

## Q3增速放缓，省外扩张稳步推进

### 投资要点

- 业绩总结:**公司发布2018年三季度报告，前三季度实现收入32.1亿元(同比+18%)，归母净利润11.4亿元(同比+27%)；其中18Q3实现收入10.5亿元(同比+8%)，归母净利润4.1亿元(同比+9%)。18Q3业绩低于预期。
- 收入:**Q3收入增速放缓，高端白酒及省外市场维持双位数增长。公司18Q3实现收入10.5亿元(同比+8%)、现金回款11.1亿元(同比+11%)，截至三季度预收账款5.7亿元(同比+4.6%)，增速逐季放缓。分产品来看，前三季度高档、中档、低档白酒收入增速为21%、-15%、-22%，其中18Q3增速分别为10%、-21%、-22%。受益于消费升级，口子5年、6年、小窖池、10年等高档白酒维持双位数增长，中低端产品收入规模持续萎缩，产品结构持续改善。分区域来看，前三季度安徽省内、省外增速分别为17%和26%，其中18Q3增速分别为7%和13%，省外扩张稳步推进。未来在省内消费升级及省外市场稳步扩张的带动下，公司收入规模有望保持稳定增长。
- 盈利:**产品结构提升促进盈利能力持续改善。**1、毛利率:**18Q3公司毛利率为74%，同比提升2个百分点，主要得益于高端产品持续增长带来盈利能力提升。**2、销售费用率:**18Q3公司销售费用率为5.4%，同比提升3.2个百分点，前三季度销售费用率为8.0%，同比提升0.4个百分点，主要原因在于17Q3促销力度减弱导致销售费用基数较低，而18Q3公司针对省外市场加大市场投入力度。未来公司还将持续布局省外市场，随着收入规模的扩大，预计公司销售费用率稳中有降。**3、管理费用率:**18Q3公司管理费用率为4.1%，同比基本持平，前三季度管理费用率为4.1%，同比下降0.6个百分点，管理效率持续提升。18Q3公司实现净利率38.9%，同比提升约0.2个百分点左右，未来随着公司产品结构升级和经营效率持续改善，其盈利能力有望进一步提高。
- 省内消费升级+省外布局，成长空间持续扩大。**安徽省白酒行业静态市场容量约250亿元，主流消费价格带由前几年百元以下向100-200元及以上突破，以合肥为代表的部分城市逐渐向300元以上次高端价格带延伸。公司产品结构优势明显，100-150元价格带产品口子5年、6年合计占比约为60%，200元以上产品小窖池、口子10年及以上收入占比约为30%左右，产品布局显著受益于省内消费升级，未来随着消费者品牌意识提升，公司市占率有望持续提升。此外口子窖省外市场增长重启，公司积极拓展山东、河南、江苏、上海、浙江等地区，分享省外消费升级红利，打开成长空间。
- 盈利预测与评级。**预计公司2018-2020年收入和归母净利润复合增速为15%和21%，EPS分别为2.38元、2.83元、3.29元，对应PE分别为14X、12X、10X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示:**宏观经济下行、市场竞争加剧、省外市场拓展不及预期等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3602.65	4196.24	4836.27	5521.22
增长率	27.29%	16.48%	15.25%	14.16%
归属母公司净利润(百万元)	1113.66	1426.21	1696.45	1973.34
增长率	42.15%	28.06%	18.95%	16.32%
每股收益EPS(元)	1.86	2.38	2.83	3.29
净资产收益率ROE	21.90%	22.68%	22.03%	21.14%
PE	18	14	12	10
PB	4.04	3.27	2.67	2.20

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zjfei@swsc.com.cm

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.00
流通A股(亿股)	6.00
52周内股价区间(元)	34.22-66.0
总市值(亿元)	205.32
总资产(亿元)	75.88
每股净资产(元)	9.63

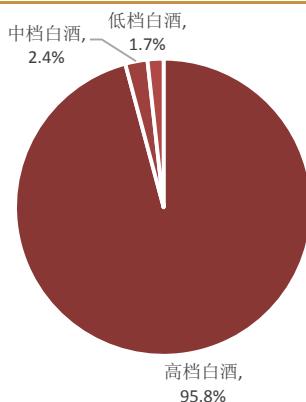
### 相关研究

## 公司概况：兼香型代表品牌，受益省内外市场双轮驱动

口子窖是安徽省第二大白酒企业，也是兼香型白酒代表品牌。公司位于皖北地区，与江苏、山东、河南等白酒消费大省相邻，区位优势明显，使其在周边市场具备一定品牌影响力。口子窖是少数民营白酒企业，高管合计持股接近 50%，激励充分，同时通过经销商持股调动积极性，体现公司灵活的管理体制。

