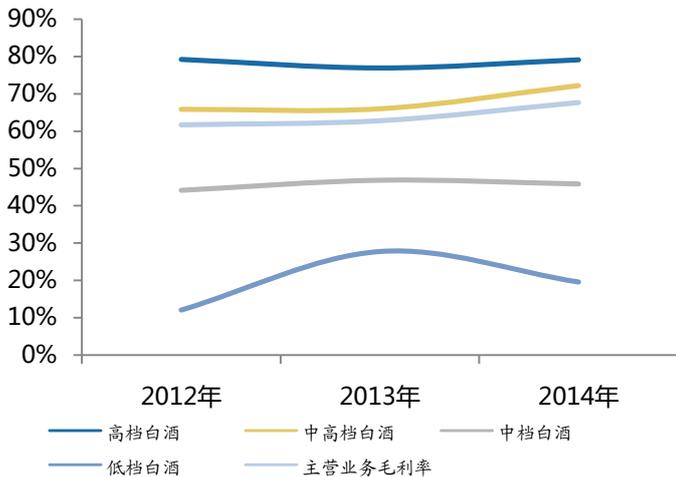


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司主打的中高档白酒毛利率持续增长，盈利能力稳定。受经济增速放缓和国家限制“三公消费”的影响，白酒行业进入调整期，市场需求和生产端都受到了较大的冲击。2014年公司主营业务收入较2013年下降了1.87亿元，除了中高档白酒外的

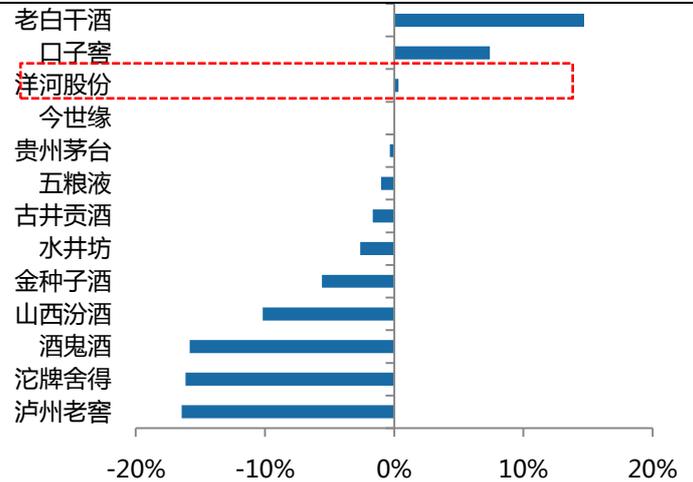
其他各系列白酒收入均有不同程度的下降。由于公司中高档白酒的毛利率2014年逆市增长了6.2个百分点，达到72.2%，由于中档高白酒收入占比较高，所以公司的毛利率也小幅上升，同比增长7.4%。而在白酒上市公司中，大部分公司14年均出现了毛利率下滑，口子窖毛利率的逆势提高主要得益于公司更换了部分中高档白酒的包装，降低了单位成本，保障了盈利能力的相对稳定。

图 9：高档白酒和中高档白酒毛利率未受行业影响



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 10：公司 14 年毛利率同比增速居白酒上市公司第二



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

未来公司将重点开发口子窖系列白酒，巩固五年型、六年型口子窖等中高档白酒的市场地位，不断进行新产品开发，进一步完善和优化公司的产品结构。在产量方面，公司将建成年产约3000吨优质和特级基酒厂，提高中高档白酒的产量。随着产品结构的提升和中高档产品产能的释放，未来公司的收入规模有望进一步提升。

5、“传统模式+电商销售平台”，稳中求进布局全渠道营销网络

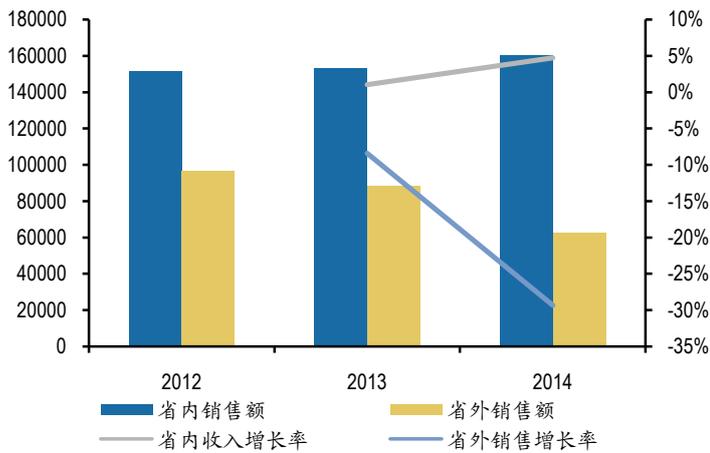
(1) “分区域+分产品”传统经销模式，稳中求进

公司根据整体市场战略，采用白酒业界传统经销模式，实行分区域、分产品管理。区域内择优选择具有实力的代理商，代理该地销售业务，组织营销工作。针对北京、上海等市场规模和影响力较大的重要战略市场，公司通过设立全资子公司的形式，由全资子公司统一协调运作该地区的营销和销售工作。

(2) 稳扎省内销售市场，积极开拓周边市场

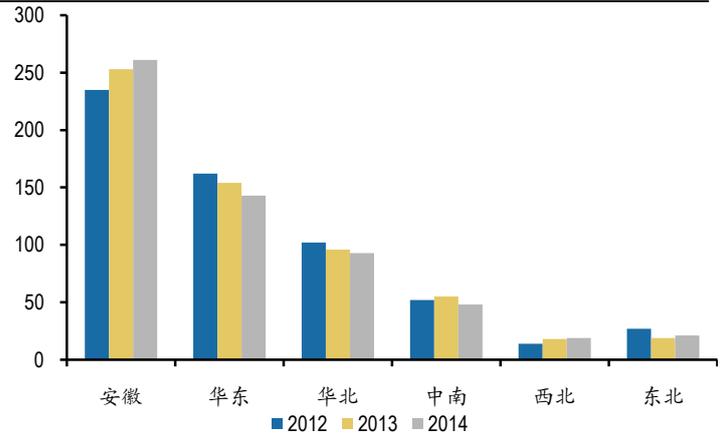
作为安徽省内白酒行业的龙头企业之一，公司在省内知名度较高，品牌影响力较大，销售渠道较完善，因此销售收入占比较高。基于以上优势，公司将安徽省内作为重点开拓区域，经销商数量稳步增长，省内销售额在这几年调整时期也保持平稳增长。2014年公司在安徽地区实现销售收入16.01亿元，占比71.94%，增速达5%。除安徽省外，公司致力于全国市场开拓，由周边江苏、山东、河南等白酒消费大省逐渐扩散至全国，覆盖华东、华北、中南、西北，东北几大销售区域，虽然省外市场受到行业调整竞争加剧影响，增长出现下滑，但我们认为公司从白酒竞争激烈的安徽省内站稳脚跟，竞争实力较强，未来随着加强周边市场的开拓，有助于提高省外市场增速和份额。

图 11: 销售区域以安徽省内为主



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

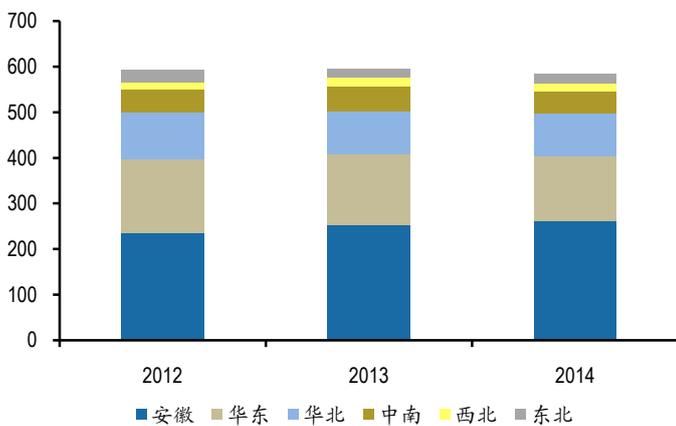
图 12: 近年主要区域市场经销商数量



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

与大型经销商建立长期合作关系, 经销商数量稳定。产品出厂价由公司统一制定, 与经销商签订合同, 通过销售业务人员进行管理, 并与主要大型经销商建立了长期合作关系。同时根据市场开拓情况和销售业绩变化, 动态调整合作经销商的数量和分布, 以实现区域收入最大化。总体说来, 销售渠道保持稳定, 新增或退出经销商平均销售金额较小, 占公司总营业收入比重低, 对公司经营情况影响小。

图 13: 2012-2014 年经销商数量保持稳定



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 14: 2012-2014 经销商增减情况

	数量 (个)	销售额 (万元)	平均销售 额 (万元)	占营业收 入比例
2012 年末	592			
增加	112	18471.03	164.92	7.55%
减少	109	14293.39	131.13	5.84%
2013 年末	595			
增加	77	6878.86	89.34	3.05%
减少	87	8481.42	97.49	3.76%
2014 年末	585			

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

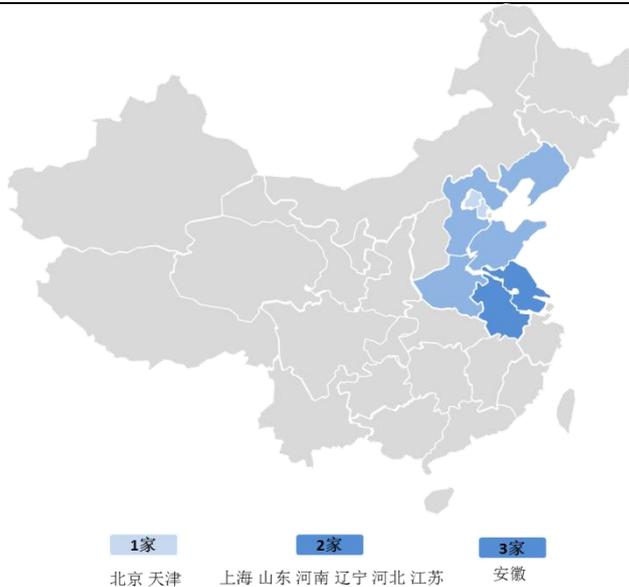
(3) 积极布局网络营销平台, 开拓营销渠道广度和深度

除运营现有营销渠道外, 公司积极探索并计划实施新的营销项目。拟募集资金 1.28 亿元用于营销网络建设项目, 在核心市场区域和重点市场的中心城市建设旗舰店和专卖店, 深度分销以有效巩固成熟市场, 快步推进潜在市场。

公司选择在具有影响力的特大型城市 (上海、北京和天津) 和具有辐射功能的省级或副省级城市 (南京、济南、郑州、沈阳、合肥和石家庄) 设立 13 家旗舰店 (约 80-100m²), 旨在对周边城市和地区形成示范和广告效应; 选择具备一定市场基础

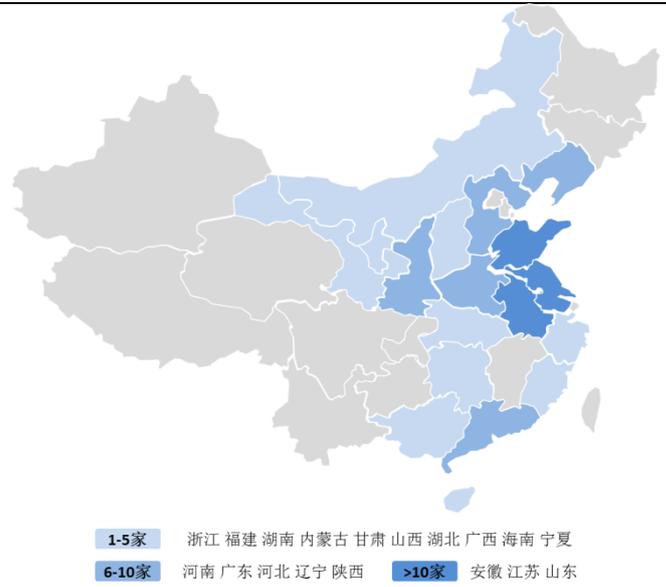
和 market 发展前景重点地市级城市设立 101 家专卖店（约 50m²），旨在深度开发现有及潜在市场。

图 15: 13 家旗舰店布局情况



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 16: 101 家专卖店布局情况



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

通过旗舰店/专卖店建设，可以利用中心城市的辐射功能和市场中心作用的效应，增强品牌在周围地区的影响力，扩大市场辐射力、品牌影响力与产品渗透力，同时作为现有品牌传播和销售渠道的补充、体现“体验式”销售的一种营销手段，满足市场白酒消费向中高档趋势。通过体验式营销，了解目标消费群体的口味等方面的需求。

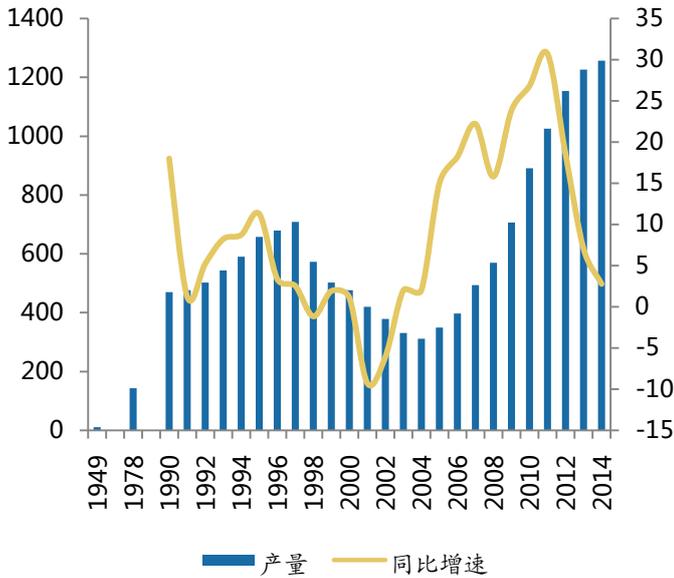
公司发力拓展营销渠道的广度和深度，除了在广度上建设旗舰店和专卖店扩大营销网络覆盖面，在深度上也积极探索在经济发达地区实行镇级代理、加盟店、特许店、专卖店、直营店、电子商务等多种模式，发展新型销售业务，开辟新的销售渠道，为公司带来新的业务增长点。

二、白酒消费结构持续优化，行业集中度将进一步提升

1、白酒消费结构将进一步优化，中端白酒有望持续受益

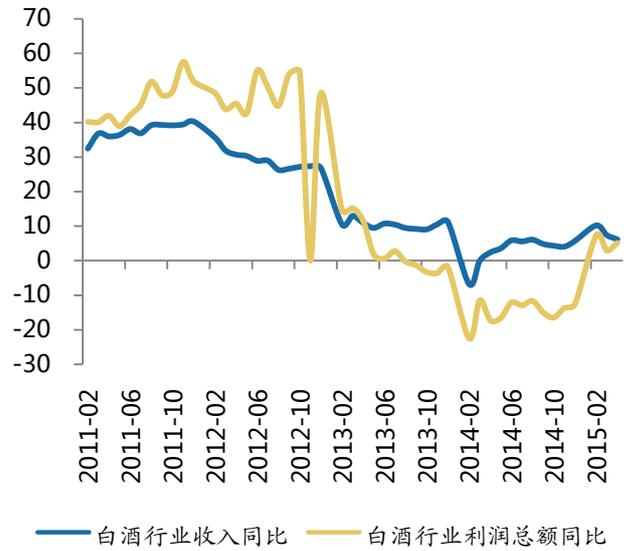
白酒作为我国传统的烈酒饮料，历史悠久。自建国以来，白酒行业先后经历了起步、发展、调整发展和加速发展等四个阶段，基本保持较快增长，复合增长率达 7.59%。但自 2011 年以来，国家严格限制“三公”消费，对高端白酒消费打击巨大，白酒行业开始迎来新一轮深度调整，行业收入和利润双降。而在这一轮调整进行了三年多后，白酒行业迎来弱复苏，今年以来，收入端和利润端将开始恢复增长。

图 17: 我国白酒市场处于调整期, 增速放缓 (万千升, %)



资料来源: 招股说明书, WIND, 广发证券发展研究中心

图 18: 白酒行业收入与利润端均开始恢复增长 (%)



资料来源: 招股说明书, WIND, 广发证券发展研究中心

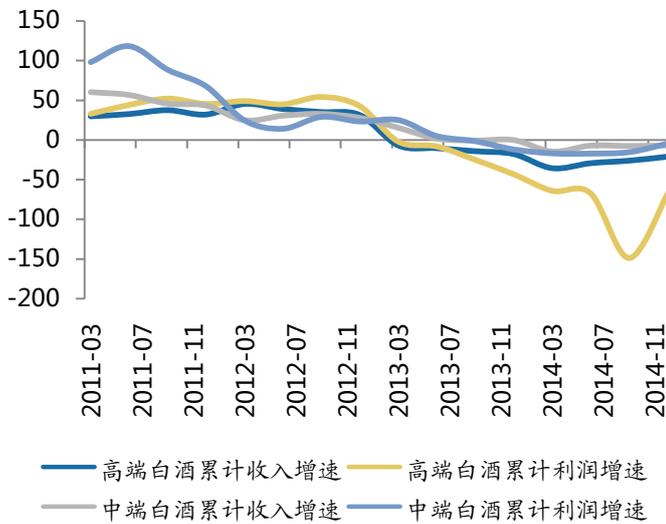
白酒市场可按产品价格细分为高、中、低端市场, 受政策调整影响和消费升级驱动双重影响, 白酒消费正在实现由金字塔结构向橄榄型结构的转变, 即高端与低端白酒市场收缩, 而中端白酒市场则成为未来白酒消费的主要增长点。

表 2: 白酒细分市场格局

市场名称	价格区间 (/瓶)	主要特点	代表产品
超高端细分市场	1000 元以上	品牌形象好, 竞争品牌较少, 价格因素不敏感, 客户忠诚度高	茅台、五粮液、国窖 1573
高端细分市场	500-1000 元	价位较高, 产品品质、知名度与持续的营销推广等因素较重要	二十年型口子窖、洋河梦之蓝
中高端细分市场	300-500 元	商务接待用酒重要细分市场, 主要为传统名酒酒厂大区域白酒品牌间的竞争	十年型口子窖、四特东方韵、天之蓝、剑南春、汾酒、古井贡酒年份原浆
中端细分市场	100-300 元	规模最大、竞争对激烈的市场, 家庭日常消费重要品种	省域白酒与大区域白酒
中低端细分市场	30-100 元	容量相对较大, 品牌意识薄弱, 购买驱动因素主要是广告与终端促销推广活动	老口子酒、金种子酒、洋河大曲、老白干、二锅头
低端细分市场	30 元以下	受消费升级驱动, 逐渐向更高水平转移, 未来份额会减小	地方性白酒企业

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

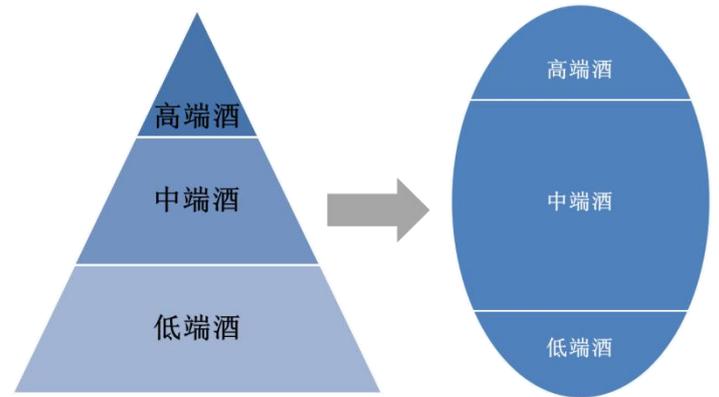
图 19: 高端白酒上市企业所受冲击高于中端白酒上市企业 (%)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

