

真藏实窖——永不落幕的徽酒经典

口子窖(603589)

从竞争周期上来看，口子窖当下的价值低于预期

2020年面对疫情强劲冲击，口子窖在需求端依然表现稳健。得承认，在安徽市场盘踞20余年的口子窖，虽然在近两年的价位升级上速度放缓，但是其“真藏实窖”的品质，还是获得了消费者的广泛认可，这也是口子窖多年来一直保持增长的根本原因。

► 竞争现状，强势古井面前，市场表现略显暗淡

品牌上，古井多年全国化品牌建设、次高端价位快速提升，让其品牌认知逐渐与口子窖拉开差距。渠道上，古井的三通工程在省内已经深深扎根，让古井的产品推广效率更高。组织上，古井的组织团队基于三通工程的建设，多年来打造了战斗力强劲的组织团队。这三个维度，是古井目前相比较口子窖建立的竞争优势。

► 要素分析，优质企业质地，彰显增长可持续性

竞争对手固然卓越，但是口子窖的质地也非常优秀。品牌上，口子窖至少是省内第二品牌。产品上，口子窖差异化发展兼香型白酒，酒质评价极高。营销渠道上，口子窖的经销商极为优质，渠道利润高，推力大，有完善的组织团队和深度的渠道客情。

► 展望未来，竞争存在周期，守得云开终见月明

未来口子窖在渠道上，省内持续渠道下沉，省外继续有序扩张。在产品上，消费升级下坚持提高高档白酒的比重。在组织上，拥有专业的团队，费用把控能力极强，股权激励助力长期发展。我们认为当口子窖基于原始要素，只要去做，是有能力去实现大幅度改善、继续实现业绩快速增长的。

投资建议

预计20-22年公司收入分别为46.82/52.62/59.46亿元，同比增长0.2%/12.4%/13.0%，实现归母净利润分别为16.88/19.22/22.22亿元，同比增长-1.9%/13.8%/15.6%，EPS分别为2.81/3.20/3.70元/股，按最新收盘价对应PE为18.69/16.42/14.21倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

①经济下行导致需求减弱；②省内竞争加剧；③食品安全风险

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	52.60
股票代码:	603589
52周最高价/最低价:	63.90/33.75
总市值(亿)	315.60
自由流通市值(亿)	315.60
自由流通股数(百万)	600



分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话: 15811000965

联系人: 郭辉

邮箱: guohui@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话: 18156051881

联系人: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话: 15521261647

联系人: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话: 15331993491

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,269	4,672	4,682	5,262	5,946
YoY (%)	18.5%	9.4%	0.2%	12.4%	13.0%
归母净利润(百万元)	1,533	1,720	1,688	1,922	2,222
YoY (%)	37.6%	12.2%	-1.9%	13.8%	15.6%
毛利率 (%)	74.4%	75.0%	75.0%	75.6%	76.7%
每股收益 (元)	2.55	2.87	2.81	3.20	3.70
ROE	24.9%	24.5%	20.9%	21.0%	21.5%
市盈率	20.59	18.35	18.69	16.42	14.21

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

- 1. 竞争现状: 强势古井面前, 市场表现略显暗淡 4
- 2. 要素分析: 优质企业质地, 彰显增长可持续性 4
 - 2.1. 品牌高度: 历史名酒深入人心, 至少是省内第二品牌 4
 - 2.2. 产品品质: 差异化发展兼香型白酒, 产品品质稳步提升 6
 - 2.3. 营销策略: “盘中盘”模式开创者, 奠定省内行业地位 8
 - 2.4. 渠道伙伴: 大商模式深度绑定经销商, 渠道可靠且推力强 9
 - 2.5. 资源配置: 地区宣传费用转移给经销商, 集中资源进行全国性广告投放 10
 - 2.6. 营销组织: 经销商质量为上, 创收能力持续增长 11
- 3. 展望未来, 竞争存在周期, 守得云开终见月明 12
 - 3.1. 渠道: 低库存抵抗周期波动, 渠道下沉深挖省内市场 12
 - 3.2. 产品: 消费升级下积极优化产品结构, 高档白酒驱动口子业绩增长 15
 - 3.3. 组织: 管理团队专业一流, 股权激励助力长期稳健发展 18
- 4. 投资建议 20
- 5. 风险提示 21

图表目录

- 图 1 口子窖酒历史悠久、底蕴深厚 5
- 图 2 口子窖营收规模省内排名第二 (亿元) 5
- 图 3 口子窖净利润水平省内排名第二 (亿元) 5
- 图 4 2017 年口子窖市占率稳居省内第二 6
- 图 5 2018 年口子窖市占率稳居省内第二 6
- 图 6 千年古法工艺: 菊花红心曲 8
- 图 7 秘制古法: 谷雨封坛 8
- 图 8 口子窖销售费用处于行业低位 10
- 图 9 口子窖全国性广告费用占绝对比重 10
- 图 10 口子窖广告宣传费用占销售费用比例较高 11
- 图 11 古井贡酒综合促销费占比较大 11
- 图 12 口子窖省内、省外经销商个数 (户) 11
- 图 13 口子窖省内外经销商创收能力 (万元/户) 11
- 图 14 1989 年-2019 年我国白酒产量 (万千升) 及其变动 (%) 12
- 图 15 2010-2019 年我国白酒行业库存变动率 (较年初值比较, 单位: %) 12
- 图 16 口子窖产量变动率常年保持在 0%附近 13

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 18	口子窖与同行业公司收入变动率比较 (%)	13
图 19	口子窖与同行业公司净利润变动率比较 (%)	13
图 20	口子窖收入主要集中在省内	14
图 21	口子窖省外扩张初见成效	14
图 22	电商平台成为消费者购买白酒第二渠道	14
图 23	2019 年酒类网店商城分布情况 (家)	14
图 24	线上销售增速快	15
图 25	线上销售毛利高	15
图 26	口子窖线上销售均价在 2019 年 12 月超越茅台, 仅次于水井坊	15
图 27	安徽 GDP 增速快于全国平均水平	16
图 28	安徽人均可支配收入增速快于全国水平	16
图 29	食品烟酒人均消费支出增速快于全国水平	16
图 30	安徽省城镇和乡村恩格尔系数连年下降	16
图 31	高档白酒收入占比持续增加 (%)	17
图 32	高档白酒收入增速持续为正 (%)	17
图 33	口子毛利率逐年上升 (%)	18
图 34	高档白酒是驱动毛利率上升的动力 (%)	18
图 35	上市前管理层持股情况 (%)	18
图 36	2020 年 H1 报告期末管理层持股情况 (%)	18
图 37	口子窖管理费用率处于行业低位 (%)	19
图 38	口子窖期间费用率处于行业低位 (%)	19

表 1	强势古井面前, 口子市场表现略显暗淡	4
表 2	口子窖酒是兼香型品牌典型代表	6
表 3	口子窖是兼香型白酒国家标准制定者	7
表 4	口子窖“三多一高一长”的复合兼香工艺体系	7
表 5	“盘中盘”模式的开拓者	8
表 6	大商模式下渠道利润高	9
表 7	经销商持股利益深度绑定	9
表 8	口子价格带集中在中端和次高端白酒	17
表 9	口子窖管理团队长期稳定, 专业一流	19
表 10	股份回购充分激励核心员工的积极性	20
表 11	公司预测关键假设 (亿元)	21
表 12	可比公司估值比较	21

1. 竞争现状：强势古井面前，市场表现略显暗淡

从品牌高度上来看，古井多年的全国化品牌建设、次高端价位的快速提升，让古井的品牌认知逐渐与口子窖拉开差距。口子窖早年利用“盘中盘”模式未成功打开省外市场，错失全国化品牌建设的机会，不过在安徽省内深耕多年，已经成为仅次于古井的第二品牌。

从渠道建设上来看，古井的三通工程在省内已经深深扎根，极高极深的渠道与终端网络，让古井的产品推广效率更高。口子窖则在渠道建设方面投入不足，下放权力给大型经销商，导致对于渠道的管控力较弱。

从组织建设上来看，古井的组织团队基于三通工程的建设，多年来打造了战斗力强劲的组织团队。而口子窖虽然组织-团队长期稳定，专业一流，但是缺少明显的进攻性，一味追求稳定可能会错失行业发展的机会。

这三个维度，是古井目前相比较口子窖建立的竞争优势。

表 1 强势古井面前，口子市场表现略显暗淡

竞争要素	古井	口子窖
品牌高度	全国化品牌建设，省内龙头企业，卡位高端和次高端价位	区域市场品牌，省内第二品牌，卡位次高端价位
渠道建设	三通工程在省内深深扎根，极高极深的渠道与终端网络	渠道建设投入不足，权力下放大商，管控力较弱
组织建设	战斗力强劲	长期稳定，但进攻性明显不足

资料来源：华西证券研究所

2. 要素分析：优质企业质地，彰显增长可持续性

竞争对手固然卓越，但是当我们深入看待口子窖的营销要素，发现口子窖的质地，也非常优秀。接下来将从品牌高度、产品品质、营销策略、渠道伙伴、资源配置和营销组织六方面来分析口子窖优秀的质地。

2.1. 品牌高度：历史名酒深入人心，至少是省内第二品牌

口子酒历史悠久，底蕴深厚，是当之无愧的历史名酒。在北纬 33 度，黄淮腹地的濉溪县口子镇，此地水肥土沃，气候宜人，孕育了适合酿酒的五谷杂粮和微生物群。因此，口子人两千多年前就开始在那里以酿酒为生，他们所酿之酒被称为“口子酒”。口子美酒也被唐代诗人白居易以“濉水清怜红鲤肥，相扶醉踏落花归”的诗句所称赞。步入近代，在 1931 年和 1934 年，口子酒先后两次参加了在青岛和北京举办的铁路沿线土特产展览会，都荣获了“甲级名优酒”奖状。1949 年，人民政府赎买了私人酿酒作坊“小同聚”等酒坊，创立了“国营濉溪人民酒厂”。1959 年，酒厂传承濉溪大曲酒古老的酿造技艺，创造出了高档的优质白酒，取名为“濉溪口子酒”。在随后的发展中，酒厂经历了合并、改制和更名，才形成了如今的口子酒业。2013 年，口子酒业还被中国酒业协会定为中国白酒“169 计划”科研中心。由此可见，口子酒具有悠久的历史 and 深厚的底蕴，是当之无愧的历史名酒。