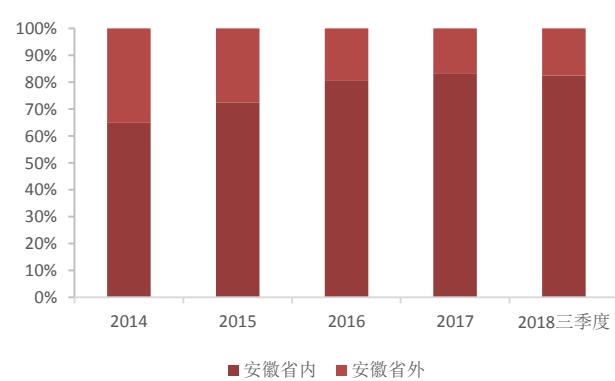
**公司主营业务结构：**高档白酒是公司收入和利润的主要来源，其中 100-150 元价格带产品占比约为 60%，200 元以上产品占比约为 30%左右，产品结构顺应省内及周边市场消费升级趋势。从销售区域来看，2017 年以来省外市场收入占比企稳回升，目前收入占比约为 17.6%，主要得益于过去几年公司针对省外市场的调整，例如经销商队伍优化等，省外市场逐步恢复双位数增长，预计未来收入占比有望持续提升。

图 1：公司 2018 三季度分产品收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2014 年以来分区域收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩状况：**2013 年至 2017 年公司收入和归母净利润复合增速分别为 10%和 29%，利润增速显著高于收入增速，主要得益于产品结构升级。公司高档产品由 2013 年 81%的收入占比提升至目前的 96%左右，相应的净利率由 2013 年的 16%提升至 36%左右，盈利能力不断改善。2018 前三季度公司实现收入 32.1 亿元(同比+18%)，归母净利润 11.4 亿元(同比+27%)，维持稳定增长。未来随着省内消费升级持续推进及公司在省外市场的逐步渗透，其收入规模和盈利能力有望进一步提升。

图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 盈利预测与评级

### 关键假设

- 1) 高档白酒：受益于省内消费升级和省外市场持续扩张，预计未来收入规模和盈利能力有望不断提升。预计 2018-2010 年公司高档白酒销量增速分别为 16%、15%、14%，均价增速分别为 2.5%、1.5%、1.0%，预计未来三年毛利率分别为 76.5%、77.5%、78.0%。
- 2) 中档和低档白酒：随着公司主动调整产品结构，中低档白酒收入规模将持续收缩。预计 2018-2010 年公司中档白酒销量增速分别为 -19%、-15%、-13%，均价增速分别为 3.0%、2.5%、2.0%，预计未来三年毛利率分别为 55%、55%、55%；低档白酒销量增速分别为 -23%、-20%、-17%，均价增速分别为 1.5%、1.3%、1.0%，预计未来三年毛利率分别为 17%、17%、17%。
- 3) 其他业务：销售规模较小，预计未来三年变化不大。

表 1：公司 2018-2020 年收入和毛利率预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	2584.0	2830.2	3602.6	4196.2	4836.3	5521.2
yoy	14.4%	9.5%	27.3%	16.5%	15.3%	14.2%
营业成本	779.5	780.0	976.5	1053.0	1146.2	1265.8
毛利率	69.8%	72.4%	72.9%	74.9%	76.3%	77.1%
<b>高档白酒</b>						
收入	2278.8	2551.2	3336.8	3967.4	4631.0	5332.1
yoy		12.0%	30.8%	18.9%	16.7%	15.1%
成本	590.7	631.8	830.5	932.3	1042.0	1173.1
毛利率	74.1%	75.2%	75.1%	76.5%	77.5%	78.0%
<b>中档白酒</b>						
收入	149.6	131.2	123.6	103.1	89.8	79.7
yoy		-12.3%	-5.8%	-16.6%	-12.9%	-11.3%
成本	81.9	62.6	56.9	46.4	40.0	35.1
毛利率	45.3%	52.3%	54.0%	55.0%	55.5%	56.0%
<b>低档白酒</b>						
收入	111.4	98.6	88.3	69.0	55.9	46.9
yoy		-11.5%	-10.5%	-21.8%	-19.0%	-16.2%
成本	92.0	70.9	73.1	57.3	46.4	38.9
毛利率	17.4%	28.1%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%
<b>其他业务</b>						
收入	44.1	49.2	54.0	56.7	59.5	62.5
yoy		11.4%	9.8%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	14.9	14.6	16.0	17.0	17.9	18.8
毛利率	66.3%	70.3%	70.4%	70.0%	70.0%	70.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2018-2020 年收入和归母净利润复合增速为 15% 和 21%，EPS 分别为 2.38 元、2.83 元、3.29 元，对应 PE 分别为 14X、12X、10X，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 2：可比公司估值情况**

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			总收入 (百万元)			净利润 (百万元)		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
603589.SH	口子窖	205	18	14	11	2985	4535	5481	1114	1523	1902
最高值		6898	38	20	16	52659	76657	90517	27079	35450	42679
中位值		402	23	16	13	7446	10947	13553	1853	2592	3295
平均值		1438	24	17	13	15318	22295	26777	6185	8206	10064
600519.SH	贵州茅台	6898	26	20	16	52659	76657	90517	27079	35450	42679
000858.SZ	五粮液	1897	20	15	12	26692	39106	47741	9674	13006	16294
002304.SZ	洋河股份	1302	20	16	13	18766	24425	28974	6627	8335	10126
000568.SZ	泸州老窖	521	20	15	12	9060	13052	15844	2558	3508	4464
000596.SZ	古井贡酒	283	25	17	13	5832	8703	10345	1149	1676	2125
600809.SH	山西汾酒	272	29	18	13	4800	8842	11262	944	1525	2039
600779.SH	水井坊	126	38	20	14	1748	3041	4054	336	621	880

