

## 口子窖 (603589.SH)

## 改革破冰，再续征程

2020年04月17日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

逢晓娟（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

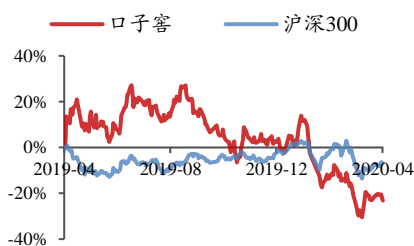
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790120040011

日期	2020/4/16
当前股价(元)	40.23
一年最高最低(元)	68.88/34.80
总市值(亿元)	241.38
流通市值(亿元)	241.38
总股本(亿股)	6.00
流通股本(亿股)	6.00
近3个月换手率(%)	61.71

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### ● 改革破冰，渠道关系理顺，公司将重回稳健增长轨道

始于2018年的安徽省内白酒消费升级，为口子窖成长带来良好的外部环境。2019年公司在产品策略、渠道操作等方面进行改革，效果初显。公司是省内市占率第二的品牌，品牌高度仍存、厂商关系稳定、消费者基本盘稳固，仍具有相当的竞争实力。我们看好公司改革后的发展潜力，预计公司2019-2021年净利润分别为17.56、18.43、21.35亿元，同比增长15%、5%、16%；EPS分别为2.93元、3.07元、3.56元，对应PE为14、13、11倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 安徽省200-300元价位段白酒市场快速扩容，次高端价位段市场迎来布局窗口

伴随省内消费升级，200-300元价位带迎来黄金发展期，口子窖10年、古井贡8年产品在200-300元价位段已具有先发优势。300元以上的次高端价格带作为下一个消费升级风口，仍有扩容潜力。省外名酒在该价位段未占有垄断优势，给本土品牌抢占战略高点带来良机，例证是古井贡20年、口子窖10年等次高端价格带产品自2018年以来开始明显发力。公司受益省内消费升级趋势，产品结构不断优化，成长空间广阔。

### ● 坚定推进渠道改革深化，提高市场掌控力，增强酒厂与消费者的沟通能力

赢得消费升级的关键在于消费者培育，而大商制的销售模式决定了公司需要借助渠道的力量与消费者互动。公司成长初期在消费者培育、品牌宣传等活动更多依赖于经销商的主观能动性，行至后期，经销商规模做大后精耕市场的动力不足。为此公司2019年坚定推进渠道改革，采取一地一策运作思路，进行扁平化招商或直接参与经销商内部管理，引导监督其配合公司政策的落地。同时加大宴席、团购投入，强化对终端门店的激励，加强与消费者的沟通互动。

### ● 推出新品补位价格带空白，参与市场竞争更加从容

200-300元价格带已成为省内消费主流市场，公司该价位段产品线布局留有空档。因此2019年7月公司针对性的推出了两款新品，丰满产品线。新品作为战术性产品，积极参与200-300元价位段竞争。口子窖10年、口子窖20年仍为公司战略性产品，健康增长，布局下一个消费升级风口。

### ● 风险提示：宏观经济出现重大波动、产品质量问题、市场竞争风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,603	4,269	4,700	4,823	5,363
YOY(%)	27.3	18.5	10.1	2.6	11.2
净利润(百万元)	1,114	1,533	1,756	1,843	2,135
YOY(%)	42.1	37.6	14.6	4.9	15.8
毛利率(%)	72.9	74.4	75.2	75.5	76.7
净利率(%)	30.9	35.9	37.4	38.2	39.8
ROE(%)	21.9	24.9	25.0	22.5	22.4
EPS(摊薄/元)	1.86	2.55	2.93	3.07	3.56
P/E(倍)	21.7	15.7	13.7	13.1	11.3
P/B(倍)	4.7	3.9	3.4	2.9	2.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、安徽省白酒消费升级加速，竞争拐点到来 .....	4
1.1、安徽白酒市场空间广阔，消费持续升级 .....	4
1.2、本土企业主导，各品牌强势价格带划分明晰 .....	5
1.3、升级周期缩短，主流价格带跨越式跃迁 .....	7
1.4、竞争格局优化，双龙头份额加速提升 .....	10
2、安徽白酒龙头，受益消费升级 .....	11
2.1、民营体制，管理层和经销商持股 .....	11
2.2、中国白酒营销改革先驱，穿越行业周期的酒业龙头 .....	12
2.3、产品：聚焦中高档产品，尽享消费升级红利 .....	13
2.4、渠道：厂商主导，适当下放市场运作权力 .....	16
2.5、市场：省内深耕市场，省外稳健发展 .....	17
3、正视环境变化，积极推进改革 .....	18
3.1、省内次高端市场机会显现，竞争对手发力明显 .....	19
3.2、产品：200-300元主流价格带缺乏战术性产品，发售新品弥补空白 .....	19
3.3、渠道：提高对渠道掌控力，积极推进渠道深化改革 .....	20
3.4、市场：未来省外以点状化发展为主，稳步推进全国化布局 .....	21
4、盈利预测与投资建议 .....	22
5、风险提示 .....	23
附：财务预测摘要 .....	24

## 图表目录

图 1：2018 年安徽白酒产量居中国第五（单位：万千升） .....	4
图 2：安徽省 2018 年白酒市场规模约 280 亿 .....	4
图 3：安徽省白酒吨价高于全国平均水平 .....	4
图 4：2016 年为拐点，主流价格带开始新一轮上移 .....	4
图 5：安徽省白酒产量 2015 年以来稳中有降 .....	5
图 6：2016 年开始安徽省内白酒吨酒价格逐年提升 .....	5
图 7：本土品牌市占率约 68% .....	5
图 8：本土品牌价格主要集中在 30-300 元价位段 .....	5
图 9：安徽白酒价格带结构呈纺锤型 .....	6
图 10：100-200 元价位段规模最大（单位：亿元） .....	6
图 11：合肥市人均消费支出持续上升 .....	8
图 12：200 元价位段代表品牌近年来维持高速增长 .....	8
图 13：200-300 元价位段古井贡份额最大，约 50% .....	8
图 14：200-300 元价位段古井贡、口子窖规模优势明显 .....	8
图 15：100-200 元价位段古井贡、口子窖占比约 58% .....	9
图 16：100-200 元价位段古井贡、口子窖规模优势明显 .....	9
图 17：80-100 元价位段古井贡、口子窖占比 53% .....	9
图 18：80-100 元价位段古井贡、口子窖占有优势 .....	9
图 19：双龙头营收份额加速提升 .....	10
图 20：200-300 元价位段古井贡、口子窖优势明显 .....	10

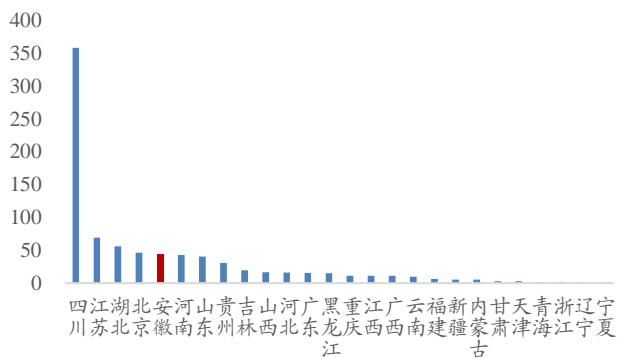
图 21: 公司历经多次改制, 转身为民营体制 .....	11
图 22: 穿越行业周期, 二十余载稳健发展 .....	13
图 23: 口子窖省内市占率排名第二 .....	14
图 24: 截止 2018 年口子窖省内营收规模排名第二 .....	14
图 25: 产品聚焦百元以上价格带产品 .....	15
图 26: 口子窖产品在 100-600 元价格带占有优势 .....	15
图 27: 公司高档白酒营收快速增长 .....	16
图 28: 口子窖吨价和毛利率持续提升 .....	16
图 29: 口子窖销售费用率远低于古井贡 .....	17
图 30: 口子窖促销费用占总销售费用比重比低于古井贡 .....	17
图 31: 口子窖净利率远高于古井贡 .....	17
图 32: 口子窖销售人员数量远低于古井贡 .....	17
图 33: 公司省内营收增速多年高于省外增速 .....	17
图 34: 公司营收省内占比逐年提升 .....	17
图 35: 省内经销商数量不断增加 .....	18
图 36: 省外收入自 2017 年恢复正增长 .....	18
图 37: 2018 年末至 2019 年三季度末公司股价弱于竞品 .....	19
图 38: 口子窖公司估值低于古井贡 .....	19
图 39: 口子窖核心产品创立早, 消费者粘性高 .....	20
图 40: 2019 年口子窖渠道改革的最终目的是与终端、消费者实现深度沟通 .....	21
表 1: 2018 年 300 元以上价位段参与者以全国化名酒为主 .....	6
表 2: 2018 年安徽本土白酒品牌可划分为三大梯队 .....	7
表 3: 安徽白酒消费历史阶段梳理 .....	7
表 4: 2018 年 50-80 元价位段参与者以省内品牌为主 .....	9
表 5: 2018 年 30-50 元价位段参与者以省内品牌为主, 数量多, 竞争激烈 .....	10
表 7: 主要经销商在公司发展历史上具有重要作用 .....	12
表 8: 白酒主要香型以及代表企业 .....	14
表 9: 口子窖产品聚焦百元以上价格带 .....	15
表 10: 公司产品布局在两个重要价格带留有空档 .....	20
表 11: 收入拆分及预测: 高档酒是营收的主要来源 .....	22
表 12: 可比上市公司估值比较: 口子窖估值低于行业平均水平 .....	23

## 1、安徽省白酒消费升级加速，竞争拐点到来

### 1.1、安徽白酒市场空间广阔，消费持续升级

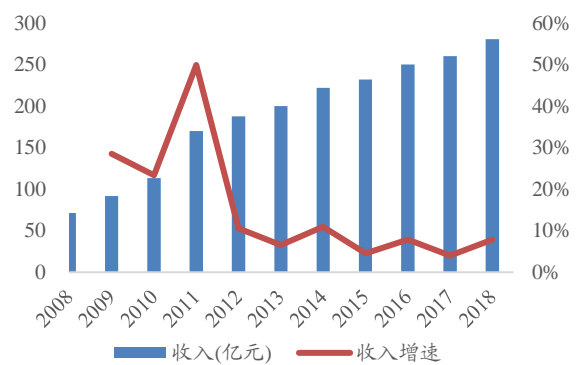
白酒产销大省，市场空间广阔。安徽省属于白酒生产大省，2018年安徽白酒产量43.32万千升，位居国内第五，截止2018年底安徽省白酒市场规模约280亿。省内白酒企业众多，规模以上白酒企业112家，几乎每个地级市就有接近10家酒企。同时安徽也是白酒消费大省，地产白酒企业主销省内，近年来外来名酒也进入安徽市场与当地企业错开价格带竞争。

图1：2018年安徽白酒产量居中国第五（单位：万千升）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：安徽省2018年白酒市场规模约280亿

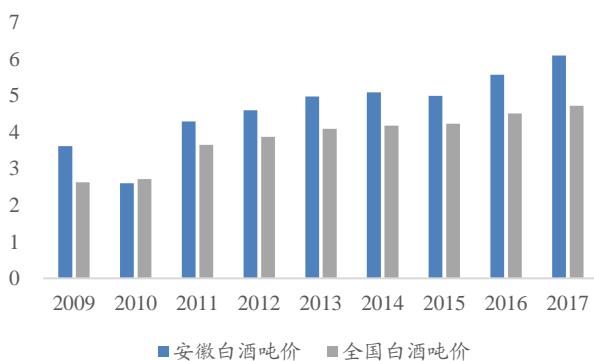


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

安徽省历来白酒消费主流价格带领先全国平均水平。从吨酒价格角度看，安徽省白酒吨酒价格一直高于全国平均20%左右，自2015年以来，吨酒价格加速上升，白酒产量小幅下滑，进入由价驱动时代。

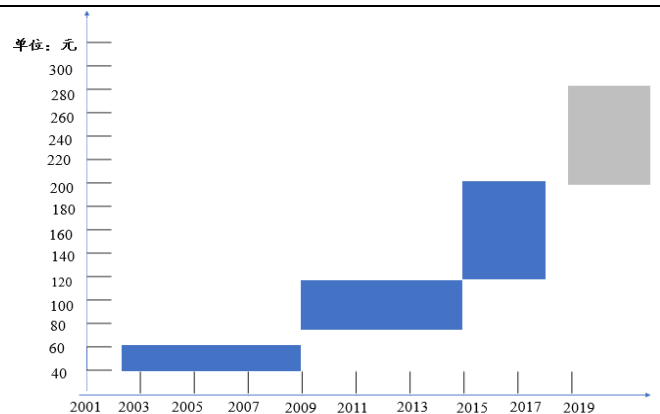
2016年主流价格带开始新一轮上移，2018年升级趋势更加明显。2001年—2009年主流价位60元—80元，2009年—2015年80—120元，2016年—2018年主流价位升级为120—200元。2018年初开始，省内200元价位段市场迅速扩容，古井贡8年和口子窖10年持续爆量。合肥作为省内升级的标杆市场，当前已经切换至200元主流价格带，其他地级市正从100元左右逐渐向200元价格带提升。预计2-3年省内主流价格带将完全提升至200-300元水平。

图3：安徽省白酒吨价高于全国平均水平



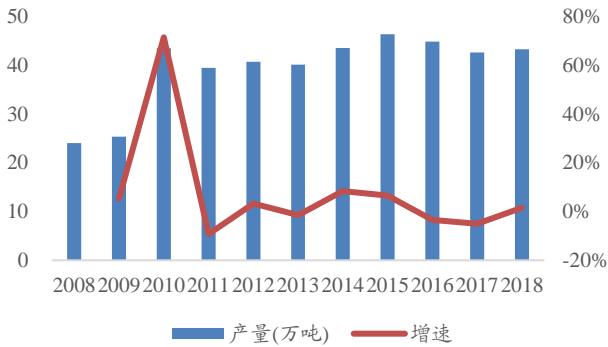
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图4：2016年为拐点，主流价格带开始新一轮上移



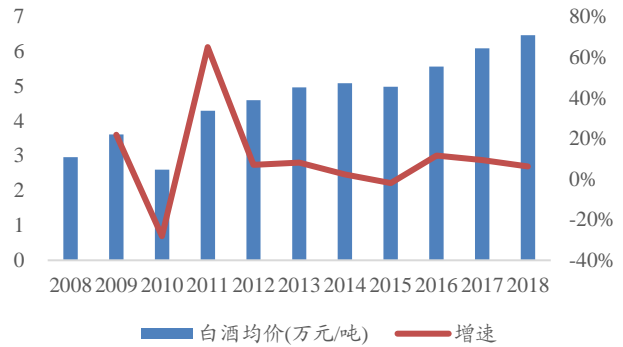
数据来源：微酒、开源证券研究所

图5: 安徽省白酒产量 2015 年以来稳中有降



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图6: 2016 年开始安徽省内白酒吨酒价格逐年提升

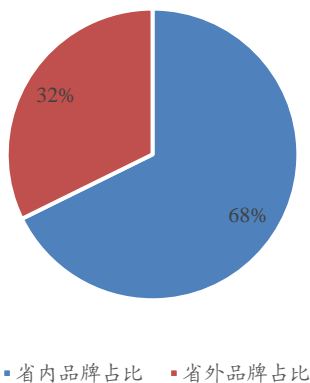


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

## 1.2、本土企业主导，各品牌强势价格带划分明晰

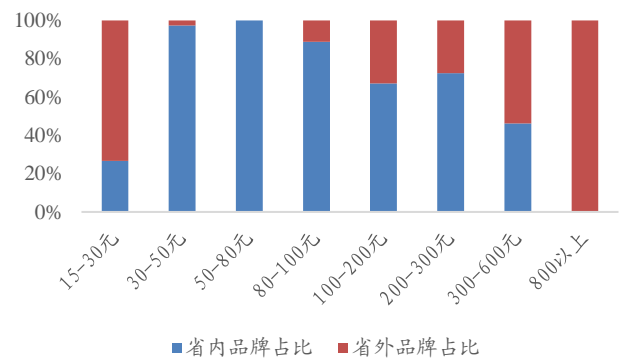
本土品牌市占率极高，省外品牌错位竞争。安徽酒企皆以营销见长，省内竞争激烈，历来有“西不入川、东不入皖”之说。我们测算 2018 年本地品牌营收占比约 68%，且寡头效应明显，其中古井贡、口子窖、迎驾贡、金种子四家市占率分别约为 25%、13%、7%、4%，合计占比接近 50%。近年来由于商务宴请对品牌力要求加大，外来名酒也开始进入安徽省内，在 30 元以下和 300 元以上价位段与本土品牌展开错位竞争。

图7: 本土品牌市占率约 68%



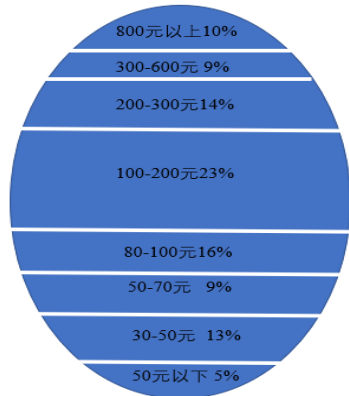
数据来源: 开源证券研究所

图8: 本土品牌价格主要集中在 30-300 元价位段

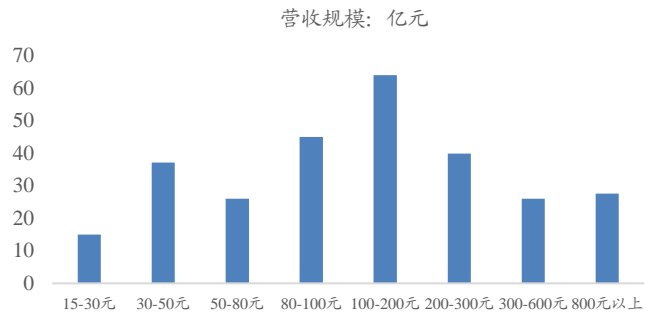


数据来源: 开源证券研究所

安徽白酒价格带结构呈纺锤形，100-200 元价位段占比最高。安徽白酒产品可粗略划分为 8 个价格带，其结构呈“中档价位段占比高，高档、低档占比低”的纺锤形。具体来看，我们测算 10-15 元价位段、30-50 元价位段、50-70 元价位段、80-100 元价位段、100-200 元价位段、200-300 元价位段、300-600 元价位段、800 元以上价位段分别占比约为 5%、13%、9%、16%、23%、14%、9%、10%（安徽白酒市场 600-800 元价位市场处于产品空档阶段）。

**图9：安徽白酒价格带结构呈纺锤型**


数据来源：开源证券研究所

**图10：100-200元价位段规模最大（单位：亿元）**


数据来源：开源证券研究所

**300元以上价位段外来名酒占有明显优势。**我们测算安徽省300元以上价格带约有54亿规模。该价格带主要消费场景为商务宴饮，对产品品牌力要求较高，而安徽本土品牌大多强于渠道建设，弱于对品牌力打造，因此茅台、五粮液、洋河、剑南春等省外名酒在此价位段占有明显优势。此价位段尽管现阶段不是大众消费主流，但在品牌占位上有战略性意义，因此本土品牌推出产品参与，但除古井贡、口子窖稍具规模外，其他品牌未能放量。

**表1：2018年300元以上价位段参与者以全国化名酒为主**

区域	品牌	单品名称	规模 (亿元)	占本价格带比重	合计占比
省内品牌	古井贡	古井贡 16年 /20年/26年	5	9%	22%
	口子窖	口子窖 20年 /30年	4	7%	
	迎驾贡	洞藏 30年	0.5	1%	
	其他	其他	2.5	5%	
省外品牌	洋河	梦之蓝	6	11%	78%
	剑南春	水晶剑	4	7%	
	郎酒	红花郎等	2	4%	
	水井坊	八号、井台	1	2%	
	泸州老窖	国窖 1573	1	2%	
	茅台	飞天茅台	15	28%	
	五粮液	五粮液水晶瓶	12	22%	
	其他		1	2%	
合计			<b>54</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**本土品牌聚焦30-300元价位段，并按照规模、产品所在价格区间大致分为三个梯队。**安徽白酒企业经过长时间竞争，分别在不同价格带确立了属于自己的优势地位。具体来看古井贡、口子窖产品集中在80元以上价格带，省内规模30亿以上，牢牢占领第一梯队，受益省内消费升级，份额提升明显。第二梯队迎驾贡、金种子、