注: 高端白酒包括贵州茅台、五粮液、水井坊和泸州老窖, 中端白酒包括古井贡酒、金种子酒、山西汾酒、今世缘、洋河股份、顺鑫农业

图 20: 白酒消费结构将从金字塔转变为纺锤形, 中端酒占据主要地位



资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

受益于白酒消费结构升级, 中高档白酒市场前景广阔。高端白酒消费对象过去主要集中于“三公”群体, 因此政府颁布的“禁酒令”等政策对高端白酒消费影响较大, 量价均在过去三年出现下滑。同时受消费升级因素驱动, 随着居民消费水平的进一步提升, 部分低端白酒消费将升级为中端白酒消费。而主打商务接待和家庭饮宴用酒的中端白酒则会随着消费结构的深入调整迎来较快增长, 主打中端白酒的企业可充分受益于这一细分市场的快速成长。

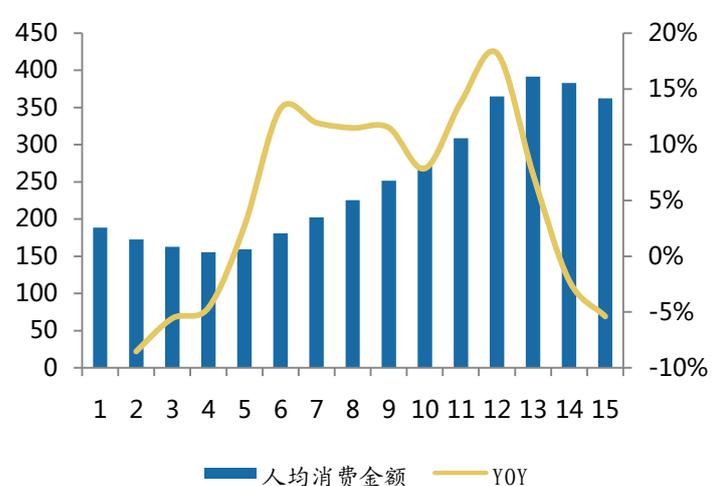
目前, 口子窖的产品主要分布在中档品区域, 其中价格在100-200元之间的产品销售收入占比高达71%, 同时公司还将扩建生产线提高中高档产品产能, 预计公司可充分受益于行业消费结构调整红利, 快速扩大规模、提高盈利。

图 21: 人均消费量稳定增长, 未来仍具增长空间 (升, %)



数据来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

图 22 人均消费金额下滑表明消费结构正在转型(元, %)



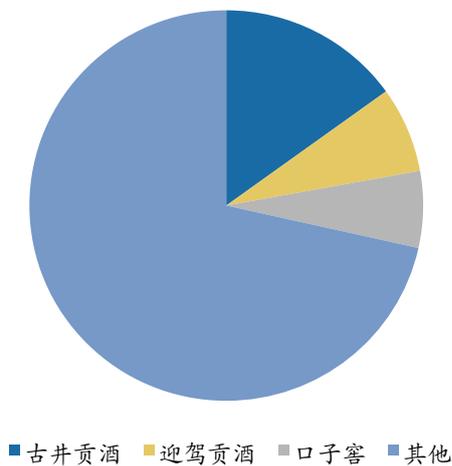
资料来源: Euromonitor, 广发证券发展研究中心

2、行业“扶优限劣”仍将持续，公司深耕省内、发力全国扩张谋求发展

目前我国白酒生产企业约有1.8万家，其中获得生产许可证的企业仅有8000余家，而称得上规模企业的不足2000家，市场上存在大量生产落后、结构不完善的中小型酒企。国家在近几年出台了一系列政策将白酒生产列入限制类目录、提高行业门槛，调整思路已相当明确。未来随着“扶优限劣”政策的深入进行，规模以上酒企有望进一步扩大份额，占据行业的主导地位。口子窖作为一家历史悠久的知名白酒公司，在品牌知名度、产品品质等方面均有较好沉淀，特别是在省内具有较大影响力，行业发展趋势有助于公司进一步扩大规模、提高市场占有率。

