

2024年08月29日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

费投推动产品销售结构升级，盈利水平同比提升

一口子窖（603589.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

liaowz@cfsc.com.cn

2024年08月28日，口子窖发布2024年中期业绩报告。

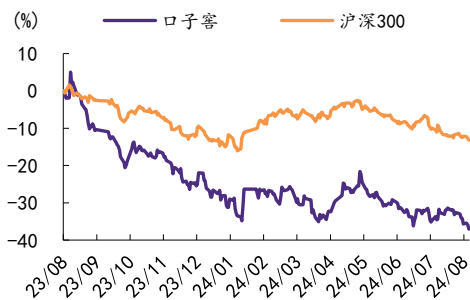
投资要点

基本数据

2024-08-28

当前股价（元）	34.2
总市值（亿元）	205
总股本（百万股）	600
流通股本（百万股）	598
52周价格范围（元）	34.2-61.06
日均成交额（百万元）	233.37

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《口子窖（603589）：销售目标制定，2024继续远航》2024-05-22
- 《口子窖（603589）：省内结构升级趋势仍存，盈利水平保持稳定》2024-04-30
- 《口子窖（603589）：业绩符合预期，产品结构有望优化》2023-10-27

■ 毛利率提升明显，盈利水平同比改善

2024年中期实现营收31.66亿元（同增8.72%），归母净利润9.49亿元（同增11.91%），扣非归母净利润9.30亿元（同增11.50%）。2024Q2营收13.99亿元（同增5.90%），归母净利润3.59亿元（同增15.15%）。2024年中期毛利率实现75.84%（同增1.98pcts），销售费率15.04%（同增1.37pcts），管理费率6.16%（同增0.18pct），净利率实现29.96%（同增0.85pct）。2024Q2毛利率实现75.04%（同增4.52pcts），销售费率18.80%（同增3.90pcts），管理费率7.24%（同增0.34pct），净利率实现25.69%（同增2.06pcts）。截至2024中期，销售回款27.96亿元（同增4.65%）。

■ 省内结构升级趋势仍存，省外业务稳步拓张

分产品看，2024年中期白酒业务营收30.79亿元（同增7.85%），其中高档/中档/低档白酒收入分别实现29.73/0.36/0.70亿元，同比+7.34%/-7.14%/+50.89%。受益于安徽省内消费升级，公司高端白酒业务快速增长，结构升级趋势明显。分渠道看，2024年中期直销（含团购）/批发代理的营收分别为0.92/29.88亿元，分别同比+66.43%/+6.70%。分区域看，2024年中期省内/省外营收分别为26.04/4.76亿元，分别同比+8.78%/3.07%。

■ 盈利预测

公司省内市场通过加强下沉渠道建设与渠道扁平变革，市占率稳步提升，结构升级趋势明显；省外市场聚焦长三角、珠三角、京津冀等重点区域加大招商与团购渠道建设力度，品牌影响力稳步提升。囿于终端需求减弱的经营环境下竞争加剧，我们调整了公司未来三年的盈利预测，预计2024-2026年EPS分别为3.32/3.78/4.28元，当前股价对应PE分别为10/9/8倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、中高端产品增长不及预期、省内结构升级不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	5,962	6,660	7,475	8,388
增长率（%）	16.1%	11.7%	12.2%	12.2%
归母净利润（百万元）	1,721	1,992	2,267	2,569
增长率（%）	11.0%	15.7%	13.8%	13.3%
摊薄每股收益（元）	2.87	3.32	3.78	4.28
ROE（%）	17.7%	18.3%	18.5%	18.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,515	3,614	4,957	6,526
应收款	448	401	410	414
存货	5,067	4,821	5,111	5,443
其他流动资产	549	592	617	633
流动资产合计	7,578	9,429	11,095	13,016
非流动资产:				
金融类资产	522	552	572	582
固定资产	2,960	3,443	3,486	3,362
在建工程	1,134	453	181	73
无形资产	513	487	462	437
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	347	347	347	347
非流动资产合计	4,954	4,731	4,476	4,219
资产总计	12,532	14,160	15,570	17,235
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	848	1,079	1,136	1,225
其他流动负债	1,343	1,343	1,343	1,343
流动负债合计	2,588	3,061	3,134	3,257
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	195	195	195	195
非流动负债合计	195	195	195	195
负债合计	2,783	3,255	3,328	3,451
所有者权益				
股本	600	600	600	600
股东权益	9,749	10,905	12,242	13,784
负债和所有者权益	12,532	14,160	15,570	17,235

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1721	1992	2267	2569
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	270	223	254	255
公允价值变动	7	5	4	3
营运资金变动	-1088	751	-230	-219
经营活动现金净流量	911	2971	2295	2609
投资活动现金净流量	-298	167	210	222
筹资活动现金净流量	1487	-836	-930	-1028
现金流量净额	2,099	2,302	1,575	1,804

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,962	6,660	7,475	8,388
营业成本	1,479	1,627	1,840	2,053
营业税金及附加	901	999	1,121	1,258
销售费用	827	999	1,121	1,258
管理费用	407	433	449	503
财务费用	-12	-101	-139	-183
研发费用	34	38	42	47
费用合计	1,257	1,368	1,473	1,626
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	7	5	4	3
投资收益	20	25	20	15
营业利润	2,326	2,698	3,066	3,469
加:营业外收入	3	1	2	3
减:营业外支出	1	0	0	0
利润总额	2,328	2,699	3,068	3,472
所得税费用	606	707	801	903
净利润	1,721	1,992	2,267	2,569
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,721	1,992	2,267	2,569

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	16.1%	11.7%	12.2%	12.2%
归母净利润增长率	11.0%	15.7%	13.8%	13.3%
盈利能力				
毛利率	75.2%	75.6%	75.4%	75.5%
四项费用/营收	21.1%	20.5%	19.7%	19.4%
净利率	28.9%	29.9%	30.3%	30.6%
ROE	17.7%	18.3%	18.5%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	22.2%	23.0%	21.4%	20.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	13.3	16.6	18.3	20.3
存货周转率	0.3	0.5	0.6	0.6
每股数据(元/股)				
EPS	2.87	3.32	3.78	4.28
P/E	11.9	10.3	9.1	8.0
P/S	3.4	3.1	2.7	2.4
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。