

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，22 年实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润率分别为 51.35/15.50/15.33 亿元，同比+2.12%/ -10.24%/+3.3%；其中 22Q4 分别为 13.73/3.49/3.52 亿元，同比-1.9%/ -39.58%/ -7.06%；23Q1 分别为 15.92/5.36/5.29 亿元，同比+21.35%/ +10.37%/11.79%。

高档酒营收、毛利率稳中有升，省外招商加速但平均体量尚小。分产品看，22 年高/中/低档白酒分别实现营收 48.7/1.0/0.9 亿元，同比+1.94%/ -5.95%/ +6.47%，毛利率 75.61%/41.36%/27.77%，毛利率同比+0.42/-3.43/-0.08pcts。高档白酒占比 96.26%，营收和毛利率均实现稳中有升。23Q1 高/中/低档白酒分别实现营收 15.09/0.27/0.23 亿元，同比+21.8%/+8.4/-20%。其中高档酒占比 97%，较 22 年末又有提升。主因省内百元价位的口子 5/6 年春节动销较好，新品“兼”系列在 23Q1 亦有贡献。分区域看，22 年省内/省外分别实现营收 41.7/8.9 亿元，占比 82.43%/17.57%，同比+2.27%/ -0.03%，毛利率 74.66%/71.33%，毛利率同比+0.30/+0.53pcts。省内大本营稳固。分渠道看，22 年直销（含团购）/批发代理分别实现营收 0.87/49.73 亿元，同比+20.79%/+1.58%，毛利率 81.76%/73.94%，毛利率同比+0.49/+0.33pct。直销渠道增势显著除低基数外，还因公司 22 年 10 月新增京东自营旗舰店，并加强了和猫超、抖音平台的合作，完善电商渠道。经销商数量上，22 年末经销商共计 859 家，其中省内/省外分别 478/381 家，年内净增加 10 家/84 家；

结构向上毛利水平基本稳定，短期财务费用率上行拖累净利水平。毛利率方面，公司 2022/22Q4/23Q1 分别为 74.2%/73.4%/76.6%，同比+0.26/1.29/ -1.4pcts。23Q1 毛利下滑或因新品“兼”系列上市推广初期赠酒，导致货折比例增加所致。费用端：公司 22 年销售/管理(含研发)/财务费用率分别为 13.63%/ 5.7%/ -0.81%，同比+0.92/+0.22/ -0.59pcts；管理费用增加主因东山产业园工程转固，开始计提折旧所致。23Q1 分别为 12.66%/5.44%/ -0.21%，同比-2.28/ +0.56/+2.66pcts。净利率方面，公司 2022/22Q4/23Q1 分别为 30.2%/25.4%/ 33.7%，同比-4.16/ -15.83/ -3.35pcts。23Q1 净利率下滑系财务费用增加所致。

投资建议：新品“兼”系列 2 月上市后经销商打款积极，终端铺货顺利。股权激励（23-25 年营收/扣非净利润同比不低于 15%/13%/15%）落地彰显管理层信心、激发内部动能。公司重视省会市场的引领辐射作用，合肥营销中心已于年初主做政商务团购，渠道扁平化改革有助于公司统一的费用投放与管控。预计公司 2023-2025 年营收分别为 60/70/81 亿元，同比 17%/16%/16%，归母净利润分别为 19/22/26 亿元，同比 22%/18%/17%，当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：省内市场竞争环境持续恶化；新品“兼”系列上市推广及公司渠道改革成效不达预期；宏观经济承压及疫情致消费场景冲击超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5135	6021	6979	8083
增长率 (%)	2.1	17.2	15.9	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1550	1888	2219	2595
增长率 (%)	-10.2	21.8	17.6	16.9
每股收益 (元)	2.58	3.15	3.70	4.33
PE	23	19	16	14
PB	4.1	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

60.11 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

1. 口子窖 (603589.SH) 2022 年三季报点评：业绩环比改善 期待改革显效-2022/10/28
2. 口子窖 (603589.SH) 2022 年中报点评：Q2 业绩承压，期待渠道改革加速-2022/08/29
3. 口子窖 (603589.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：22Q1 业绩低于预期 U 型底已筑拐点仍需等待-2022/04/29
4. 口子窖 (603589.SH) 公司深度报告：充分受益安徽经济高成长，徽酒龙头改革向上-2022/01/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5135	6021	6979	8083
营业成本	1327	1446	1642	1817
营业税金及附加	782	920	1061	1253
销售费用	700	819	949	1115
管理费用	268	323	384	461
研发费用	25	27	32	37
EBIT	2035	2488	2914	3403
财务费用	-41	-20	-34	-45
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	23	30	35	40
营业利润	2101	2538	2983	3488
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	2102	2538	2983	3488
所得税	552	650	764	893
净利润	1550	1888	2219	2595
归属于母公司净利润	1550	1888	2219	2595
EBITDA	2243	2712	3161	3678

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1680	2882	3792	4934
应收账款及票据	343	730	847	981
预付款项	34	38	44	48
存货	4211	4223	4796	5308
其他流动资产	475	476	476	477
流动资产合计	6743	8349	9955	11748
长期股权投资	0	30	65	105
固定资产	2547	2580	2605	2628
无形资产	516	516	515	514
非流动资产合计	4792	4850	4912	4974
资产合计	11535	13199	14866	16722
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	806	916	1041	1152
其他流动负债	1646	2115	2414	2715
流动负债合计	2452	3031	3455	3867
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	178	180	182	182
非流动负债合计	178	180	182	182
负债合计	2630	3210	3637	4049
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8904	9989	11229	12674
负债和股东权益合计	11535	13199	14866	16722

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.12	17.24	15.93	15.82
EBIT 增长率	0.24	22.24	17.14	16.77
净利润增长率	-10.24	21.79	17.55	16.93
盈利能力 (%)				
毛利率	74.16	75.99	76.47	77.52
净利润率	30.19	31.36	31.80	32.10
总资产收益率 ROA	13.44	14.30	14.93	15.52
净资产收益率 ROE	17.41	18.90	19.76	20.48
偿债能力				
流动比率	2.75	2.75	2.88	3.04
速动比率	1.02	1.35	1.48	1.65
现金比率	0.68	0.95	1.10	1.28
资产负债率 (%)	22.80	24.32	24.46	24.21
经营效率				
应收账款周转天数	0.23	0.18	0.18	0.18
存货周转天数	1158.37	1066.17	1066.17	1066.17
总资产周转率	0.46	0.49	0.50	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	2.58	3.15	3.70	4.33
每股净资产	14.84	16.65	18.72	21.12
每股经营现金流	1.38	3.76	3.60	4.32
每股股利	1.50	1.63	1.92	2.24
估值分析				
PE	23	19	16	14
PB	4.1	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	15.33	12.24	10.21	8.47
股息收益率 (%)	2.50	2.71	3.19	3.73

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1550	1888	2219	2595
折旧和摊销	208	224	247	275
营运资金变动	-927	174	-269	-240
经营活动现金流	829	2257	2163	2590
资本开支	-398	-255	-272	-297
投资	269	0	0	0
投资活动现金流	-90	-249	-272	-297
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-2	0
筹资活动现金流	-899	-806	-981	-1151
现金净流量	-160	1202	910	1142

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026