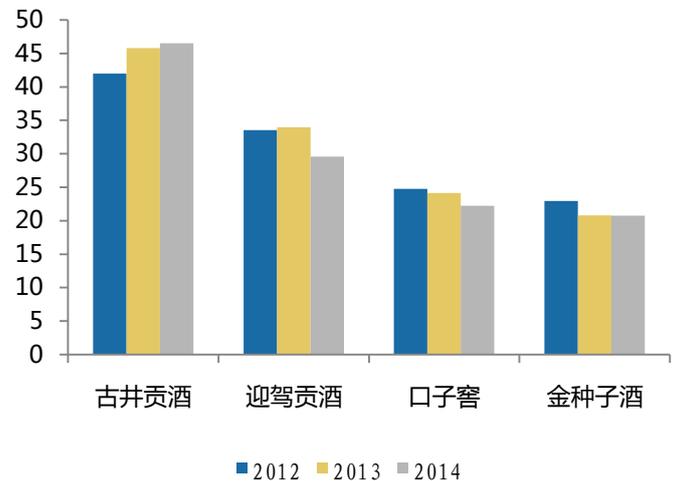
而具体到公司所在的安徽省，竞争异常激烈，白酒上市公司就有四家。作为全国范围内的白酒生产和消费大省，目前生产端集中度已较高，2014年仅古井贡酒、迎驾贡酒和口子窖三家就生产了全省30%左右的白酒。而在收入端来看，四家上市公司中除古井贡酒规模稍大之外，剩下三家规模接近，且四家公司均主要定位在中端白酒市场，差异化成度较低，因此竞争十分激烈。

图 23: 前三名白酒企业产量占安徽总产量 30% (%)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 24: 古井规模较大, 其他三家规模接近 (亿元)



资料来源: WIND, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

面对这种情况, 公司深耕省内, 与大型经销商建立长期合作关系, 渠道稳定性较好, 省内收入也十分稳定。同时, 公司积极开拓省外市场, 采用分产品、分区域管理模式, 在重点区域成立子公司独立运营, 省外拓展稳步推进。预计随着募投项目实施后旗舰店和专卖店的落地, 公司在全国范围内的影响力仍将进一步提升, 省外收入也存在一定提升空间。

三、募投项目: 产能、技术升级和营销网络建设带来成长预期

1、优化调整基酒产品结构技改项目, 助力公司发力中高档产品市场

近年来国家对白酒类产业政策提高行业集中度, 限制产品总量, 优化行业产品

结构。另外，白酒作为重要消费品，在经济发展、消费升级的大趋势下，消费结构也发生了重要的变化。行业内公司顺应政策趋向，调整产品结构，加大中端、中高端产品生产比例，产品结构从金字塔形向橄榄形转变，已经成为行业发展趋势。

在此大背景下，通过技术改造，在保持基酒产能不变的基础上，通过降低普通基酒产能，提高优质基酒产能，优化调整基酒产品结构。本次技改完成后，公司将东关分厂和溪河分厂原年产3000吨普通基酒改建为年产约3000吨优质和特级基酒（其中，优质基酒增加900吨，特级基酒增加2100吨），改造普通基酒的产能以提升优质基酒比例，为公司中高档产品提供基础，使公司顺应产业趋势，在行业竞争中能脱颖而出。

2、陈化老熟、包装生产线技改项目，配合产品调整升级

陈化老熟技改项目，与白酒酿造技改项目配套，系根据公司发展的战略需要，进一步提升公司基酒品质和强化产品的独特口感的项目。陈化老熟技改可以全方位提升产品品质，改善白酒外观的，避免出现浑浊，提升产品质量。

包装是成品酒生产中的重要环节，影响着白酒产品的形象。在公司产品结构优化升级的大背景下，原有成品酒包装车间和包装材料库越来越不能满足企业的发展要求。作为展示企业形象的重要一环，公司包装物流的现状与现代化白酒生产企业还存在一定的差距。

由于购置时间较早，公司目前已有包装生产线设计落后，机械化、自动化程度不高，包装材料损耗和酒损偏大。劳动定员多，工人劳动强度大。生产故障率偏高，维修费用大，劳动生产效率低下。生产旺季时，包装生产能力达不到要求。此外，包装生产线品种单一，适应性差，不能满足市场对产品个性化的需求。为了顺应白酒行业发展的要求、配合公司自身发展对东关分厂、溪河分厂包装物流设施进行技术改造，淘汰落后包装线，引进机械化程度高的包装生产线，有利于公司建设现代化的食品加工企业。

表 3：包装生产线技改项目具体情况

		东关分厂	溪河分厂
改建前	总数量	9 条	20 条
	具体情况	4 条 2000 瓶/时，5 条 3000 瓶/时	其中 8 条包装线为原有包装设备搬迁，目前设备老旧。
改建后		改建 9 条包装线：3 条用于包装高档酒（3000 瓶/时）；4 条用于包装中档酒（5000 瓶/时）；2 条用于包装普通酒（6000 瓶/时）。	替换 8 条包装线：4 条用于包装高档酒，（3000 瓶/时）；4 条用于包装中档酒（5000 瓶/时）

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

此外，公司还将对东关分厂包装车间厂房、包装材料库和成品酒库等配套设施进行同步技改。

3、营销网络建设，助力扩大市场辐射

为巩固在安徽省内市场的影响力，并战略性地向全国市场扩张，公司拟在安徽省内外建设13家旗舰店和101家专卖店，意在通过营销网络的建设挖掘市场潜力。

旗舰店的建筑面积为80或者100平方米左右，专卖店的建筑面积为50平方米左右。项目旨在通过建设旗舰店和专卖店，进一步扩大公司的营销网络，以有效巩固成熟市场，快步推进潜在市场，与现有网络形成重点突出、中心明确、层次分明的高效市场营销网络平台，以扩大市场辐射力、品牌影响力与产品渗透力。

四、盈利预测

收入与盈利预测主要假设：

中高档白酒销量受益于未来产能增加和市场空间扩大，将保持较快增长，预计15-17年收入增速分别为6.5%-12.5%；

其他类型产品则受细分市场空间发展趋势和公司整体战略影响，将保持较慢增长，预计未来三年增速在1.5%-4.5%不等

未来公司随着产品结构升级，毛利率将稍有提升，预计15-17年毛利率分别为67.99%、68.70%、69.78%。

表 4: 收入与盈利预测结果

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (亿元)						
高档白酒	4.74	3.87	3.00	3.04	3.12	3.21
YOY		-18.41%	-22.43%	1.50%	2.50%	3.00%
中高档白酒	15.49	15.92	15.93	16.96	18.66	20.99
YOY		2.83%	0.02%	6.50%	10.00%	12.50%
中档白酒	2.47	2.44	2.00	2.03	2.10	2.20
YOY		-1.25%	-17.87%	1.50%	3.50%	4.50%
低档白酒	2.09	1.90	1.33	1.35	1.39	1.44
YOY		-9.05%	-30.09%	1.50%	3.50%	3.50%
其他业务	0.28	0.34	0.33	0.33	0.33	0.33
YOY		21.15%	-4.41%	0.50%	0.50%	0.50%
总收入	25.07	24.47	22.59	23.72	25.61	28.18
YOY		-2.37%	-7.71%	5.01%	7.98%	10.04%
毛利率 (%)						
高档白酒	79.22%	76.91%	79.11%	79.15%	79.23%	79.35%
中高档白酒	65.85%	65.99%	72.20%	72.56%	73.29%	74.39%
中档白酒	44.11%	46.82%	45.82%	45.75%	45.71%	45.68%
低档白酒	12.02%	27.76%	19.56%	19.36%	19.27%	19.27%
其他业务	63.06%	72.00%	65.42%	65.35%	65.32%	65.32%
综合毛利率	61.72%	62.92%	67.59%	67.99%	68.70%	69.78%
毛利润 (亿元)						
高档白酒	3.75	2.97	2.37	2.41	2.47	2.55
YOY		-20.79%	-20.21%	1.55%	2.60%	3.15%
中高档白酒	10.20	10.51	11.50	12.31	13.68	15.62
YOY		3.05%	9.43%	7.03%	11.10%	14.19%
中档白酒	1.09	1.14	0.92	0.93	0.96	1.00
YOY		4.82%	-19.63%	1.35%	3.40%	4.45%
低档白酒	0.25	0.53	0.26	0.26	0.27	0.28
YOY		110.05%	-50.74%	0.49%	2.98%	3.50%
其他业务	0.18	0.25	0.22	0.22	0.22	0.22
YOY		38.32%	-13.15%	0.40%	0.45%	0.50%
总毛利	15.47	15.40	15.26	16.13	17.59	19.67
YOY		-0.47%	-0.87%	5.63%	9.11%	11.77%
成本 (亿元)						
高档白酒	0.98	0.89	0.63	0.63	0.65	0.66
YOY		-9.34%	-29.82%	1.31%	2.11%	2.41%
中高档白酒	5.29	5.42	4.43	4.65	4.98	5.38

表 4: 收入与盈利预测结果

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
YOY		2.41%	-18.24%	5.12%	7.09%	7.87%
中档白酒	1.38	1.30	1.08	1.10	1.14	1.19
YOY		-6.04%	-16.33%	1.63%	3.59%	4.54%
低档白酒	1.84	1.37	1.07	1.09	1.13	1.16
YOY		-25.32%	-22.15%	1.75%	3.62%	3.50%
其他业务	0.10	0.10	0.11	0.11	0.12	0.12
YOY		-8.17%	18.05%	0.69%	0.59%	0.50%
总成本	9.59	9.07	7.32	7.59	8.02	8.52
YOY		-5.43%	-19.31%	3.71%	5.57%	6.24%
净利率 (%)	18.19%	16.27%	18.69%	19.58%	20.31%	21.23%
净利润(亿元)	4.56	3.98	4.22	4.64	5.20	5.98
YOY (%)		-12.68%	6.02%	10.00%	12.00%	15.00%
EPS (元/股)	0.84	0.74	0.78	0.77	0.87	1.00

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 2012-2014年EPS未摊薄, 2015E-2017E是摊薄EPS

相对估值预测:

A股共有14家白酒上市公司, 我们选取3家经营正常的公司洋河股份、古井贡酒、今世缘作为公司相对估值比较对象, 以上3家白酒公司与口子窖同为区域性名优白酒, 产品主要定位中档白酒, 具有较强可比性, 而其他白酒企业或者业绩出现大幅波动或者有改制预期, 用于相对估值并不合适。上述3家公司对应2015年PE预测均值均为29.08倍。

