

口子窖 (603589)

增持 (维持)

Q3 业绩短期承压，期待夯实省内基础

2024年11月2日

市场数据

日期	2024-11-1
收盘价(元)	39.27
总股本(百万股)	600.00
流通股本(百万股)	598.12
净资产(百万元)	10159.30
总资产(百万元)	12698.84
每股净资产(元)	16.93

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《口子窖中报点评: 新品兼8贡献增量, 期待夯实省内基本盘》
20240829

《口子窖三季报点评: Q3 主动控货去库存, 期待改革持续深化》
20231027

《口子窖中报点评: 销售表现亮眼, 期待改革持续深化》
20230829

分析师:

郭晓东

guoxiaodong@xyzq.com.cn

S0190521080002

投资要点

事件: 口子窖发布2024年三季报, 24Q1-Q3实现营收43.62亿元, 同比-1.89%, 归母净利润13.11亿元, 同比-2.81%, 扣非后归母净利润12.66亿元, 同比-4.89%; 其中24Q3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%, 扣非后归母净利润3.37亿元, 同比-32.34%。

省内份额有所下降, 关注兼8推进节奏

分品牌来看, 24Q1-Q3高档、中档、低档营收41.12亿元、0.49亿元、0.91亿元, 分别同比-3.09%、-27.36%、+44.47%, 其中24Q3高档、中档、低档营收分别同比-22.70%、-55.30%、+26.54%, 预计口子10年以上次高端产品动销有所下滑, 而口子5年/6年等大众产品动销韧性较好, 新品兼8高费用投入下贡献增量。

分区域来看, 24Q1-Q3省内、省外营收35.55亿元、6.96亿元, 分别同比-1.65%、-8.14%, 其中24Q3省内、省外分别同比-22.09%、-25.59%, 省内受竞品明显挤压, 预计份额有所下降。

盈利能力有所下降, 合同负债逐步承压

24Q3净利率同比-2.38pct至30.28%, 盈利阶段性承压。其中24Q3毛利率同比-5.90pct至71.91%, 推测系产品结构下移、货折加大所致; 税金及附加率同比+2.86pct至16.32%, 销售费用率同比-3.03pct至18.80%, 主要系广告宣传费、促销及业务费增加所致, 管理费用率同比+1.27pct至7.08%; 此外投资净收益阶段性减少。24Q3销售回款13.94亿元, 同比-4.35%, 经营活动净现金流1.08亿元, 同比-58.61%; 24Q3末合同负债3.17亿元, 环减0.58亿元/同减4.10亿元。

营销改革力度有所加大, 期待夯实省内基本盘

短期来看, CPI、社零等高频指标反应出消费仍处于弱复苏节奏, 白酒产业亦面临周期调整的动销压力。当前口子窖加强兼系列推广力度, 同时结合市场基础不断优化人员配置, 营销改革力度有所加大。

中长期来看, 徽酒市场竞争相对激烈, 期待公司坚定信心补短板, 持续深化改革势能, 以夯实省内销售基本盘。

盈利预测与投资建议: 公司业绩短期承压, 预计省内份额有所下降, 后续关注新品兼系列推进节奏, 期待公司加大营销改革力度, 进一步夯实省内销售基本盘。根据最新公告调整盈利预测, 预计2024-2026年营收分别为54.59/52.34/55.21亿元, 归母净利润分别为15.67/14.96/15.90亿元, 以2024/11/1收盘价计算, 对应PE为15.0/15.7/14.8倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期; 食品安全风险; 兼系列升级不及预期。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5962	5459	5234	5521
同比增长	16.1%	-8.4%	-4.1%	5.5%
归母净利润(百万元)	1721	1567	1496	1590
同比增长	11.0%	-8.9%	-4.5%	6.2%
毛利率	75.2%	74.6%	74.0%	73.9%
ROE	17.7%	14.9%	13.4%	13.3%
每股收益(元)	2.87	2.61	2.49	2.65
市盈率	13.7	15.0	15.7	14.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7578	8283	8775	9579
货币资金	1515	2880	3383	3897
交易性金融资产	522	506	511	510
应收票据及应收账款	446	394	383	402
预付款项	26	28	26	28
存货	5067	4471	4469	4739
其他	2	3	2	3
非流动资产	4954	5046	5132	5169
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2960	3710	4097	4293
在建工程	1163	622	348	209
无形资产	513	491	470	448
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	317	223	217	219
资产总计	12532	13329	13908	14748
流动负债	2588	2598	2529	2590
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	848	796	781	827
其他	1740	1801	1747	1763
非流动负债	195	195	195	195
长期借款	0	0	0	0
其他	195	195	195	195
负债合计	2783	2792	2723	2785
股本	600	600	600	600
资本公积	972	972	972	972
未分配利润	7938	8605	9253	10031
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9749	10537	11184	11963
负债及权益合计	12532	13329	13908	14748

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	1721	1567	1496	1590
折旧和摊销	270	293	362	414
资产减值准备	29	-6	1	0
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-7	-7	-7	-7
财务费用	1	-44	-62	-73
投资损失	-20	-20	-20	-20
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-1138	663	-54	-231
经营活动产生现金流量	911	2438	1722	1671
投资活动产生现金流量	-298	-333	-432	-420
融资活动产生现金流量	-800	-739	-786	-738
现金净变动	-188	1365	503	514
现金的期初余额	1589	1515	2880	3383
现金的期末余额	1401	2880	3383	3897

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5962	5459	5234	5521
营业成本	1479	1388	1362	1442
税金及附加	901	824	785	828
销售费用	827	764	722	745
管理费用	407	393	382	409
研发费用	34	27	28	29
财务费用	-12	-44	-62	-73
其他收益	2	0	0	0
投资收益	20	20	20	20
公允价值变动收益	7	7	7	7
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-29	-14	-21	-18
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	2326	2120	2023	2150
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	0	1	1
利润总额	2328	2122	2025	2152
所得税	606	554	528	562
净利润	1721	1567	1496	1590
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1721	1567	1496	1590
EPS(元)	2.87	2.61	2.49	2.65

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	16.1%	-8.4%	-4.1%	5.5%
营业利润增长率	10.7%	-8.9%	-4.6%	6.3%
归母净利润增长率	11.0%	-8.9%	-4.5%	6.2%
盈利能力				
毛利率	75.2%	74.6%	74.0%	73.9%
归母净利率	28.9%	28.7%	28.6%	28.8%
ROE	17.7%	14.9%	13.4%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	22.2%	20.9%	19.6%	18.9%
流动比率	2.93	3.19	3.47	3.70
速动比率	0.97	1.47	1.70	1.87
营运能力				
资产周转率	49.6%	42.2%	38.4%	38.5%
应收账款周转率	80927.7%	66985.7%	68599.3%	71941.4%
存货周转率	31.8%	29.0%	30.4%	31.2%
每股资料(元)				
每股收益	2.87	2.61	2.49	2.65
每股经营现金	1.52	4.06	2.87	2.79
每股净资产	16.25	17.56	18.64	19.94
估值比率(倍)				
PE	13.7	15.0	15.7	14.8
PB	2.4	2.2	2.1	2.0

数据来源: 天软, 兴业证券经济与金融研究院整理 (注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算)

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客

户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn