

逐季改善，调整恢复中

——口子窖 2020 年三季报点评

公司点评

● 业绩逐季改善，广告费用增加影响净利率

公司 2020Q1-Q3 营收 26.87 亿 (-22.47%)，归母净利润 8.64 亿 (-33.35%)；其中 2020Q3 营收同增 6.75%至 11.17 亿 (Q1: -42.92%，Q2: -25.07%)，归母净利润同减 5.86%至 3.77 亿 (Q1: -55.36%，Q2: -30.53%)，业绩符合预期。2020Q1-Q3 毛利率为 76.46% (+2.19pct)，其中 2020Q3 毛利率 76.74% (+6.33pct)，系产品结构优化 (预计口子 10、20 继续恢复) 等所致。2020Q1-Q3 净利率为 32.14% (-5.24pct)，其中 2020Q3 净利率为 30.70% (-4.52pct)，系销售费用率同增+6.84pct (广告费投入大幅增加) 所致。2020Q3 合同负债期末 4.87 亿，环比增加 0.54 亿，同比下降 0.92 亿，系公司主动去库存、未向经销商催促打款等所致。2020Q1-Q3 经营性现金流净额为-1.46 亿 (-124.18%)，其中 2020Q3 为 2.42 亿 (-40.4%)，系 Q3 回款同比下滑 20%至 9.62 亿。

● 高档酒恢复较快，省外恢复快于省内

产品上，2020Q1-Q3 高档酒营收 25.65 亿 (-21.55%)，其中 Q3 营收为 10.75 亿 (+8.92%)，预计口子 20 年等两位数以上增长；2020Q1-Q3 中档酒营收 0.41 亿 (-54.30%)，其中 Q3 营收为 0.16 亿 (-27.27%)，中档酒恢复尚需时日；2020Q1-Q3 低档酒营收 0.49 亿 (-27.81%)，其中 Q3 营收为 0.17 亿 (-15%)；区域上，2020Q1-Q3 省内营收 20.27 亿 (-26.42%)、省外营收 6.28 亿 (-6.59%)，其中 Q3 省内营收 8.51 亿 (+2.90%)、省外营收 2.57 亿 (+27.23%)，省外恢复快于省内，前三季度省内外比重为 76:24。当前公司省内推行“一地一策”战略，费用前置投入，全面参与市场竞争，如皖南聚焦团购，皖北聚焦酒店宴席渠道；针对新品运营，要求老经销商单独成立公司、单独团队、单独考核，空白区域可新招商。

● 中长期逻辑未变，股权激励已回购超 1.4 亿

公司中长期逻辑未变，仍旧受益于安徽省内消费升级，产品结构仍将持续优化。目前股权激励已回购超 1.4 亿，未来有望团结中高层管理，进一步提升公司竞争力。结合三季报情况，我们调整 2020-2022 年 EPS 分别为 2.21/2.48/2.87 元 (前值分别为 2.89/3.17/3.56 元)，当前股价对应 PE 分别为 27/24/21 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：需求持续受损，竞争加剧致费用大幅扩张，渠道改革受阻

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,269	4,672	3,944	4,354	5,011
增长率(%)	18.5	9.4	-15.6	10.4	15.1
净利润(百万元)	1,533	1,720	1,328	1,485	1,722
增长率(%)	37.6	12.2	-22.8	11.9	15.9
毛利率(%)	74.4	75.0	74.8	75.7	76.6
净利率(%)	35.9	36.8	33.7	34.1	34.4
ROE(%)	24.9	24.5	17.8	17.9	18.5
EPS(摊薄/元)	2.55	2.87	2.21	2.48	2.87
P/E(倍)	23.1	20.6	26.7	23.9	20.6
P/B(倍)	5.7	5.1	4.8	4.3	3.8

强烈推荐 (维持评级)

王言海 (分析师)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280520080003

孙山山 (分析师)

