

口子窖 (603589.SH)
改革持续推进，经营如期提速

2023年04月29日

——公司信息更新报告
投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）
逢晓娟（分析师）

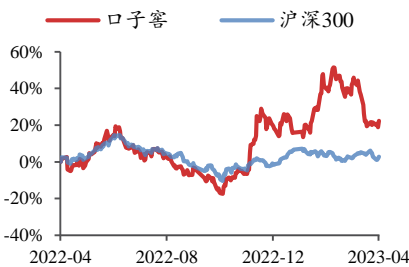
zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2023/4/28
当前股价(元)	60.11
一年最高最低(元)	76.23/39.83
总市值(亿元)	360.66
流通市值(亿元)	360.66
总股本(亿股)	6.00
流通股本(亿股)	6.00
近3个月换手率(%)	90.45

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《股权激励落地，长期改善起点已现——公司信息更新报告》-2023.3.17

《旺季环比提速，市场稳健前行——公司信息更新报告》-2022.11.2

《疫情下韧性相对充足，后续环比改善可期——公司信息更新报告》-2022.8.27

● 改革成效逐步释放，经营势能向上发展，维持“增持”评级

公司公布年报和一季报，2022年实现营业收入51.4亿元，同比+2.1%，归母净利润15.5亿元，同比-10.2%，实现扣非归母净利润15.3亿元，同比+3.3%。2023Q1收入15.9亿元，同比+21.4%，归母净利润5.4亿元，同比+10.4%，扣非归母净利润5.3亿元，同比+11.8%。公司改革短期有不确定性，我们略下调2023-2024年盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年净利润分别为18.8(-0.7)亿元、23.0(-0.1)亿元、27.3亿元，同比分别+21.5%、+21.9%、+19.0%，EPS分别为3.14(-0.11)、3.83(-0.01)元、4.55元，当前股价对应PE分别为19.1、15.7、13.2倍，公司2023年开始推出系统性的改革方案，旨在加强渠公司自身销售运营能力以及渠道推力，目前改革方案有序推进，新品已经基本完成铺货，后续将开启消费者拉动工作，改革后长期增长中枢上移，维持“增持”评级。

● 受益疫情放开及新品铺货，一季度业绩明显提速

2023年Q1高档白酒实现营业收入15.1亿元，同比+21.8%；中档白酒实现营业收入0.3亿元，同比+8.4%；低档白酒实现营业收入0.2亿元，同比-19.9%。

● 预收款维持高位，与新品首批打款有关

2023年Q1末合同负债4.5亿元，环比2022Q4末减少1.2亿元（2022Q1环比2021Q4下降3亿元）。预计主要原因是2023年开始兼香系列首批回款开启，经销商积极进货，导致预收情况较好。

● 毛利率下降，非经常性因素影响净利率表现

2023年Q1毛利率同比-1.40pct至76.63%，预计主要是折扣和结构影响。销售费用率同比-2.28pct，但是营业税金比例以及财务费用率分别同比+1.14pct和+2.65pct，同时还有公允价值变动负面，净利率同比-3.34pct至33.66%。营业税金比率季度间有波动，全年会基本维持稳定。随着新产品升级后动销开始，毛利率会往上走，盈利能力有望修复。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,029	5,135	6,142	6,987	7,992
YOY(%)	25.4	2.1	19.6	13.8	14.4
归母净利润(百万元)	1,727	1,550	1,884	2,296	2,732
YOY(%)	35.4	-10.2	21.5	21.9	19.0
毛利率(%)	73.9	74.2	73.1	76.1	77.2
净利率(%)	34.3	30.2	30.7	32.9	34.2
ROE(%)	20.9	17.4	17.5	18.4	18.7
EPS(摊薄/元)	2.88	2.58	3.14	3.83	4.55
P/E(倍)	20.9	23.3	19.1	15.7	13.2
P/B(倍)	4.4	4.1	3.3	2.9	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6829	6743	8790	9614	12067
现金	1881	1680	2009	4315	4170
应收票据及应收账款	611	343	798	500	985
其他应收款	2	2	3	3	4
预付账款	35	34	48	45	61
存货	3541	4211	5459	4278	6373
其他流动资产	759	473	473	473	473
非流动资产	4202	4792	5203	5490	5874
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2033	2547	3062	3454	3872
无形资产	529	516	521	521	527
其他非流动资产	1640	1730	1620	1516	1475
资产总计	11031	11535	13993	15104	17941
流动负债	2620	2452	3026	2472	3140
短期借款	0	0	181	0	0
应付票据及应付账款	738	806	1121	819	1303
其他流动负债	1882	1646	1725	1653	1837
非流动负债	161	178	178	178	178
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	161	178	178	178	178
负债合计	2781	2630	3205	2650	3318
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	600	600	600	600	600
资本公积	977	977	977	977	977
留存收益	6821	7476	8603	10045	11892
归属母公司股东权益	8249	8904	10788	12454	14623
负债和股东权益	11031	11535	13993	15104	17941

