

2024年05月08日

口子窖 (603589.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2024-05-08)

42.82 元

交易数据

总市值(百万元)	25,692.00
流通市值(百万元)	25,557.79
总股本(百万股)	600.00
流通股本(百万股)	596.87
12个月价格区间	60.51/38.70

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.41	-8.57	-15.49
绝对收益	4.16	-0.0	-25.11

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告

改革持续推进, 静待兼系花开

事件:

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 全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%, 实现扣非归母净利润 16.98 亿元, 同比+10.75%。单季度来看, 23Q4 公司实现营业收入 15.16 亿元, 同比+10.42%, 实现归母净利润 3.73 亿元, 同比+6.95%, 实现扣非归母净利润 3.66 亿元, 同比+4.07%。24Q1 公司实现营收 17.68 亿元, 同比+11.05%, 实现归母净利润 5.89 亿元, 同比+10.02%, 实现扣非归母净利润 5.87 亿元, 同比+10.82%。

报表分析: 23 年现金回款 57.91 亿元, 同比+10.99%, 低于营收增速(+16.10%), 销售收现率 97.13%, 其中 23Q4 现金回款 17.17 亿元, 同比-11.39%, 低于营收增速(+10.42%); 23 年合同负债为 3.97 亿元, 同比-1.66 亿元/环比+0.14 亿元。24Q1 现金收现约 14.02 亿元, 同比 +15.46%, 低于营收增速(+11.05%), 销售收现率 79%。合同负债约 3.75 亿元, 同比-0.7 亿元/环比-0.22 亿元。

投资要点

◆ **收入分析: 高档白酒增势较好, 量价齐升带动业绩增长。** 23 年公司实现营收 59.62 亿元, 同比+21.18% (Q1: +21.35%、Q2: +34.03%、Q3: +4.67%、Q4: +10.42%)。量价拆分来看, 公司 23 年白酒销量、吨价分别同比增长 7.43%、7.56%。

1) **产品上, 高档白酒增势较好。** 2023 年高档酒、中档酒、低档酒分别实现营收 56.78 亿元、0.76 亿元、0.95 亿元, 分别同比+16.58%、-19.76%、+0.72%。结构上看, 受益于安徽省内消费升级, 高档酒占比进一步提升, 提升 0.81pct 至 97.08%。量价拆分来看, 公司高档酒、中档酒、低档酒销量同比增速分别为+13.40%、-25.45%、-9.05%; 对应吨价同比增速分别为+2.81%、+7.64%、+10.74%。高档酒销量增势较好, 我们预计主要系安徽省内宴席补偿性修复, 以及 23 年 2 月上市的新品“兼 10、兼 20、兼 30”贡献销售增量。

2) **区域上, 省内增势较快, 省外加速招商。** 2023 年公司安徽省内、省外分别实现营收 49.02 亿元、9.47 亿元, 分别同比+17.5%、+6.6%。截止 2023 年年底, 公司安徽省内、省外经销商数量分别为 496、455 家, 分别净增长 18、74 家, 销售人员数量达 364 人, 同比增长 70 人。

3) **渠道上, 2023 年公司直销(含团购)、批发代理分别实现营收 1.3 亿元、57.19 亿元, 分别同比+50.2%、+15.0%。**

◆ **利润分析: 产品结构升级, 带动毛利率提升。** 2023 年公司实现归母净利润 17.21 亿元, 同比增长 11.04% (其中 Q1: +10.37%; Q2: +22.78%; Q3: +8.36%; Q4: +6.95%)。

1) 23 年公司毛利率为 75.19%, 同比提升 1.03pct, 毛利率提升主要系产品结构升级带动吨价提升所致。其中 23Q4 毛利率为 75.10%, 同比提升 1.68pct。

2) 23 年公司期间费用率为 21.08%, 同比提升 2.56pct。其中销售费用率为



13.88%，同比提升 0.25pct，我们预计主要系兼系列新品处于市场拓展阶段，加大营销费用投放；管理费用率为 6.83%，同比提升 1.61pct，我们预计主要系咨询服务费增加及股权激励费用增加所致。综合来看，23 年公司净利率为 28.87%，同比下降 1.32pct，单 Q4 净利率为 24.58%，同比下降 0.8pct。

