

## 口子窖(603589)

年报及一季报点评：收入利润符合预期，兼系列稳步推进

行业：食品饮料/白酒II  
投资评级：买入(维持)  
当前价格：42.82元  
目标价格：47.40元

### 事件：

公司发布2023年报及2024年一季报，2023年/2024Q1公司分别实现收入59.62/17.68亿元，分别同比增长16.10%/11.05%；分别实现归母净利润17.21/5.89亿元，分别同比增长11.04%/10.02%。

#### 收入利润符合预期，现金回款快于收入

2023年/2024Q1公司分别实现收入59.62/17.68亿元，分别同比增长16.10%/11.05%；分别实现归母净利润17.21/5.89亿元，分别同比增长11.04%/10.02%。2024Q1公司合同负债3.75亿元，同比减少15.71%，环比2023年减少0.22亿元，2024Q1(收入+Δ合同负债)17.45亿元，同比增长18.43%。2024Q1销售收现14.02亿元，同比增长15.46%。

#### 高档白酒增速领先中低档，省内增速高于省外

2023年公司酒类收入58.49亿元，同比增长15.60%，销量/均价分别增加7.43%/7.61%。分价格带看，高档白酒增速领先，高档白酒/中档白酒/低档白酒分别实现收入56.78/0.76/0.95亿元，分别同比+16.58%/-19.76%/+0.72%，拆分量价看，高档白酒量/价分别增长13.40%/2.81%，中档白酒量/价分别-25.45%/+7.64%，低档白酒量/价分别-9.05%/10.74%。2024Q1公司高档白酒/中档白酒/低档白酒分别实现收入16.69/0.24/0.43亿元，分别同比+10.57%/-12.22%/+85.57%。分区域看，2023年省内/省外分别实现收入49.02/9.47亿元，分别同比增长17.53%/6.56%。2023年经销商共增加92家至951家，其中省内经销商增加18家至496家，省外经销商增加74家至455家。2024Q1公司省内/省外分别实现收入14.84/2.51亿元，分别同比增长11.77%/8.51%。

#### 产品渠道改革进行中，盈利能力短期承压

2023年公司毛利率75.19%，同比提升1.03pct，归母净利率28.87%，同比下降1.32pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为13.88%/6.83%/15.12%，分别同比+0.25%/+1.61%/-0.11pct。2024Q1公司毛利率76.48%，同比下降0.15pct，归母净利率33.34%，同比下降0.32pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为12.06%/5.31%/14.10%，分别同比-0.60%/+0.09%/-0.44pct。公司2023年提出兼系列产品升级换代，渠道逐步推动扁平化，因此2023年产品结构升级毛利率提升，2024Q1略降，销售费用增加。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为67.09/77.18/86.46亿元，同比增速分别为12.53%/15.03%/12.03%，归母净利润分别为18.94/21.21/23.81亿元，同比增速分别为10.02%/11.98%/12.27%，EPS分别为3.16/3.53/3.97元/股，3年CAGR为11.42%。鉴于公司受益安徽白酒β向好，稳步推进规模扩张，参照可比公司估值，我们给予公司2024年15倍PE，目标价47.4元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；宏观经济增长不及预期；改革进程不及预期

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	600.00/596.87
流通A股市值(百万元)	25,557.79
每股净资产(元)	17.21
资产负债率(%)	20.53
一年内最高/最低(元)	64.18/36.65

### 股价相对走势



### 作者

分析师：邓周贵  
执业证书编号：S0590524040005  
邮箱：dzhg@glsc.com.cn  
分析师：徐锡联  
执业证书编号：S0590524040004  
邮箱：xuxl@glsc.com.cn  
分析师：刘景瑜  
执业证书编号：S0590524030005  
邮箱：jyl@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5135	5962	6709	7718	8646
增长率(%)	2.12%	16.10%	12.53%	15.03%	12.03%
EBITDA(百万元)	2266	2586	3159	3491	3870
归母净利润(百万元)	1550	1721	1894	2121	2381
增长率(%)	-10.24%	11.04%	10.02%	11.98%	12.27%
EPS(元/股)	2.58	2.87	3.16	3.53	3.97
市盈率(P/E)	16.6	14.9	13.6	12.1	10.8
市净率(P/B)	2.9	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.5	10.0	7.0	5.9	4.9

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年05月08日收盘价

### 相关报告

1、《口子窖(603589)：增速不及预期，改革仍待显现》2023.10.26  
2、《口子窖(603589)：兼系列拉动新增长，渠道调整切实推进》2023.08.29

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1680	1515	3610	5186	6998	营业收入	5135	5962	6709	7718	8646
应收账款+票据	343	446	589	677	759	营业成本	1327	1479	1661	1907	2127
预付账款	34	26	40	46	52	营业税金及附加	782	901	1020	1174	1315
存货	4211	5067	5147	5909	6592	营业费用	700	827	953	1158	1288
其他	475	525	526	527	527	管理费用	293	441	617	718	804
<b>流动资产合计</b>	<b>6743</b>	<b>7578</b>	<b>9912</b>	<b>12345</b>	<b>14928</b>	财务费用	-41	-12	-9	-15	-21
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-29	-12	-14	-16
固定资产	2549	2964	2663	2332	1970	公允价值变动收益	1	7	0	0	0
在建工程	1311	1163	969	776	582	投资净收益	23	20	29	29	29
无形资产	516	513	428	342	257	其他	1	2	88	88	88
其他非流动资产	416	314	300	287	273	<b>营业利润</b>	<b>2101</b>	<b>2326</b>	<b>2572</b>	<b>2880</b>	<b>3234</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4792</b>	<b>4954</b>	<b>4360</b>	<b>3736</b>	<b>3082</b>	营业外净收益	2	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>11535</b>	<b>12532</b>	<b>14272</b>	<b>16081</b>	<b>18009</b>	<b>利润总额</b>	<b>2102</b>	<b>2328</b>	<b>2574</b>	<b>2883</b>	<b>3236</b>
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	552	606	680	762	855
应付账款+票据	806	848	965	1108	1236	<b>净利润</b>	<b>1550</b>	<b>1721</b>	<b>1894</b>	<b>2121</b>	<b>2381</b>
其他	1646	1740	2163	2485	2777	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2452</b>	<b>2588</b>	<b>3128</b>	<b>3594</b>	<b>4013</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1550</b>	<b>1721</b>	<b>1894</b>	<b>2121</b>	<b>2381</b>
长期带息负债	0	0	0	0	0	<b>财务比率</b>					
长期应付款	1	29	29	29	29		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	222	263	263	263	263	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>178</b>	<b>195</b>	<b>195</b>	<b>195</b>	<b>195</b>	营业收入	2.12%	16.10%	12.53%	15.03%	12.03%
<b>负债合计</b>	<b>2630</b>	<b>2783</b>	<b>3323</b>	<b>3788</b>	<b>4207</b>	EBIT	-12.44%	12.38%	10.75%	11.77%	12.13%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-10.54%	14.15%	22.14%	10.52%	10.83%
股本	600	600	600	600	600	归属于母公司净利润	-10.24%	11.04%	10.02%	11.98%	12.27%
资本公积	977	972	972	972	972	<b>获利能力</b>					
留存收益	7327	8177	9377	10721	12230	毛利率	74.16%	75.19%	75.25%	75.30%	75.40%
<b>股东权益合计</b>	<b>8904</b>	<b>9749</b>	<b>10949</b>	<b>12293</b>	<b>13802</b>	净利率	30.19%	28.87%	28.23%	27.48%	27.54%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11535</b>	<b>12532</b>	<b>14272</b>	<b>16081</b>	<b>18009</b>	ROE	17.41%	17.66%	17.30%	17.25%	17.25%
<b>现金流量表</b>						ROIC	24.81%	23.48%	21.92%	27.29%	31.26%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	1550	1721	1894	2121	2381	资产负债率	34.86%	37.10%	29.58%	26.88%	23.57%
折旧摊销	205	270	594	624	654	流动比率	2.6	3.3	4.1	4.1	4.5
财务费用	-41	-12	-9	-15	-21	速动比率	2.1	2.7	3.5	3.5	3.8
存货减少(增加为“-”)	-670	-856	-80	-762	-683	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-969	-1138	301	-391	-351	应收账款周转率	2.0	2.3	2.2	2.2	2.2
其它	750	921	-4	678	599	存货周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>826</b>	<b>907</b>	<b>2696</b>	<b>2254</b>	<b>2579</b>	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	-381	-274	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	269	-44	0	0	0	每股收益	2.6	2.9	3.2	3.5	4.0
其他	22	19	84	84	84	每股经营现金流	1.4	1.5	4.5	3.8	4.3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-90</b>	<b>-298</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	每股净资产	14.8	16.2	18.2	20.5	23.0
债权融资	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	16.6	14.9	13.6	12.1	10.8
其他	-899	-800	-685	-761	-851	市净率	2.9	2.6	2.3	2.1	1.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-899</b>	<b>-800</b>	<b>-685</b>	<b>-761</b>	<b>-851</b>	EV/EBITDA	14.5	10.0	7.0	5.9	4.9
<b>现金净增加额</b>	<b>-164</b>	<b>-192</b>	<b>2095</b>	<b>1577</b>	<b>1812</b>	EV/EBIT	16.0	11.1	8.7	7.2	5.9

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 08 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