

口子窖 (603589)

报告日期: 2021年10月27日

# 新品上市贡献收入, 业绩符合预期

## ——口子窖 21Q3 业绩点评报告

✍ 马莉 执业证书编号: S1230520010003  
☎ 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001  
✉ [zhangxiaolian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaolian@stocke.com.cn);

### 事件

公司发布 2021 年三季报, 2021Q1-3 公司营业收入为 36.29 亿元, 同比增长 35.05%, 归母净利润为 11.05 亿元, 同比增长 33.20%; 2021Q3 收入为 13.86 亿元, 同比增长 24.02%; 归母净利润为 4.63 亿元, 同比增长 22.70%。

### 点评

#### □ 兼香 518 新品贡献收入, 2021Q3 公司业绩符合预期

2021Q1-3 公司营业收入同比增长 35.05%, 归母净利润同比增长 33.20%, 其中 21Q3 业绩整体表现优秀, 原因之一为 5 月上市的新品兼香 518 (500 元价位带) 打款于 21Q3 开始确认, 当前发货预计 20 万箱 (预计贡献超 4 个亿收入), 具体来看——

- 1) 分产品来看, 整体产品结构保持稳健。21Q3 高档酒、中档酒、低档酒分别同比增长 22.86%、117.02%、2.94%至 13.21、0.35、0.17 亿元, 收入占比分别同比变动-0.85、1.11、-0.26 个百分点至 96.15%、2.58%、1.26%, 高端酒收入占比下降或因口子 5/6 年等产品收入下滑, 由于 21 年上半年公司通过控货形式进行渠道改革, 因此 21Q3 部分经销商进行补货, 库存始终保持低位健康水平。
- 2) 分地区来看, 省内市场收入占比进一步提升。21Q3 安徽省内、安徽省外的收入分别为 11.23、2.50 亿元, 分别同比变动+31.98%、-2.68%, 其中省内收入占比进一步提升 (较去年同期提升 4.98 个百分点至 81.80%); 经销商方面, 21Q3 安徽省内净增长 14 个经销商至 464 个经销商, 省外净增长 18 个经销商至 283 个经销商。
- 3) 盈利能力略降, 费用管控能力加强。2021Q3 公司毛利率及净利率分别较去年同期下降 2.44、0.36 个百分点至 74.31%、33.40%, 盈利能力略降, 主因高档酒占比下降拖累吨价提升。费用率方面, 21Q3 期间费用率降低 0.63 个百分点至 16.85% (销售费用率下降 0.23 个百分点至 12.28%, 管理费用率下降 1.04 个百分点至 4.67%)。
- 4) 预收款环比提升。预收款方面, 2021Q3 末预收款 (合同负债+其他流动负债) 为 4.21 亿元, 环比下降 0.98 亿元; 现金流方面, 21Q3 末公司经营活动现金净流量为 2.70 亿元, 表现优于去年同期。

#### □ 营销改革正稳步推进, 21Q4 业绩有望保持稳健增长

今年以来公司在多方面正不断推进改革: 1) 渠道营销方面: 公司将聚焦更高价格产品, 新品兼香 518 有望成为公司下一大单品 (实际动销情况为重要观测点), 预计明年规模或超 8 亿元; 加强经销商管理考核力度, 建立厂商

### 评级

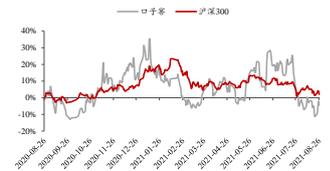
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 51.03

### 单季度业绩

### 元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2020	0.69
1Q/2021	0.70
2Q/2021	0.45
3Q/2021	0.77



### 公司简介

公司为安徽省头部酒企, 拥有口子窖、老口子、口子坊、口子美酒等系列品牌产品

### 相关报告

- 《口子窖 21H1 业绩点评报告: 短期波动不改趋势, 业绩有望加速》(20210827)
- 《口子窖业绩点评报告: 低点已过, 2021 年扬帆起航》(20210428)
- 《口子窖业绩点评报告: 20Q3 收入增速转正, 改革正稳步推进》(20201029)
- 《口子窖业绩点评报告: 二季度业绩增速环比改善, 改革稳步推进》(20200827)

共赢的利益共同体；2) 市场建设方面，公司将继续严格执行“一地一策”，重点构建团购渠道为主、传统渠道为辅的市场格局，精耕省内“基本面”，扩大省外“增长面”；3) 营销方面，营销为之前公司较为薄弱的部分，亦为公司改革的重点，今年公司将加大费用投放以加大推广力度；4) 产品方面，公司产品线清晰，口子 5/6/10/20、兼香 518 均为重点产品，实现全价格带布局，其中口子 5/6 年产品将继续下沉至乡镇市场以实现区域深耕；5) 体制机制方面，公司去年 3 月提出的通过回购实行激励计划目前稳步推进中。考虑到上半年公司为进行渠道改革进行了控量，且改革已得到有效推进，基于此，我们认为口子窖以 19 年为基数实现双位数增长目标达成概率高，2021 年业绩将迎来恢复性高增。

#### □ 近期盈利预测及估值

预计 2021~2023 年公司收入增速分别为 28.0%、14.2%、12.9%；净利润增速分别为 34.7%、17.9%、14.0%；EPS 分别为 2.9、3.4、3.8 元/股；PE 分别为 20、17、15 倍，维持买入评级。

□ 催化剂：白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ 风险提示：1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、批价上涨不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4011.1	5135.9	5866.3	6621.5
(+/-)	-14.1%	28.0%	14.2%	12.9%
净利润	1275.7	1718.9	2026.9	2309.8
(+/-)	-26.1%	34.7%	17.9%	14.0%
每股收益 (元)	2.1	2.9	3.4	3.8
P/E	27	20	17	15

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6623	7808	9039	10604
现金	1504	2625	3300	4157
交易性金融资产	1501	1501	1501	1501
应收账款	704	893	987	1178
其它应收款	3	3	3	4
预付账款	28	26	35	37
存货	2879	2755	3209	3722
其他	4	4	4	4
<b>非流动资产</b>	3183	3400	3615	3880
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1776	2012	2220	2415
无形资产	435	427	406	390
在建工程	726	686	657	690
其他	247	276	331	385
<b>资产总计</b>	9806	11208	12654	14484
<b>流动负债</b>	2427	2709	2835	3074
短期借款	0	0	0	0
应付款项	728	767	871	992
预收账款	0	661	587	505
其他	1699	1280	1377	1577
<b>非流动负债</b>	141	113	126	127
长期借款	0	0	0	0
其他	141	113	126	127
<b>负债合计</b>	2568	2822	2961	3201
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	7239	8386	9693	11283
<b>负债和股东权益</b>	9806	11208	12654	14484
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	499	1976	1664	1908
净利润	1276	1719	2027	2310
折旧摊销	154	134	156	177
财务费用	(16)	(31)	(44)	(55)
投资损失	(53)	(53)	(53)	(53)
营运资金变动	11	106	49	63
其它	(872)	101	(470)	(533)
<b>投资活动现金流</b>	519	(314)	(314)	(386)
资本支出	(563)	(367)	(371)	(445)
长期投资	5	3	(4)	1
其他	1078	49	61	57
<b>筹资活动现金流</b>	(1049)	(541)	(676)	(665)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1049)	(541)	(676)	(665)
<b>现金净增加额</b>	(31)	1121	674	857

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	4011	5136	5866	6621
<b>营业成本</b>	996	1228	1350	1487
<b>营业税金及附加</b>	616	796	900	1019
<b>营业费用</b>	546	596	680	768
<b>管理费用</b>	233	298	341	384
<b>研发费用</b>	18	23	26	30
<b>财务费用</b>	(16)	(31)	(44)	(55)
<b>资产减值损失</b>	0	2	(1)	1
<b>公允价值变动损益</b>	16	17	23	19
<b>投资净收益</b>	53	53	53	53
<b>其他经营收益</b>	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>营业利润</b>	1687	2293	2688	3059
<b>营业外收支</b>	(18)	(17)	(18)	(17)
<b>利润总额</b>	1670	2276	2670	3041
<b>所得税</b>	394	557	643	732
<b>净利润</b>	1276	1719	2027	2310
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1276	1719	2027	2310
<b>EBITDA</b>	1801	2379	2781	3162
<b>EPS (最新摊薄)</b>	2.1	2.9	3.4	3.8
<b>主要财务比率</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-14.1%	28.0%	14.2%	12.9%
营业利润增长率	-26.2%	35.9%	17.2%	13.8%
归属于母公司净利	-26.1%	34.7%	17.9%	14.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.2%	76.1%	77.0%	77.5%
净利率	31.8%	33.5%	34.6%	34.9%
ROE	17.9%	22.0%	22.4%	22.0%
ROIC	17.4%	20.2%	20.6%	20.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.2%	25.2%	23.4%	22.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.9	3.2	3.4
速动比率	1.5	1.9	2.1	2.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1497.8	1155.2	941.5	1195.0
应付账款周转率	4.0	4.7	4.8	4.6
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊)	2.1	2.9	3.4	3.8
每股经营现金流(最)	0.8	3.3	2.8	3.2
每股净资产(最新摊)	12.1	14.0	16.2	18.8
<b>估值比率</b>				
P/E	27.1	20.1	17.0	15.0
P/B	4.8	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	21.3	12.8	10.7	9.1

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>