

口子窖 (603589.SH)

2025Q1 稳健增长，关注后续兼系列表现和营销改革成效

优于大市

核心观点

2024 全年实现正增，净利率略有承压。2024 年公司实现收入 60.15 亿元/同比+0.9%，归母净利润 16.55 亿元/同比-3.8%；2024Q4 收入 16.53 亿元/同比+9.0%，归母净利润 3.45 亿元/同比-7.5%；2025Q1 收入 18.10 亿元/同比+2.4%，归母净利润 6.10 亿元/同比+3.6%。2024Q4+2025Q1 看，收入同比+5.5%，净利润同比-0.7%，需求承压背景下依旧展现韧性。

2024 年平稳落地，兼系列加快布局。分产品看，2024 年高档/中档/低档白酒收入 56.81/0.68/1.26 亿元，同比+0.1%/-10.4%/+33.0%，价格带两头表现较好；其中高档酒销量同比+5.4%/吨价同比-5.0%，系兼系列培育初期加大市场费用投入冲减收入。我们预计 100-200 元价位表现较好，其中口子 5 年、兼 5 实现稳健增长，兼 8 自 2024 年 5 月上市以来在高渠道利润和产品口碑下较快起量。分市场看，2024 年省内/省外市场收入+1.1%/-2.9%，省内营销模式改革后渠道分工专业化、积极性向上，报告期省内经销商数量净增 6 个。分渠道看，2024 年批发/直销渠道同比-0.8%/+55.7%。2024 年毛利率同比-0.60pcts，税金/销售费用/管理费用率/所得税率同比+0.10/+1.40/持平/+1.10pcts，净利率同比-1.35pcts 至 27.5%。

2025Q1 收入及净利润正增长，结合 2024Q4 看收现表现较好。2024Q4/2025Q1 高档酒收入分别+9.4%/+3.5%，公司主销产品受益于高性价比和县乡级市场备货需求，预计春节销售展现较强韧性。2025Q1 毛利率同比-0.28pcts，销售费用率+0.39pcts，系旺季加大市场投入促进动销、抢占份额。2025Q1 税金/管理费用/财务费用/所得税率同比+0.65/+0.29/-1.58/-1.28pcts，综合净利率+0.38pcts 至 33.7%。结合 24Q4+25Q1 看，销售收现同比+9.6%，经营性现金流量净额同比+119.2%，节前备货节奏较快；截至 2025Q1 末合同负债环比-2.9 亿元，主因春节后需求回落，县乡级市场商务场景用酒限制，公司为经销商回款纾压。

投资建议：2025 年白酒行业消费需求延续压力，公司面对竞争，将聚焦“市场升级、结构升级、品牌升级”的阶段目标，不断强化举措，加强重点工作落实力度。兼系列渠道利润高于竞品、预计动销势能延续，但客观上受制于安徽省白酒消费需求退频降次，且新品体量较小，下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司收入 61.26/63.79/67.30 亿元，同比 1.8%/+4.1%/+5.5%（前值 25/26 年收入+8.0%/+8.4%）；归母净利润 16.93/17.85/18.96 亿元，同比+2.3%/+5.5%/+6.2%（前值 25/26 年净利润+9.9%/+10.4%），当前股价对应 25/26 年 12.4/11.7 倍 P/E。2024 年公司现金分红率 47%，该水平对应 25 年 3.8%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；新品铺市及推广不及预期；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,962	6,015	6,126	6,379	6,730
(+/-%)	16.1%	0.9%	1.8%	4.1%	5.5%
净利润(百万元)	1721	1655	1693	1785	1896
(+/-%)	11.0%	-3.8%	2.3%	5.5%	6.2%
每股收益(元)	2.87	2.76	2.82	2.98	3.16
EBIT Margin	38.8%	36.9%	36.1%	36.6%	38.0%
净资产收益率 (ROE)	17.7%	15.7%	14.9%	17.1%	24.9%
市盈率 (PE)	12.2	12.6	12.4	11.7	11.0
EV/EBITDA	9.2	9.5	10.0	9.4	9.8
市净率 (PB)	2.15	1.99	1.84	2.00	2.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	34.89 元
总市值/流通市值	20934/20868 百万元
52 周最高价/最低价	52.74/33.11 元
近 3 个月日均成交额	194.35 百万元

市场走势

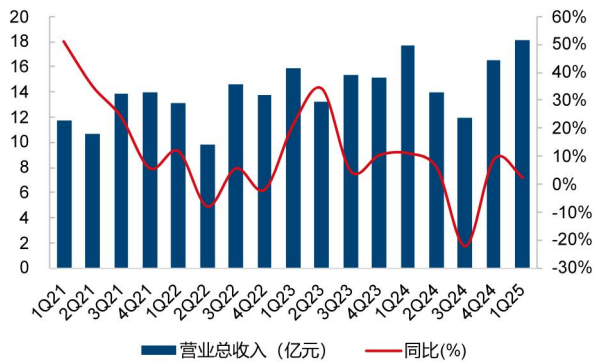


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

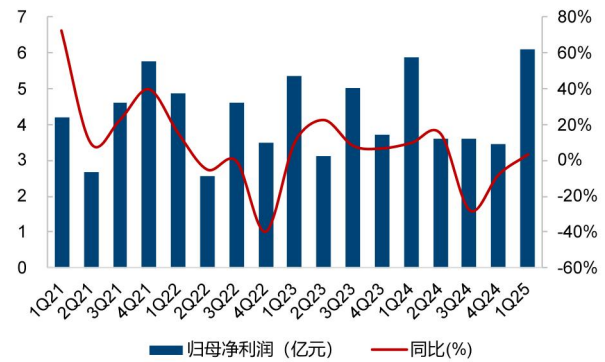
- 《口子窖 (603589.SH) - 第三季度主动释放渠道风险，收入及净利润下滑》——2024-10-29
- 《口子窖 (603589.SH) - 第二季度利润率低基数下改善，全年经营思路清晰》——2024-08-29
- 《口子窖 (603589.SH) - 一季度收入增长 11%，渠道改革持续推进》——2024-05-04
- 《口子窖 (603589.SH) - 稳健推进渠道改革，适时去化渠道库存》——2023-10-28
- 《口子窖 (603589.SH) - 二季度收入增长 34%，新品市场导入持续推进》——2023-08-29

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



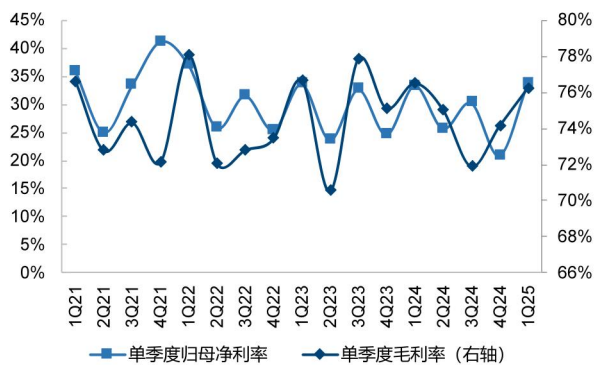
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



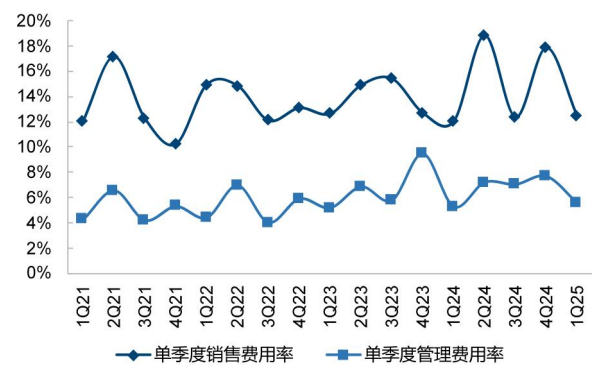
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：口子窖盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	6,015	6,447	6,988	6,126	6,379	-5.0%	-8.7%
收入同比增速	0.9%	8.0%	8.4%	1.8%	4.1%	-6.12pcts	-4.26pcts
毛利率	74.6%	75.0%	75.4%	73.6%	73.0%	-1.42pcts	-2.38pcts
销售费用率	74.6%	14.2%	14.1%	15.0%	14.1%	0.8pcts	0pcts
管理费用率	6.4%	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	-0.13pcts	0pcts
归母净利润（百万元）	1,655	1,883	2,079	1,693	1,785	-10.1%	-14.1%
归母净利润同比增速	-3.8%	9.9%	10.4%	2.3%	5.5%	-7.61pcts	-4.95pcts
净利率	27.5%	29.2%	29.7%	27.6%	28.0%	-1.56pcts	-1.76pcts
EPS（元）	2.76	3.14	3.46	2.82	2.98	-10.1%	-14.1%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2025/4/28	2025/4/28	2025/4/28	2025/4/28	2024A/E	2025E	2024A/E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,550	19,471	862.3	941.5	22.6	20.7		
000858.SZ	五粮液	优于大市	131	5,079	318.5	345.5	15.9	14.7		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	126	1,849	134.7	149.9	13.7	12.3		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	210	2,556	124.3	142.3	20.6	18.0		
002304.SZ	洋河股份	中性	72	1,080	66.7	81.2	16.2	13.3		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	44	142	0.1	1.6	1133.7	88.2		
600702.SH	舍得酒业	中性	58	192	3.5	6.8	55.4	28.4		

000596.SZ	古井贡酒	优于大市	171	905	55.2	64.1	16.4	14.1
603369.SH	今世缘	优于大市	48	599	36.1	40.3	16.6	14.9
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	49	390	25.9	30.9	15.1	12.6
603589.SH	口子窖	优于大市	35	209	16.6	16.9	12.6	12.4
603919.SH	金徽酒	优于大市	19	97	3.9	4.2	25.1	23.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除口子窖以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1515	1923	2969	1728	1683	营业收入	5962	6015	6126	6379	6730
应收款项	448	401	427	450	464	营业成本	1479	1528	1619	1721	1809
存货净额	5067	5854	5721	6161	6604	营业税金及附加	901	913	922	957	1010
其他流动资产	26	23	30	28	29	销售费用	827	919	919	899	875
流动资产合计	7578	8464	9410	8629	9042	管理费用	407	407	429	447	457
固定资产	4123	4162	4187	4184	4166	研发费用	34	30	25	22	20
无形资产及其他	513	498	478	458	438	财务费用	(12)	(4)	(24)	(23)	51
投资性房地产	317	535	535	535	535	投资收益	20	25	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	36	10	16	21	16
资产总计	12532	13659	14610	13806	14182	其他收入	(89)	(6)	(25)	(22)	(20)
短期借款及交易性金融负债	3	3	0	0	3032	营业利润	2326	2280	2253	2377	2523
应付款项	848	828	944	969	1018	营业外净收支	2	(6)	4	4	4
其他流动负债	1737	2110	2089	2140	2267	利润总额	2328	2274	2257	2381	2527
流动负债合计	2588	2942	3033	3109	6317	所得税费用	606	618	564	595	632
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	195	203	217	229	241	归属于母公司净利润	1721	1655	1693	1785	1896
长期负债合计	195	203	217	229	241	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2783	3145	3249	3338	6557	净利润	1721	1655	1693	1785	1896
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	29	(20)	3	(0)	(0)
股东权益	9749	10514	11361	10468	7625	折旧摊销	270	314	208	243	253
负债和股东权益总计	12532	13659	14610	13806	14182	公允价值变动损失	(36)	(10)	(16)	(21)	(16)
						财务费用	(12)	(4)	(24)	(23)	51
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(670)	(614)	210	(372)	(272)
每股收益	2.87	2.76	2.82	2.98	3.16	其它	(29)	20	(3)	0	0
每股红利	1.49	1.50	1.41	4.46	7.90	经营活动现金流	1285	1345	2096	1636	1862
每股净资产	16.25	17.52	18.93	17.45	12.71	资本开支	0	(318)	(200)	(200)	(200)
ROIC	19.63%	16.77%	17%	18%	19%	其它投资现金流	(50)	260	0	0	0
ROE	17.66%	15.74%	15%	17%	25%	投资活动现金流	(50)	(58)	(200)	(200)	(200)
毛利率	75%	75%	74%	73%	73%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	37%	36%	37%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	43%	42%	40%	40%	42%	支付股利、利息	(895)	(898)	(847)	(2678)	(4739)
收入增长	16%	1%	1.8%	4.1%	5.5%	其它融资现金流	390	918	(3)	0	3032
净利润增长率	11%	-4%	2.3%	5.5%	6.2%	融资活动现金流	(1401)	(878)	(850)	(2678)	(1707)
资产负债率	22%	23%	22%	24%	46%	现金净变动	(165)	409	1046	(1242)	(45)
股息率	4.3%	4.3%	4.0%	12.8%	22.6%	货币资金的期初余额	1680	1515	1923	2969	1728
P/E	12.2	12.6	12.4	11.7	11.0	货币资金的期末余额	1515	1923	2969	1728	1683
P/B	2.1	2.0	1.8	2.0	2.7	企业自由现金流	0	996	1878	1421	1701
EV/EBITDA	9.2	9.5	10.0	9.4	9.8	权益自由现金流	0	1914	1893	1439	4695

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032