

24H1 收入平稳增长，兼8新品贡献增量

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年中报，上半年实现收入31.7亿元，同比+8.7%，归母净利润9.5亿元，同比+11.9%；其中单Q2实现收入14.0亿元，同比+5.9%，归母净利润3.6亿元，同比+15.1%，24Q2业绩符合市场预期。
- 兼8系列贡献增量，省内市场平稳增长。** 1、安徽市场白酒消费韧性突出，大众价位仍呈现稳步升级态势，公司把握机会聚焦培育兼系列，抢抓宴席消费和积极布局兼8，助推收入端实现稳步增长。2、分产品，24Q2高档白酒收入13.0亿，同比+3.5%，其中兼8系列新品贡献全新增量；中档/低档白酒收入增速分别同比+4.0%、+16.6%。3、分区域，24Q2省内收入11.2亿元，同比+5.0%，省内基本盘市场延续平稳增长，其中皖南市场增长表现良好；省外收入2.2亿元，同比-2.4%，省外市场短期有所承压。
- 盈利能力稳中有升，现金流阶段性承压。** 1、24Q2公司毛利率同比大幅提升4.5个百分点至75.0%，主要系去年Q2新品兼系列买赠力度较大，可比基数相对较低。费用率方面，24Q2公司销售费用率同比提升3.9个百分点至18.8%，主要系公司加大广宣投入和消费者促销，管理费用率同比提升0.3个百分点至7.2%，财务费用率较去年同期小幅提高0.1个百分点，整体费用率同比提升4.9个百分点至26.6%。此外，24Q2营业税金及附加率同比下降2.5个百分点至15.5%。综合作用下，24Q2净利率同比提升2.1个百分点至25.7%，盈利能力稳步提升。2、现金流方面，24Q2公司销售收现13.9亿元，同比-4.4%；此外，二季度末合同负债3.2亿元，同比-56.4%，环比-15.5%，现金流阶段性承压。
- 兼8导入贡献增量，期待改革成效兑现。** 1、公司顺应200元价位扩容的大趋势，二季度导入兼系列8年，兼8定价对标古8和洞9，单瓶终端利润高于竞品，渠道推力强，贡献全新增量。2、公司持续加大品牌建设力度，成功举办口子窖兼香之夜演唱会等活动，加强消费者互动与沟通，不断提升口子窖品牌影响力。3、渠道建设方面，公司加强县区市场、乡镇市场下沉，进一步精耕细作；对于大区经理和业务员，实行差异化的考核体系，加大对业绩突出者的激励力度。4、安徽经济活跃度较高，宴席和礼赠消费仍处在升级之中，公司积极推进营销改革，伴随着兼系列品牌势能释放，改革成效逐步兑现，公司有望尽享徽酒价格带提升的红利。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为3.39元、3.92元、4.38元，对应动态PE分别为10倍、9倍、8倍。安徽经济活跃度高，公司多维度推动改革，经营势能向上可期，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期，市场竞争加剧风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 5961.90 | 6730.17 | 7467.63 | 8210.52 |
| 增长率 | 16.10% | 12.89% | 10.96% | 9.95% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1721.26 | 2034.55 | 2352.91 | 2626.49 |
| 增长率 | 11.04% | 18.20% | 15.65% | 11.63% |
| 每股收益EPS(元) | 2.87 | 3.39 | 3.92 | 4.38 |
| 净资产收益率ROE | 17.66% | 19.23% | 20.45% | 21.03% |
| PE | 12 | 10 | 9 | 8 |
| PB | 2.17 | 2.00 | 1.84 | 1.70 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 笱文钊
执业证号: S1250524060002
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 6.00 |
| 流通A股(亿股) | 5.98 |
| 52周内股价区间(元) | 34.2-61.06 |
| 总市值(亿元) | 211.68 |
| 总资产(亿元) | 132.33 |
| 每股净资产(元) | 16.38 |

