



营收利润表现强劲，省内消费换挡打开增长空间

——口子窖 (603589) 2018 年和 2019Q1 财报点评

投资要点：

- **事件：**(1) 4月17日，公司发布2018年年报，2018年公司实现营业收入42.69亿元，同比增长18.50%；实现归母净利15.33亿元，同比增长37.62%。其中，Q4实现营收10.61亿元，同比增长19.61%，实现归母净利3.91亿元，同比增长84.00%。利润分配方案为每10股派发现金红利15.0元（含税），共计分配利润4.14亿元。(2) 4月17日，公司发布2019年一季报，2019Q1公司实现营业收入13.62亿元，同比增长8.97%；实现归母净利5.45亿元，同比增长21.4%。
- **营业收入增长强劲，高档酒占比继续提升。**公司2018年营业收入42.69亿元，同比增长18.50%；19年Q1营业收入13.62亿元，同比增长8.97%。18-19年分季度营收增速分别为21.02%/27.51%/8.15%/19.61%/8.97%，2019Q1收入增速放缓，我们认为主要是今年春节提前，收入集中在2018Q4确认，若合并18Q4和19Q1，公司营收增速为28.58%，增速表现强劲。营业收入的快速增长主要得益于消费结构升级和渠道拓展带来的量价齐升。价格方面，产品结构不断优化推升吨酒价提升。2018年公司高、中、低档白酒营收为40.60/0.92/0.70亿元，同比21.67%/-25.19%/-20.95%，占比为96.16%/2.19%/1.65%，公司高档白酒营收占比继续提升2pct。18年公司吨价同比增长17.23%，吨价快速提升与省内消费升级趋势下中高端产品需求增加有关。销量方面，由于安徽省内消费换挡，加之对周边市场的拓展，公司2018年销量为33429.63千升，同比增长1.49%。公司产品定位与安徽主流价格带相符，加上对省外市场的开拓，营收整体呈现较快增长。安徽省内2018年营收为35.60亿元，较去年同期增长17.45%，占比84.30%，省外营收6.62亿元，较去年同期增长27.87%，占比15.70%，省外营收增速超过省内。
- **成本费用控制强，盈利能力趋提升。**2018年公司实现归母净利15.33亿元，同比增长37.62%，2019年Q1实现归母净利5.45亿元，同比增长21.4%。2018年公司毛利率为74.37%，较上年提升1.47pct，净利率35.90%，较17年提升4.99pct。盈利能力提升主要由于两方面，一是在产品结构升级，高端产品持续增长的同时，对原材料的严格管控使口子窖得以降低成本，带来毛利率的提升。二是规模效应显著，期间费用率有所下降。得益于公司费用投放上更加精准高效，内部控制加强。公司2018年管理费率较17年下降0.81pct至4.33%，销售费率较17年下降0.97pct至7.88%。公司促销费用得到有效管理，营销效率提高，同时公司缩减业务招待费用，整体费用率下降。
- **省内消费换挡叠加渠道下沉，省外积极开拓，公司业绩增长具备较强确定性。**公司未来业绩增长主要来自两方面，一是由省内市场价格带推升。受益安徽省内主流消费价格带换挡，100-200元价位产品成主流，而公司成熟产品口子窖5年型和6年型瞄准此价格带，近两年通过控量提价，已形成良好品牌形象。18年口子窖5年及以上产品实现营收40.60亿元，同比21.67%。未来3-5年时间，安徽省主流价格带将挺进200元，而省内另一龙头古井并主推产品古8和古16价格均在400元以上，因此口子窖10年将成为此价格带领导产品，公司主流产品仍将有较大增长空间。二是省内市场深耕，省外市场积极拓展。经销模式上，口子窖采取核心经销商利益绑定，渠道管理外包，核心经销商与公司利益高度一致使激励更充分。省内渠道继续下沉，目前口子窖5年已下沉至乡镇级别，口子窖6年下沉至城区及县级。省外方面，公司与大商建立战略合作伙伴关系，积极拓展苏、沪、豫、浙、鲁等重点市场。随着产品结构的持续改善以及销量的增长，公司业绩具备较强的确定性。
- **盈利预测：**随着省内消费换挡，公司高档产品占比有望持续提升；另一方面，公司深耕省内渠道，省外渠道积极拓展，有望实现量价齐升。预计2019-2021年营业收入分别为50.71/60.63/72.29亿元，同比增长

2019年04月18日

推荐/首次

口子窖

财报点评

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：吴文德

010-66555574

wuwd@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	55.47-44.69
总市值(亿元)	332.82
流通市值(亿元)	332.82
总股本/流通A股(万股)	60000/60000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.7

52周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

18.79%/19.56%/19.24%，归母净利润为18.46/22.74/27.74亿元，同比增长24.44%/24.56%/24.47%，EPS分别为3.08/3.79/4.62元，给予公司“推荐”评级。

■ 风险提示：食品安全风险；省外扩张不达预期等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,602.65	4,268.96	5,071.05	6,062.98	7,229.48
增长率（%）	27.29%	18.50%	18.79%	19.56%	19.24%
归母净利润	1,113.66	1,532.66	1,845.52	2,273.58	2,774.29
增长率（%）	42.15%	37.62%	20.41%	23.19%	22.02%
净资产收益率（%）	21.90%	24.85%	24.44%	24.56%	24.47%
每股收益(元)	1.86	2.55	3.08	3.79	4.62
PE	11.27	14.83	17.12	13.89	11.39
PB	6.21	5.12	4.18	3.41	2.79

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
流动资产合计	5587	6411	7899	9533	11889	营业收入	3603	4269	5071	6063	7229				
货币资金	1352	1272	1716	2063	2954	营业成本	976	1094	1244	1418	1612				
应收账款	12	13	16	19	22	营业税金及附加	618	680	839	1003	1196				
其他应收款	2	4	5	6	7	营业费用	319	336	380	443	521				
预付款项	7	6	7	9	10	管理费用	185	179	208	243	289				
存货	1800	2016	2293	2587	2911	财务费用	-10	-8	-13	-18	-26				
其他流动资产	1702	2266	2871	3664	4571	资产减值损失	2.88	7.28	5.54	5.23	6.02				
非流动资产合	2089	2431	2770	3019	3184	公允价值变动收	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	47.94	83.65	51.35	60.98	65.32				
固定资产	1138.09	1325.60	1672.64	2377.40	2998.04	营业利润	1561	2060	2459	3031	3698				
无形资产	424	464	456	449	441	营业外收入	3.20	5.07	4.57	4.28	4.64				
其他非流动资	29	23	23	23	23	营业外支出	2.66	4.28	2.72	3.22	3.41				
资产总计	7676	8842	10669	12552	15073	利润总额	1561	2061	2461	3032	3699				
流动负债合计	2527	2602	3052	3230	3670	所得税	448	528	615	758	925				
短期借款	0	0	74	0	0	净利润	1114	1533	1846	2274	2774				
应付账款	243	193	260	271	323	少数股东损益	0	0	0	0	0				
预收款项	856	918	1244	1483	1859	归属母公司净利	1114	1533	1846	2274	2774				
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	2070	2617	2661	3261	3935				
非流动负债合	65	73	65	65	65	EPS (元)	4.67	3.55	3.08	3.79	4.62				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E					
负债合计	2592	2675	3117	3295	3735	成长能力									
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	27.29%	18.50%	18.79%	19.56%	19.24%				
实收资本(或股	600	600	600	600	600	营业利润增长	47.82%	31.98%	19.37%	23.25%	22.02%				
资本公积	977	977	977	977	977	归属于母公司净	20.41%	23.20%	20.41%	23.20%	22.01%				
未分配利润	3148	4231	5182	6354	7784	获利能力									
归属母公司股	5085	6167	7552	9257	11338	毛利率(%)	72.90%	74.37%	75.46%	76.61%	77.71%				
负债和所有者	7676	8842	10669	12552	15073	净利率(%)	30.91%	35.90%	36.39%	37.50%	38.37%				
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		ROE(%)	21.90%	24.85%	24.44%	24.56%	24.47%			
经营活动现金	1569	1120	1181	1414	1927	偿债能力									
净利润	1114	1533	1846	2274	2774	资产负债率(%)	34%	30%	29%	26%	25%				
折旧摊销	519.75	565.15	0.00	231.21	246.47	流动比率	2.21	2.46	2.59	2.95	3.24				
财务费用	-10	-8	-13	-18	-26	速动比率	1.50	1.69	1.84	2.15	2.45				
应收账款减少	0	0	-2	-3	-4	营运能力									
预收帐款增加	0	0	327	239	375	总资产周转率	0.54	0.52	0.52	0.52	0.52				
投资活动现金	-598	-749	-373	-321	-280	应收账款周转率	245	339	353	354	354				
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.39	19.62	22.39	22.80	24.33				
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)									
投资收益	48	84	51	61	65	每股收益(最新摊	1.86	2.55	3.08	3.79	4.62				
筹资活动现金	-270	-450	-374	-625	-667	每股净现金流(最	1.17	-0.13	0.72	0.78	1.63				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	8.47	10.28	12.59	15.43	18.90				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	11.27	14.83	17.12	13.89	11.39				
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.21	5.12	4.18	3.41	2.79				
现金净增加额	701	-79	435	468	980	EV/EBITDA	14.61	11.59	11.26	9.05	7.28				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品等研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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：

看涨：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。