



2018-04-27

公司点评报告

增持/维持

口子窖(603589)

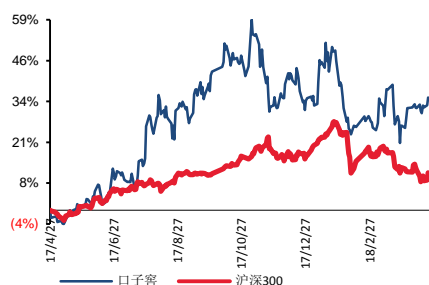
目标价: 58

昨收盘: 46.03

日常消费 食品、饮料与烟草

省外市场增速加快，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)	27,618/13,511
12 个月最高/最低(元)	54.34/33.14

相关研究报告:

口子窖(603589)《三季报点评: 预收款屡创新高, 高盛减持临近最后时点》--2017/10/29

口子窖(603589)《口子窖中报点评: Q2 业绩超预期, 省外恢复正增长》--2017/08/24

口子窖(603589)《口子窖 2016 年报&一季报点评: 省内快增省外调整, 盈利能力持续增强》--2017/04/28

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

证券分析师: 管嘉琪

电话: 18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

事件: 4月26日, 公司发布2017年年报和2018年一季报。2017年, 公司实现营收36.03亿, 同比增27.29%, 归母净利润11.14亿, 同比增42.15%, 扣非后归母净利润10.76亿, 同比增40.97%, EPS为1.86元/股, 同比增41.98%。单四季度, 公司实现营收8.87亿, 同比增79.20%, 归母净利润2.13亿, 同比增199.23%。2018年一季度, 公司实现营收12.5亿, 同比增21.02%, 归母净利润4.49亿, 同比增37.20%。

高档白酒维持高增长, 2017年四季度业绩超预期 2017年, 公司营收同比增长27.29%, 其中单四季度增长79.20%, 单季度增长十分抢眼。我们认为, 一方面是因为2017年前三季度公司控制了经销商的打款和发货速度, 这和我们当时渠道调研反馈经销商库存较低的情况相吻合, 预计四季度开始公司放宽了经销商打款和发货节奏; 另一方面, 这也与公司去年底和年初两次提价有关系, 经销商打款积极性较高。2018年一季度, 公司营收同比增长21.02%, 继续维持较快增长。

分产品来看, 2017年, 高档白酒、中档白酒和低档白酒分别实现营收33.37亿、1.24亿和8829万, 同比分别增长30.79%、-5.81%、-10.48%。可以看到, 高档白酒无论在体量还是增速上都是推动公司业绩增长的源泉, 主要是因为口子窖5年、6年、10年等产品增长较快。2018年一季度, 公司高档白酒、中档白酒和低档白酒分别实现营收11.75亿、4075.6万和2280万, 同比分别增长23.94%、21.83%和-33.20%, 高档白酒仍是业绩增长最快的产品, 另外中档白酒也停止了下滑趋势, 实现较快增长。

2018年一季度省外市场增速加快 2017年, 公司安徽省内和省外分别实现营收30.31亿和5.18亿, 同比增长30.94%和11.03%。省内无论从占比还是收入上都是大头, 省外增速较慢主要是因为公司对省外经销商进行了调整。2018年一季度, 公司在省内和省外分别实现营收10.22亿和2.16亿, 同比分别增加19.62%和34.29%。可以看到, 省内仍维持稳健增长, 同时省外增速明显加快, 说明公司省外调整已经基本结束, 全年有望维持较快增长。

毛利率提升叠加费用率降低, 公司利润弹性加大 2017年, 公司净利润同比增长42.15% (其中单四季度增长199%), 净利率提升3.23

执业资格证书编码: S1190117060044

pcts（单四季度提升 9.61 pct）；2018 年一季度，公司净利润同比增长 37.2%，净利率继续提升 4.24 pct。我们认为，公司净利率持续提升的原因一方面是由于中高档产品占比提升拉动毛利率持续上涨（2017 年毛利率上涨 0.5 pct，2018 年一季度上涨 2 pct），另一方面公司销售费用率也在持续降低（2017 年降低 3.9 pct，2018 年一季度降低 1.21 pct）。长期来看，随着公司中高档产品继续维持较快增长，公司毛利率仍有望继续提升。但是销售费用率方面，随着公司费用率水平已经较低，同时省外市场开拓对费用的需求加大，预计未来继续降低空间有限。

盈利预测与评级 公司是安徽省内白酒龙头企业之一，品牌知名度较高，且是民营企业，机制灵活。且随着高盛减持结束后，制约公司股价的一大因素消除。从基本面来看，公司产品中高档酒占比超过 90%，口子窖 6 年和 10 年定位 100-200 元，是近两年安徽省内消费升级最受益的价格带，有望支撑公司业绩快速增长；一季度报表显示公司省外市场呈现加速迹象，未来有望成为拉动公司业绩增长的又一引擎。我们预测 2018-2020 年 EPS 分别为 2.33、2.81、3.38，对应 PE 为 19.2/15.8/13.2。给予目标价 58 元，维持“增持”评级。

风险提示：消费升级趋势不及预期，省外市场拓展不及预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3603	4323	5101	6020
同比增长	27.3%	20.0%	18.0%	18.0%
净利润(百万元)	1114	1392	1684	2021
同比增长	42.2%	25.0%	21.0%	20.0%
摊薄每股收益(元)	1.86	2.33	2.81	3.38
PE	23.9	19.2	15.8	13.2

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



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。