相关研究

- 口子窖(603589): 23年稳健增长, 24年蓄力向上(2024-05-04)
- 口子窖(603589): 收入增速环比放缓, 静待新品势能释放(2023-10-28)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 5961.90 | 6730.17 | 7467.63 | 8210.52 | 净利润 | 1721.26 | 2034.55 | 2352.91 | 2626.49 |
| 营业成本 | 1479.03 | 1648.33 | 1794.05 | 1953.00 | 折旧与摊销 | 270.16 | 361.51 | 419.77 | 462.53 |
| 营业税金及附加 | 901.34 | 1021.80 | 1132.76 | 1245.13 | 财务费用 | -11.53 | -45.92 | -46.28 | -61.96 |
| 销售费用 | 827.28 | 942.22 | 970.79 | 1067.37 | 资产减值损失 | -28.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 407.45 | 424.00 | 448.06 | 468.00 | 经营营运资本变动 | -823.90 | -784.17 | -332.99 | -363.10 |
| 财务费用 | -11.53 | -45.92 | -46.28 | -61.96 | 其他 | -216.67 | -19.38 | -19.40 | -19.40 |
| 资产减值损失 | -28.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 910.68 | 1546.60 | 2374.01 | 2644.56 |
| 投资收益 | 20.37 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 资本支出 | -303.33 | -800.00 | -600.00 | -600.00 |
| 公允价值变动损益 | 7.41 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 5.05 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -298.28 | -780.00 | -580.00 | -580.00 |
| 营业利润 | 2325.90 | 2759.72 | 3188.25 | 3558.99 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 1.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 2327.64 | 2759.72 | 3188.25 | 3558.99 | 股权融资 | -4.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 606.38 | 725.17 | 835.34 | 932.49 | 支付股利 | -900.00 | -1204.88 | -1424.19 | -1647.04 |
| 净利润 | 1721.26 | 2034.55 | 2352.91 | 2626.49 | 其他 | 104.86 | 43.15 | 46.28 | 61.96 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -799.99 | -1161.73 | -1377.90 | -1585.08 |
| 归属母公司股东净利润 | 1721.26 | 2034.55 | 2352.91 | 2626.49 | 现金流量净额 | -187.59 | -395.13 | 416.11 | 479.48 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务分析指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 1514.63 | 1119.50 | 1535.61 | 2015.09 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 474.36 | 535.11 | 593.13 | 651.79 | 销售收入增长率 | 16.10% | 12.89% | 10.96% | 9.95% |
| 存货 | 5067.01 | 5649.20 | 6150.32 | 6696.91 | 营业利润增长率 | 10.72% | 18.65% | 15.53% | 11.63% |
| 其他流动资产 | 522.42 | 522.42 | 522.42 | 522.42 | 净利润增长率 | 11.04% | 18.20% | 15.65% | 11.63% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 14.16% | 18.99% | 15.82% | 11.17% |
| 投资性房地产 | 102.04 | 102.04 | 102.04 | 102.04 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 4093.91 | 4596.37 | 4843.43 | 5050.58 | 毛利率 | 75.19% | 75.51% | 75.98% | 76.21% |
| 无形资产和开发支出 | 513.14 | 449.16 | 382.32 | 312.64 | 三费率 | 20.52% | 19.62% | 18.38% | 17.95% |
| 其他非流动资产 | 244.92 | 244.92 | 244.92 | 244.92 | 净利率 | 28.87% | 30.23% | 31.51% | 31.99% |
| 资产总计 | 12532.41 | 13218.72 | 14374.19 | 15596.39 | ROE | 17.66% | 19.23% | 20.45% | 21.03% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 13.73% | 15.39% | 16.37% | 16.84% |
| 应付和预收款项 | 1381.48 | 1545.98 | 1693.24 | 1849.29 | ROIC | 23.21% | 23.23% | 24.26% | 25.46% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 43.35% | 45.69% | 47.70% | 48.23% |
| 其他负债 | 1401.57 | 1093.69 | 1173.18 | 1259.88 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2783.05 | 2639.68 | 2866.42 | 3109.17 | 总资产周转率 | 0.50 | 0.52 | 0.54 | 0.55 |
| 股本 | 600.00 | 600.00 | 600.00 | 600.00 | 固定资产周转率 | 2.17 | 1.98 | 1.87 | 1.92 |
| 资本公积 | 972.04 | 972.04 | 972.04 | 972.04 | 应收账款周转率 | 809.28 | 743.13 | 737.11 | 733.92 |
| 留存收益 | 8297.51 | 9127.18 | 10055.91 | 11035.37 | 存货周转率 | 0.32 | 0.31 | 0.30 | 0.30 |
| 归属母公司股东权益 | 9749.37 | 10579.04 | 11507.77 | 12487.22 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 97.13% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 9749.37 | 10579.04 | 11507.77 | 12487.22 | 资产负债率 | 22.21% | 19.97% | 19.94% | 19.94% |
| 负债和股东权益合计 | 12532.41 | 13218.72 | 14374.19 | 15596.39 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.93 | 3.20 | 3.29 | 3.39 |
| | | | | | 速动比率 | 0.97 | 0.89 | 0.99 | 1.09 |
| | | | | | 股利支付率 | 52.29% | 59.22% | 60.53% | 62.71% |
| 业绩和估值指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 2584.53 | 3075.32 | 3561.74 | 3959.56 | 每股收益 | 2.87 | 3.39 | 3.92 | 4.38 |
| PE | 12.30 | 10.40 | 9.00 | 8.06 | 每股净资产 | 16.25 | 17.63 | 19.18 | 20.81 |
| PB | 2.17 | 2.00 | 1.84 | 1.70 | 每股经营现金 | 1.52 | 2.58 | 3.96 | 4.41 |
| PS | 3.55 | 3.15 | 2.83 | 2.58 | 每股股利 | 1.50 | 2.01 | 2.37 | 2.75 |
| EV/EBITDA | 7.19 | 6.17 | 5.21 | 4.57 | | | | | |
| 股息率 | 4.25% | 5.69% | 6.73% | 7.78% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljliong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gonggy@swsc.com.cn |
| | 孙启迪 | 销售经理 | 19946297109 | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn |
| | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jjj@swsc.com.c |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn |
