

业绩逐季向好 正循环逐步建立

——口子窖

食品饮料/饮料制造

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 20 年报及 21Q1 季报, 2020 年实现营收 40.11 亿元、同比增长 -14.15%, 归母净利润 12.75 亿元、同比增长 -25.84%。21Q1 实现营收 11.73 亿元、同比增长 50.90%, 归母净利润 4.20 亿元、同比增长 72.73%。符合市场预期。

投资摘要:

业绩逐季加速、毛利率提升, 净利率略有未落但仍维持较高水平。20Q4 营收 13.24 亿元 (+9.77%)、归母净利润 4.12 亿元 (-2.93%), 增速环比提高 3.02、2.93pct。21Q1 较 19Q1 营收增速-13.86%、净利润-22.90%。20 年毛利率 75.09%, 剔除运输费影响后提高 0.62pct。净利率同比下降 5.02pct 至 31.8%, 主要受公司强化厂商主导加大市场投入影响, 运输费还原后可比销售费用率 14.07%、同比提高 5.60pct。20 年管理费用率同比 1.45pct 至 6.26。预收款 (合同负债+其他流动负债) 20 年末同比增加 0.32 亿元至 8.32 亿元, Q1 末 3.82 亿元同比减少 0.72 亿元、较 20 年底减少 4.50 亿元。预计源于 Q1 受春节疫情影响公司主动调整回款政策。

Q4 以来高档酒增长加快、中档酒恢复增长, 享市场扩容和自身改革红利。20 全年吨酒价格 14.28 万元/千升 (+6.1%), Q4 高/中/低档白酒营收分别同比 +10.37%/+28.33%/-16.34%, 口子 5 年以上高档酒营收环比加速 1.45pct, 中档酒由 Q3 -27.27%下滑同比转增, 预计 10 年以上产品全年增长 20%以上。低基数下 21Q1 高/中/低档白酒营收实现同比 51.28%/45.55%/46.88%增长, 春节销售受疫情管控政策影响下较 19 年同期增速-13.23%/-30.14%/-25.70%。**省外品牌基础好, 销售占比进一步提高, 省外高增带动整体增长。**省外营收增长 0.77%, 销售占比提高到 24.74%、较同期提高 7.8pct。Q4 省内外增速分别达到 6.17%/45.61%, 环比提高 3.27、18.38pct。20 年末经销商数量 682 个, 全年省内新增 38 家替换 18 家、省外新增 30 家替换 25 家, 主要源于空白市场新增招商及切分招商。省外加强长三角、京津冀、大湾区、核心省会城市的团购等渠道运作力度, 公司省外品牌基础好, 占据兼香赛道有望走出与省内竞争对手差异化的增长道路。

21Q1 春节返乡减少和限制聚餐影响公司核心产品和渠道, 抑制解除回补空间大。公司主力产品口子 5、6 年为城乡宴请聚餐主流价位, 且公司差异化优势渠道在于宴席酒店, 返乡和宴席消费有望在二季度得到回补。21 年有望持续增长走出调整期。

渠道改革和加大投入使公司快速匹配省内竞争需要, 搭配产品策略将推动公司经营出现正循环。公司大商制改革加大经销商考核和渠道切分, 将推进县城以下市场做深做细, 使公司快速匹配省内精耕细作的竞争打法。且偏重酒店渠道的差异化渠道结构和较大的投入力度仍具有鲜明优势。春节以后终端市场秩序、网点陈列、价格体系改善明显, 严控价格使渠道利润率提升。公司计划推出兼香 518 等新品补充价格带和做细渠道, 一地一策下增强团购和宴席酒店渠道优势。公司 21 年目标积极, 组织方面公司股份回购完成, 激励落地后治理进一步改善。

投资建议: 预计 21-23 年每股收益至 2.74/3.29/3.82 亿元, 当前股价对应 PE 为 22.63/18.86/16.26 倍, 考虑目前公司估值已反映 20 年的业绩调整, 21 年公司在同期低基数和自身增长下估值性价比突出, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情反复影响消费场景、渠道改革不及预期、产品培育不及预期

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,672.09	4,011.14	4,947.76	5,884.28	6,666.76
增长率 (%)	9.44%	-14.15%	23.35%	18.93%	13.30%
归母净利润 (百万元)	1,720.21	1,275.74	1,644.92	1,973.55	2,289.72
增长率 (%)	12.24%	-25.84%	28.94%	19.98%	16.02%
净资产收益率 (%)	24.53%	17.62%	19.91%	21.78%	22.63%

评级

买入 (维持)

2021 年 04 月 28 日

曹旭特

分析师

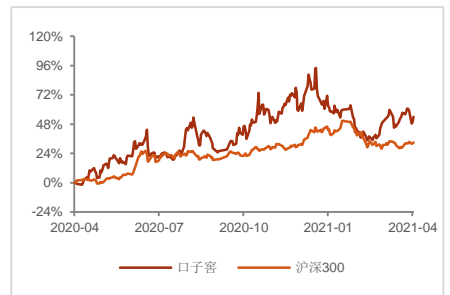
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.04.28

