

2023 年 08 月 29 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩超预期，关注兼系列

一口子窖（603589.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023 年 8 月 28 日，口子窖发布 2023 年半年报。

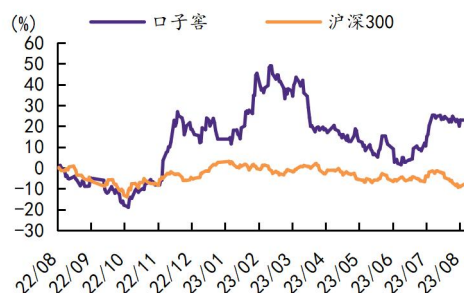
投资要点

基本数据

2023-08-28

当前股价（元）	58.65
总市值（亿元）	352
总股本（百万股）	600
流通股本（百万股）	597
52 周价格范围（元）	40.5-74.4
日均成交额（百万元）	424.61

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《一口子窖（603589）：业绩符合预期，期待更好表现》2023-04-28
- 2、《一口子窖（603589）：股权激励终落地，改革进入新阶段》2023-03-17
- 3、《一口子窖（603589）：业绩符合预期，四季度望改善》2022-10-28

业绩超预期，后续增长动力足

2023H1 总营收 29.12 亿元（同增 27%），归母净利润 8.48 亿元（同增 15%）。2023Q2 总营收 13.21 亿元（同增 34%），归母净利润 3.12 亿元（同增 23%），业绩表现超预期。2023H1 毛利率 73.86%（-2pct），净利率 29.11%（-3pct），销售费用率为 13.67%（-1pct），管理费用率为 5.98%（+0.4pct），营业税金及附加占比为 16.13%（+1pct）。2023Q2 毛利率 70.52%（-2pct），净利率 23.63%（-2pct），销售费用率为 14.90%（+0.04pct），管理费用率 6.89%（-0.1pct），营业税金及附加占比 18.06%（+1pct），毛利率下降主要系公司产品结构调整所致。2023H1 经营活动现金流净额 0.30 亿元（2022H1 为-2.97 亿元），销售回款 26.72 亿元（同增 26%）。2023Q2 经营活动现金流净额 2.61 亿元（2022Q2 为-4.53 亿元），销售回款 14.58 亿元（同增 49%）。截至 2023H1，合同负债 7.27 亿元（环比+63%），业绩蓄水池充足。

省外表现亮眼，长期高端化战略可期

分产品看，2023H1 主营收入 28.55 亿元（同增 27%）；主营业务中，2023H1 高档白酒/中档白酒/低档白酒营收分别为 27.70/0.39/0.46 亿元，分别同比+28%/-14%/+4%；2023Q2 分别为 12.61/0.12/0.23 亿元，分别同比+36%/-41%/+46%。公司年初推出兼系列战略新品，兼 10、兼 20、兼 30 分别站位 300、500 和千元价位带，着力推进高端化战略。目前产业园二期正在陆续投产，产品支撑力不断增强。主营业务分渠道看，2023H1 直销/批发代理营收分别为 0.55/28.00 亿元，分别同比+41%/+26%；2023Q2 分别为 0.28/12.68 亿元，分别同比+106%/+34%，分别占主营业务比重 2%/98%，直销渠道实现亮眼增长。主营业务分区域看，2023H1 省内/省外营收分别为 23.94/4.62 亿元，分别同比+31%/+7%；2023Q2 分别为 10.66/2.30 亿元，分别同比+31%/+56%，分别占主营业务比重 82%/18%，省外聚焦重点市场，加大招商力度，占比持续提升；省内持续完善安徽运营中心工作机制，推动传统渠道转型。截至 2023H1，经销商 904 家，较年初增加 45 家。

■ 盈利预测

根据公司最新股本，我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.16/3.72/4.33 元，当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、改革进度不及预期、新品增长不及预期、股权激励目标不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	5,135	5,929	6,722	7,514
增长率（%）	2.1%	15.5%	13.4%	11.8%
归母净利润（百万元）	1,550	1,896	2,231	2,599
增长率（%）	-10.2%	22.3%	17.6%	16.5%
摊薄每股收益（元）	2.58	3.16	3.72	4.33
ROE（%）	17.4%	19.0%	19.7%	20.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	5,135	5,929	6,722	7,514
现金及现金等价物	1,680	2,984	4,408	6,150	营业成本	1,327	1,468	1,570	1,634
应收款	345	357	368	371	营业税金及附加	782	889	1,015	1,142
存货	4,211	4,326	4,461	4,563	销售费用	700	800	901	999
其他流动资产	507	538	563	578	管理费用	268	291	336	383
流动资产合计	6,743	8,206	9,800	11,662	财务费用	-41	-84	-123	-172
非流动资产：					研发费用	25	28	32	36
金融类资产	473	503	523	533	费用合计	951	1,036	1,146	1,246
固定资产	2,547	3,123	3,213	3,118	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	1,244	497	199	80	公允价值变动	1	5	4	3
无形资产	516	490	464	440	投资收益	23	25	20	15
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	2,101	2,569	3,017	3,510
其他非流动资产	486	486	486	486	加：营业外收入	2	1	2	3
非流动资产合计	4,792	4,597	4,363	4,124	减：营业外支出	0	0	0	0
资产总计	11,535	12,803	14,163	15,786	利润总额	2,102	2,570	3,019	3,513
流动负债：					所得税费用	552	673	788	913
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,550	1,896	2,231	2,599
应付账款、票据	806	969	991	1,027	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,083	1,083	1,083	1,083	归母净利润	1,550	1,896	2,231	2,599
流动负债合计	2,452	2,620	2,664	2,728					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	178	178	178	178	营业收入增长率	2.1%	15.5%	13.4%	11.8%
非流动负债合计	178	178	178	178	归母净利润增长率	-10.2%	22.3%	17.6%	16.5%
负债合计	2,630	2,799	2,842	2,906	盈利能力				
所有者权益					毛利率	74.2%	75.3%	76.7%	78.3%
股本	600	600	600	600	四项费用/营收	18.5%	17.5%	17.0%	16.6%
股东权益	8,904	10,004	11,320	12,880	净利率	30.2%	32.0%	33.2%	34.6%
负债和所有者权益	11,535	12,803	14,163	15,786	ROE	17.4%	19.0%	19.7%	20.2%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	22.8%	21.9%	20.1%	18.4%
净利润	1550	1896	2231	2599	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
折旧摊销	205	196	233	237	应收账款周转率	14.9	16.6	18.3	20.3
公允价值变动	1	5	4	3	存货周转率	0.3	0.5	0.6	0.6
营运资金变动	-927	39	-107	-46	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	829	2136	2361	2794	EPS	2.58	3.16	3.72	4.33
投资活动现金净流量	-90	140	188	204	P/E	22.7	18.6	15.8	13.5
筹资活动现金净流量	566	-796	-915	-1040	P/S	6.9	5.9	5.2	4.7
现金流量净额	1,304	1,479	1,634	1,959	P/B	4.0	3.5	3.1	2.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。