

Q2 业绩承压，期待渠道改革加速

2022 年 08 月 29 日

► **事件：**公司发布 22 年半年报，22H1 实现营收 22.97 亿元，同增 2.42%；实现归母净利润 7.4 亿元，同增 7.58%。本期末合同负债余额 3.96 亿元，环比 +5.04pcts。单二季度看，公司实现营收 9.86 亿元，同减 7.87%；归母净利润为 2.54 亿元，同减 4.92%。公司上半年营收增加归因于高档产品销售收入增加，Q2 疫情背景下业绩承压。

► **高中低档产品动销发货放缓，22Q2 业绩承压。**对比 21Q2 公司次高端产品兼香 518 上市及首轮铺货的高基数，22Q2 业绩受疫情扰动性因素更加明显：3-4 月以来，疫情多点散发，此次二季度皖北区域主销市场消费也受到较大影响。**分产品看：**22H1 高档/中档/低档产品收入分别为 21.63/0.45/0.45 亿元，占比 96%/2.01%/1.99%，同比 +1.82%/1.13%/4.41%，22Q2 高档/中档/低档产品分别实现收入 9.24/0.2/0.16 亿元，同比 -8.61%/-16.67%/-15.79%。**分地区看：**22H1 省内/省外实现收入 18.22/4.31 亿元，同比 +4.44%/-7.79%，省内市场比重同比增加 2pcts 到 80.88%；其中 Q2 省内/省外实现收入 8.13/1.48 亿元，同减 1.93%/34.22%。**分渠道看：**22H1 公司含团购直销/批发代理渠道分别实现收入 0.39/22.14 亿元，同比 +6.49%/+1.78%，占比分别为 1.73%/98.27%。**公司“团购渠道为主渠道，政商务用酒为主产品”的战略方向及渠道扁平化在渠道端有一定体现：**22H1 公司经销商共计 817 家，新增 68 家，退出 16 家，其中省内/省外分别为 478/339 家。

► **报告期内毛利率、净利率保持增势，盈利能力维持稳定。**22H1 公司毛利率 75.47%，同比 +0.71pcts；净利率 32.19%，同增 1.54pcts。其中 Q2 毛利率同比下滑 0.96pcts 到 72.06%。22H1 费用率为 19.23%，同减 0.66%；销售费用率为 14.9%，同增 0.4pcts；管理费用率增加 0.16pcts 至 5.54%，公司上半年促销及业务费增加。22Q2 销售费用率 14.85%，同减 2.27pcts；管理费用率上升 0.57pcts 至 7.59%。另外，22H1 末合同负债余额 3.96 亿元，环比 +5.04%。

► **投资建议：**公司在安徽全省具备较好品牌基础与区域市场消费基础，拥有规模化兼香优质产能及储酒能力，我们认为在徽酒的结构扩容确定性趋势下，公司具备较好远期成长性，在市场竞争加剧的当下，主动加大消费圈层的培育力度、加速推动渠道模式的下沉改革以掌握市场终端的主动权则更为紧迫。基于以上，我们预计 22-24 年公司实现归母净利润 19.9/23.1/27.5 亿元，EPS 分别为 3.32/3.85/4.58，对应 PE 分别为 15X/13X/11X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**省内市场竞争环境持续恶化，老产品渠道毛利空间持续萎缩致结构提升不达预期；公司渠道改革进度及消费圈层培育不达预期；宏观经济承压及疫情致消费场景冲击超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5029	5857	6814	7874
增长率 (%)	25.4	16.5	16.3	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1727	1992	2312	2747
增长率 (%)	35.4	15.3	16.1	18.8
每股收益 (元)	2.88	3.32	3.85	4.58
PE	18	15	13	11
PB	3.7	3.3	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

50.65 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

1. 口子窖 (603589.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：22Q1 业绩低于预期 U 型底已筑拐角仍需等待-2022/04/29
2. 口子窖 (603589.SH) 公司深度报告：充分受益安徽经济高成长，徽酒龙头改革向上-2022/01/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5029	5857	6814	7874
营业成本	1312	1495	1751	2004
营业税金及附加	768	889	1044	1204
销售费用	639	739	862	970
管理费用	254	298	353	409
研发费用	22	19	27	31
EBIT	2030	2417	2779	3258
财务费用	-11	-66	-80	-115
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	42	67	75	81
营业利润	2361	2651	3090	3697
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	2365	2651	3090	3697
所得税	638	659	778	950
净利润	1727	1992	2312	2747
归属于母公司净利润	1727	1992	2312	2747
EBITDA	2212	2674	3061	3567

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1881	2285	3300	5960
应收账款及票据	611	1114	924	1281
预付款项	35	42	48	54
存货	3541	4125	5482	5264
其他流动资产	761	762	763	763
流动资产合计	6829	8327	10517	13321
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2033	2190	2322	2446
无形资产	529	551	586	636
非流动资产合计	4202	4605	5100	5597
资产合计	11031	12932	15616	18918
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	738	1155	1115	1359
其他流动负债	1882	2269	2681	2992
流动负债合计	2620	3424	3796	4351
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	161	161	161	161
非流动负债合计	161	161	161	161
负债合计	2781	3586	3958	4513
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8249	9346	11658	14405
负债和股东权益合计	11031	12932	15616	18918

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.37	16.48	16.34	15.56
EBIT 增长率	26.63	19.05	14.97	17.26
净利润增长率	35.38	15.34	16.08	18.79
盈利能力 (%)				
毛利率	73.90	74.47	74.30	74.55
净利率	34.35	34.01	33.93	34.88
总资产收益率 ROA	15.66	15.40	14.81	14.52
净资产收益率 ROE	20.94	21.31	19.83	19.07
偿债能力				
流动比率	2.61	2.43	2.77	3.06
速动比率	1.24	1.21	1.31	1.84
现金比率	0.72	0.67	0.87	1.37
资产负债率 (%)	25.22	27.73	25.34	23.85
经营效率				
应收账款周转天数	0.14	0.20	0.17	0.18
存货周转天数	880.59	922.77	987.64	965.09
总资产周转率	0.48	0.49	0.48	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	2.88	3.32	3.85	4.58
每股净资产	13.75	15.58	19.43	24.01
每股经营现金流	1.31	2.98	2.60	5.24
每股股利	1.50	1.50	1.50	1.50
估值分析				
PE	18	15	13	11
PB	3.7	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	12.89	10.51	8.85	6.85
股息收益率 (%)	2.96	2.96	2.96	2.96

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1727	1992	2312	2747
折旧和摊销	182	257	282	308
营运资金变动	-824	-290	-802	410
经营活动现金流	786	1791	1562	3142
资本开支	-531	-552	-617	-557
投资	745	-8	-4	-6
投资活动现金流	272	-492	-546	-482
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-720	-895	0	0
现金净流量	338	404	1016	2660

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026