

口子窖 (603589.SH)

改革成效初显，期待后续表现

公司 Q1 收入同比增长 21.35%，省内市场增长 31.55%，除受益春节返乡带动外，公司改革成效初显，省内经销商数量进一步增加，二批商提级后积极性增强，兼 10、兼 20 新品上市，期待费用投入配合下新品后续动销表现。Q1 高增长奠定全年基础，我们预计 23-24 年 EPS 为 2.90、3.45 元，对应 23 年 20.7 倍 PE，维持“强烈推荐”投资评级。

- 22 年公司处于调整期，收入增长 2.12%，扣非归母净利润增长 3.30%。22 年营收 51.35 亿元，同比+2.12%，归母净利润 15.50 亿元，同比-10.24%，扣非归母净利润 15.33 亿元，同比+3.30%。其中，22Q4 单季营收 13.73 亿元，同比-1.90%，归母净利润 3.49 亿元，同比-39.58%，扣非归母净利润 3.52 亿元，同比-7.06%。22 年末合同负债 5.63 亿元，同比-16.87%，22 年销售回款 52.17 亿元，同比+6.99%，高于收入增长，主要系当年营收账款下降较多。利润端，22 年毛利率/销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比+0.26pct/+0.92pct/+0.17pct/-0.59pcts，费用率增加主要系公司加大消费者促销投放以及山东产业工业园转固所致，公司实现扣非归母净利润率 29.85%，同比+0.34pct。其中 Q4 归母净利润同比下滑较多，主要系 21 年 Q4 资产处置收益基数较高。
- 高档白酒小幅增长，省外市场受疫情拖累。公司 22 年白酒销售量 3.4 万吨，同比-0.76%。高/中/低档白酒收入为 48.70 亿/0.95 亿/0.94 亿，同比变化 +1.94%/-5.95%/+6.47%。分区域看，22 年公司省内/省外营收 41.70 亿/8.89 亿，同比+2.27%/-0.03%，省外市场下滑主要系华东地区二季度受疫情影响，发货阶段性受阻，省内市场占比进一步提升至 82.43%。截至 22 年底，公司省内/省外经销商 478/381 家，分别净增加 10/84 家。
- 23Q1 受益改革推动，收入增长 21.35%，扣非归母净利润增长 11.79%。公司 23Q1 营收 15.92 亿，同比+21.35%，归母净利润 5.36 亿，同比+10.37%，扣非净利润 5.29 亿，同比+11.79%。Q1 末合同负债 4.45 亿，同比增加 0.68 亿，环比减少 1.18 亿，销售回款 12.14 亿，同比+6.93%，慢于收入增速，主要系当期应收票据增加。分产品看，23Q1 高/中/低档白酒收入为 15.09 亿/0.27 亿/0.23 亿，同比变化+21.81%/+8.36%/-19.91%。分地区看，省内/省外营收 13.28 亿/2.32 亿，同比+31.55%/-18.27%。省内市场受益改革推动，经销商进货意愿增强，兼 10、兼 20 新品上市铺货亦有贡献。此外，今年受益春节返乡带动，口子 5 年、6 年低基数下也有较快增长。23Q1 省内经销商数量净增加 26 家，公司渠道精细化程度进一步加强。23Q1 毛利率 76.63%，同比-1.40pct，推测与货折等投入增加有关，销售/管理/研发费用率分别同比-2.28pcts/+0.77pct/+2.66pcts，公司 Q1 实现净利率 33.66%，同比-3.35pct。
- 23 年展望：新品渠道改革看点多，Q1 奠定全年增长目标。公司本轮改革决心很强，兼 10、兼 20 产品推新，同时配合渠道端变革大商模式，将二批商提级，毛利空间明显改善，渠道积极性很高。同时公司营销中心招人，厂家策划费用投入，确保真实落地。我们认为口子窖在当地有较高的品牌

强烈推荐 (维持)

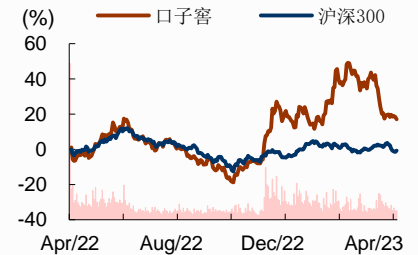
消费品/食品饮料
目标估值：
当前股价：58.4 元

基础数据

总股本 (万股)	60000
已上市流通股 (万股)	60000
总市值 (亿元)	350
流通市值 (亿元)	350
每股净资产 (MRQ)	15.7
ROE (TTM)	17.0
资产负债率	19.9%
主要股东	徐进
主要股东持股比例	18.26%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	39	14
相对表现	-14	29	12



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《口子窖 (603589) —渠道仍处调整期，期待改革加速》2022-10-30
- 《口子窖 (603589) —疫情拖累业绩表现，静待渠道改革兑现》2022-04-29
- 《口子窖 (603589) —21 年磨砺锋刃，22 年整装待发》2022-03-16

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

tianidi@cmschina.com.cn

刘成 研究助理

liucheng5@cmschina.com.cn

知名度和消费者美誉度，产品更新迭代，渠道关系理顺后，公司有机会把握安徽白酒消费升级的机会，开启新一轮增长。全年来看，公司股权激励目标收入或利润同比增长 15%，Q1 收入 20%+ 奠定全年增长，后续季度低基数下期待公司改革表现。

□ **投资建议：改革成效初显，期待后续表现，维持“强烈推荐”评级。**公司 Q1 收入同比增长 21.35%，省内市场增长 31.55%，除受益春节返乡带动外，公司改革成效初显，省内经销商数量进一步增加，二批商提级后积极性增强，兼 10、兼 20 新品上市，期待费用投入配合下新品后续动销表现。Q1 高增长奠定全年基础，我们预计 23-24 年 EPS 为 2.90、3.45 元，对应 23 年 20.7 倍 PE，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：竞争加剧、渠道改革不及预期、产品升级不及预期等**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5029	5135	5919	6830	7794
同比增长	25.4%	2.1%	15.3%	15.4%	14.1%
营业利润(百万元)	2361	2101	2363	2806	3271
同比增长	39.9%	-11.0%	12.5%	18.8%	16.6%
归母净利润(百万元)	1727	1550	1743	2068	2409
同比增长	35.4%	-10.2%	12.4%	18.7%	16.5%
每股收益(元)	2.88	2.58	2.90	3.45	4.02
PE	20.9	23.3	20.7	17.4	15.0
PB	4.4	4.1	3.7	3.2	2.8

资料来源：公司数据、招商证券

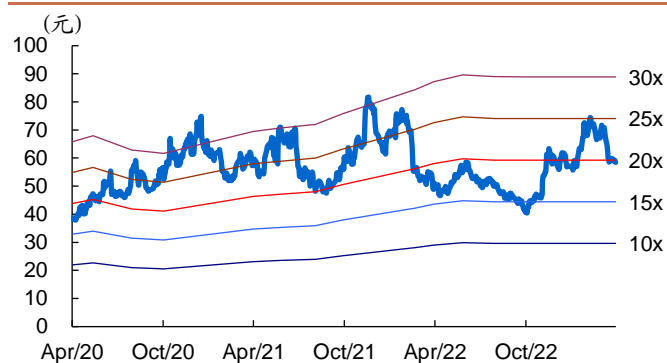
表 1：口子窖单季度利润表

单位：百万元	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2021	2022
一、营业总收入	1070	1386	1400	1312	986	1465	1373	1592	5029	5135
二、营业总成本	719	796	833	686	658	872	844	888	2988	3061
其中：营业成本	291	356	390	288	275	398	365	372	1312	1327
营业税金及附加	174	206	217	176	164	231	211	231	768	782
营业费用	183	170	144	196	146	178	180	201	639	700
管理费用	70	59	75	58	69	59	81	83	254	268
研发费用	5	6	6	6	6	7	6	4	22	25
财务费用	-7	-1	-1	-38	-2	-2	-1	-3	-11	-41
资产减值损失	2	0	1	0	0	0	0	0	3	0
三、其他经营收益	21	16	263	15	10	1	0	9	320	26
公允价值变动	0	0	1	0	1	0	0	0	1	2
投资收益	1	2	4	10	-1	-8	0	2	16	1
其他收益	18	9	8	5	10	9	-1	7	42	23
四、营业利润	372	605	830	641	337	593	529	712	2361	2101
加：营业外收入	0	0	2	0	1	0	1	0	4	2
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	372	606	832	641	338	593	530	712	2365	2102
减：所得税	105	143	255	156	84	131	182	176	638	552
六、净利润	267	463	577	485	254	462	349	536	1727	1550
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净	267	463	577	485	254	462	349	536	1727	1550
EPS	0.45	0.77	0.96	0.81	0.42	0.77	0.58	0.89	2.88	2.58
主要比率										
毛利率	72.8%	74.3%	72.1%	78.0%	72.1%	72.8%	73.4%	76.6%	73.9%	74.2%
主营税金率	16.2%	14.9%	15.5%	13.4%	16.6%	15.8%	15.4%	14.5%	15.3%	15.2%

营业费率	17.1%	12.3%	10.3%	14.9%	14.9%	12.1%	13.1%	12.7%	12.7%	13.6%
管理费率	6.6%	4.2%	5.3%	4.4%	7.0%	4.1%	5.9%	5.2%	5.0%	5.2%
营业利润率	34.8%	43.7%	59.3%	48.8%	34.2%	40.5%	38.6%	44.7%	47.0%	40.9%
实际税率	28.2%	23.6%	30.7%	24.3%	24.8%	22.1%	34.3%	24.8%	27.0%	26.3%
净利率	25.0%	33.4%	41.2%	37.0%	25.8%	31.5%	25.4%	33.7%	34.3%	30.2%
YoY										
收入增长率	35.0%	24.0%	5.7%	11.8%	-7.9%	5.7%	-1.9%	21.3%	25.4%	2.1%
营业利润增长率	19.4%	22.5%	53.5%	15.7%	-9.3%	-2.0%	-36.2%	11.2%	39.9%	-11.0%
净利润增长率	10.0%	22.7%	39.9%	15.5%	-4.9%	-0.2%	-39.6%	10.4%	35.4%	-10.2%

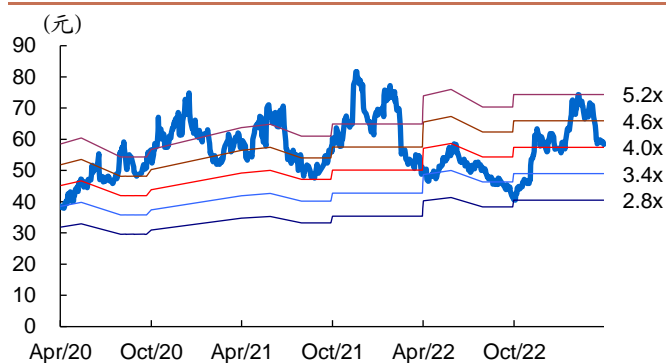
资料来源：公司数据、招商证券

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）—渠道仍处调整期，期待改革加速》2022-10-30
- 2、《口子窖（603589）—疫情拖累业绩表现，静待渠道改革兑现》2022-04-29
- 3、《口子窖（603589）—21 年磨砺锋刃，22 年整装待发》2022-03-16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6829	6743	7331	8646	10259
现金	1881	1680	1666	2401	3365
交易性投资	756	473	473	473	473
应收票据	609	340	392	452	516
应收款项	2	3	1	1	1
其它应收款	2	2	2	2	3
存货	3541	4211	4759	5274	5854
其他	37	34	39	43	48
非流动资产	4202	4792	5230	5632	6002
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2033	2547	3036	3484	3896
无形资产商誉	529	516	464	418	376
其他	1640	1730	1730	1730	1730
资产总计	11031	11535	12561	14278	16260
流动负债	2620	2452	2636	2807	3001
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	738	806	913	1011	1122
预收账款	677	563	638	707	784
其他	1204	1083	1086	1090	1094
长期负债	161	178	178	178	178
长期借款	0	0	0	0	0
其他	161	178	178	178	178
负债合计	2781	2630	2814	2986	3179
股本	600	600	600	600	600
资本公积金	828	828	828	828	828
留存收益	6821	7476	8319	9864	11653
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	8249	8904	9747	11292	13081
负债及权益合计	11031	11535	12561	14278	16260

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	786	829	1553	1920	2239
净利润	1727	1550	1743	2068	2409
折旧摊销	179	205	264	300	332
财务费用	(11)	(41)	(13)	(16)	(23)
投资收益	(42)	(23)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	(1083)	(882)	(401)	(409)	(457)
其它	16	20	(12)	4	4
投资活动现金流	272	(90)	(678)	(678)	(678)
资本支出	(600)	(398)	(705)	(705)	(705)
其他投资	872	308	26	26	26
筹资活动现金流	(720)	(899)	(888)	(507)	(597)
借款变动	(12)	(41)	(2)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(720)	(900)	(900)	(523)	(620)
其他	12	42	13	16	23
现金净增加额	338	(160)	(14)	735	964

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5029	5135	5919	6830	7794
营业成本	1312	1327	1503	1665	1848
营业税金及附加	768	782	901	1040	1187
营业费用	639	700	807	931	1062
管理费用	254	268	356	398	438
研发费用	22	25	28	33	37
财务费用	(11)	(41)	(13)	(16)	(23)
资产减值损失	(4)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	16	1	1	1	1
其他收益	1	2	2	2	2
投资收益	304	23	23	23	23
营业利润	2361	2101	2363	2806	3271
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	2365	2102	2365	2808	3272
所得税	638	552	622	740	863
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1727	1550	1743	2068	2409

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	25%	2%	15%	15%	14%
营业利润	40%	-11%	12%	19%	17%
归母净利润	35%	-10%	12%	19%	16%
获利能力					
毛利率	73.9%	74.2%	74.6%	75.6%	76.3%
净利率	34.3%	30.2%	29.4%	30.3%	30.9%
ROE	20.9%	17.4%	17.9%	18.3%	18.4%
ROIC	19.7%	17.0%	17.7%	18.1%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	25.2%	22.8%	22.4%	20.9%	19.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.6	2.7	2.8	3.1	3.4
速动比率	1.3	1.0	1.0	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	7.6	10.8	16.1	16.2	16.1
应付账款周转率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	2.88	2.58	2.90	3.45	4.02
每股经营净现金	1.31	1.38	2.59	3.20	3.73
每股净资产	13.75	14.84	16.24	18.82	21.80
每股股利	1.50	1.50	0.87	1.03	1.20
估值比率					
PE	20.9	23.3	20.7	17.4	15.0
PB	4.4	4.1	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	14.8	16.5	14.2	12.0	10.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

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。