

口子窖 (603589.SH)

调整期韧性依旧，关注新品推广

口子窖 24 年营收 60.1 亿元，同比+0.9%，归母净利润 16.6 亿元，同比-3.8%，扣非归母净利润 16.1 亿元，同比-5.2%。新品上市带动营收稳健增长，大众价位带持续夯实。加大消费者促销、扩建销售团队，盈利阶段性承压。省内基本盘稳固，省外仍在收缩。调整期韧性依旧，关注新品推广，我们调整 25-27 年 EPS 为 2.76、2.81、2.90 元，维持“增持”评级。

□新品上市带动营收稳健增长，大众价位带持续夯实。24 年营收 60.1 亿元，同比+0.9%，归母净利润 16.6 亿元，同比-3.8%，扣非归母净利润 16.1 亿元，同比-5.2%。其中，24Q4 单季营收 16.5 亿元，同比+9.0%，归母净利润 3.5 亿元，同比-7.6%。24 年销售回款 64.5 亿元，同比+11.3%，高于收入增长。25Q1 营收 18.1 亿，同比+2.4%，归母净利润 6.1 亿，同比+3.6%。结合 24Q4+25Q1，公司收入 34.6 亿，同比+5.5%，利润 9.6 亿，同比-0.7%，公司兼 7 上市招商，带动收入增长，大众酒价位带继续夯实。

□加大消费者促销、扩建销售团队，盈利阶段性承压。利润端，24 年毛利率/销售费用率/管理费用率分别同比-0.6pct/+1.4pct/-0.1pct，费用率增加主要系公司加大消费者促销投放以及新产品推广力度较大，公司持续扩建销售团队，销售人员增加 70 人至 364 人，公司实现归母净利率 27.5%，同比-1.4pct。25Q1 毛利率 76.2%，同比-0.3pct，销售/管理费用率分别同比+0.4pct/+0.3pct，公司 Q1 实现净利率 33.7%，同比+0.4pct。

□省内基本盘稳固，省外仍在收缩。公司 24 年白酒销售量 3.8 万吨，同比+2.8%。高/中/低档白酒收入为 56.8 亿/0.7 亿/1.3 亿，同比变化+1.0%/+1.1%/+33.0%。分区域看，24 年公司省内/省外营收 49.6 亿/9.2 亿，同比+1.1%/-2.9%，省内基本盘稳固，省外仍在收缩态势，省内市场占比进一步提升至 84.3%。截至 24 年底，公司省内/省外经销商 502/517 家，分别净增加 6/62 家。25Q1 高/中/低档白酒收入为 17.3 亿/0.2 亿/0.4 亿，同比变化+3.5%/-12.5%/-9.0%。分地区看，省内/省外营收 15.9 亿/2.0 亿，同比+6.9%/-19.8%。25Q1 省内/省外经销商数量净增加 9/4 家，公司渠道精细化程度进一步加强。

□投资建议：调整期韧性依旧，关注新品推广，维持“增持”评级。行业深度调整期，公司在安徽基本盘韧性依旧，估值低位下可持续关注兼系列推广进展，我们预计 25-27 年 EPS 为 2.76、2.81、2.90 元，对应 25 年 13 倍 PE，维持“增持”投资评级。

□风险提示：省内竞争加剧、兼系列培育不及预期、消费需求减弱

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5962	6015	6076	6169	6342
同比增长	16.1%	1%	1%	2%	3%
营业利润(百万元)	2326	2280	2283	2323	2393
同比增长	10.7%	-2%	0%	2%	3%
归母净利润(百万元)	1721	1655	1657	1687	1737
同比增长	11.0%	-4%	0%	2%	3%
每股收益(元)	2.87	2.76	2.76	2.81	2.90
PE	12.2	12.6	12.6	12.4	12.0
PB	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5

增持（维持）

消费品/食品饮料

目标估值:

