

## 省内市场渠道下沉，结构优化进行中

核心观点：

### 1. 事件

口子窖发布2019年报及2020一季报。2019全年公司实现营业收入46.72亿元，同比增长9.44%；实现归母净利润17.20亿元，同比增长12.24%，扣非归母净利润16.53亿元，同比增长12.50%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 2019省内市场结构优化，省外市场量价齐升

19Q4收入、扣非净利润增速14、12%。从单季度数据来看，2019Q1-Q4公司营业收入分别为13.62、10.57、10.47、12.06亿元，同比增速分别为8.97、16.25、-0.15、13.64%；归母净利润分别为5.45、3.50、4.01、4.25亿元，同比增速分别为21.43、22.96、-1.80、8.53%；扣非归母净利润分别为5.39、3.16、3.92、4.06亿元，同比增速分别为22.27、15.22、0.26、11.76%。2018第四季度净利润高增速的基础上，19Q4扣非净利润保持了两位数增长。

2019高档白酒销量基本平稳，低档白酒销量快速增长。2019年度公司白酒产、销量3.57、3.43万千升，同比增长5.41、2.63%。其中，高、中、低档白酒销量分别为2.79、0.23、0.41万千升，同比变动-1.07、10.83、30.32%；实现销售收入44.23、0.97、0.97亿元，同比增长8.94、5.47、39.19%。

公司产品仍以省内销售为主，2019省内市场增长主要来源于结构优化，省外市场量价齐升。2019年度公司实现安徽省内、外销量2.67、0.67万千升，分别同比增长0.85、9.62%；省内、外销售收入38.35、7.82亿元，分别同比增长7.74、18.13%。

公司销售模式以经销为主。2019年度公司批发代理、直销（含团购）分别实现收入45.70、4.72亿元，同比增长9.28、18.92%。直销收入主要为京东商城的“口子窖官方旗舰店”、天猫的“口子窖酒类旗舰店”及原酒封藏口子窖销售收入。

受疫情影响，2020一季度公司实现营业收入7.77亿元，同比下降42.92%；实现归母净利润2.43亿元，同比下降55.36%，扣非归母净利润2.39亿元，同比下降55.67%。

口子窖 (603589.SH)

谨慎推荐 给予评级

#### 分析师

周颖

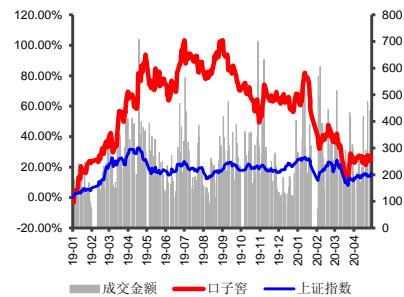
电话：010-86359281

邮箱：zhouying\_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

|              | 2020-04-30 |
|--------------|------------|
| A股收盘价(元)     | 41.21      |
| A股一年内最高价(元)  | 60.78      |
| A股一年内最低价(元)  | 34.80      |
| 上证指数         | 2,860.08   |
| 市盈率          | 17.43      |
| 总股本(百万股)     | 600.00     |
| 实际流通A股(百万股)  | 600.00     |
| 限售的流通A股(百万股) | 0.00       |
| 流通A股市值(亿元)   | 247.26     |

#### 相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

## (二) 19Q4 预收账款环比继续增加，同比有所下降

19Q4 公司预收账款余额为 8.00 亿元，环比 Q3 增加 2.21 亿元，同比下降 12.77%。公司 Q4 收到销售回款 11.56 亿元，经营性现金流量净额为 6.94 亿元，经营性现金流量净额/净利润的比例从 19Q3 的 101.41% 提升至 19Q4 的 163.47%，18 Q4 该比例为 184.41%。

## (三) 2019 全年利润水平变动不大，20Q1 销售费用率增加较多

2019 全年公司毛利率为 74.97%，同比微增 0.61PCT。2019 全年公司销售费率 8.47%，同比增加 0.60PCT；管理费率 4.69%，同比增加 0.49PCT，公司三项费用率 12.88%，同比增加 0.98PCT；净利率 36.82%，同比增加 0.92PCT。

其中，2019Q4 销售费用率 8.90%，同比增加 1.28PCT，管理费用率 5.29%，同比增加 0.36PCT；2019Q4 毛利率、净利率分别变化 2.54、-1.66PCT 至 77.00、35.20%。

2020Q1 销售费用率 16.53%，同比增加 7.52PCT，管理费用率 5.49%，同比增加 2.07PCT；2020Q1 毛利率、净利率分别为 77.50、31.28%，同比下降 0.33、8.72PCT。

## 3. 投资建议

综合来看，我们预计公司 2020-2022 年营业收入 47.39、53.12、59.37 亿元，归母净利润 17.71、20.26、22.74 亿元，对应 EPS 为 2.95、3.38、3.79 元（当前 PE 倍数为 14、12、11），给予“谨慎推荐”评级。

## 4. 风险提示

食品安全风险；下游需求疲软风险。

## 附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

| 主要财务指标       | 2017A    | 2018A    | 2019A    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|--------------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)   | 3,602.65 | 4,268.96 | 4,672.09 | 4738.90 | 5312.30 | 5937.03 |
| 营业收入增长率      | 27.29%   | 18.50%   | 9.44%    | 1.43%   | 12.10%  | 11.76%  |
| 归属净利润 (百万元)  | 1,113.66 | 1,532.66 | 1,720.21 | 1771.30 | 2026.19 | 2274.39 |
| 净利润增长率       | 42.15%   | 37.62%   | 12.24%   | 2.97%   | 14.39%  | 12.25%  |
| EPS (元) (摊薄) | 1.86     | 2.55     | 2.87     | 2.95    | 3.38    | 3.79    |
| P/E          | 22       | 16       | 15       | 14      | 12      | 11      |

资料来源：公司定期财务报告，中国银河证券研究院（PE 对应 2020 年 4 月 30 日收盘价）

图 1：公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动

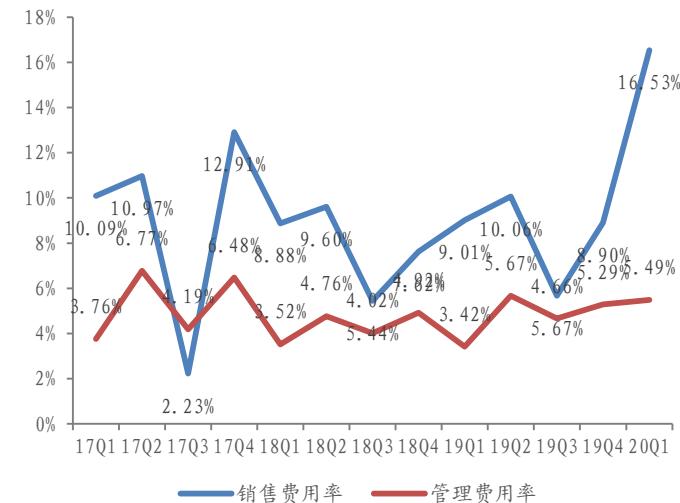
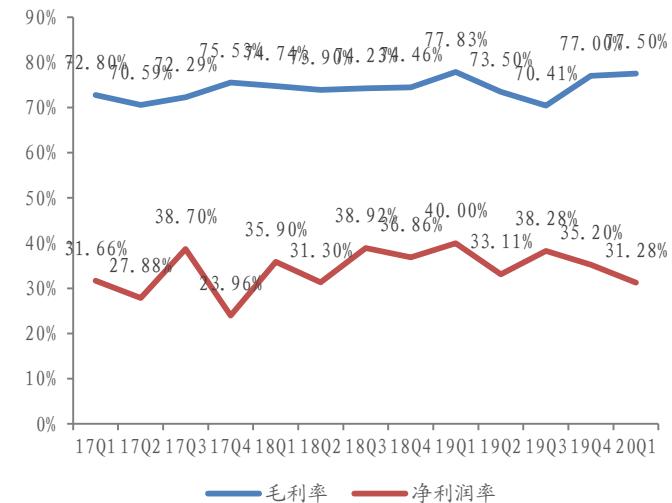


图 2：公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

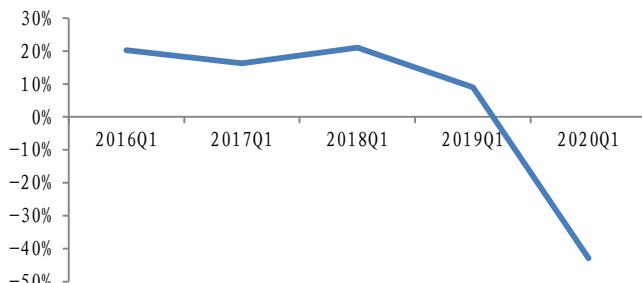
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 2: 关键财务指标 (一季报比较)

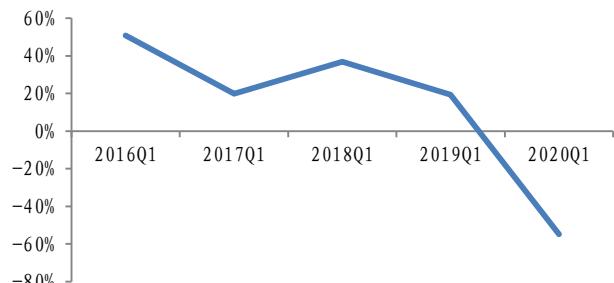
|                | 2015Q1 | 2016Q1 | 2017Q1 | 2018Q1 | 2019Q1  | 2020Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |         |        |
| 营业收入增速         | 20.29% | 16.33% | 21.02% | 8.97%  | -42.92% |        |
| 利润总额增速         | 50.74% | 19.88% | 36.85% | 19.29% | -54.92% |        |
| 归属净利润增速        | 54.45% | 20.80% | 37.20% | 21.43% | -55.36% |        |
| 归属扣除非净利润增速     | 53.16% | 19.71% | 37.63% | 22.27% | -55.67% |        |
| <b>盈利、营运能力</b> |        |        |        |        |         |        |
| ROE            | 7.58%  | 7.12%  | 7.42%  | 8.45%  | 8.46%   | 3.41%  |
| 总资产周转率         | 0.20   | 0.18   | 0.18   | 0.17   | 0.16    | 0.08   |
| 净利率            | 23.75% | 30.49% | 31.66% | 35.90% | 40.00%  | 31.28% |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

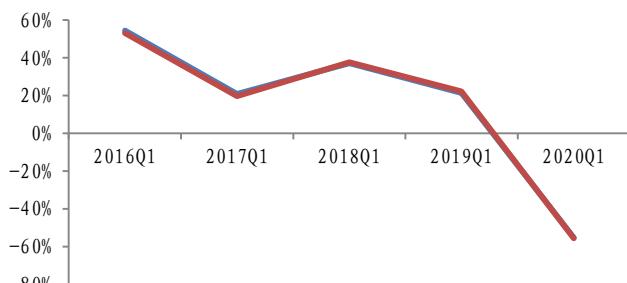
图 3：成长能力、盈利能力营运能力指标（一季报）



营业收入增速

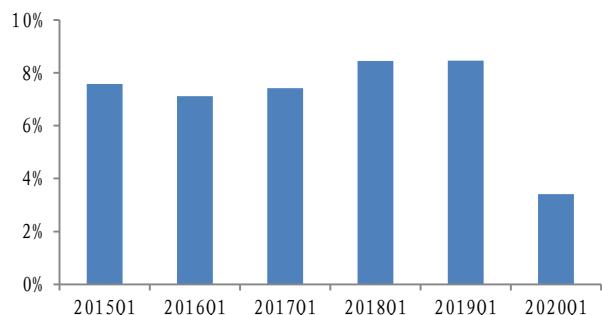


利润总额增速

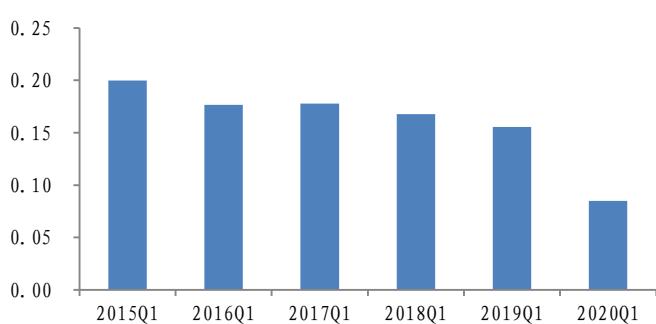


归属净利润增速

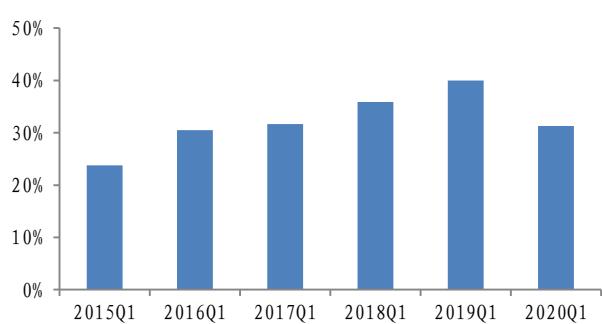
归属扣除非经常性损益后的净利润增速



ROE



总资产周转率



净利率

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

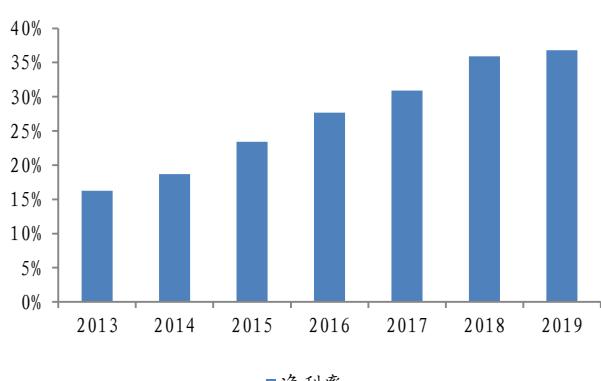
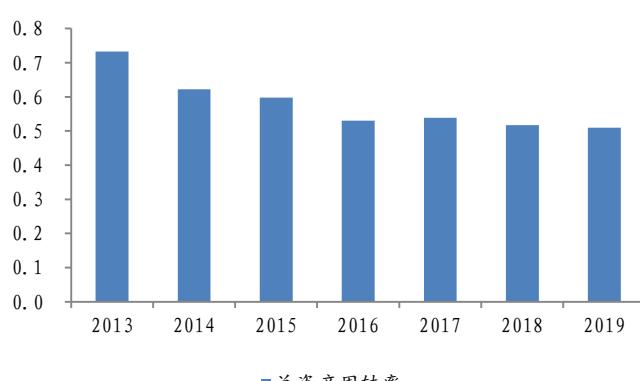
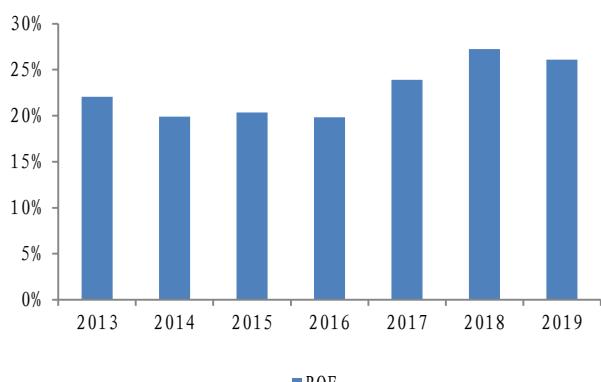
表 3: 关键财务指标 (年度比较)

|                   | 2013    | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>       |         |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入增速            | -2.37%  | -7.71% | 14.41% | 9.53%  | 27.29% | 18.50% | 9.44%  |
| 利润总额增速            | -10.69% | 1.84%  | 46.47% | 29.22% | 47.29% | 31.98% | 10.27% |
| 归属净利润增速           | -12.68% | 6.02%  | 43.41% | 29.41% | 42.15% | 37.62% | 12.24% |
| 归属扣除非经常性损益后的净利润增速 | -11.74% | 4.68%  | 44.75% | 26.26% | 40.97% | 36.49% | 12.50% |
| <b>盈利、营运能力</b>    |         |        |        |        |        |        |        |

|        |        |        |        |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ROE    | 22.05% | 19.90% | 20.36% | 19.81% | 23.88% | 27.24% | 26.11% |
| 总资产周转率 | 0.73   | 0.62   | 0.60   | 0.53   | 0.54   | 0.52   | 0.51   |
| 净利率    | 16.27% | 18.69% | 23.43% | 27.68% | 30.91% | 35.90% | 36.82% |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标(年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**周颖，食品饮料行业分析师。**本人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，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)