



增持（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：36.45

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

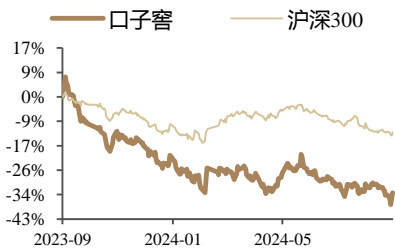
尤诗超

资格编号：S0120524070004

邮箱：yousc3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.56	-3.31	-9.78
相对涨幅(%)	-1.05	0.74	-2.56

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《口子窖(603589.SH)：业绩符合预期，改革稳步推进》，2024.5.6
- 《口子窖(603589.SH)：Q3增速放缓，改革仍在途中》，2023.10.29

口子窖(603589.SH)：高基数下稳健成长，扎根省内拓展省外，兼系列有望成为战略大单品

投资要点

- 事件：**公司发布2024半年报，2024H1实现营业收入31.66亿元，同比增加8.72%；实现归母净利润9.49亿元，同比增加11.91%；实现扣非归母净利润9.30亿元，同比增加11.50%。根据计算，2024Q2实现营业收入13.99亿元，同比增加5.90%；实现归母净利润3.59亿元，同比增加15.15%；实现扣非归母净利润3.43亿元，同比增加12.70%。
- 维持产品多元优势，扎根省内拓展省外。**24年Q2高档/中档/低档酒营业收入分别同比+3.48%/+4.01%/+16.62%，中高端产品占比不断提升，高档酒占总收入的97%以上。直销/批发代理收入分别同比+12.55%/+3.52%；安徽省内/省外销售收入同比+5.04%/-2.41%；省内/省外经销商数量Q2均有所增加，分别增加3个/32个，公司销售的主要市场仍在安徽省内，同时也辐射周边省份。
- 盈利能力稳中向好，百亿目标有望实现。**24Q2销售费用率同比增加3.90pct至18.80%；管理费用率同比增加0.34pct至7.24%；财务费用率同比增加0.12pct至-0.08%。销售费用率增加主要Q2加大与消费者促销投放及增加广告宣传投入；管理费用率增加主要是折旧及摊销等费用增加。24Q2毛利率同比增加4.52pct至75.04%，上半年同期基数较低。归母净利率同比增加2.06pct至25.69%，盈利能力较23年同期有所增长。
- 投资建议：**我们认为公司仍将受益安徽市场扩容，随着改革的稳步推进，盈利能力有望持续上行，预计24-26年公司营业收入分别为65.8/73.0/81.0亿元，同比增速为10.4%/10.9%/10.9%。预计归母净利润分别为19.3/21.7/24.2亿元，同比增速为12.3%/12.1%/11.7%，维持“增持”评级。

风险提示： 新品推广不及预期风险，竞争加剧风险，宏观经济环境调整风险

股票数据

总股本(百万股)：	600.00
流通A股(百万股)：	598.12
52周内股价区间(元)：	34.20-58.74
总市值(百万元)：	21,870.00
总资产(百万元)：	13,232.50
每股净资产(元)：	16.38

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,135	5,962	6,583	7,302	8,102
(+/-)YOY(%)	2.1%	16.1%	10.4%	10.9%	10.9%
净利润(百万元)	1,550	1,721	1,934	2,168	2,422
(+/-)YOY(%)	-10.2%	11.0%	12.3%	12.1%	11.7%
全面摊薄EPS(元)	2.58	2.87	3.22	3.61	4.04
毛利率(%)	74.2%	75.2%	75.5%	76.0%	76.5%
净资产收益率(%)	17.4%	17.7%	17.9%	18.1%	18.4%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.87	3.22	3.61	4.04
每股净资产	16.25	17.97	19.92	21.95
每股经营现金流	1.52	3.99	3.25	4.05
每股股利	1.50	1.50	1.67	2.00
价值评估(倍)				
P/E	15.78	11.31	10.09	9.03
P/B	2.79	2.03	1.83	1.66
P/S	3.67	3.32	2.99	2.70
EV/EBITDA	9.94	6.77	5.83	4.93
股息率%	3.3%	4.1%	4.6%	5.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	75.2%	75.5%	76.0%	76.5%
净利润率	28.9%	29.4%	29.7%	29.9%
净资产收益率	17.7%	17.9%	18.1%	18.4%
资产回报率	13.7%	14.1%	14.4%	14.7%
投资回报率	17.5%	17.6%	17.8%	18.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	16.1%	10.4%	10.9%	10.9%
EBIT 增长率	13.4%	11.4%	12.1%	11.8%
净利润增长率	11.0%	12.3%	12.1%	11.7%
偿债能力指标				
资产负债率	22.2%	21.2%	20.4%	20.1%
流动比率	2.9	3.2	3.5	3.8
速动比率	1.0	1.4	1.5	1.8
现金比率	0.6	0.9	1.0	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.3	0.2	0.3	0.3
存货周转天数	1,250.5	1,100.0	1,169.6	1,173.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	2.0	1.8	1.8	2.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,721	1,934	2,168	2,422
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	303	304	354	379
非经营收益	13	-20	-18	-20
营运资金变动	-1,127	178	-557	-350
经营活动现金流	911	2,396	1,947	2,431
资产	-275	-407	-311	-71
投资	-44	-205	-55	-55
其他	20	16	18	20
投资活动现金流	-298	-595	-348	-106
债权募资	0	-2	0	-0
股权募资	0	0	0	0
其他	-800	-899	-1,002	-1,202
融资活动现金流	-800	-901	-1,002	-1,202
现金净流量	-188	900	597	1,123

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,962	6,583	7,302	8,102
营业成本	1,479	1,611	1,749	1,901
毛利率%	75.2%	75.5%	76.0%	76.5%
营业税金及附加	901	987	1,095	1,215
营业税金率%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	827	967	1,107	1,260
营业费用率%	13.9%	14.7%	15.2%	15.6%
管理费用	407	441	462	496
管理费用率%	6.8%	6.7%	6.3%	6.1%
研发费用	34	26	29	32
研发费用率%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	2,307	2,570	2,881	3,220
财务费用	-12	-43	-48	-53
财务费用率%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-29	0	0	0
投资收益	20	16	18	20
营业利润	2,326	2,611	2,928	3,272
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	2,328	2,613	2,929	3,273
EBITDA	2,581	2,874	3,236	3,599
所得税	606	679	762	851
有效所得税率%	26.1%	26.0%	26.0%	26.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,721	1,934	2,168	2,422

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,515	2,415	3,012	4,135
应收账款及应收票据	446	578	558	645
存货	5,067	4,856	5,605	6,111
其它流动资产	551	778	820	874
流动资产合计	7,578	8,626	9,996	11,766
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,960	3,670	4,026	3,793
在建工程	1,163	571	186	126
无形资产	513	500	487	474
非流动资产合计	4,954	5,060	5,023	4,721
资产总计	12,532	13,685	15,019	16,487
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	848	937	1,028	1,104
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,740	1,776	1,850	2,020
流动负债合计	2,588	2,712	2,878	3,124
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	195	190	190	190
非流动负债合计	195	190	190	190
负债总计	2,783	2,902	3,068	3,314
实收资本	600	600	600	600
普通股股东权益	9,749	10,783	11,951	13,173
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	12,532	13,685	15,019	16,487

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。