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	786	829	726	3586	999
净利润	1727	1550	1884	2296	2732
折旧摊销	179	205	210	256	302
财务费用	-11	-41	-5	-39	-69
投资损失	-42	-23	-23	-23	-23
营运资金变动	-785	-969	-1323	1109	-1930
其他经营现金流	-282	107	-17	-13	-12
投资活动现金流	272	-90	-580	-507	-651
资本支出	600	398	620	543	686
长期投资	745	269	0	0	0
其他投资现金流	127	39	40	36	35
筹资活动现金流	-720	-899	3	-591	-493
短期借款	0	0	181	-181	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-720	-899	-178	-411	-493
现金净增加额	338	-160	149	2487	-145

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5029	5135	6142	6987	7992
营业成本	1312	1327	1655	1667	1823
营业税金及附加	768	782	921	1048	1199
营业费用	639	700	798	908	1039
管理费用	254	268	276	349	360
研发费用	22	25	28	32	37
财务费用	-11	-41	-5	-39	-69
资产减值损失	-3	-0	0	0	0
其他收益	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	16	1	17	13	12
投资净收益	42	23	23	23	23
资产处置收益	261	-0	0	0	0
营业利润	2361	2101	2508	3057	3638
营业外收入	4	2	4	5	4
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	2365	2102	2512	3061	3642
所得税	638	552	628	765	911
净利润	1727	1550	1884	2296	2732
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1727	1550	1884	2296	2732
EBITDA	2487	2257	2674	3229	3818
EPS(元)	2.88	2.58	3.14	3.83	4.55

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	25.4	2.1	19.6	13.8	14.4
营业利润(%)	39.9	-11.0	19.4	21.9	19.0
归属于母公司净利润(%)	35.4	-10.2	21.5	21.9	19.0
获利能力					
毛利率(%)	73.9	74.2	73.1	76.1	77.2
净利率(%)	34.3	30.2	30.7	32.9	34.2
ROE(%)	20.9	17.4	17.5	18.4	18.7
ROIC(%)	31.4	23.5	22.6	30.3	27.3
偿债能力					
资产负债率(%)	25.2	22.8	22.9	17.5	18.5
净负债比率(%)	-21.8	-18.0	-16.2	-34.0	-28.0
流动比率	2.6	2.7	2.9	3.9	3.8
速动比率	1.2	1.0	1.1	2.1	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2622.9	1847.6	1847.6	1847.6	1847.6
应付账款周转率	5.6	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.88	2.58	3.14	3.83	4.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.38	1.21	5.98	1.67
每股净资产(最新摊薄)	13.75	14.84	17.98	20.76	24.37
估值比率					
P/E	20.9	23.3	19.1	15.7	13.2
P/B	4.4	4.1	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.5	15.1	12.7	9.7	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2/4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn