

口子窖 (603589.SH)

优于大市

第三季度主动释放渠道风险，收入及净利润下滑

核心观点

2024年第三季度公司收入同比-22.0%，净利润同比-27.7%。2024年前三季度公司实现营业总收入43.62亿元，同比-1.9%；实现归母净利润13.11亿元，同比-2.8%。其中第三季度实现营业总收入11.95亿元，同比-22.0%；归母净利润3.62亿元，同比-27.7%；需求承压背景下公司主动释放渠道风险以换取长期发展空间。

2024Q3酒类收入同比-22.8%，反应淡季需求压力。分产品看，2024Q3高档/中档/低档白酒收入分别11.39/0.13/0.21亿元，同比-22.7%/-55.3%/+26.5%，淡季宴请场景下滑较多，需求以低档口粮酒的自然动销为主。分区域看，第三季度安徽省内/省外收入9.52/2.21亿元，同比-22.09%/-25.59%；安徽省内渠道改革成效逐步显现，其中合肥地区兼8势头较好，预计增速快于平均；截至9月底省内/省外经销商环比净增加1/10个。分渠道看，2024Q3批价/直销渠道收入11.29/0.43亿元，同比-23.80%/+19.70%。

毛利率承压及费用率上行，2024Q3净利率同比-2.38pcts。2024Q3毛利率同比-5.9pcts，主因产品结构下行，同时兼8铺货过程中货折力度有所加大、部分费用计入成本端；销售费用率同比-3.03pcts，销售淡季公司费用投放较为克制，聚焦于兼8动销，综合毛销差同比-3pcts。2024Q3税金及附加率同比+2.86pcts，系生产和销售错期影响，管理费用率同比+1.27pcts。

现金流及预收款表现好于收入端。2024Q3公司经营性现金流量净额3.55亿元/同比-8.3%，销售收现14.26亿元/同比+1.8%，截至9月底公司合同负债3.55亿元，环比6月底增加0.38亿元，兼8渠道利润驱动终端回款积极性，收入质量较高、第四季度留有余力。

报表贴近真实动销、渠道健康度较高，佐证经营势能向上。报表端看，产品结构收入增减情况反应今年第三季度省内宴请场景降频，与中秋动销下滑双位数较为匹配；市场端看，公司为大商纾压，主动调整兼8销售目标，当前终端库存较低、单品利润高，春节旺季备货空间充足。

盈利预测与投资建议：需求环境压力延续，公司改革仍在推进阶段，下调收入及净利润预测。考虑到需求压力延续，公司不给经销商强制压货，全年18%收入增速目标完成概率不大；我们下调此前收入预测，预计2024-2025年公司收入59.71/64.47/69.88亿元，同比+0.2%/+8.0%/+8.4%（前值为11.7%/+9.5%/+8.0%）；新品铺货前期公司仍需维持较高费投水平以培育消费氛围，同步下调净利润预测，预计2024-2026年公司归母净利润17.13/18.83/20.79亿元，同比-0.5%/+9.9%/+10.4%（前值为+14.1%/+11.1%/+9.4%）。公司渠道改革成效逐步显现，当前库存包袱较轻，行业调整后收入增速释放动能预计优于整体，当前股价对应2024/2025年15.0/13.6倍P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

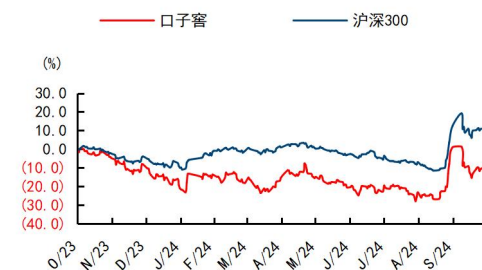
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.79元
总市值/流通市值	25674/25594百万元
52周最高价/最低价	52.74/33.88元
近3个月日均成交额	216.09百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《口子窖(603589.SH)-第二季度利润率低基数下改善，全年经营思路清晰》——2024-08-29

《口子窖(603589.SH)-一季度收入增长11%，渠道改革持续推进》——2024-05-04

《口子窖(603589.SH)-稳健推进渠道改革，适时去化渠道库存》——2023-10-28

《口子窖(603589.SH)-二季度收入增长34%，新品市场导入持续推进》——2023-08-29

《口子窖(603589.SH)-股权激励顺利落地，渠道改革有望不断兑现》——2023-03-20

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,135	5,962	5,971	6,447	6,988
(+/-%)	2.1%	16.1%	0.2%	8.0%	8.4%
净利润(百万元)	1550	1721	1713	1883	2079
(+/-%)	-10.2%	11.0%	-0.5%	9.9%	10.4%
每股收益(元)	2.58	2.87	2.86	3.14	3.46
EBIT Margin	39.6%	38.8%	37.5%	38.1%	38.7%
净资产收益率(ROE)	17.4%	17.7%	16.3%	16.7%	17.3%
市盈率(PE)	16.6	14.9	15.0	13.6	12.4
EV/EBITDA	12.6	11.0	11.8	10.7	9.8
市净率(PB)	2.88	2.63	2.44	2.28	2.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2024 年第三季度公司收入同比-22.0%，净利润同比-27.7%。2024 年前三季度公司实现营业总收入 43.62 亿元，同比-1.9%；实现归母净利润 13.11 亿元，同比-2.8%。其中第三季度实现营业总收入 11.95 亿元，同比-22.0%；归母净利润 3.62 亿元，同比-27.7%；需求承压背景下公司主动释放渠道风险以换取长期发展空间

