

口子窖 (603589.SH)

改革短期阵痛，静待环比改善

事件：公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 22.43 亿元，同增 42.9%，同比 2019 年下降 7.3%；归母净利润 6.87 亿元，同增 41.3%，同比 2019 年下降 23.2%。其中 Q2 实现营收 10.70 亿元，同增 35.1%，同比 2019Q2 增长 1.2%；归母净利润 2.67 亿元，同增 10.0%，同比 2019Q2 下降 23.6%，收入符合预期，业绩低于预期。

低基数下高增长，已恢复至 19 年水平。分产品来看，2021H1 公司高档酒/中档酒/低档酒分别实现收入 21.24 亿元/4480 万元/4284 万元，分别同增 42.8%/82.1%/34.6%，基本恢复至 2019 年水平，今年 2-5 月份公司主动控货挺价，放缓了发货节奏，渠道库存处于相对较低位置。同时，由于去年年底宣布兼香 518 产品将会在 5 月份上市，518 配额相对比较紧张，因此经销商对其他产品打款也留有余力。

加大费用投放，造成业绩短期阵痛。公司 Q2 毛利率 72.8%，同比下降 2.3pcts，销售费用率 17.1%，同比提升 1.5pcts，主要系公司加大费用投放，部分费用投放抵减收入，对毛利率有所拖累，其中上半年促销及业务费用为 1.08 亿元，去年同期仅为 1477 万元。综合来看，公司 2021H1 公司净利率 30.6%，同比下降 0.3pct，Q2 净利率 25.0%，同比下滑 5.7pcts。

改革稳扎稳打，下半年有望逐季改善。公司近两年来持续强化基础产能建设，随着东山二期的投产，有望实现产能 6 万吨，有效解决长期制约公司发展的基础问题。公司今年以来更加精细化管理经销商，强化经销商考核，大量新招团购经销商，全面推进有效网点建设，旨在多层次全方位激发经销商的积极性。此外，兼香 518 产品渠道反馈积极，预计随着下半年新品推广，公司业绩有望逐季改善。

盈利预测及投资建议：我们略调整公司 2021-2023 年净利润 14.94/17.178/21.51 亿元，同比+17.1%/19.0%/21.0%，对应 EPS 分别为 2.49/2.96/3.58 元，对应 2021-2023 年市盈率分别为 24/20/17 倍。看好公司中长期保持双位数稳健发展，维持“买入”评级。

风险提示：高端产品推广不及预期；渠道改革进度低于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,672	4,011	5,103	5,863	6,718
增长率 yoy (%)	9.4	-14.1	27.2	14.9	14.6
归母净利润 (百万元)	1,720	1,276	1,494	1,778	2,151
增长率 yoy (%)	12.2	-25.8	17.1	19.0	21.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.87	2.13	2.49	2.96	3.58
净资产收益率 (%)	24.5	17.6	17.1	16.9	17.6
P/E (倍)	21.1	28.4	24.2	20.4	16.8
P/B (倍)	5.2	5.0	4.1	3.4	3.0

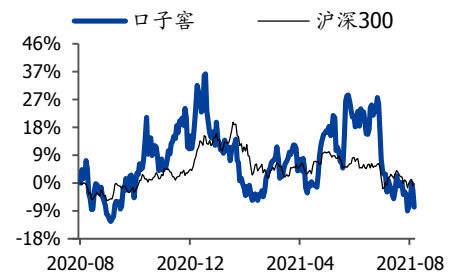
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	52.16
总市值(百万元)	31,296.00
总股本(百万股)	600.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	11.48

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号: S0680520080003

邮箱: yangchuanxin@gszq.com

相关研究

- 《口子窖 (603589.SH): 低谷将过, 轻舟待发》2021-04-30
- 《口子窖 (603589.SH): Q3 收入如期转正, 困境反转持续演绎》2020-10-29
- 《口子窖 (603589.SH): Q2 收入降幅收窄, 营销体系加速变革》2020-08-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6888	6623	10259	10401	12783
现金	1533	1504	3632	4174	4936
应收票据及应收账款	647	704	1015	961	1303
其他应收款	2	3	3	3	4
预付账款	34	28	51	39	65
存货	2333	2879	4053	3719	4971
其他流动资产	2339	1505	1505	1505	1505
非流动资产	2613	3183	3594	3799	4018
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1625	1812	2261	2526	2789
无形资产	445	435	452	462	462
其他非流动资产	544	936	882	811	766
资产总计	9501	9806	13853	14199	16801
流动负债	2365	2427	4979	3548	4448
短期借款	0	0	1005	687	0
应付票据及应付账款	677	728	1141	955	1389
其他流动负债	1687	1699	2833	1906	3059
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	5120	3689	4589
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	6857	8008	9526
归属母公司股东权益	7012	7239	8733	10511	12212
负债和股东权益	9501	9806	13853	14199	16801

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1297	499	1602	1150	2188
净利润	1720	1276	1494	1778	2151
折旧摊销	135	154	154	189	221
财务费用	-13	-16	-34	-52	-100
投资损失	-60	-53	-53	-53	-53
营运资金变动	-537	-877	40	-714	-32
其他经营现金流	52	15	2	2	2
投资活动现金流	-95	519	-513	-343	-388
资本支出	137	385	411	205	219
长期投资	-50	815	0	0	0
其他投资现金流	-8	1719	-102	-138	-169
筹资活动现金流	-900	-1049	34	52	-350
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	34	52	-350
现金净增加额	302	-31	1123	859	1450

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4672	4011	5103	5863	6718
营业成本	1169	996	1325	1485	1660
营业税金及附加	710	616	786	900	1032
营业费用	396	546	765	879	941
管理费用	219	233	255	293	336
研发费用	5	18	26	29	34
财务费用	-13	-16	-34	-52	-100
资产减值损失	-4	-1	1	1	-1
其他收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	35	16	0	0	0
投资净收益	60	53	53	53	53
资产处置收益	-0	-2	-2	-2	-2
营业利润	2278	1687	2033	2379	2869
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	8	20	16	15	15
利润总额	2272	1670	2019	2367	2856
所得税	552	394	525	589	705
净利润	1720	1276	1494	1778	2151
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1720	1276	1494	1778	2151
EBITDA	2362	1778	2126	2490	2961
EPS (元)	2.87	2.13	2.49	2.96	3.58

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.4	-14.1	27.2	14.9	14.6
营业利润(%)	10.6	-25.9	20.5	17.1	20.6
归属于母公司净利润(%)	12.2	-25.8	17.1	19.0	21.0
获利能力					
毛利率(%)	75.0	75.2	74.0	74.7	75.3
净利率(%)	36.8	31.8	29.3	30.3	32.0
ROE(%)	24.5	17.6	17.1	16.9	17.6
ROIC(%)	23.8	17.0	14.9	15.3	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	26.2	26.2	37.0	26.0	27.3
净负债比率(%)	-20.8	-19.7	-29.2	-32.4	-39.8
流动比率	2.9	2.7	2.1	2.9	2.9
速动比率	1.9	1.5	1.2	1.9	1.7
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	2.49	2.96	3.58
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	0.83	2.67	1.92	3.65
每股净资产(最新摊薄)	11.69	12.06	14.55	17.52	20.35
估值比率					
P/E	21.1	28.4	24.2	20.4	16.8
P/B	5.2	5.0	4.1	3.4	3.0
EV/EBITDA	13.7	18.7	15.1	12.6	10.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com