◆ **24Q1 经营分析：**24Q1 公司实现营收 17.68 亿元，同比+11.05%。分产品看，24Q1 高档白酒、中档白酒、低档白酒分别实现营收 16.7 亿元、0.2 亿元、0.4 亿元，分别同比+10.6%、-12.2%、+85.6%。分区域看，安徽省内、省外分别实现营收 14.84 亿元、0.25 亿元，分别同比+11.77%、+8.51%。截止 24Q1，公司安徽省内、省外经销商数量分别为 496 家、466 家。24Q1 公司毛利率为 76.48%，同比下降 0.15pct。24Q1 公司销售、管理费用率分别为 12.06%、5.31%，分别同比-0.6pct、+0.09pct。综合来看，24Q1 公司净利率为 33.34%，同比下降 0.32pct。24Q1 合同负债约 3.75 亿元，同比-0.7 亿元/环比-0.22 亿元。

◆ **24 年展望：“三个升级”“四个体系”，推动高质量发展：**

- 1) **聚焦三个升级：**一是市场升级，实现销量翻番；二是结构升级，将兼系列打造成战略大单品；三是品牌升级，引领兼香型品类做大做强，成为“中国兼香高端白酒第一品牌”，赢得文化归属和品牌认同；
- 2) **深入推动“四个体系”建设：**一是营销体系建设，结合行业竞争态势和公司年度目标，重点做好“营”和“销”；二是文化体系建设，以企业文化建设、品牌文化建设为重点，系统开展文化体系建设，逐步健全公司文化体系，将“文化软实力”转化为“发展硬实力”；三是管理体系建设，持续深化数字化建设，完善企业信息化架构；四是人才体系提升，结合公司发展战略，加快构建结构合理、素质优良的人才队伍；

◆ **投资建议：**中长期来看，我们认为公司有望充分受益于安徽省内次高端价格产品延续较快增速以及渠道的深化改革，同时“兼”系列新品有望持续放量。综合来看，我们预计 2024-2026 年分别实现营收 67.45、75.69、84.23 亿元，同比增长 13.1%、12.2%、11.3%，归母净利润 19.97、22.79、25.75 亿元，同比增长 16.0%、14.1%、13.0%，对应 EPS 分别为 3.33、3.80、4.29 元，对应 PE 分别为 13、11、10x，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**省内市场不及预期风险；市场开拓风险；行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,135	5,962	6,745	7,569	8,423
YoY(%)	2.1	16.1	13.1	12.2	11.3
归母净利润(百万元)	1,550	1,721	1,997	2,279	2,575
YoY(%)	-10.2	11.0	16.0	14.1	13.0
毛利率(%)	74.2	75.2	75.4	75.8	76.0
EPS(摊薄/元)	2.58	2.87	3.33	3.80	4.29
ROE(%)	17.4	17.7	17.0	17.0	16.8
P/E(倍)	16.6	14.9	12.9	11.3	10.0
P/B(倍)	2.9	2.6	2.2	1.9	1.7
净利率(%)	30.2	28.9	29.6	30.1	30.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

分产品来看：

1) **高档酒**：受益于安徽省内消费升级，以及“兼”系列新品有望持续发力，我们预计高档酒有望维持量价齐升趋势，预计 2024-2026 年营收分别为 64.44、72.50、80.83 亿元，同比增长 13.5%、12.5%、11.5%。

2) **中档酒**：受安徽省内消费升级趋势影响，中档酒吨价有望持续提升，我们预计中档酒 2024-2026 年营收分别为 0.80、0.84、0.88 亿元，同比增长 5%、5%、5%。

3) **低档酒**：受安徽省内消费升级趋势影响，低档酒吨价有望持续提升，我们预计低档酒 2024-2026 年营收分别为 0.97、0.99、1.01 亿元，同比增长 2%、2%、2%。

4) **其他业务**：我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 10%、10%、10%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 67.45、75.69、84.23 亿元，同比增长 13.14%、12.21%、11.28%。

表 1：公司业务拆分（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
高档酒						
收入（百万元）	4,777.36	4,870.12	5677.69	6444.18	7249.70	8083.42
同比增速（%）	24.48%	1.94%	16.58%	13.50%	12.50%	11.50%
毛利率（%）	75.18%	75.61%	75.87%	76.00%	76.30%	76.50%
中档酒						
收入（百万元）	101.12	95.10	76.31	80.13	84.13	88.34
同比增速（%）	97.94%	-5.95%	-19.76%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	44.78%	41.36%	44.38%	44.60%	44.80%	45.00%
低档酒						
收入（百万元）	88.34	94.05	94.73	96.63	98.56	100.53
同比增速（%）	20.13%	6.47%	0.72%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率（%）	27.85%	27.77%	42.85%	43.00%	43.20%	43.40%
其他业务						
收入（百万元）	61.78	75.82	113.16	124.48	136.93	150.62
同比增速（%）	26.87%	22.73%	49.25%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	88.37%	80.04%	89.12%	89.12%	89.12%	89.12%
营业收入（百万元）	5,028.60	5,135.10	5961.90	6745.41	7569.32	8422.91
同比增速（%）	25.37%	2.12%	16.10%	13.14%	12.21%	11.28%
毛利率（%）	73.90%	74.16%	75.19%	75.40%	75.75%	76.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

口子窖作为安徽白酒品牌代表之一,可比公司选择时,我们选取同样为地产酒作为可比公司,具体标的包括古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘。估值来看,三家酒企 2024-2026 年估值平均分别为 21x、17x、14x,相较于其他三家酒企,古井贡酒 2024 年 PE 为 13x,处于较低位置。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603198.SH	迎驾贡酒	596	23	29	36	43	21	17	14
000596.SZ	古井贡酒	1467	46	59	73	90	25	20	16
603369.SH	今世缘	714	31	38	47	56	19	15	13
	平均	-	33	42	52	63	21	17	14
603589.SH	口子窖	257	17	20	23	26	13	11	10

资料来源: Wind 一致预期, 华金证券研究所, 古井贡酒盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 5 月 8 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6743	7578	9830	11472	13746	营业收入	5135	5962	6745	7569	8423
现金	1680	1515	3473	4187	6100	营业成本	1327	1479	1660	1836	2021
应收票据及应收账款	343	446	447	555	560	营业税金及附加	782	901	1020	1144	1273
预付账款	34	26	42	34	51	营业费用	700	827	924	1014	1112
存货	4211	5067	5344	6170	6510	管理费用	268	407	452	484	522
其他流动资产	475	525	525	525	525	研发费用	25	34	38	42	47
非流动资产	4792	4954	5065	5174	5263	财务费用	-41	-12	-7	-16	-20
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-29	-10	-13	-17
固定资产	2547	2960	3315	3614	3850	公允价值变动收益	1	7	4	6	5
无形资产	516	513	508	509	514	投资净收益	23	20	35	30	27
其他非流动资产	1730	1481	1242	1051	898	营业利润	2101	2326	2690	3089	3483
资产总计	11535	12532	14895	16646	19010	营业外收入	2	3	3	3	3
流动负债	2452	2588	2955	3056	3452	营业外支出	0	1	5	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2102	2328	2688	3090	3484
应付票据及应付账款	806	848	1008	1045	1216	所得税	552	606	691	811	908
其他流动负债	1646	1740	1947	2011	2236	税后利润	1550	1721	1997	2279	2575
非流动负债	178	195	195	195	195	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1550	1721	1997	2279	2575
其他非流动负债	178	195	195	195	195	EBITDA	2257	2552	2856	3259	3653
负债合计	2630	2783	3149	3251	3647						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	600	600	600	600	600	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	977	972	972	972	972	成长能力					
留存收益	7476	8298	10294	12573	15148	营业收入(%)	2.1	16.1	13.1	12.2	11.3
归属母公司股东权益	8904	9749	11746	13395	15363	营业利润(%)	-11.0	10.7	15.7	14.8	12.8
负债和股东权益	11535	12532	14895	16646	19010	归属于母公司净利润(%)	-10.2	11.0	16.0	14.1	13.0
						获利能力					
						毛利率(%)	74.2	75.2	75.4	75.8	76.0
						净利率(%)	30.2	28.9	29.6	30.1	30.6
						ROE(%)	17.4	17.7	17.0	17.0	16.8
						ROIC(%)	16.8	17.2	16.4	16.3	15.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.8	22.2	21.1	19.5	19.2
						流动比率	2.7	2.9	3.3	3.8	4.0
						速动比率	1.0	1.0	1.5	1.7	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	10.8	15.1	15.1	15.1	15.1
						应付账款周转率	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
						估值比率					
						P/E	16.6	14.9	12.9	11.3	10.0
						P/B	2.9	2.6	2.2	1.9	1.7
						EV/EBITDA	10.5	9.3	7.6	6.5	5.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn