



## 口子窖 (603589.SH)

买入 (维持评级)

## 基本面底部初现，静待复苏动能

**事件：**口子窖发布2024年第三季度报告，公司24年前三季度实现营业收入43.62亿元，同比-1.89%，实现归属于母公司股东的净利13.11亿元，同比-2.81%，实现扣非归母净利润12.66亿元，同比-4.89%。公司24Q3单季度实现营收11.95亿元，同比-22.04%，归母净利润3.62亿元，同比-27.72%，扣非归母净利润3.37亿元，同比-32.34%。

## ➤ 宏观环境扰动，中高档白酒销售承压

1) 公司以打造战略大单品为目标，加强兼系列产品推广力度，2024年前三季度，公司高档白酒实现营收达41.12亿元，同比-3.09%，占比达96.71%，实现中档白酒收入0.49亿元，同比-27.36%，占比约为1.15%，实现低档白酒收入0.91亿元，同比+44.47%，占比约为2.14%。

2) 24Q3单季度来看，公司实现高档白酒收入11.39亿元，同比-22.7%，实现中档白酒收入0.13亿元，同比-55.3%，实现低档白酒收入0.21亿元，同比+26.54%。

## ➤ 蓄水池有所收缩，中高端产品下滑制约毛利率表现

2024年前三季度，公司渠道结构中直销（含团购）/批发代理分别实现营收1.35亿元/41.17亿元，分别同比+48.01%/-3.86%，分别占主营业务比重3.17%/96.83%。24Q3单季度看，直销（含团购）实现营收0.43亿元，同比增长19.7%，批发代理实现营收11.29亿元，同比下降23.8%。公司蓄水池收缩，渠道端承压，24年前三季度，合同负债和其他流动负债合计3.68亿元，对比去年同期下降10.18%。

按区域看，公司在安徽省内市场通过加强县区市场、乡镇市场下沉，进一步精耕细作，24Q3单季度省内实现营收9.52亿元，对比去年同期下降22.09%，省外市场聚焦重点城市，优化资源配置，实现营收2.21亿元，对比去年同期-25.59%。公司在安徽省内/省外营业收入分别占主营业务比重的81.19%/18.81%，省内营收占比对比去年同期小幅增加0.71pct。

24Q3来看，公司毛利率为71.91%，对比去年同期-5.9pct。公司费用端收紧，销售/管理/研发/财务费用率分别对比去年同期-3.03%/+1.27%/-0.23%/+0.23pct至12.38%/7.08%/0.44%/-0.07%，公司净利率对比去年同期-2.38pct至30.28%。

## ➤ 盈利预测与投资建议

考虑到外部宏观环境存在一定挑战和不确定性，我们下调了公司24-26年的盈利预测，预计公司24-26年归母净利润分别为17.39/19.96/22.49亿元（原值为19.18/21.97/24.76亿元），对应PE分别为15/13/11倍，考虑到公司基本盘较为稳健，维持“买入”评级

## ➤ 风险提示

市场竞争加剧，新产品推广不顺风险，食品安全问题等

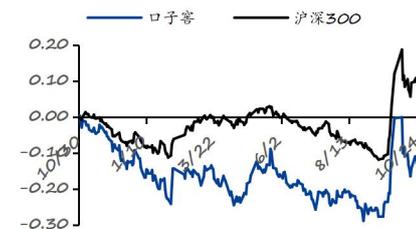
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,135	5,962	5,868	6,600	7,361
增长率	2%	16%	-2%	12%	12%
净利润（百万元）	1,550	1,721	1,739	1,996	2,249
增长率	-10%	11%	1%	15%	13%
EPS（元/股）	2.58	2.87	2.90	3.33	3.75
市盈率（P/E）	16.6	14.9	14.8	12.9	11.4
市净率（P/B）	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 基本数据

日期	2024-10-28
收盘价:	42.79元
总股本/流通股本(百万股)	600.00/598.12
流通A股市值(百万元)	25,593.53
每股净资产(元)	16.93
资产负债率(%)	20.00
一年内最高/最低价(元)	52.74/33.88

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
分析师：张东雪(S0210523060001)  
zdx30145@hfzq.com.cn  
联系人：林若尧(S0210123070039)  
lry30204@hfzq.com.cn

## 相关报告

- 1、基本盘扎实，业绩稳健增长——2024.08.29
- 2、改革稳步推进，稳中求胜抓住发展新机遇——2024.06.18



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,515	3,293	4,202	5,469	营业收入	5,962	5,868	6,600	7,361
应收票据及账款	446	416	481	529	营业成本	1,479	1,432	1,592	1,748
预付账款	26	25	28	31	税金及附加	901	895	1,004	1,119
存货	5,067	4,436	5,145	5,466	销售费用	827	832	936	1,036
合同资产	0	0	0	0	管理费用	407	395	438	481
其他流动资产	525	525	526	526	研发费用	34	33	37	42
流动资产合计	7,578	8,695	10,381	12,020	财务费用	-12	-60	-93	-96
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	2,960	3,040	3,113	3,179	资产减值损失	-29	-8	-10	-12
在建工程	1,134	784	434	84	公允价值变动收益	7	4	6	5
无形资产	513	503	472	450	投资收益	20	22	21	21
商誉	0	0	0	0	其他收益	2	2	2	2
其他非流动资产	347	352	375	401	<b>营业利润</b>	<b>2,326</b>	<b>2,361</b>	<b>2,705</b>	<b>3,047</b>
非流动资产合计	4,954	4,679	4,393	4,114	营业外收入	3	2	2	3
<b>资产合计</b>	<b>12,532</b>	<b>13,374</b>	<b>14,774</b>	<b>16,134</b>	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,328</b>	<b>2,362</b>	<b>2,706</b>	<b>3,049</b>
应付票据及账款	848	846	927	1,025	所得税	607	623	710	800
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,721</b>	<b>1,739</b>	<b>1,996</b>	<b>2,249</b>
合同负债	397	517	659	735	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	790	671	731	701	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,721</b>	<b>1,739</b>	<b>1,996</b>	<b>2,249</b>
其他流动负债	553	566	593	605	EPS (按最新股本摊薄)	2.87	2.90	3.33	3.75
流动负债合计	2,588	2,600	2,909	3,065					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	195	186	191	188					
非流动负债合计	195	186	191	188					
<b>负债合计</b>	<b>2,783</b>	<b>2,786</b>	<b>3,099</b>	<b>3,254</b>					
归属母公司所有者权益	9,749	10,588	11,675	12,881					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,749</b>	<b>10,588</b>	<b>11,675</b>	<b>12,881</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,532</b>	<b>13,374</b>	<b>14,774</b>	<b>16,134</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>911</b>	<b>2,628</b>	<b>1,746</b>	<b>2,238</b>
现金收益	1,980	2,000	2,230	2,484
存货影响	-856	631	-709	-321
经营性应收影响	-66	39	-58	-39
经营性应付影响	280	-121	140	69
其他影响	-427	79	142	45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-298</b>	<b>-8</b>	<b>-21</b>	<b>-23</b>
资本支出	-571	-41	-19	-26
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	273	33	-2	3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-800</b>	<b>-841</b>	<b>-816</b>	<b>-948</b>
借款增加	1	-1	0	0
股利及利息支付	-895	-909	-1,044	-1,176
股东融资	0	0	0	0
其他影响	94	69	228	228

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	16.1%	-1.6%	12.5%	11.5%
EBIT 增长率	12.4%	-0.6%	13.5%	13.0%
归母公司净利润增长率	11.0%	1.0%	14.8%	12.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.2%	75.6%	75.9%	76.2%
净利率	28.9%	29.6%	30.2%	30.6%
ROE	17.7%	16.4%	17.1%	17.5%
ROIC	25.5%	23.2%	23.8%	24.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.2%	20.8%	21.0%	20.2%
流动比率	2.9	3.3	3.6	3.9
速动比率	1.0	1.6	1.8	2.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,129	1,194	1,083	1,092
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.87	2.90	3.33	3.75
每股经营现金流	1.52	4.38	2.91	3.73
每股净资产	16.25	17.65	19.46	21.47
<b>估值比率</b>				
P/E	15	15	13	11
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	40	39	35	31

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn