

口子窖 (603589.SH)

二季度收入增长 34%，新品市场导入持续推进

买入

核心观点

二季度收入端平稳增长，利润端增速慢于收入端。公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 29.12 亿元，同比+26.79%；实现归母净利润 8.48 亿元，同比+14.64%；实现扣非归母净利润 8.34 亿元，同比+15.9%。其中，2023Q2 实现营业总收入 13.21 亿元，同比+34.03%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比+22.78%；扣非归母净利润 3.04 亿元，同比+23.7%。

受益于价位段与地区增长红利，口子窖老品呈现复苏增长。在上年的低基数上，Q2 酒类收入同比增长 35%，主要受益于：1) 100-200 元价位需求较好，口子 5 年/6 年/10 年表现突出；2) 兼香新品二季度在省内完成铺货，贡献部分业绩增量；3) 6 月 30 日后公司开始取消老品政策，存在部分经销提前备货。从产品结构来看，Q2 高档/中档/低档白酒营收同比+36%/-41%/+46%，毛利率同比下滑 1.6pcts，主要系：1) 公司加大渠道费用投放、实行扫码红包政策，部分费用做抵减收入处理；2) 口子 5 年/6 年高速增长对产品结构产生影响。分区域看，Q2 省内/省外 Y 营收同比+31%/+56%，省外高增系基数效应。从利润端看，Q2 净利率同比下降 2.2pcts，主要系毛销差扰动（同比-1.7pcts）与消费税季度扰动（同比+1.5pcts）。2023 年需求复苏具有不确定性，公司今年或将收入放在战略优先级。

合同负债高速增长，报表留有余力。Q2 末公司合同负债 7.27 亿元，环比+2.8 亿元，同比+83%，整体表现较为亮眼，预计下半年业绩增长有保障。其中，预计老品回款占比高于新品。Q2 收现同比+49%，高于收入增速，业绩增长质量较好。展望中秋双节，公司积极备战，持续强化消费者培育，截止目前，预计兼香新品回款 5-6 亿。

渠道改革持续推进，短期新品铺货进度顺利。今年公司相继打出股权激励、兼香新品、渠道变革组合拳，通过渠道扁平化增厚经销商利润空间，配合新品导入，但短期由于宏观环境承压，进度略慢。我们认为，公司在省内有序导入新品，在确保市场份额与价盘稳定的前提下，实现新品快速铺货。中期看，后续随着需求复苏，公司新品换代和渠道改革的效果有望逐步兑现。

风险提示：新品推广不及预期；渠道变革效果不及预期；宏观环境承压。

投资建议：维持此前盈利预测并引入 2025 年，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 60.85/69.98/79.77 亿元，同比+18.5%/+15.0%/+14.0%；实现归母净利润 19.28/22.38/25.59 亿元，同比+24.4%/+16.1%/+14.3%；现价对应 PE 分别为 18.3/15.7/13.7X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,029	5,135	6,085	6,998	7,977
(+/-%)	25.4%	2.1%	18.5%	15.0%	14.0%
净利润(百万元)	1727	1550	1928	2238	2559
(+/-%)	35.4%	-10.2%	24.4%	16.1%	14.3%
每股收益(元)	2.88	2.58	3.21	3.73	4.27
EBIT Margin	40.4%	39.6%	41.1%	41.6%	41.8%
净资产收益率(ROE)	20.9%	17.4%	19.5%	20.4%	20.9%
市盈率(PE)	20.4	22.7	18.3	15.7	13.7
EV/EBITDA	17.2	16.9	14.4	12.4	11.1
市净率(PB)	4.27	3.95	3.57	3.20	2.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：李文华

021-60375461

liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	58.65 元
总市值/流通市值	35190/35006 百万元
52 周最高价/最低价	76.23/39.83 元
近 3 个月日均成交额	324.36 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《口子窖 (603589.SH) - 股权激励顺利落地，渠道改革有望不断兑现》——2023-03-20
- 《口子窖 (603589.SH) - 积极谋求渠道变革的徽酒领军者》——2023-01-01
- 《口子窖 (603589.SH) - 总体经营稳健，产品升级可期》——2022-03-15
- 《口子窖-603589-2021 年三季报点评：业绩符合预期，改革成效持续显现》——2021-10-29

二季度收入端平稳增长，利润端增速慢于收入端。公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 29.12 亿元，同比+26.79%；实现归母净利润 8.48 亿元，同比+14.64%；实现扣非归母净利润 8.34 亿元，同比+15.9%。其中，2023Q2 实现营业总收入 13.21 亿元，同比+34.03%；实现归母净利润 3.12 亿元，同比+22.78%；扣非归母净利润 3.04 亿元，同比+23.7%。

受益于价位段与地区增长红利，口子窖老品呈现复苏增长。在上年的低基数上，Q2 酒类收入同比增长 35%，主要受益于：1) 100-200 元价位需求较好，口子 5 年/6 年/10 年表现突出；2) 兼香新品二季度在省内完成铺货，贡献部分业绩增量；3) 6 月 30 日后公司开始取消老品政策，存在部分经销提前备货。从产品结构来看，Q2 高档/中档/低档白酒营收同比+36%/-41%/+46%，毛利率同比下滑 1.6pcts，主要系：1) 公司加大渠道费用投放、实行扫码红包政策，部分费用做抵减收入处理；2) 口子 5 年/6 年高速增长对产品结构产生影响。分区域看，Q2 省内/省外 Y 营收同比+31%/+56%，省外高增系基数效应。从利润端看，Q2 净利率同比下降 2.2pcts，主要系毛销差扰动(同比-1.7pcts)与消费税季度扰动(同比+1.5pcts)。2023 年需求复苏具有不确定性，公司今年或将收入放在战略优先级。

合同负债高速增长，报表留有余力。Q2 末公司合同负债 7.27 亿元，环比+2.8 亿元，同比+83%，整体表现较为亮眼，预计下半年业绩增长有保障。其中，预计老品回款占比高于新品。Q2 收现同比+49%，高于收入增速，业绩增长质量较好。展望中秋双节，公司积极备战，持续强化消费者培育，截止目前，预计兼香新品回款 5-6 亿。

渠道改革持续推进，短期新品铺货进度顺利。今年公司相继打出股权激励、兼香新品、渠道变革组合拳，通过渠道扁平化增厚经销商利润空间，配合新品导入，但短期由于宏观环境承压，进度略慢。我们认为，公司在省内有序导入新品，在确保市场份额与价盘稳定的前提下，实现新品的快速铺货。中期看，后续随着需求复苏，我们认为公司新品换代和渠道改革的效果有望逐步兑现。

投资建议：维持此前盈利预测并引入 2025 年，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 60.85/69.98/79.77 亿元，同比+18.5%/+15.0%/+14.0%；实现归母净利润 19.28/22.38/25.59 亿元，同比+24.4%/+16.1%/+14.3%；现价对应 PE 分别为 18.3/15.7/13.7X，维持“买入”评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 08 月 28 日）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	271.3	1,434.2	7.1	8.7	12.7	38.3	31.2	21.3
603198.SH	迎驾贡酒	买入	73.6	588.8	2.7	3.3	3.9	27.7	22.5	18.7
603589.SH	口子窖	买入	58.7	351.9	3.2	3.7	4.3	18.3	15.7	13.7

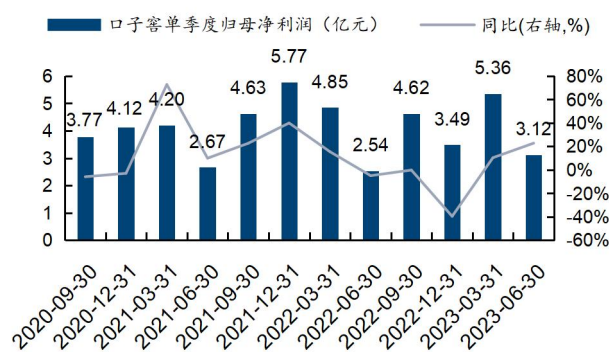
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1: 口子窖单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2: 口子窖单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

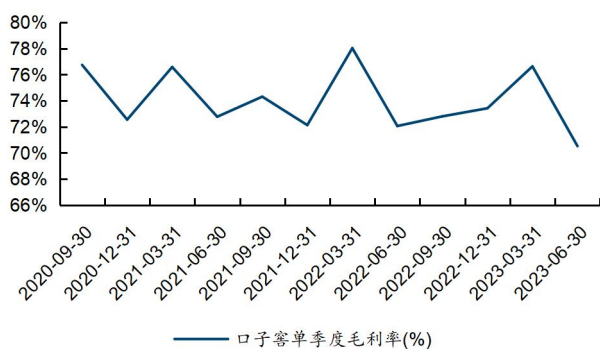


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



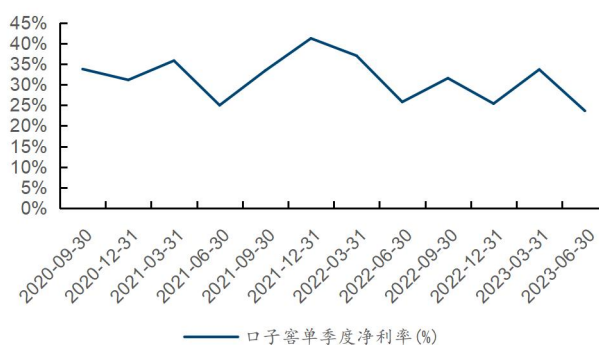
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 口子窖单季度毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 口子窖单季度净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1881	1680	2645	3438	4262	营业收入	5029	5135	6085	6998	7977
应收款项	614	345	741	726	778	营业成本	1312	1327	1572	1777	2015
存货净额	3541	4211	4681	5323	6251	营业税金及附加	768	782	930	1068	1217
其他流动资产	37	34	44	50	56	销售费用	639	700	730	840	957
流动资产合计	6829	6743	8584	10009	11821	管理费用	254	268	325	371	419
固定资产	3265	3858	3835	3833	3820	研发费用	22	25	27	32	37
无形资产及其他	529	516	495	475	454	财务费用	(11)	(41)	(22)	(30)	(39)
投资性房地产	407	418	418	418	418	投资收益	42	23	33	28	30
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	19	1	13	11	8
资产总计	11031	11535	13332	14735	16513	其他收入	234	(23)	(27)	(32)	(37)
短期借款及交易性金融负债	4	2	0	0	0	营业利润	2361	2101	2567	2980	3408
应付款项	738	806	1015	1091	1275	营业外净收支	4	2	4	4	4
其他流动负债	1878	1645	2253	2442	2739	利润总额	2365	2102	2571	2984	3412
流动负债合计	2620	2452	3268	3533	4014	所得税费用	638	552	643	746	853
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	161	178	196	215	232	归属于母公司净利润	1727	1550	1928	2238	2559
长期负债合计	161	178	196	215	232	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2781	2630	3464	3748	4246	净利润	1727	1550	1928	2238	2559
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	3	(3)	0	0	(0)
股东权益	8249	8904	9868	10987	12267	折旧摊销	179	205	184	225	234
负债和股东权益总计	11031	11535	13332	14735	16513	公允价值变动损失	(19)	(1)	(13)	(11)	(8)
						财务费用	(11)	(41)	(22)	(30)	(39)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(585)	(562)	(41)	(348)	(489)
每股收益	2.88	2.58	3.21	3.73	4.27	其它	(3)	3	(0)	0	0
每股红利	1.19	1.49	1.61	1.87	2.13	经营活动现金流	1302	1192	2058	2104	2296
每股净资产	13.75	14.84	16.45	18.31	20.44	资本开支	0	(782)	(127)	(192)	(192)
ROIC	22.70%	19.34%	22%	24%	25%	其它投资现金流	745	284	0	0	0
ROE	20.94%	17.41%	20%	20%	21%	投资活动现金流	745	(498)	(127)	(192)	(192)
毛利率	74%	74%	74%	75%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	40%	41%	42%	42%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	44%	44%	45%	45%	支付股利、利息	(716)	(895)	(964)	(1119)	(1280)
收入增长	25%	2%	18%	15%	14%	其它融资现金流	(237)	896	(2)	0	0
净利润增长率	35%	-10%	24%	16%	14%	融资活动现金流	(1670)	(895)	(966)	(1119)	(1280)
资产负债率	25%	23%	26%	25%	26%	现金净变动	377	(201)	965	793	825
股息率	2.0%	2.5%	2.7%	3.2%	3.6%	货币资金的期初余额	1504	1881	1680	2645	3438
P/E	20.4	22.7	18.3	15.7	13.7	货币资金的期末余额	1881	1680	2645	3438	4262
P/B	4.3	4.0	3.6	3.2	2.9	企业自由现金流	0	361	1890	1868	2052
EV/EBITDA	17.2	16.9	14.4	12.4	11.1	权益自由现金流	0	1256	1905	1891	2081

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032