

口子窖 (603589.SH)

新品开始发力，改革初现成效

事件：公司发布 2021 年三季报。2021Q1-3 公司实现收入 36.29 亿元，同增 35.1%，归母净利润 11.50 亿元，同增 33.2%，扣非归母净利润 11.05 亿元，同增 31.3%，其中 Q3 实现收入 13.86 亿元，同增 24.0%，实现归母净利润 4.63 亿元，同增 22.7%，扣非归母净利润 4.51 亿元，同增 20.2%，业绩符合预期。

兼香 518 逐步发力，口子系列稳健增长。分产品来看，2021Q3 公司高档酒/中档酒/低档酒分别实现收入 13.21 亿元/3548 万元/1735 万元，分别同增 22.9%/117.0%/2.9%。具体来看，新品兼香 518 聚焦次高端价格带，享受徽酒消费升级红利，单独成立团购部门，推出后表现亮眼，经销商打款积极，报表端预计显著贡献收入增量，同时，我们预计口子 6 年及以上也保持稳健增长。

结构因素及费用抵减短期影响盈利能力。公司 Q3 毛利率 74.3%，同比下降 2.4pcts，主要系部分赠酒费用抵减收入及短期产品结构变化因素，随着兼香 518 等高毛利率次高端价格带产品的占比提升，预计后续毛利率有望稳步上行。Q3 销售费用率 12.3%，同比下降 0.2pcts，管理费用率 4.2%，同比下降 0.9pct，经营效率有所提升。综合来看，公司 2021Q1-3 公司净利率 31.7%，同比下降 0.4pct，Q3 净利率 33.4%，同比下降 0.4pct。

改革初现成效，逐季改善有望持续兑现。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。公司今年以来渠道端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。产品端也是推出兼香 518，聚焦以 518、20 年、10 年等次高端价格带产品，单独设立办事处，配合经销商进行推广，兼香 518 打款和动销反馈积极，有望持续带动公司业绩改善。

盈利预测及投资建议：我们上调公司 2021-2023 年归母净利润 16.51/21.91/27.60 亿元，同比+29.4/32.7/26.0%，对应 EPS 分别为 2.75/3.65/4.60 元，对应 2021-2023 年市盈率分别为 21/16/13 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：新品推广不及预期；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	5,270	6,908	8,496
增长率 yoy (%)	9.4	-14.1	31.4	31.1	23.0
归母净利润(百万元)	1,720	1,276	1,651	2,191	2,760
增长率 yoy (%)	12.2	-25.8	29.4	32.7	26.0
EPS 最新摊薄(元/股)	2.87	2.13	2.75	3.65	4.60
净资产收益率(%)	24.5	17.6	18.6	19.8	20.6
P/E(倍)	20.1	27.1	20.9	15.8	12.5
P/B(倍)	4.9	4.8	3.9	3.1	2.6

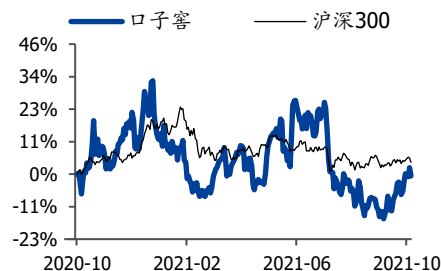
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
10月27日收盘价(元)	57.56
总市值(百万元)	34,536.00
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)	11.01

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)：改革短期阵痛，静待环比改善》2021-08-28
- 《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

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	10281	12555	15074
现金	1533	1504	3752	4917	6048
应收票据及应收账款	647	704	1072	1256	1607
其他应收款	2	3	3	4	4
预付账款	34	28	54	53	78
存货	2333	2879	3896	4820	5832
其他流动资产	2339	1505	1505	1505	1505
非流动资产	2613	3183	3674	4291	4839
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1625	1812	2325	2918	3454
无形资产	445	435	452	462	462
其他非流动资产	544	936	898	911	922
资产总计	9501	9806	13955	16847	19913
流动负债	2365	2427	4925	5625	6381
短期借款	0	0	1031	2196	1488
应付票据及应付账款	677	728	1099	1252	1621
其他流动负债	1687	1699	2795	2177	3272
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	5066	5766	6522
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	6966	8385	10334
归属母公司股东权益	7012	7239	8889	11081	13391
负债和股东权益	9501	9806	13955	16847	19913

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	1777	756	3011
净利润	1720	1276	1651	2191	2760
折旧摊销	135	154	156	205	259
财务费用	-13	-16	-35	-16	-32
投资损失	-60	-53	-53	-53	-53
营运资金变动	-537	-877	56	-1573	76
其他经营现金流	52	15	2	2	2
投资活动现金流	-95	519	-596	-771	-755
资本支出	137	385	491	617	547
长期投资	-50	815	0	0	0
其他投资现金流	-8	1719	-105	-154	-207
筹资活动现金流	-900	-1049	35	16	-418
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	35	16	-418
现金净增加额	302	-31	1216	1	1839

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4672	4011	5270	6908	8496
营业成本	1169	996	1295	1665	2035
营业税金及附加	710	616	811	1060	1305
营业费用	396	546	722	946	1104
管理费用	219	233	258	338	416
研发费用	5	18	26	35	42
财务费用	-13	-16	-35	-16	-32
资产减值损失	-4	-1	1	2	-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	2244	2929	3678
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	2231	2917	3665
所得税	552	394	580	726	905
净利润	1720	1276	1651	2191	2760
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1720	1276	1651	2191	2760
EBITDA	2362	1778	2339	3090	3871
EPS (元)	2.87	2.13	2.75	3.65	4.60

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	31.4	31.1	23.0
营业利润(%)	10.6	-25.9	33.0	30.5	25.6
归属于母公司净利润(%)	12.2	-25.8	29.4	32.7	26.0
获利能力					
毛利率(%)	75.0	75.2	75.4	75.9	76.0
净利率(%)	36.8	31.8	31.3	31.7	32.5
ROE(%)	24.5	17.6	18.6	19.8	20.6
ROIC(%)	23.8	17.0	16.2	16.2	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	26.2	26.2	36.3	34.2	32.8
净负债比率(%)	-20.8	-19.7	-29.7	-23.9	-33.5
流动比率	2.9	2.7	2.1	2.2	2.4
速动比率	1.9	1.5	1.3	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
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	2.75	3.65	4.60
每股经营现金流(最新摊薄)	2.16	0.83	2.96	1.26	5.02
每股净资产(最新摊薄)	11.69	12.06	14.82	18.47	22.32
估值比率					
P/E	20.1	27.1	20.9	15.8	12.5
P/B	4.9	4.8	3.9	3.1	2.6
EV/EBITDA	13.0	17.8	13.0	9.8	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 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