

2022年04月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

口子窖(603589):2021年顺利收官,继续关注改革进度

推荐 (维持)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

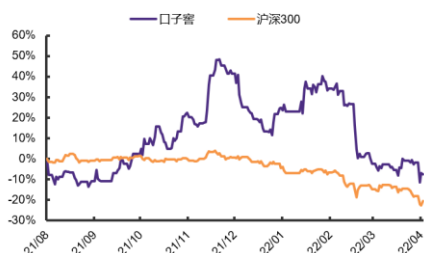
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2022-04-27

当前股价(元)	52.40
总市值(亿元)	314.4
总股本(百万股)	600.0
流通股本(百万股)	600.0
52周价格范围(元)	47.9-86.49
日均成交额(百万元)	823.8

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《口子窖(603589)事件点评报告:短期因素致业绩波动,关注改革进度》——2022-03-14

《口子窖(603589)动态研究报告:改革待时间检验,518望成大单品》——2021-12-19

2022年04月27日晚间,公司发布2021年年报和2022年一季度报:2021年营收50.29亿元,同增25.37%;归母净利润17.27亿元,同增35.38%;扣非14.84亿元,同增19.5%。2022Q1营收13.12亿元,同增11.8%;归母净利润4.85亿元,同增15.53%;扣非净利润4.73亿元,同增17.46%。

投资要点

■ 年报业绩符合预期,一季报如期开门红

根据年报,2021Q4营收14亿元(同增6%),归母净利5.77亿元(同增40%),扣非净利润3.79亿元(同减5.5%),扣非慢于归母净利润,系公司确认土地转让收益2亿元所致。与此前发布的业绩快报基本吻合。四季度收入增速放缓,系公司去年底对口子10年以上产品终端价上调影响所致,今年春节期间大部分市场10年以上产品终端价回升20元以上,整体趋势向好。2022Q1营收13.12亿元,同增11.8%;归母净利润4.85亿元,同增15.53%;扣非净利润4.73亿元,同增17.46%。毛利率2021年73.9%(同减1.3pct),其中2021Q4为72.13%(同减0.4pct),系四季度对口子10年以上产品调价影响所致。净利率2021年为34.35%(同增2.6pct),其中2021Q4为41.21%(同增10pct)。2022Q1毛利率78.03%(同增1.5pct),系去年提价后影响逐步消除及产品结构优化所致。2022Q1净利率37.00%(同增1.2pct)。2022Q1末合同负债3.77亿元,环比减少3亿元,同比增加0.06亿元。2022Q1经营活动现金流净额1.56亿元,同增157%;其中2022Q1回款11.36亿元,同增3%。

■ 产品结构持续优化,高档酒量价齐升

分产品来看,2021年高档白酒营收47.77亿元(同增24%),占比95%(同减0.7pct),毛利率75.18%(同减1.2pct);其中2021Q4营收13.33亿元(同增5%),占比95.19%(同减1pct)。2021年中档白酒营收1.01亿元(同增98%),占比2%(同增0.7pct),毛利率44.78%(同减7pct);其中2021Q4营收0.21亿元(同增106%),占比1.5%(同增0.7pct);低档白酒营收0.88亿元(同增20%),占比1.8%(同减0.1pct),毛利率27.85%(同增4pct);其中2021Q4营收0.28亿元(同增13%),占比2%(同增0.13pct)。我们预计2021年口子5年、6年增速分别大个位数左右,占比30%-

40%；初夏、仲秋增速分别持平或略有增长，占比5%-10%；口子10、20年、小池窖增速分别30%左右，占比50%左右。2022Q1主营业务收入12.93亿元，同增11.58%；其中高档酒12.39亿元，同增11.3%；中档酒营收0.25亿元，同增17.4%；低档酒营收0.29亿元，同增20.2%。

量价拆分来看，2021年高档白酒销量2.77万吨（同增17.5%），对应吨价为17.27万元/吨（同增6%）；中档白酒销量0.31万吨（同增168%），对应吨价为3.29万元/吨（下滑26%）；低档白酒销量为0.37万吨（同增22%），对应吨价为2.36万元/吨（同减1.9%）。

分渠道来看，2021年直销（含团购）营收0.72亿元（同增20%），占比1.43%（同减0.1pct）；其中2021Q4营收0.18亿元（同减1.4%），占比1.32%（同减0.1pct）。2021年批发营收48.95亿元（同增25%），占比97.35%（同增0.1pct）；其中2021Q4营收13.63亿元（同增6%），占比97.37%（基本持平）。2022Q1直销0.25亿元，同增10%；批发12.67亿元，同增11.6%。

分区域来看，2021年安徽省内营收40.78亿元（同增28%），占比81.09%（同增2pct）；其中2021Q4营收12.10（同增5%），占比86.4%（同减0.2pct）。2021年安徽省外营收8.89亿元（同增13%），占比17.7%（同减2pct）；其中2021Q4营收为1.72亿元（同增7%），占比12.29%（同增0.2pct）。2022Q1省内营收10.1亿元，同增10.2%；省外营收2.8亿元，同增17%；2022Q1末共有778个，净增加13个。

■ 渐进式改革待时间检验，兼香518有望成大单品

十四五期间，公司重点实施“六大提升”计划，继续推进口子产业园一期、二期项目建设，加快实现“百亿口子”战略目标。2022年发展战略：采取差异化竞争策略，以兼香型口子窖系列白酒为核心，建设高端白酒品牌，成为兼香型白酒领域领军企业，并争取成为国内白酒行业第一集团成员。

当前公司渐进式改革需要时间检验：股权激励方面，公司已完成回购313万余股，占总股本的0.522%，已支付费用1.49亿元，我们预计股权激励有望2022年实施。产品方面，新增初夏、仲秋和兼香518补充和卡位口子6年、口子10年、口子20年、口子30年之间的价格带。兼香518走团购渠道和直营渠道，目前市场接受度良好，预计兼香518有望成为公司又一个大单品。组织架构上，终端地推人员较以往有明显增加，厂家开始直达终端掌握市场最新动态，为科学管理市场提供依据。渠道上，加强经销商管理考核力度，建立厂商共赢的利益共同体，借助新品初夏和仲秋要求经销商成立新团队进行渠道推广，大商配合意愿在增强。市场建设方面，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，不断提高中高端以上产品市场占有率，稳步壮大市场规模。区域扩张方面，公司省内市场，进一步实施渠道下沉，提升渠道终端覆盖率，稳固省内“基本盘”；省外市场，抢抓长三角、京津冀、大湾区等发展机遇，加大团购渠道运作力度，不断扩大省外“增长面”。

■ 盈利预测

我们看好公司渐进式改革进程有望加快及兼香518有望成为大单品。我们预计2022-2024年EPS为3.59/4.41/5.38元，当前股价对应PE分别为15/12/10倍，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、改革进度不及预期、股权激励推进不及预期、518增长不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	5,029	6,143	7,365	8,710
增长率（%）	25.4%	22.2%	19.9%	18.3%
归母净利润（百万元）	1,727	2,153	2,646	3,228
增长率（%）	35.4%	24.7%	22.9%	22.0%
摊薄每股收益（元）	2.88	3.59	4.41	5.38
ROE（%）	20.9%	22.7%	23.9%	24.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	5,029	6,143	7,365	8,710
现金及现金等价物	1,881	3,408	4,981	6,898	营业成本	1,312	1,642	1,902	2,170
应收款	614	640	666	716	营业税金及附加	768	860	1,024	1,202
存货	3,541	3,428	3,608	3,787	销售费用	639	725	862	1,010
其他流动资产	793	849	890	929	管理费用	254	246	287	331
流动资产合计	6,829	8,324	10,145	12,330	财务费用	-11	-95	-139	-193
非流动资产：					研发费用	22	26	32	37
金融类资产	756	806	846	876	费用合计	904	902	1,041	1,186
固定资产	2,033	2,605	2,715	2,647	资产减值损失	-3	-2	-1	0
在建工程	1,180	472	189	76	公允价值变动	16	12	11	10
无形资产	529	503	476	451	投资收益	42	40	32	30
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	2,361	2,793	3,442	4,193
其他非流动资产	460	460	460	460	加：营业外收入	4	3	4	5
非流动资产合计	4,202	4,040	3,840	3,634	减：营业外支出	0	0	0	0
资产总计	11,031	12,364	13,984	15,963	利润总额	2,365	2,796	3,446	4,198
流动负债：					所得税费用	638	643	799	970
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,727	2,153	2,646	3,228
应付账款、票据	738	823	882	924	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,882	1,882	1,882	1,882	归母净利润	1,727	2,153	2,646	3,228
流动负债合计	2,620	2,704	2,763	2,805					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	161	161	161	161	营业收入增长率	25.4%	22.2%	19.9%	18.3%
非流动负债合计	161	161	161	161	归母净利润增长率	35.4%	24.7%	22.9%	22.0%
负债合计	2,781	2,866	2,925	2,967	盈利能力				
所有者权益					毛利率	73.9%	73.3%	74.2%	75.1%
股本	600	600	600	600	四项费用/营收	18.0%	14.7%	14.1%	13.6%
股东权益	8,249	9,498	11,060	12,997	净利率	34.3%	35.1%	35.9%	37.1%
负债和所有者权益	11,031	12,364	13,984	15,963	ROE	20.9%	22.7%	23.9%	24.8%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	25.2%	23.2%	20.9%	18.6%
净利润	1727	2153	2646	3228	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
折旧摊销	179	162	199	205	应收账款周转率	8.2	9.6	11.1	12.2
公允价值变动	16	12	11	10	存货周转率	0.4	0.7	0.8	0.9
营运资金变动	-1136	166	-148	-196	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	786	2493	2708	3247	EPS	2.88	3.59	4.41	5.38
投资活动现金净流量	272	86	134	151	P/E	18.2	14.6	11.9	9.7
筹资活动现金净流量	469	-904	-1085	-1291	P/S	6.3	5.1	4.3	3.6
现金流量净额	1,527	1,674	1,757	2,107	P/B	3.8	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。