

口子窖 (603589)

增持 (维持)

23Q1 省内恢复性高增，期待改革持续深化

2023年5月1日

市场数据

日期	2023/4/28
收盘价(元)	60.11
总股本(百万股)	600.00
流通股本(百万股)	600.00
净资产(百万元)	9439.93
总资产(百万元)	11785.03
每股净资产(元)	15.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《口子窖:发愤自雄补短板,“年份”升级新发展》20221218

《口子窖三季报点评:Q3 收入有所修复,省内表现更为稳健》20221028

《口子窖中报点评:疫情致业绩承压,期待恢复性增长》20220826

《口子窖年报及一季报点评:疫情影响节奏,改革继续推进》20220428

《口子窖深度:徽酒升级潮正勇,口子改革正当时》20220414

分析师:

郭晓东

guoxiaodong@xyzq.com.cn

S0190521080002

投资要点

事件:公司 2022 年实现营收 51.35 亿元,同比+2.12%,归母净利润 15.50 亿元,同比-10.24%,扣非后归母净利润 15.33 亿元,同比+3.30%;23Q1 实现营收 15.92 亿元,同比+21.35%,归母净利润 5.36 亿元,同比+10.37%,扣非后归母净利润 5.29 亿元,同比+11.79%。

22 年稳健收官,扣非后净利率保持稳健

- 22 年公司上下聚焦发展目标,营销变革深入推进、产品品质不断升级、产能规模持续完善、数字化建设成效显著,企业发展稳步向前。分产品来看,高档实现营收 48.70 亿元,同比+1.94%(其中量-1.29%/价+3.27%),高档占比提升 0.08pct 至 96.26%;分区域来看,省内、省外分别实现营收 41.70 亿元、8.89 亿元,分别同比+2.27%、-0.03%,安徽运营中心启动运营,更好赋能省内市场传统渠道转型和团购渠道建设;省外市场全面加强江浙沪等重点市场招商、选商力度,对其他市场进一步优化资源配置,全面提升市场建设实效。
- 22 年净利率同比下降 4.16pct 至 30.19%,扣非后净利率同比小幅抬升 0.34pct 至 29.85%,净利率下滑主要系 21 年获得政府土地补偿款计入资产处置收益影响,扣非后净利率仍保持平稳。22 年毛利率同比提升 0.26pct 至 74.16%,销售费用率同比提升 0.92pct 至 13.63%,管理费用率同比提升 0.17pct 至 5.22%,毛利率、费用投放相对平稳。

23Q1 省内恢复性高增,短期聚焦规模突破

- 23Q1 高档、中档、低档营收分别同比+21.81%、+8.36%、-19.91%,高档占比提升 0.94pct 至 96.80%,23Q1 省内、省外营收分别同比+31.55%、-18.27%,省内占比提升 7.1pct 至 85.1%,预计一季度 100-200 元价位段增速更快,此外升级新品“兼系列”2 月底省内全年铺市贡献增量。2023 全年为企业转型之年、变革之年,公司上下将聚焦“加快买入全国白酒第一梯队”战略目标,不断进取,奋力开启高质量发展新局面。
- 23Q1 年净利率同比下降 3.35pct 至 33.66%,毛利率小幅下滑、费用投放阶段性加大致盈利能力有所下滑。其中毛利率同比下降 1.40pct 至 76.63%,税金及附加率同比提升 1.13pct 至 14.54%,虽销售费用率同比下降 2.28pct 至 12.66%,但咨询费用增加导致管理费用率同比提升 0.77pct 至 5.22%,此外受公司留存现金减少影响,利息收入减少 0.34 亿元。23Q1 末合同负债 4.45 亿元,同增 0.68/环减 1.18 亿元。

期待改革持续深化，强化中长期持续增长动能

- 场景恢复下安徽白酒市场 α 优势明显，徽酒次高端扩容仍将稳健延续。在行业强 β 下，公司年份酒升级确保春节恢复性增长、合肥营销中心启用引导改革加速落地，同时股权激励护航，期待公司坚定信心补短板，持续深化改革势能，以强化打造中长期持续增长动能。

盈利预测与投资建议：春节返乡带动 100-200 元价位段增速亮眼，此外升级新品“兼系列”省内全年铺市贡献增量，23Q1 省内恢复性高增。2023 全年为变革之年，期待公司打造一支能打善战的狼性团队，持续深化改革势能。根据最新公告调整盈利预测，预计 2023-2025 年营收分别为 61.70/72.22/82.99 亿元，归母净利润分别为 18.33/21.90/25.52 亿元，以 2023/4/28 收盘价计算，对应 PE 为 19.7/16.5/14.1 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；次高端升级不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5135	6170	7222	8299
同比增长	2.1%	20.1%	17.1%	14.9%
归母净利润(百万元)	1550	1833	2190	2552
同比增长	-10.2%	18.3%	19.5%	16.5%
毛利率	74.2%	75.0%	75.5%	76.0%
ROE	17.4%	18.4%	19.6%	20.5%
每股收益(元)	2.58	3.06	3.65	4.25
市盈率	23.3	19.7	16.5	14.1

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6743	8425	10007	11725
货币资金	1680	2711	3566	4441
交易性金融资产	473	567	536	546
应收票据及应收账款	343	525	571	673
预付款项	34	40	46	52
存货	4211	4580	5286	6010
其他	2	2	3	3
非流动资产	4792	4447	4172	3876
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2547	2990	3067	2962
在建工程	1311	658	332	168
无形资产	516	489	462	435
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	418	310	311	310
资产总计	11535	12872	14179	15601
流动负债	2452	2708	2848	2942
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	806	937	1073	1211
其他	1646	1770	1775	1731
非流动负债	178	178	178	178
长期借款	0	0	0	0
其他	178	178	178	178
负债合计	2630	2886	3026	3120
股本	600	600	600	600
资本公积	977	977	977	977
未分配利润	7117	8050	9217	10544
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8904	9986	11153	12481
负债及权益合计	11535	12872	14179	15601

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1550	1833	2190	2552
折旧和摊销	205	235	273	293
资产减值准备	0	11	-5	5
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-1	-1	-1	-1
财务费用	2	-39	-56	-72
投资损失	-23	-23	-23	-23
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-969	-313	-614	-742
经营活动产生现金流量	829	1701	1764	2012
投资活动产生现金流量	-90	41	58	16
融资活动产生现金流量	-899	-712	-967	-1153
现金净变动	-160	1031	855	875
现金的期初余额	1749	1680	2711	3566
现金的期末余额	1589	2711	3566	4441

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5135	6170	7222	8299
营业成本	1327	1543	1766	1994
税金及附加	782	942	1102	1266
销售费用	700	864	1011	1162
管理费用	268	370	426	481
研发费用	25	21	23	23
财务费用	-41	-39	-56	-72
其他收益	2	0	0	0
投资收益	23	23	23	23
公允价值变动收益	1	1	1	1
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-0	-2	-1	-1
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	2101	2491	2974	3468
营业外收入	2	3	2	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	2102	2494	2977	3470
所得税	552	661	787	918
净利润	1550	1833	2190	2552
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1550	1833	2190	2552
EPS(元)	2.58	3.06	3.65	4.25

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	2.1%	20.1%	17.1%	14.9%
营业利润增长率	-11.0%	18.6%	19.4%	16.6%
归母净利润增长率	-10.2%	18.3%	19.5%	16.5%
盈利能力				
毛利率	74.2%	75.0%	75.5%	76.0%
归母净利率	30.2%	29.7%	30.3%	30.8%
ROE	17.4%	18.4%	19.6%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	22.8%	22.4%	21.3%	20.0%
流动比率	2.75	3.11	3.51	3.99
速动比率	1.03	1.42	1.66	1.94
营运能力				
资产周转率	45.5%	50.6%	53.4%	55.7%
应收账款周转率	122170.7%	170210.9%	168193.1%	166763.3%
存货周转率	34.2%	35.1%	35.7%	35.3%
每股资料(元)				
每股收益	2.58	3.06	3.65	4.25
每股经营现金	1.38	2.84	2.94	3.35
每股净资产	14.84	16.64	18.59	20.80
估值比率(倍)				
PE	23.3	19.7	16.5	14.1
PB	4.1	3.6	3.2	2.9

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：A股市场以沪深300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.xyq.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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，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SK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@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn