



经销商结构优化继续

——口子窖（603589）半年财报点评

2017年08月25日

强烈推荐/维持

口子窖

财报点评

| | | |
|-----|----------------------------------|------------------------|
| 徐昊 | 分析师 | 执业证书编号: S1480514070003 |
| | xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017 | |
| 焦凯 | 分析师 | 执业证书编号: S1480512090001 |
| | jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144 | |
| 范垄基 | 分析师 | 执业证书编号: S1480517070001 |
| | fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025 | |

事件:

公司上半年实现营业收入 17.46 亿元，同比增长 17.76%，归属上市公司股东的净利润 5.26 亿元，同比增长 29.87%，每股收益 0.88 元。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2015Q4 | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 470.46 | 887.79 | 594.78 | 852.4 | 495.21 | 1032.79 | 713.12 |
| 增长率 (%) | -0.99% | 20.29% | 4.25% | 5.89% | 5.26% | 16.33% | 19.90% |
| 毛利率 (%) | 68.42% | 72.19% | 70.49% | 74.51% | 71.67% | 72.80% | 70.59% |
| 期间费用率 (%) | 27.25% | 15.27% | 24.35% | 12.65% | 31.23% | 13.76% | 17.50% |
| 营业利润率 (%) | 22.00% | 40.95% | 29.48% | 47.85% | 22.01% | 42.22% | 35.14% |
| 净利润 (百万元) | 66.57 | 270.72 | 134.20 | 307.47 | 71.07 | 327.03 | 198.83 |
| 增长率 (%) | -03.37% | 54.45% | 39.32% | 15.06% | 06.76% | 20.80% | 48.16% |
| 每股盈利 (季度, 元) | 0.11 | 0.45 | 0.22 | 0.51 | 0.12 | 0.55 | 0.33 |
| 资产负债率 (%) | 26.30% | 22.36% | 22.92% | 22.17% | 25.47% | 22.90% | 27.24% |
| 净资产收益率 (%) | 1.81% | 6.87% | 3.47% | 7.37% | 1.68% | 7.16% | 4.42% |
| 总资产收益率 (%) | 1.34% | 5.34% | 2.68% | 5.74% | 1.25% | 5.52% | 3.22% |

观点:

- 公司上半年收入增速 17.76%，半年业绩增速比 2016 年同期有提升。2017 年二季度单季度实现营业收入 7.13 亿元，同比增长 19.90%，收入增速比 2016 年同期提升超过 10 个百分点。上半年归属公司股东净利润 5.26 亿元，同比增长 29.87%，二季度业绩同比大幅增长 48.16%，业绩增速相比一季度有显著提升。
- 2017 年上半年高档白酒收入 16.0 亿元，同比增长 19.71%，中档白酒 5900 万元，同比下降 12.63%，抵挡白酒 4919 万元，同比下降 8.76%。公司产品结构继续向高档产品升级，但上半年公司营业毛利率 71.90%，比 2016 年同期提升并不显著。产品结构优化对业绩提升的影响主要体现在费用端。2017 年上半年公司销售费用同比下降 1.33%，管理费用同比下降 10.34% 主要是税金可算科目重分类到营业税金及附加科目下。

2017年上半年税费总额仅增长6143万元，而上半年营业毛利额增长1.95亿元。

- 2017年上半年安徽省内经销商数量339家，减少9家，省外经销商数量达到249家，减少25家。2016年公司采取优胜劣汰的方式，优化淘汰了部分经销商，2016年安徽市场收入增长17.84%，省外市场下降18.79%。从2017年经销商数量比例来看，淘汰经销商的工作还在继续。结合公司产品结构的变化，淘汰掉的省外经销商代理的产品主要是中低档产品。我们判断公司在省外市场经销商调整结束后，高档产品省外市场的扩张可能会开启。
- 2017年半年末预收账款金额4.5亿元，比一季度末增长0.9亿元，2016年末公司预收账款4.43亿元。公司上半年消费税缴纳额2.48亿元，同比增长24.56%，消费税缴纳额增速超过收入增速，消费税收入占比为14.2%。白酒消费税从严征收的趋势，对公司利润影响并不显著。

