

口子窖 (603589.SH)

第二季度利润率低基数下改善，全年经营思路清晰

优于大市

核心观点

2024年第二季度公司收入同比+5.9%，净利润同比+15.1%。2024上半年公司实现营业总收入31.66亿元，同比+8.7%；实现归母净利润9.49亿元，同比+11.9%。其中，2024年第二季度实现营业总收入13.99亿元，同比+5.9%；实现归母净利润3.59亿元，同比+15.1%。

2024Q2酒类收入同比+3.72%，淡季收入增速匹配动销端。分产品看，2024Q2高档/中档/低档白酒收入同比+3.48%/+4.01%/+16.62%，省内宴席场景下滑，需求以自饮为主，口子5年&6年增长韧性较好。分区域看，2024Q2安徽省内/省外收入同比+5.04%/-2.41%，公司聚焦省内市场，皖南增速较快；皖北区域预计平均增速；合肥市场兼8势头良好，收入止跌回升。分渠道看，2024Q2批发/直销渠道收入同比+3.52%/+12.55%；公司打造营销铁军，经销商结构逐步优化；截至6月底省内经销商499家/环比一季度末净增加3家，二季度单经销商销售体量225万元/同比+4.7%，内生增长较好。

第二季度利润率低基数下实现较好提升。2024Q2毛利率同比+4.52pcts，提升较多主因去年公司加大费投和红包力度，部分费用冲抵收入，毛利率基数较低，今年恢复至正常水平75.0%；销售费用率同比+3.9pcts，综合毛销差同比+0.7pcts。2024Q2税金及附加率同比-2.55pcts，系生产和销售节奏错期所致；管理费用率同比+0.34pcts，保持平稳。

渠道回款压力较大，现金流表现承压。2024Q2公司经营性现金流量净额1.08亿元/同比-58.6%，销售收现13.94亿元/同比-4.4%，截至6月底合同负债3.17亿元/环比一季度末下降0.58亿元；春节旺季回款基数较高，二季度淡季以发货和动销为主，省内需求疲软，回款端压力较大。展望中秋双节，公司积极备战，持续强化消费者培育，回款端有望改善。

盈利预测与投资建议：改革仍在推进阶段，全年收入目标70.35亿元/同比+18%。自去年以来，公司股权激励+兼香新品+渠道变革等改革组合拳相继落地，今年对产品战略适时纠偏，新品和老品双线并行。**虽然需求仍然疲软、安徽省内升级速度放缓，公司仍有边际改善：**1)兼8上市2个月导入效果较好，发力合肥市场200元价位带，单瓶渠道利润高于竞品，推广积极性高，下半年有望从合肥、淮北推广至其他城市；2)营销改革释放活力，优化人员配置，聚焦重点市场，考核业务员销售额和回款，考核节奏由年度缩短为季度，加强激励。公司改革红利逐步释放，但实现18%的收入增速指引或有压力，我们维持此前盈利预测，预计2024-2025年公司收入66.6/72.9亿元，同比+11.7%/+9.5%，预计2024-2025年归母净利润19.6/21.8亿元，同比+14.1%/+11.1%，当前股价对应10.4倍2024年PE，股息率4.4%，估值性价比较高，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

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	7,873
(+/-%)	2.1%	16.1%	11.7%	9.5%	8.0%
净利润(百万元)	1550	1721	1964	2182	2388
(+/-%)	-10.2%	11.0%	14.1%	11.1%	9.4%
每股收益(元)	2.58	2.87	3.27	3.64	3.98
EBIT Margin	39.6%	38.8%	38.7%	39.2%	39.7%
净资产收益率(ROE)	17.4%	17.7%	18.5%	19.0%	19.4%
市盈率(PE)	13.2	11.9	10.4	9.4	8.6
EV/EBITDA	10.3	9.0	8.6	7.8	7.2
市净率(PB)	2.30	2.10	1.93	1.78	1.66

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

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	34.20元
总市值/流通市值	20520/20456百万元
52周最高价/最低价	62.00/34.10元
近3个月日均成交额	136.83百万元

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)——一季度收入增长11%，渠道改革持续推进》——2024-05-04
- 《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

2024 年第二季度公司收入同比+5.9%，净利润同比+15.1%。2024 上半年公司实现营业总收入 31.66 亿元，同比+8.7%；实现归母净利润 9.49 亿元，同比+11.9%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 13.99 亿元，同比+5.9%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比+15.1%。

2024Q2 酒类收入同比+3.72%，淡季收入增速匹配动销端。分产品看，2024Q2 高档/中档/低档白酒收入同比+3.48%/+4.01%/+16.62%，省内宴席场景下滑，需求以自饮为主，口子 5 年&6 年增长韧性较好。分区域看，2024Q2 安徽省内/省外收入同比+5.04%/-2.41%，公司聚焦省内市场，皖南增速较快；皖北区域预计平均增速；合肥市场兼 8 势头良好，收入止跌回升。分渠道看，2024Q2 批发/直销渠道收入同比+3.52%/+12.55%；公司打造营销铁军，经销商结构逐步优化；截至 6 月底省内经销商 499 家/环比一季度末净增加 3 家，二季度单经销商销售体量 225 万元/同比+4.7%，内生增长较好。

第二季度利润率基数下实现较好提升。2024Q2 毛利率同比+4.52pcts，提升较多主因去年公司加大费投和红包力度，部分费用冲抵收入，毛利率基数较低，今年恢复至正常水平 75.0%；销售费用率同比+3.9pcts，综合毛销差同比+0.7pcts。2024Q2 税金及附加率同比-2.55pcts，系生产和销售节奏错期所致；管理费用率同比+0.34pcts，保持平稳。

渠道回款压力较大，现金流表现承压。2024Q2 公司经营性现金流量净额 1.08 亿元/同比-58.6%，销售收现 13.94 亿元/同比-4.4%，截至 6 月底合同负债 3.17 亿元/环比一季度末下降 0.58 亿元；春节旺季回款基数较高，二季度淡季以发货和动销为主，省内需求疲软，回款端压力较大。展望中秋双节，公司积极备战，持续强化消费者培育，回款端有望改善。

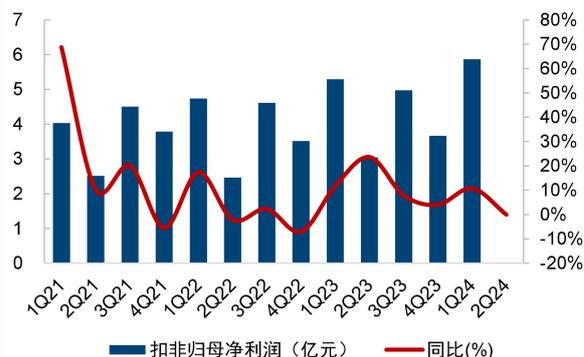
盈利预测与投资建议：改革仍在推进阶段，全年收入目标 70.35 亿元/同比+18%。自去年以来，公司股权激励+兼香新品+渠道变革等改革组合拳相继落地，今年对产品战略适时纠偏，新品和老品双线并行。虽然需求仍然疲软、安徽省内升级速度放缓，公司仍有边际改善：1) 兼 8 上市 2 个月导入效果较好，发力合肥市场 200 元价位带，单瓶渠道利润高于竞品，推广积极性高，下半年有望从合肥、淮北推广至其他城市；2) 营销改革释放活力，优化人员配置，聚焦重点市场，考核业务员销售额和回款，考核节奏由年度缩短为季度，加强激励。公司改革红利逐步释放，但实现 18%的收入增速指引或有压力，我们维持此前盈利预测，预计 2024-2025 年公司收入 66.6/72.9 亿元，同比+11.7%/+9.5%，预计 2024-2025 年归母净利润 19.6/21.8 亿元，同比+14.1%/+11.1%，当前股价对应 10.4 倍 2024 年 PE，股息率 4.4%，估值性价比较高，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



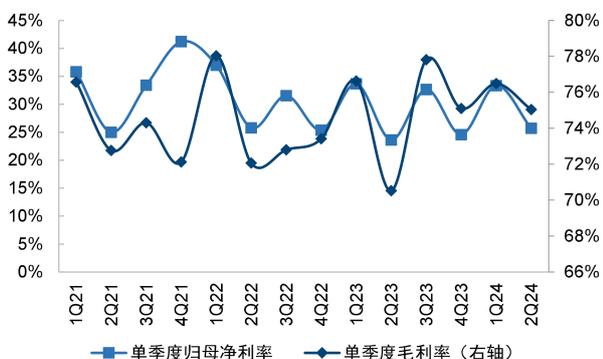
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



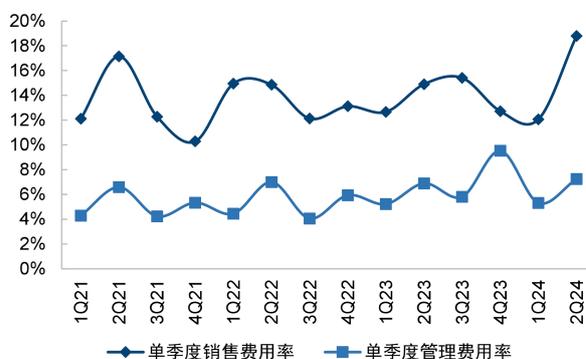
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元) 总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/28	2024/8/28	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,389	17,449	869.9	995.5	20.1	17.5
000858.SZ	五粮液	优于大市	114	4,425	339.1	379.6	13.0	11.7
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	113	1,662	161.5	194.4	10.3	8.6
600809.SH	山西汾酒	优于大市	166	2,020	130.9	159.5	15.4	12.7
002304.SZ	洋河股份	优于大市	76	1,146	107.9	118.8	10.6	9.7
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	35	112	4.9	5.8	22.8	19.3
600702.SH	舍得酒业	中性	43	142	15.0	16.7	9.4	8.5
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	160	845	59.1	73.8	14.3	11.4
603589.SH	口子窖	优于大市	34	205	19.9	22.2	10.3	9.2
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	48	381	29.0	35.7	13.1	10.7
603369.SH	今世缘	优于大市	37	469	38.0	46.0	12.4	10.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 除口子窖外公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧, 行业需求恢复不及预期, 增投费用下利润率承压, 食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1680	1515	2659	3047	3552	营业收入	5135	5962	6660	7290	7873
应收款项	345	448	587	560	630	营业成本	1327	1479	1671	1826	1968
存货净额	4211	5067	5342	6058	6593	营业税金及附加	782	901	1007	1102	1190
其他流动资产	34	26	41	42	43	销售费用	700	827	924	1012	1063
流动资产合计	6743	7578	9152	10229	11340	管理费用	268	407	449	458	493
固定资产	3858	4123	4147	4144	4136	研发费用	25	34	34	34	35
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	16245	其他收入	(23)	(89)	(34)	(34)	(35)
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	3181
应付款项	806	848	1001	1100	1177	营业外净收支	2	2	4	4	4
其他流动负债	1645	1737	2262	2326	2479	利润总额	2102	2328	2619	2910	3185
流动负债合计	2452	2588	3263	3427	3656	所得税费用	552	606	655	727	796
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	2388
长期负债合计	178	195	212	230	247	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2630	2783	3476	3656	3903	净利润	1550	1721	1964	2182	2388
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	12342	折旧摊销	205	270	204	243	253
负债和股东权益总计	11535	12532	14109	15162	16245	公允价值变动损失	(1)	(36)	(19)	(19)	(25)
关键财务与估值指标						财务费用	(41)	(12)	(21)	(29)	(33)
每股收益	2.58	2.87	3.27	3.64	3.98	营运资本变动	(562)	(670)	278	(509)	(360)
每股红利	1.49	1.49	1.80	2.18	2.59	其它	3	(29)	(11)	0	0
每股净资产	14.84	16.25	17.72	19.18	20.57	经营活动现金流	1192	1285	2428	1897	2257
ROIC	19.34%	19.63%	21%	23%	24%	资本开支	0	(581)	(200)	(200)	(200)
ROE	17.41%	17.66%	18%	19%	19%	其它投资现金流	284	(50)	0	0	0
毛利率	74%	75%	75%	75%	75%	投资活动现金流	284	(631)	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	40%	39%	39%	39%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	43%	42%	43%	43%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	2%	16%	12%	9%	8%	支付股利、利息	(895)	(895)	(1080)	(1309)	(1553)
净利润增长率	-10%	11%	14%	11%	9%	其它融资现金流	114	971	(3)	0	0
资产负债率	23%	22%	25%	24%	24%	融资活动现金流	(1677)	(819)	(1083)	(1309)	(1553)
股息率	4.4%	4.4%	5.3%	6.4%	7.6%	现金净变动	(201)	(165)	1145	388	504
P/E	13.2	11.9	10.4	9.4	8.6	货币资金的期初余额	1881	1680	1515	2659	3047
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7	货币资金的期末余额	1680	1515	2659	3047	3552
EV/EBITDA	10.3	9.0	8.6	7.8	7.2	企业自由现金流	0	729	2214	1678	2035
						权益自由现金流	0	1701	2227	1699	2060

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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