



营收增速不及预期 盈利水平不断提升

2018.10.29

电话:	王亮 (分析师) 020-37392941	王永健 (研究助理) 020-37392937
邮箱:	wangle_a@gzgzhs.com.cn	wang.yongjian@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310514080002	A1310117080002

核心观点:

真藏 10 年及以上产品 (终端价>300 元) 受安徽省内白酒需求增速下滑的影响, 动销边际放缓, 导致 3 季度营收和业绩增速回落。但得益于公司良好的控费管理能力, 毛利率和净利率均有所提升, 盈利能力增强。公司在安徽地区具有较强的中高端品牌基础, 大商制的渠道模式成熟且传承较为稳定, 形成公司省内竞争壁垒。预计公司将持续受益于安徽省内白酒消费价格带向 300 元以上移动的升级过程。

点评:

- **省内需求增长放缓, 营收和业绩增速不及预期。**公司前三季度收入 32.07 亿, 同增 18.13%, 归母净利润 11.41 亿, 同增 26.68%; Q3 单季收入 10.48 亿, 同增 8.15%, 归母净利润 4.08 亿, 同增 8.77%。公司单季度营收增速较去年同期下滑 5.57 个百分点, 与安徽省内社会库存增加, 动销边际放缓有关, 且公司主力产品终端价在 300 元以上, 省内首当其冲。
- **安徽地区消费升级顺畅, 公司毛利率提升。**安徽地区中高端白酒消费主要应用于宴席等场景, 近年来省内宴席白酒价格带从 100 元以上向 200 及 300 元以上明显上移, 口子窖真藏 10 年及以上作为公司的主力产品, 销售占比超过 90%, 终端价格在 300 元以上, 充分受益于消费升级, 带动公司产品结构的优化, 3 季度公司毛利率同比继续增长 2.31pct。
- **优秀的管理能力推动公司盈利水平持续提升。**公司作为酒企中为数不多的民营企业, 重视成本控制和费用投放的效率。成本端, 公司今年以来以自动化一次性投入的方式替代多条业务线的人力成本, 费用端, 在品牌打造过程中重视一头一尾两个效率较高的场景, 提升费用使用效率。前 3 季度公司期间费用率下降 0.11pct, 其中销售费用率上涨 0.44pct, 管理费用率下降 0.73pct, 营收高增的背景下成本摊薄, 公司净利率上涨 2.4pct, 盈利水平提升。
- **成熟的大商渠道模式是公司省内竞争的壁垒。**公司采取大商合作模式, 将经销商的利益与公司深度绑定, 经过长期培育目前省内大商能够做到与公司的战略发展相契合, 部分经销商已经成为公司股东, 而根据最新的调研情况来看, 公司大商的传承目前较为稳定, 大商制最大的弊端之一有望较好得解决。成熟的大商体制使得公司对渠道的管理成本较低, 省内已形成良性竞争, 串货稀少, 终端价位的控制得当。公司的稽查分队全年走访渠道、商超和其他终端, 反馈良性。促销和渠道铺设交给有经验的大商, 还可以帮助公司节省费用支出。
- **公司将持续受益于毛利率抬升和费用率下降。**虽然目前终端需求增速放缓, 但安徽省内白酒消费升级的趋势未改, 口子 10 年以上预计能够继续推动毛利率的提升, 而民营体制下的费用控制优势在行业景气度下滑时将给公司盈利能力提供保障。首次覆盖预计 18-19 年公司 EPS 分别为 2.44 和 3.05, 对应 14 倍和 11 倍 PE。

- **风险提示: 省内需求下滑超预期**

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3602.65	4149.53	4835.05	5513.31
同比 (%)	27.29%	15.18%	16.52%	14.03%
归属母公司净利润	1113.66	1466.49	1830.22	2186.58
同比 (%)	42.15%	31.68%	24.80%	19.47%
毛利率 (%)	72.90%	74.39%	76.03%	77.02%
ROE (%)	23.88%	26.22%	26.68%	25.60%
每股收益 (元)	1.86	2.44	3.05	3.64
P/E	18.44	14.00	11.22	9.39
P/B	4.04	3.37	2.69	2.17
EV/EBITDA	0.91	10.89	7.57	5.93

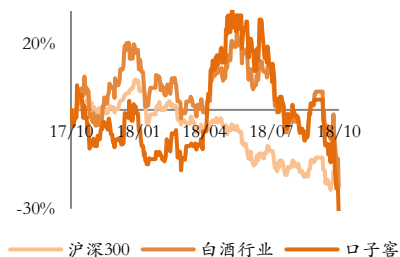
强烈推荐

(首次覆盖)

现价:	31.88
目标价:	43.03
股价空间:	35%

食品饮料行业

行业指数走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
口子窖	-33.6	-36.8	-26.7
白酒行业	-11.9	-22.5	-34.6
沪深 300	-10.5	-12.5	-18.1

基本资料

总市值 (亿元)	205.3
总股本 (亿股)	6.0
流通股比例	100.0
资产负债率 (%)	25.5
大股东	徐进
大股东持股比例 (%)	18.3



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

口子窖（603589）点评报告

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5587.34	4591.83	6106.17	7487.15	营业收入	3602.65	4149.53	4835.05	5513.31
现金	1351.81	1296.61	4068.31	5321.18	营业成本	976.50	1062.71	1159.12	1266.74
应收账款	12.03	14.97	28.00	30.00	营业税金及附加	618.16	685.61	809.04	926.49
其它应收款	2.10	2.51	2.40	2.34	营业费用	318.67	490.39	538.50	584.42
预付账款	6.76	8.00	6.00	10.00	管理费用	185.23	265.41	292.67	323.28
存货	1800.12	1656.85	156.00	166.00	财务费用	-10.17	-20.69	-42.24	-72.76
其他	2414.54	1612.90	1845.46	1957.63	资产减值损失	2.88	9.19	6.18	6.09
非流动资产	2089.01	2198.38	2289.66	2359.32	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	98.00	105.00	113.00	投资净收益	47.94	26.51	29.50	31.59
固定资产	1138.09	1184.97	1196.81	1183.16	营业利润	1560.74	1683.42	2101.27	2510.63
无形资产	424.17	472.96	526.42	581.99	营业外收入	3.20	4.10	4.02	3.91
其他	526.75	442.45	461.43	481.17	营业外支出	2.66	2.70	2.51	2.27
资产总计	7676.36	6790.22	8395.84	9846.48	利润总额	1561.28	1684.82	2102.78	2512.27
流动负债	2526.62	693.02	787.00	394.00	所得税	447.62	219.03	273.36	326.60
短期借款	0.00	5.00	10.00	10.00	净利润	1113.66	1465.79	1829.42	2185.68
应付账款	242.56	50.00	60.00	60.00	少数股东损益	0.00	-0.70	-0.80	-0.90
其他	2284.06	638.02	717.00	324.00	归属母公司净利润	1113.66	1466.49	1830.22	2186.58
非流动负债	65.00	-3.33	-11.11	-9.81	EBITDA	1646.73	1762.72	2169.07	2555.92
长期借款	0.00	-40.00	-60.00	-60.00	EPS（摊薄）	1.86	2.44	3.05	3.64
其他	65.00	36.67	48.89	50.19					
负债合计	2591.62	689.69	775.89	384.19	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	-0.70	-1.50	-2.40	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	600.00	600.00	600.00	600.00	成长能力				
资本公积	976.88	976.88	976.88	976.88	营业收入增长率	27.29%	15.18%	16.52%	14.03%
留存收益	3507.85	4524.35	6044.56	7887.81	营业利润增长率	47.82%	7.86%	24.82%	19.48%
归属母公司股东权益	5084.73	6101.23	7621.45	9464.69	归属于母公司净利润增长率	42.15%	31.68%	24.80%	19.47%
负债和股东权益	7676.36	6790.22	8395.84	9846.48	获利能力				
					毛利率	72.90%	74.39%	76.03%	77.02%
现金流量表					净利率	30.91%	35.32%	37.84%	39.64%
单位:百万元					ROE	23.88%	26.22%	26.68%	25.60%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	21.62%	23.87%	23.68%	22.54%
经营活动现金流	1568.83	579.54	3217.89	1676.06	偿债能力				
净利润	1113.66	1466.49	1830.22	2186.58	资产负债率	33.76%	10.16%	9.24%	3.90%
折旧摊销	105.73	98.60	108.53	116.41	净负债比率	0.00%	-5.07%	-6.44%	-13.01%
财务费用	-10.17	-20.69	-42.24	-72.76	流动比率	221.14%	662.58%	775.88%	1900.29%
投资损失	-47.94	-26.51	-29.50	-31.59	速动比率	149.89%	423.51%	756.06%	1858.16%
营运资金变动	446.93	-905.15	1339.53	-527.87	营运能力				
其它	-39.37	-33.20	11.35	5.29	总资产周转率	53.91%	57.37%	63.68%	60.45%
投资活动现金流	-598.24	-170.43	-163.42	-152.62	应收账款周转率	24536.77%	30740.81%	22503.63%	19011.42%
资本支出	-177.08	-80.65	-117.10	-102.91	应付账款周转率	444.29%	726.49%	2107.50%	2111.24%
长期投资	500.00	-59.23	-13.46	-16.62	每股指标（元）				
其他	-921.16	-30.55	-32.86	-33.10	每股收益(最新摊薄)	185.61%	244.42%	305.04%	364.43%
筹资活动现金流	-270.00	-464.31	-282.76	-270.57	每股经营现金流(最新摊薄)	261.47%	96.59%	536.31%	279.34%
短期借款	0.00	5.00	5.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	847.46%	1016.87%	1270.24%	1577.45%
长期借款	0.00	-40.00	-20.00	0.00	估值比率				
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	18.44	14.00	11.22	9.39
资本公积金增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.04	3.37	2.69	2.17
其他	-270.00	-429.31	-267.76	-270.57	EV/EBITDA	0.91	10.89	7.57	5.93
现金净增加额	700.59	-55.20	2771.70	1252.87					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。