

口子窖 (603589.SH)

总体经营稳健，产品升级可期

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：陈青青 0755-22940855/0755-81983057 chenqingq@guosen.com.cn
证券分析师：李依琳 010-88005029 liyilin1@guosen.com.cn

执证编码：S0980520110001
执证编码：S0980521070002

事项：

公司公告：2021 年预计实现营业总收入 50.29 亿元（+25.37%），归母净利润 17.27 亿元（+35.37%），扣非归母净利润 14.84 亿元（+19.45%），收入和利润增长主要得益于高档产品销售收入增加。

国信食品饮料观点：1) 2021Q4 收入增速因挺价控量略有放缓，费用投放拖累短期利润；2) 2022 年开局稳健，营销改革有望进一步催生势能；3) 投资建议：看好公司营销改革红利释放助推业绩稳健成长。公司作为徽酒龙头之一，品牌和渠道根基深厚，有望持续受益省内消费升级带动产品结构不断优化，营销改革推进下业绩有望加速成长。预计 2021-2023 年公司营业收入为 50.3/61.0/71.3 亿元，归母净利润为 17.3/20.7/24.6 亿元，对应摊薄 EPS 为 2.88/3.44/4.10 元，对应当前股价 PE 为 23/19/16x，维持“买入”评级。

评论：

◆ 2021Q4 收入增速略有放缓，费用投放拖累短期利润

经测算，2021Q4 预计公司营业总收入为 14.00 亿元（+5.72%），归母净利润 5.77 亿元（+39.93%），扣非净利润 3.78 亿元（-5.50%）；2021 年公司净利率为 34.34%（+2.54pct），扣非净利率为 29.51%（-2.33pct）；2021Q4 净利率为 41.20%（+10.07pct），扣非净利率为 27.03%（-3.21pct）。2021Q4 口子 10 年挺价控量使得收入暂时承压；净利润增速较高主要系非经常性损益金额较大，公司因退城进区于 2021Q4 确认了处置土地收益；扣非净利润短期下滑我们预计主要因公司推进营销改革、费用投放增加所致。

◆ 2022 年开局稳健，营销改革有望进一步催生势能

2022 年春节期间公司受益安徽市场节日氛围浓厚，回款进展顺利，动销表现良好，当下安徽疫情扰动相对较小，市场消费信心较足，消费基础韧性仍强，我们预计 1 季度业绩有望保持稳健增长。近年来在省内消费升级的背景下，公司加大高档酒的推广和考核力度，口子 10 年等 200 元以上产品占比逐步提升，兼香 518 卡位 500 元价格带扩容风口亦有不错表现，逐步成为新的增长极。公司在省内品牌和渠道优势明显，仍有一大批忠实消费者，随着营销改革逐步深化，未来有望跟随省内次高端价格带升级扩容趋势，继续保持稳健发展。

◆ 投资建议：看好公司营销改革红利释放助推业绩稳健成长，维持“买入”评级

公司作为徽酒龙头之一，品牌和渠道根基深厚，有望持续受益省内消费升级带动产品结构不断优化，营销改革推进下业绩有望加速成长。预计 2021-2023 年公司营业收入为 50.3/61.0/71.3 亿元，归母净利润为 17.3/20.7/24.6 亿元，对应摊薄 EPS 为 2.88/3.44/4.10 元，对应当前股价 PE 为 23/19/16x，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济波动风险，疫情大面积反复风险，产品结构升级不及预期风险。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至2022年3月14日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,700.0	21,355.4	41.4	48.8	56.4	41.1	34.9	30.2
000858.SZ	五粮液	买入	166.3	6,453.9	6.0	7.3	8.6	27.6	22.7	19.3
000568.SZ	泸州老窖	买入	195.0	2,869.4	5.3	6.7	8.3	36.9	29.2	23.4
600809.SH	山西汾酒	买入	268.0	3,269.9	4.4	6.3	8.2	60.5	42.7	32.7
000596.SZ	古井贡酒	买入	186.5	985.8	4.3	5.7	7.2	43.0	32.6	26.0
603589.SH	口子窖	买入	65.8	394.7	2.9	3.4	4.1	22.9	19.1	16.1

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《口子窖-603589-2021年三季报点评：业绩符合预期，改革成效持续显现》——2021-10-29
- 《口子窖-603589-重大事件快评：新品推出产能释放，公司改革持续向好》——2021-07-01
- 《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E	
现金及现金等价物	1533	1504	3060	3660	4653	营业收入	4672	4011	5029	6100	7130
应收款项	649	707	792	961	1123	营业成本	1169	996	1119	1420	1624
存货净额	2333	2879	2593	3217	3712	营业税金及附加	710	616	764	927	1084
其他流动资产	38	32	40	48	56	销售费用	396	546	683	811	927
流动资产合计	6888	6623	7836	9170	10763	管理费用	219	233	279	322	360
固定资产	2037	2600	2852	3143	3399	财务费用	(13)	(16)	(10)	(10)	(10)
无形资产及其他	445	435	418	400	383	投资收益	60	53	56	56	55
投资性房地产	132	148	148	148	148	资产减值及公允价值变动	39	17	16	24	19
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(12)	(19)	59	0	0
资产总计	9501	9806	11253	12861	14693	营业利润	2278	1687	2325	2709	3220
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	(6)	(18)	4	(6)	(7)
应付款项	677	728	721	929	1111	利润总额	2272	1670	2329	2703	3213
其他流动负债	1687	1699	2129	2597	2982	所得税费用	552	394	602	636	755
流动负债合计	2365	2427	2850	3527	4092	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1720	1276	1727	2067	2458
其他长期负债	125	141	175	208	236						
长期负债合计	125	141	175	208	236	现金流量表（百万元）					
负债合计	2490	2568	3025	3735	4329	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润	1720	1276	1727	2067	2458
股东权益	7012	7239	8229	9126	10364	资产减值准备	(4)	(3)	0	0	0
负债和股东权益总计	9501	9806	11253	12861	14693	折旧摊销	135	154	168	216	246
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(39)	(17)	(16)	(24)	(19)
2019	2020	2021E	2022E	2023E		财务费用	(13)	(16)	(10)	(10)	(10)
每股收益	2.87	2.13	2.88	3.44	4.10	营运资本变动	1907	(539)	686	(91)	(71)
每股红利	1.50	1.50	1.23	1.95	2.03	其它	4	3	(0)	(0)	(0)
每股净资产	11.69	12.06	13.71	15.21	17.27	经营活动现金流	3723	874	2566	2168	2614
ROIC	31%	24%	29%	37%	41%	资本开支	0	(719)	(423)	(466)	(466)
ROE	25%	18%	21%	23%	24%	其它投资现金流	(2335)	834	150	68	64
毛利率	75%	75%	78%	77%	77%	投资活动现金流	(2335)	115	(273)	(398)	(402)
EBIT Margin	47%	40%	43%	43%	44%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	44%	47%	46%	47%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	9%	-14%	25%	21%	17%	支付股利、利息	(900)	(900)	(737)	(1170)	(1220)
净利润增长率	12%	-26%	35%	20%	19%	其它融资现金流	674	782	0	0	0
资产负债率	26%	26%	27%	29%	29%	融资活动现金流	(1126)	(1018)	(737)	(1170)	(1220)
息率	2.3%	2.3%	1.9%	3.0%	3.1%	现金净变动	261	(29)	1556	600	993
P/E	22.9	30.9	22.9	19.1	16.1	货币资金的期初余额	1272	1533	1504	3060	3660
P/B	5.6	5.5	4.8	4.3	3.8	货币资金的期末余额	1533	1504	3060	3660	4653
EV/EBITDA	18.1	23.7	18.1	15.2	13.0	企业自由现金流	3690	135	2051	1662	2108
						权益自由现金流	4364	916	2093	1727	2187

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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