结论：

公司上半年保持盈利能力提升驱动业绩增长的状态。公司经销商结构调整的工作还在继续，低档产品省外经销商加速淘汰，我们认为未来经销商结构调整完成后，省外市场高档产品开启增长将驱动公司业绩加速提升。预计公司2017年至2018年EPS分别为1.70元、2.17元和2.72元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：1) 省内市场竞争加剧的风险；2) 省外市场扩张进展不利的风险；3) 白酒消费税调整的影响。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|--------|---------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|--|--|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | |
| 流动资产合计 | 3321 | 3803 | 5592 | 6508 | 7880 | 营业收入 | 2584 | 2830 | 3260 | 3907 | 4634 | | | |
| 货币资金 | 889 | 592 | 2586 | 3174 | 4152 | 营业成本 | 780 | 780 | 839 | 981 | 1103 | | | |
| 应收账款 | 16 | 17 | 18 | 21 | 114 | 营业税金及附加 | 411 | 467 | 521 | 618 | 726 | | | |
| 其他应收款 | 3 | 3 | 3 | 4 | 4 | 营业费用 | 358 | 361 | 386 | 407 | 445 | | | |
| 预付款项 | 4 | 6 | 15 | 24 | 35 | 管理费用 | 192 | 187 | 170 | 194 | 219 | | | |
| 存货 | 1495 | 1676 | 1379 | 1613 | 1812 | 财务费用 | 6 | -5 | -16 | -29 | -37 | | | |
| 其他流动资产 | 698 | 1190 | 1190 | 1190 | 1190 | 资产减值损失 | 18.25 | 6.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 非流动资产合计 | 1656 | 1887 | 1625 | 1429 | 1232 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0.30 | 22.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 固定资产 | 944.22 | 1164.5 | ##### | 1036.2 | 874.51 | 营业利润 | 820 | 1056 | 1359 | 1734 | 2179 | | | |
| 无形资产 | 295 | 350 | 315 | 280 | 245 | 营业外收入 | 4.10 | 5.44 | 5.00 | 5.00 | 3.00 | | | |
| 其他非流动资产 | 51 | 65 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 3.46 | 1.22 | 3.00 | 2.00 | 3.00 | | | |
| 资产总计 | 4977 | 5690 | 7217 | 7936 | 9112 | 利润总额 | 820 | 1060 | 1361 | 1737 | 2179 | | | |
| 流动负债合计 | 1289 | 1404 | 1793 | 1991 | 2512 | 所得税 | 215 | 277 | 340 | 434 | 545 | | | |
| 短期借款 | 80 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 605 | 783 | 1021 | 1303 | 1634 | | | |
| 应付账款 | 189 | 197 | 207 | 242 | 272 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 预收款项 | 213 | 444 | 787 | 1199 | 1688 | 归属母公司净利润 | 605 | 783 | 1021 | 1303 | 1634 | | | |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1193 | 1484 | 1540 | 1902 | 2339 | | | |
| 非流动负债合计 | 20 | 45 | 0 | 0 | 0 | BPS(元) | 1.06 | 1.31 | 1.70 | 2.17 | 2.72 | | | |
| 长期借款 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | |
| 负债合计 | 1309 | 1449 | 1793 | 1991 | 2512 | 成长能力 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | 14.41% | 9.53% | 15.18% | 19.84% | 18.62% | | | |
| 实收资本(或股本) | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 | 营业利润增长 | 46.50% | 46.50% | 28.73% | 27.61% | 25.63% | | | |
| 资本公积 | 977 | 977 | 1707 | 1707 | 1707 | 归属于母公司净利润 | 30.30% | 29.41% | 30.30% | 27.65% | 25.41% | | | |
| 未分配利润 | 1892 | 2398 | 2551 | 2747 | 2992 | 盈利能力 | | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 3668 | 4241 | 5379 | 5901 | 6554 | 毛利率(%) | 69.83% | 72.44% | 74.27% | 74.88% | 76.21% | | | |
| 负债和所有者权 | 4977 | 5690 | 7172 | 7891 | 9067 | 净利率(%) | 23.43% | 27.68% | 31.32% | 33.36% | 35.27% | | | |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润(%) | 12.16% | 13.77% | 14.15% | 16.42% | 17.94% | | | |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE(%) | 16.51% | 18.47% | 18.98% | 22.08% | 24.93% | | | |
| 经营活动现金流 | 536 | 640 | 1795 | 1341 | 1922 | 偿债能力 | | | | | | | | |
| 净利润 | 605 | 783 | 1021 | 1303 | 1634 | 资产负债率(%) | 26% | 25% | 25% | 25% | 16% | | | |
| 折旧摊销 | 366.86 | 433.70 | 0.00 | 196.69 | 196.69 | 流动比率 | 2.58 | 2.71 | 3.12 | 3.27 | 3.14 | | | |
| 财务费用 | 6 | -5 | -16 | -29 | -37 | 速动比率 | 1.42 | 1.52 | 2.35 | 2.46 | 2.42 | | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -1 | -4 | -93 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 344 | 412 | 488 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.53 | 0.51 | 0.52 | 0.55 | | | |
| 投资活动现金流 | -793 | -592 | 65 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 237 | 172 | 185 | 199 | 68 | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 13.68 | 14.65 | 16.14 | 17.41 | 18.04 | | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 22 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 1.06 | 1.31 | 1.70 | 2.17 | 2.72 | | | |
| 筹资活动现金流 | 520 | -307 | 133 | -753 | -944 | 每股净现金流(最新) | 0.44 | -0.43 | 3.32 | 0.98 | 1.63 | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 6.11 | 7.07 | 8.97 | 9.83 | 10.92 | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 60 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 32.28 | 26.12 | 20.11 | 15.76 | 12.56 | | | |
| 资本公积增加 | 831 | 0 | 730 | 0 | 0 | P/B | 5.60 | 4.84 | 3.82 | 3.48 | 3.13 | | | |
| 现金净增加额 | 263 | -259 | 1994 | 588 | 979 | EV/EBITDA | 16.55 | 13.43 | 11.65 | 9.12 | 7.00 | | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5 年食品饮料行业研究经验。

范垄基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015 年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017 年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。