

## 业绩蓄水池收缩 兼 8 加速铺市有望成为增长引擎

2024 年 08 月 29 日

**事件:** 公司于 8 月 28 日发布 2024 年中报, 24 年上半年公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 31.66/9.49/9.30 亿元, 同比 +8.72%/+11.91%/+11.50%, 其中单 24Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 13.99/3.59/3.43 亿元, 同比 +5.90%/+15.15%/+12.70%, 截至 24Q2 期末合同负债 3.17 亿元, 同比 -56.37%, Q2 期内环比减少 0.58 亿元, 公司业绩蓄水池收缩。用“单季度营收+Δ合同负债”核算“真实营收”, 以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动, 24Q2 “真实营收” 13.41 亿元, 同比 -16.33%, 显著慢于表端单季度营收增速, 主要原因: ① 去年二季度经销商预期老品停政策叠加新品上市刺激回款, 23Q2 末合同负债 7.27 亿元, 同比 +83.47%, 高于历史均值; ② 或与当前行业需求疲软、渠道周转放缓、终端备货积极性不高有关。

**兼 8 有望成为下半年业绩增长点, 渠道扁平持续推进。分产品看:** 24Q2 高档白酒/中档白酒/低档白酒分别实现营收 13.04/0.13/0.27 亿元, 同比 +3.48%/+4.01%/16.62%。结构上高档占比 97%, 高中低三档结构占比较去年同期保持稳定。公司于 4 月推出新品兼 8, 卡位安徽主流 200 元价位带, 上市初期渠道利润空间预留丰厚, 同时配以上市发布会、宴席政策、扫码红包、演唱会等营销手段引流, 目前渠道配合度和消费者接受度较高, 合肥、淮北氛围良好。我们预计随着兼 8 的全面铺市, 有望在下半年成为业绩抬升的动力。**分区域看:** 24Q2 安徽省内/省外分别实现营收 11.20/2.24 亿元; 同比 +5.04%/-2.41%。区域上向省内收缩, 省内占比同比提升 1.05pcts 至 83.31%。省内加强下沉市场布局、挖掘县域新商, 推进渠道扁平化, 省外聚焦资源培育点状市场。**分渠道看:** 24Q2 直销(含团购)/批发代理分别实现营收 0.32/13.13 亿元; 同比; 同比 +12.55%/+3.52%, 各渠道占比稳定。**经销商数量上:** 24Q2 末合计 997 家, 其中省内/省外各 499/498 家, 较一季度末净增加 3/32 家。

**毛利率提升显著, 费用投放向消费者倾斜。毛利率:** 24H1/24Q2 分别为 75.84%/75.04%, 同比 +1.98/+4.52pcts, 毛利率显著提升一方面系兼 8 上市拉升产品结构提升, 另一方面或与 23Q2 兼系列上市初期赠酒导致货折较大有关。**费用率:** 24H1 销售/管理费用率分别为 15.04%/6.16%, 同比 +1.37/+0.18pcts, 24Q2 分别为 18.80%/7.24%, 同比 +3.90/+0.34pcts。销售费用率提升主要系加大与消费者促销投放及增加广告宣传投入所致。**归母净利率:** 24H1/24Q2 分别为 29.96%/25.69%, 同比 +0.85/+2.06pcts。

**投资建议:** 百亿目标在前, 公司维持老品大商制运作稳住基本盘, 渠道扁平化运作新品配合费用投放做增收动力。结合公司当前渠道库存水平和经销商资金周转压力较同业健康, 预计公司年内有望实现股权激励的营收目标增速。预计公司 24-26 年归母净利润同比 11.6%/13.6%/10.8%, 当前股价对应 PE 分别为 11/10/9 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 税收等产业政策调整的不确定性风险; 省内核心市场竞争加剧影响份额; “兼”系列上市推广及渠道改革成效不达预期; 食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 5,962 | 6,757 | 7,578 | 8,472 |
| 增长率(%)          | 16.1  | 13.3  | 12.1  | 11.8  |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 1,721 | 1,922 | 2,182 | 2,418 |
| 增长率(%)          | 11.0  | 11.6  | 13.6  | 10.8  |
| 每股收益(元)         | 2.87  | 3.20  | 3.64  | 4.03  |
| PE              | 12    | 11    | 10    | 9     |
| PB              | 2.2   | 2.0   | 1.8   | 1.6   |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格:

34.20 元


**分析师 王言海**

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

**分析师 孙冉**

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

### 相关研究

- 口子窖 (603589.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 23 年平稳收官 期待渠道改革助力“兼”系列汇量-2024/04/30
- 口子窖 (603589.SH) 2023 年半年报点评: 改革成效显现 关注新老品过渡-2023/08/29
- 口子窖 (603589.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 渠道改革加速, 新品增量可期-2023/05/04
- 口子窖 (603589.SH) 2022 年三季报点评: 业绩环比改善 期待改革显效-2022/10/28
- 口子窖 (603589.SH) 2022 年中报点评: Q2 业绩承压, 期待渠道改革加速-2022/08/29

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 5,962 | 6,757 | 7,578 | 8,472 |
| 营业成本      | 1,479 | 1,677 | 1,864 | 2,133 |
| 营业税金及附加   | 901   | 1,014 | 1,152 | 1,288 |
| 销售费用      | 827   | 1,014 | 1,122 | 1,254 |
| 管理费用      | 407   | 459   | 500   | 551   |
| 研发费用      | 34    | 31    | 38    | 42    |
| EBIT      | 2,307 | 2,565 | 2,905 | 3,208 |
| 财务费用      | -12   | -18   | -25   | -35   |
| 资产减值损失    | -29   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 20    | 22    | 30    | 36    |
| 营业利润      | 2,326 | 2,605 | 2,959 | 3,279 |
| 营业外收支     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 利润总额      | 2,328 | 2,607 | 2,961 | 3,281 |
| 所得税       | 606   | 686   | 779   | 863   |
| 净利润       | 1,721 | 1,922 | 2,182 | 2,418 |
| 归属于母公司净利润 | 1,721 | 1,922 | 2,182 | 2,418 |
| EBITDA    | 2,581 | 2,852 | 3,213 | 3,531 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 1,515  | 2,081  | 2,886  | 3,597  |
| 应收账款及票据     | 446    | 593    | 665    | 743    |
| 预付款项        | 26     | 39     | 43     | 50     |
| 存货          | 5,067  | 5,197  | 5,778  | 6,609  |
| 其他流动资产      | 525    | 522    | 522    | 522    |
| 流动资产合计      | 7,578  | 8,432  | 9,894  | 11,522 |
| 长期股权投资      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产        | 2,960  | 3,348  | 3,606  | 3,779  |
| 无形资产        | 513    | 513    | 513    | 513    |
| 非流动资产合计     | 4,954  | 4,965  | 4,965  | 4,965  |
| 资产合计        | 12,532 | 13,396 | 14,859 | 16,487 |
| 短期借款        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款及票据     | 848    | 975    | 1,084  | 1,240  |
| 其他流动负债      | 1,740  | 1,480  | 1,656  | 1,851  |
| 流动负债合计      | 2,588  | 2,454  | 2,739  | 3,091  |
| 长期借款        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债      | 195    | 192    | 192    | 192    |
| 非流动负债合计     | 195    | 192    | 192    | 192    |
| 负债合计        | 2,783  | 2,646  | 2,931  | 3,283  |
| 股本          | 600    | 600    | 600    | 600    |
| 少数股东权益      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 股东权益合计      | 9,749  | 10,750 | 11,928 | 13,204 |
| 负债和股东权益合计   | 12,532 | 13,396 | 14,859 | 16,487 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力 (%)</b> |         |         |         |         |
| 营业收入增长率         | 16.10   | 13.34   | 12.15   | 11.80   |
| EBIT 增长率        | 13.36   | 11.18   | 13.26   | 10.46   |
| 净利润增长率          | 11.04   | 11.65   | 13.55   | 10.80   |
| <b>盈利能力 (%)</b> |         |         |         |         |
| 毛利率             | 75.19   | 75.18   | 75.40   | 74.83   |
| 净利润率            | 28.87   | 28.44   | 28.80   | 28.54   |
| 总资产收益率 ROA      | 13.73   | 14.34   | 14.69   | 14.66   |
| 净资产收益率 ROE      | 17.66   | 17.88   | 18.29   | 18.31   |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
| 流动比率            | 2.93    | 3.44    | 3.61    | 3.73    |
| 速动比率            | 0.96    | 1.30    | 1.49    | 1.57    |
| 现金比率            | 0.59    | 0.85    | 1.05    | 1.16    |
| 资产负债率 (%)       | 22.21   | 19.75   | 19.73   | 19.91   |
| <b>经营效率</b>     |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数        | 0.26    | 0.27    | 0.23    | 0.23    |
| 存货周转天数          | 1129.12 | 1101.81 | 1059.64 | 1045.51 |
| 总资产周转率          | 0.50    | 0.52    | 0.54    | 0.54    |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益            | 2.87    | 3.20    | 3.64    | 4.03    |
| 每股净资产           | 16.25   | 17.92   | 19.88   | 22.01   |
| 每股经营现金流         | 1.52    | 2.94    | 3.48    | 3.56    |
| 每股股利            | 1.50    | 1.67    | 1.90    | 2.11    |
| <b>估值分析</b>     |         |         |         |         |
| PE              | 12      | 11      | 10      | 9       |
| PB              | 2.2     | 2.0     | 1.8     | 1.6     |
| EV/EBITDA       | 7.85    | 7.11    | 6.31    | 5.74    |
| 股息收益率 (%)       | 4.25    | 4.75    | 5.39    | 5.97    |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A  | 2024E | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|-------|--------|--------|
| 净利润         | 1,721  | 1,922 | 2,182  | 2,418  |
| 折旧和摊销       | 274    | 287   | 309    | 323    |
| 营运资金变动      | -1,127 | -421  | -372   | -565   |
| 经营活动现金流     | 911    | 1,763 | 2,088  | 2,138  |
| 资本开支        | -275   | -281  | -303   | -317   |
| 投资          | -44    | 0     | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -298   | -271  | -273   | -281   |
| 股权募资        | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 债务募资        | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流     | -800   | -925  | -1,009 | -1,145 |
| 现金净流量       | -188   | 566   | 805    | 711    |

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级                                                                                                                  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026