

603589.SH

买入

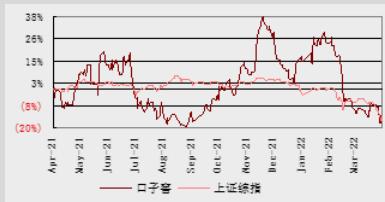
原评级: 未有评级

 市场价格: 人民币 **50.44**

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 口子窖 2021 年年报及 2022 年 1 季报业绩点评。

股价表现


	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(28.0)	(7.2)	(27.6)	(17.4)
相对上证指数	(9.9)	0.2	(16.1)	(3.4)
发行股数(百万)	600			
流通股 (%)	100			
总市值(人民币 百万)	30,264			
3个月日均交易额(人民币 百万)	638			
净负债比率(%) (2022E)	(30)			
主要股东(%)				
徐进	18			

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2022 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《口子窖：两年调整效果初显，22-23 年有望出现惊喜》20220401

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

口子窖

1 季度稳健增长，期待后程发力

口子窖公布 21 年报和 22 年 1 季报。2021 年实现营收 50.3 亿元，同比增长 25.4%，净利 17.3 亿元，同比增 35.4%，每股收益 2.88 元/股。4Q21 营收和净利分别为 14.0 亿元和 5.8 亿元。1Q22 实现营收 13.1 亿元，同比增长 11.8%，净利 4.85 亿元，同比增 15.5%，每股收益 0.81 元/股。1Q22 期末预收款 3.92 亿元，同比增 0.1 亿元，环比降 3.3 亿元。

支撑评级的要点

■ 两年改革调整效果初显，2021 年实现营收 50.3 亿元，同比增长 25.4%，净利 17.3 亿元，同比增 35.4%。(1) 经过两年多的调整，产品和渠道持续发生了积极的变化，21 年营收实现较快增长，超越了 2019 年水平。(2) 分产品来看，2021 年高、中、低白酒实现营收分别为 47.8、1.0、0.9 亿元，分别同比增长 24.5%、97.9%、20.1%。高档酒销量 2.8 万千升，同比增 17.5%，产品均价升 6%。过去两年，公司加大次高端价格带的推广力度，对 10 年、20 年单独进行考核，推出新品初夏、仲秋、兼香 518，完善次高端价格带，享受该价格带快速发展的红利。(3) 分地区来看，2021 年安徽省内收入 40.8 亿元，同比增长 28.5%，省外收入 8.9 亿元，同比增长 12.8%。公司在安徽省内消费基础扎实，次高端新品加大资源投入，优化大商模式提高团队战斗力，精耕细作推动渠道扁平化建设。省外市场占比比较低，以大湾区、长三角以及战略点市场为重点，加大省外招商、选商力度，长远来看省外有望成为新的增长点。(4) 2021 年净利率同比升 2.5pct 至 34.3%，主要由于资产处置收益 2.6 亿元，剔除这个影响之后，净利率变化不大。

■ 1Q22 营收 13.1 亿元，同比增长 11.8%，增速白酒上市公司中排名靠后。

(1) 由于公司倡导“低库存+高周转+真实市场需求”的经营理念，在 3 月份疫情扩散的背景下，我们判断公司的产品投放速度可能放缓，维持渠道体系的健康。(2) 1Q22 安徽省内收入 10.1 亿元，同比增长 10.2%，省外收入 2.8 亿元，同比增长 17%，省外增速略高于省内。

■ 随着改革的效果陆续显现，22-23 年有望维持较快增速。口子窖是兼香型白酒的代表，省内消费者基础扎实。2019 年开始公司走出舒适圈，从产品体系和渠道模式，开启了全方位系统性改革，产品聚焦次高端，优化大商模式，效果陆续显现。预计未来 3 年公司可享受安徽次高端需求快速增长，长远来看省外有望成为新的增长点。

估值

■ 根据最新财报，我们调整盈利预测，预计 22-24 年 EPS 分别为 3.38、4.06、4.81 元/股，同比增 17%、20%、18%，当前估值处于行业低位，维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

■ 省内竞争加剧，新品动销不及预期。疫情反复，消费场景缺失。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	4,011	5,029	6,096	7,254	8,506
变动(%)	(14)	25	21	19	17
净利润(人民币 百万)	1,276	1,727	2,028	2,434	2,883
全面摊薄每股收益(人民币)	2.126	2.878	3.380	4.057	4.805
变动(%)	(25.8)	35.4	17.4	20.0	18.4
原先全面摊薄每股收益			3.369	4.050	
变动(%)			0.3	0.2	
全面摊薄市盈率(倍)	23.7	17.5	14.9	12.4	10.5
价格/每股现金流量(倍)	37.3	22.9	11.5	12.1	9.9
每股现金流量(人民币)	1.35	2.20	4.39	4.17	5.09
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	12.6	10.0	7.7	6.3
每股股息(人民币)	1.500	1.194	1.521	1.826	2.162
股息率(%)	3.0	2.4	3.0	3.6	4.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 口子窖 2021 年年报及 2022 年 1 季报业绩

(人民币, 百万)	FY2020	FY2021	同比 (%)	1Q21	1Q22	同比 (%)
营业收入	4,011	5,029	25.4	1,173	1,312	11.8
营业成本	996	1,312	31.8	275	288	4.9
毛利率(%)	75.2	73.9	(1.3)	76.6	78.0	1.5
毛利	3,015	3,716	23.2	898	1,023	13.9
税金及附加	616	768	24.8	171	176	2.8
销售费用	546	639	17.1	142	196	38.0
管理费用	233	254	9.0	50	58	16.1
研发费用	18	22	19.8	4	6	32.5
财务费用	(16)	(11)	(31.6)	(2)	(38)	2,351.2
资产减值损失	(1)	(3)	437.1	0	0	-
公允价值变动收益	16	16	(0.9)	8	10	19.9
投资收益	53	42	(20.3)	8	5	(37.5)
营业利润	1,687	2,361	39.9	554	641	15.7
营业利润率(%)	42.1	47.0	4.9	47.2	48.8	1.7
营业外收入	3	4	63.1	1.9	0.4	(81.7)
营业外支出	20	0	(98.1)	0.5	0.0	(100.0)
利润总额	1,670	2,365	41.7	555	641	15.5
所得税	394	638	62.0	135	156	15.3
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	24	28	3.4	25	24	(0.3)
少数股东权益	0	0	-	0	0	-
归属于母公司净利润	1,276	1,727	35.4	420	485	15.5
净利率(%)	31.8	34.3	2.5	35.8	37.0	1.2
EPS	2.13	2.88	35.4	0.70	0.81	15.5

资料来源：万得，中银证券



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	4,011	5,029	6,096	7,254	8,506
销售成本	(1,612)	(2,081)	(2,466)	(2,878)	(3,332)
经营费用	(609)	(698)	(886)	(921)	(1,068)
息税折旧前利润	1,790	2,250	2,744	3,455	4,106
折旧及摊销	153	176	205	283	344
经营利润(息税前利润)	1,637	2,074	2,539	3,171	3,762
净利润收入/(费用)	16	11	47	63	80
其他收益/(损失)	35	46	142	42	42
税前利润	1,687	2,361	2,604	3,245	3,844
所得税	(394)	(638)	(676)	(811)	(961)
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	1,276	1,727	2,028	2,434	2,883
核心净利润	1,276	1,727	2,028	2,434	2,883
每股收益(人民币)	2.126	2.878	3.380	4.057	4.805
核心每股收益(人民币)	2.126	2.878	3.380	4.057	4.805
每股股息(人民币)	1.500	1.194	1.521	1.826	2.162
收入增长(%)	(14)	25	21	19	17
息税前利润增长(%)	(26)	27	22	25	19
息税折旧前利润增长(%)	(24)	26	22	26	19
每股收益增长(%)	(26)	35	17	20	18
核心每股收益增长(%)	(26)	35	17	20	18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	1,687	2,361	2,604	3,245	3,844
折旧与摊销	153	176	205	283	344
净利息费用	(16)	(11)	(23)	(32)	(40)
运营资本变动	(58)	93	530	(16)	(17)
税金	(411)	(634)	(576)	(811)	(961)
其他经营现金流	(543)	(665)	(107)	(167)	(118)
经营活动产生的现金流	812	1,320	2,633	2,503	3,053
购买固定资产净值	(385)	(600)	(600)	(600)	(600)
投资减少/增加	105	302	42	42	42
其他投资现金流	1,114	153	(144)	(204)	(239)
投资活动产生的现金流	834	(145)	(702)	(762)	(797)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	125	634	(48)	0	0
支付股息	(900)	(716)	(913)	(1,095)	(1,297)
其他融资现金流	(900)	(716)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(1,675)	(798)	(960)	(1,095)	(1,297)
现金变动	(29)	377	971	646	958
期初现金	1,533	1,504	1,881	2,852	3,498
公司自由现金流	1,646	1,175	1,931	1,741	2,256
权益自由现金流	1,755	1,798	1,860	1,709	2,216

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,504	1,881	2,852	3,498	4,456
应收帐款	707	614	84	99	117
库存	2,879	3,541	4,191	4,834	5,550
其他流动资产	1,533	793	801	810	819
流动资产总计	6,623	6,829	7,927	9,241	10,942
固定资产	2,600	3,265	3,756	4,251	4,721
无形资产	435	529	503	476	450
其他长期资产	148	407	407	407	407
长期资产总计	3,183	4,202	4,666	5,134	5,578
总资产	9,806	11,031	12,593	14,375	16,520
应付帐款	728	738	863	996	1,143
短期债务	62	48	0	0	0
其他流动负债	1,637	1,834	2,183	2,473	2,863
流动负债总计	2,427	2,620	3,046	3,469	4,007
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	141	161	182	203	224
股本	600	600	600	600	600
储备	6,639	7,649	8,765	10,104	11,689
股东权益	7,239	8,249	9,365	10,704	12,289
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	9,806	11,031	12,593	14,375	16,520
每股帐面价值(人民币)	12.06	13.75	15.61	17.84	20.48
每股有形资产(人民币)	11.34	12.87	14.77	17.05	19.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.40)	(3.06)	(4.75)	(5.83)	(7.43)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	44.6	44.7	45.0	47.6	48.3
息税前利润率(%)	40.8	41.2	41.7	43.7	44.2
税前利润率(%)	42.1	47.0	42.7	44.7	45.2
净利率(%)	31.8	34.3	33.3	33.6	33.9
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.6	2.6	2.7	2.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(19.9)	(22.2)	(30.5)	(32.7)	(36.3)
速动比率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.3	1.3
估值					
市盈率(倍)	23.7	17.5	14.9	12.4	10.5
核心业务市盈率(倍)	23.7	17.5	14.9	12.4	10.5
市净率(倍)	4.2	3.7	3.2	2.8	2.5
价格/现金流(倍)	37.3	22.9	11.5	12.1	9.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	12.6	10.0	7.7	6.3
周转率					
存货周转天数	237.1	233.0	231.5	227.1	222.8
应收帐款周转天数	61.7	47.9	20.9	4.6	4.6
应付帐款周转天数	64.0	53.2	48.0	46.8	45.9
回报率					
股息支付率(%)	70.5	41.5	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	17.9	22.3	23.0	24.3	25.1
资产收益率(%)	13.0	14.5	15.9	17.6	18.3
已运用资本收益率(%)	22.9	26.6	29.0	31.9	33.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371