

非金融公司|公司点评|口子窖 (603589)

2024 年半年报点评：利润超预期，下半年兼系列有望贡献增量



报告要点

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 67.09/77.15/86.43 亿元，同比分别增长 12.52%/15.01%/12.02%，归母净利润分别为 18.96/21.19/23.77 亿元，同比分别增长 10.16%/11.78%/12.17%，对应三年 CAGR 为 11.37%，对应 2024-2026 年 PE 估值分别为 11/10/9X。鉴于公司兼系列稳步推进，新品有望带动增长，同时公司受益安徽白酒β 稳步推进规模扩张，维持“买入”评级。

分析师及联系人



邓周贵

SAC: S0590524040005



徐锡联

SAC: S0590524040004



刘景瑜

SAC: S0590524030005



吴雪枫

口子窖(603589)

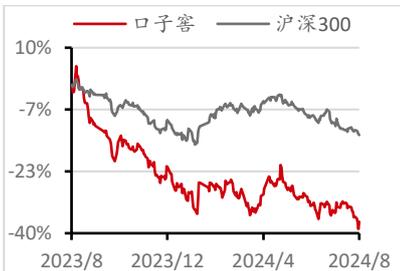
2024 年半年报点评：利润超预期，下半年兼系列有望贡献增量

行业：食品饮料/白酒 II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：35.28 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 600.00/598.12
 流通 A 股市值(百万元) 21,101.65
 每股净资产(元) 16.38
 资产负债率(%) 25.73
 一年内最高/最低(元) 62.00/33.88

股价相对走势



相关报告

- 《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》2024.05.09
- 《口子窖(603589)：增速不及预期，改革仍待显效》2023.10.26



扫码查看更多

事件

公司发布 2024 年半年报，2024H1 公司实现收入 31.66 亿元，同比增长 8.72%，实现归母净利润 9.49 亿元，同比增长 11.91%。单 Q2 公司实现收入 13.99 亿元，同比增长 5.90%，实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 15.15%，利润超我们预期。2024H1 合同负债 3.17 亿元，同比减少 56.37%。2024Q2 (收入+Δ合同负债) 13.41 亿元，同比减少 16.33%，我们判断或主因去年同期新品兼系列推出高基数、Q2 需求转淡、经销商打款节奏放缓。2024Q2 销售收现 13.94 亿元，同比减少 4.35%。

➤ 兼 8 上市后反应较好，有望带动 Q3 增长

分产品看，2024Q2 公司高档白酒/中档白酒/低档白酒分别实现收入 13.04/0.13/0.27 亿元，分别同比增长 3.48%/4.01%/16.62%。我们判断兼系列去库存阶段有所下滑，主因去年同期铺货基数较高，老品自然动销周转仍快于新品。我们预计新品兼 8 渠道利润领先竞品，推出后市场反应积极，对 Q3 报表端或有带动作用。分区域看，2024Q2 省内/省外分别实现收入 11.20/2.24 亿元，分别同比 +5.04%/-2.41%。公司加速省外布局，2024H1 公司经销商共增加 46 家至 997 家，其中省内/省外经销商分别净增加 3/43 家至 499/498 家。

➤ 毛利率提升，净利率改善

2024Q2 毛利率 75.04%，同比+4.52pct，我们判断主因去年同期赠酒等货折较多。2024Q2 销售/管理/营业税金及附加费用比率分别为 18.80%/7.24%/15.51%，分别同比+3.90%/+0.34%/-2.55pct，销售费用增长主因公司加大与消费者促销投放及广告宣传投入。2024Q2 归母净利率为 25.69%，同比+2.06pct。

➤ 投资建议：兼系列稳步推进，维持“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 67.09/77.15/86.43 亿元，同比分别增长 12.52%/15.01%/12.02%，归母净利润分别为 18.96/21.19/23.77 亿元，同比分别增长 10.16%/11.78%/12.17%，对应三年 CAGR 为 11.37%，对应 2024-2026 年 PE 估值分别为 11/10/9X。鉴于公司兼系列稳步推进，新品有望带动增长，同时公司受益安徽白酒 β 稳步推进规模扩张，维持“买入”评级。

