



2020-10-28

公司点评报告

买入/维持

口子窖(603589)

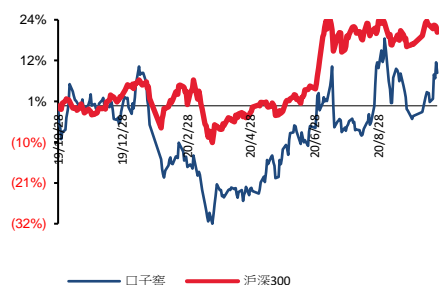
目标价: 71.4

昨收盘: 56.88

日常消费 食品、饮料与烟草

## 口子窖：走出低谷，加速向好

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	600/600
总市值/流通(百万元)	34,128/34,128
12 个月最高/最低(元)	61.81/36.40

### 相关研究报告：

口子窖(603589)《口子窖：产品渠道持续调整，未来有望恢复较高增长》——2019/10/28

口子窖(603589)《口子窖：收入重回较好增长，产品升级和降税提升盈利》——2019/08/28

口子窖(603589)《结构升级加速，净利润超预期》——2019/04/18

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

**事件：**公司发布 2020 年三季报，前三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润 26.87、8.64、8.42 亿元，分别同比下滑 22.47%、33.35%、32.49%，单三季度实现收入 11.17 亿元+6.75%、同比恢复正增长，Q3 归母净利润、扣非归母净利润实现 3.77、3.75 亿元，同比下滑 5.86%、4.3%，环比大幅改善。公司业绩走出低谷。

**高档酒恢复正增长、省内省外均止跌回正：**前三季度高档（口子窖 5 年及以上产品）、中档、低档白酒分别实现收入 25.65、0.41、0.49 亿元，分别下滑 21.55%、54.3%、27.81%，单三季度高档白酒+8.85%、恢复正增长，中档、低档分别下滑 24.87%、19.18%、下滑幅度改善，公司核心产品恢复增长并带动整体收入转正。区域来看省内/省外前三季度收入分别下滑 26.42%、6.59%，但单三省内/外市场各同增 2.86%、26.86%，均恢复增长。三季度末预收款 4.87 亿、环比增加 0.54 亿、同减 0.92 亿与今年疫情背景以及去年三季度末新品上市回款有关。应收票据 3.76 亿环比增加 1.35 亿同比略微下降。Q3 销售收现 9.62 亿同比下降 19.93%。

**广告大幅投入抵消毛利率上行、导致净利润下降：**整体高档表现更好、高档产品中口子窖 5/6 年以上的产品也表现更好、占比提升，带动 Q3 毛利率大幅提升 6.33%至 76.72%，公司持续提升基酒储备、税金比例同增 0.7 个点，销售费用由于去年 Q3 低基数以及今年公司入选品牌强国工程、广告投入加大、逐季摊销带来费用率大幅上升 6.9 个点至 12.53%。管理费用率略增 0.86 个点、财务费用率减少 0.24 个点。所得税率 23.6%同增 4.9 个点。综合下来净利率下降 4.5 个点。

### 盈利预测与评级：

公司去年以来推出新品补位省内 200 及 300 放量价格带产品，利用新品来拓展经销商的新团队以及新经销商。今年除了加大品牌投入外，还加大团购、宴席等市场投放政策，配合推出更高端周年纪念酒（500-800 元）走团购渠道，小池窖品质升级、更换包装、需求旺盛。疫情以来公司不压货、渠道保持轻库存运作，中秋随着消费恢复、可以观察到需求释放。我们预计按目前动销趋势，四季度将呈现更好的销售表现。公司产品品质已经形成消费者认知和口碑，近几年来公司意识到产品矩阵的不足和当前经销商体系的弊端并逐步进行改善，东

山项目一期年底结束、二期明年开建、基酒产能逐步到位，回购基本完毕静待股权激励落地。我们预计未来公司将恢复到双位数增长。预计 2020~2022 年 EPS 为 2.22、2.74、3.16 元/股，给予明年 26 倍估值，目标价 71.4 元，买入评级。

#### 风险提示

省内竞争加剧，公司中高端酒销售放缓

■ 主要财务指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4672.09	4018	4661	5267
同比增长	9.44%	-14.00%	16.0%	13%
净利润(百万元)	1720.21	1333	1646	1893
同比增长	12.24%	-22.50%	24%	15%
摊薄每股收益(元)	2.87	2.22	2.74	3.16
PE	21	27	22	19
资料来源: Wind, 太平洋证券				

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。