我们预计公司2015-2017年净利润分别为4.64、5.20、5.98亿元, 对应摊薄EPS分别为0.77、0.87、1.02元, 参考可比公司估值, 我们给予公司估值范围29-31倍, 合理价格区间为22.33-23.87元。

表 5: 可比公司估值水平与盈利预测 (根据 2015 年 6 月 12 日收盘价计算)

证券简称	证券代码	EPS			PE			PB	PS
		14	15E	16E	14	15E	16E		
洋河股份	002304.SZ	4.19	4.77	5.38	24.11	22.54	19.65	5.20	7.48
古井贡酒	000596.SZ	1.19	1.4	1.61	34.45	30.24	26.21	4.68	4.37
今世缘	603369.SH	1.36	1.37	1.52	36.54	34.46	27.54	6.55	9.84
可比公司均值					31.70	29.08	24.47	5.48	7.23

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

省内竞争加剧，中高档白酒销量不达预期。

	单位: 百万元				
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	2312	2210	3462	3983	4596
货币资金	664	602	2037	2420	2913
应收及预付	520	328	412	440	474
存货	1127	1279	1013	1124	1209
其他流动资产	0	1	0	0	0
非流动资产	1286	1452	1426	1517	1600
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	793	867	801	785	766
在建工程	163	263	358	458	557
无形资产	276	253	267	274	277
其他长期资产	54	68	0	0	0
资产总计	3598	3662	4888	5501	6196
流动负债	1573	1263	1066	1154	1238
短期借款	296	180	0	0	0
应付及预收	1277	1023	1066	1154	1238
其他流动负债	0	60	0	0	0
非流动负债	60	120	120	120	120
长期借款	60	120	120	120	120
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	1633	1383	1186	1274	1358
股本	540	540	600	600	600
资本公积	146	146	1046	1046	1046
留存收益	1279	1593	2057	2581	3192
归属母公司股东权	1965	2279	3702	4227	4838
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3598	3662	4888	5501	6196

	单位: 百万元				
至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2447	2259	2372	2561	2818
营业成本	907	732	759	802	852
营业税金及附加	389	355	378	406	447
销售费用	416	405	415	453	498
管理费用	155	179	183	197	218
财务费用	13	17	5	-12	-16
资产减值损失	15	16	11	12	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	5	3	3	3
营业利润	551	560	624	706	821
营业外收入	6	4	5	5	5
营业外支出	7	3	5	5	4
利润总额	550	560	625	706	821
所得税	152	138	161	182	210
净利润	398	422	463	524	611
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	398	422	463	524	611
EBITDA	640	652	705	775	879
EPS (元)	0.74	0.78	0.77	0.87	1.02

	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	278	105	786	548	654
净利润	398	422	463	524	611
折旧摊销	61	65	68	72	76
营运资金变动	-206	-406	216	-63	-37
其它	25	24	38	15	4
投资活动现金流	-153	-32	-59	-160	-155
资本支出	-162	-45	-62	-163	-158
投资变动	0	0	3	3	3
其他	9	13	0	0	0
筹资活动现金流	-143	-129	710	-6	-6
银行借款	370	450	-180	0	0
债券融资	-410	-446	-60	0	0
股权融资	0	0	960	0	0
其他	-103	-133	-10	-6	-6
现金净增加额	-18	-56	1436	382	494
期初现金余额	680	664	602	2037	2420
期末现金余额	661	609	2037	2420	2913

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.4	-7.7	5.0	8.0	10.0
营业利润增长	-9.7	1.5	11.5	13.1	16.3
归属母公司净利润增长	-12.7	6.0	9.7	13.2	16.5
获利能力(%)					
毛利率	62.9	67.6	68.0	68.7	69.8
净利率	16.3	18.7	19.5	20.5	21.7
ROE	20.3	18.5	12.5	12.4	12.6
ROIC	25.3	21.7	26.5	27.1	29.2
偿债能力					
资产负债率(%)	45.4	37.8	24.3	23.2	21.9
净负债比率	-0.2	-0.1	-0.5	-0.5	-0.6
流动比率	1.47	1.75	3.25	3.45	3.71
速动比率	0.73	0.72	2.28	2.46	2.71
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.62	0.55	0.49	0.48
应收账款周转率	90.03	142.35	110.22	114.55	116.82
存货周转率	0.89	0.61	0.75	0.71	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.78	0.77	0.87	1.02
每股经营现金流	0.51	0.19	1.31	0.91	1.09
每股净资产	3.64	4.22	6.17	7.04	8.06

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 7年证券行业工作经验。2013年食品饮料最佳分析师水晶球第四名、新财富入围。2012年食品饮料最佳分析师水晶球公募类第四名、金牛奖第五名、新财富入围。
- 于杰: 分析师, 经济学硕士, 3年证券行业工作经验。2013年食品饮料最佳分析师水晶球第四名、新财富入围团队成员。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2013年食品饮料最佳分析师水晶球第四名、新财富入围团队成员。
- 王文丹: 研究助理, 1年证券行业工作经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018号 安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。