

口子窖 (603589.SH)

一季度收入增长 11%，渠道改革持续推进

买入

核心观点

2023 年收入实现双位数增长，利润端受管理费用扰动。2023 年，高档白酒/中档白酒/低档白酒实现营收 56.78/0.76/0.95 亿元，同比 +16.6%/-19.8%/+0.7%，预计公司受益于省内宴席补偿性恢复、兼系列新品上市推广等。分区域看，省内/省外实现营收 49.0/9.5 亿元，同比 +17.5%/6.6%，预计省外仍处于调整阶段，2024 年或仍由省内贡献主要业绩增量。从毛利率看，2023 年整体毛利率同比+1.0pct（毛销差同比+0.8pct），预计 100-200 元价位营收占比提升，带动整体吨价提升+7.6pcts。从费用端看，2023 年销售费用率同比+0.2pct，预计系公司增加渠道费用进而加大新品推广力度；管理费用率同比+1.6pcts，预计咨询服务费和股权激励费用增加所致；财务费用率同比+0.6pct，预计系利息收入减少所致。从利润端看，2023 年净利率同比-1.3pcts，或主要系管理费用和财务费用扰动。

2024Q1 收入实现双位数增长，省内宴席市场延续增长。2024Q1 高档白酒/中档白酒/低档白酒实现收入 16.7/0.2/0.4 亿元，同比+10.6%/-12.2%/+85.6%，预计系省内 100-200 元价位宴席需求复苏较好。分区域看，2024Q1 省内/省外收入同比+11.8%/+8.5%，省内市场在上年高基继续实现双位数增长。毛利率端，2024Q1 整体毛利率同比-0.2pct，预计系公司增加旺季 C 端费用投入所致。费用端看，2024Q1 销售费用率/管理费用率同比-0.6/+0.1pct。利润端看，2024Q1 净利率同比下滑 0.3pct，主要系增投费用所致。

公司业绩增长较为稳健，2024 年将继续深化渠道改革。从合同负债看，2024Q1 末，合同负债余额 3.75 亿元，环比-0.22 亿元，同比-16%，主要系上年同期新品回款所致（2024Q1 合同负债余额和 2022Q1 基本持平）。从收现比看，2024Q1 收现同比+15.5%，高于收入增速，经营质量较为稳健。2024 年，口子窖将持续聚焦“三个升级”的阶段目标，深入推进“四个体系”建设，加快省内渠道改革和新品推广。

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：下修此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 66.6/72.9/78.2 亿元（2024-2025 年前值 69.29/78.99 亿，下修 4%/8%），同比+11.7%/+9.5%/+7.2%；实现归母净利润 19.6/21.8/23.6 亿元（2024-2025 年前值 20.90/24.12 亿元，下修 6%/10%），同比+14.1%/+11.1%/+8.2%；现价对应 PE 分别为 12.8/11.5/10.6X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,135	5,962	6,660	7,290	7,817
(+/-%)	2.1%	16.1%	11.7%	9.5%	7.2%
净利润(百万元)	1550	1721	1964	2182	2361
(+/-%)	-10.2%	11.0%	14.1%	11.1%	8.2%
每股收益(元)	2.58	2.87	3.27	3.64	3.93
EBIT Margin	39.6%	38.8%	38.7%	39.2%	39.5%
净资产收益率 (ROE)	17.4%	17.7%	18.5%	19.0%	19.1%
市盈率 (PE)	16.2	14.6	12.8	11.5	10.6
EV/EBITDA	12.4	10.8	10.3	9.3	8.7
市净率 (PB)	2.82	2.57	2.36	2.18	2.03

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

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	41.82 元
总市值/流通市值	25092/24961 百万元
52 周最高价/最低价	64.18/36.65 元
近 3 个月日均成交额	271.84 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) - 稳健推进渠道改革，适时去化渠道库存》——2023-10-28
- 《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

事件：公司公告，2023 年公司实现营收 59.6 亿元，同比+16.1%；实现归母净利润 17.2 亿元，同比+11.0%。2024Q1 公司实现营收 17.7 亿元，同比+11.05%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比+10.02%。

2023 年收入实现双位数增长，利润端受管理费用扰动。2023 年，高档白酒/中档白酒/低档白酒实现营收 56.78/0.76/0.95 亿元，同比+16.6%/-19.8%/+0.7%，预计公司受益于省内宴席补偿性恢复、兼系列新品上市推广等。分区域看，省内/省外实现营收 49.0/9.5 亿元，同比+17.5%/6.6%，预计省外仍处于调整阶段，2024 年或仍由省内贡献主要业绩增量。从毛利率看，2023 年整体毛利率同比+1.0pct（毛销差同比+0.8pct），预计 100-200 元价位营收占比提升，带动整体吨价提升 +7.6pcts。从费用端看，2023 年销售费用率同比+0.2pct，预计系公司增加渠道费用进而加大新品推广力度；管理费用率同比+1.6pcts，预计咨询服务费和股权激励费用增加所致；财务费用率同比+0.6pct，预计系利息收入减少所致。从利润端看，2023 年净利率同比-1.3pcts，主要系管理费用和财务费用扰动。

2024Q1 收入实现双位数增长，省内宴席市场延续增长。2024Q1 高档白酒/中档白酒/低档白酒实现收入 16.7/0.2/0.4 亿元，同比+10.6%/-12.2%/+85.6%，预计系省内 100-200 元价位宴席需求复苏较好。分区域看，2024Q1 省内/省外收入同比+11.8%/+8.5%，省内市场在上年高基继续实现双位数增长。毛利率端，2024Q1 整体毛利率同比-0.2pct，预计系公司增加旺季 C 端费用投入所致。费用端看，2024Q1 销售费用率/管理费用率同比-0.6/+0.1pct。利润端看，2024Q1 净利率同比下滑 0.3pct，主要系增投费用所致。

公司业绩增长较为稳健，2024 年将继续深化渠道改革。从合同负债看，2024Q1 末，合同负债余额 3.75 亿元，环比-0.22 亿元，同比-16%，主要系上年同期新品回款所致（2024Q1 合同负债余额和 2022Q1 基本持平）。从收现看，2024Q1 收现同比+15.5%，高于收入增速，经营质量较为稳健。2024 年，口子窖将持续聚焦“三个升级”的阶段目标，深入推进“四个体系”建设，加快省内渠道改革和新品推广。

投资建议：下修此前盈利预测并引入 2026 年，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 66.6/72.9/78.2 亿元（2024-2025 年前值 69.29/78.99 亿，下修 4%/8%），同比+11.7%/+9.5%/+7.2%；实现归母净利润 19.6/21.8/23.6 亿元（2024-2025 年前值 20.90/24.12 亿元，下修 6%/10%），同比+14.1%/+11.1%/+8.2%；现价对应 PE 分别为 12.8/11.5/10.6X，维持“买入”评级。

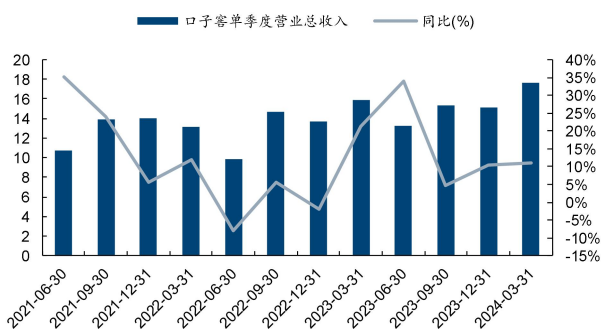
表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 05 月 02 日）

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	271.2	1,433.8	7.1	8.7	17.0	38.3	31.2	16.0
603198.SH	迎驾贡酒	买入	71.0	568.0	2.7	3.3	3.9	26.7	21.7	18.0
603589.SH	口子窖	买入	41.8	250.9	2.9	3.3	3.6	14.6	12.8	11.5

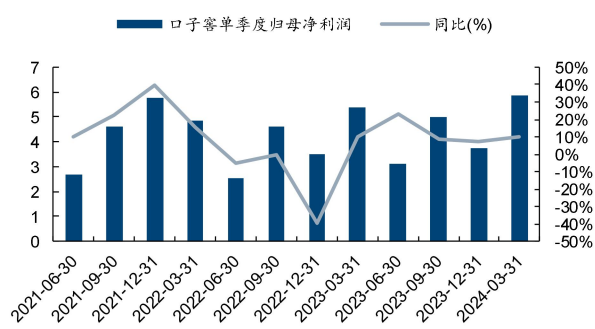
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

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、%）

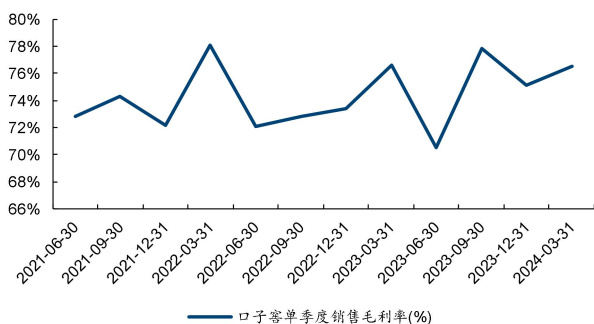


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



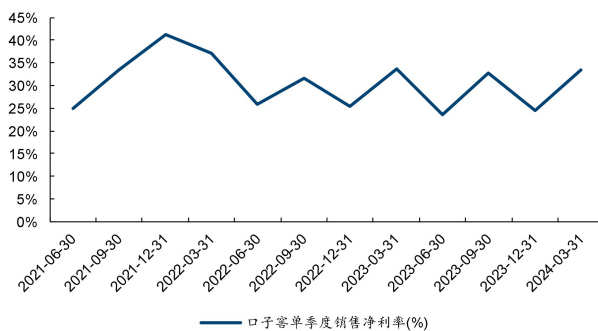
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1680	1515	2659	3047	3574	营业收入	5135	5962	6660	7290	7817
应收款项	345	448	587	560	626	营业成本	1327	1479	1671	1826	1957
存货净额	4211	5067	5342	6058	6548	营业税金及附加	782	901	1007	1102	1182
其他流动资产	34	26	41	42	42	销售费用	700	827	924	1012	1085
流动资产合计	6743	7578	9152	10229	11313	管理费用	268	407	449	458	474
固定资产	3858	4123	4147	4144	4136	研发费用	25	34	34	34	34
无形资产及其他	516	513	493	472	452	财务费用	(41)	(12)	(21)	(29)	(33)
投资性房地产	418	317	317	317	317	投资收益	23	20	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	36	19	19	25
资产总计	11535	12532	14109	15162	16218	其他收入	(23)	(89)	(34)	(34)	(34)
短期借款及交易性金融负债	2	3	0	0	0	营业利润	2101	2326	2615	2906	3144
应付款项	806	848	1001	1100	1169	营业外净收支	2	2	4	4	4
其他流动负债	1645	1737	2262	2326	2470	利润总额	2102	2328	2619	2910	3148
流动负债合计	2452	2588	3263	3427	3639	所得税费用	552	606	655	727	787
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	178	195	212	230	247	归属于母公司净利润	1550	1721	1964	2182	2361
长期负债合计	178	195	212	230	247	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2630	2783	3476	3656	3885	净利润	1550	1721	1964	2182	2361
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	29	11	(0)	(0)
股东权益	8904	9749	10633	11506	12332	折旧摊销	205	270	204	243	253
负债和股东权益总计	11535	12532	14109	15162	16218	公允价值变动损失	(1)	(36)	(19)	(19)	(25)
						财务费用	(41)	(12)	(21)	(29)	(33)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(562)	(670)	278	(509)	(328)
每股收益	2.58	2.87	3.27	3.64	3.93	其它	3	(29)	(11)	0	0
每股红利	1.49	1.49	1.80	2.18	2.56	经营活动现金流	1192	1285	2428	1897	2262
每股净资产	14.84	16.25	17.72	19.18	20.55	资本开支	0	(581)	(200)	(200)	(200)
ROIC	19.34%	19.63%	21%	23%	24%	其它投资现金流	284	(50)	0	0	0
ROE	17.41%	17.66%	18%	19%	19%	投资活动现金流	284	(631)	(200)	(200)	(200)
毛利率	74%	75%	75%	75%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	39%	39%	39%	39%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	43%	42%	43%	43%	支付股利、利息	(895)	(895)	(1080)	(1309)	(1535)
收入增长	2%	16%	12%	9%	7%	其它融资现金流	114	971	(3)	0	0
净利润增长率	-10%	11%	14%	11%	8%	融资活动现金流	(1677)	(819)	(1083)	(1309)	(1535)
资产负债率	23%	22%	25%	24%	24%	现金净变动	(201)	(165)	1145	388	527
股息率	3.6%	3.6%	4.3%	5.2%	6.1%	货币资金的期初余额	1881	1680	1515	2659	3047
P/E	16.2	14.6	12.8	11.5	10.6	货币资金的期末余额	1680	1515	2659	3047	3574
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	0	729	2214	1678	2040
EV/EBITDA	12.4	10.8	10.3	9.3	8.7	权益自由现金流	0	1701	2227	1699	2065

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