

603589.SH

买入

原评级: 买入

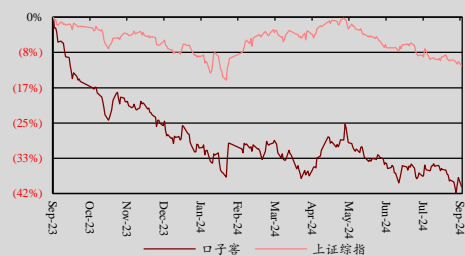
市场价格: 人民币 35.14

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 口子窖 2024 年半年报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(20.6)	(6.2)	(16.3)	(38.4)
相对上证综指	(15.4)	(3.0)	(7.4)	(28.1)

发行股数 (百万)	600.00
流通股 (百万)	598.12
总市值 (人民币 百万)	21,084.00
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	135.40
主要股东	
徐进	18.26

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 9 月 2 日收市价为标准

相关研究报告

- 《口子窖》20231106
- 《口子窖》20230906
- 《口子窖》20230504

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒 II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

联系人: 周源

yuan.zhou_bj@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123040013

口子窖

高基数下营收增速环比放缓, 关注新品后续表现

口子窖公告 2024 年半年报业绩。1H24 公司实现营收 31.7 亿元, 同比增 8.7%, 归母净利 9.5 亿元, 同比增 11.9%, 其中 2 季度营收及归母净利分别为 14.0 亿元、3.6 亿元, 同比分别增 5.9%、15.1%。截至 2 季度末, 公司合同负债 3.2 亿元, 环比 1 季度减少 0.6 亿元, 上年同期环比增加 2.8 亿元。高基数下公司营收增速环比放缓, 新品兼 8 上市贡献增量, 整体业绩表现稳健, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 2 季度受去年同期高基数影响, 营收增速环比放缓。省内市场表现稳健, 新品兼 8 上市贡献增量。1H24 公司实现营收 31.7 亿元, 同比增 8.7%, 其中 1Q24、2Q24 营收增速分别为 11.1%、5.9%, 2 季度受去年同期高基数影响, 营收增速环比放缓。(1) 分具体产品来看, 1H24 高档白酒营收 29.7 亿元, 同比增 7.3%, 收入占比 96.6%, 中档酒及低档酒营收合计 1.1 亿元, 同比增速分别为-7.1%、+50.9%。我们判断年份系列因上市时间较长, 渠道利润透明, 目前处于自然动销阶段。兼系列中, 兼 10、20、30 去年上半年上市, 渠道完成打款铺货, 考虑到次高端价格带整体受商务需求疲软影响, 预计今年以来营收增速放缓。新品兼 8 于今年 2 季度上市, 定位 200-300 元价格带, 处于安徽省内宴席用酒核心消费价格带, 目前兼 8 市场反馈较好, 我们判断为公司 2 季度销售带来增量。(2) 分区域来看, 1H24 省内、省外市场分别营收 26.0 亿 (+8.8%)、4.8 亿元 (+3.1%), 其中省内市场收入占比 84.6%, 同比+0.7pct。2Q24 省内、省外市场营收增速分别为+5.0%、-2.4%, 省内市场基本盘扎实, 整体表现较为稳健。截至 2 季度末, 公司经销商合计 997 家, 其中省内 499 家, 省外 498 家, 其中省外经销商环比 2023 年末净增 43 家。

■ 2 季度现金流短期承压, 受益产品结构优化, 毛利率同比提升 4.5pct 至 75.0%。(1) 受益产品结构优化, 2 季度公司毛利率为 75.0%, 同比提升 4.5pct。公司税金及附加比率同比降 2.5pct 至 15.5%。2Q24 公司销售费用率为 18.8%, 同比提升 3.9pct。2 季度, 新品兼 8 上市, 公司加大了广告费用及促销费投放, 1H24 公司广告费用、渠道促销费同比分别增 15.5%、28.5%。2 季度公司管理费用率为 7.2%, 同比提升 0.3pct, 保持平稳。受毛利率提升, 税金率下降影响, 公司净利率为 25.7%, 同比提升 2.1pct。(2) 截至 2 季度末, 公司合同负债 3.2 亿元, 环比 1 季度降 0.6 亿元, 上年同期环比增加 2.8 亿元。2Q24 公司经营活动现金流净额为 1.1 亿元, 同比降 58.6%, 2 季度公司销售收现 13.9 亿元, 同比降 4.4%, 受外部环境及库存消化影响, 公司回款速度整体放缓, 现金流短期承压。

