

业绩环比改善 期待改革显效

2022 年 10 月 28 日

➤ **事件:** 公司发布 22 年三季报, 22Q1-3 共实现营收 37.6 亿元, 同比 3.67%。实现归母净利润 12.02 亿元, 同比 4.47%。用“合同负债+其他流动负债”核算预收账款, 2022Q3 期末预收账款为 3.96 亿元, 环比-4.39%, 营收蓄水池较上期削弱。单 22Q3 看, 公司实现营收 14.65 亿元, 同增 5.69%; 归母净利润为 4.62 亿元, 同比-0.16%。用“单季度营业收入+期间预收账款变动”核算真实营收, 2022Q3 真实营收 14.47 亿元, 同比 12.3%。

➤ **低档产品增速较快 省外招商进程加速。** 受益于双节期间, 省内消费场景受疫情扰动较小, 终端需求稳定, 白酒动销较 Q2 环比向好。**分产品看:** 22Q1-3 高档/中档/低档产品营收 35.55/0.81/0.67 亿元, 占比 96%/2.2%/1.8%, 同比 +3.21%/+1.49%/+10.99%; 其中 22Q3 高档/中档/低档产品营收 13.92/0.36/0.22 亿元, 同比+5.44%/+1.94%/+27.24%, 低档酒增速显著。**分区域看:** 22Q1-3 省内/省外营收 29.82/7.22 亿元, 占比 80.5%/19.5%, 同比 +3.96%/+0.64%; 其中 22Q3 省内/省外营收 11.6/2.91 亿元, 同比 +3.23%/+16.38%, 单三季度省外市场增速较快。**分渠道看:** 22Q1-3 公司直销(含团购)/批发代理渠道营收 0.58/36.46 亿元, 占比 1.56%/98.44%, 同比 +8.63%/+3.22%。公司直销团购渠道的营收占比逐季渐增。**经销商数量上:** 22 三季度末公司经销商共计 847 家, 净增加 82 家, 其中省内/省外分别为 478/339 家, 净增 12/70 家, 省外招商进程加速。

➤ **期内毛、净利率略有下滑, 费用率基本维持稳定。****利润率方面:** 22Q1-3 公司毛利率 74.43%, 同比-0.15pcts; 净利率 31.94%, 同比+0.24pcts。其中单 Q3 毛利率同比下滑 1.5pcts 到 72.8%, 净利率同比下滑 1.85pct 到 31.55%。低档产品的营收占比提升拉低整体毛利率。**费用率方面:** 22Q1-3 销售费用率同增 0.17pct 至 13.8%, 管理费用率增加 0.02pct 至 4.96%; 单 22Q3 销售费用率同降 0.15pct 至 12.12%; 管理费用率同降 0.12pct 至 4.55%。营收增加导致销售费用较同期增加, 管理费用基本持平。

➤ **投资建议:** 我们认为公司在安徽具备品牌美誉度与市场消费基础, 拥有规模化优质产能及储酒能力。**短期关注股份回购后核心骨干激励的推出, 以释放组织管理效能。**长期看, 在徽酒结构性扩容的确定性趋势下, 公司具备成长性, 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, 我们预计公司 22-24 年公司实现营收分别为 53/60/70 亿元, 归母净利润 17.9/20.4/23.9 亿元, 对应 PE 分别为 14X/12X/10X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 省内市场竞争环境持续恶化; 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	5301	6023	7039
增长率(%)	25.4	5.4	13.6	16.9
归属母公司股东净利润(百万元)	1727	1790	2041	2394
增长率(%)	35.4	3.7	14.0	17.3
每股收益(元)	2.88	2.98	3.40	3.99
PE	14	14	12	10
PB	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

40.70 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

电话: 021-80508452

邮箱: wangyanhai@mszq.com

研究助理 孙冉

执业证书: S0100121100003

电话: 021-80508452

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

1. 口子窖 (603589.SH) 2022 年中报点评: Q2 业绩承压, 期待渠道改革加速-2022/08/29
2. 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 型底已筑拐点仍需等待-2022/04/29
3. 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	5301	6023	7039
营业成本	1312	1374	1560	1816
营业税金及附加	768	810	920	1075
销售费用	639	615	699	816
管理费用	254	275	312	365
研发费用	22	18	20	23
EBIT	2030	2211	2513	2944
财务费用	-11	-23	-34	-44
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	42	61	69	81
营业利润	2361	2386	2720	3190
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	2365	2386	2720	3190
所得税	638	595	679	796
净利润	1727	1790	2041	2394
归属于母公司净利润	1727	1790	2041	2394
EBITDA	2212	2397	2695	3126

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1881	2865	3717	4712
应收账款及票据	611	770	875	1022
预付款项	35	38	43	51
存货	3541	3473	3945	4591
其他流动资产	761	759	759	760
流动资产合计	6829	7905	9339	11136
长期股权投资	0	61	130	210
固定资产	2033	2030	2030	2030
无形资产	529	529	529	529
非流动资产合计	4202	4292	4365	4446
资产合计	11031	12197	13704	15582
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	738	858	974	1134
其他流动负债	1882	2037	2310	2692
流动负债合计	2620	2895	3284	3827
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	161	158	162	162
非流动负债合计	161	158	162	162
负债合计	2781	3052	3446	3988
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8249	9145	10258	11594
负债和股东权益合计	11031	12197	13704	15582

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	5.41	13.63	16.86
EBIT 增长率	26.63	8.92	13.65	17.15
净利润增长率	35.38	3.67	14.02	17.29
盈利能力 (%)				
毛利率	73.90	74.08	74.09	74.20
净利率	34.35	33.78	33.89	34.02
总资产收益率 ROA	15.66	14.68	14.90	15.37
净资产收益率 ROE	20.94	19.58	19.90	20.65
偿债能力				
流动比率	2.61	2.73	2.84	2.91
速动比率	1.24	1.52	1.63	1.70
现金比率	0.72	0.99	1.13	1.23
资产负债率 (%)	25.22	25.03	25.15	25.59
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.20	0.20	0.20
存货周转天数	984.86	922.77	922.77	922.77
总资产周转率	0.48	0.46	0.47	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	2.88	2.98	3.40	3.99
每股净资产	13.75	15.24	17.10	19.32
每股经营现金流	1.31	3.34	3.10	3.52
每股股利	1.50	1.55	1.76	2.07
估值分析				
PE	14	14	12	10
PB	3.0	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	10.19	8.99	7.68	6.31
股息收益率 (%)	3.69	3.80	4.33	5.08

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1727	1790	2041	2394
折旧和摊销	182	186	182	182
营运资金变动	-824	184	-190	-260
经营活动现金流	786	2004	1860	2115
资本开支	-531	-88	-78	-61
投资	745	0	0	0
投资活动现金流	272	-121	-78	-61
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-2	-2	0
筹资活动现金流	-720	-900	-930	-1058
现金净流量	338	984	852	996

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