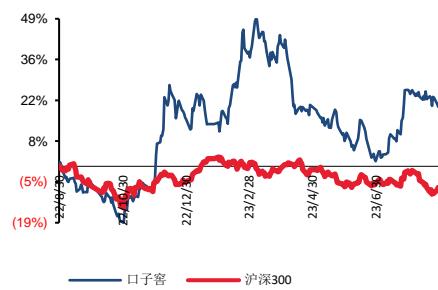




食品饮料 白酒II

口子窖: Q2 业绩超预期, 关注兼系列后续放量

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	600/597
总市值/流通(百万元)	34,884/34,702
12 个月最高/最低(元)	74.40/40.50

相关研究报告:

口子窖(603589)《口子窖: 22 年平稳收官, 23 年改革持续推进》
--2023/05/07

口子窖(603589)《口子窖: 股权激励草案出台, 改革步入新阶段》
--2023/03/17

口子窖(603589)《口子窖: 业绩短期承压, 关注双节动销复苏》
--2022/08/29

证券分析师: 李鑫鑫

电话: 021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519100001

证券分析师: 伍兆丰

电话: 13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

事件: 公司发布 2023 年中报。上半年公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 29.12 亿元、8.48 亿元、8.34 亿元, 分别同比+26.79%、+14.64%、+34.47%。其中 Q2 营收、归母净利润、归母扣非净利润为 13.21 亿元、3.12 亿元、3.04 亿元, 分别同比+34.03%、+22.78%、+23.67%。

报表分析: Q2 销售现金回款同比增速较高, 23H1 合同负债同比增长明显。上半年公司现金回款 26.72 亿元, 同比+26.38%, 略低于收入增速(+26.79%), 销售收现率为 92%; 其中 Q2 现金回款 14.58 亿元, 同比+48.93%, 大幅高于收入增速+34.03%, 销售收现率为 110%; 合同负债为 7.27 亿元, 同比增加 3.31 亿元, 环比增加 2.82 亿元。

点评:

收入分析: 收入超预期, 高档酒同比增长较快

上半年公司实现营收 29.12 亿元, 同比+26.79% (Q1: +21.35%; Q2: +34.03%), Q2 收入超预期, 增速环比有所上升。

1) 分产品: 上半年老品、兼系列铺货带动高档白酒增速较快, 23H1 高档白酒实现营收 27.70 亿元, 同比+28.06%, 其中 23Q2 实现营收 12.60 亿元, 同比+36.45%, 预计为省内 100-300 元价格带产品表现较好, 口子窖老品动销稳定, 经销商加快备货所致, 公司原定 6 月 30 日对老品停货, 但考虑直接停货对市场冲击较大, 调整为 6 月 30 日停止老品补贴政策, 以及经销商一定缓冲期, 预计经销商加大了对老品提前备货力度。同时, 公司于 2 月 21 日发布兼系列新品, 预计 Q2 新系列省内稳步铺货亦带来部分增量。23H1 中档/低档白酒营收 0.39/0.46 亿元, 同比-13.94%/+3.54%, 其中 23Q2 中档/低档白酒实现营收 0.12/0.23 亿元, 同比-40.75%/+45.84%。结构上, 上半年高档/中档/低档白酒分别占 97%/1.4%/1.6%。

2) 分市场: 上半年安徽省内/省外实现营收 23.94/4.62 亿元, 同比+31.36%/+7.16%。23Q2 安徽省内/省外实现营收 10.66/2.30 亿元, 同比+31.12%/+56.07%, Q2 省内保持较快增长, 省内渠道改革持续推进, 公司取消二级经销商结构, 由大商制逐渐转为平台公司模式, 经销商数量持续优化, 上半年省内/省外经销商 488/416 家, 较年初-16/+24 家。

执业资格证书编码：S1190522110002

本费利分析：新品推广影响 23Q2 毛利率，利润率有所承压

1) 上半年公司毛利率 73.86%，同比-1.61pct，期间费用率 19.63%，同比+0.40pct，主要为管理费用率、财务费用率有所提升，其中销售费用率 13.67%，同比-1.23pct，管理费用率 5.98%，同比+0.44pct，研发费用率 0.19%，同比-0.32pct，财务费用率-0.21%，同比+1.51pct。归母净利润率 29.11%，同比-3.08pct，主要为毛利率有所承压。

2) 23Q2 公司毛利率 70.52%，同比-1.54pct，预计为兼系列推广下赠酒、品鉴较多，导致高端产品货折较多有关。期间费用率 21.74%，同比-0.51pct，其中销售费用率 14.90%，同比+0.05pct，管理费用率 6.89%，同比-0.11pct，研发费用率 0.15%，同比-0.44pct，财务费用率-0.20%，同比-0.01pct。归母净利润率 23.63%，同比-2.16pct，主要为毛利率短期承压导致。

23 年展望：持续推进改革步伐，新品、渠道、激励对维度推动公司发展。从产品端，公司 23 年 2 月举行口子窖兼系列新品上市发布会，正式推出兼 10、兼 20、兼 30，兼香系列主体基酒自然储存 5-10 年以上，再添加地下陶坛窖藏 10-30 年以上的不同风格的调味酒，形成了兼系列的“三香五味”。在价格带上，兼系列较年份系列更高，有望进一步受益省内主流价格带向次高端升级的红利。从渠道端，公司持续推进扁平化改革，根据名酒观察，公司在芜湖、安庆、蚌埠试点，将当地原有大商经销商与小规模经销商成立中间经销公司。随着渠道扁平化推进，厂商利益分配有望更均衡。从激励端，公司推出股权激励方案，覆盖较多核心骨干，有助于提升员工积极性，推动公司更积极参与到市场投入，提升公司渠道掌控力。

中长期展望：持续受益安徽市场次高端价格带扩容，持续深化渠道改革，推动业绩成长。安徽作为白酒产销大省，随着经济快速发展，消费升级趋势明显，次高端持续扩容，公司推出新品兼香系列，卡位次高端价格带，有望受益安徽地区次高端价格带扩容。公司持续深化渠道改革，从过去的大商模式向“1+N”的扁平化模式转变，并加强对销售团队考核力度，随着公司对团购渠道的开拓以及渠道进一步下沉、深耕，有望推动业绩逐步增长。

投资建议：短期来看，兼系列推出铺货、股权激励、渠道改革有望推进公司加速发展，中长期仍然看好公司受益安徽省内次高端价格带扩容以及渠道的深化改革。我们预计 23-25 年收入增速为 19%/15%/15%，归母净利润增速分别为 19%/19%/18%，EPS 分别为 3.07/3.65/4.31 元，对应当前股价 PE 分别为 19x/16x/14x，我们按照 2024 年业绩给予 20 倍，一年目标价 73 元，维持“增持”评级。

风险提示: 省内竞争加剧, 公司出现重大管理瑕疵, 新品推广不及预期, 渠道开拓不及预期, 宏观经济发生较大的波动等

■ 盈利预测和财务指标:

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5135	6077	7015	8067
(+/-%)	2%	18%	15%	15%
归母净利(百万元)	1550	1841	2188	2588
(+/-%)	-10%	19%	19%	18%
摊薄每股收益(元)	2.58	3.07	3.65	4.31
市盈率(PE)	22	19	16	13

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1881	1680	3306	4087	4963	营业收入	5029	5135	6077	7015	8067
应收款项	614	345	575	568	708	营业成本	1312	1327	1571	1789	2032
存货净额	3541	4211	4784	5476	6249	营业税金及附加	768	782	924	1066	1226
其他流动资产	793	507	513	519	526	销售费用	639	700	808	898	984
流动资产合计	6829	6743	8706	10178	11974	管理费用	275	293	331	352	379
固定资产	2033	2547	2292	2063	1856	财务费用	(11)	(41)	(33)	(36)	(43)
在建工程	1180	1244	1244	1244	1244	其他费用/(-收入)	62	24	11	12	8
无形资产及其他	529	516	503	490	477	营业利润	2361	2101	2488	2956	3497
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业外净收支	4	2	0	(0)	(0)
资产总计	11031	11535	13230	14460	16038	利润总额	2365	2102	2488	2956	3497
短期借款	0	0	0	0	0	所得税费用	638	552	647	769	909
应付款项	738	806	1581	1717	2001	净利润	1727	1550	1841	2188	2588
合同负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	1882	1646	1646	1646	1646	归属于母公司净利润	1727	1550	1841	2188	2588
流动负债合计	2620	2452	3227	3363	3648	预测指标					
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	ROE	21%	17%	19%	20%	21%
其他长期负债	161	178	178	178	178	毛利率	74%	74%	74%	74%	75%
长期负债合计	161	178	178	178	178	销售净利率	34%	30%	30%	31%	32%
负债合计	2781	2630	3406	3542	3826	收入增长率	25%	2%	18%	15%	15%
股本	600	600	600	600	600	利润增长率	35%	-10%	19%	19%	18%
股东权益	8249	8904	9825	10918	12212	总资产周转率	0.46	0.45	0.46	0.49	0.50
负债和股东权益总计	11031	11535	13230	14460	16038	应收账款周转率	8.20	14.88	10.57	12.36	11.39
现金流量表(百万)						存货周转率	0.37	0.32	0.52	0.52	0.52
经营活动现金流	786	829	2084	1884	2180	资产负债率	25%	23%	26%	24%	24%
投资活动现金流	272	(90)	255	229	206	流动比	2.61	2.75	2.70	3.03	3.28
筹资活动现金流	(1259)	888	(920)	(1094)	(1294)	EPS	2.88	2.58	3.07	3.65	4.31
现金净增加额	(201)	1627	1419	1019	1092	BVPS	13.75	14.84	16.37	18.20	20.35

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上;

中性: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间;

看淡: 预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上;

增持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 预计未来 6 个月内, 个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。