

事件: 公司于 10 月 28 日发布 2024 年三季度报, 24 年 Q1-3 公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 43.62/13.11/12.66 亿元, 同比-1.89%/-2.18%/-4.89%。其中单 24Q3 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 11.95/3.62/3.37 亿元, 同比-22.04%/-27.72%/-32.34%。截至 24Q3 期末合同负债 3.55 亿元, 较 23 年末减少 0.43 亿元。用“单季度营收+Δ合同负债”核算真实营收, 以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动, 24Q3 真实营收 12.33 亿元, 同比+3.61%。

“兼 8”反馈良好, 省外持续招商。分产品看: 24Q3 高档白酒/中档白酒/低档白酒分别实现营收 11.39/0.13/0.21 亿元, 同比 -22.70%/-55.30%/+26.54%。结构上高档占比 97%, 同、环比均保持稳定。新品“兼 8”4 月在合肥、淮北两地率先上市, Q3 全省范围导入, 卡位安徽主流 200 元价位带, 上市初期渠道利润空间预留丰厚, 同时配以“一地一发布”的推广品鉴会、宴席政策、扫码红包、演唱会等营销手段引流, 目前渠道配合度和消费者接受度较高。**分区域看:** 24Q3 安徽省内/省外分别实现营收 9.52/2.21 亿元; 同比-22.09%/-25.59%。省外 Q2 招商 Q3 汇量, 占比环比提升+2.12pcts 至 18.81%, 长三角作为省外第一大市场, 氛围持续升温。省会合肥市场得益于新品“兼 8”的推广, 今年 5 月起同比转正, 开启恢复性增长。**分渠道看:** 24Q3 直销(含团购)/批发代理分别实现营收 0.43/11.29 亿元, 同比+19.70%/-23.08%, 以电商平台自营旗舰店和封坛定制团购业务为代表的直销渠道由于基数小增速表现较快。**经销商数量上:** 24Q3 未合计 1008 家, 其中省内/省外各 500/508 家, 较一季度末净增加 1/10 家。

营销中心费用审核职能初显, 货折和税金拖累利润率水平。毛利率: 24Q1-3/24Q3 分别为 74.76%/71.91%, 同比-0.46/-5.90pcts, 双节旺季公司增加了消费者端的政策力度, 搭赠比例提升导致 Q3 货折较大, 拖累毛利率。**费用率:** 24Q1-3 销售/管理费用率分别为 14.31%/6.41%, 同比+0.04/+0.49pcts, 24Q3 分别为 12.38%/7.08%, 同比-3.03/+1.27pcts, 销售费用率下降一方面去年兼系列上市初期市场广宣投入较大, 另一方面合肥营销中心职能落地, 费控审核趋严。**归母净利润率:** 24Q1-3/24Q3 分别为 30.05%/30.28%, 同比-0.28/-2.38pcts。Q3 税金及附加/营收同比提升+2.86pcts, 对净利率水平所有压制。

投资建议: 公司前期渠道改革成果初显, 合肥营销中心的设立加强渠道掌控力, 通过大众价格带的高利润新品提高省内终端网点的渗透率, 当前渠道库存水平和经销商资金周转压力较同业健康。行业下行期公司选择轻装上阵, 保护渠道良性发展, 待市场回暖后弹性可期。预计公司 24-26 年归母净利润 16.50/17.35/18.51 亿元, 同比-4.2%/5.2%/6.7%, 当前股价对应 PE 分别为 14/14/13 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 税收等产业政策调整的不确定性风险; 省内核心市场竞争加剧影响份额; “兼”系列上市推广及渠道改革成效不达预期; 食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,962	5,992	6,328	6,810
增长率(%)	16.1	0.5	5.6	7.6
归属母公司股东净利润(百万元)	1,721	1,650	1,735	1,851
增长率(%)	11.0	-4.2	5.2	6.7
每股收益(元)	2.87	2.75	2.89	3.08
PE	14	14	14	13
PB	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

39.20 元


分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 口子窖 (603589.SH) 2024 年中报点评: 业绩蓄水池收缩 兼 8 加速铺市有望成为增长引擎-2024/08/29
- 口子窖 (603589.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 23 年平稳收官 期待渠道改革助力“兼”系列汇量-2024/04/30
- 口子窖 (603589.SH) 2023 年半年报点评: 改革成效显现 关注新老品过渡-2023/08/29
- 口子窖 (603589.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 渠道改革加速, 新品增量可期-2023/05/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,962	5,992	6,328	6,810
营业成本	1,479	1,697	1,779	2,030
营业税金及附加	901	911	962	1,036
销售费用	827	857	930	994
管理费用	407	413	430	375
研发费用	34	29	38	41
EBIT	2,307	2,086	2,190	2,337
财务费用	-12	-18	-22	-22
资产减值损失	-29	0	0	0
投资收益	20	33	34	37
营业利润	2,326	2,240	2,356	2,513
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	2,328	2,242	2,358	2,515
所得税	606	593	623	665
净利润	1,721	1,650	1,735	1,851
归属于母公司净利润	1,721	1,650	1,735	1,851
EBITDA	2,581	2,373	2,499	2,660

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,515	1,842	1,836	1,907
应收账款及票据	446	526	555	597
预付款项	26	39	41	47
存货	5,067	5,582	6,551	7,628
其他流动资产	525	11	11	11
流动资产合计	7,578	8,001	8,995	10,191
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,960	3,348	3,606	3,779
无形资产	513	513	513	513
非流动资产合计	4,954	4,967	4,967	4,967
资产合计	12,532	12,968	13,962	15,158
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	848	987	1,034	1,180
其他流动负债	1,740	1,321	1,394	1,500
流动负债合计	2,588	2,307	2,428	2,680
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	195	214	214	214
非流动负债合计	195	214	214	214
负债合计	2,783	2,522	2,642	2,894
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9,749	10,446	11,319	12,264
负债和股东权益合计	12,532	12,968	13,962	15,158

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.10	0.51	5.60	7.61
EBIT 增长率	13.36	-9.59	5.02	6.68
净利润增长率	11.04	-4.15	5.15	6.68
盈利能力 (%)				
毛利率	75.19	71.67	71.89	70.19
净利润率	28.87	27.53	27.42	27.18
总资产收益率 ROA	13.73	12.72	12.43	12.21
净资产收益率 ROE	17.66	15.79	15.33	15.09
偿债能力				
流动比率	2.93	3.47	3.70	3.80
速动比率	0.96	1.03	0.99	0.94
现金比率	0.59	0.80	0.76	0.71
资产负债率 (%)	22.21	19.45	18.93	19.09
经营效率				
应收账款周转天数	0.26	0.28	0.23	0.23
存货周转天数	1129.12	1129.36	1227.95	1257.45
总资产周转率	0.50	0.47	0.47	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	2.87	2.75	2.89	3.08
每股净资产	16.25	17.41	18.87	20.44
每股经营现金流	1.52	1.56	1.70	1.91
每股股利	1.50	1.44	1.51	1.61
估值分析				
PE	14	14	14	13
PB	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.59	9.34	8.87	8.33
股息收益率 (%)	3.83	3.66	3.85	4.11

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,721	1,650	1,735	1,851
折旧和摊销	274	287	309	323
营运资金变动	-1,127	-887	-879	-874
经营活动现金流	911	934	1,019	1,143
资本开支	-275	-177	-193	-199
投资	-44	511	0	0
投资活动现金流	-298	351	-159	-162
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-800	-957	-866	-910
现金净流量	-188	328	-6	71

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026