

2023年08月29日

Q2 符合预期，维持全年目标不变

口子窖(603589)

评级:	增持	股票代码:	603589
上次评级:	增持	52周最高价/最低价(元):	74.0/40.5
目标价格(元):		总市值(亿元)	348.84
最新收盘价(元):	58.14	自由流通市值(亿元)	347.02
		自由流通股数(百万)	596.87

事件概述

23H1 公司实现营业收入 29.1 亿元，同比+26.8%；归母净利润 8.5 亿元，同比+14.6%；扣非归母净利润 8.3 亿元，同比+15.9%。23Q2 公司实现营业收入 13.2 亿元，同比+34.0%；归母净利润 3.1 亿元，同比+22.8%；扣非归母净利润 3.0 亿元，同比+23.7%。

分析判断:

► 高档酒收入维持高增速

23H1 高中低档白酒分别实现收入 27.7/0.4/0.5 亿元，分别同比+28.1%/-13.9%/+3.6%；23Q2 高中低档白酒分别实现收入 12.6/0.1/0.2 亿元，分别同比+36.4%/-40.8%/+45.8%。高档酒收入维持高增速，我们认为中档酒收入下滑主因产品结构主要向百元以上价格带的口子 5 年、6 年、初夏、仲秋等产品倾斜，100-300 元价格带成为大众消费主力；低档酒单季度收入同比高增预计主因同期基数相对较低。

23H1 合同负债同比+83.5%，预计一方面主因 22 年上半年疫情基数较低，另一方面兼系列产品升级换代渠道回款有所增加。

► 预计产品结构向中低档价位段倾斜，业绩小幅度下滑

23Q2 毛利率 70.5%，同比-1.5pct，我们认为宏观经济和白酒消费现状下短期次高端消费向中低端价位段倾斜，因此影响公司毛利率。23H1 销售/管理费用率分别 13.7%/6.0%，分别同比-1.2/+0.4pct；23Q2 销售/管理费用率分别 14.9%/6.9%，分别同比持平/-0.1pct。23H1 促销及业务费同比+41.3%，我们认为公司积极进行渠道改革，产品升级后加大与消费者的促销投放，但上半年整体销售费用率保持稳定。23 年 4 月公司推出股权激励计划，全年摊销成本 0.48 亿元，预计剔除股权激励费用后管理费用稳重有降。23Q2 净利率 23.6%，同比-2.2pct。

► 兼系列升级换代仍在进行中，百元价位带省内影响力依旧

我们认为公司兼系列升级换代仍在推进中，新品顺利铺货后期待在中秋国庆旺季的重点市场渠道和组织共同推动下发力。23H1 省内经销商净+26 家，上半年分季度省内维持高速增长，我们判断公司品牌在省内百元价位带影响力依旧，长期深耕 100-300 元价格带，看好下半年新品升级换代的渠道放量，全年维持收入或净利润同比+15%的股权激励目标。

投资建议

维持盈利预测不变，23-25 年营业收入 60.1/70.1/80.7 亿元；归母净利润 19.0/22.5/26.3 亿元；EPS 3.16/3.75/4.38 元，2023 年 8 月 29 日收盘价 58.14 元对应估值分别为 19/16/13 倍。维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,029	5,135	6,015	7,014	8,073
YoY (%)	25.4%	2.1%	17.1%	16.6%	15.1%
归母净利润(百万元)	1,727	1,550	1,897	2,249	2,628
YoY (%)	35.4%	-10.2%	22.3%	18.6%	16.8%
毛利率 (%)	73.9%	74.2%	74.6%	75.0%	75.3%
每股收益 (元)	2.88	2.58	3.16	3.75	4.38
ROE (%)	20.9%	17.4%	19.1%	20.2%	21.0%
市盈率	20.19	22.53	18.39	15.51	13.28

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,135	6,015	7,014	8,073	净利润	1,550	1,897	2,249	2,628
YoY (%)	2.1%	17.1%	16.6%	15.1%	折旧和摊销	208	312	361	391
营业成本	1,327	1,526	1,753	1,995	营运资金变动	-927	187	-529	-433
营业税金及附加	782	902	1,045	1,195	经营活动现金流	829	2,348	2,036	2,534
销售费用	700	806	926	1,049	资本开支	-398	-793	-877	-806
管理费用	268	307	351	396	投资	269	-28	-24	-26
财务费用	-41	-17	-24	-25	投资活动现金流	-90	-778	-855	-780
研发费用	25	27	32	37	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	23	44	46	52	筹资活动现金流	-899	-870	-1,020	-1,260
营业利润	2,101	2,509	2,979	3,480	现金净流量	-160	701	160	494
营业外收支	2	3	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	2,102	2,512	2,979	3,480	成长能力				
所得税	552	615	730	853	营业收入增长率	2.1%	17.1%	16.6%	15.1%
净利润	1,550	1,897	2,249	2,628	净利润增长率	-10.2%	22.3%	18.6%	16.8%
归属于母公司净利润	1,550	1,897	2,249	2,628	盈利能力				
YoY (%)	-10.2%	22.3%	18.6%	16.8%	毛利率	74.2%	74.6%	75.0%	75.3%
每股收益(元)	2.58	3.16	3.75	4.38	净利率	30.2%	31.5%	32.1%	32.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	13.4%	14.1%	15.2%	15.9%
货币资金	1,680	2,381	2,541	3,035	净资产收益率 ROE	17.4%	19.1%	20.2%	21.0%
预付款项	34	31	26	22	偿债能力				
存货	4,211	4,389	5,042	5,740	流动比率	2.75	2.42	2.57	2.70
其他流动资产	818	1,385	1,383	1,410	速动比率	1.02	1.11	1.12	1.17
流动资产合计	6,743	8,185	8,992	10,206	现金比率	0.68	0.70	0.73	0.80
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	22.8%	26.4%	24.8%	24.0%
固定资产	2,547	2,905	3,240	3,538	经营效率				
无形资产	516	544	551	571	总资产周转率	0.45	0.45	0.47	0.49
非流动资产合计	4,792	5,304	5,844	6,285	每股指标 (元)				
资产合计	11,535	13,489	14,836	16,491	每股收益	2.58	3.16	3.75	4.38
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	14.84	16.55	18.60	20.88
应付账款及票据	806	966	912	929	每股经营现金流	1.38	3.91	3.39	4.22
其他流动负债	1,646	2,414	2,585	2,856	每股股利	0.00	1.45	1.70	2.10
流动负债合计	2,452	3,380	3,498	3,785	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	22.53	18.39	15.51	13.28
其他长期负债	178	178	178	178	PB	3.89	3.51	3.13	2.78
非流动负债合计	178	178	178	178					
负债合计	2,630	3,558	3,676	3,964					
股本	600	600	600	600					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	8,904	9,931	11,160	12,528					
负债和股东权益合计	11,535	13,489	14,836	16,491					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。