总市值/流通市值 (亿元)	372.3/372.3
总股本 (万股)	60,000.0
资产负债率 (%)	18.17
每股净资产 (元)	12.76
收盘价 (元)	62.05
一年内最低价/最高价 (元)	39.0/79.44

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

1、《口子窖公司深度研究: 兼香典范 改革焕新》2021-01-10

每股收益(元)	2.87	2.13	2.74	3.29	3.82
PE	21.62	29.13	22.63	18.86	16.26
PB	45.82	34.90	25.99	19.48	14.89

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4672	4011	4948	5884	6667	流动资产合计	6888	6623	8218	9201	10506				
营业成本	1169	996	1210	1417	1587	货币资金	1533	1504	3112	3565	4306				
营业税金及附加	710	616	688	861	951	应收账款	4	2	3	3	4				
营业费用	396	546	698	765	858	其他应收款	2	3	3	4	4				
管理费用	219	233	272	318	340	预付款项	34	28	35	41	45				
研发费用	5	18	17	18	15	存货	2333	2879	2785	3107	3566				
财务费用	-13	-16	-15	-16	-15	其他流动资产	4	4	4	5	6				
资产减值损失	-4	-1	0	0	0	非流动资产合计	2613	3183	3071	3106	3035				
公允价值变动收益	35	16	26	21	23	长期股权投资	0	0	0	0	0				
投资净收益	60	53	56	55	56	固定资产	1589	1776	1679	1668	1602				
营业利润	2278	1687	2162	2597	3011	无形资产	445	435	424	413	402				
营业外收入	2	3	5	4	4	商誉	0	0	0	0	0				
营业外支出	8	20	2	11	7	其他非流动资产	24	45	40	48	54				
利润总额	2272	1670	2164	2590	3009	资产总计	9501	9806	11289	12307	13541				
所得税	552	394	519	616	719	流动负债合计	2365	2427	2888	3106	3285				
净利润	1720	1276	1645	1974	2290	短期借款	0	0	0	0	0				
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	226	266	275	322	360				
归属母公司净利润	1720	1276	1645	1974	2290	预收款项	800	0	424	504	571				
EBITDA	2832	2247	2304	2754	3173	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0				
EPS (元)	2.87	2.13	2.74	3.29	3.82	非流动负债合计	125	141	141	141	141				
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0				
						应付债券	0	0	0	0	0				
成长能力						负债合计	2490	2568	3029	3247	3425				
营业收入增长	9.44%	-14.15%	23.35%	18.93%	13.30%	少数股东权益	0	0	0	0	0				
营业利润增长	10.59%	-25.94%	28.12%	20.15%	15.94%	实收资本(或股本)	600	600	600	600	600				
归属于母公司净利润增长	12.24%	-25.84%	28.94%	19.98%	16.02%	资本公积	977	977	1000	1000	1000				
获利能力						未分配利润	5075	5451	6301	7101	8156				
毛利率(%)	74.97%	75.17%	75.54%	75.91%	76.19%	归属母公司股东权益合计	7012	7239	8260	9060	10116				
净利率(%)	36.82%	31.80%	33.25%	33.54%	34.35%	负债和所有者权益	9501	9806	11289	12307	13541				
总资产净利润(%)	18.10%	13.01%	14.57%	16.04%	16.91%	现金流量表					单位:百万元				
ROE(%)	24.53%	17.62%	19.91%	21.78%	22.63%	经营活动现金流					1297	499	2180	1743	1987
偿债能力						净利率					1720	1276	1645	1974	2290
资产负债率(%)	26%	26%	27%	26%	25%	折旧摊销					135	154	158	172	177
流动比率						财务费用					-13	-16	-15	-16	-15
速动比率						应付帐款减少					9	2	-1	0	-1
营运能力						预收帐款增加					-117	-800	424	80	67
总资产周转率	0.51	0.42	0.47	0.50	0.52	投资活动现金流					-95	519	37	-132	-28
应收账款周转率	552	1498	2179	1998	2028	公允价值变动收益					35	16	26	21	23
应付账款周转率	22.35	16.31	18.29	19.73	19.55	长期股权投资减少					0	0	0	0	0
每股指标(元)						投资收益					60	53	56	55	56
每股收益(最新摊薄)	2.87	2.13	2.74	3.29	3.82	筹资活动现金流					-900	-1049	-608	-1158	-1219
每股净现金流(最新摊薄)	0.50	-0.05	2.68	0.75	1.23	应付债券增加					0	0	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	11.69	12.06	13.77	15.10	16.86	长期借款增加					0	0	0	0	0
估值比率						普通股增加					0	0	0	0	0
P/E	21.62	29.13	22.63	18.86	16.26	资本公积增加					0	0	23	0	0
P/B	5.31	5.14	4.51	4.11	3.68	现金净增加额					302	-31	1608	453	741
EV/EBITDA	12.61	15.90	14.81	12.22	10.38										

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上