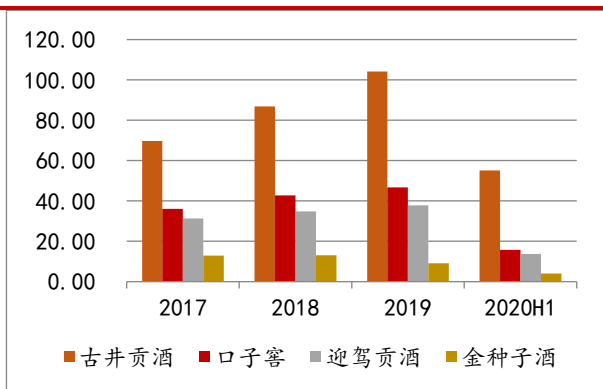
图1 口子窖酒历史悠久、底蕴深厚



资料来源: 公司官网, 华西证券

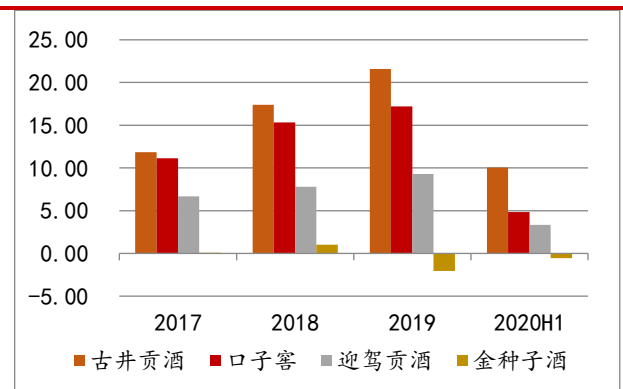
营收和净利润规模省内均排第二名, 疫情短期冲击不减品牌热度。中国白酒界有着“东不入皖, 西不入川”的说法, 安徽省白酒市场空间较大, 品牌众多, 竞争激烈。从徽酒的格局上看, 安徽省共有四家白酒上市公司, 分别是古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒和金种子酒。从营收规模来看, 口子窖在省内排名第二, 2020年H1达到了15.70亿元, 远低于排名第一古井贡酒的55.20亿元, 略高于排名第三迎驾贡酒的13.68亿元, 创收能力并不突出。但是在净利润方面, 口子的表现却非常亮眼, 不仅把与古井贡酒的差距缩小到6亿元以内, 还能继续领先于不断追赶的迎驾贡酒, 稳居省内第二名。2020年Q1因为新冠疫情的影响, 白酒行业动销受到短期冲击。口子营收和净利润下滑严重, 但是Q2白酒消费场景恢复, 开瓶率上升, 公司动销逐步恢复正常, 依靠口子在省内强大的品牌力和品牌热度, 预计今年下半年公司将恢复到去年同期水平, 并有望得到进一步增长。

图2 口子窖营收规模省内排名第二(亿元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图3 口子窖净利润水平省内排名第二(亿元)

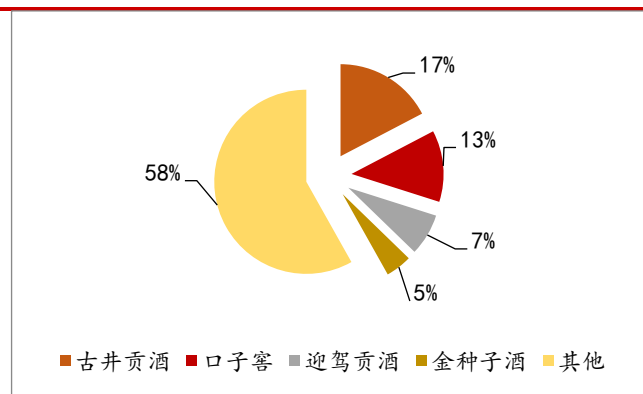


资料来源: Wind, 华西证券研究所

市占率稳居省内第二名, 至少是省内第二品牌。在安徽省白酒市场中, 古井贡酒和口子窖市场占比较大, 基本处于双寡头垄断地位, 2018年市场份额共达到38%; 尤其在中高端白酒价格带上, 两家公司可以占到70%以上的份额。口子窖2017年的市场份额为13%, 2018年的市场份额为14%, 仅仅上升了1%, 与古井贡酒的差距进一步拉大, 但是省内份额第二的位置依然不可动摇。其他白酒企业的市场份额大幅下降, 说明口子窖正利用其品牌优势, 挤占其他品牌的份额, 来提升市占率, 由此可见, 口子是名副其实的省内第二品牌。

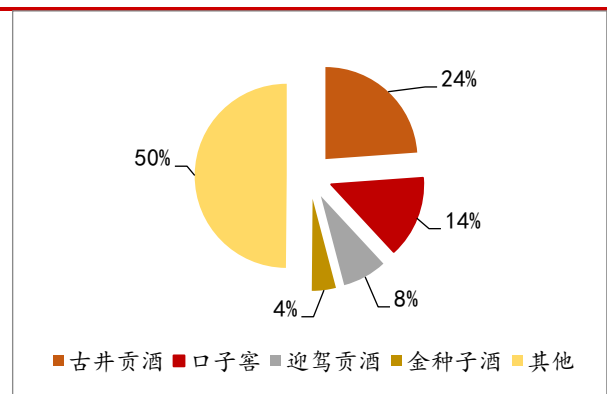
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 4 2017 年口子窖市占率稳居省内第二



资料来源：公开信息，Wind，华西证券研究所

图 5 2018 年口子窖市占率稳居省内第二



资料来源：公开信息，Wind，华西证券研究所

2.2. 产品品质：差异化发展兼香型白酒，产品品质稳步提升

差异化发展战略，成就兼香型典型代表。国内常见的白酒香型主要有酱香型、浓香型、清香型、兼香型以及凤香型等。口子窖在品牌创立初期，并没有选择竞争激烈的浓香型白酒市场，而是果断开辟新的细分市场。经过多次的研究与试验，公司最终推出了集各种香型的特点于一身的“兼香型白酒”。其中公司主打产品口子窖系列具有“前浓、后酱、中间清、空杯留香”的“大兼香”特点，深受消费者喜爱。目前，公司已经成为了国内兼香型白酒的典型代表，市场地位稳固。

表 2 口子窖酒是兼香型品牌典型代表

香型	特点	代表品牌
酱香型	酱香突出、优雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、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	汾酒
兼香型	酱浓协调、幽雅舒适、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

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

产品品质把控严格，是口子窖酒国家标准制定者。口子窖十几年来一直坚持深耕兼香型白酒，在工艺和技术上不断创新，对产品品质要求极高，投入大量精力去研究口感一致性问题，所以产品品质稳定性非常高，换来了客户对品牌的忠诚度。另外，酱香型、浓香型和清香型白酒的分技术委员会分别设在了茅台集团、五粮液集团和汾酒集团，而兼香型白酒的分技术委员会就设在口子窖。2003 年，口子窖主持制定的口子窖酒国家标准《原产地域产品口子窖酒》(GB/T 19328-2007) 目前已经获得国家批准通过。而且，公司发展多年获得了多项荣誉，其中，在 2018 年口子窖业荣膺“改革开放 40 年中国酒业功勋企业”奖，这都是社会对口子窖产品品质的极大肯定。

表 3 口子窖是兼香型白酒国家标准制定者

时间	荣誉
2000 年	公司主导产品口子窖酒荣获省科技进步二等奖。
2002 年	荣获中国白酒典型风格金奖并被国家批准实施原产地域保护。
2005 年	国家工商行政管理总局商标局认定“口子”商标为驰名商标。
2006 年	公司被评定为中国白酒十大影响力品牌，同年“口子”商标被国家商务部认定为“中华老字号”以及口子牌口子窖酒被授予纯粮固态发酵白酒标志。
2007 年	中国白酒评审委员会认定“兼香型”成为白酒香型品鉴的中的一个固定标准。
2008 年	由口子老井、老窖池和酒厂建筑群构成的口子窖遗址，被认定为“第三次全国文物普查重要新发现”。
2009 年	口子酒业被国家标准化委员会批准为中国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会秘书处承担单位。
2015 年	口子窖酒入编《中国地理标志产品大典》。
2018 年	口子酒业荣膺“改革开放 40 年中国酒业功勋企业”奖。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

“三多一高一长”的复合兼香工艺体系，保证产品品质稳步提升。口子窖始终坚持纯粮固态发酵，在传统工艺的基础上，结合现代生物科技不断创新，逐步形成了以“三多一高一长”的复合兼香工艺体系，首创超高温曲提香、三步循环储存工艺、高温堆积润料发酵等一系列技术体系，打造出了以品质稳定、风格鲜明、质量安全为特质的口子窖酒。在制作工艺中，公司还传承千年古法，使用“菊花红心曲”，其曲香浓厚，使口子窖酒保留了延续千年的独有风味，是形成口子窖酒独特风格的灵魂。另外，口子窖还加大了对白酒香气成分、复杂成分等的研究，努力改进提升生产工艺，推动“口子窖”典型风格更上一层楼。

表 4 口子窖“三多一高一长”的复合兼香工艺体系

三多一高一长工艺体系	具体过程
三多：多粮酿造，多粮制曲，多种曲混合使用	<p>严选原粮，多粮酿造：高于国家标准的选粮标准，严选东北原产地的粳高粱，淮北平原的优质小麦、大麦，以及西北地区的高品质豌豆等上等原料，多粮酿造。</p> <p>多粮制曲，多曲并用：遵循濉溪千年古法制曲工艺，精选大麦、小麦和豌豆作为制曲原料，破碎后按配比搅拌均匀，加水润料，压制成砖块形的曲坯，放置曲房自然发酵；还采用多曲并用的复杂酒曲配方，包括独家传承的菊花红心曲、超高温曲以及高温曲。</p>
一高：高温润料堆积	<p>高温润料，香韵独成：将破碎为八瓣左右的红高粱，用 60 至 80 摄氏度的热水掺拌浸泡堆积成梯形，然后放置 18 个小时最大程度激发出酿酒原料的潜能。</p>
一长：长期储存，即三步循	<p>三步储存，时光窖藏：第一步，贮存于露天酒罐自然老熟一年，经历春夏秋</p>

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

环贮存

冬四季转换，使酒体分子间初步缔合；第二步，再转入地下酒库窖藏，排杂增香，促进老熟，使得酒中的各种成分充分融合；第三步，将到期的酒品评勾调后于地上酒罐再贮存老熟一年，保持酒质稳定。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图6 千年古法工艺：菊花红心曲



资料来源：公司官网

图7 秘制古法：谷雨封坛



资料来源：公司官网

2.3. 营销策略：“盘中盘”模式开创者，奠定省内行业地位

“盘中盘”模式开拓者，奠定省内行业地位。1997年，口子窖在行业内首次实践“盘中盘”模式，即通过驱动酒店（小盘）渠道的发展，带动大众消费者（大盘）的成长，并依靠公司强大的营销能力和执行能力，迅速抢占了合肥等省内核心市场，发展成为省内龙头企业。2000年，口子窖开始走出安徽省，在西安、南京、郑州等省外周边核心市场进行布局，通过复制省内的“盘中盘”模式进行营销活动，控制了当地的大型经销商和核心酒店餐饮渠道（小盘），最终实现对当地区域二、三级渠道的影响，培育了一大批忠实消费者。但是在2003年以后，外省名酒纷纷开始效仿“盘中盘”模式，推出迎合当地消费者消费偏好的产品，给口子窖的省外扩张带来了较大的压力，省外市场份额不断被挤占，最终错失建设泛全国性品牌的战略机遇。不过口子窖还是抓住了省内的发展机遇，聚焦优势精耕细作，不断扩大品牌影响力。2015年上市后，公司在省内的市占率迅速提升，与古井贡酒逐渐成为省内二大龙头，品牌力持续提升的同时也收获了省内市场的大量客户群体。

表5 “盘中盘”模式的开拓者

时间	事件
1997-2000年	开创“盘中盘”模式，并推出核心产品口子窖5年，两者配合迅速打开省内市场。
2001-2003年	复制省内“盘中盘”模式，快速拓展省外市场，如西安、南京、郑州，并取得阶段性成就。
2004-2015年	省外区域名酒开始参与竞争，模仿“盘中盘”模式并加以创新，口子省外份额被积压；重心转移回省内，聚焦资源在省内深耕细作，打造品牌口碑。
2015-至今	上市后，迅速提升省内的市场份额，龙头趋势更加明显；调整省外市场，开始战略布局。

资料来源：公开信息整理，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.4. 渠道伙伴：大商模式深度绑定经销商，渠道可靠且推力强

大商模式下渠道利润高，渠道伙伴可靠稳定。我国白酒企业主要有 3 种渠道主导方式，分别是厂商主导、经销商主导以及厂商和经销商共同主导。口子窖采用的是经销商主导下的大商模式，即每一个品类在一个城市均只由一个资金和资源实力强大的经销商完成市场运作、费用投放和终端服务等工作，而公司只需要专注于产品生产 and 品牌宣传等工作，比如说黄海商贸、芜湖福禄、淮北顺达和安庆时代等都是口子窖在安徽省内的大商。相比于其他三种模式，大商模式只需要较少的销售人员，渠道控制能力较弱，但是渠道利润较高，使得经销商有足够的动力进行产品推广；同时，口子窖非常注重经销商的管理，对经销商分别从意识、实力、队伍、网络和管理五个方面进行动态考核管理，采取优胜劣汰的方式，对不具备经营能力的经销商进行优化或者淘汰，从而实现了与大型经销商长期稳定的合作关系，渠道伙伴稳定可靠。

表 6 大商模式下渠道利润高

品牌名称	口子窖	古井贡酒	洋河	泸州老窖
渠道模式	大商模式	深度营销模式	1+1 模式	柒泉模式
模式概述	经销商自主开发和维护市场，不同区域单独运作	厂商派遣人员进行精细化管理	工厂分公司与经销商共同合作开发终端	由厂商销售人员和核心经销商出资组建区域柒泉公司负责销售
模式属性	经销商主导	厂商主导	厂商主导	厂商和经销商共同主导
渠道控制力	较弱	较强	较强	中等
经销商议价能力	较强，渠道利润较高	较弱，渠道利润较低	较弱，渠道利润较低	弱，渠道利润适中

资料来源：公司公告，华西证券研究所

经销商持股利益深度绑定，渠道稳定性极高。口子集团在 2002 年创立之初，主要经销商就共持股 29%，其中江苏天地龙实业、陕西天驹商贸、安徽黄海商贸、淮北顺达糖酒分别持有公司 20%、3%、3%、3% 的股权。除了江苏天地龙实业和淮北顺达糖酒中途将自身持有股份转让给公司其他股东外，陕西天驹商贸、安徽黄海商贸和后来入股的淮北顺达商贸均一直持有公司股份到现在，且持股比例较为稳定，与公司深度利益绑定，激励充分，渠道稳定性极高。在疫情下，渠道稳定的特点对白酒动销的恢复与增长至关重要，口子窖优质的渠道经销商队伍将为其业绩增长提供坚实保障。

表 7 经销商持股利益深度绑定

经销商股东名称	2002 年	2009 年	2015 年	2019 年
淮北市顺达商贸有限公司	-	2.24	2.24	2.00
安徽省黄海商贸有限公司	3.00	2.24	3.31	仍持股，但未披露
陕西天驹商贸有限公司	3.00	2.24	3.31	仍持股，但未披露

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

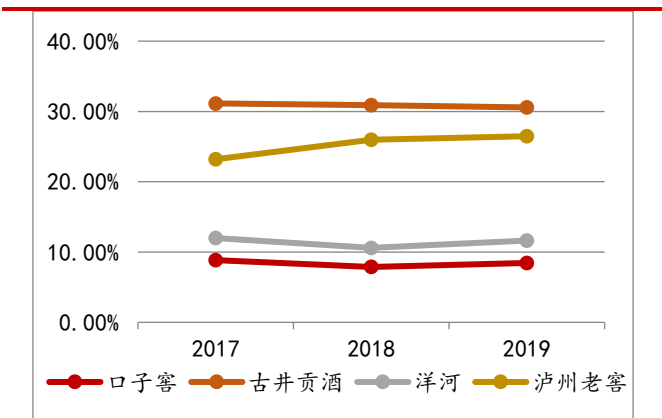
江苏天地龙实业有限公司	20.00	7.78	-	-
淮北市顺达糖酒有限公司	3.00	-	-	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.5. 资源配置：地区宣传费用转移给经销商，集中资源进行全国性广告投放

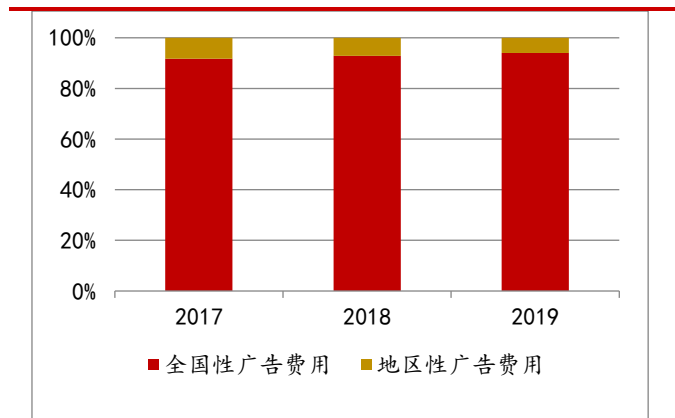
销售费用率处于行业低位，重点进行全国性广告投放。口子窖的销售费用率一直保持在9%以下，处于行业低位，而古井的销售费用率却在30%以上，处于行业高位，巨大差异的主要原因还是两者渠道模式的不同。由于在大商模式下经销商主要负责地区性市场的推广和运作，承担了宣传费用，所以口子窖只需要承担全国性的广告费用，近三年都维持在90%以上的比重并且有增大趋势，说明公司有向省外扩张并在全国布局的计划，公司计划2020年在央视视频品牌强国工程投入3亿元，继续提升品牌的影响力。从销售费用的具体结构来看，口子窖的广告费用占比都维持在60%以上，占公司销售费用的绝对比重，说明口子窖重视广告费用的投放，善于集中资源进行全国性的广告投放，把地区的宣传费用转移给地区经销商，不仅减轻了公司的资金负担，还能让经销商根据地区特点进行差异化的宣传。而古井是深度厂商主导的渠道模式，需要支出主要的广告宣传费用，而且较多的销售人员也需要古井支出较多的薪酬费和劳务费，所以导致古井较高的销售费用率。但是古井的综合促销费用占比最大，说明其经常举行促销活动，让利消费者，以扩大销量和知名度，口子窖则相对弱势一些，并没有很强的进攻性。

图8 口子窖销售费用处于行业低位



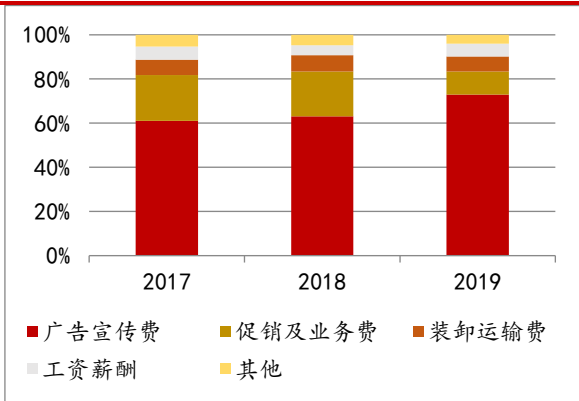
资料来源：Wind，华西证券研究所

图9 口子窖全国性广告费用占绝对比重



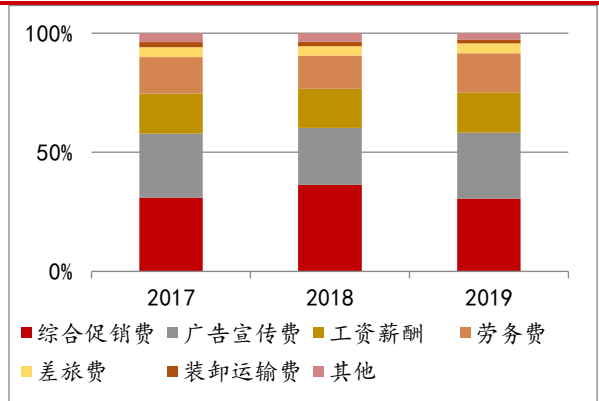
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 口子窖广告宣传费用占销售费用比例较高



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 古井贡酒综合促销费占比较大

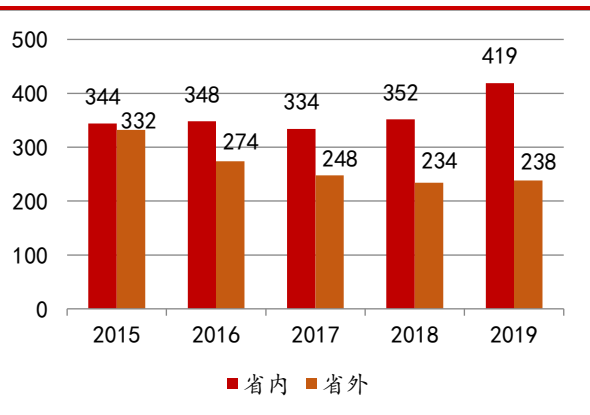


资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.6. 营销组织：经销商质量为上，创收能力持续增长

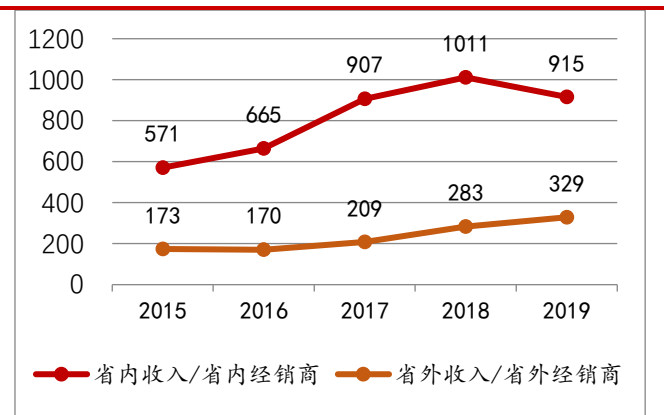
经销商“宁缺毋滥”，创收能力保持上升趋势。口子窖非常注重经销商的质量，一直秉持“宁缺毋滥”的态度，对不具备经营能力的经销商进行优化或者淘汰，对空白区域市场具备经销商条件的客户进行考察后发展。由于公司长期深耕省内市场，省内经销商数量也在逐年增加，截至 2019 年已经达到了 419 户。2016 年，口子窖重新开始布局省外市场，计划以点带面式发展，通过外派省内有实力的经销商团队，每个外派的省内大商负责一个外省的的销售，采取“一地一策”的战略，以重点城市发力逐步打开省外市场，比如上海、山东、河南等地均发展较好。公司还主动对省外的经销商进行梳理和调整，削减掉一大批省外不符合要求的经销商，从 15 年的 332 户削减至 18 年的 234 户，2019 年削减完成，但只增加了 4 户到 238 户。另外，从经销商创收能力可以看出，省内经销商的创收能力远高于省外，2018 年达到最大值 1011 万/户，2019 年略微下滑。省外经销商的数量尽管一直在减少，但是省外收入却一直保持增长，省外收入/省外经销商数量保持上升趋势，2019 年达到了 329 万/户，说明口子窖非常注重经销商的质量，在未来的发展中，公司省外经销商逐渐调整到位，省外收入也会进一步增长。

图 12 口子窖省内、省外经销商个数（户）



资料来源: 公司财报, 华西证券研究所

图 13 口子窖省内外经销商创收能力（万元/户）



资料来源: 公司财报, 华西证券研究所

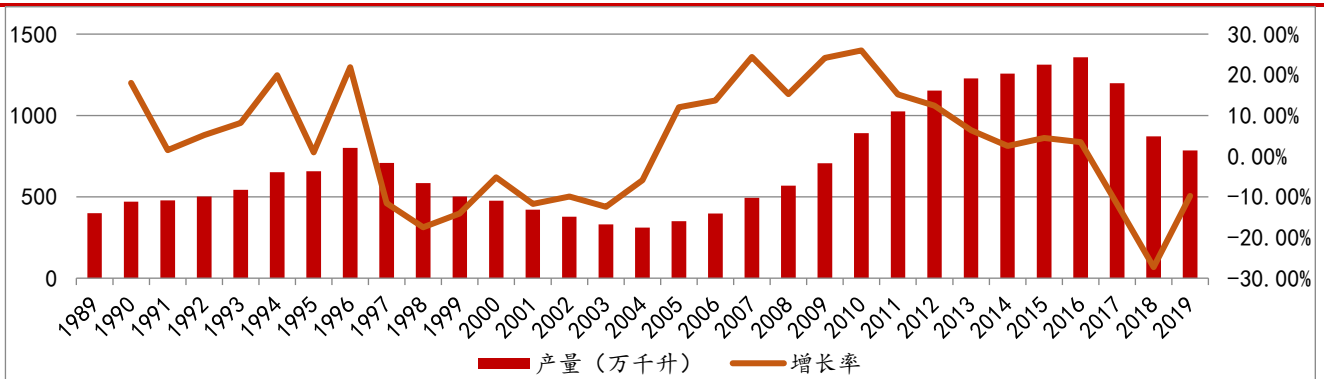
3. 展望未来，竞争存在周期，守得云开终见月明

3.1. 渠道：低库存抵抗周期波动，渠道下沉深挖省内市场

3.1.1. 渠道低库存形成弱周期性，平滑业绩周期波动

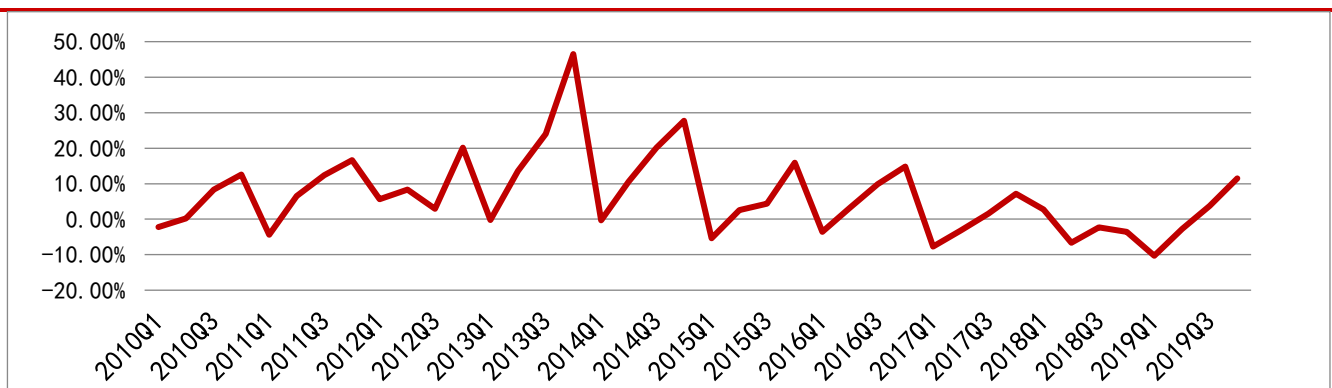
白酒行业的产量和库存量都具有明显的周期性。白酒无保质期，也不属于生活必需消费品。经济发展较快时，商业活动和大众消费增多，对白酒的需求增大，带动白酒产量增加；经济低迷时，商业活动和大众消费减少，对白酒的需求减小，白酒的产量就会随之下降，所以其需求与宏观经济发展情况关联性高，存在周期性波动，波动幅度一般比较大。而且，白酒的库存量也存在显著的季节周期性，即使在一年以内，其库存量也会随着季节大幅波动。

图 14 1989 年-2019 年我国白酒产量（万千升）及其变动（%）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 15 2010-2019 年我国白酒行业库存变动率（较年初值比较，单位：%）

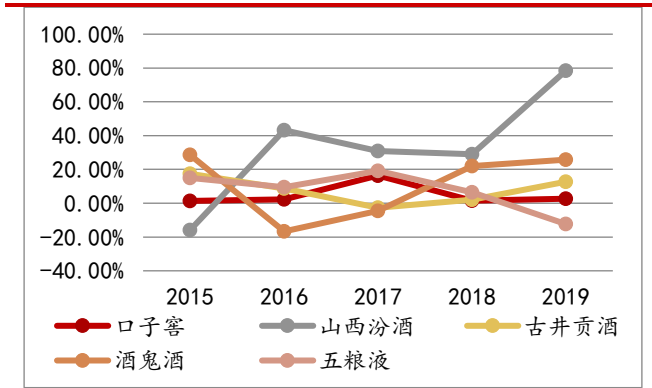


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

低库存形成弱周期性，平滑业绩周期波动。白酒行业的库存周期性往往会放大公司业绩的波动性，但是口子窖实行“低库存”的战略，即坚决不压经销商的库存，使经销商的库存长期维持在 1 个月左右的水平，他们可以根据需要随时提货；但是如果经销商库存超过一定水平（2 个月），公司就会有相应的惩罚措施。“低库存”战

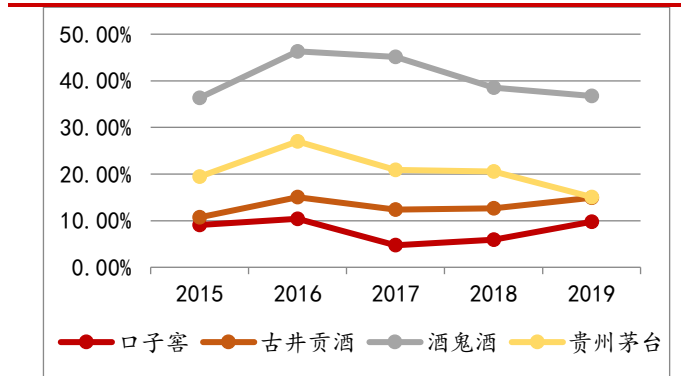
略使得口子窖产量变动率常年保持在 0%附近，库存量占总产量的比重也处于行业中的较低水平，且基本低于 10%，形成弱周期性。所以与其他同行业公司相比，口子窖的收入和利润波动都比较小，一直保持稳健增长，即使在行业调整期间，公司也能稳健经营。

图 16 口子窖产量变动率常年保持在 0%附近



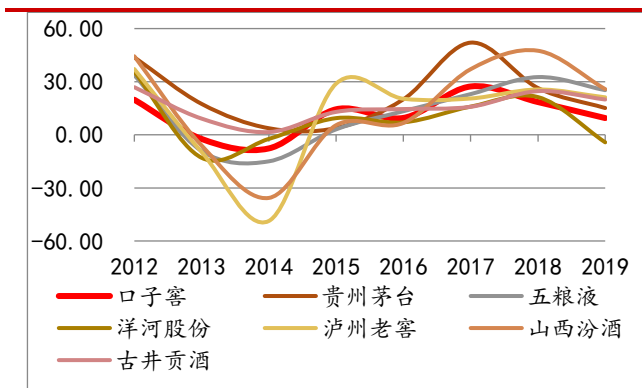
资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 17 口子窖库存量占总产量的比重处于行业低位



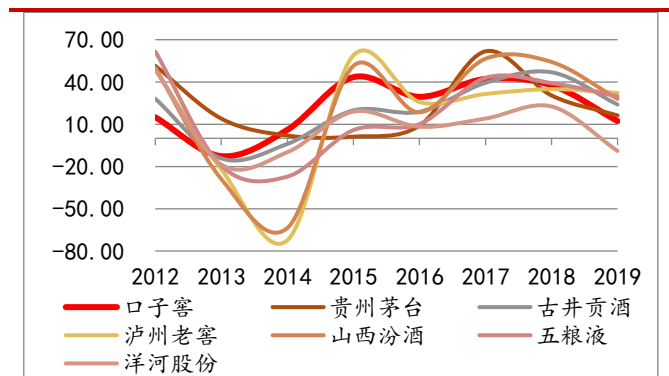
资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 18 口子窖与同行业公司收入变动率比较 (%)



资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 19 口子窖与同行业公司净利润变动率比较 (%)

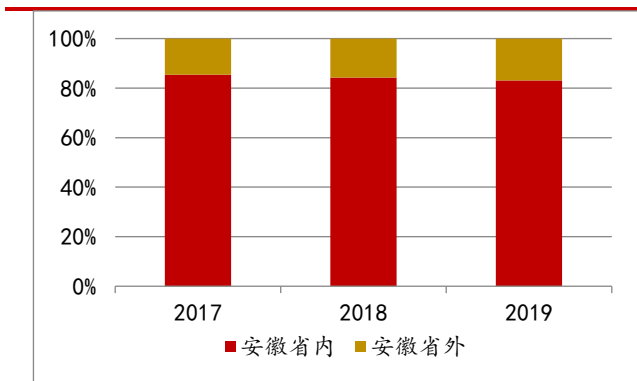


资料来源：Wind, 华西证券研究所

3.1.2. 省内持续渠道下沉，省外扩张初见成效

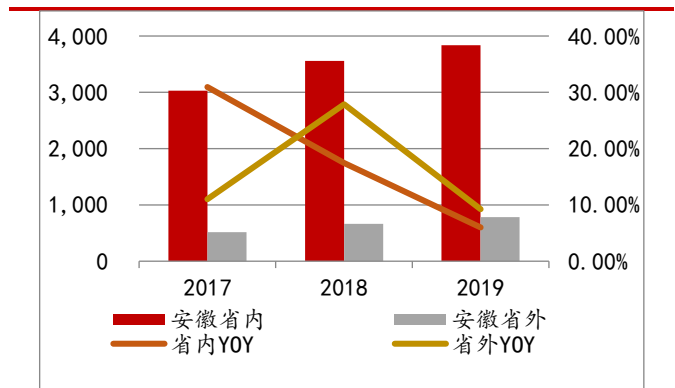
口子窖收入主要集中在省内，省外扩张初见成效。2017-2019 年，口子窖的收入主要集中在安徽省内，占比均超过 80%，贡献主要的收入和业绩，而省外收入占比不及 20%。口子窖近年来一直实施“渠道下沉，一地一策”的战略，深入推进县级及县级以下区域的市场运作，推进市场公司化管理，精耕细作，所以近三年口子窖的收入均保持正的增长率。但是受宏观经济和行业周期的影响，公司省内收入增速近三年一直下降，从 31%下降到 6%；省外收入增速在 2018 年大幅上升到 28%后，2019 年又下降到 9.24%。另外，与省内收入增速比较，2018 年和 2019 年口子窖的省外收入增速均大于省内，说明口子窖省外扩张战略初见成效，未来随着品牌在省外的不断推广，渠道的不断拓展，省外市场的收入将有望长期增长。

图 20 口子窖收入主要集中在省内



资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 21 口子窖省外扩张初见成效

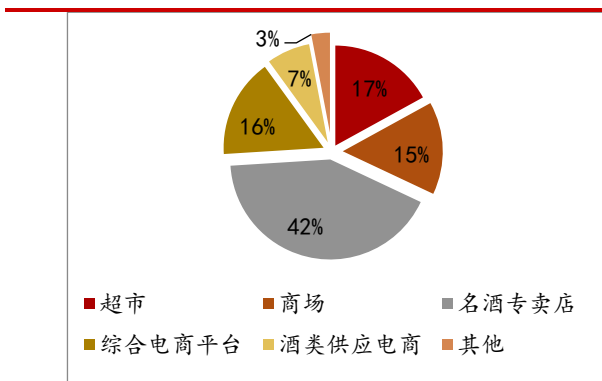


资料来源：公司财报，华西证券研究所

3.1.3. 新冠疫情下，线上销售或可成为口子业绩新的驱动力

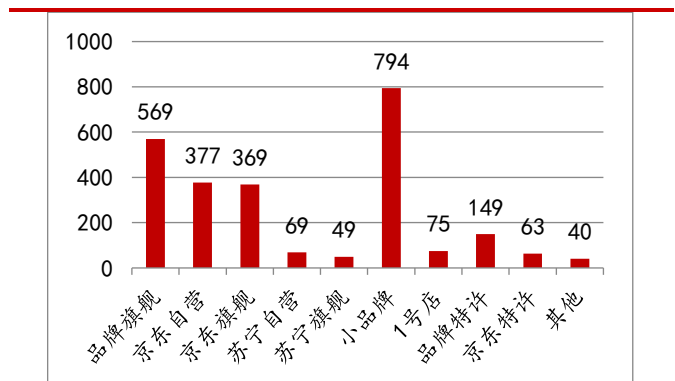
电商渠道逐渐兴起，将成为白酒销售新的动力。渠道是白酒企业核心竞争力之一，在消费者购买白酒的渠道占比中，选择在超市购买的占 17%、在商场购买的占 15%、在名酒专卖店占 42%、在综合电商平台购买的占 16%，在酒类供应电商平台的占 7%；电商渠道的总占比达到了 23%，已经成为消费者购买白酒的第二渠道。在互联网+的背景下，许多白酒企业与电商平台合作或者以自主经营的方式开通了网店，2019 年全国共有酒类网店 2295 家，其中中小品牌的网店数量占比最高，达到 794 家，其次为品牌旗舰店(品牌直销)，为 569 家，京东自营为 377 家，京东旗舰店为 369 家，品牌特许店为 149 家，电商渠道的流量与便利将助力白酒企业更快发展。

图 22 电商平台成为消费者购买白酒第二渠道



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 23 2019 年酒类网店商城分布情况 (家)

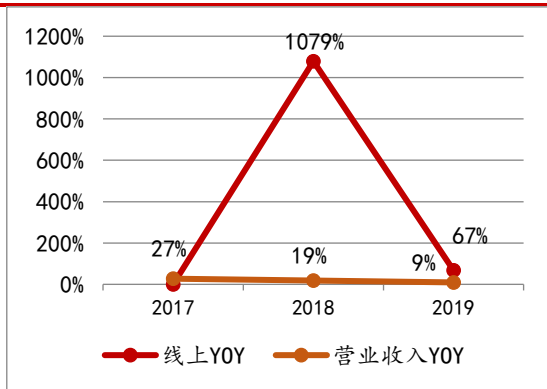


资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

线上销售增速快，毛利高，价格贵，或可成为口子业绩新的驱动力。口子窖目前在京东、天猫和苏宁易购等平台开通了官方旗舰店，2018 年线上收入增速达到了 1079%，但主要还是数额较小导致变动幅度巨大，2019 年公司线上收入增速为 67%，远高于整体收入增速，但线上销售所占份额依然较小，无法起到明显的拉动作用。在毛利率方面，线上销售属于直销，所以其毛利率较高，一直在 88%以上，而公司整体的毛利率在 74%左右，因此线上销售会带来更多的利润。在线上销售均价方面，口子窖的售价一直维持在较高水平，2019 年 12 月甚至超过贵州茅台，达到 756.91 元，

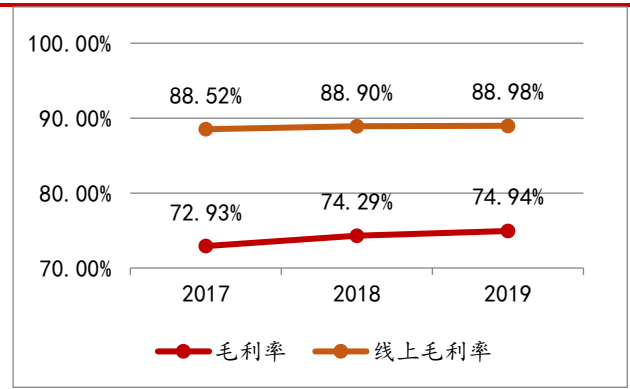
仅次于水井坊。未来，口子窖将进一步完善电商渠道，还将增加个性定制类产品，在新冠疫情的背景下，线上销售很可能成为公司收入增长和利润增加新的驱动力。

图 24 线上销售增速快



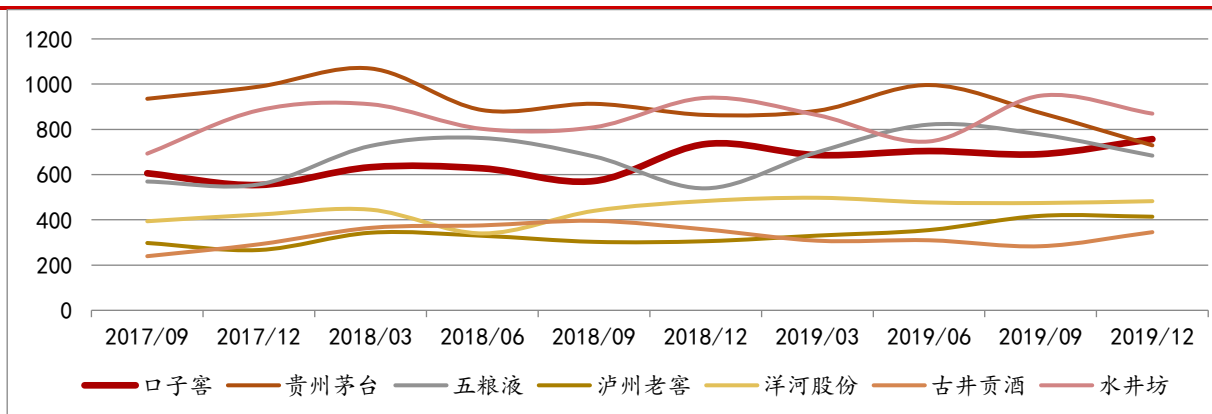
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 线上销售毛利高



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 26 口子窖线上销售均价在 2019 年 12 月超越茅台，仅次于水井坊

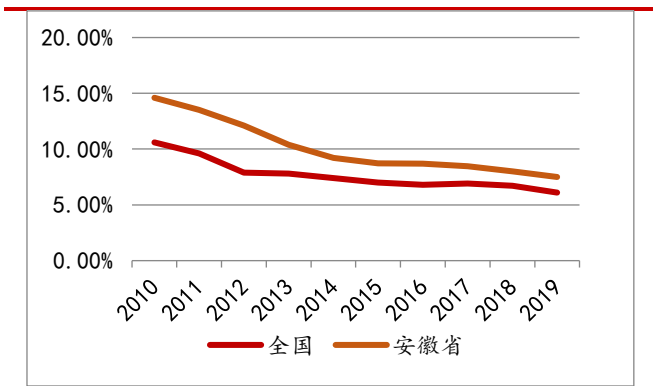


资料来源: Wind 线上销售数据, 华西证券研究所

3.2. 产品：消费升级下积极优化产品结构，高档白酒驱动口子业绩增长

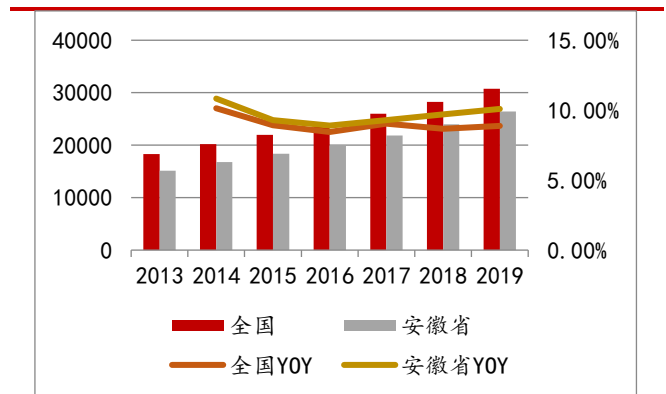
安徽省消费升级的速度快于全国平均水平，次高端白酒将持续受益。第一，安徽省 GDP 的增长速度近十年来一直快于全国平均水平，说明安徽省已经具备了消费升级的经济基础。第二，安徽省居民人均可支配收入增长速度近年来一直快于全国水平，在食品烟酒方面的人均消费支出增长速度也一直高于全国水平，说明安徽省居民的相对购买力和购买意愿高于全国平均水平。第三，安徽省城镇和乡村的恩格尔系数连年下降，而且乡村和城镇的差距也并不明显，说明安徽省居民日常食品支出占总支出的比重在下降，居民更加富裕，也更加有能力去购买更加高端优质的消费品。由此可知，安徽省消费升级的速度快于全国平均水平，次高端消费品发展潜力巨大。

图 27 安徽 GDP 增速快于全国平均水平



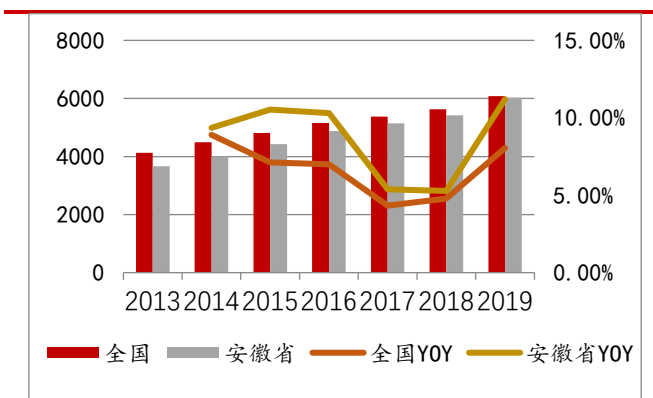
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 28 安徽人均可支配收入增速快于全国水平



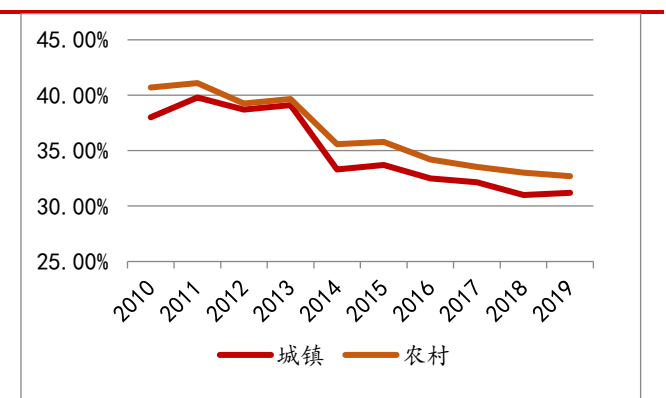
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 29 食品烟酒人均消费支出增速快于全国水平



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 30 安徽省城镇和乡村恩格尔系数连年下降



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

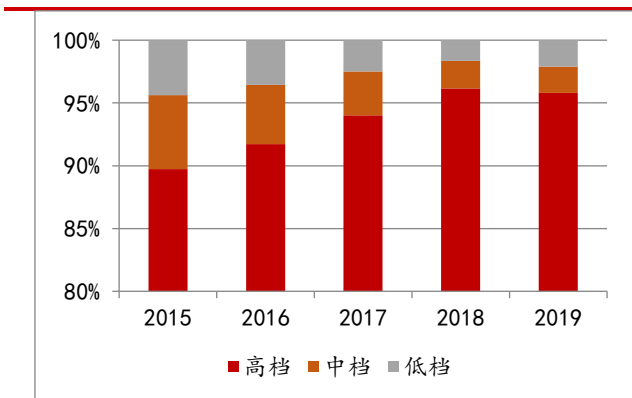
口子窖积极优化产品结构，高档白酒成为公司业绩驱动力。口子窖的产品分为高中低三档，高端产品以口子窖三十年、二十年和十年为主，中端主要以口子窖五年和六年为主，低端以口子窖酒为主。2015 至 2019 年，公司把握省内消费升级的趋势，积极优化白酒产品结构，使得高档白酒收入所占比重逐步上升至 2019 年的 96%，是公司的主要收入来源。另外，随着安徽省居民消费水平的不断提高，在消费升级的带动下，白酒的价格带不断上移，表现为低端向中端移动，中端向次高端移动，口子窖的产品正好集中卡位于此，将持续受益，从收入增速可以看出，公司的高档白酒连续五年均保持正的增长，近两年受行业周期的影响出现下滑；中档白酒和低档白酒在 2019 年均出现大幅增长，但是其所占比重较小，对公司业绩不会产生显著的推动作用。继去年三季度公司推出中端白酒初夏和仲秋后，今年中秋节前公司有望推出 500-1000 元价格的新品，该新品将填补公司从次高端到高端产品过渡价格带的空白，在省内消费升级的形势下，未来公司的高档白酒将持续发力，驱动业绩稳定增长。