2024Q3 酒类收入同比-22.8%，反应淡季需求压力。分产品看，2024Q3 高档/中档/低档白酒收入分别 11.39/0.13/0.21 亿元，同比-22.7%/-55.3%/+26.5%，淡季宴请场景下滑较多，需求以低档口粮酒的自然动销为主。分区域看，第三季度安徽省内/省外收入 9.52/2.21 亿元，同比-22.09%/-25.59%；安徽省内渠道改革成效逐步显现，其中合肥地区兼 8 势头较好，预计增速快于平均；截至 9 月底省内/省外经销商环比净增加 1/10 个。分渠道看，2024Q3 批价/直销渠道收入 11.29/0.43 亿元，同比-23.80%/+19.70%。

毛利率承压及费用率上行，2024Q3 净利率同比-2.38pcts。2024Q3 毛利率同比-5.9pcts，主因产品结构下行，同时兼 8 铺货过程中货折力度有所加大、部分费用计入成本端；销售费用率同比-3.03pcts，销售淡季公司费用投放较为克制，聚焦于兼 8 动销，综合毛销差同比-3pcts。2024Q3 税金及附加率同比+2.86pcts，系生产和销售错期影响，管理费用率同比+1.27pcts。

现金流及预收款表现好于收入端。2024Q3 公司经营性现金流量净额 3.55 亿元/同比-8.3%，销售收现 14.26 亿元/同比+1.8%，截至 9 月底公司合同负债 3.55 亿元，环比 6 月底增加 0.38 亿元，兼 8 渠道利润驱动终端回款积极性，收入质量较高、第四季度留有余力。

报表贴近真实动销、渠道健康度较高，佐证经营势能向上。报表端看，产品结构收入增减情况反应今年第三季度省内宴请场景降频，与中秋动销下滑双位数较为匹配；市场端看，公司为大商纾压，主动调整兼 8 销售目标，当前终端库存较低、单品利润高，春节旺季备货空间充足。

盈利预测与投资建议：需求环境压力延续，公司改革仍在推进阶段，下调收入及净利润预测。考虑到需求压力延续，公司不给经销商强制压货，全年 18%收入增速目标完成概率不大；我们下调此前收入预测，预计 2024-2025 年公司收入 59.71/64.47/69.88 亿元，同比+0.2%/+8.0%/+8.4%（前值为 11.7%/+9.5%/+8.0%）；新品铺货前期公司仍需维持较高费投水平以培育消费氛围，同步下调净利润预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润 17.13/18.83/20.79 亿元，同比-0.5%/+9.9%/+10.4%（前值为+14.1%/11.1%/+9.4%）。当前股价对应 2024/2025 年 15.0/13.6 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



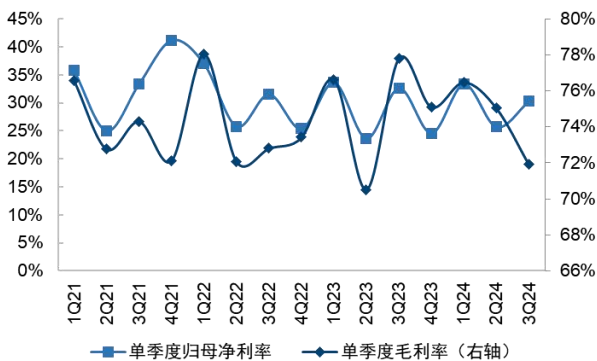
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



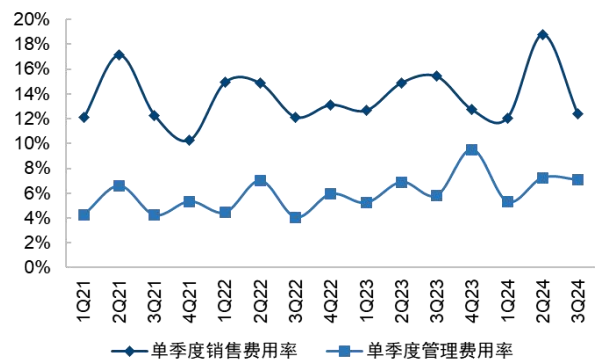
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：口子窖盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,962	6,660	7,290	5,971	6,447	-10.3%	-11.6%
收入同比增速%	16.1%	11.7%	9.5%	0.2%	8.0%	-11.56pcts	-1.48pcts
毛利率%	75.2%	74.9%	75.0%	74.6%	75.0%	-0.3pcts	0.04pcts
销售费用率%	75.2%	13.9%	13.9%	14.0%	14.2%	0.12pcts	0.32pcts
管理费用率%	6.5%	6.4%	6.0%	7.0%	6.8%	0.56pcts	0.8pcts
归母净利润（百万元）	1,721	1,964	2,182	1,713	1,883	-12.8%	-13.7%
归母净利润同比增速%	11.0%	14.1%	11.1%	-0.5%	9.9%	-14.59pcts	-1.21pcts
净利率%	28.9%	29.5%	29.9%	28.7%	29.2%	-0.8pcts	-0.74pcts
EPS（元）	2.87	3.27	3.64	2.86	3.14	-12.8%	-13.7%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2024/10/28	2024/10/28	2024/10/28	2024/10/28	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,565		19,659		864.2	976.5	22.7	20.1
000858.SZ	五粮液	优于大市	154		5,977		337.8	376.9	17.7	15.9
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	143		2,100		152.0	174.4	13.8	12.0
600809.SH	山西汾酒	优于大市	204		2,494		128.6	153.5	19.4	16.3
002304.SZ	洋河股份	优于大市	87		1,314		102.3	108.3	12.8	12.1
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	55		177		3.7	4.3	47.9	41.1

600702.SH	舍得酒业	中性	68	227	13.3	14.4	17.1	15.7
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	199	1,053	58.5	71.7	18.0	14.7
603589.SH	口子窖	优于大市	43	257	17.1	18.8	15.0	13.6
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	68	544	29.0	35.7	18.8	15.3
603369.SH	今世缘	优于大市	48	599	38.0	45.9	15.8	13.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除口子窖外公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1680	1515	2846	3274	3748	营业收入	5135	5962	5971	6447	6988
应收款项	345	448	526	495	559	营业成本	1327	1479	1516	1612	1718
存货净额	4211	5067	4798	5277	5710	营业税金及附加	782	901	908	967	1048
其他流动资产	34	26	37	37	38	销售费用	700	827	836	915	985
流动资产合计	6743	7578	8729	9606	10578	管理费用	268	407	439	459	489
固定资产	3858	4123	4147	4144	4136	研发费用	25	34	34	36	39
无形资产及其他	516	513	493	472	452	财务费用	(41)	(12)	(22)	(31)	(35)
投资性房地产	418	317	317	317	317	投资收益	23	20	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	36	19	19	25
资产总计	11535	12532	13686	14539	15483	其他收入	(23)	(89)	(34)	(36)	(39)
短期借款及交易性金融负债	2	3	0	0	0	营业利润	2101	2326	2280	2506	2767
应付款项	806	848	899	959	1019	营业外净收支	2	2	4	4	4
其他流动负债	1645	1737	2054	2078	2216	利润总额	2102	2328	2284	2510	2771
流动负债合计	2452	2588	2954	3036	3235	所得税费用	552	606	571	628	693
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	195	212	230	247	归属于母公司净利润	1550	1721	1713	1883	2079
长期负债合计	178	195	212	230	247	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2630	2783	3166	3266	3482	净利润	1550	1721	1713	1883	2079
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	29	11	(0)	(0)
股东权益	8904	9749	10520	11273	12001	折旧摊销	205	270	204	243	253
负债和股东权益总计	11535	12532	13686	14539	15483	公允价值变动损失	(1)	(36)	(19)	(19)	(25)
						财务费用	(41)	(12)	(22)	(31)	(35)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(562)	(670)	578	(349)	(282)
每股收益	2.58	2.87	2.86	3.14	3.46	其它	3	(29)	(11)	0	0
每股红利	1.49	1.49	1.57	1.88	2.25	经营活动现金流	1192	1285	2476	1758	2025
每股净资产	14.84	16.25	17.53	18.79	20.00	资本开支	0	(581)	(200)	(200)	(200)
ROIC	19.34%	19.63%	19%	21%	22%	其它投资现金流	284	(50)	0	0	0
ROE	17.41%	17.66%	16%	17%	17%	投资活动现金流	284	(631)	(200)	(200)	(200)
毛利率	74%	75%	75%	75%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	39%	38%	38%	39%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	43%	41%	42%	42%	支付股利、利息	(895)	(895)	(942)	(1130)	(1351)
收入增长	2%	16%	0.2%	8.0%	8.4%	其它融资现金流	114	971	(3)	0	0
净利润增长率	-10%	11%	-0.5%	9.9%	10.4%	融资活动现金流	(1677)	(819)	(945)	(1130)	(1351)
资产负债率	23%	22%	23%	22%	22%	现金净变动	(201)	(165)	1331	428	474
股息率	3.5%	3.5%	3.7%	4.4%	5.3%	货币资金的期初余额	1881	1680	1515	2846	3274
P/E	16.6	14.9	15.0	13.6	12.4	货币资金的期末余额	1680	1515	2846	3274	3748
P/B	2.9	2.6	2.4	2.3	2.1	企业自由现金流	0	729	2262	1537	1802
EV/EBITDA	12.6	11.0	11.8	10.7	9.8	权益自由现金流	0	1701	2275	1560	1828

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032