

2024年11月01日

证券研究报告·2024年三季报点评

口子窖(603589)食品饮料

当前价: 39.27元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 收入有所承压，静待需求改善

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年三季报，前三季度实现收入43.6亿元，同比-1.9%，归母净利润13.1亿元，同比-2.8%；其中单Q3实现收入12.0亿元，同比-22.0%，归母净利润3.6亿元，同比-27.7%。
- 外部需求疲软，增长有所承压。** 1、24Q3居民消费信心不足，中秋和国庆双节期间，白酒商务和宴席消费同比均有所下滑，终端拿货积极性较差，行业需求端显著承压，造成单Q3收入端出现下滑。2、分产品，单Q3高档白酒实现收入11.4亿，同比-22.7%，预计兼系列新品仍处在消费者培育和市场推广之中，贡献增量相对有限，中档/低档白酒收入增速同比-55.3%/+26.5%。3、分区域，24单Q3省内收入9.5亿元，同比-22.1%，主要系外部消费环境低迷，徽酒竞争较为激烈，叠加兼系列还处在培育期，省内增速阶段性承压；省外收入2.2亿元，同比-25.6%，省外表现亦较为低迷。
- 毛利率同比下降，盈利能力有所承压。** 1、公司单Q3毛利率同比下降5.9个百分点至71.9%，预计主要系产品结构有所下沉，叠加新品兼8渠道促销和消费者红包返利力度较大。2、费用率方面，24单Q3销售费用率同比下降3.0个百分点至12.4%，管理费用率提升1.3个百分点至7.1%，整体费用率同比下降1.8个百分点至19.8%。此外，单Q3营业税金及附加率同比上升2.9个百分点至16.3%。综合作用下，单Q3净利率同比下降2.4个百分点至30.3%，盈利能力有所承压。3、现金流方面，单Q3销售收现14.3亿元，同比+1.8%，截止三季度末合同负债3.5亿元，同比-7.5%，环比+11.9%。
- 加大兼系列培育力度，期待改革成效兑现。** 1、24Q3外部消费环境表现较为低迷，商务消费降频降档，宴席场景同比有所减少，造成公司收入有所下滑。2、公司持续加大兼系列培育力度，全面导入200元价位的兼8，兼8定价对标古8和洞9，终端利润高于竞品，渠道推力较强，持续放量值得期待。3、公司持续加大品牌建设力度，成功举办口子窖“兼香之夜”演唱会等活动，加强消费者互动与沟通，不断提升口子窖品牌影响力。4、展望明年，伴随着外部需求改善，渠道信心逐步恢复，叠加公司兼系列培育取得突破，营销体系充分理顺，有望迎来内外共振。
- 盈利预测:** 预计2024-2026年EPS分别为2.69元、2.90元、3.19元，对应动态PE分别为15倍、14倍、12倍。公司持续深化改革，有望重回稳健成长。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5961.90	5664.42	6002.22	6475.10
增长率	16.10%	-4.99%	5.96%	7.88%
归属母公司净利润(百万元)	1721.26	1613.39	1740.15	1915.93
增长率	11.04%	-6.27%	7.86%	10.10%
每股收益EPS(元)	2.87	2.69	2.90	3.19
净资产收益率ROE	17.66%	15.88%	16.16%	16.71%
PE	14	15	14	12
PB	2.42	2.32	2.19	2.05

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪  
执业证号: S1250524070007  
电话: 023-63786049  
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.00
流通A股(亿股)	5.98
52周内股价区间(元)	34.2-49.5
总市值(亿元)	235.62
总资产(亿元)	126.99
每股净资产(元)	16.93

### 相关研究

- 口子窖(603589): 24H1收入平稳增长, 兼8新品贡献增量 (2024-09-01)
- 口子窖(603589): 23年稳健增长, 24年蓄力向上 (2024-05-04)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

1) 当前外部消费环境低迷，高档酒动销有所承压，预计 25 年经济复苏后有望实现恢复性增长；预计 2024-2026 年高档酒（终端售价百元及以上）销量增速分别同比-4%、6%、8%，吨单价分别同比-1%、0%、0%，吨成本分别提升 1%、1%、1%；

2) 中档酒受到光瓶酒的激烈竞争，增长有所承压，预计 2024-2026 年中档酒销量增速分别同比-30%、10%、10%，吨单价分别提升 0%、2%、2%，吨成本分别提升 1%、1%、1%；