表 8 口子价格带集中在中端和次高端白酒

口子窖各价格带产品		价格（元/瓶）	
高端产品（600 元/瓶以上）	口子窖三十年	52 度：1688	41 度：1380
次高端产品（300-600 元/瓶）	口子窖二十年	50 度：618	41 度：538
	口子窖十年	46 度：388	41 度：359
	仲秋珍储	41 度：398	
中端产品（100-300 元/瓶）	初夏珍储	41 度：298	
	小池窖特酿	41 度：208	
	口子窖六年	46 度：195	41 度：178
	御尊	41 度：158	40.8 度：135
	口子窖五年	46 度：135	40.8 度：125
低端产品（100 元/瓶以下）	口子美酒	红盒：88	银盒：68
	口子坊系列	70	
	老口子系列	40-50	
	口子酒系列	25	

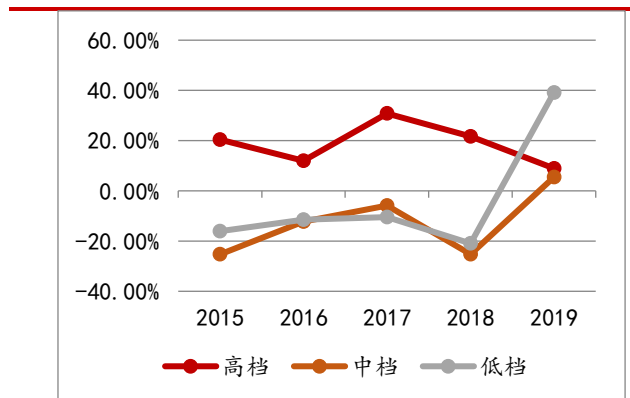
资料来源：京东商城，华西证券研究所

图 31 高档白酒收入占比持续增加（%）



资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 32 高档白酒收入增速持续为正（%）

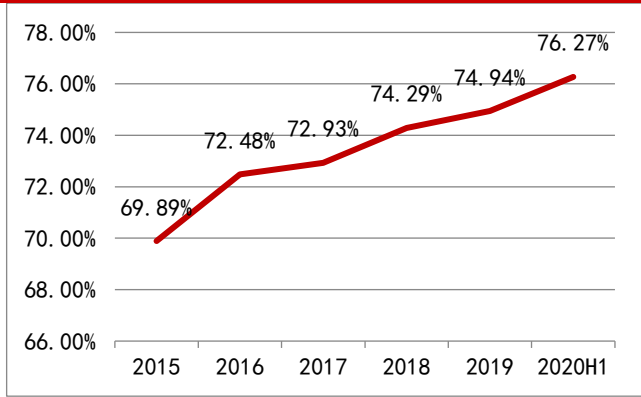


资料来源：公司财报，华西证券研究所

高档白酒带动口子毛利率稳步提升。2015 年以来，口子窖毛利率从 69.89% 一直稳定提升到 2020 年 H1 的 76.27%，主要原因是公司近年来一直在调整产品结构，高档产品占比从之前的 77% 提升到了 2019 年 96%，而且高档产品的毛利率水平大大高于中档和低档产品，贡献公司的主要毛利并带动毛利率逐年上升。虽然中档和低档产品的毛利率变动幅度大，但因其占比比较低，所以不会对公司的整体毛利率水平产生明

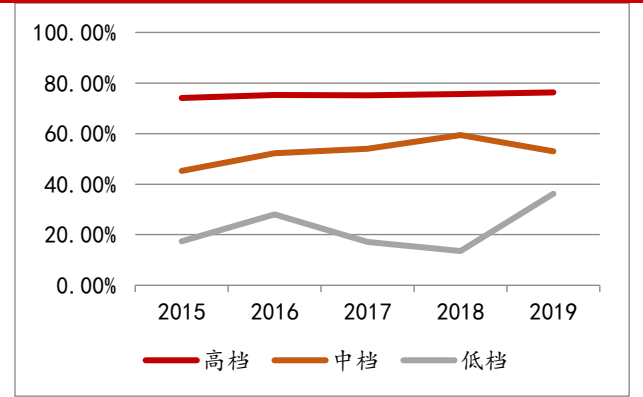
显影响。另外，得益于省内消费升级的持续发展以及线上销售更高的毛利水平，未来口子窖的产品结构将继续向上调整，进而驱动毛利率继续稳步提升。

图 33 口子毛利率逐年上升 (%)



资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 34 高档白酒是驱动毛利率上升的动力 (%)

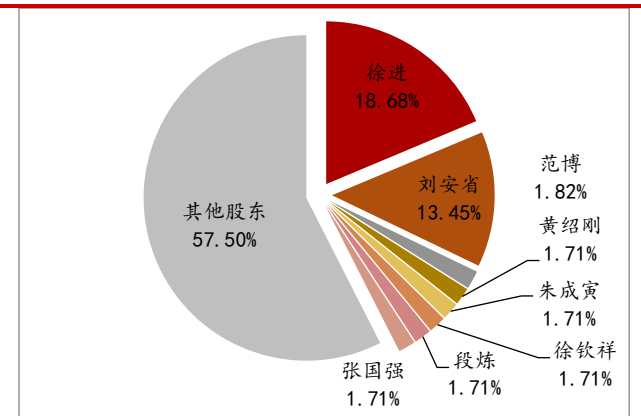


资料来源：公司财报，华西证券研究所

3.3. 组织：管理团队专业一流，股权激励助力长期稳健发展

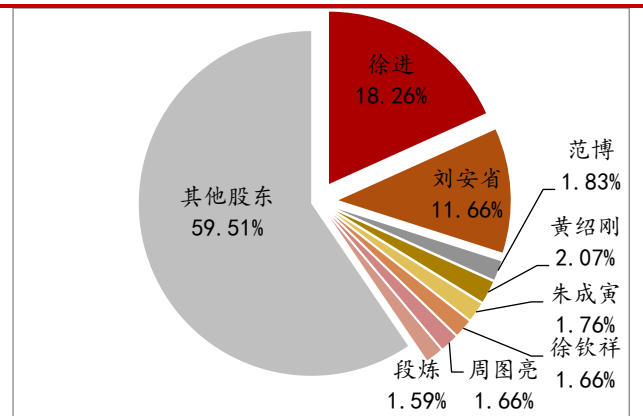
管理机制灵活稳定，管理团队专业一流。口子窖是少数民营白酒上市公司之一，管理机制灵活。截至 2020 年 H1 报告期末，公司董事长徐进和监事会主席刘安省（已辞职）分别持有公司 18.26%和 11.66%的股权，与上市前基本保持不变，其二人仍然是公司的实际控制人，其余管理层所持股份也并未在上市前后发生较大变化。而且公司多位高管自 1997 年进入公司以来并未离开，至今仍在职工作，任职时间长达 20 多年，管理团队稳定性较高。另外，管理团队专业能力一流，不乏有国家一级酿酒师、国家一级品酒师、高级经济师和中国注册会计师等行业精英，他们入行数十年，经验丰富，对白酒行业有着清晰、准确的认识，不追求短期的利益，而是始终坚持做长远规划，追求长期可持续发展，注重稳健经营，立志将口子窖打造成为百年老店。

图 35 上市前管理层持股情况 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 36 2020 年 H1 报告期末管理层持股情况 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

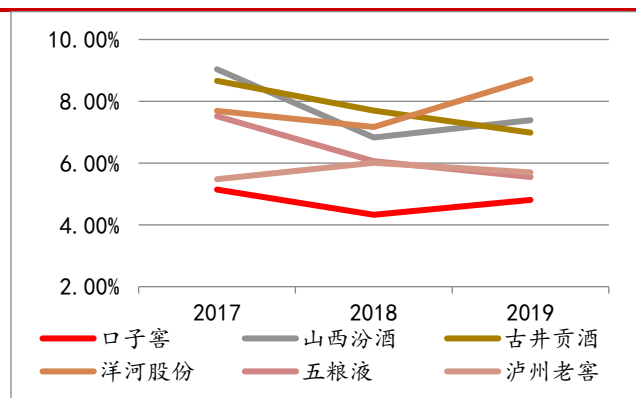
表 9 口子窖管理团队长期稳定，专业一流

主要高管姓名	职务	年龄	任职开始时间	学历或相关资质
徐进	董事长、总经理	54	1997 年	EMBA
刘安省	---	66	1996 年	大专学历，高级经济师
黄绍刚	副总经理、董事	51	1997 年	EMBA，本科学历，经济师
范博	董事、副总经理、财务总监	53	1997 年	香港中文大学会计学硕士学位，中国注册会计师
徐钦祥	董事、董事会秘书、副总经理	49	1997 年	EMBA，国家一级酿酒师、国家级白酒评酒委员，首届中国白酒工艺大师
段炼	总经理助理	57	1997 年	本科学历，工程师
张国强	董事	62	1997 年	研究生学历，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

资料来源：公司公告，华西证券研究所

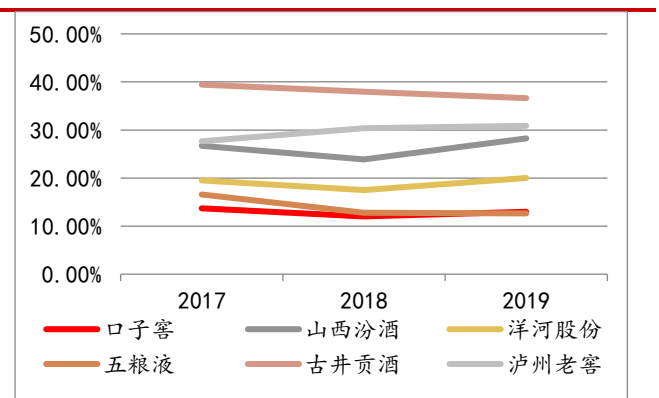
精细化的管理能力，费用率处于行业低位。在管理费用率方面，2017-2019 年口子窖均保持在较低水平，说明公司管理能力相对较强。管理费用的把控得益于公司内部成本的精细化管理，口子窖一直在对审批流程进行优化调整，加强 OA 系统的管理维护，深化 ERP-NC 系统的应用，积极开发物料条码、产品二维码应用系统，对产品进行智能化标识管理，通过一瓶一码，起到了防伪溯源、渠道防窜货等作用，不断推进企业信息化建设，才使得公司管理费用一直处在行业内较低水平。口子窖的期间费用率也一直处于行业的较低水平，说明公司的费用把控能力较强，较少的期间费用可以使公司获得更多的利润，预计公司的期间费用率将长期保持在较低水平，利润提升将长期受益。

图 37 口子窖管理费用率处于行业低位 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 38 口子窖期间费用率处于行业低位 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

股份回购用于核心人员股权激励，建立长效激励机制，提高核心竞争力。口子窖在 2020 年 3 月 26 日发布了首次股权回购方案，拟以自有资金不低于人民币 1 亿元、

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

不超过人民币 2 亿元，预计回购公司股份 4,000,000 股，占公司目前已发行总股本的 0.67%。回购的股份主要用于对公司的核心员工进行股权激励，深度绑定核心员工，充分调动公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起，充分提高公司的管理效率，建立起长期的激励机制，提高公司的核心竞争力，进而长期提升公司的业绩水平。

表 10 股份回购充分激励核心员工的积极性

项目	方案主要内容
方案公布时间	2020 年 3 月 26 日
回购股份的金额	不低于人民币 1 亿元、不超过人民币 2 亿元
用途	核心员工股权激励
回购价格	不超过人民币 50 元/股
回购数量、占公司总股本比例	按回购金额上限 2 亿元、回购价格上限 50 元/股测算，预计回购股份数量为 4,000,000 股，占公司目前已发行总股本的 0.67%
回购期限	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
回购资金来源	公司自有资金
相关股东是否存在减持计划	董监高、控股股东、实际控制人及其一致行动人未来 6 个月内均不存在减持计划
回购方式	集中竞价交易方式
回购进展	截至 2020 年 7 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购 A 股股份 2,659,614 股，占本公司总股本的比例为 0.443%，已支付的资金总额合计人民币 126,288,715.87 元（不含交易费用），最低成交价格为人民币 46.00 元/股，最高成交价格为人民币 48.49 元/股

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 投资建议

未来，在渠道方面，口子窖会继续坚持省内渠道下沉，省外有序扩张。在产品方面，在消费升级的趋势下，坚持提高高档白酒的比重。在组织方面，拥有专业的团队，费用把控能力极强，实施股权激励助力长期发展。我们认为当口子窖基于原始要素，只要去做，是有能力实现大幅度改善、继续实现业绩快速增长的。

预计 20-22 年公司收入分别为 46.82/52.62/59.46 亿元，同比增长 0.2%/12.4%/13.0%，实现归母净利润分别为 16.88/19.22/22.22 亿元，同比增长-1.9%/13.8%/15.6%，EPS 分别为 2.81/3.20/3.70 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 18.69/16.42/14.21 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表 11 公司预测关键假设 (亿元)

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
高档白酒	销售收入	40.60	44.23	44.34	50.10	56.91
	YOY	21.69%	8.94%	0.26%	12.98%	13.58%
	占比	95.10%	94.66%	94.71%	95.22%	95.70%
	毛利率	75.67%	76.27%	76.50%	77.00%	78.00%
中档白酒	销售收入	0.92	0.97	0.96	0.97	0.99
	YOY	-25.20%	5.47%	-2.00%	2.00%	2.00%
	占比	2.17%	2.09%	2.04%	1.85%	1.67%
	毛利率	59.41%	53.01%	60.00%	60.00%	60.00%
低档白酒	销售收入	0.70	0.97	0.97	0.99	1.01
	YOY	-20.95%	39.19%	-0.04%	2.00%	2.00%
	占比	1.63%	2.08%	2.07%	1.88%	1.70%
	毛利率	13.55%	36.31%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	销售收入	0.47	0.55	0.55	0.55	0.55
	YOY	-13%	17%	0.00%	0.00%	0.00%
	占比	1.10%	1.18%	1.17%	1.05%	0.92%
	毛利率	81.41%	77.91%	80.00%	80.00%	80.00%
总收入	销售收入	42.69	46.72	46.82	52.62	59.46
	YOY	18.50%	9.45%	0.20%	12.38%	13.01%
	毛利率	74.37%	74.97%	75.03%	75.64%	76.73%

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

表 12 可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS (元)	
			TTM	2020E	2021E	2020E	2021E
603589.SH	口子窖	315.60	24.06	18.69	16.42	2.81	3.20
000858.SZ	五粮液	8663.75	45.79	42.41	35.13	5.26	6.35
002304.SZ	洋河股份	2016.65	28.00	26.46	23.25	5.06	5.76
600809.SH	山西汾酒	1714.03	72.84	69.21	54.89	2.84	3.58
000596.SZ	古井贡酒	975.66	61.80	51.12	41.07	4.50	5.60

资料来源：wind，华西证券研究所（除口子窖外均采取万得一致预测，日期截止到 2020.09.10）

5. 风险提示

①经济下行导致需求减弱：疫情对于短期经济造成一定冲击，但如果经济下行周期过长，对于消费力会造成更大影响，需求会持续萎靡。

②省内竞争加剧、挤压成长空间：安徽省内白酒市场竞争者众多，且竞争激烈，口子窖前有古井贡酒、后有迎驾贡酒和金种子酒追赶，省内竞争如果继续加剧，口子窖市场可增长空间会变得更为狭窄。

③食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,672	4,682	5,262	5,946	净利润	1,720	1,688	1,922	2,222
YoY (%)	9.4%	0.2%	12.4%	13.0%	折旧和摊销	135	135	137	139
营业成本	1,169	1,169	1,282	1,384	营运资金变动	-497	-342	-77	-46
营业税金及附加	710	702	789	892	经营活动现金流	1,297	1,435	1,929	2,254
销售费用	396	421	474	535	资本开支	-137	-112	-114	-114
管理费用	219	187	210	238	投资	-50	0	0	0
财务费用	-13	-8	-9	-12	投资活动现金流	-95	-65	-62	-54
资产减值损失	-4	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	60	47	53	59	债务募资	0	0	0	0
营业利润	2,278	2,251	2,562	2,962	筹资活动现金流	-900	-1,000	-1,150	-1,300
营业外收支	-6	0	0	0	现金净流量	302	369	717	900
利润总额	2,272	2,251	2,562	2,962	主要财务指标				
所得税	552	563	641	741	成长能力				
净利润	1,720	1,688	1,922	2,222	营业收入增长率	9.4%	0.2%	12.4%	13.0%
归属于母公司净利润	1,720	1,688	1,922	2,222	净利润增长率	12.2%	-1.9%	13.8%	15.6%
YoY (%)	12.2%	-1.9%	13.8%	15.6%	盈利能力				
每股收益	2.87	2.81	3.20	3.70	毛利率	75.0%	75.0%	75.6%	76.7%
资产负债表 (百万元)					净利率	36.8%	36.1%	36.5%	37.4%
货币资金	1,533	1,902	2,620	3,520	总资产收益率 ROA	18.1%	16.0%	16.1%	16.6%
预付款项	34	34	37	40	净资产收益率 ROE	24.5%	20.9%	21.0%	21.5%
存货	2,333	2,562	2,809	3,032	偿债能力				
其他流动资产	2,988	3,104	3,198	3,310	流动比率	2.91	3.21	3.29	3.38
流动资产合计	6,888	7,602	8,664	9,903	速动比率	1.91	2.11	2.21	2.33
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.65	0.80	0.99	1.20
固定资产	1,625	1,953	2,231	2,459	资产负债率	26.2%	23.6%	23.2%	22.8%
无形资产	445	506	568	627	经营效率				
非流动资产合计	2,613	2,953	3,242	3,479	总资产周转率	0.49	0.44	0.44	0.44
资产合计	9,501	10,555	11,906	13,382	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.87	2.81	3.20	3.70
应付账款及票据	677	677	743	802	每股净资产	11.69	13.44	15.24	17.21
其他流动负债	1,687	1,691	1,893	2,126	每股经营现金流	2.16	2.39	3.21	3.76
流动负债合计	2,365	2,368	2,636	2,928	每股股利	0.00	1.67	1.92	2.17
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	125	125	125	125	PE	18.35	18.69	16.42	14.21
非流动负债合计	125	125	125	125	PB	4.70	4.35	3.83	3.39
负债合计	2,490	2,493	2,761	3,053					
股本	600	600	600	600					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,012	8,062	9,146	10,329					
负债和股东权益合计	9,501	10,555	11,906	13,382					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：

华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：

华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：

华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。