

渠道做深，Q2 营收提速，结构稳步上移

——口子窖中报点评

半年报点评

陈文倩 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海 (联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌 (联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 业绩增长符合预期，维持“强烈推荐”评级

公司公布 2019 年中报，2019H1 营收 24.19 亿元/+12.04%；归母净利润 8.95 亿元/+22.02%；其中 2019Q2 营收 10.57 亿元/+16.3%；归母净利润 3.50 亿元/+23.0%。我们预计公司 2019~2021 年实现归母净利 18.38/21.61/25.22 亿元，同比增长 19.9%/17.6%/16.7%，对应 EPS 为 3.06/3.60/4.20 元。当前股价对应 2019~2020 年的 PE 为 20.6/17.5/15.0 倍。公司经营稳健，产品结构优秀，持续受益升级与集中趋势，伴随渠道下沉提速，有望挤占县乡市场百元价位段份额。维持“强烈推荐”评级。

● 省内渠道下沉提速，省外销售贡献显著提升

2019H1 省内经销商净增加 34 家至 384 家，销售收入 19.27 亿元/+9.28%，占比 80%，省内积极发挥厂家能动性，主导强化酒店渠道掌控力及重点企业公关，同时加速完善乡镇市场经销代理网络，渠道下沉提速，未来乡镇市场销售贡献有望提升；省外以大商为基础，主动筛选优化省外经销商 20 家，报告期内营收 4.70 亿元/+26.90%，占比 20%，省外销售贡献显著提升。

● 结构上移，新品有望受益升级主流价位红利

公司产品历来优秀，2019H1 高档白酒销售收入 22.82 亿元/+11.7%，占比 95%，中、低档白酒营收 1.14 亿元/+26.77%，占比约 5%。预计重点市场口子窖 10 年及以上价位产品仍保持 20%以上增速。省内 200 元价位稳步扩容，日趋成熟，新品初夏（定价 268 元/瓶）、仲秋（398 元/瓶）有望承接主流升级价位（200-300 元）红利，预计短期可增厚 Q3 业绩。

● 提价推升毛利率，费用保持稳定

2019H1 公司整体毛利率 75.94%，同升 1.55pct，主要系产品结构上移及 2018 提价贡献。费用率方面，2019H1 销售费用率和管理费用率分别为 9.47%和 4.4%，分别同降 0.29pct 和 0.36pct；毛利率提升叠加期间费用下降，2019H1 公司净利率 36.99%，同升 3.03pct。

● **风险提示：**省内竞争加剧、次高端价位受阻、省外扩张受阻、食品安全风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,603	4,269	4,952	5,725	6,572
增长率(%)	27.3	18.5	16.0	15.6	14.8
净利润(百万元)	1,114	1,533	1,838	2,161	2,522
增长率(%)	42.1	37.6	19.9	17.6	16.7
毛利率(%)	72.9	74.4	76.4	76.7	77.0
净利率(%)	30.9	35.9	37.1	37.7	38.4
ROE(%)	21.9	24.9	25.9	24.5	23.3
EPS(摊薄/元)	1.86	2.55	3.06	3.60	4.20
P/E(倍)	33.9	24.7	20.6	17.5	15.0
P/B(倍)	7.4	6.1	5.3	4.3	3.5

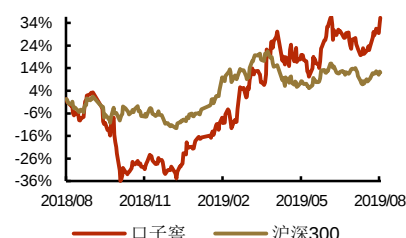
强烈推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2019.08.28

收盘价(元):	66.31
一年最低/最高(元):	30.8/67.8
总股本(亿股):	6.0
总市值(亿元):	397.86
流通股本(亿股):	6.0
流通市值(亿元):	397.86
近 3 月换手率:	39.07%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	10.22	8.64	24.62
绝对	9.14	13.58	36.67