3) 低端酒性价比突出，叠加公司积极培育，收入增长稳健，预计 2024-2026 年中档酒销量增速分别同比 30%、5%、5%，吨单价分别提升 1%、1%、1%，吨成本分别提升 1%、1%、1%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

分业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入 (百万元)	5962	5664	6002	6475
	增速	16.1%	-5.0%	6.0%	7.9%
	营业成本 (百万元)	1479	1448	1549	1687
	毛利率	75.2%	74.4%	74.2%	74.0%
高档酒	销量 (吨)	30972	29733	31517	34039
	YOY	13.4%	-4.0%	6.0%	8.0%
	吨单价 (万元/吨)	18.3	18.1	18.1	18.1
	YOY	2.8%	-1.0%	0.0%	0.0%
	收入 (百万元)	5678	5396	5720	6177
	YOY	16.6%	-5.0%	6.0%	8.0%
	成本 (百万元)	1370	1328	1422	1551
	吨成本 (万元/吨)	4.4	4.5	4.5	4.6
	YOY	1.7%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	75.9%	75.4%	75.1%	74.9%	
中档酒	销量 (吨)	2242	1570	1727	1899
	YOY	-25.5%	-30.0%	10.0%	10.0%
	吨单价 (万元/吨)	3.4	3.4	3.5	3.5
	YOY	7.6%	0.0%	2.0%	2.0%
	收入 (百万元)	76.3	53.4	59.9	67.2
	YOY	-19.8%	-30.0%	12.2%	12.2%
	成本 (百万元)	42.4	30.0	33.3	37.0
	吨成本 (万元/吨)	1.9	1.9	1.9	2.0
	YOY	2.1%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	44.4%	43.8%	44.4%	44.9%	

分业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
低档酒	销量 (吨)	3548	4612	4843	5085
	YOY	-9.0%	30.0%	5.0%	5.0%
	吨单价 (万元/吨)	2.7	2.7	2.7	2.8
	YOY	10.7%	1.0%	1.0%	1.0%
	收入 (百万元)	94.7	124.4	131.9	139.9
	YOY	0.7%	31.3%	6.1%	6.1%
	成本 (百万元)	54.1	71.1	75.4	80.0
	吨成本 (万元/吨)	1.5	1.5	1.6	1.6
	YOY	-12.4%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	42.8%	42.8%	42.8%	42.8%
其他业务	收入 (百万元)	113.2	90.5	90.5	90.5
	YOY	49.3%	-20.0%	0.0%	0.0%
	成本 (百万元)	12.3	18.1	18.1	18.1
	毛利率	89.1%	80.0%	80.0%	80.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面, 我们以同为地产酒龙头的洋河股份、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒作为可比公司, 可比公司 2024-2026 年平均估值分别为 16 倍、14 倍、12 倍。

口子窖是安徽地产白酒知名品牌, 价位覆盖全面, 且拥有淮北、芜湖、安庆等核心市场, 市场基础相对稳固。展望明年, 伴随着外部需求改善, 渠道信心逐步恢复, 叠加公司兼系列培育取得突破, 营销体系充分理顺, 将迎来内外共振, 有望重新步入增长通道。

**表 2: 可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价 (元)	对应 EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002304	洋河股份	80.52	6.65	6.46	6.73	7.25	12	12	12	11
603369	今世缘	44.48	2.50	2.98	3.52	4.13	18	15	13	11
000596	古井贡酒	191.99	8.68	10.93	13.48	15.45	22	18	14	12
603198	迎驾贡酒	60.78	2.86	3.48	4.14	4.88	21	17	15	12
平均值							20	16	14	12
603589	口子窖	39.27	2.87	2.69	2.9	3.19	14	15	14	12

