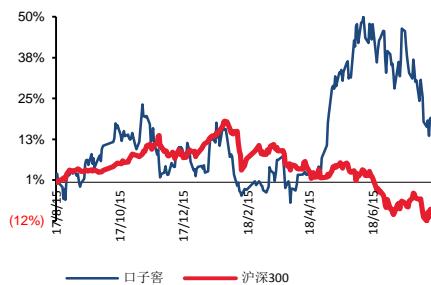




日常消费 食品、饮料与烟草

二季度业绩加速，省外发力初显成效

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	600/600
总市值/流通(百万元)	30,600/30,600
12 个月最高/最低(元)	66.00/41.30

相关研究报告:

口子窖(603589)《省外市场增速加快，盈利能力持续增强》
--2018/04/27

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

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

证券分析师助理：管嘉琪

电话：18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

事件：8月15日，公司发布2018年上半年报。2018年上半年，公司实现营收21.59亿，同比增长23.67%，归母净利润7.33亿，同比增长39.45%，扣非后归母净利润7.15亿，同比增长40.01%，EPS 1.22元/股，同比增长38.64%。

其中，单二季度，公司实现营收9.09亿，同比增长27.51%，归母净利润2.85亿，同比增长43.15%。

二季度业绩环比加速，预收款维持高位

上半年，公司实现营收21.59亿，同比增长23.67%，维持较快增长趋势。从预收款来看，二季度末公司账面预收款为5.47亿，环比增长21.07%，同比增长30%，说明经销商对公司信心较强。分季度来看，一季度和二季度分别实现营收12.50亿和9.09亿，同比增长21.02%和27.51%，在预收款提升的前提下，二季度增速仍能实现加速，说明公司基本面扎实以及需求较旺。

产品结构升级明显，公司毛利率持续提升

上半年，公司高档、中档和低档白酒分别实现营收20.43亿、0.52亿和0.38亿，同比分别变动+27.38%、-12.14%和-21.89%，其中高档白酒在整体营收中占比提升到95.77%。在高档白酒中，受益于省内消费升级，口子窖5年向6年升级，6年向10年升级的趋势也十分明显。从毛利率来看，上半年公司毛利率为74.39%，同比提升2.49 pcts。

省外增长快于省内，经销商质量明显提升

上半年，公司省内和省外营收分别为17.63亿和3.70亿，同比分别增长22.91%和33.39%。省外增速快于省内，说明公司去年对省外市场的调整初显成效。另外，截止报告期末，公司省内和省外经销商数量分别为330个和241个，较去年底分别减少4个和7个，公司在减少经销商数量的前提下省内和省外营收增速反而加快，说明公司经销商质量有明显提升。

品牌力和规模效益持续凸显，公司费用率稳步降低

上半年，公司销售费用率为9.18%，同比降低1.27 pcts，主要是因为公司费用结构改变导致。为了进一步提升品牌形象以适应消费升级趋势，上半年公司广告宣传费同比增长26.77%，同时促销费相应减少了40.28%。从另一方面而言，销售费用率降低，也体现出公司品牌拉力对营收贡献的作用在提升，这一作用有望在未来得到延续。管理费用方面，上半年公司管理费用率为4.05%，同比减少0.94 pcts，主要是受当期职工薪

执业资格证书编码：S1190117060044

酬同比减少影响。

高管减持比例较低，无须过于担忧 15日晚，公司发布高管减持公告，刘安省、孙朋东、张国强、赵杰、仲继华5个高管拟在未来6个月内合计减持不超过0.99%的公司股份。我们认为，上述高管减持的原因是自身资金需求，且合计减持股份占比不及1%，对二级市场影响有限，影响公司股票内在价值的因素仍然是公司的业绩情况，投资者无须过于担忧。

盈利预测与评级 公司作为安徽省内100-300价位的白酒龙头之一，近两年受益于省内消费升级，产品结构持续提升，收入和利润均维持较快增长。虽然近期棚改政策力度减弱导致部分投资者担心白酒需求会降低，但是我们认为，在我国积极的财政政策背景下，未来政府投资增速有望提升，白酒需求仍然有保障；而且公司管理团队能力出众，也有能力实现公司业绩稳定的增长。省外方面，公司去年对省外市场进行调整，全年利润增长11.03%，今年上半年利润增长33.39%，已初步取得成效，未来值得期待。

我们预测公司2018/19/20年EPS分别为2.46/2.95/3.48元，对应PE分别为20.5/17.1/14.5，给予19年34倍估值，给予2018年25倍估值，目标价61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	4359	5144	6018
同比增长	27%	21%	18%	17%
净利润(百万元)	1114	1448	1764	2082
同比增长	42%	32%	20%	18%
摊薄每股收益(元)	1.86	2.46	2.95	3.48
PE	27.1	20.5	17.1	14.5

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	付禹璇	18515222902	fuyx@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
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	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	zhafli@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



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。