

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

口子窖 (603589)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年06月30日

新品推出产能释放，公司改革持续向好

证券分析师：陈青青 0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001

证券分析师：熊鹏 021-60875164

xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

联系人：李依琳 010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

事项：

近期，我们跟踪公司渠道销售情况并做出更新反馈。

国信食品饮料观点：1) 公司加快“一企三园”建设，口子产业园一期制取车间全部顺利投产，产能逐步释放下将有更优质的基酒储备支撑未来中长期发展；2) 公司改革稳步推进，次高端新品顺利推出，渠道及终端认可度较高，渠道调整效果逐步显现。2021年是公司“十四五”开局之年，当前渠道调整逐步见效，产品结构进一步升级，同时新品推出效果良好，全年发展及业绩值得期待。预计公司21-23年归母净利润为16.41/20.30/24.45亿，对应EPS为2.74/3.38/4.08元，对应当前股价PE为24.7/20.0/16.6X，维持“买入”评级。

评论：

■ 公司产能逐步释放，为十四五发力做足准备

从2020年开始公司在全力克服疫情影响的同时，抢抓工期，白酒产能规模进一步完善，口子产业园一期制曲车间全部投产，5栋酿酒车间顺利投产，部分基酒库、包装车间及高架库主体工程完成。后续公司将继续加快“一企三园”建设，继续推进口子产业园一期、二期项目建设，力争未来5年内，形成国内先进的现代化白酒生产基地和产业集群，为“百亿口子”奠定坚实基础。随着产能逐步释放及工艺改善后产品品质进一步提升，公司将有更好的优质基酒储备支撑未来中长期发展，也有望研发更多优质高端产品，更好实现产品质量细分，抢占次高端市场。

■ 公司改革稳步推进，效果陆续开始显现

近两年公司在产品、渠道及内部机制等方面做出较大幅度的改革，当前效果开始逐步显现。渠道方面，从2019年下半年开始公司主动推行渠道改革，今年公司继续推进建立厂商共赢的利益共同体，充分激发经销商积极性和主动性，并严格执行“一地一策”和加强团购队伍建设；产品端，公司推出初夏、仲秋、兼香518等新品，布局更高价格带不断推动产品结构升级；内部管理机制方面，公司健全员工奖励激励机制，完善人才培养制度，健全绩效考核机制，奖优罚劣、激励先进、鞭策后进，建立能者上、平者让、庸者下的用人制度，营造敢干事、想干事、能干事的工作氛围，保持企业高效的执行力和凝聚力。

■ 新品顺利推出叠加渠道调整见效，2021年开局之年值得期待

根据酒业家报道，5月18日口子窖战略新品“口子兼香518”在淮北上市，新品推出后填补口子20年和口子30年之间的价格空档，提前战略布局500元价格带意义深远。同时新品区别于原有产品渠道系列，由新成立子公司负责销售、单独考核，主要走团购和直销渠道。根据渠道反馈，今年以来公司团购渠道招商及销售情况较好，新品推出后市场认可度较高，同时二季度次高端产品增速明显快于中档产品，产品结构升级明显。2021年是公司“十四五”开局之年，当前渠道调整逐步见效，产品结构进一步升级，同时新品推出效果良好，全年发展及业绩值得期待。后续公司将抢抓新一轮发展机遇，拿出“二次创业”的精气神，坚持稳健发展的总基调，苦练内功，深化改革，加快实现“百亿口子”战略目标。

■ 投资建议：公司改革调整见效，次高端产品高增拉动结构升级，维持“买入”评级

维持盈利预测，预计公司21-23年归母净利润为16.41/20.30/24.45亿，对应EPS为2.74/3.38/4.08元，对应当前股价PE为24.7/20.0/16.6X，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济风险，营销改革不及预期，省内竞争加剧。

表1：可比公司的估值对比（截止至2021年6月30日）

股票代码	简称	股价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
000596.SZ	古井贡酒	239.50	1,206	3.68	4.82	5.85	65.08	49.7	40.9	买入
002304.SZ	洋河股份	207.20	3,122	4.98	5.25	6.21	41.57	39.5	33.4	买入
603369.SH	今世缘	54.16	679	1.25	1.51	1.90	43.36	35.9	28.5	买入
	平均		1,669	3.30	3.86	4.66	50.00	41.70	34.27	
603589.SH	口子窖	67.69	406	2.13	2.74	3.38	31.80	24.72	20.05	买入

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1504	2347	2588	2962
应收款项	707	773	925	1090
存货净额	2879	2597	3018	3509
其他流动资产	32	39	46	54
流动资产合计	6623	7330	8232	9354
固定资产	2600	2791	3017	3207
无形资产及其他	435	418	400	383
投资性房地产	148	148	148	148
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	9806	10687	11797	13091
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	728	722	872	1050
其他流动负债	1699	2068	2397	2764
流动负债合计	2427	2790	3269	3815
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	141	175	208	236
长期负债合计	141	175	208	236
负债合计	2568	2965	3477	4051
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	7239	7722	8320	9040
负债和股东权益总计	9806	10687	11797	13091

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.13	2.74	3.38	4.08
每股红利	1.50	1.93	2.39	2.87
每股净资产	12.06	12.87	13.87	15.07
ROIC	24%	29%	36%	42%
ROE	18%	21%	24%	27%
毛利率	75%	76%	77%	77%
EBIT Margin	40%	42%	44%	45%
EBITDA Margin	44%	47%	49%	50%
收入增长	-14%	22%	20%	18%
净利润增长率	-26%	29%	24%	20%
资产负债率	26%	28%	29%	31%
息率	2.2%	2.9%	3.5%	4.2%
P/E	31.8	24.7	20.0	16.6
P/B	5.6	5.3	4.9	4.5
EV/EBITDA	24.3	18.9	15.4	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4011	4903	5871	6918
营业成本	996	1194	1378	1577
营业税金及附加	616	753	901	1062
销售费用	546	637	734	830
管理费用	233	245	282	318
财务费用	(16)	(10)	(10)	(10)
投资收益	53	65	59	59
资产减值及公允价值变动	17	16	24	19
其他收入	(19)	0	0	0
营业利润	1687	2165	2670	3218
营业外净收支	(18)	(7)	(7)	(7)
利润总额	1670	2158	2663	3211
所得税费用	394	517	633	766
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1276	1641	2030	2445

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1276	1641	2030	2445
资产减值准备	(3)	0	0	0
折旧摊销	154	230	281	313
公允价值变动损失	(17)	(16)	(24)	(19)
财务费用	(16)	(10)	(10)	(10)
营运资本变动	(539)	644	(68)	(91)
其它	3	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	874	2498	2218	2647
资本开支	(719)	(423)	(466)	(466)
其它投资现金流	834	(75)	(79)	(83)
投资活动现金流	115	(498)	(545)	(548)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(900)	(1158)	(1432)	(1725)
其它融资现金流	782	0	0	0
融资活动现金流	(1018)	(1158)	(1432)	(1725)
现金净变动	(29)	842	242	374
货币资金的期初余额	1533	1504	2347	2588
货币资金的期末余额	1504	2347	2588	2962
企业自由现金流	135	2027	1711	2139
权益自由现金流	916	2064	1758	2192

相关研究报告

- 《口子窖-603589-2020 年年报及 2021 年一季报点评：21Q1 业绩恢复高增，改革全面发力未来可期》 —— 2021-04-29
- 《口子窖-603589-2019 年三季报点评：全年目标不变，多因素致业绩波动》 —— 2019-10-29
- 《口子窖-603589-2019 年中报：二季度环比加速，结构持续优化》 —— 2019-08-28
- 《口子窖-603589-2018 年年报及 2019 年一季报：业绩符合预期，结构持续优化》 —— 2019-04-18
- 《口子窖-603589-2018 年半年报点评：营收净利增速保持稳定，公司省内经销商向全国进军》 —— 2018-08-16

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032