

口子窖(603589)

报告日期: 2022 年 11 月 30 日

强 β + 三大 α 边际变化下, 建议加大关注力度

——口子窖更新点评报告

投资要点

□ **事件:** 公司自 2019 年末进入深度营销渠道改革期后, 在产品/渠道/营销/产能等方面提出系列清晰明确的举措, 我们认为公司或将迎来三大边际变化: 年份系列渠道利润/销量有望实现恢复+23 年股权激励预期仍有望实现+渠道改革加速有望推动市场迎来边际变化。

□ **全方位系统性改革已步入深水阶段, 把握困境反转机会**

一、深度改革核心原因: ①**大商制弊病显现** (过于依赖经销商, 在区域壁垒逐步打碎的当下, 经销商与酒厂短期利益分配方面存在博弈, 使得酒厂对核心渠道资源掌控力欠缺); ②**销售策略落后** (自身业务人员经营能力较弱/终端市场建设不足/团购建设进度迟缓等); ③**产品线定位偏低端** (核心放量口子 5 年/6 年占比约 40%, 缺乏高端市场认可度); ④**产能问题**。以上原因共同导致公司错失部分 2017 年以来的行业景气度红利, 业绩增速并未实现显著提升。

二、深度改革过程: 公司于 2019Q3 召开经销商大会后, 推出系列改革举措:

1、产品方面: 加强次高端价位产品矩阵布局。公司于 2019 年后推出初夏仲秋、纪念酒等产品补全价位带, 同时于 2021 年推出兼香 518 产品 (团购为主), 加强省内 500 元以上价位带的覆盖, 公司已在次高端价位形成口子 10 年/20 年/兼香 518 产品矩阵;

2、市场渠道方面: 全面参与市场竞争, 成立合肥营销中心。①**加强渠道精细化管理:** 从大商制逐步转为 “1+N” 模式, 大量拓展团购型/特约经销商, 并实施新老产品分离运作, 强化量化指标考核实施分类管理, 优胜劣汰激发队伍战斗力; ②**成立合肥营销中心,** 营销着重强调省会市场; ③**已全面上线 “一瓶一码”,** 防止乱价。

3、营销重点: 加大费用投放, 提升投放效率。加大品牌广告营销费用投放, 同时费用改革进行中 (从投向渠道转向投向消费者), 提升投放效率;

4、激励方面: 公司已回购, 旨在落地股权激励。股份回购 (截止 2021 年 4 月累计回购 313 万股) + 市场预期潜在股权激励或有落地可能 + 经销商层面配套人员以及员工绩效考核变化;

5、产能方面: 高产能质 & 量为后续发展奠定基础。东山厂区逐步投产, 预计未来将形成 6.5 万吨以上产能, 产能问题基本得到解决, 考虑到公司拥有丰富优质基酒储备, 高产能 & 质量奠定后续发展基础。

□ **强 β + 三重 α 驱动催化下, 改革曙光始现**

市场认为: 口子窖深度改革成效释放略不及预期, 预计公司后续业绩弹性较小; **我们认为:** 在强 β 下, 三大 α 边际变化或成为后续股价催化剂, 当前估值极具性价比, 建议加大关注力度:

宏观层面驱动力仍足 (β): 受益于省内经济高速发展+疫情影响较小, 消费升级趋势不改, 口子窖仍有望持续享受次高端酒扩容红利:

边际变化一: 年份系列渠道利润/销量有望实现恢复 (α)。 近期公司即将对年份酒系列产品 (口子 10/20 年等) 进行包装/品质/价格的升级换代, 考虑到春节回款阶段将实行新老产品并行回款/发货, 预计经销商或将加速老款产品打款, 从而在一定程度上保障了 23Q1 业绩高增确定性; 同时, 升级利于中长期抬升渠道利润, 实现销量的恢复;

边际变化二: 23 年股权激励预期仍有望落地 (α)。 口子窖作为民营企业, 虽核心高管在上市前以持有股份, 但 15 年上市至今, 仍未推出后续股权激励/员工持股等类似计划。公司于 20 年 4 月曾推出回购方案, 截止 21 年 4 月公司实际回购金额为 1.49 亿, 累计回购 313 万股, 占总股本 0.522%, 市场预期 23 年股权激励仍有望落地, 从而进一步提管理层活力;

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥

执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

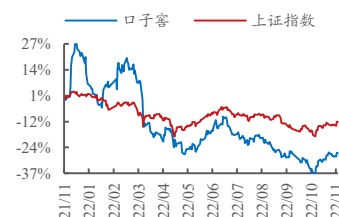
分析师: 张潇倩

执业证书号: S1230520090001
zhangxiaolian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 47.00
总市值(百万元)	28,200.00
总股本(百万股)	600.00

股票走势图



相关报告

- 《业绩增速环比改善, 营销改革仍在进行时——口子窖 2022Q3 业绩点评报告》2022.10.29
- 《22Q2 业绩短暂承压, 营销改革进行时——口子窖 2022H1 业绩点评报告》2022.08.29
- 《【浙商食品饮料】口子窖 21&22Q1 业绩点评: 21 年圆满收官, 22Q1 利润略不及预期 (20220427)》2022.04.28

边际变化三：渠道改革加速有望推动市场迎来边际变化（ α ）。公司已落地系列渠道改革，大商制度正在被打破，且公司合肥营销中心已逐步投入运营，边际变化将持续显现。

□ 盈利预测及估值

预计 2022~2024 年公司收入增速分别为 5.0%、15.1%、15.9%；净利润增速分别为 5.2%、15.4%、16.0%；EPS 分别为 3.0、3.5、4.1 元/股；PE 分别为 16、13、12 倍，维持买入评级。

□ 催化剂：白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ 风险提示：1、疫情或影响白酒整体动销恢复；2、批价上涨不及预期

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	5028.6	5278.3	6075.9	7041.7
(+/-) (%)	25.4%	5.0%	15.1%	15.9%
归母净利润	1727.1	1816.8	2097.1	2431.9
(+/-) (%)	35.3%	5.2%	15.4%	16.0%
每股收益(元)	2.9	3.0	3.5	4.1
P/E	16.3	15.5	13.4	11.6

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6829	7706	8584	9788
现金	1881	2624	2687	3405
交易性金融资产	756	756	756	756
应收账款	611	789	935	1029
其它应收款	2	3	3	4
预付账款	35	38	42	47
存货	3541	3493	4157	4545
其他	2	2	2	2
非流动资产	4202	4463	4998	5517
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2033	2431	2809	3164
无形资产	529	538	561	600
在建工程	1180	1139	1190	1231
其他	460	355	438	523
资产总计	11031	12169	13582	15305
流动负债	2620	2711	2922	3110
短期借款	0	0	0	0
应付款项	738	863	983	1047
预收账款	0	301	116	179
其他	1882	1547	1823	1885
非流动负债	161	142	148	151
长期借款	0	0	0	0
其他	161	142	148	151
负债合计	2781	2854	3070	3261
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	8249	9315	10512	12044
负债和股东权益	11031	12169	13582	15305

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	786	2014	1573	2235
净利润	1727	1817	2097	2432
折旧摊销	179	156	189	222
财务费用	(11)	(33)	(39)	(45)
投资损失	(42)	(42)	(42)	(42)
营运资金变动	278	(66)	76	107
其它	(1345)	182	(708)	(438)
投资活动现金流	272	(550)	(649)	(662)
资本支出	(665)	(575)	(656)	(653)
长期投资	(8)	4	0	(1)
其他	945	20	7	(8)
筹资活动现金流	(720)	(720)	(860)	(854)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(720)	(720)	(860)	(854)
现金净增加额	338	743	63	718

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5029	5278	6076	7042
营业成本	1312	1382	1536	1719
营业税金及附加	768	806	930	1076
营业费用	639	744	838	958
管理费用	254	267	307	356
研发费用	22	23	26	30
财务费用	(11)	(33)	(39)	(45)
资产减值损失	4	(0)	1	2
公允价值变动损益	16	22	18	19
投资净收益	42	42	42	42
其他经营收益	262	262	262	262
营业利润	2361	2417	2799	3269
营业外收支	4	3	3	3
利润总额	2365	2420	2802	3272
所得税	638	603	705	840
净利润	1727	1817	2097	2432
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1727	1817	2097	2432
EBITDA	2516	2543	2951	3449
EPS（最新摊薄）	2.88	3.03	3.50	4.05

主要财务比率

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	25.37%	4.97%	15.11%	15.90%
营业利润	39.88%	2.38%	15.80%	16.80%
归属母公司净利润	35.31%	5.19%	15.43%	15.97%
获利能力				
毛利率	73.90%	73.82%	74.71%	75.59%
净利率	34.35%	34.42%	34.51%	34.54%
ROE	22.30%	20.69%	21.15%	21.56%
ROIC	20.68%	19.23%	19.66%	19.91%
偿债能力				
资产负债率	25.22%	23.45%	22.60%	21.31%
净负债比率	0.13%	0.04%	0.05%	0.07%
流动比率	2.61	2.84	2.94	3.15
速动比率	1.25	1.55	1.51	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.46	0.47	0.49
应收账款周转率	2622.93	2040.73	2121.76	2249.78
应付账款周转率	5.57	5.65	5.07	5.29
每股指标(元)				
每股收益	2.88	3.03	3.50	4.05
每股经营现金	1.31	3.36	2.62	3.73
每股净资产	13.75	15.53	17.52	20.07
估值比率				
P/E	16.33	15.52	13.45	11.60
P/B	3.42	3.03	2.68	2.34
EV/EBITDA	15.86	9.76	8.39	6.97

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn