

## 改革稳步推进，边际向好可期

### 投资要点

- 事件:**公司发布2021年度业绩快报，全年实现营收50.3亿元，同比+25.4%，实现扣非归母净利润14.8亿元，同比+19.5%；其中单Q4实现营收14.0亿元，同比+5.7%，实现扣非归母净利润3.8亿元，同比-5.5%，单Q4业绩低于市场预期。
- 收入环比放缓，盈利能力阶段性承压。**1、单Q4收入环比有所降速，预计主要是对百元价位的口子5/6年提价，经销商打款积极性降低，消费者和终端接受新的价格体系需要时间；此外，部分市场完成2021年任务量后，单Q4主动放缓打款节奏，以此梳理价盘和库存，阶段性造成影响。2、在收入体量增幅较小的基础上，公司加大消费者培育力度，强化对于团购、酒店渠道的投入力度；叠加22年春节较早，预计部分春节期间市场费用前置到21年四季度，造成单Q4扣非净利润有所下滑，盈利能力阶段性承压。
- 春节动销表现靓丽，有望实现开门红。**1、22年春节期间安徽市场未受疫情波及，疫情管控政策较往年宽松，返乡人员显著增加；走亲访友、宴席、聚餐等消费热度显著优于往年，公司充分受益于徽酒市场春节火爆；2、草根调研反馈，公司经销商打款积极性大幅提升，回款同比显著增长，中高价位产品增幅明显，口子10/20年均实现较快增长，百元价位的口子5/6年需求复苏明显，全线产品实现高速增长，春节动销超预期叠加低基数效应，公司有望实现开门红。
- 升级东风，改革向好，兼香典范沉潜而跃。**1、徽酒迎来主流价位快节奏升级，叠加次高端成为徽酒品牌的第二成长曲线，升级节奏感十足；公司重点培育的初夏、兼香518卡位省内最有发展空间的两个价格带，将充分享受徽酒扩容红利。2、2021年以来，公司改革节奏提速，市场投入力度加大，营销团队战斗力提升；草根调研反馈，除个别市场外，其余区域经销商体系调整基本结束，新品布局和员工激励取得实质突破，改革红利将逐步释放；3、公司明确22年将重心聚焦于市场营销，进一步发力团购渠道，有序开发特约型经销商，分产品、分渠道细化经销商考核，成立合肥、华东营销中心；此外，公司已经回购313万股用于员工激励，未来激励落地后有望激发出强劲增长势能。
- 盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为2.88元、3.26元、4.09元，对应PE分别为23倍、20倍、16倍，当前徽酒结构升级换挡提速，公司改革成效逐步显现，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济大幅下滑风险，新冠疫情反复风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4011.14	5028.60	6145.93	7325.62
增长率	-14.15%	25.37%	22.22%	19.19%
归属母公司净利润(百万元)	1275.74	1727.06	1956.95	2456.20
增长率	-25.84%	35.38%	13.31%	25.51%
每股收益EPS(元)	2.13	2.88	3.26	4.09
净资产收益率ROE	17.62%	21.39%	21.19%	24.79%
PE	31	23	20	16
PB	5.45	4.89	4.47	3.98

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

联系人: 王书龙  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 夏霁  
电话: 021-58351959  
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

联系人: 舒尚立  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	6.00
流通A股(亿股)	6.00
52周内股价区间(元)	48.85-83.92
总市值(亿元)	394.68
总资产(亿元)	96.98
每股净资产(元)	12.79

### 相关研究

- 口子窖(603589):升级东风，改革向好，兼香典范沉潜而跃 (2021-11-22)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4011.14	5028.60	6145.93	7325.62	净利润	1275.74	1727.06	1956.95	2456.20
营业成本	995.89	1199.08	1389.22	1585.94	折旧与摊销	153.76	178.59	194.87	207.06
营业税金及附加	615.73	774.16	943.24	1125.49	财务费用	-16.35	-46.17	-45.79	-65.60
销售费用	546.12	834.75	1001.79	1135.47	资产减值损失	-0.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	232.91	260.98	301.15	322.33	经营营运资本变动	-530.78	-1182.82	-394.62	-409.44
财务费用	-16.35	-46.17	-45.79	-65.60	其他	-383.01	-52.94	-52.94	-52.94
资产减值损失	-0.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	498.73	623.71	1658.46	2135.27
投资收益	52.94	52.94	52.94	52.94	资本支出	-525.96	-200.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	16.15	0.00	0.00	0.00	其他	1044.68	52.94	52.94	52.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	518.72	-147.06	-147.06	-47.06
<b>营业利润</b>	<b>1687.12</b>	<b>2058.74</b>	<b>2609.26</b>	<b>3274.93</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-17.60	244.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1669.52</b>	<b>2302.74</b>	<b>2609.26</b>	<b>3274.93</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	393.77	575.69	652.32	818.73	支付股利	-900.00	-893.02	-1208.94	-1369.86
<b>净利润</b>	<b>1275.74</b>	<b>1727.06</b>	<b>1956.95</b>	<b>2456.20</b>	其他	-148.93	46.17	45.79	65.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1048.93	-846.85	-1163.15	-1304.26
归属母公司股东净利润	1275.74	1727.06	1956.95	2456.20	<b>现金流量净额</b>	<b>-31.48</b>	<b>-370.19</b>	<b>348.25</b>	<b>783.96</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
货币资金	1504.33	1134.13	1482.38	2266.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	734.57	919.52	1121.72	1335.09	销售收入增长率	-14.15%	25.37%	22.22%	19.19%
存货	2879.31	3469.98	4022.70	4594.54	营业利润增长率	-25.94%	22.03%	26.74%	25.51%
其他流动资产	1505.04	1506.03	1507.11	1508.25	净利润增长率	-25.84%	35.38%	13.31%	25.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-23.97%	20.09%	25.88%	23.86%
投资性房地产	75.65	75.65	75.65	75.65	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2501.46	2575.28	2635.67	2586.72	毛利率	75.17%	76.15%	77.40%	78.35%
无形资产和开发支出	435.02	382.61	327.34	269.23	三费率	19.01%	20.87%	20.45%	19.00%
其他非流动资产	171.00	171.00	171.00	171.00	净利润率	31.80%	34.34%	31.84%	33.53%
<b>资产总计</b>	<b>9806.38</b>	<b>10234.20</b>	<b>11343.58</b>	<b>12806.83</b>	ROE	17.62%	21.39%	22.19%	24.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.01%	16.88%	17.25%	19.18%
应付和预收款项	1307.74	1600.02	1894.67	2202.54	ROIC	32.75%	29.95%	32.32%	37.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.49%	43.57%	44.88%	46.64%
其他负债	1260.08	561.58	628.31	697.34	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2567.81</b>	<b>2161.60</b>	<b>2522.98</b>	<b>2899.88</b>	总资产周转率	0.42	0.50	0.57	0.61
股本	600.00	600.00	600.00	600.00	固定资产周转率	2.38	2.65	2.98	3.44
资本公积	976.88	976.88	976.88	976.88	应收账款周转率	1497.75	2845.10	2812.96	2781.20
留存收益	5810.61	6644.65	7392.66	8478.99	存货周转率	0.38	0.38	0.37	0.37
归属母公司股东权益	7238.56	8072.60	8820.61	9906.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7238.56</b>	<b>8072.60</b>	<b>8820.61</b>	<b>9906.94</b>	资产负债率	26.19%	21.12%	22.24%	22.64%
负债和股东权益合计	9806.38	10234.20	11343.58	12806.83	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	流动比率	2.73	3.48	3.41	3.52
EBITDA	1824.52	2191.16	2758.34	3416.39	速动比率	1.54	1.76	1.73	1.85
PE	30.94	22.85	20.17	16.07	股利支付率	70.55%	51.71%	61.78%	55.77%
PB	5.45	4.89	4.47	3.98	<b>每股指标</b>				
PS	9.84	7.85	6.42	5.39	每股收益	2.13	2.88	3.26	4.09
EV/EBITDA	19.77	16.63	13.08	10.33	每股净资产	12.06	13.45	14.70	16.51
股息率	2.28%	2.26%	3.06%	3.47%	每股经营现金	0.83	1.04	2.76	3.56
					每股股利	1.50	1.49	2.01	2.28

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

### 行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn