2024 年 10 月 28 日

报表端压力释放，看好未来恢复性增长

口子窖(603589)

评级：	增持	股票代码：	603589
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价（元）：	52.74/33.88
目标价格（元）：		总市值(亿元)	256.74
最新收盘价（元）：	42.79	自由流通市值(亿元)	256.74
		自由流通股数(百万)	598.12

事件概述

公司发布三季度报告，24Q1-3 实现收入 43.6 亿元，同比-1.9%；归母净利 13.1 亿元，同比-2.8%。24Q3 实现收入 12.0 亿元，同比-22.0%；归母净利 3.6 亿元，同比-27.7%。

分析判断：

▶ 报表基本反应市场真实现状，现金流表现依然优秀

24Q3 高/中/低档分别实现收入 11.4/0.1/0.2 亿元，分别同比-22.7%/-55.3%/+26.5%。高档酒收入承压我们认为与市场普遍反馈的真实动销状况相符，根据名酒观察，其中兼 8 在上市 2 个月内销售 40-50 万箱，表现相对突出（我们估算贡献收入 3+亿）。23Q3 省内外分别实现收入 9.5/2.2 亿元，分别同比-22.1%/-25.6%，省内外经销商数量分别净+4/+53 家，省内经销商数量增加我们认为与公司“在省内的基础盘市场进行渠道精耕”的战略方向相符。

24Q3 合同负债 3.5 亿元，环比+11.9%，销售收现 14.3 亿元，同比+1.8%，我们认为反应大单品在市场拥有较强潜力，对渠道的资金吸引力仍然充足，对公司回款情况无需过多担忧。

▶ 产品结构承压，费用控制缩减

24Q3 毛利率 71.9%，同比-5.9pct，我们认为单季度毛利率下降一方面 23Q3 毛利率基数较高，另一方面三季度产品结构承压+收入下滑成本分摊减少拖累毛利率。24Q3 销售/管理费用率分别 12.4%/7.1%，分别同比-3.0/+1.3pct，销售费用率下降我们认为符合公司提升渠道精耕的运营能力战略方向，有利于提升公司整体运渠道运营效率，有助于释放渠道势能；管理费用率提升主因收入规模下滑，管理费用同比-5.0%，在公司与麦肯锡合作投入费用较高的前提下，同样体现了公司运营效率提高的战略重心。综上，毛利率主要拖累业绩下滑，24Q3 净利率 30.03%，同比-2.4pct。

▶ 期待未来兼 8 带动公司整体恢复性增长

产品端，兼 8 定位 200-300 元价位，支撑口子窖整体产品线的重要大单品之一；渠道端，以运营中心为主体，更进一步明确厂商职责与分工，并将在市场调研、市场诊断、市场考核、渠道建设、产品推广、费用管控等各个层面赋能市场，促进市场的发展（根据公司公告业绩说明会）。我们认为过去公司基本面矛盾点主要在产品力需要提升和渠道组织能力因大商模式而缺乏经营提升。随着兼系列新品上市，产品端兼 8 在大众消费升级承上和次高端消费降级启下；渠道端反馈利润较好（根据名酒观察）；组织端运营公司作为营销主体有望逐步发挥作用。根据名酒观察，公司今年在市场端的表现，省会合肥止跌增长，皖南增幅偏大，安庆、芜湖等核心市场持续增长，蚌埠、淮北和宿州等地区在中档水平，维持平稳略增态势。我们期待未来以兼 8 为主的重要大单品带动公司整体恢复性增长。

投资建议

根据三季报调整盈利预测，24-26 年营业收入由 66.1/72.4/78.9 亿元下调至 60.0/66.1/72.0 亿元；归母净利润由 19.3/21.4/23.7 亿元下调至 17.5/20.5/23.3 亿元；EPS 由 3.22/3.57/3.96 元下调至

2.92/3.42/3.89 元，2024 年 10 月 28 日收盘价 42.79 元对应估值分别为 15/13/11 倍。维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；旺季需求不及预期；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,029	5,135	6,004	6,613	7,196
YoY（%）	25.4%	2.1%	0.7%	10.2%	8.8%
归母净利润(百万元)	1,727	1,550	1,751	2,054	2,333
YoY（%）	35.4%	-10.2%	1.7%	17.3%	13.6%
毛利率（%）	73.9%	74.2%	74.8%	75.4%	76.0%
每股收益（元）	2.88	2.58	2.92	3.42	3.89
ROE（%）	20.9%	17.4%	16.6%	18.0%	18.9%
市盈率	16.56	14.91	14.66	12.50	11.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星
邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040004
联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,962	6,004	6,613	7,196
YoY(%)	16.1%	0.7%	10.2%	8.8%
营业成本	1,479	1,515	1,625	1,726
营业税金及附加	901	913	1,012	1,108
销售费用	827	804	747	720
管理费用	407	432	496	540
财务费用	-12	-11	-11	-15
研发费用	34	42	33	32
资产减值损失	-29	0	0	0
投资收益	20	23	23	22
营业利润	2,326	2,333	2,737	3,109
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	2,328	2,335	2,738	3,111
所得税	606	584	685	778
净利润	1,721	1,751	2,054	2,333
归属于母公司净利润	1,721	1,751	2,054	2,333
YoY(%)	11.0%	1.7%	17.3%	13.6%
每股收益(元)	2.87	2.92	3.42	3.89

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,515	1,614	2,101	2,893
预付款项	26	23	20	17
存货	5,067	5,260	5,418	5,513
其他流动资产	971	829	695	567
流动资产合计	7,578	7,725	8,234	8,990
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,960	3,734	4,124	4,222
无形资产	513	539	543	552
非流动资产合计	4,954	5,256	5,377	5,332
资产合计	12,532	12,981	13,611	14,322
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	848	715	632	575
其他流动负债	1,740	1,537	1,396	1,241
流动负债合计	2,588	2,253	2,028	1,816
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	2,445	2,220	2,008
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9,749	10,536	11,390	12,314
负债和股东权益合计	12,532	12,981	13,611	14,322

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,721	1,751	2,054	2,333
折旧和摊销	274	447	501	536
营运资金变动	-1,127	-483	-346	-277
经营活动现金流	911	1,690	2,185	2,570
资本开支	-275	-717	-599	-475
投资	-44	80	78	85
投资活动现金流	-298	-626	-497	-368
股权募资	0	-4	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-800	-965	-1,200	-1,410
现金净流量	-188	99	488	792

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	16.1%	0.7%	10.2%	8.8%
净利润增长率	11.0%	1.7%	17.3%	13.6%
盈利能力				
毛利率	75.2%	74.8%	75.4%	76.0%
净利润率	28.9%	29.2%	31.1%	32.4%
总资产收益率 ROA	13.7%	13.5%	15.1%	16.3%
净资产收益率 ROE	17.7%	16.6%	18.0%	18.9%
偿债能力				
流动比率	2.93	3.43	4.06	4.95
速动比率	0.96	1.08	1.38	1.91
现金比率	0.59	0.72	1.04	1.59
资产负债率	22.2%	18.8%	16.3%	14.0%
经营效率				
总资产周转率	0.50	0.47	0.50	0.52
每股指标（元）				
每股收益	2.87	2.92	3.42	3.89
每股净资产	16.25	17.56	18.98	20.52
每股经营现金流	1.52	2.82	3.64	4.28
每股股利	1.50	1.60	2.00	2.35
估值分析				
PE	14.91	14.66	12.50	11.00
PB	2.79	2.47	2.28	2.11

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。