



口子窖(603589)

目标价：44

昨收盘：34.61

食品饮料 饮料制造

省内快增省外调整，盈利能力持续增强

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	600/294
总市值/流通(百万元)	20,766/10,159
12个月最高/最低(元)	39.17/29.87

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

事件：公司公告 2016 年年报，全年实现营收 28.30 亿元，同增 9.53%；归母净利润 7.83 亿元，同增 29.41%；扣非归母净利润 7.63 亿元，同增 26.26%。EPS 为 1.31 元/股，同增 23.58%。销售毛利率和销售净利率分别为 72.44% 和 27.68%，同比提升 2.61pct 和 4.25pct。单四季度，实现营收 4.95 亿元，同增 5.26%；归母净利润 0.71 亿元，同增 6.76%；销售毛利率和销售净利率分别为 71.67% 和 14.35%。公司拟每 10 股派发现金股利 4.50 元（含税）。

公司公告 2017 年一季报，报告期内实现营收 10.33 亿元，同增 16.33%；归母净利润 3.27 亿元，同增 20.80%；扣非归母净利润 3.20 亿元，同增 19.71%；EPS 为 0.55 元/股，同增 22.22%；销售毛利率和销售净利率分别为 72.80% 和 31.66%，同比提升 0.61pct 和 1.17pct，环比提升 1.13pct 和 17.31pct。

投资要点：

省内市场快增、省外主动收缩调整，销量收入稳健增长

2016 年公司白酒总销量 2.83 万千升，同增 2.29%；实现销售收入 27.81 亿元，同增 9.49%。其中省内市场营收 23.14 亿元，同比增长 17.84%；而省外市场营收 4.67 亿元，同比下降 18.97%。

公司在省内市场深化县乡镇市场，夯实渠道基础，精耕细作，有效抓住消费升级及品牌集中化趋势，全年实现快速增长；而在省外市场主动收缩进行调整，通过一地一策的运作方式，优化并淘汰不具备发展潜力的经销商，导致收入下滑。2016 年公司在安徽省内的经销商数增加了 4 户，在省外的经销商数减少了 58 户。主动清理不合格经销商有助于避免资源的浪费，也可以有效解决过往经销商杠杆过高的问题，同时这也是对渠道的重新梳理，有助于提高对终端的控制力度。调整阵痛期预计已近尾声，公司对省外市场的拓展有望轻装上阵。

结合单四季度数据和一季报来看，销量和收入的增长稳中有升，基本符合预期。公司在 2016Q3 完成对口子窖 6 年的提价，Q4 恢复正常的出货节奏，Q4 末预收款同比增长 108.10%，主要与 2017 年春节提前相关。2017Q1 在 2016Q4 稳增长的基础上恢复高增速，向上的态势有望延续至 2017 年全年。

经营效益改善、高端白酒占比提升，盈利能力持续增强

公司具备民营企业优势，不断加强费用管控及成本控制，同时持续调整市场策略，提升经营的效益。公司通过提升并稳定优质基酒出酒率、增加优质酒库存和陈化老熟时间等为盈利持续增长提供保障；同时，公司的产品结构在不断地优化，高端白酒产品，特别是销量最大的主力产品口子窖5年和6年，占比在不断提升，由此促成省内和省外市场的综合毛利率稳步提升。受益于消费升级和品牌力提升，2016年公司高端白酒继续呈现良好增长趋势，营收增长11.95%。作为收入和毛利贡献最高的产品，高端白酒占比提升有利于盈利能力的持续增强。

结合年报中的费用情况来看，销售费用基本持平，销售费用率下滑；管理费用和财务费用改善明显。预期随规模效应放大，费用改善的趋势还将延续，进而确保净利润增长。

结合一季报数据来看，销售毛利率和销售净利率同比和环比都有改善。公司的盈利能力在持续增强。

盈利预测与评级：

公司是安徽省内白酒龙头企业之一，具备民营酒企优势，经营能力突出。公司采取差异化竞争策略，定位中高端白酒市场，以兼香型口子窖系列为核心，持续深耕省内、拓展省外。目前，公司在安徽省高端白酒市场的竞争优势突出，品牌力不断增强，产品需求旺盛，经销模式长期顺价，产品结构升级也比较顺利，盈利能力不断提升。我们看好公司业绩的持续高速增长。

预测2017-19年收入增速分别为20%、16%、11%，净利润增速分别为25%、24%、20%，对应的EPS分别为1.63、2.02、2.43。给予目标价44元，“增持”评级。

风险提示：

经济环境风险；市场供需风险；产业政策风险；原材料价格波动风险；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2830	3396	3939	4373
同比增长	9.53%	20%	16%	11%
净利润(百万元)	783	979	1214	1457
同比增长	20.80%	25%	24%	20%
摊薄每股收益(元)	1.31	1.63	2.02	2.43
PE	25	21	17	14

资料来源：Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。