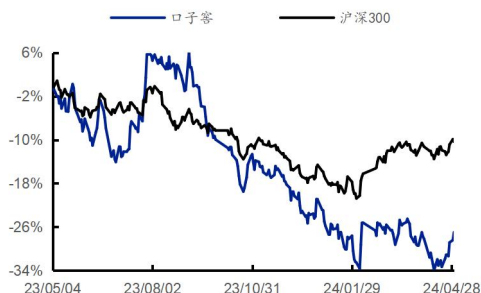


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

业绩持续增长股息率高，变革初显成效

——口子窖(603589) 2023 年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
口子窖	3.5%	5.0%	-28.5%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

市场数据	2024/04/30
当前价格(元)	41.82
52 周价格区间(元)	36.65-64.18
总市值(百万)	25,092.00
流通市值(百万)	24,960.93
总股本(万股)	60,000.00
流通股本(万股)	59,686.58
日均成交额(百万)	449.77
近一月换手(%)	1.03

相关报告

《口子窖(603589) 2023 年三季报点评：中秋错峰收入增速放缓，净利率回升(买入)*白酒II*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-29

事件：

2024 年 4 月 29 日，口子窖发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 59.62 亿元，同比+16.10%；实现归母净利润 17.21 亿元，同比+11.04%。2024 年一季度实现营业收入 17.68 亿元，同比+11.05%；实现归母净利润 5.89 亿元，同比+10.02%。2023 年公司 EPS 为 2.87 元/股，拟每 10 股派 15 元(含税)。

投资要点：

- **业绩稳健向前，维持增长势能。**2023 全年/2024 年 Q1，公司营收同比分别+16.10%/+11.05%，归母净利润同比分别+11.04%/+10.02%。虽然公司业绩增速不及古井贡酒和迎驾贡酒，但仍保持了双位数的稳健增长，安全边际较高。此外，公司现金流表现亮眼，2024 年 Q1 销售收现/经营性现金流净额同比分别+15.46%/+54.95%。
- **兼系列助力产品结构升级，安徽省内外招商铺货加速。**分产品看，2023 年公司高档/中档/低档白酒营收分别实现 56.78/0.76/0.95 亿元，同比分别+16.58%/-19.76%/+0.72%，高档产品收入增速显著。公司产品矩阵日益完善，2024 年 4 月公司推出兼 8 新品，定位 200 元价格带，进一步完善了产品价格带布局，依托良好的安徽省内市场基础有望实现快速放量。公司加强中高端产品推广和投入力度，力争将兼系列打造成战略大单品，不断提升品牌高度及市场规模。**分区域看**，2023 年安徽省内/省外产品分别实现营收 49.02/9.47 亿元，同比分别+17.53%/+6.56%。安徽省内公司精耕细作，加强县市区市场、乡镇市场下沉，稳步拓展大本营市场；安徽省外聚焦重点市场，优化资源配置，夯实营销基础。**分渠道看**，2023 年公司直销(含团购)/批发代理分别实现营收 1.30/57.19 亿元，同比分别+50.16%/+15.00%。公司积极加大招商力度和团购渠道拓展力度，2023 年安徽省内/省外经销商数量分别增加 53/105 家，2024 年 Q1 安徽省内/省外经销商数量分别增加 1/24 家。
- **毛利率持续改善，费用投入加大。**2023 年公司毛利率同比+1.03pct 至 75.19pct，净利率同比-1.32pct 至 28.87%。毛利率提升预计主要系产品结构升级所致，2023 年公司高档/中档/低档白酒产品毛利率

均有提升，同比分别+0.26/+3.03/+15.08pct。净利率下滑系销售/管理费用率同比+0.25pct/+1.61pct，其中管理费用率提升主要由于公司确认的折旧摊销及咨询服务费增长，以及股权激励实施费用确认所致。

- **营销改革持续进行中，合肥市场运作投入加大。**我们预计目前公司全新升级“兼系列”新品已进入动销增长期，未来公司将继续聚焦资源于口子窖兼 10 以上产品价位，加大营销投入，充分受益于安徽省内消费升级红利。同时，合肥是安徽省内高地市场，消费水平高、市场容量大，公司未来发展仍要看合肥市场表现，目前合肥营销中心落地，市场改革和开拓节奏良好，期待未来深化改革举措逐步落地。
- **盈利预测和投资评级：**公司基本面稳健，近年来经营层面发生积极变化，在产能瓶颈突破后，公司持续进行改革，加大营销投入，重点发力团购渠道建设。按照 2024 年 4 月 30 日收盘价计算，公司股息率达到 3.6%，位居白酒上市公司第二名，体现出公司对于股东的重视和回馈。公司近期在兼系列新品、合肥市场拓展、渠道扁平化改革等方面有较多核心变化落地，当前公司估值较低，市场预期差较大，我们依然看好品牌集中和价位升级下公司的长期成长性，股权激励落地将充分催化公司释能。我们调整公司盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入分别为 70.42/81.30/93.39 亿元，归母净利润分别为 20.30/23.78/27.27 亿元，EPS 分别为 3.38/3.96/4.55 元，对应 PE 分别为 12/11/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5962	7042	8130	9339
增长率(%)	16	18	15	15
归母净利润（百万元）	1721	2030	2378	2727
增长率(%)	11	18	17	15
摊薄每股收益（元）	2.87	3.38	3.96	4.55
ROE(%)	18	19	20	21
P/E	15.78	12.36	10.55	9.20
P/B	2.79	2.34	2.12	1.91
P/S	4.56	3.56	3.09	2.69
EV/EBITDA	9.94	7.60	6.46	5.58

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：口子窖盈利预测表

证券代码：	603589				股价：	41.82				投资评级：	买入				日期：	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	18%	19%	20%	21%	EPS	2.87	3.38	3.96	4.55										
毛利率	75%	76%	76%	76%	BVPS	16.25	17.86	19.76	21.93										
期间费率	21%	21%	21%	21%	估值														
销售净利率	29%	29%	29%	29%	P/E	15.78	12.36	10.55	9.20										
成长能力					P/B	2.79	2.34	2.12	1.91										
收入增长率	16%	18%	15%	15%	P/S	4.56	3.56	3.09	2.69										
利润增长率	11%	18%	17%	15%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.50	0.54	0.56	0.59	营业收入	5962	7042	8130	9339										
应收账款周转率	1362.28	1314.01	1396.32	1353.05	营业成本	1479	1716	1945	2230										
存货周转率	0.32	0.31	0.30	0.30	营业税金及附加	901	1127	1301	1494										
偿债能力					销售费用	827	986	1130	1301										
资产负债率	22%	22%	22%	21%	管理费用	407	528	569	667										
流动比	2.93	2.98	3.11	3.29	财务费用	-12	-7	-6	-6										
速动比	0.96	0.84	0.85	0.91	其他费用/（-收入）	34	36	43	49										
					营业利润	2326	2752	3221	3694										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	2	2	2	2										
现金及现金等价物	2037	1831	2026	2325	利润总额	2328	2754	3223	3696										
应收款项	446	563	618	720	所得税费用	606	724	844	968										
存货净额	5067	6033	6947	7929	净利润	1721	2030	2378	2727										
其他流动资产	28	40	44	50	少数股东损益	0	0	0	0										
流动资产合计	7578	8467	9635	11024	归属于母公司净利润	1721	2030	2378	2727										
固定资产	2960	3472	3899	4230															
在建工程	1163	952	743	572	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	831	858	866	873	经营活动现金流	911	1472	2025	2282										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1721	2030	2378	2727										
资产总计	12532	13749	15143	16699	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	274	381	434	482										
应付款项	848	1000	1136	1298	公允价值变动	-7	0	0	0										
合同负债	397	352	325	280	营运资金变动	-1127	-844	-716	-840										
其他流动负债	1343	1487	1636	1769	投资活动现金流	-298	-615	-588	-562										
流动负债合计	2588	2840	3097	3347	资本支出	-275	-617	-606	-586										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-44	-18	-17	-15										
其他长期负债	195	192	192	192	其他	20	20	34	39										
长期负债合计	195	192	192	192	筹资活动现金流	-800	-1063	-1241	-1421										
负债合计	2783	3032	3288	3538	债务融资	0	0	0	0										
股本	600	600	600	600	权益融资	0	-1	0	0										
股东权益	9749	10718	11855	13161	其它	-800	-1062	-1241	-1421										
负债和股东权益总计	12532	13749	15143	16699	现金净增加额	-188	-206	195	299										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。