风险提示：新品销售不及预期，行业竞争加剧，宏观经济不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5135	5962	6709	7715	8643
增长率(%)	2.12%	16.10%	12.52%	15.01%	12.02%
EBITDA(百万元)	2266	2586	3162	3491	3867
归母净利润(百万元)	1550	1721	1896	2119	2377
增长率(%)	-10.24%	11.04%	10.16%	11.78%	12.17%
EPS(元/股)	2.58	2.87	3.16	3.53	3.96
市盈率(P/E)	13.7	12.3	11.2	10.0	8.9
市净率(P/B)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	14.5	10.0	5.7	4.8	4.0

数据来源：公司公告、iFinD、国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 29 日收盘价

1. 风险提示

- (1) 新品销售不及预期：若新品销售不及预期，可能导致渠道信心偏弱，导致公司收入与业绩不及预期。
- (2) 行业竞争加剧：若行业竞争加剧，可能导致公司收入增速与盈利水平下降。
- (3) 宏观经济不及预期：若宏观经济不及预期，可能导致公司收入不及预期。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	1680	1515	3377	4618	6055	营业收入	5135	5962	6709	7715	8643	营业成本	1327	1479	1603	1828	2024					
应收账款+票据	343	446	589	677	758	营业税金及附加	782	901	1020	1173	1314	营业费用	700	827	1006	1234	1383					
预付账款	34	26	40	46	52	管理费用	293	441	617	718	812	财务费用	-41	-12	-9	-14	-19					
存货	4211	5067	4969	5666	6272	资产减值损失	0	-29	-12	-14	-16	公允价值变动收益	1	7	0	0	0					
其他	475	525	526	527	527	投资净收益	23	20	29	29	29	其他	1	2	88	88	88					
流动资产合计	6743	7578	9500	11534	13664	营业利润	2101	2326	2575	2878	3229	营业外净收益	2	2	2	2	2					
长期股权投资	0	0	0	0	0	利润总额	2102	2328	2577	2881	3231	所得税	552	606	681	761	854					
固定资产	2549	2964	2663	2332	1970	净利润	1550	1721	1896	2119	2377	少数股东损益	0	0	0	0	0					
在建工程	1311	1163	969	776	582	归属于母公司净利润	1550	1721	1896	2119	2377											
无形资产	516	513	428	342	257	财务比率																
其他非流动资产	416	314	300	287	273																	
非流动资产合计	4792	4954	4360	3736	3082		2022	2023	2024E	2025E	2026E											
资产总计	11535	12532	13860	15270	16746	成长能力																
短期借款	0	0	0	0	0	营业收入	2.12%	16.10%	12.52%	15.01%	12.02%											
应付账款+票据	806	848	932	1063	1176	EBIT	-12.44%	12.38%	10.90%	11.61%	12.07%											
其他	1646	1740	2113	2418	2688	EBITDA	-10.54%	14.15%	22.28%	10.39%	10.78%											
流动负债合计	2452	2588	3045	3481	3864	归属于母公司净利润	-10.24%	11.04%	10.16%	11.78%	12.17%											
长期带息负债	0	0	0	0	0	获利能力																
长期应付款	1	29	29	29	29	毛利率	74.16%	75.19%	76.10%	76.30%	76.59%											
其他	222	263	263	263	263	净利率	30.19%	28.87%	28.26%	27.47%	27.51%											
非流动负债合计	178	195	195	195	195	ROE	17.41%	17.66%	17.85%	18.28%	18.74%											
负债合计	2630	2783	3240	3675	4058	ROIC	24.81%	23.48%	21.95%	27.64%	31.80%											
少数股东权益	0	0	0	0	0	偿债能力																
股本	600	600	600	600	600	资产负债率	34.86%	37.10%	29.58%	26.88%	23.57%											
资本公积	977	972	972	972	972	流动比率	2.6	3.3	4.1	4.1	4.5											
留存收益	7327	8177	9049	10023	11115	速动比率	2.1	2.7	3.5	3.5	3.8											
股东权益合计	8904	9749	10621	11595	12687	营运能力																
负债和股东权益总计	11535	12532	13860	15270	16746	应收账款周转率	2.0	2.3	2.2	2.2	2.2											
						存货周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0											
						总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6											
						每股指标(元)																
						每股收益	2.6	2.9	3.2	3.5	4.0											
						每股经营现金流	1.4	1.5	4.7	3.8	4.4											
						每股净资产	14.8	16.2	17.7	19.3	21.1											
						估值比率																
						市盈率	13.7	12.3	11.2	10.0	8.9											
						市净率	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7											
						EV/EBITDA	14.5	10.0	5.7	4.8	4.0											
						EV/EBIT	16.0	11.1	7.0	5.9	4.8											

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 29 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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 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