估值

■ 公司股权激励落地, 考核目标符合公司经营节奏, 可有效激发销售动能。2024 年 5 月, 公司公告预算 2024 年营业收入同比增速为 18%, 快于此前制定的股权激励目标, 彰显管理层信心。公司通过新品兼香系列重塑渠道结构, 采取扁平化模式, 由厂家主导运营, 同时开拓团购型经销商, 充分调动渠道积极性。考虑到当前行业仍处于调整期, 消费需求受宏观环境影响较大, 我们调整此前盈利预测, 预计 24-26 年 EPS 分别为 3.21、3.54、3.90 元/股, 同比分别增 11.8%、10.4%、10.1%, 对应 24-26 年 PE 分别为 11.0X、9.9X、9.0X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 省内竞争加剧, 新品动销不及预期。宏观经济下行影响终端需求。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	5,135	5,962	6,639	7,305	8,002
增长率(%)	2.1	16.1	11.4	10.0	9.5
EBITDA(人民币 百万)	2,241	2,559	2,812	3,065	3,332
归母净利润(人民币 百万)	1,550	1,721	1,925	2,124	2,338
增长率(%)	(10.2)	11.0	11.8	10.4	10.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.58	2.87	3.21	3.54	3.90
原先股本摊薄每股收益(人民币)			3.52	4.05	
变动幅度(%)			(8.8)	(12.6)	
市盈率(倍)	13.6	12.2	11.0	9.9	9.0
市净率(倍)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(倍)	14.3	9.7	6.3	5.6	4.7
每股股息(人民币)	1.5	1.5	1.7	1.9	2.0
股息率(%)	2.6	3.3	4.8	5.3	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 口子窖 2024 年半年报业绩

(人民币, 百万元)	2Q23	2Q24	同比 (%)	1H23	1H24	同比 (%)
营业收入	1,321	1,399	5.9	2,912	3,166	8.7
营业成本	389	349	(10.3)	761	765	0.5
毛利率(%)	70.5	75.0	4.5	73.9	75.8	2.0
毛利	931	1,050	12.7	2,151	2,401	11.6
税金及附加	238	217	(9.0)	470	466	(0.8)
销售费用	197	263	33.6	398	476	19.6
管理费用	91	101	11.2	174	195	12.1
研发费用	2	9	381.5	5	12	124.0
财务费用	(3)	(1)	(58.5)	(6)	(2)	(58.6)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	0.6	(9.4)	(1,544.8)	2	(7)	(399.3)
投资收益	7	31	319.9	14	32	125.2
营业利润	415	481	16.0	1,127	1,278	13.5
营业利润率(%)	31.4	34.4	3.0	38.7	40.4	1.7
营业外收入	1	0	(76.8)	1	1	(43.5)
营业外支出	1	0	(100.0)	1	0	(100.0)
利润总额	416	482	15.9	1,128	1,279	13.4
所得税	104	122	18.0	280	330	18.1
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	27	1.7	25	27	1.4
少数股东权益	0	0	-	0	0	-
归属于母公司净利润	312	359	15.1	848	949	11.9
归母净利率(%)	23.6	25.7	2.1	29.1	30.0	0.9
EPS	0.52	0.60	15.1	1.41	1.58	11.9

资料来源: iFind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,135	5,962	6,639	7,305	8,002
营业收入	5,135	5,962	6,639	7,305	8,002
营业成本	1,327	1,479	1,673	1,826	2,000
营业税金及附加	782	901	1,019	1,118	1,224
销售费用	700	827	923	1,030	1,128
管理费用	268	407	451	497	544
研发费用	25	34	30	35	38
财务费用	(41)	(12)	(52)	(74)	(98)
其他收益	2	2	1	1	1
资产减值损失	0	(29)	0	0	0
信用减值损失	(1)	0	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	7	0	0	0
投资收益	23	20	20	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,101	2,326	2,611	2,889	3,180
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	2,102	2,328	2,612	2,890	3,182
所得税	552	606	687	766	843
净利润	1,550	1,721	1,925	2,124	2,338
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,550	1,721	1,925	2,124	2,338
EBITDA	2,241	2,559	2,812	3,065	3,332
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.58	2.87	3.21	3.54	3.90

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,743	7,578	9,112	10,403	12,220
货币资金	1,680	1,515	2,669	3,282	4,582
应收账款	3	5	4	6	5
应收票据	340	440	429	528	520
存货	4,211	5,067	5,427	6,028	6,521
预付账款	34	26	58	34	66
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	475	525	525	525	525
非流动资产	4,792	4,954	4,808	4,594	4,415
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,547	2,960	2,709	2,458	2,207
无形资产	516	513	494	475	456
其他长期资产	1,730	1,481	1,604	1,661	1,753
资产合计	11,535	12,532	13,920	14,997	16,636
流动负债	2,452	2,588	3,066	3,125	3,650
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	406	361	506	441	597
其他流动负债	2,046	2,227	2,559	2,684	3,053
非流动负债	178	195	186	190	188
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	195	186	190	188
负债合计	2,630	2,783	3,252	3,315	3,838
股本	600	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	8,904	9,749	10,668	11,681	12,797
负债和股东权益合计	11,535	12,532	13,920	14,997	16,636

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,550	1,721	1,925	2,124	2,338
折旧摊销	208	274	275	271	271
营运资金变动	(564)	(816)	99	(619)	9
其他	(365)	(269)	(125)	(68)	(131)
经营活动现金流	829	911	2,173	1,709	2,487
资本支出	(398)	(290)	(81)	(81)	(81)
投资变动	259	(35)	0	0	0
其他	49	27	20	20	20
投资活动现金流	(90)	(298)	(61)	(61)	(61)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(939)	(817)	(1,007)	(1,111)	(1,223)
其他	40	17	49	75	97
筹资活动现金流	(899)	(800)	(958)	(1,036)	(1,126)
净现金流	(160)	(188)	1,155	612	1,301

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	2.1	16.1	11.4	10.0	9.5
营业利润增长率(%)	(11.0)	10.7	12.2	10.7	10.1
归属于母公司净利润增长率(%)	(10.2)	11.0	11.8	10.4	10.1
息税前利润增长率(%)	0.2	12.4	11.1	10.1	9.6
息税折旧前利润增长率(%)	1.3	14.2	9.9	9.0	8.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(10.2)	11.0	11.8	10.4	10.1
获利能力					
息税前利润率(%)	39.6	38.3	38.2	38.3	38.3
营业利润率(%)	40.9	39.0	39.3	39.6	39.7
毛利率(%)	74.2	75.2	74.8	75.0	75.0
归母净利润率(%)	30.2	28.9	29.0	29.1	29.2
ROE(%)	17.4	17.7	18.0	18.2	18.3
ROIC(%)	23.3	22.6	25.9	26.9	30.3
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
流动比率	2.7	2.9	3.0	3.3	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1,847.6	1,362.3	1,362.3	1,362.3	1,362.3
应付账款周转率	16.8	15.5	15.3	15.4	15.4
费用率					
销售费用率(%)	13.6	13.9	13.9	14.1	14.1
管理费用率(%)	5.2	6.8	6.8	6.8	6.8
研发费用率(%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
财务费用率(%)	(0.8)	(0.2)	(0.8)	(1.0)	(1.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.6	2.9	3.2	3.5	3.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.4	1.5	3.6	2.8	4.1
每股净资产(最新摊薄)	14.8	16.2	17.8	19.5	21.3
每股股息	1.5	1.5	1.7	1.9	2.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	13.6	12.2	11.0	9.9	9.0
P/B(最新摊薄)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.3	9.7	6.3	5.6	4.7
价格/现金流(倍)	25.4	23.2	9.7	12.3	8.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371