相关报告

《年报业绩超预期，2019 持续受益省内主流价位升级迭代》2019-04-18

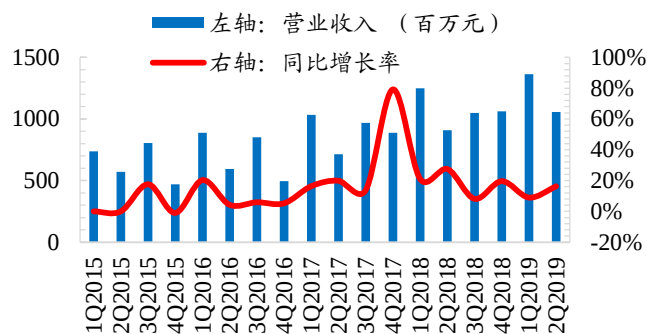
《深耕安徽，聚焦中高端消费者培育，期待省外突破》2018-06-24

表1: 2018-2019 年口子窖财务数据

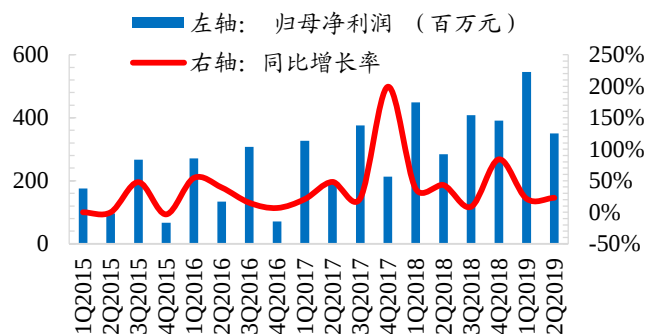
单位: 百万元

	单季数据		中报数据		原因分析
	2018Q2	2019Q2	2018H1	2019H1	
营业收入	909	1057	2159	2419	(1) 深耕省内县乡市场, 省外快速发展。 (2) 提价增厚毛利率。
%同比增长率	28%	16%	24%	12%	
营业成本	237	280	553	582	
%毛利率	74%	73%	74%	76%	
销售费用	87	106	198	229	(1) 费用平稳增长。
%营业收入	10%	10%	9%	9%	
管理费用	43	60	87	107	
%营业收入	5%	6%	4%	5%	
财务费用	-1	0	-3	-5	(1) 提价提高盈利能力。
%营业收入	0%	0%	0%	0%	
营业利润	402	482	998	1199	
%同比增长率	60%	20%	45%	20%	
利润总额	402	482	1000	1194	(1) 提价提高盈利能力。
%同比增长率	61%	20%	46%	19%	
所得税费用	118	132	266	299	
%实际税率	13%	12%	12%	12%	
净利润	285	350	733	895	(1) 提价提高盈利能力。
%同比增长率	43%	23%	22%	22%	
归母净利润	285	350	733	895	
%同比增长率	43%	23%	39%	22%	

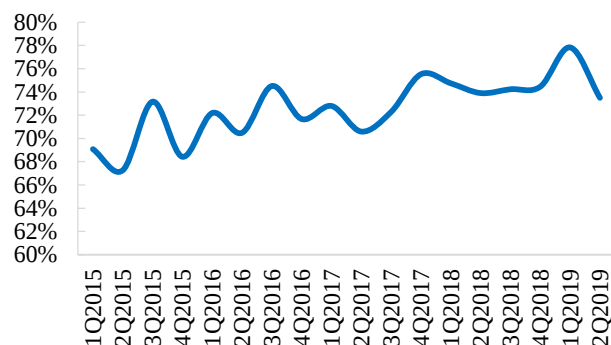
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图1: 2015Q1-2019Q2 单季营业收入及同比

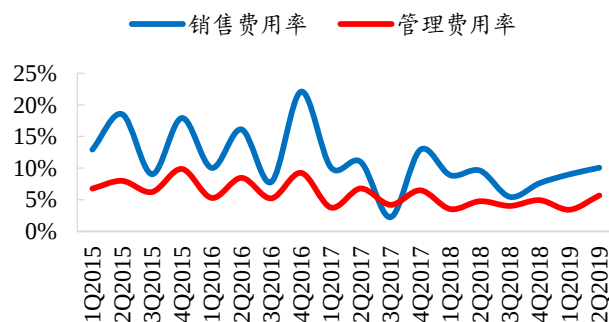
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2: 2015Q1-2019Q2 单季归母净利润及同比

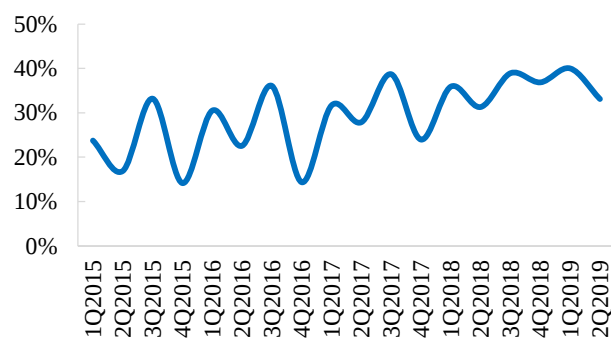
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3: 2015Q1-2019Q2 单季毛利率

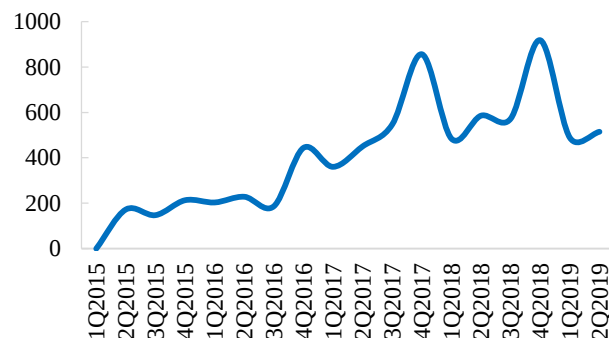
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4: 2015Q1-2019Q2 单季销售费用率和管理费用率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图5: 2015Q1-2019Q2 单季净利率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6: 2015Q1-2019Q2 公司预收账款（百万元）

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5587	6411	7005	8279	10095
现金	1352	1272	1238	1849	2328
应收票据及应收账款合计	724	847	976	1132	1288
其他应收款	2	4	3	5	4
预付账款	7	6	9	9	11
存货	1800	2016	2014	3019	3699
其他流动资产	1702	2266	2766	2266	2766
非流动资产	2089	2431	2679	2952	3229
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1175	1362	1623	1884	2139
无形资产	424	464	490	527	564
其他非流动资产	490	605	567	542	526
资产总计	7676	8842	9684	11231	13325
流动负债	2527	2602	2502	2345	2436
短期借款	0	0	452	0	0
应付票据及应付账款合计	641	616	0	0	0
其他流动负债	1886	1986	2050	2345	2436
非流动负债	65	73	77	77	77
长期借款	0	0	4	4	4
其他非流动负债	65	73	73	73	73
负债合计	2592	2675	2579	2423	2513
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	600	600	600	600	600
资本公积	977	977	977	977	977
留存收益	3508	4591	5655	6867	8222
归属母公司股东权益	5085	6167	7105	8809	10811
负债和股东权益	7676	8842	9684	11231	13325

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1569	1120	746	1894	1371
净利润	1114	1533	1838	2161	2522
折旧摊销	106	112	114	139	167
财务费用	-10	-8	13	11	-17
投资损失	-48	-84	-39	-48	-55
营运资金变动	447	-459	-1180	-369	-1247
其他经营现金流	-39	25	-0	-0	-0
投资活动现金流	-598	-749	-323	-364	-389
资本支出	177	273	248	273	277
长期投资	-500	-560	0	0	0
其他投资现金流	-921	-1036	-75	-91	-112
筹资活动现金流	-270	-450	-909	-467	-503
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	4	0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-270	-450	-912	-468	-503
现金净增加额	701	-79	-486	1063	479

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3603	4269	4952	5725	6572
营业成本	976	1094	1169	1334	1511
营业税金及附加	618	680	717	823	946
营业费用	319	336	297	343	394
管理费用	185	179	290	312	339
研发费用	0	5	2	2	3
财务费用	-10	-8	13	11	-17
资产减值损失	3	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	1	1	1	1
投资净收益	48	84	39	48	55
营业利润	1561	2060	2504	2949	3450
营业外收入	3	5	4	5	4
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	1561	2061	2506	2950	3451
所得税	448	528	668	789	929
净利润	1114	1533	1838	2161	2522
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1114	1533	1838	2161	2522
EBITDA	1626	2135	2595	3057	3556
EPS(元)	1.86	2.55	3.06	3.60	4.20

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	27.3	18.5	16.0	15.6	14.8
营业利润(%)	47.8	32.0	21.6	17.8	17.0
归属于母公司净利润(%)	42.1	37.6	19.9	17.6	16.7
获利能力					
毛利率(%)	72.9	74.4	76.4	76.7	77.0
净利率(%)	30.9	35.9	37.1	37.7	38.4
ROE(%)	21.9	24.9	25.9	24.5	23.3
ROIC(%)	29.2	30.8	28.9	30.8	29.2
偿债能力					
资产负债率(%)	33.8	30.3	26.6	21.6	18.9
净负债比率(%)	-25.3	-19.6	-10.1	-20.2	-20.9
流动比率	2.2	2.5	2.8	3.5	4.1
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.8	5.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.8	1.7	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.86	2.55	3.06	3.60	4.20
每股经营现金流(最新摊薄)	2.12	1.22	1.24	3.16	2.29
每股净资产(最新摊薄)	8.47	10.28	11.84	14.68	18.02
估值比率					
P/E	33.9	24.7	20.6	17.5	15.0
P/B	7.4	6.1	5.3	4.3	3.5
EV/EBITDA	22.4	17.1	14.3	11.8	10.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>