高炉家、宣酒等规模在 10-20 亿之间，产品集中在 30-120 元价位段，目前也在也积极推出产品布局 200 元左右价位段，例如迎驾贡推出洞藏系列表现良好。文王贡、老明光、沙河、皖酒等属于第三梯队，规模 5 亿以下，以 30-50 元价位产品为主，竞争激烈，受到消费升级与外来品牌的挤压，份额缩小。

**表2：2018 年安徽本土白酒品牌可划分为三大梯队**

	代表品牌	价格区间	市占率	销售区域	营销模式	现状
第一梯队	古井贡	80-300 元	25%	覆盖全省，地区之间营收较为均衡	品牌拉动，深度分销	受益消费升级，份额明显提升
	口子窖		13%			
第二梯队	迎驾贡	30-120 元	7%	全省大部分地市，有区域差异	招区域大商、费用投放灵活	优化产品结构，部分受益升级
	金种子		4%			
	高炉家		3%			
	宣酒		4%			
第三梯队	文王贡	30-50 元	2%	主攻县级市场，且区域特征明显	价格优势，以量为主	竞争激烈，受到消费升级与外来品牌的挤压，份额缩小
	老明光		2%			
	临水		1%			
	焦陂		1%			
	沙河		1%			
	其他		4%			
	合计					

资料来源：徽酒、开源证券研究所

### 1.3、升级周期缩短，主流价格带跨越式跃迁

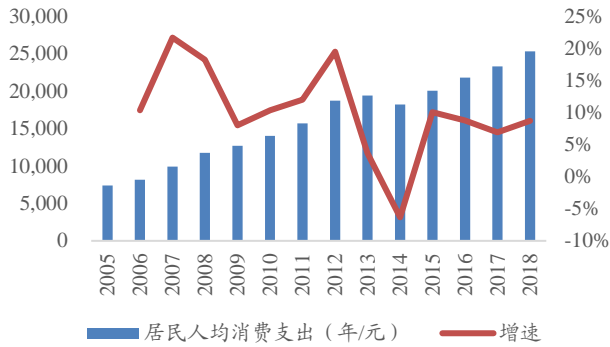
消费升级原本是长期缓慢的过程，回顾安徽省内白酒消费历史，自供需进入市场化调配以来，主流消费价格带大致以 6-7 年为一个周期进行跃迁，新主流消费价格带基本比上一级高 20-40 元。而 2015 年以来 120 元消费基础逐步夯实，进入 2018 年，省内 200 元左右产品放量，消费氛围迅速蔓延。由于 2016 年以来名酒价格上涨、省内房价快速上涨、以及人均消费支出水平加速提升等原因，省内白酒消费升级开始呈现周期缩短、价格跨越式跃迁的特点。古井贡、口子窖产品卡位升级方向，最为受益。

**表3：安徽白酒消费历史阶段梳理**

时间段	渠道特点	主流价位	主流度数	代表品牌
1963—1989 年	计划调拨，供需不平衡	10 元以内	60 度	古井贡、双轮、金种子等国企
1989—1995 年	大流通	20 元	55 度	古井贡、沙河王、双轮、老明光
1995—2001 年	终端推广初级阶段	40 元	46-50 度	古井贡、金种子、双轮
2001—2009 年	酒店盘中盘	60-80 元	43 度	口子窖、高炉家、迎驾贡、皖酒
2009—2015 年	团购与酒店盘中盘	80-120 元	42 度	古井贡、口子窖、金种子、迎驾贡、宣酒
2015—2018 年	直分销模式	120-200 元	42 度	古井贡、口子窖、金种子、迎驾贡、宣酒
2018 年至今	直分销模式	200-300 元	42 度	古井贡、口子窖

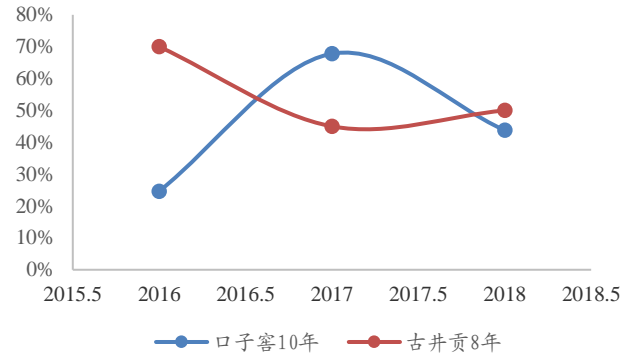
资料来源：徽酒、酒业家、佳酿网、开源证券研究所

图11: 合肥市人均消费支出持续上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 200元价位段代表品牌近年来维持高速增长

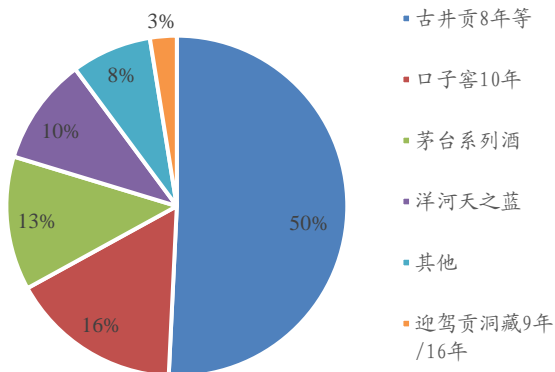


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**2018年安徽白酒主流价格带跃迁拐点出现, 200-300元价格带规模快速提升。**

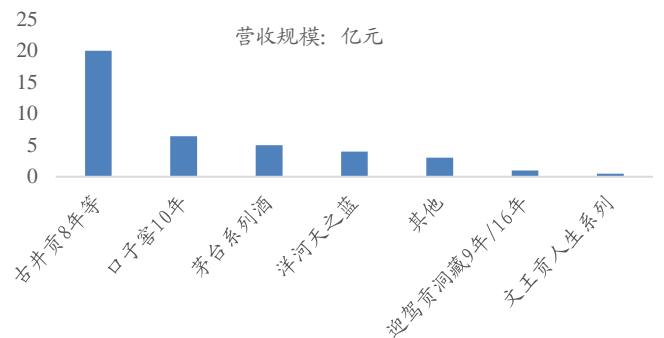
我们测算截止2018年末该价位段规模约40亿元。200元主流消费价位在合肥、芜湖、安庆等经济较好地市已经确立, 消费习惯逐步向其他地级市传导。参与者以古井贡8年、口子窖10年、迎驾洞藏、洋河天之蓝、茅台系列酒为主, 其中古井贡8年等产品先发优势明显, 口子窖10年也有较好表现。该价位段是未来省内消费升级方向, 规模将快速提升。

图13: 200-300元价位段古井贡份额最大, 约50%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 200-300元价位段古井贡、口子窖规模优势明显

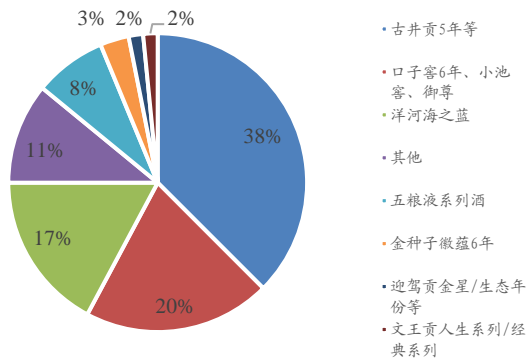


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**100-200元价格带是目前规模最大价格带, 据我们测算约65亿元, 目前仍在稳健增长。**省内本土品牌依靠产地优势、强大的渠道能力、以及消费者习惯等在此价格带处于主导地位, 其中古井贡5年和口子窖6年优势突出, 合计占比超60%。由于本土品牌强势, 省外品牌在此价位段布局较少, 其中洋河海之蓝以及五粮液系列酒稍具规模。

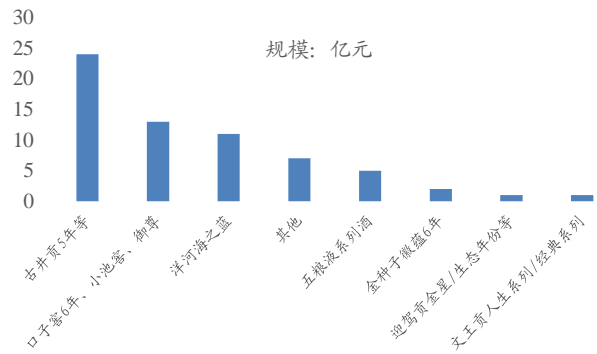


图15: 100-200 元价位段古井贡、口子占窖比约 58%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

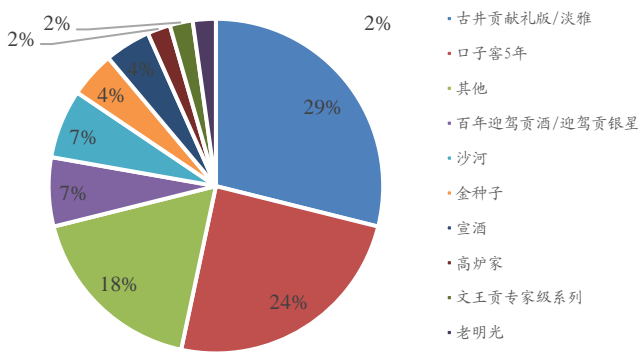
图16: 100-200 元价位段古井贡、口子窖规模优势明显



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

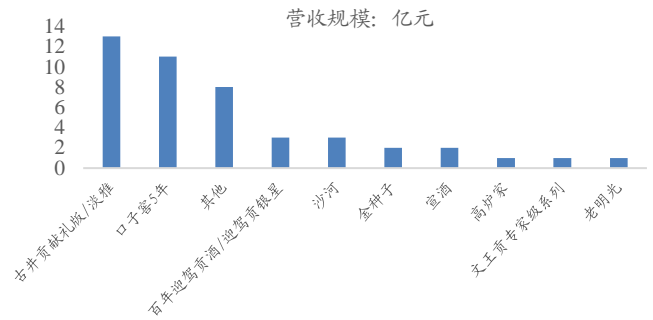
80-100 元价位带市场承接来自 80 元以下的升级需求, 同时也向 100 元以上价格带转移, 预计未来增速放缓。该价格带产品目前在皖北部分城市以及乡镇市场仍有较大的消费基础, 我们测算规模约为 45 亿元, 本土品牌占比 90% 以上, 其中口子窖 5 年以及古井贡献礼两款大单品在此价位段占据优势, 合计占比约 53%。

图17: 80-100 元价位段古井贡、口子窖占比 53%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图18: 80-100 元价位段古井贡、口子窖占有优势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

50-80 元价位段, 品牌数量较多且竞争激烈。我们测算该价位段约 26 亿规模, 经过长时间激烈竞争, 品牌之间价格间距较窄, 平均每 20 元就能形成一个价格带, 且每个价格带都有强势品牌。其中迎驾贡、古井贡规模较大, 分别约占 33%、19%, 本土其余品牌大都在此价位段有布局, 这一价格带部分需求在向 80 元以上和 50 元以下光瓶酒转移, 规模逐渐萎缩。

表4: 2018 年 50-80 元价位段参与者以省内品牌为主

品牌	单品名称	规模估计 (亿元)	占本价格带比重
迎驾贡	百年迎驾/迎驾银星	8	31%
古井贡	古井淡雅/红运	5	19%
金种子	柔和种子酒、醉三秋	3	12%
宣酒	宣酒小窖酿造	3	12%
高炉家	高炉家酒	2	8%
口子窖	老口子/口子美酒/口子坊	1	4%
其他	文王贡、皖酒、沙金裕皖、临水、焦陂等	4	15%
合计		26	100%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

30-50元价位段产品市场空间受到消费升级和省外光瓶酒替代的双重挤压。我们测算此价位段规模约37亿，价格带密集，以5元为单位区分一个价位段，参与者众多，皆为本土品牌，竞争激烈。本土第二、三梯队的品牌均参与此价格段布局，其中第三梯队品牌营收主要由此价位段产品贡献。

表5：2018年30-50元价位段参与者以省内品牌为主，数量多，竞争激烈

品牌	单品名称	规模估计（亿元）	市占率
迎驾贡	迎驾古坊/糟坊	6	16%
高炉家	-	5	13%
宣酒	-	5	13%
金种子	祥和种子酒	4	11%
古井贡	老名酒	3	8%
老明光	-	3	8%
临水	-	3	8%
文王贡	正一品	2	5%
焦陂	-	2	5%
沙河	-	1	3%
口子窖	口子酒	0.1	0%
其他	皖酒、沙金裕皖等	3	8%
<b>合计</b>		<b>37</b>	<b>100%</b>

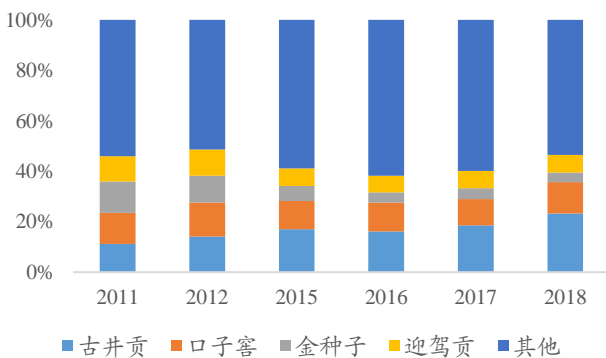
资料来源：公司公告、开源证券研究所

30元以下省外光瓶酒占比最大，据我们测算约15亿规模。此价段主要以二锅头、老村长、江小白等省外品牌为主。此外地产酒金豫皖、金种子、古井贡略有参与。其中2018年牛栏山、老村长合计市占率超50%。该价位段随着光瓶酒对盒装酒的替代逐步提升，未来将稳定增长。

### 1.4、竞争格局优化，双龙头份额加速提升

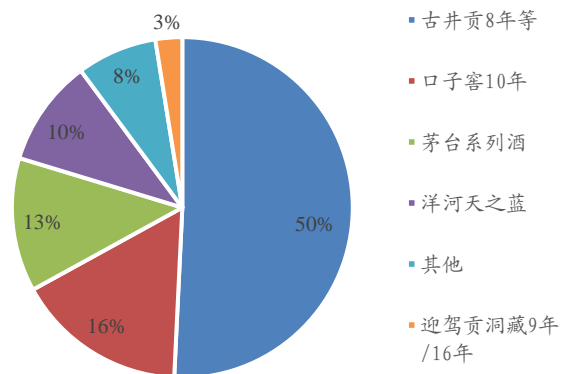
受益消费升级，第一梯队的古井贡、口子窖二者市占率之和从2011年20%左右，提升至2018年接近40%，市场份额与其他品牌进一步拉开，尤其在200-300元价位段更加明显。省内品牌中只有古井贡、口子窖有较强参与感。竞争格局的优化致使龙头企业从渠道竞争分出精力来，转向品牌的打造。

图19：双龙头营收份额加速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：200-300元价位段古井贡、口子窖优势明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、安徽白酒龙头，受益消费升级

### 2.1、民营体制，管理层和经销商持股

**历史悠久、底蕴深厚。**公司酿酒历史悠久，仅剩遗址的酿酒老井考古证实掘于隋唐之际，现存最老窖池始建于明末清初。公司前身濉溪县口子酒厂是建国后第一批建厂的白酒企业。20世纪80年代，濉溪县口子酒厂曾一分为二为淮北市口子酒厂和濉溪县口子酒厂两家企业。1997年淮北市口子酒厂、濉溪县口子酒厂结束多年的商标之争，合并成立安徽口子集团公司（以下简称“口子集团”）。2002年，口子集团进行改制，联合其他发起人股东发起成立安徽口子酒业股份有限公司（以下简称“口子酒业”）。2006年，口子酒业经过改制转变为民营体制，2015年公司上市。

**民营体制，行稳致远。**口子集团成立之初性质为国有企业，2004年、2005年、2006年，口子集团出于偿还贷款、安置职工等资金压力依次向徐进、刘安省等公司管理层及一线骨干等人转让持有口子酒业的26%、10%、25%股份，2006年口子集团持有口子酒业的股份全部转让完毕后，口子酒业企业性质转变为由徐进、刘安省等管理层控股的民营企业。

中国白酒企业以国企为主，口子窖是少数民营白酒上市公司之一。民营体制决策灵活自主，面对机遇可以及时做出反应，同时战略可以更加注重长远，公司自合厂以来稳健增长20余载，是2012年-2015年白酒下滑周期中为数不多实现正增长的企业，足见公司战略定力。

**图21：公司历经多次改制，转身为民营体制**



资料来源：上市公司招股说明书、开源证券研究所

**管理人员持股比例高，人事稳定、经验丰富。**公司第一大股东为董事长徐进，其他管理人员也普遍持股，截止2019年三季报管理层合计持股超40%。公司管理层从1997年合厂之初带领口子窖一路发展至今已有20余年，历经白酒多轮周期，对白酒企业的经营规律有着深刻的把握。

**主要经销商持有公司股份，在公司发展中起到了重要作用。**2002年口子酒业设立之时主要经销商即作为发起人持有较高比例股份，目前仍与公司深度合作，渠道

稳定性强。

**表6: 公司管理层人事稳定, 截止 2019 年三季度末持股比例超 40%**

姓名	职务	任领导职起始时间	持股比例 (2019 年三季度报)
徐进	董事长、总经理	1997 年	18.26%
刘安省	监事会主席	1996 年	12.46%
黄绍刚	董事、副总经理	1997 年	2.07%
范博	副总经理、财务总监	1997 年	1.83%
朱成寅	副总经理	1997 年	1.76%
徐钦祥	董事、董事会秘书	1997 年	1.66%
周图亮	总经理助理	1997 年	1.66%
段炼	总经理助理	1997 年	1.59%
张国强	董事	1997 年	1.57% (未进前十大股东)
合计			42.86%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**表7: 主要经销商在公司发展历史上具有重要作用**

股东名称	2002 年持股情况	2008 年	2015 年	2019 年三季度末
淮北市顺达商贸有限公司	无	3.00%	2.24%	2.00%
淮北市顺达糖酒有限公司	3.00%	全部转让给淮北市顺达商贸	无	无
安徽省黄海商贸有限公司	3.00%	3.00%	3.31%	仍有持股, 年报未披露具体数量
陕西天驹商贸有限公司	3.00%	3.00%	2.24%	仍有持股, 年报未披露具体数量
江苏天地龙实业有限公司	20%	10%	全部转让给刘安省等 31 名股东	无

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.2、中国白酒营销改革先驱, 穿越行业周期的酒业龙头

公司领导兼香型白酒品类发展壮大, 开创营销模式“盘中盘”, 逐步从地方企业蜕变成为省级龙头, 一度进入全国白酒企业前十名, 其发展历程对行业有着深刻的影响。

**1997 年-2000 年: 公司推出口子窖 5 年, 定位政商务社交饮酒, 并配合以“盘中盘模式”, 迅速在省内打开局面。** 酒厂合并初期主打中低档次产品, 且品相繁多, 未能突出重点。当时部分大中城市消费者已具备购买 70-80 元白酒产品的能力, 公司于是 1998 年提出“社交饮酒”概念, 主动进行产品升级与重塑, 推出核心产品“口子窖 5 年”(定价 78 元/瓶)。同时开创“盘中盘”新渠道模式: 以酒店(小盘)为突破口, 带动大众客户群体(大盘)成长。叠加口子集团强大营销能力与执行能力, 该模式在当时合肥等重点市场取得成功, 公司销售额从 1997 年不到 2 亿增长到 2003 年 5.8 亿, 公司一跃成为安徽白酒龙头企业。

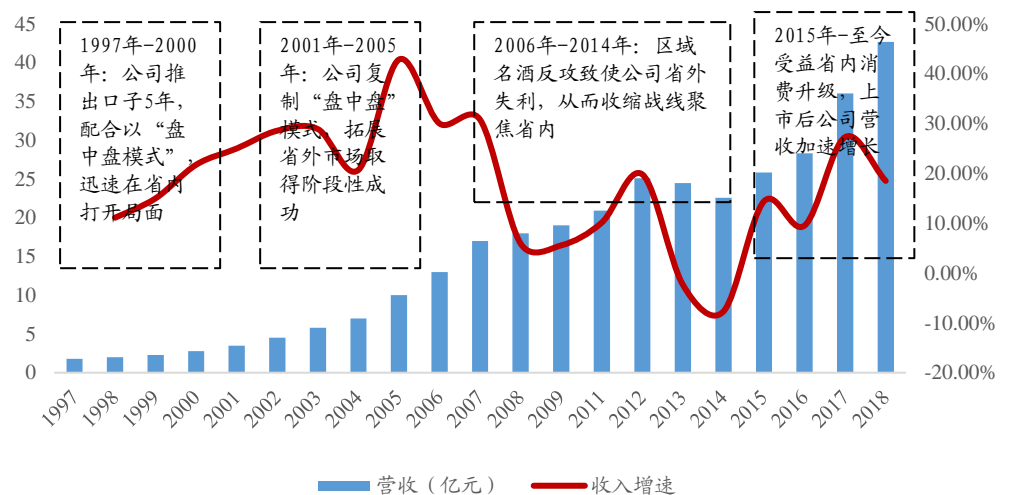
**2001 年-2005 年: 公司复制“盘中盘”模式, 拓展省外市场取得阶段性成功。** 公司在省内获得成功之后, 做出了走出安徽的战略决策, 选择与合肥人口规模相当、政商务社交饮酒主流价位相当、白酒市场竞争格局相当的城市, 通过盘中盘模式进行重

点开发。2005年，口子酒业产品覆盖全国22个省、市，销售收入近9亿元，实现利税2亿多，在全国酿酒企业排名上升到第8位。公司的崛起成为中国白酒营销历史上有名的案例之一。

**2006年-2014年：区域名酒反攻致使公司省外失利，公司收缩战线聚焦省内。**省外区域酒企也推出卡位政商务饮酒价格带的产品，并将盘中盘营销模式加以复制和创新，公司省外份额逐渐被挤压。例如2003年，洋河蓝色经典在南京市场上市，定价138元/瓶，并推演出“消费者盘中盘”模式，获得了成功。与此同时，安徽百元左右白酒价格带进入高速发展期，因此公司选择把重心转移到省内，聚焦优势在安徽省内精耕细作，持续塑造品牌口碑，为口子窖后来参与市场竞争、抓住下一段消费升级趋势打下了基础。2009年，公司销售收入提升至20亿元左右，营收规模稳居安徽白酒企业第一，2011年才被古井贡超越。2013年白酒行业进入调整期，多数酒厂营收出现明显下滑，但口子窖省内营收依然稳步提升。2013年、2014年省内营收分别增长1%、5%。

**2015年-至今：受益省内消费升级，上市后公司营收快速增长。**自2015年公司上市以来，安徽白酒市场发生了两点明显的变化：一是格局改善，安徽白酒企业竞争激烈，但从2015年开始，古井贡、口子窖市占率快速提升，龙头趋势愈加明显；二是结构升级加速，随着省内白酒200-300元价格带市场的稳步扩容，300-500元次高端价位市场方兴未艾，口子窖产品卡位升级方向，最为受益。2015年-2018年，公司营收增速分别为15%、10%、27%、19%，受益结构升级业绩增速更快，分别为43%、29%、42%、38%。

图22：穿越行业周期，二十余载稳健发展



资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.3、产品：聚焦中高档产品，尽享消费升级红利

**兼香领袖，品质卓越。**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。兼香白酒生产工艺特色集中体现为“三多一高一长”，“三多”指多粮制曲、多种曲混合糖化发酵、多粮酿造。“一高”即高温润料堆积，“一长”指储存时间长。公司通过创新和技改等方式，不断提升白酒酿造水平，其工艺获得了国家层面认定，2003年口子酒业成为兼香型白酒标委会秘书处承担单位，负责兼香型白酒行业标准立项，起草和制定工作。

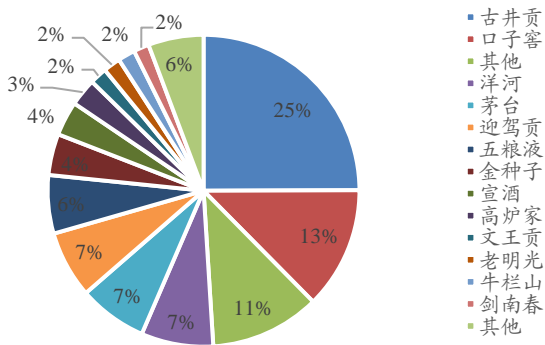
表8: 白酒主要香型以及代表企业

香型	特点	代表品牌
酱香型	酱香突出、优雅细腻、酒体醇厚、空杯留香持久	贵州茅台
浓香型	窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、后味爽净	五粮液、泸州老窖、洋河
清香型	清香醇正、醇甜柔和、自然协调、余味净爽	山西汾酒
兼香型	酱浓协调、优雅舒适、细腻丰满、余味悠长	口子窖、白云边
凤香型	醇香秀雅、醇厚丰满、甘润挺爽、尾净悠长	西凤酒
馥郁香型	一口三香，前浓中清后酱，口感醇厚绵甜，落口爽净	酒鬼酒
米香型	蜜香清雅、入口柔绵、落口甘冽、回味怡畅	桂林三花、湘山酒
芝麻香型	酱头芝尾、清澈透明、香气清冽、醇厚回甜、尾净余香	景芝
豉香型	玉洁冰清、豉香独特、醇和甘滑、余味爽净	玉冰烧
老白干香型	香气清雅、自然协调、绵柔醇调、回味悠长	衡水老白干

资料来源：上市公司招股说明书、开源证券研究

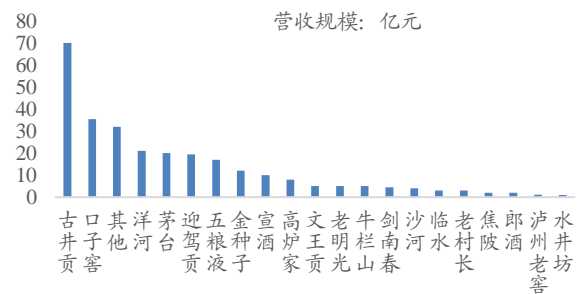
**产品差异化明显，消费者忠诚度高。**口子窖独特的生产工艺使产品融合了浓香、酱香、清香等多种香型，形成了“前浓、后酱、中间清、空杯留香”的“大兼香”特色，口味饱满丰富，层次鲜明，产品差异化明显，拥有大批忠诚的消费群体，是安徽省内市占率排名第二的白酒品牌。

图23: 口子窖省内市占率排名第二



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24: 截止 2018 年口子窖省内营收规模排名第二



数据来源：公司公告、开源证券研究所

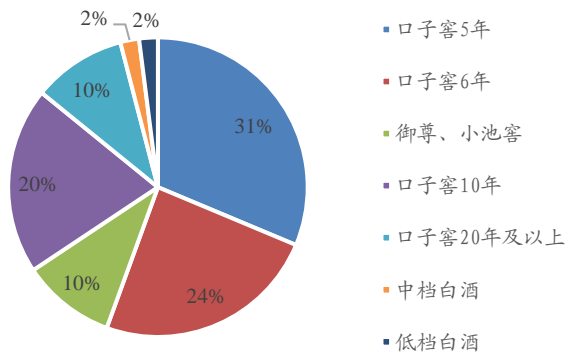
**产品聚焦中高端价位段。**公司拥有有四大产品体系，分别为：口子窖系列、老口子系列、口子美酒系列、口子酒坊系列。其中口子窖系列卡位中高端价格带，占比约 96%。主力产品口子窖 5 年、口子窖 6 年聚焦百元左右价格带，占比超 50%，口子窖 10 年、口子窖 20 年布局 200 元-500 元次中高端价位段，占比超 30%。

表9: 口子窖产品聚焦百元以上价格带

产品名称	终端价格(元)	占比
口子窖系列	80-500	
5年	95	
御尊	115	
6年	130	
小池窖	130-150	96%
10年	288	
20年	380-390	
30年	1000	
老口子、口子美酒、口子酒坊	50-85	2%
低档白酒	50以下	2%
合计		100%

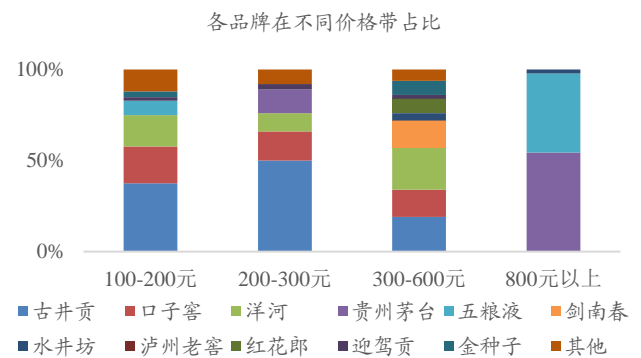
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图25: 产品聚焦百元以上价格带产品



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

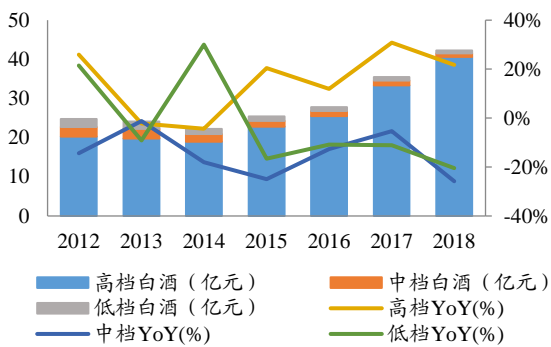
图26: 口子窖产品在 100-600 元价格带占有优势



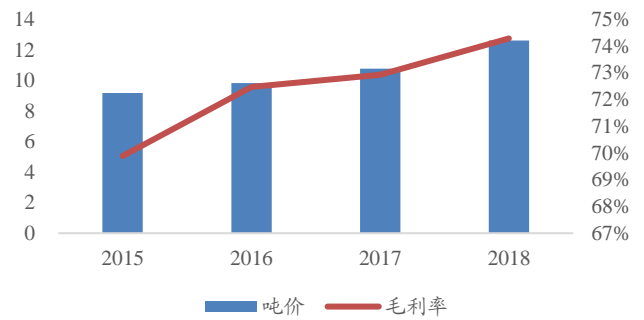
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**受益省内消费升级，高档产品增长迅速。** 口子窖 5 年是公司第一大单品，占比 30%，卡位百元价格带，目前在皖北部分城市以及省内乡镇仍较大的消费基础，这一价位段承接来自 80 元以下的升级需求，同时也向 100 元以上价格带转移，未来保持稳定增长。口子窖 6 年是公司第二大单品，占比 25%，口子窖 6 年、小池窖卡位 120-200 元价格带，维持稳定增长，主要是受益于该价位段于 2016 年成为各地市的主流消费价格带，且目前该市场仍在持续扩容成长。2018 年开始安徽白酒主流价格带跃迁拐点出现，200 元-300 元价格带规模快速提升，口子窖 10 年及以上产品 2018 年以来增长迅速。

**产品结构持续优化，毛利率提升明显。** 2016、2017 年、2018 年，公司高档产品增长速度分别达到 11.94%、30.79%、21.67%，而中档、低档产品销量都有不同程度下滑，产品结构优化带动公司产品整体单价和毛利率提升，吨酒价格从 2015 年 9.18 万元/吨提升至 2018 年 12.63 万元/吨。

**图27: 公司高档白酒营快速增长**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图28: 口子窖吨价和毛利率持续提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.4、渠道: 厂商主导, 适当下放市场运作权力

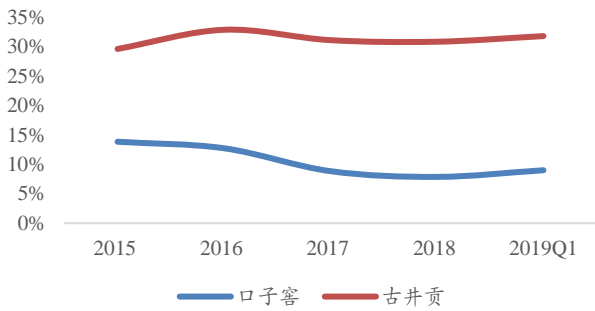
省内两大白酒龙头口子窖和古井贡的渠道策略有很大差别。古井贡酒采用厂家主导的深度营销模式, 一个地级市设多家经销商, 公司直接对接终端, 市场投入及终端管理服务由厂家负责, 经销商仅负责打款、仓储和配送, 经销商毛利率较低。口子窖向经销商适当下放市场运作权利, 给予经销商较高毛利, 相应经销商承担较多的市场投入及终端服务任务。数量上, 一个地级市一般只有一到两个总代理, 且大都为“盘中盘”时期筛选留下的大经销商, 部分县级市经销商为总代理的分销商。公司于2014年开始进行渠道精细化管理, 逐步细分经销商运营区域, 通过分产品、分渠道招商的方式来实现渠道精耕。

**给予较高渠道利润, 适当下放市场运作权力, 经销商成长空间大。**从口子窖和古井贡二者销售费用结构比较来看, 口子窖公司主要承担全国性的市场支出, 广告费用占比60%以上, 其中90%以上是全国性广告费用, 由公司负责的促销费用占总销售费用比例约8%, 更多的工作由经销商承担。而古井贡费用投入由公司掌控, 综合促销费用占比约40%, 远高于口子窖。此外古井贡公司承担较多市场管理和服务工作, 因此销售人员数量也远远多于口子窖。

**渠道周期性弱, 价格管控力强, 延长产品生命周期。**口子窖渠道政策着眼长远, 首先, 给经销商制定合理目标, 经销商按照市场状况结合公司费用政策打款, 节奏自主, 库存一般保持在两个月以内, 资金压力小, 周转快, 很少出现低价倾销。即使在2013-2014年行业调整期, 也保证了顺价销售。第二, 经销商数量少、成长空间大, 且与公司充分绑定, 合作多年产生路径依赖, 认可公司发展理念, 珍惜代理机会, 很少出现串货和博弈乱价。第三, 公司始终高位引领的价格策略, 主抓核心消费者培育, 较少跟随价格战, 不断强化消费者心目中口子窖的高档次品牌形象。公司稳健的渠道政策与价格策略, 有效维持了市场秩序, 延长了产品生命周期。

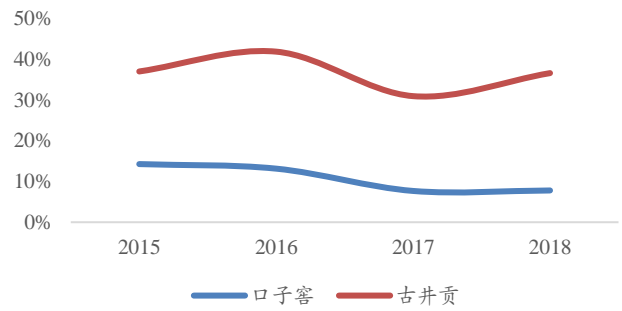


图29: 口子窖销售费用率远低于古井贡



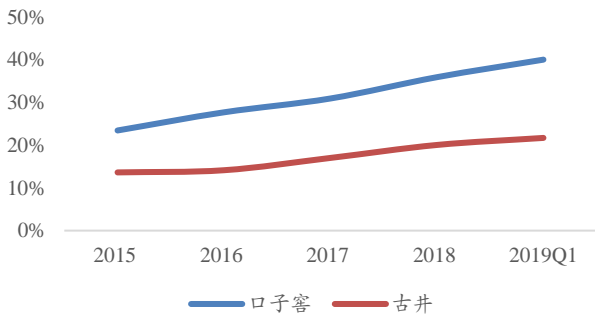
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 口子窖促销费用占总销售费用比重低于古井贡



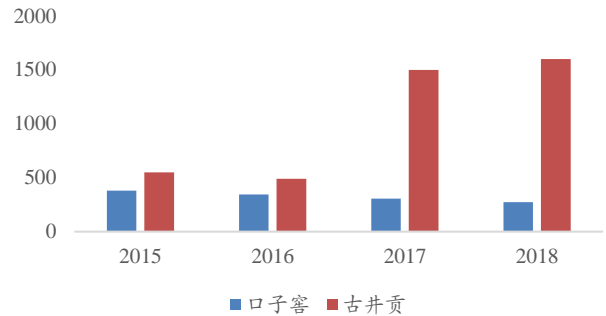
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图31: 口子窖净利率远高于古井贡



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图32: 口子窖销售人员数量远低于古井贡

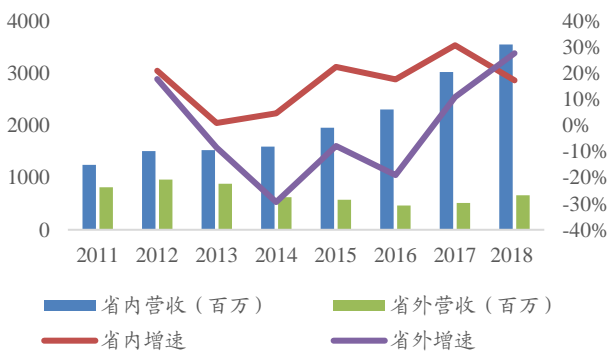


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.5、市场: 省内深耕市场, 省外稳健发展

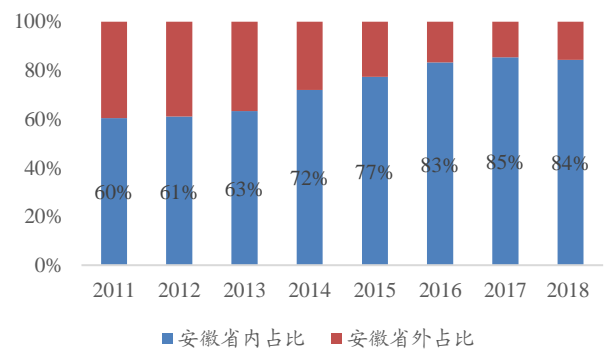
公司营收主要来自安徽省内, 2018 年末省内收入占比约 84%, 省外占比约 16%。在 2012-2015 年行业下行期, 省外营收明显下滑, 2016 年公司出于维护市场秩序, 对省外经销商进行了较大程度的清理, 2017 年开始恢复增长。

图33: 公司省内营收增速多年高于省外增速



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图34: 公司营收省内占比逐年提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

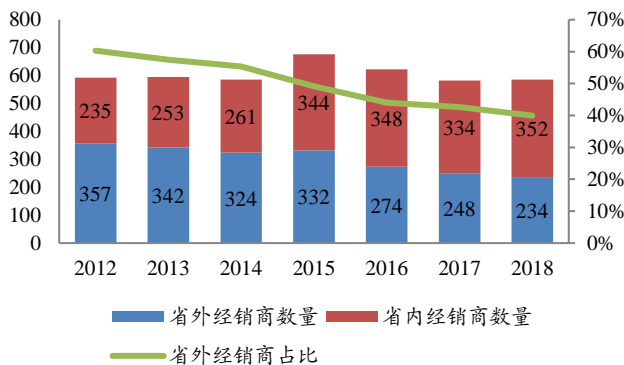
公司卡位消费升级价格带, 省内增长空间充足。目前省内白酒在 100-200 元价格带市场规模约 80 亿, 通过承接 100 元以下价格带约 100 亿规模的需求转移, 预计

未来3年将保持年化10%左右增长达到110亿规模，200-300元价格带目前规模约40亿，未来3年预计保持年化20%左右的增速，提高到70亿规模，300-600元价格带目前规模20亿，未来3年预计保持25%左右增速，提高到40亿规模，此三者价格带市场未来3年合计增量空间约80亿，是口子窖的优势价格带，省内增长空间充足。

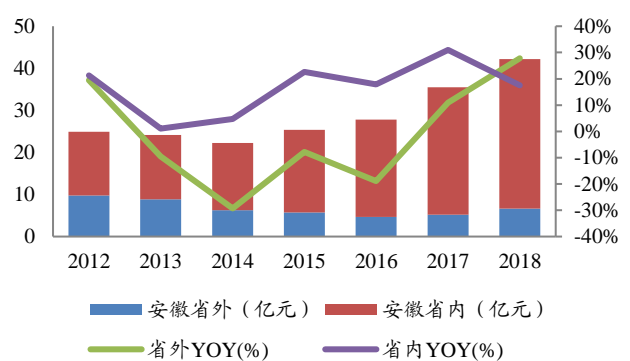
**省内渠道精耕，经销商数量不断增加。**公司于2015年开始进行逐步渠道精细化管理，细分经销商运营区域，通过分产品、分渠道招商的方式来实现渠道精耕，省内经销商数量从2014年261家提升至2018年352家，2019年随着渠道改革进一步深化，经销商数量预计有较大幅度增长。

**投入费用进消费者培育，全力优化产省内品结构。**公司2019年费用策略是缩减流通过费，把费用向酒店、品鉴会和团购商倾斜，为口子窖10年、口子窖20年等300-500元次高端价位段产品培育消费群体。2019年7月份推出新品初夏、仲秋，全力抓住200元-300元价位段的快速发展机会。同时在大众消费价位段，引导消费者从口子窖5年逐步向口子窖6年、小池窖过渡。

**省外止跌回升，进入平稳增长阶段。**为解决省外向省内窜货问题，2016-2017年公司主动对省外渠道进行调整，省外经销商数量从2015年332家削减至2017年的248家，部分市场由省内富有经验的大商接手，对于优质省外经销商继续保持合作关系，选取重点城市进行集中发力，以点带面，逐步打开省外市场。2018年开始省外经销商数量保持稳定，基本调整到位，未来稳健增长可期。

**图35: 省内经销商数量不断增加**


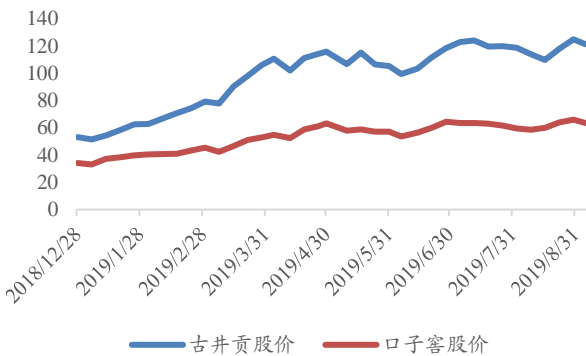
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图36: 省外收入自2017年恢复正增长**


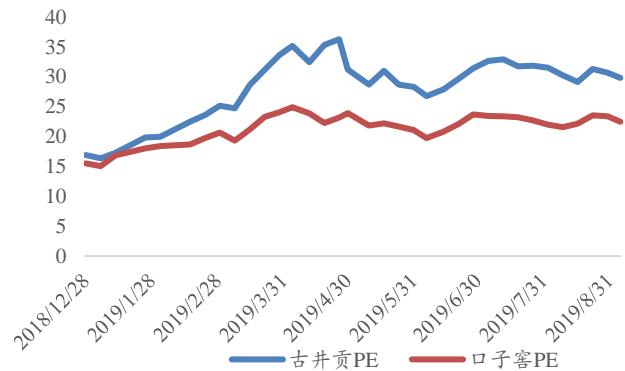
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、正视环境变化，积极推进改革

口子窖股价2019年1月1日至2019年9月30日涨幅93%，对应动态估值22倍，古井贡同期涨幅143%，对应动态估值30倍。二者股价表现差异较大，主要原因是2019年古井贡在品牌打造、费用投入上发力明显。市场普遍担心口子窖在古井贡的强势进攻下市场份额丢失，未来增长动力不足。我们通过深入研究认为公司在产品形象、消费者维护、厂商关系方面仍具有较好基础，同时针对产品策略、渠道模式的不足进行了针对性改革，效果初显，我们认为公司未来将持续受益产品升级，不断成长。

**图37: 2018年末至2019年三季度末公司股价弱于竞品**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图38: 口子窖公司估值低于古井贡**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.1、省内次高端市场机会显现，竞争对手发力明显

**省内次高端格局未定，是较好的布局时间窗口。**伴随安徽白酒消费整体升级，80-150元价格带已经沦为中档价格带，新中高端价格带已经上移到200-300元价格带区间，200-300元价格带市场与300-600元的次高端价格带市场都在加速扩容。古井贡、口子窖品牌形象良好，外来名酒尚未占有明显优势，这给口子窖、古井贡占位次高端价格带品类带来机遇。

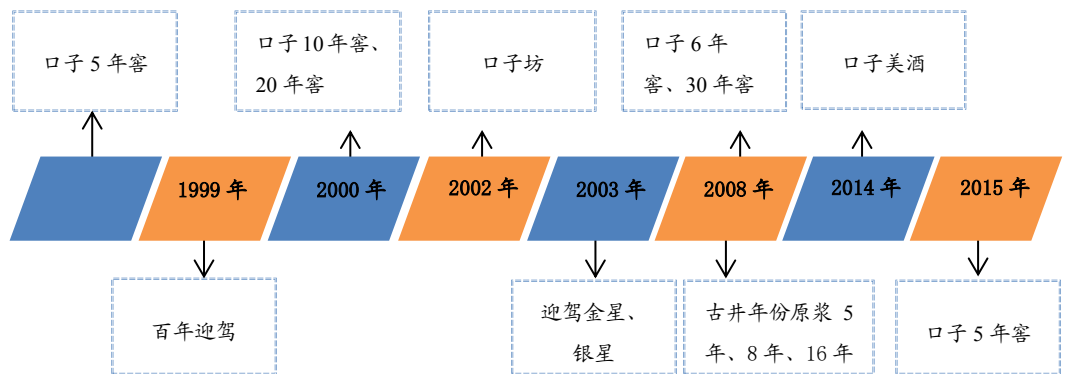
**消费群体发生更迭，品牌打造、消费者培育需再发力。**21世纪初口子窖开创盘中盘模式，其工作核心就是通过核心终端进行核心消费者培育与维护，在核心意见领袖的维护方面基础良好。现阶段80、90后等新一代消费者开始步入白酒消费市场，他们具有更高的购买力，对品牌赋予更多权重，而全国化名酒品牌也越来越多的参与到区域市场，与区域名酒展开消费者争夺，培养消费者忠诚度难度加大。消费群体更迭、品牌意识突出、竞争加大的市场环境要求公司在品牌打造、消费者培育方面再次发力。

**竞争对手抢先占位次高端价格带，同时在消费者培育、广告宣传等方面发力明显。**产品层面，在新消费的趋势机遇下，古井贡开始主打终端价格定位600元的古井贡20年，力图抢先占位，树立新价格带的领导者地位。品牌宣传层面，在广告投入、终端陈列、生动化等方面进一步投入。相比之下，口子窖在高端拉动、宴请投入方面略有不足。

### 3.2、产品：200-300元主流价格带缺乏战术性产品，发售新品弥补空白

**价格带占位先发优势明显，安徽省“商务社交饮酒第一品牌”形象深入人心。**1997年口子窖推出口子窖5年，开辟了中高端政商务社交白酒品类，给予了口子窖清晰的身份定位，其“窖藏年份系列”较古井贡的“年份原浆”系列推出早了近10年，先发优势明显。

图39: 口子窖核心产品创立早, 消费者粘性高



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**主流价格带附近空档, 2019年7月公司推出新品弥补空白。**200-250元价格带正在全省形成氛围, 竞争对手的古井贡8年卡位该价位段并且有强势表现, 然而口子窖产品线在200-250元近形成空档。因此公司在2019年7月针对性的推出了两款新品初夏(定位200元价位段)和仲秋(定为300元价位段), 作为战术性产品, 积极参与竞争。口子窖10年、口子窖20年仍为公司主要战略性产品, 布局下一个消费升级风口。在500-600元次高端价位段, 古井贡20年表现良好, 而公司在该价位段也有缺失, 但现阶段没有推出同价位段新品。

表10: 公司产品布局在两个重要价格带留有空档

价格带	现状	古井贡	口子窖
百元价格带		献礼	口子窖5年
100-120元区间	消费基础大, 稳定增长	古井贡5年	御尊、口子窖6年
120-150元区间		古井贡7年	小池窖
200-250元区间	消费升级带来黄金发展期	古井贡8年	2019年推出初夏
250-300元区间		-	口子窖10年
300-350元区间	消费升级下一个风口, 目前消费基础稍弱	古井贡16年	2019年推出仲秋
350-400元区间		-	口子窖20年
500-600元区间	次高端价格带格局未定, 在品牌占位上有战略性意义	古井贡20年	
千元价位段	基本为茅台、五粮液、国窖垄断	-	口子窖30年

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

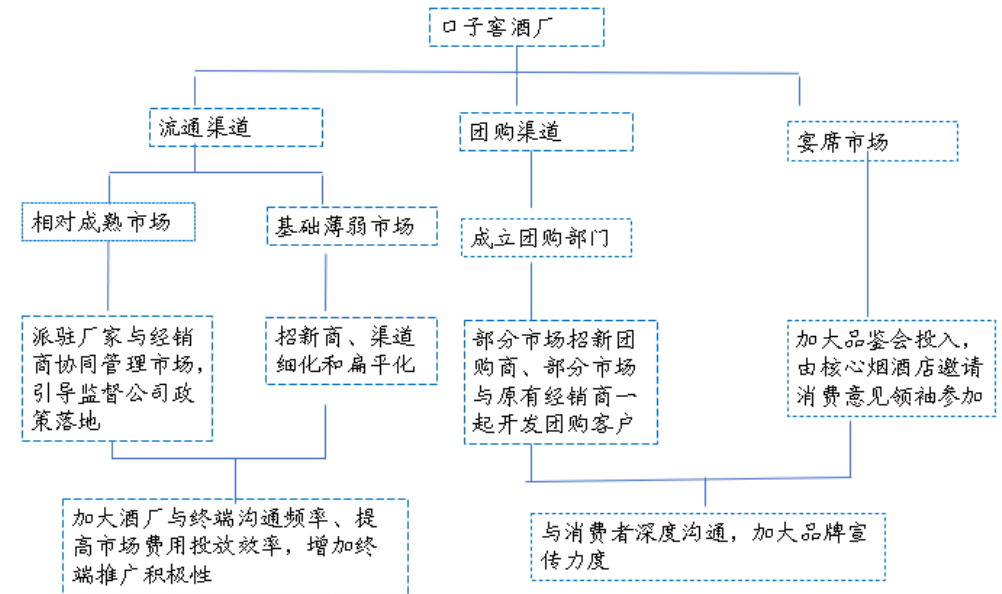
### 3.3、渠道: 提高对渠道掌控力, 积极推进渠道深化改革

**经销商实力雄厚, 对公司成长做出了重要贡献。**口子窖作为盘中盘模式的鼻祖, 拥有许多优质经销商与核心终端, 公司对经销商及终端聚焦资源、重点投入, 给予较高的盈利与成长空间。口子窖经销商对于公司的发展起着重要作用, 且忠诚度较高, 多年来互相已形成合作惯性与路径依赖, 厂商关系稳定。实力强劲的核心经销商是口子窖可以在与古井贡的竞争过程中, 一起成长的重要力量。

**面对新的竞争环境, 自2019年初, 公司积极推进渠道深化改革, 提高对市场掌控力, 以全新姿态参与竞争。**公司成长初期在消费者培育、品牌宣传等市场活动方面更多依赖经销商主观能动性, 行至后期, 经销商规模做大后精耕市场的动力不足。公司总体思路是调动经销商积极性, 增强对渠道掌控力, 从而实现与消费者的深度沟

通。具体执行上看，公司采取市场分类管理原则，深化一地一策运作思路。运作成熟的市场，公司通过派驻厂家人员与经销商协同管理市场的方式提高对渠道掌控力。对于基础薄弱市场，公司强化招商力度，设置扁平化渠道管理模式，将市场进一步细化。同时，公司 2020 年成立团购部门，加大团购客户的开发力度。在费用投入上，加大宴席活动投入力度，强化对终端门店的激励政策。

图40: 2019年口子窖渠道改革的最终目的是与终端、消费者实现深度沟通



资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.4、市场：未来省外以点状化发展为主，稳步推进全国化布局

口子窖省外扩张自 2005 年以来，一直未有明显突破，而古井贡在湖北、河南 2018 年营收均接近 10 亿，初步实现了泛区域化，这也是口子窖估值与较古井贡有一定折价的原因之一。

区域品牌实现全国化与时间机遇、品牌基因、品类选择等因素有关。第一，公司前期省外市场没有形成重点突破。2000 年前后，市场竞争格局尚未明朗，是较好全国化窗口。口子窖刚处于起步阶段，省外市场面临竞争对手挤压，未能实现持续突破。现阶段竞争壁垒提高，区域酒企全国化难度加大。第二，公司产品基础良好，产品差异化明显，品牌提升空间大。口子窖做为兼香型代表，具备香型优势，仍有很大可以挖掘的品牌价值。第三，在品类占位上，千元价格带壁垒太高，中端价格带区域品牌强势竞争激烈，次高端价格带目前格局尚未完全确定，口子窖在次高端品牌占位上仍有机会。省外市场核心是公司选定品牌和品类占位后稳健执行，全国化是个缓慢培育顾客认知的过程。我们判断未来口子窖应是点状发展省外重点市场，卡位次高端价位段，主打产品差异化，稳步推进全国化布局。

#### 4、盈利预测与投资建议

收入假设：2020 年公司受疫情影响，各价位段产品增速均匀放缓，但未来几年公司产品结构持续升级趋势不变，公司 200 元以上价位段产品恢复高增长。100-150 元产品维持稳定增长，整体来看，高档产品将保持较快增长；80 元以下的中档白酒以及低档白酒整体下滑。预计 2019-2021 年营收增速分别为 10%、3%、11%。

毛利率假设：公司成本变化不大。考虑公司 200 元以上价位段产品较高增长，毛利率呈逐年提升趋势。预计 2019-2021 年整体毛利率分别为 75.23%、75.47%、76.73%。

费用假设：考虑到 2020 年应对疫情造成的渠道库存积压，公司将在动销上投入更多费用，预计销售费用率上升，管理费用率随着规模扩大、严控开支而下降，财务费用率保持稳定，期间总费用率呈下降趋势。

**表11：收入拆分及预测：高档酒是营收的主要来源**

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
高档白酒	收入（百万元）	3336.79	4059.8	4448.46	4579.87	5127.743
	增速	30.79%	21.67%	9.57%	2.95%	11.96%
	毛利率	75.11%	75.67%	76.03%	76.06%	77.17%
中档白酒	收入（百万元）	123.57	92.44	92.44	92.44	92.44
	增速	3.48%	2.19%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	53.98%	59.41%	62.66%	64.53%	66.30%
低档白酒	收入（百万元）	88.29	69.79	59.32	50.42	42.86
	增速	-10.48%	-20.95%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
	毛利率	17.18%	13.55%	18.63%	22.70%	26.56%
其他业务	收入（百万元）	54.00	46.94	50.00	50.00	50.00
合计	收入（百万元）	3602.65	4268.96	4700.22	4822.74	5363.04
	增速	27.29%	18.49%	10.10%	2.61%	11.20%
	毛利率	72.90%	74.37%	75.23%	75.47%	76.73%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比白酒主要企业估值水平，可发现 2020 年白酒行业平均估值在 23 倍左右，口子窖 2020 年预测估值 13 倍，低于行业平均水平。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。公司是省内市占率第二的品牌，品牌高度仍存、厂商关系稳定、消费者基本盘稳固，仍具有相当的竞争实力。我们看好公司改革后的发展潜力，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 17.56、18.43、21.35 亿，同比增长 15%、5%、16%；EPS 分别为 2.93 元、3.07 元、3.56 元，对应 PE 为 14、13、11 倍。

**表12: 可比上市公司估值比较: 口子窖估值低于行业平均水平**

代码	证券简称	股价	市值	EPS			PE		
		元	亿元	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600519.SH	贵州茅台	1,197.10	15,037.94	32.29	37.34	43.61	32.29	32	27
000858.SZ	五粮液	126.10	4,894.71	4.51	5.47	6.50	4.51	23	19
000568.SZ	泸州老窖	77.18	1,130.50	3.21	4.00	4.86	3.21	19	16
600809.SH	山西汾酒	95.66	833.70	2.32	2.76	3.43	2.32	35	28
600779.SH	水井坊	43.61	213.05	1.59	1.98	2.40	1.59	22	18
002304.SZ	洋河股份	89.97	1355.84	5.22	5.54	6.36	5.22	16	14
600702.SH	舍得酒业	22.68	76.35	1.27	1.60	2.19	1.27	14	10
000596.SZ	古井贡酒	126.99	561.25	4.46	5.49	6.74	4.46	23	19
603369.SH	今世缘	28.18	353.52	1.15	1.42	1.74	1.15	20	16
600559.SH	老白干	8.61	77.26	0.44	0.55	0.72	0.44	16	12
000860.SZ	顺鑫农业	61.16	453.66	1.42	1.90	2.42	1.42	32	25
	平均值						28	23	19
<b>603589.SH</b>	<b>口子窖</b>	<b>40.23</b>	<b>241.38</b>	<b>2.93</b>	<b>3.07</b>	<b>3.56</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>11</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 股价截止 2020 年 4 月 16 日; 除口子窖、山西汾酒、贵州茅台外, 均使用 Wind 一致预期

## 5、风险提示

宏观经济出现重大波动、产品质量问题、市场竞争风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5587	6411	7678	8387	9882
现金	1352	1272	2475	3135	4251
应收票据及应收账款	724	847	883	893	1082
其他应收款	2	4	3	4	4
预付账款	7	6	8	7	10
存货	1800	2016	2044	2082	2270
其他流动资产	1702	2266	2266	2266	2266
<b>非流动资产</b>	2089	2431	2563	2546	2708
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1175	1362	1529	1551	1703
无形资产	424	464	490	527	564
其他非流动资产	490	605	544	467	441
<b>资产总计</b>	7676	8842	10241	10932	12590
<b>流动负债</b>	2527	2602	3142	2666	2976
短期借款	0	0	381	0	0
应付票据及应付账款	641	616	721	637	796
其他流动负债	1886	1986	2040	2028	2181
<b>非流动负债</b>	65	73	75	75	75
长期借款	0	0	2	1	2
其他非流动负债	65	73	73	73	73
<b>负债合计</b>	2592	2675	3217	2740	3051
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	3508	4591	5608	6642	7789
<b>归属母公司股东权益</b>	5085	6167	7024	8192	9539
负债和股东权益	7676	8842	10241	10932	12590

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1569	1120	1845	1680	2025
净利润	1114	1533	1756	1843	2135
折旧摊销	106	112	110	125	139
财务费用	-10	-8	-33	-60	-97
投资损失	-48	-84	-84	-84	-84
营运资金变动	447	-459	95	-144	-68
其他经营现金流	-39	25	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-598	-749	-159	-24	-218
资本支出	177	273	132	-17	162
长期投资	-500	-560	0	0	0
其他投资现金流	-921	-1036	-27	-41	-56
<b>筹资活动现金流</b>	-270	-450	-865	-615	-690
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	2	-1	0
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	-867	-615	-690
<b>现金净增加额</b>	701	-79	822	1041	1117

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3603	4269	4700	4823	5363
营业成本	976	1094	1164	1183	1248
营业税金及附加	618	680	752	723	804
营业费用	319	336	376	458	483
管理费用	185	179	183	145	161
研发费用	0	5	2	3	4
财务费用	-10	-8	-33	-60	-97
资产减值损失	3	7	0	0	0
其他收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	48	84	84	84	84
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1561	2060	2340	2456	2845
营业外收入	3	5	4	5	4
营业外支出	3	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	1561	2061	2342	2458	2846
所得税	448	528	585	614	712
<b>净利润</b>	1114	1533	1756	1843	2135
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1114	1533	1756	1843	2135
EBITDA	1626	2135	2408	2510	2875
EPS(元)	1.86	2.55	2.93	3.07	3.56

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	27.3	18.5	10.1	2.6	11.2
营业利润(%)	47.8	32.0	13.6	4.9	15.9
归属于母公司净利润(%)	42.1	37.6	14.6	4.9	15.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	72.9	74.4	75.2	75.5	76.7
净利率(%)	30.9	35.9	37.4	38.2	39.8
ROE(%)	21.9	24.9	25.0	22.5	22.4
ROIC(%)	21.1	24.1	23.1	21.7	21.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.8	30.3	31.4	25.1	24.2
净负债比率(%)	-25.3	-19.6	-28.8	-37.4	-43.9
流动比率	2.2	2.5	2.4	3.1	3.3
速动比率	0.8	0.8	1.1	1.5	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.8	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.86	2.55	2.93	3.07	3.56
每股经营现金流(最新摊薄)	2.61	1.87	3.08	2.80	3.37
每股净资产(最新摊薄)	8.47	10.28	11.71	13.65	15.90
<b>估值比率</b>					
P/E	21.7	15.7	13.7	13.1	11.3
P/B	4.7	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	14.0	10.7	9.2	8.4	6.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835