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3602.65	4196.24	4836.27	5521.22	净利润	1113.66	1426.21	1696.45	1973.34
营业成本	976.50	1053.02	1146.22	1265.80	折旧与摊销	105.73	119.22	119.22	119.22
营业税金及附加	618.16	671.40	773.80	883.40	财务费用	-10.17	-6.18	-9.87	-14.71
销售费用	318.67	377.10	429.78	485.13	资产减值损失	2.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	185.23	197.19	222.43	248.41	经营营运资本变动	97.09	-495.19	-227.67	-275.68
财务费用	-10.17	-6.18	-9.87	-14.71	其他	259.64	-48.81	-74.50	-37.87
资产减值损失	2.88	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1568.83	995.25	1503.64	1764.30
投资收益	47.94	50.00	50.00	50.00	资本支出	-173.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-424.52	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-598.24	50.00	50.00	50.00
<b>营业利润</b>	<b>1560.74</b>	<b>1953.71</b>	<b>2323.91</b>	<b>2703.20</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.55	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1561.28</b>	<b>1953.71</b>	<b>2323.91</b>	<b>2703.20</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	447.62	527.50	627.45	729.86	支付股利	-270.00	-222.73	-285.24	-339.29
<b>净利润</b>	<b>1113.66</b>	<b>1426.21</b>	<b>1696.45</b>	<b>1973.34</b>	其他	0.00	6.18	9.87	14.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-270.00	-216.55	-275.37	-324.58
归属母公司股东净利润	1113.66	1426.21	1696.45	1973.34	<b>现金流量净额</b>	<b>700.59</b>	<b>828.70</b>	<b>1278.27</b>	<b>1489.72</b>
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>财务分析指标</b>	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1351.81	2180.51	3458.77	4948.49	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	733.03	860.79	989.86	1129.17	销售收入增长率	27.29%	16.48%	15.25%	14.16%
存货	1800.12	1942.88	2141.23	2352.84	营业利润增长率	47.82%	25.18%	18.95%	16.32%
其他流动资产	1702.39	1982.89	2285.33	2608.99	净利润增长率	42.15%	28.06%	18.95%	16.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	44.97%	24.78%	17.73%	15.39%
投资性房地产	58.16	58.16	58.16	58.16	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1469.70	1395.87	1322.04	1248.20	毛利率	72.90%	74.91%	76.30%	77.07%
无形资产和开发支出	424.17	378.89	333.61	288.32	三费率	13.70%	13.54%	13.28%	13.02%
其他非流动资产	136.98	136.87	136.77	136.66	净利率	30.91%	33.99%	35.08%	35.74%
<b>资产总计</b>	<b>7676.36</b>	<b>8936.85</b>	<b>10725.76</b>	<b>12770.84</b>	ROE	21.90%	22.68%	22.03%	21.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.51%	15.96%	15.82%	15.45%
应付和预收款项	2246.06	2281.09	2632.01	3008.69	ROIC	28.90%	34.54%	38.12%	42.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.97%	49.25%	50.31%	50.85%
其他负债	345.56	367.55	394.33	428.69	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2591.62</b>	<b>2648.64</b>	<b>3026.34</b>	<b>3437.37</b>	总资产周转率	0.54	0.51	0.49	0.47
股本	600.00	600.00	600.00	600.00	固定资产周转率	3.13	3.81	4.71	5.79
资本公积	976.88	976.88	976.88	976.88	应收账款周转率	245.37	257.35	226.16	235.22
留存收益	3507.85	4711.33	6122.54	7756.58	存货周转率	0.55	0.55	0.56	0.56
归属母公司股东权益	5084.73	6288.21	7699.42	9333.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.25%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5084.73</b>	<b>6288.21</b>	<b>7699.42</b>	<b>9333.47</b>	资产负债率	33.76%	29.64%	28.22%	26.92%
负债和股东权益合计	7676.36	8936.85	10725.76	12770.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	2.21	2.70	3.00	3.27
EBITDA	1656.29	2066.75	2433.26	2807.71	速动比率	1.50	1.94	2.27	2.58
PE	18.44	14.40	12.10	10.40	股利支付率	24.24%	15.62%	16.81%	17.19%
PB	4.04	3.27	2.67	2.20	<b>每股指标</b>				
PS	5.70	4.89	4.25	3.72	每股收益	1.86	2.38	2.83	3.29
EV/EBITDA	11.39	8.73	6.89	5.44	每股净资产	8.47	10.48	12.83	15.56
股息率	1.32%	1.08%	1.39%	1.65%	每股经营现金	2.61	1.66	2.51	2.94
					每股股利	0.45	0.37	0.48	0.57

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzhiy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn