

口子窖 (603589.SH)

稳健推进渠道改革，适时去化渠道库存

买入

核心观点

前三季度营收持续增长，全年业绩目标有望达成。单三季度，公司实现营业收入 15.33 亿元，同比+4.67%；实现归母净利润 5.01 亿元，同比+8.36%；实现扣非归母净利润 4.98 亿元，同比+7.90%。

三季度主动降速提质，业绩实现稳健增长。单 Q3 高档酒/中档酒/低档酒营收同比+5.8%/-22.0%/-24.9%，预计主要系 100-200 元宴席需求复苏贡献。其中，新品处于持续消费者培育和市场建设，单 Q3 业绩增长主要系老品贡献，预计口子 5 年、6 年、小池窖等贡献明显，口子 10 年、20 年大个位数增长。兼香新品处于持续培育中，二季度回款较多，三季度库存有序动销。分区域看，单 Q3 省内/省外营收同比+5.3%/1.9%，省外增速略低，主要系公司主动调整省外经销商。省内市场，预计皖南等传统强势区域增长较好，其中芜湖、滁州等区域增速较为明显，合肥六安等市场仍处于渠道磨合调整期。

Q3 毛利率同比明显提升，费用端继续高举高打。单 Q3 公司整体毛利率同比+5.0pct，预计和产品结构提升、费投方式转变有关（部分投入计入费用端）。单 Q3 税金及附加率同比-2.4pcts，主要系季度间波动（累计拉平）。费用端看，单 Q3 销售费用率同比+3.3pcts，主要系公司增加新品渠道投入；管理费用率同比+1.7pcts，预计系咨询费用等增加。单 Q3 净利率同比+1.1pct，主要受益于毛利率提升及消费税季度间波动。

合同负债系季度间波动，经营性现金流质量较好。从合同负债看，三季度末合同负债余额 3.83 亿元，环比-3.43 亿元，同比持平，主要系新品回款前置、渠道库存良性不压货。从收现看，单 Q3 公司收现同比+20%，经营性现金净额+11%，均高于收入增速，经营质量较好。

渠道改革持续推进，立体化改革仍需耐心。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，中期看，后续随着需求复苏，公司渠道改革成功的置信度有望提升。

风险提示：竞争加剧；渠道改革不及预期；需求复苏不及预期等。

投资建议：下修此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 60.25/69.29/78.99 亿元（前值 60.85/69.98/79.77 亿），同比+17.3%/+15.0%/+14.0%；实现归母净利润 17.74/20.90/24.12 亿元（前值 19.28/22.38/25.59 亿元，下修 8%/7%/6%），同比+14.5%/+17.8%/+15.4%；现价对应 PE 分别为 16.1/13.7/11.9X，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	6,025	6,929	7,899
(+/-%)	25.4%	2.1%	17.3%	15.0%	14.0%
净利润(百万元)	1727	1550	1774	2090	2412
(+/-%)	35.4%	-10.2%	14.5%	17.8%	15.4%
每股收益(元)	2.88	2.58	2.96	3.48	4.02
EBIT Margin	40.4%	39.6%	38.1%	39.1%	39.7%
净资产收益率 (ROE)	20.9%	17.4%	18.1%	19.3%	20.0%
市盈率 (PE)	16.6	18.5	16.1	13.7	11.9
EV/EBITDA	14.2	14.0	13.0	11.0	9.8
市净率 (PB)	3.47	3.21	2.92	2.64	2.38

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：张向伟 证券分析师：李文华
 021-60375461 021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn
 S0980523090001 S0980523070002

联系人：张未艾
 021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	49.05 元
总市值/流通市值	29430/29276 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	342.95 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) - 二季度收入增长 34%，新品市场导入持续推进》——2023-08-29
- 《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

前三季度营收持续增长，全年业绩目标有望达成。前三季度，公司实现营业总收入 44.46 亿元，同比+18.18%；实现归母净利润 13.48 亿元，同比增长+12.22%；实现扣非归母净利润 13.32 亿元，同比+12.75%。单三季度，公司实现营业总收入 15.33 亿元，同比+4.67%；实现归母净利润 5.01 亿元，同比+8.36%；实现扣非归母净利润 4.98 亿元，同比+7.90%。

三季度主动降速提质，业绩实现稳健增长。单 Q3 高档酒/中档酒/低档酒营收同比+5.8%/-22.0%/-24.9%，预计主要系 100-200 元宴席需求复苏贡献。其中，新品处于持续消费者培育和市场建设，单 Q3 业绩增长主要系老品贡献，预计 100-200 元价位的口子 5 年、6 年、小池窖等贡献明显，口子 10 年、20 年大个位数增长。兼香新品处于持续培育中，二季度回款较多，三季度库存有序动销。分区域看，单 Q3 省内/省外营收同比+5.3%/1.9%，省外增速略低，主要系公司主动调整省外经销商，推广兼香新品等。省内市场，预计皖南等传统强势区域增长较好，其中芜湖、滁州等部分区域增速较为明显，合肥六安等市场仍处于渠道磨合调整期。

Q3 毛利率同比明显提升，费用端继续高举高打。单 Q3 公司整体毛利率同比+5.0pct，预计和产品结构提升、费投方式转变有关（部分投入计入费用端）。单 Q3 税金及附加率同比-2.4pcts，主要系季度间波动（累计拉平）。费用端看，单 Q3 销售费用率同比+3.3pcts，主要系公司增加新品渠道投入；管理费用率同比+1.7pcts，预计系咨询费用等增加。单 Q3 净利率同比+1.1pct，主要受益于毛利率提升及消费税季度间波动。

合同负债系季度间波动，经营性现金流质量较好。从合同负债看，三季度末合同负债余额 3.83 亿元，环比-3.43 亿元，同比持平，主要系新品回款前置、渠道库存良性不压货。从收现看，单 Q3 公司收现同比+20%，经营性现金净额+11%，均高于收入增速，经营质量较好。

渠道改革持续推进，立体化改革仍需耐心。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，渠道改革成功的置信度有望提升。

投资建议：下修此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 60.25/69.29/78.99 亿元（前值 60.85/69.98/79.77 亿），同比+17.3%/+15.0%/+14.0%；实现归母净利润 17.74/20.90/24.12 亿元（前值 19.28/22.38/25.59 亿元，下修 8%/7%/6%），同比+14.5%/+17.8%/+15.4%；现价对应 PE 分别为 16.1/13.7/11.9X，维持“买入”评级。

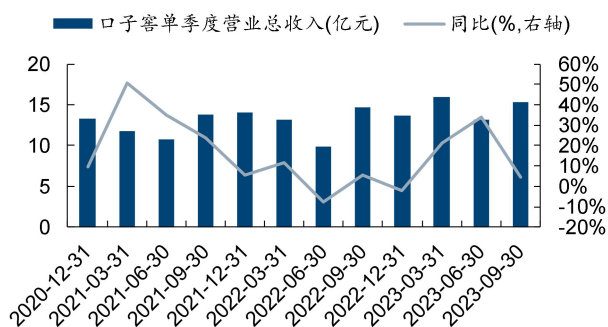
表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 10 月 26 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023E	EPS 2024E	2025E	2023E	PE 2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	265.8	1,405.0	7.1	8.7	13.0	37.5	30.6	20.5
603198.SH	迎驾贡酒	买入	72.1	576.4	2.7	3.3	3.9	27.1	22.0	18.3
603589.SH	口子窖	买入	47.7	286.2	3.0	3.5	4.0	16.1	13.7	11.9

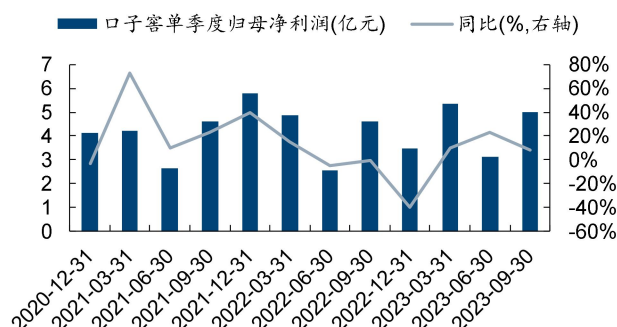
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

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、%）

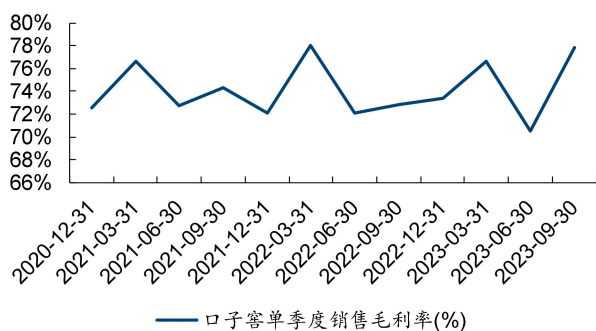


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



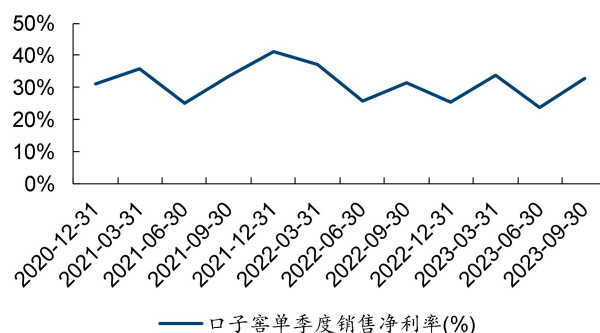
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	2759	3483	4293	营业收入	5029	5135	6025	6929	7899
应收款项	614	345	734	718	771	营业成本	1312	1327	1527	1721	1922
存货净额	3541	4211	4572	5189	6035	营业税金及附加	768	782	921	1058	1205
其他流动资产	37	34	44	49	55	销售费用	639	700	904	1039	1185
流动资产合计	6829	6743	8581	9913	11626	管理费用	254	268	352	367	416
固定资产	3265	3858	3835	3833	3820	研发费用	22	25	27	31	36
无形资产及其他	529	516	495	475	454	财务费用	(11)	(41)	(22)	(31)	(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	13329	14639	16318	其他收入	234	(23)	(27)	(31)	(36)
短期借款及交易性金融负债	4	2	0	0	0	营业利润	2361	2101	2362	2782	3211
应付款项	738	806	991	1064	1231	营业外净收支	4	2	4	4	4
其他流动负债	1878	1645	2351	2524	2813	利润总额	2365	2102	2366	2786	3215
流动负债合计	2620	2452	3342	3588	4044	所得税费用	638	552	591	697	804
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	1774	2090	2412
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	3538	3803	4276	净利润	1727	1550	1774	2090	2412
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	9791	10836	12042	折旧摊销	179	205	184	225	234
负债和股东权益总计	11031	11535	13329	14639	16318	公允价值变动损失	(19)	(1)	(13)	(11)	(8)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(11)	(41)	(22)	(31)	(39)
每股收益	2.88	2.58	2.96	3.48	4.02	营运资本变动	(585)	(562)	150	(342)	(431)
每股红利	1.19	1.49	1.48	1.74	2.01	其它	(3)	3	(0)	0	0
每股净资产	13.75	14.84	16.32	18.06	20.07	经营活动现金流	1302	1192	2095	1961	2207
ROIC	22.70%	19.34%	20%	23%	24%	资本开支	0	(782)	(127)	(192)	(192)
ROE	20.94%	17.41%	18%	19%	20%	其它投资现金流	745	284	0	0	0
毛利率	74%	74%	75%	75%	76%	投资活动现金流	745	(498)	(127)	(192)	(192)
EBIT Margin	40%	40%	38%	39%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	44%	41%	42%	43%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	25%	2%	17%	15%	14%	支付股利、利息	(716)	(895)	(887)	(1045)	(1206)
净利润增长率	35%	-10%	14%	18%	15%	其它融资现金流	(237)	896	(2)	0	0
资产负债率	25%	23%	27%	26%	26%	融资活动现金流	(1670)	(895)	(889)	(1045)	(1206)
股息率	2.5%	3.1%	3.1%	3.7%	4.2%	现金净变动	377	(201)	1079	725	809
P/E	16.6	18.5	16.1	13.7	11.9	货币资金的期初余额	1504	1881	1680	2759	3483
P/B	3.5	3.2	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	1881	1680	2759	3483	4293
EV/EBITDA	14.2	14.0	13.0	11.0	9.8	企业自由现金流	0	361	1927	1725	1963
						权益自由现金流	0	1256	1942	1748	1992

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