

口子窖(603589)

报告日期: 2023年04月28日

Q1 收入增速表现优异, 升级换代顺利进行

——口子窖 22 年&23Q1 业绩点评

投资要点

□ **事件:** 公司发布业绩: 2022 年公司收入/归母净利润分别为 51.35/15.50 亿元 (+2.12%/-10.24%), 其中 2022Q4 公司收入/归母净利润分别为 13.73/3.49 亿元 (-1.90%/-39.58%)。2023Q1 公司收入/归母净利润分别为 15.92/5.36 亿元 (+21.35%/+10.37%)。

□ **22 年高端酒价升驱动业绩增长, 省内市场表现优异**

收入占比达 95% 的高端酒价升驱动收入/盈利端增长。 2022 年公司白酒业务收入 50.59 亿元 (+1.86%), 价为核心驱动力 (销量/吨价分别同比变动-

0.76%/+2.64%), 其中: 占收入 95% 的高档酒 (口子 5/6 年及以上产品): 受益于大众价位表现稳定, 占比最高的高档酒收入+1.94%至 48.70 亿元 (毛利率+0.42 个百分点, 量/价同比-1.29%/+3.27%), 而中档酒/低档酒均实现稳健发展 (收入增速分别为-5.95%/+6.47%)。

省内市场价价齐升, 经销商平均规模稳步成长。 ①省内: 受益于 22 年安徽省内经济发展+结构升级+返乡率提升, 省内收入同比+2.27%至 41.70 亿元 (占比提升 0.33 个百分点至 82.43%), 合肥仍为拖累项, 量/价分别+1.94%/+0.33%, 且平均经销商规模同比变动+0.13%; ②省外: 受疫情影响, 22 年收入同比持平, 量/价分别-7.83%/+8.46%, 平均经销商规模-22.07%。

费用率提升拖累净利率, 合同负债表现稳定向好。 22 年公司毛利率/净利率分别同比变动 0.26%/-4.16 个百分点至 74.16%/30.19%, 净利率下滑主因费用率上行: 销售费用率/管理费用率分别同比变动 0.92/0.22 个百分点至 13.63%/5.70%; 经营性现金流同比变动 5.55%至 8.29 亿元; 合同负债同比/环比分别变动-1.14/+1.78 亿元至 5.63 亿元。

□ **23Q1 收入端表现优异, 产品升级换代顺利进行**

新年份 5/6, 兼 10/20 回款顺利, 高档酒收入占比提升。 受益于年前经销商加速老年份 10/20 年产品回款+节后稳步推进新升级兼香系列回款, 23Q1 公司白酒收入同比+20.63%至 15.59 亿元, 其中: 高档酒收入占比+0.94 个百分点至 96.80%, 中档酒亦稳步实现收入增长。

省内返乡率提升+大众价位优秀, 延续亮眼表现。 23Q1 公司省内收入+31.55%至 13.28 亿 (占比提升 7.07 个百分点至 85.15%), 省外受疫情影响收入负增长。另外, 在省内外经销商数量同比变动+26/+11 家背景下, 省内平均经销商规模同比变动+22.94%, 省外平均规模下滑。

成本抬升使得毛利率下降, 非经营性费用影响盈利。 由于口子窖新品上市通过赠酒形式促销 (计入成本), 导致毛利率小幅下降 1.40 个百分点至 76.63%, 税金及附加提升+利息收入减少+期间费用率上行 (23Q1 期间费用率同比变动+0.93 个百分点至 17.89%, 其中销售费用率/管理费用率分别同比变动-2.28/+0.56 个百分点至 12.66%/5.44%, 财务费用从-2.86 亿元变为-0.21 亿元) 下, 净利率-3.35 个百分点至 33.66%。23Q1 经营性现金流-2.31 亿元; 合同负债同比/环比分别变动+0.68/-1.18 亿元至 4.45 亿元。

□ **兼香系列铺货顺利, 看好渠道推力恢复带来升级产品超预期可能**

兼香新品发布召开后, 正顺利铺货中, 预计 23Q1 兼香系列将开始贡献报表业绩。从升级模式看, 预计新品将采取半控价/全控价方式运作以稳定渠道利润。从渠道营销改革看, 近期经销渠道扁平化&费用统一加大投放等渠道营销改革持续落地。我们看好: 兼香系列产品渠道利润恢复→渠道推力增强→销量提升→兼香系列换代表现顺利甚至超预期。

投资评级: 买入(维持)

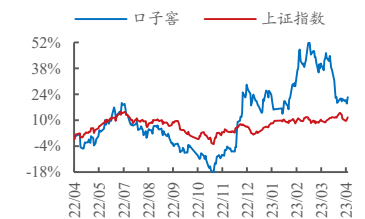
分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 60.11
总市值(百万元)	36,066.00
总股本(百万股)	600.00

股票走势图



相关报告

- 《股权激励落地, 加码提升改革活力》 2023.03.17
- 《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》 2022.11.30
- 《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

□ 盈利预测及估值

我们预计 2023-2025 年收入增速分别为 20.2%/16.2%/14.3%；净利润增速分别为 17.1%/18.8%/17.1%，对应 2023 年估值 20X。维持买入评级。

□ **催化剂：**股权激励落地；兼香系列新品铺货顺利；消费加速修复。

□ **风险提示：**1、兼香系列铺货不及预期；2、消费修复不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5135.1	6172.1	7171.1	8194.3
(+/-) (%)	2.1%	20.2%	16.2%	14.3%
归母净利润	1550.2	1815.9	2157.2	2526.7
(+/-) (%)	-10.2%	17.1%	18.8%	17.1%
每股收益(元)	2.6	3.0	3.6	4.2
P/E	23.3	19.9	16.7	14.3

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)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6743	8491	10138	12380
现金	1680	2717	3795	5295
交易性金融资产	473	473	473	473
应收账款	343	752	746	805
其它应收款	2	3	3	4
预付账款	34	41	45	50
存货	4211	4505	5076	5753
其他	0	0	0	0
非流动资产	4792	5400	6082	6580
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2547	3182	3761	4274
无形资产	516	527	549	551
在建工程	1244	1226	1195	1122
其他	486	465	577	633
资产总计	11535	13891	16220	18960
流动负债	2452	2861	3027	3238
短期借款	0	0	0	0
应付款项	806	978	1041	1175
预收账款	0	0	0	0
其他	1646	1884	1986	2064
非流动负债	178	160	167	168
长期借款	0	0	0	0
其他	178	160	167	168
负债合计	2630	3021	3194	3407
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	8904	10869	13026	15553
负债和股东权益	11535	13891	16220	18960

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	829	1712	1880	2214
净利润	1550	1816	2157	2527
折旧摊销	205	198	246	294
财务费用	(41)	(32)	(48)	(68)
投资损失	(23)	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	106	(5)	169	151
其它	(967)	(240)	(622)	(667)
投资活动现金流	(90)	(856)	(851)	(781)
资本支出	(593)	(875)	(835)	(785)
长期投资	(26)	20	(5)	(3)
其他	528	(1)	(12)	8
筹资活动现金流	(899)	181	49	67
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(899)	181	49	67
现金净增加额	(160)	1038	1077	1501

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5135	6172	7171	8194
营业成本	1327	1542	1732	1912
营业税金及附加	782	944	1095	1251
营业费用	700	957	1090	1246
管理费用	268	322	374	428
研发费用	25	30	34	39
财务费用	(41)	(32)	(48)	(68)
资产减值损失	1	(1)	(2)	(1)
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	23	23	23	23
其他经营收益	2	1	1	1
营业利润	2101	2437	2922	3413
营业外收支	2	3	3	3
利润总额	2102	2440	2925	3416
所得税	552	624	768	889
净利润	1550	1816	2157	2527
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1550	1816	2157	2527
EBITDA	2282	2605	3122	3642
EPS (最新摊薄)	2.58	3.03	3.60	4.21

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	2.12%	20.19%	16.19%	14.27%
营业利润	-11.30%	16.02%	19.89%	16.82%
归属母公司净利润	-10.24%	17.15%	18.79%	17.13%
获利能力				
毛利率	74.16%	75.01%	75.85%	76.66%
净利率	30.19%	29.42%	30.08%	30.83%
ROE	18.07%	18.37%	18.06%	17.68%
ROIC	17.20%	16.48%	16.28%	15.92%
偿债能力				
资产负债率	22.80%	21.75%	19.69%	17.97%
净负债比率	0.07%	0.06%	0.07%	0.06%
流动比率	2.75	2.97	3.35	3.82
速动比率	1.03	1.39	1.67	2.05
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.49	0.48	0.47
应收账款周转率	1847.57	1945.86	2096.10	1965.69
应付账款周转率	4.35	3.95	4.43	4.22
每股指标(元)				
每股收益	2.58	3.03	3.60	4.21
每股经营现金	1.38	2.85	3.13	3.69
每股净资产	14.84	18.12	21.71	25.92
估值比率				
P/E	23.27	19.86	16.72	14.27
P/B	4.05	3.32	2.77	2.32
EV/EBITDA	14.22	12.62	10.19	8.32

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>