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号: S0280520030002

市场数据 时间 2020.10.28

收盘价(元): 59.1

一年最低/最高(元): 34.8/63.9

总股本(亿股): 6.0

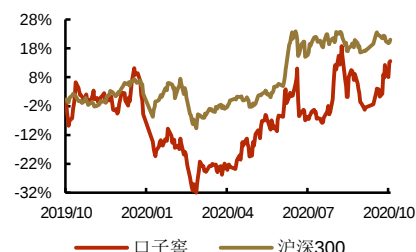
总市值(亿元): 354.6

流通股本(亿股): 6.0

流通市值(亿元): 354.6

近 3 月换手率: 77.61%

股价一年走势



相关报告

《业绩符合预期，2020H2 逐季改善》
2020-08-31

《二季度边际改善明显，全年仍有望完成目标》2020-06-01

《最坏时刻已经过去，轻装上阵再出发》
2020-04-27

《渠道做深，Q2 营收提速，结构稳步上移》2019-08-28

《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

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6411	6888	7470	8705	9382
现金	1272	1533	3352	3054	4580
应收票据及应收账款合计	847	647	650	794	854
其他应收款	4	2	4	2	5
预付账款	6	34	0	22	5
存货	2016	2333	1256	2572	1683
其他流动资产	2266	2339	2208	2261	2257
非流动资产	2431	2613	2184	2281	2463
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1362	1625	1323	1414	1570
无形资产	464	445	471	497	518
其他非流动资产	605	544	389	370	375
资产总计	8842	9501	9654	10986	11844
流动负债	2602	2365	2118	2590	2444
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	616	677	430	749	555
其他流动负债	1986	1687	1687	1841	1889
非流动负债	73	125	97	102	104
长期借款	0	0	-1	-1	-1
其他非流动负债	73	125	98	103	105
负债合计	2675	2490	2214	2692	2548
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	4591	5435	6145	6896	7726
归属母公司股东权益	6167	7012	7439	8295	9296
负债和股东权益	8842	9501	9654	10986	11844

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1120	1297	1144	612	2513
净利润	1533	1720	1328	1485	1722
折旧摊销	112	135	120	128	145
财务费用	-8	-13	-44	-66	-78
投资损失	-84	-60	-53	-61	-65
营运资金变动	-459	-537	-178	-866	801
其他经营现金流	25	52	-28	-7	-13
投资活动现金流	-749	-95	1537	-347	-345
资本支出	273	137	-396	92	179
长期投资	-560	-50	0	0	0
其他投资现金流	-1036	-8	1141	-256	-167
筹资活动现金流	-450	-900	-863	-563	-642
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	-1	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	-450	-900	-862	-563	-642
现金净增加额	-79	302	1819	-298	1526

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4269	4672	3944	4354	5011
营业成本	1094	1169	993	1056	1170
营业税金及附加	680	710	596	653	747
营业费用	336	396	473	566	677
管理费用	179	219	205	231	271
研发费用	5	5	2	3	5
财务费用	-8	-13	-44	-66	-78
资产减值损失	7	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	35	9	11	14
其他收益	1	1	1	1	1
投资净收益	84	60	53	61	65
营业利润	2060	2278	1781	1984	2300
营业外收入	5	2	4	4	4
营业外支出	4	8	4	5	5
利润总额	2061	2272	1781	1983	2298
所得税	528	552	454	498	577
净利润	1533	1720	1328	1485	1722
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1533	1720	1328	1485	1722
EBITDA	2135	2362	1828	2015	2329
EPS(元)	2.55	2.87	2.21	2.48	2.87

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	9.4	-15.6	10.4	15.1
营业利润(%)	32.0	10.6	-21.8	11.4	15.9
归属于母公司净利润(%)	37.6	12.2	-22.8	11.9	15.9
获利能力					
毛利率(%)	74.4	75.0	74.8	75.7	76.6
净利率(%)	35.9	36.8	33.7	34.1	34.4
ROE(%)	24.9	24.5	17.8	17.9	18.5
ROIC(%)	30.8	54.1	44.0	36.7	50.6
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	26.2	22.9	24.5	21.5
净负债比率(%)	-19.6	-20.8	-44.1	-36.0	-48.5
流动比率	2.5	2.9	3.5	3.4	3.8
速动比率	0.8	1.9	2.4	2.0	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.4	6.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.7	1.8	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.55	2.87	2.21	2.48	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	6.11	1.91	1.02	4.19
每股净资产(最新摊薄)	10.28	11.69	12.40	13.82	15.49
估值比率					
P/E	23.1	20.6	26.7	23.9	20.6
P/B	5.7	5.1	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	16.0	13.4	17.0	15.4	12.7

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王言海，现任职于新时代证券，首席分析师，从事于食品饮料方向研究，从业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2年证券从业经验，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

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/>