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5961.90	5664.42	6002.22	6475.10	净利润	1721.26	1613.39	1740.15	1915.93
营业成本	1479.03	1447.69	1549.11	1686.51	折旧与摊销	270.16	361.51	419.77	462.53
营业税金及附加	901.34	860.00	910.48	981.95	财务费用	-11.53	-46.56	-43.77	-51.58
销售费用	827.28	849.66	870.32	906.51	资产减值损失	-28.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	407.45	385.18	378.14	375.56	经营营运资本变动	-823.90	-325.58	-231.46	-313.60
财务费用	-11.53	-46.56	-43.77	-51.58	其他	-216.67	-20.24	-19.73	-19.62
资产减值损失	-28.63	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>910.68</b>	<b>1582.52</b>	<b>1864.97</b>	<b>1993.66</b>
投资收益	20.37	20.00	20.00	20.00	资本支出	-303.33	-800.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	7.41	0.00	0.00	0.00	其他	5.05	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-298.28</b>	<b>-780.00</b>	<b>-580.00</b>	<b>-580.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2325.90</b>	<b>2188.45</b>	<b>2357.95</b>	<b>2596.15</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.73	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2327.64</b>	<b>2188.45</b>	<b>2357.95</b>	<b>2596.15</b>	股权融资	-4.85	0.00	0.00	0.00
所得税	606.38	575.06	617.79	680.22	支付股利	-900.00	-1204.88	-1129.37	-1218.11
净利润	1721.26	1613.39	1740.15	1915.93	其他	104.86	43.79	43.77	51.58
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-799.99</b>	<b>-1161.09</b>	<b>-1085.60</b>	<b>-1166.52</b>
归属母公司股东净利润	1721.26	1613.39	1740.15	1915.93	<b>现金流量净额</b>	<b>-187.59</b>	<b>-358.57</b>	<b>199.37</b>	<b>247.13</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1514.63	1156.06	1355.43	1602.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	474.36	451.44	478.63	516.61	销售收入增长率	16.10%	-4.99%	5.96%	7.88%
存货	5067.01	4959.21	5307.99	5780.50	营业利润增长率	10.72%	-5.91%	7.75%	10.10%
其他流动资产	522.42	522.42	522.42	522.42	净利润增长率	11.04%	-6.27%	7.86%	10.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.16%	-3.14%	9.21%	9.99%
投资性房地产	102.04	102.04	102.04	102.04	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4093.91	4596.37	4843.43	5050.58	毛利率	75.19%	74.44%	74.19%	73.95%
无形资产和开发支出	513.14	449.16	382.32	312.64	三费率	20.52%	20.98%	20.07%	19.00%
其他非流动资产	244.92	244.92	244.92	244.92	净利率	28.87%	28.48%	28.99%	29.59%
<b>资产总计</b>	<b>12532.41</b>	<b>12481.61</b>	<b>13237.17</b>	<b>14132.28</b>	ROE	17.66%	15.88%	16.16%	16.71%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.73%	12.93%	13.15%	13.56%
应付和预收款项	1381.48	1339.49	1428.95	1551.27	ROIC	23.21%	18.95%	19.14%	19.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.35%	44.20%	45.55%	46.44%
其他负债	1401.57	984.24	1039.57	1114.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2783.05</b>	<b>2323.73</b>	<b>2468.52</b>	<b>2665.79</b>	总资产周转率	0.50	0.45	0.47	0.47
股本	600.00	600.00	600.00	600.00	固定资产周转率	2.17	1.67	1.50	1.51
资本公积	972.04	972.04	972.04	972.04	应收账款周转率	809.28	682.79	721.01	727.27
留存收益	8297.51	8706.02	9316.80	10014.63	存货周转率	0.32	0.29	0.30	0.30
归属母公司股东权益	9749.37	10157.88	10768.66	11466.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.13%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>9749.37</b>	<b>10157.88</b>	<b>10768.66</b>	<b>11466.48</b>	资产负债率	22.21%	18.62%	18.65%	18.86%
负债和股东权益合计	12532.41	12481.61	13237.17	14132.28	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.93	3.33	3.37	3.41
					速动比率	0.97	1.00	1.04	1.07
					股利支付率	52.29%	74.68%	64.90%	63.58%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2584.53	2503.40	2733.95	3007.10	每股收益	2.87	2.69	2.90	3.19
PE	13.69	14.60	13.54	12.30	每股净资产	16.25	16.93	17.95	19.11
PB	2.42	2.32	2.19	2.05	每股经营现金	1.52	2.64	3.11	3.32
PS	3.95	4.16	3.93	3.64	每股股利	1.50	2.01	1.88	2.03
EV/EBITDA	8.12	8.52	7.73	6.95					
股息率	3.82%	5.11%	4.79%	5.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn