

基本盘稳固 静待改革红利释放

2025 年 04 月 30 日

➤ **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年全年公司实现营收/归母净利润 60.15/16.55 亿元，同比+0.89%/-3.83%；经计算，24Q4 实现营收/归母净利润 16.53/3.45 亿元，同比+9.02%/-7.55%；25Q1 实现营收/归母净利润 18.10/6.10 亿元，同比+2.42%/+3.59%。

➤ **兼系列省内外招商汇量，省内精耕细作、省外聚焦核心市场。分产品看：**酒类主营 58.76 亿元，同比+0.46%，量增+2.76%，价增-2.24%。毛利率 74.33%，同比-0.59pcts。其中：①**高档白酒**(年份系列/兼系列/小池窖等)24 年实现营收 56.81 亿元，同比+0.06%，量增+5.37%，价增-5.04%，吨价下移或系兼系列推广期费用投放直接抵减收入所致。毛利率-0.22pcts 至 75.65%，在酒类主营业务中占比-0.39pcts 至 96.69%。25Q1 高档白酒 17.28 亿元，同比+3.53%。②**中档白酒**(老口子/口子美酒/口子坊)24 年营收 0.68 亿元，同比-10.35%，量增-34.61%，价增+37.10%，毛利率-7.09pcts 至 37.29%。25Q1 中档白酒 0.21 亿元，同比-12.5%。③**低档白酒**(口子酒系列)24 年营收 1.26 亿元，同比+33.01%，低基数下增长显著。其中量增+3.26%，价增+28.36%，毛利率-7.61pcts 至 35.24%。25Q1 低档白酒 0.39 亿元，同比-9%。**分区域看：**省内/省外 24 年分别实现营收 49.56/9.20 亿元，同比+1.1%/-2.88%；省内占比+0.53pcts 至 84.35%；25Q1 分别实现营收 15.86/2.01 亿元，同比+6.87%/-19.87%，持续向省内收缩。**分渠道看：**批发代理/直销(含团购)24 年分别实现营收 56.73/2.03 亿元，同比-0.8%/+55.73%；25Q1 分别实现营收 17.10/0.77 亿元，同比+2.1%/+28.31%；**经销商数量上：**截至 25Q1 末共有经销商 1032 家，省内/省外各 511/521 家。

➤ **毛利率下滑主因货折增加抵减收入，促销类费用增加拖累盈利水平。毛利率方面：**24A/24Q4/25Q1 分别为 74.59%/74.12%/76.21%，同比-0.60/-0.98/-0.28pcts。毛利率下行或系产品结构下移叠加兼系列推广期货折较高。**费用率方面：**公司 24 全年税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.18%/15.28%/6.77%，同比+0.06%/+1.40/-0.06pcts，销售费用同比+11.10 主要用于加大消费者促销投放，管理费用率下降主因本期股权激励费用摊销减少。25Q1 税金及附加/销售/管理费用率分别为 14.75%/12.45%/5.60%，同比+0.65%/+0.39%/+0.29pcts。**归母净利率：**24A/24Q4/25Q1 分别为 27.52%/20.85%/33.72%，同比-1.35/-3.35/+0.34pcts。

➤ **投资建议：**公司坚持长期主义、渠道负担小。看好公司在前期渠道改革基础上，以大众价格带高利润新品为抓手切入市场，未来关注终端网点渗透率提升、兼系列运作模式和价盘走势。预计 25-27 年归母净利润 16.8/17.4/18.4 亿元，同比 1.7%/3.6%/5.3%，当前股价对应 PE 为 13/12/12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**税收等产业政策调整的不确定性风险；省内核心市场竞争加剧影响份额；“兼”系列上市推广及渠道改革成效不达预期；食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,015	6,093	6,282	6,577
增长率(%)	0.9	1.3	3.1	4.7
归属母公司股东净利润(百万元)	1,655	1,684	1,744	1,836
增长率(%)	-3.8	1.7	3.6	5.3
每股收益(元)	2.76	2.81	2.91	3.06
PE	13	13	12	12
PB	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

35.61 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 1.口子窖 (603589.SH) 2024 年三季报点评：Q3 短期业绩承压 轻装上阵恢复可期-2024/10/31
- 2.口子窖 (603589.SH) 2024 年中报点评：业绩蓄水池收缩 兼 8 加速铺市有望成为增长引擎-2024/08/29
- 3.口子窖 (603589.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：23 年平稳收官 期待渠道改革助力“兼”系列汇量-2024/04/30
- 4.口子窖 (603589.SH) 2023 年半年报点评：改革成效显现 关注新老品过渡-2023/08/29
- 5.口子窖 (603589.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评：渠道改革加速，新品增量可期-2023/05/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,015	6,093	6,282	6,577
营业成本	1,528	1,556	1,607	1,688
营业税金及附加	913	925	952	998
销售费用	919	944	966	1,011
管理费用	407	396	403	412
研发费用	30	31	33	34
EBIT	2,209	2,242	2,322	2,436
财务费用	-4	-23	-26	-36
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	25	24	24	26
营业利润	2,280	2,290	2,372	2,498
营业外收支	-6	-1	-2	-3
利润总额	2,274	2,289	2,370	2,495
所得税	618	605	627	659
净利润	1,655	1,684	1,744	1,836
归属于母公司净利润	1,655	1,684	1,744	1,836
EBITDA	2,529	2,574	2,672	2,799

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,923	2,176	2,993	3,798
应收账款及票据	391	418	431	451
预付款项	22	27	28	29
存货	5,854	5,579	5,764	6,052
其他流动资产	273	263	263	263
流动资产合计	8,464	8,463	9,479	10,594
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,159	3,493	3,716	3,865
无形资产	498	498	498	498
非流动资产合计	5,195	5,202	5,202	5,202
资产合计	13,659	13,665	14,680	15,795
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	828	877	906	951
其他流动负债	2,114	1,156	1,190	1,244
流动负债合计	2,942	2,032	2,095	2,194
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	203	213	213	213
非流动负债合计	203	213	213	213
负债合计	3,145	2,245	2,308	2,407
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10,514	11,420	12,372	13,388
负债和股东权益合计	13,659	13,665	14,680	15,795

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.89	1.30	3.10	4.70
EBIT 增长率	-4.25	1.52	3.56	4.91
净利润增长率	-3.83	1.73	3.57	5.26
盈利能力 (%)				
毛利率	74.59	74.46	74.41	74.34
净利润率	27.52	27.64	27.76	27.91
总资产收益率 ROA	12.12	12.32	11.88	11.62
净资产收益率 ROE	15.74	14.74	14.10	13.71
偿债能力				
流动比率	2.88	4.16	4.52	4.83
速动比率	0.88	1.41	1.76	2.06
现金比率	0.65	1.07	1.43	1.73
资产负债率 (%)	23.02	16.43	15.72	15.24
经营效率				
应收账款周转天数	0.59	0.71	0.57	0.56
存货周转天数	1286.07	1322.61	1270.26	1260.15
总资产周转率	0.46	0.45	0.44	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	2.76	2.81	2.91	3.06
每股净资产	17.52	19.03	20.62	22.31
每股经营现金流	2.43	2.24	3.23	3.27
每股股利	1.30	1.32	1.37	1.44
估值分析				
PE	13	13	12	12
PB	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.11	7.97	7.67	7.33
股息收益率 (%)	3.64	3.69	3.83	4.03

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,655	1,684	1,744	1,836
折旧和摊销	320	332	350	362
营运资金变动	-472	-657	-135	-211
经营活动现金流	1,459	1,346	1,937	1,964
资本开支	-367	-326	-345	-359
投资	256	0	0	0
投资活动现金流	-80	-309	-321	-333
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-948	-785	-798	-826
现金净流量	431	252	817	805

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048