

口子窖 (603589.SH)

一季度恢复低于预期，期待营销改革落地

2021年04月29日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

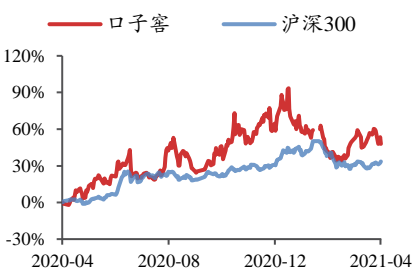
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790120040011

日期	2021/4/29
当前股价(元)	59.85
一年最高最低(元)	79.44/40.22
总市值(亿元)	359.10
流通市值(亿元)	359.10
总股本(亿股)	6.00
流通股本(亿股)	6.00
近3个月换手率(%)	72.91

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-市场投入加大，三季度收入改善明显》-2020.10.29

《公司信息更新报告-最差时点已过，看好后续改善》-2020.8.29

《公司信息更新报告-积极应对疫情冲击，销售边际改善明显》-2020.6.7

● 公司消费基本盘稳固，改革持续推进，维持“增持”评级

公司 2020 年实现收入 40.1 亿元，同比-14.1%，归母净利润 12.8 亿元，同比-25.8%。2021Q1 实现收入 11.7 亿元，同比+50.9%，归母净利润 4.2 亿元，同比+72.7%。收入、业绩低于预期。考虑到公司营销改革可能延缓利润释放节奏，下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年公司归母净利润分别为 15.6（-2.6）亿元、18.5（-1.9）亿元、21.6 亿元，EPS 分别为 2.60（-0.60）元、3.09（-0.54）元、3.60 元，分别增长 22.4%、18.6%、16.6%，当前股价对应 PE 为 23.0、19.4、16.6 倍，公司是省内市占率第二的品牌，品牌高度仍存、消费者基本盘稳固，仍具有相当的竞争实力，维持“增持”评级。

● 一季度同比改善明显，但仍未恢复至 2019 年同期水平

公司实现高档白酒收入 11.1 亿元，同比+51.3%，中档白酒 0.21 亿元，同比+45.6%，低档白酒 0.23 亿元，同比增长 46.7%，分区域看省内恢复速度更快，省内一季度实现营收 9.2 亿元，同比+56.84%，省外实现营收 2.4 亿元，同比+32.6%。由于一季度公司处于营销改革的关键时期，内部正梳理团队、理顺机制，春节并未向市场压货，渠道处于自然动销状态，因而营收未达 2019 年同期水平。

● 2021Q1 净利率提升明显，随着后续公司费用投放加大，净利率可能有波动

公司 2021Q1 毛利率同比降 0.9pct，有运费调整至成本端的影响（运费占收入比重约 0.6%），也与原料成本上升有关；销售费用率同比降 4.4pct，除运费科目调整外，应是 2020 年同期收入大幅下滑，部分费用刚性下费率较高所致。管理费用率同比下降 1.21pct 至 4.3%，营业税金比率同比下降 0.3pct 至 14.6%。综合看，净利率提升 4.5pct 至 35.8%。预计后续公司市场投入加大，净利率可能有波动。

● 改革措施逐步落地，期待后续效果

公司目前实施内部变革，对内部组织架构，人员配备做较大调整，加大公司对市场的掌控力，近期公司费用政策上缩减口子 5 年和 6 年费用，向初夏及以上高端产品倾斜，并在合肥成立运营中心试点，改革措施逐步落地，期待后续效果。