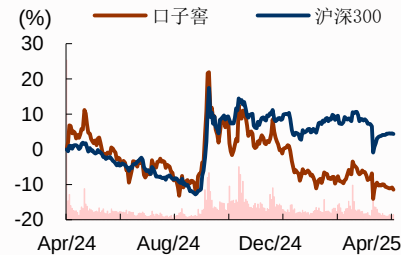
当前股价: 34.89 元

基础数据

总股本(百万股)	600
已上市流通股(百万股)	598
总市值(十亿元)	20.9
流通市值(十亿元)	20.9
每股净资产(MRQ)	18.5
ROE(TTM)	15.1
资产负债率	19.3%
主要股东	徐进
主要股东持股比例	19.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-16	-7
相对表现	-1	-12	-14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《口子窖 (603589) —市场竞争加剧，新产品培育仍待观察》2024-10-30
- 2、《口子窖 (603589) —控货消化库存，收入增速放缓》2023-10-29
- 3、《口子窖 (603589) —改革成效初显，期待后续表现》2023-05-03

刘成

S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

表 1：口子窖单季度利润表

单位：百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	1321	1533	1516	1768	1399	1195	1653	1810	5962	6015
二、营业总成本	915	878	985	974	939	768	1123	1003	3666	3804
其中：营业成本	389	340	378	416	349	336	428	431	1479	1528
营业税金及附加	238	206	225	249	217	195	252	267	901	913
营业费用	197	236	193	213	263	148	295	225	827	919
管理费用	91	89	144	94	101	85	128	101	407	407
研发费用	2	10	18	3	9	5	13	8	34	30
财务费用	-3	-5	-1	-1	-1	-1	-1	-30	-12	-4
资产减值损失	0	0	29	0	0	0	8	0	29	8
三、其他经营收益	9	4	9	3	21	40	4	6	30	69
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0	1	0	2	1
投资收益	1	-3	8	2	-9	0	10	6	7	2
其他收益	7	6	0	1	31	0	-7	0	20	25
四、营业利润	415	659	540	797	481	467	534	814	2326	2280
加：营业外收入	1	1	1	0	0	1	-1	1	3	1
减：营业外支出	1	0	0	0	0	8	-1	2	1	7
五、利润总额	416	659	541	798	482	461	534	812	2328	2274
减：所得税	104	159	168	208	122	99	189	202	606	618
六、净利润	312	501	373	589	359	362	345	610	1721	1655
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	312	501	373	589	359	362	345	610	1721	1655
EPS	0.52	0.83	0.62	0.98	0.60	0.60	0.57	1.02	2.87	2.76
主要比率										
毛利率	70.5%	77.8%	75.1%	76.5%	75.0%	71.9%	74.1%	76.2%	75.2%	74.6%
主营税金率	18.1%	13.5%	14.8%	14.1%	15.5%	16.3%	15.2%	14.8%	15.1%	15.2%
营业费率	14.9%	15.4%	12.7%	12.1%	18.8%	12.4%	17.8%	12.5%	13.9%	15.3%
管理费	6.9%	5.8%	9.5%	5.3%	7.2%	7.1%	7.7%	5.6%	6.8%	6.8%
营业利润率	31.4%	43.0%	35.6%	45.1%	34.4%	39.1%	32.3%	44.9%	39.0%	37.9%
实际税率	24.9%	24.1%	31.0%	26.1%	25.4%	21.4%	35.4%	24.8%	26.1%	27.2%
净利率	23.6%	32.7%	24.6%	33.3%	25.7%	30.3%	20.8%	33.7%	28.9%	27.5%
YoY										
收入增长率	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	5.9%	-22.0%	9.0%	2.4%	3.7%	0.9%
营业利润增长率	22.9%	11.1%	2.0%	11.9%	16.0%	-29.1%	-1.2%	2.1%	3.4%	-2.0%
净利润增长率	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%	-27.7%	-7.5%	3.6%	3.8%	-3.8%

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 口子窖历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 口子窖历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《口子窖（603589）—市场竞争加剧，新产品培育仍待观察》2024-10-30
- 2、《口子窖（603589）—控货消化库存，收入增速放缓》2023-10-29
- 3、《口子窖（603589）—改革成效初显，期待后续表现》2023-05-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7578	8464	9214	10300	11458
现金	1515	1923	2625	3614	4593
交易性投资	522	262	262	262	262
应收票据	440	377	381	387	398
应收款项	5	14	6	6	6
其它应收款	2	10	10	10	10
存货	5067	5854	5906	5998	6165
其他	26	23	23	24	24
非流动资产	4954	5195	5334	5459	5573
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2960	3159	3347	3517	3671
无形资产商誉	513	498	448	403	363
其他	1481	1539	1539	1539	1539
资产总计	12532	13659	14548	15760	17031
流动负债	2588	2942	2953	2975	3016
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	848	828	837	850	873
预收账款	397	560	566	574	590
其他	1343	1554	1551	1551	1552
长期负债	195	203	203	203	203
长期借款	0	0	0	0	0
其他	195	203	203	203	203
负债合计	2783	3145	3156	3178	3219
股本	600	600	600	600	600
资本公积金	852	861	861	861	861
留存收益	8298	9054	9931	11121	12352
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	9749	10514	11392	12581	13813
负债及权益合计	12532	13659	14548	15760	17031

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	911	1459	1887	1880	1871
净利润	1721	1655	1657	1687	1737
折旧摊销	270	314	349	362	373
财务费用	(12)	(4)	(18)	(25)	(33)
投资收益	(20)	(25)	(69)	(69)	(69)
营运资金变动	(1089)	(494)	(22)	(76)	(139)
其它	40	12	(10)	1	1
投资活动现金流	(298)	(80)	(420)	(420)	(420)
资本支出	(290)	(407)	(488)	(488)	(488)
其他投资	(8)	327	69	69	69
筹资活动现金流	(800)	(948)	(765)	(472)	(473)
借款变动	65	(59)	(3)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	24	9	0	0	0
股利分配	(900)	(900)	(780)	(497)	(506)
其他	11	2	18	25	33
现金净增加额	(188)	431	702	989	979

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5962	6015	6076	6169	6342
营业成本	1479	1528	1544	1568	1612
营业税金及附加	901	913	922	937	963
营业费用	827	919	959	974	1001
管理费用	407	407	424	430	442
研发费用	34	30	31	31	32
财务费用	(12)	(4)	(18)	(25)	(33)
资产减值损失	(29)	(9)	0	0	0
公允价值变动收益	7	2	2	2	2
其他收益	2	1	1	1	1
投资收益	20	65	65	65	65
营业利润	2326	2280	2283	2323	2393
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	1	7	7	7	7
利润总额	2328	2274	2277	2317	2387
所得税	606	618	619	631	650
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1721	1655	1657	1687	1737

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16.1%	1%	1%	2%	3%
营业利润	10.7%	-2%	0%	2%	3%
归母净利润	11.0%	-4%	0%	2%	3%
获利能力					
毛利率	75.2%	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%
净利率	28.9%	27.5%	27.3%	27.3%	27.4%
ROE	17.7%	15.7%	14.5%	13.4%	12.6%
ROIC	17.5%	15.6%	14.3%	13.2%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	23.0%	21.7%	20.2%	18.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.9	2.9	3.1	3.5	3.8
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.4	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	15.1	14.4	15.6	15.8	15.9
应付账款周转率	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	2.87	2.76	2.76	2.81	2.90
每股经营净现金	1.52	2.43	3.14	3.13	3.12
每股净资产	16.25	17.52	18.99	20.97	23.02
每股股利	1.50	1.30	0.83	0.84	0.87
估值比率					
PE	12.2	12.6	12.6	12.4	12.0
PB	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.6	8.6	8.5	8.3	8.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。