

2023 年 10 月 27 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，产品结构有望优化

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 10 月 26 日，口子窖发布 2023 年前三季度报告。

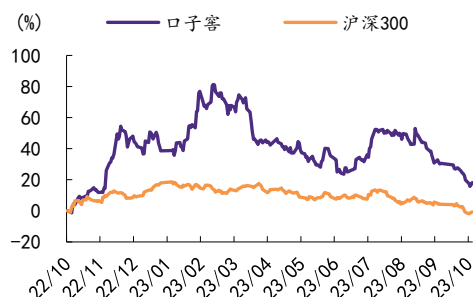
投资要点

基本数据

2023-10-26

当前股价（元）	47.7
总市值（亿元）	286
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）	440.49

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《口子窖（603589）：业绩超预期，关注兼系列》2023-08-29
- 2、《口子窖（603589）：业绩符合预期，期待更好表现》2023-04-28
- 3、《口子窖（603589）：股权激励终落地，改革进入新阶段》2023-03-17

■ 新老产品过渡，短期影响高档酒收入

公司 2023 年前三季度营收实现 44.46 亿元（+18.2%），扣非归母净利润实现 13.32 亿元（+12.8%）。单三季度看，公司 2023Q3 营收实现 15.33 亿元（+4.7%），销售回款同比 +20.3%，单季收入与合同负债变化额之和同比下降约 18%，收入增长环比降速，我们判断主要系新品动销放缓导致。分区域来看，2023Q3 省内外收入分别为 12.21/2.96 亿元，分别同比增长 5.3%/1.9%。细拆来看，2023Q3 高/中/低档白酒分别实现 14,7/0.28/0.17 亿元（+6%/-22%/-25%），其中高档白酒收入增速环比下降较为明显。

■ 销售结构持续升级，毛销差扩大推高盈利水平

得益于销售产品结构升级，公司 2023Q3 毛利率实现 77.81%（+5pcts）。公司三季度进一步加大新品推广力度，销售费率同比提高 3.3pcts 至 15.41%；毛销差同比扩大 1.7pcts 至 62.4%。另外，管理费率因咨询项目费用增加同比增加 1.8pcts，税金及附加占比因缴税季度节奏变化同减 2.3pcts，相互对冲影响，公司净利率得以提升至 32.7%（+1.1pcts），2023Q3 扣非归母净利润实现 4.98 亿元（+7.9%）。

■ 盈利预测

二三季度属于公司新老产品过渡时期，老品去库存叠加新品推广铺货，导致公司高档白酒动销出现短期放缓。随着三季度新老产品库存得到消化后，预计四季度有望看到收入与回款的环比改善。根据三季报，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 3.01/3.58/4.18 元（前值分别为 3.16/3.72/4.33 元），当前股价对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、新品推广不及预期等。

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	1,803	2,149	2,507
增长率（%）	-10.2%	16.3%	19.2%	16.6%
摊薄每股收益（元）	2.58	3.01	3.58	4.18
ROE（%）	17.4%	18.1%	19.2%	19.7%

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	2,930	4,305	5,993	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	889	1,008	1,127
其他流动资产	507	538	563	578	管理费用	268	326	336	376
流动资产合计	6,743	8,152	9,698	11,505	财务费用	-41	-82	-121	-168
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	1,162	1,256	1,371
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	2,443	2,906	3,385
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	12,749	14,061	15,629	利润总额	2,102	2,444	2,908	3,388
流动负债：					所得税费用	552	640	759	881
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,550	1,803	2,149	2,507
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	1,803	2,149	2,507
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%	16.3%	19.2%	16.6%
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%	19.6%	18.7%	18.2%
股东权益	8,904	9,950	11,218	12,723	净利率	30.2%	30.4%	32.0%	33.4%
负债和所有者权益	11,535	12,749	14,061	15,629	ROE	17.4%	18.1%	19.2%	19.7%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	22.8%	22.0%	20.2%	18.6%
净利润	1550	1803	2149	2507	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	2043	2279	2702	EPS	2.58	3.01	3.58	4.18
投资活动现金净流量	-90	140	188	204	P/E	18.5	15.9	13.3	11.4
筹资活动现金净流量	512	-757	-881	-1003	P/S	5.6	4.8	4.3	3.8
现金流量净额	1,251	1,425	1,586	1,903	P/B	3.2	2.9	2.6	2.2

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。

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。

■ 免责条款

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。