● **风险提示：**宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,672	4,011	4,825	5,325	5,927
YOY(%)	9.4	-14.1	20.3	10.4	11.3
归母净利润(百万元)	1,720	1,276	1,562	1,853	2,161
YOY(%)	12.2	-25.8	22.4	18.6	16.6
毛利率(%)	75.0	75.2	75.7	78.0	79.7
净利率(%)	36.8	31.8	32.4	34.8	36.5
ROE(%)	24.5	17.6	19.3	20.3	20.5
EPS(摊薄/元)	2.87	2.13	2.60	3.09	3.60
P/E(倍)	20.9	28.1	23.0	19.4	16.6
P/B(倍)	5.1	5.0	4.4	3.9	3.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6888	6623	9174	9074	10645
现金	1533	1504	3435	3790	4538
应收票据及应收账款	647	704	921	873	1125
其他应收款	2	3	2	3	3
预付账款	34	28	47	35	56
存货	2333	2879	3264	2868	3418
其他流动资产	2339	1505	1505	1505	1505
非流动资产	2613	3183	3461	3550	3661
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1625	1812	2154	2324	2496
无形资产	445	435	452	462	462
其他非流动资产	544	936	855	764	702
资产总计	9501	9806	12635	12624	14306
流动负债	2365	2427	4414	3359	3645
短期借款	0	0	847	937	0
应付票据及应付账款	677	728	929	725	970
其他流动负债	1687	1699	2639	1698	2675
非流动负债	125	141	141	141	141
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	125	141	141	141	141
负债合计	2490	2568	4555	3500	3786
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	5435	5811	6561	7397	8394
归属母公司股东权益	7012	7239	8080	9123	10520
负债和股东权益	9501	9806	12635	12624	14306

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1297	499	2151	1257	2635
净利润	1720	1276	1562	1853	2161
折旧摊销	135	154	150	178	202
财务费用	-13	-16	-15	-17	-55
投资损失	-60	-53	-53	-53	-53
营运资金变动	-537	-877	519	-689	399
其他经营现金流	52	15	-13	-16	-20
投资活动现金流	-95	519	-362	-198	-240
资本支出	137	385	278	88	111
长期投资	-50	815	0	0	0
其他投资现金流	-8	1719	-84	-109	-129
筹资活动现金流	-900	-1049	-705	-793	-710
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	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	-900	-1049	-705	-793	-710
现金净增加额	302	-31	1083	266	1684

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4672	4011	4825	5325	5927
营业成本	1169	996	1174	1172	1201
营业税金及附加	710	616	772	799	889
营业费用	396	546	627	692	771
管理费用	219	233	241	266	296
研发费用	5	18	11	14	19
财务费用	-13	-16	-15	-17	-55
资产减值损失	-4	-1	0	0	0
其他收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	35	16	13	16	20
投资净收益	60	53	53	53	53
资产处置收益	-0	-2	0	0	0
营业利润	2278	1687	2081	2469	2881
营业外收入	2	3	4	5	4
营业外支出	8	20	3	3	3
利润总额	2272	1670	2083	2471	2882
所得税	552	394	521	618	720
净利润	1720	1276	1562	1853	2161
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1720	1276	1562	1853	2161
EBITDA	2362	1778	2184	2595	2987
EPS(元)	2.87	2.13	2.60	3.09	3.60

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.4	-14.1	20.3	10.4	11.3
营业利润(%)	10.6	-25.9	23.3	18.6	16.7
归属于母公司净利润(%)	12.2	-25.8	22.4	18.6	16.6
获利能力					
毛利率(%)	75.0	75.2	75.7	78.0	79.7
净利率(%)	36.8	31.8	32.4	34.8	36.5
ROE(%)	24.5	17.6	19.3	20.3	20.5
ROIC(%)	23.8	17.0	16.9	17.9	19.7
偿债能力					
资产负债率(%)	26.2	26.2	36.0	27.7	26.5
净负债比率(%)	-20.8	-19.7	-31.1	-30.4	-42.4
流动比率	2.9	2.7	2.1	2.7	2.9
速动比率	1.9	1.5	1.3	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	6.3	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.87	2.13	2.60	3.09	3.60
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	0.83	3.58	2.09	4.39
每股净资产(最新摊薄)	11.69	12.06	13.47	15.21	17.53
估值比率					
P/E	20.9	28.1	23.0	19.4	16.6
P/B	5.1	5.0	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	13.6	18.5	14.6	12.2	10.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn