2025 年 04 月 30 日
证券研究报告•2024 年报&2025 年一季报点评
口 子 窖（603589）食品饮料

买入（维持）
当前价：35.61 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 25Q1 收入平稳增长，营销改革持续推进

## 投资要点

- **事件：**公司 2024 年实现收入 60.1 亿元，同比+0.9%，归母净利润 16.6 亿元，同比-3.8%；其中 24 单 Q4 实现收入 16.5 亿元，同比+9.0%，归母净利润 3.4 亿元，同比-7.5%。此外，公司拟每 10 股派发现金红利 13.0 元（含税）。25Q1 实现收入 18.1 亿元，同比+2.4%，归母净利润 6.1 亿元，同比+3.6%。
- **2024 年平稳收官，兼系列培育成效显现。**1、在白酒行业存量竞争加剧的背景下，得益于兼系列培育成效显现，叠加渠道利润高和兼 8/5/6 新品汇量，2024Q4+2025Q1 累加来看，收入端同比+5.5%，行业调整期展现出增长韧性。2、产品端，24 年酒类收入 58.8 亿元，同比+0.5%，其中销量同比+2.8%，吨价同比-2.2%；其中高档、中档、低档白酒分别实现收入 56.8 亿元（+0.1%）、0.7 亿元（-10.4%）、1.3 亿元（+33.0%），预计主要系兼 8 等新品放量贡献增量，口子窖老产品预计仍延续下滑态势。3、市场端，24 年省内、省外分别实现收入 49.6 亿元（+1.1%）、9.2 亿元（-2.9%），省内大本营市场稳固，省内占比提升 0.5 个百分点至 84.4%。
- **费用投放力度加大，现金流有所承压。**1、2024 年公司毛利率同比下降 0.6 个百分点至 74.6%，预计主要系产品结构下沉，叠加新品兼系列推广初期货折力度较大。费用率方面，24 年销售费用率同比提升 1.4 个百分点至 15.3%，预计主要系新品兼系列培育投入力度加大，管理费用率微降 0.1 个百分点；全年净利率下降 1.4 个百分点至 27.5%。2、25Q1 毛利率同比下降 0.3 个百分点至 76.2%，销售费用率提升 0.4 个百分点、管理费用率提升 0.3 个百分点，净利率提高 0.4 个百分点至 33.7%。3、25Q1 销售现金收现 12.0 亿元，同比-14.8%，截至 25Q1 末合同负债 2.7 亿元，同比-28.1%，行业去库存背景下，现金流有所承压。
- **兼系列培育扎实推进，期待改革成效持续兑现。**1、24 年公司相继推出新品兼 8、兼 5、兼 6，不断完善兼系列产品矩阵。兼 8 锚定 200 元大众宴席价位，渠道利润丰厚；公司通过群星演唱会、扫码红包等方式推动终端动销，消费者和经销商的认可度实质提升，带动兼系列品牌影响力稳步扩大。2、展望 2025 年，白酒行业发展形势依然严峻，面对行业竞争和压力，公司将聚焦“市场升级、结构升级、品牌升级”的阶段目标，全面参与市场竞争，全面帮扶经销商；公司改革决心强烈，各项措施有序落地，期待改革成效持续兑现。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.82 元、2.99 元、3.22 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、12 倍、11 倍。公司多维度推动改革，兼系列培育成效显现，经营势能向上可期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏或不及预期，市场竞争加剧风险。

| 指标/年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 6014.71 | 6112.38 | 6421.75 | 6807.26 |
| 增长率 | 0.89% | 1.62% | 5.06% | 6.00% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1655.27 | 1692.91 | 1793.89 | 1929.48 |
| 增长率 | -3.83% | 2.27% | 5.97% | 7.56% |
| 每股收益 EPS（元） | 2.76 | 2.82 | 2.99 | 3.22 |
| 净资产收益率 ROE | 15.74% | 15.32% | 15.39% | 15.65% |
| PE | 13 | 13 | 12 | 11 |
| PB | 2.03 | 1.93 | 1.83 | 1.73 |

*数据来源：Wind，西南证券*


**西南证券研究院**

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电 话：023-63786049
邮 箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：王书龙
执业证号：S1250523070003
电 话：023-63786049
邮 箱：wsl@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪
执业证号：S1250524070007
电 话：023-63786049
邮 箱：dyuc@swsc.com.cn


**相对指数表现**

*数据来源：聚源数据*

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 6.00 |
| 流通 A 股(亿股) | 5.98 |
| 52 周内股价区间(元) | 33.86-48.05 |
| 总市值(亿元) | 213.66 |
| 总资产(亿元) | 137.81 |
| 每股净资产(元) | 18.54 |

**相关研究**

1. 口子窖（603589）：收入有所承压，静待需求改善 (2024-11-03)
2. 口子窖（603589）：24H1 收入平稳增长，兼 8 新品贡献增量 (2024-09-01)

# 盈利预测

**关键假设：**

1）当前白酒行业处于存量市场，酒企间竞争较为激烈；预计 2025-2027 年高档酒（终端售价百元及以上）销量增速分别同比 1.5%、4%、5%，吨单价分别同比 0%、1%、1%，吨成本分别提升 0%、1%、1%；

2）中档酒受到光瓶酒的激烈竞争，增长有所承压，预计 2025-2027 年中档酒销量增速分别同比-5%、3%、2%，吨单价分别提升 2%、2%、2%，吨成本分别提升 1%、1%、1%；

3）低端酒性价比突出，叠加公司积极培育，收入增长稳健，预计 2025-2027 年低档酒销量增速分别同比 5%、5%、5%，吨单价分别提升 1%、1%、1%，吨成本分别提升 1%、1%、1%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 分业务情况 | | 2024A | 2025E | 2025E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 合计 | 营业收入（百万元） | 6015 | 6105 | 6407 | 6785 |
| | 增速 | 0.9% | 1.5% | 4.9% | 5.9% |
| | 营业成本（百万元） | 1528 | 1560 | 1637 | 1734 |
| | 毛利率 | 74.6% | 74.5% | 74.4% | 74.5% |
| 高档酒 | 销量（吨） | 32636 | 33125 | 34450 | 36173 |
| | YOY | 5.4% | 1.5% | 4.0% | 5.0% |
| | 吨单价（万元/吨） | 17.4 | 17.4 | 17.6 | 17.8 |
| | YOY | -5.0% | 0.0% | 1.0% | 1.0% |
| | 收入（百万元） | 5681 | 5766 | 6057 | 6423 |
| | YOY | 0.1% | 1.5% | 5.0% | 6.1% |
| | 成本（百万元） | 1383 | 1404 | 1475 | 1564 |
| | 吨成本（万元/吨） | 4.2 | 4.2 | 4.3 | 4.3 |
| | YOY | -4.2% | 0.0% | 1.0% | 1.0% |
| | 毛利率 | 75.6% | 75.6% | 75.6% | 75.6% |
| 中档酒 | 销量（吨） | 1466 | 1393 | 1435 | 1463 |
| | YOY | -34.6% | -5.0% | 3.0% | 2.0% |
| | 吨单价（万元/吨） | 4.7 | 4.8 | 4.9 | 5.0 |
| | YOY | 37.1% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| | 收入（百万元） | 68.4 | 66.3 | 69.6 | 72.5 |
| | YOY | -10.4% | -3.1% | 5.1% | 4.0% |
| | 成本（百万元） | 42.9 | 41.2 | 42.8 | 44.1 |
| | 吨成本（万元/吨） | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| | YOY | 54.6% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| | 毛利率 | 37.3% | 37.9% | 38.5% | 39.1% |
| 低档酒 | 销量（吨） | 3677 | 3860 | 4053 | 4256 |
| | YOY | 3.6% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |

| 分业务情况 | | 2024A | 2025E | 2025E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| | 吨单价（万元/吨） | 3.4 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| | YOY | 28.4% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| | 收入（百万元） | 126.0 | 133.6 | 141.7 | 150.3 |
| | YOY | 33.0% | 6.1% | 6.1% | 6.1% |
| | 成本（百万元） | 81.6 | 86.5 | 91.8 | 97.3 |
| | 吨成本（万元/吨） | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 |
| | YOY | 45.5% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| | 毛利率 | 35.2% | 35.2% | 35.2% | 35.2% |
| 其他业务 | 收入（百万元） | 139.2 | 146.2 | 153.5 | 161.1 |
| | YOY | 23.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 成本（百万元） | 20.5 | 29.2 | 30.7 | 32.2 |
| | 毛利率 | 85.3% | 80.0% | 80.0% | 80.0% |

*数据来源：西南证券*

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元） | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 6014.71 | 6112.38 | 6421.75 | 6807.26 |
| 营业成本 | 1528.48 | 1561.17 | 1640.30 | 1737.92 |
| 营业税金及附加 | 913.22 | 927.21 | 973.88 | 1032.64 |
| 销售费用 | 919.08 | 977.98 | 995.37 | 1021.09 |
| 管理费用 | 407.23 | 415.64 | 436.68 | 462.89 |
| 财务费用 | -3.93 | -57.90 | -53.04 | -62.73 |
| 资产减值损失 | -8.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 24.54 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 公允价值变动损益 | 2.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 2279.54 | 2308.29 | 2448.55 | 2635.45 |
| 其他非经营损益 | -5.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | 2273.58 | 2308.29 | 2448.55 | 2635.45 |
| 所得税 | 618.30 | 615.38 | 654.66 | 705.97 |
| 净利润 | 1655.27 | 1692.91 | 1793.89 | 1929.48 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 1655.27 | 1692.91 | 1793.89 | 1929.48 |

| 现金流量表（百万元） | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1655.27 | 1692.91 | 1793.89 | 1929.48 |
| 折旧与摊销 | 314.09 | 387.77 | 441.97 | 483.20 |
| 财务费用 | -3.93 | -57.90 | -53.04 | -62.73 |
| 资产减值损失 | -8.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营营运资本变动 | -386.02 | -644.29 | -203.26 | -250.69 |
| 其他 | -112.01 | -20.00 | -20.00 | -20.00 |
| **经营活动现金流净额** | 1459.25 | 1358.48 | 1959.56 | 2079.26 |
| 资本支出 | -45.66 | -800.00 | -600.00 | -600.00 |
| 其他 | -34.30 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| **投资活动现金流净额** | -79.96 | -780.00 | -580.00 | -580.00 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 10.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -899.10 | -1158.69 | -1185.04 | -1255.72 |
| 其他 | -59.62 | 54.58 | 53.04 | 62.73 |
| **筹资活动现金流净额** | -948.29 | -1104.12 | -1132.00 | -1192.99 |
| **现金流量净额** | 431.00 | -525.64 | 247.56 | 306.26 |

| 资产负债表（百万元） | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1923.39 | 1397.75 | 1645.31 | 1951.58 |
| 应收和预付款项 | 423.42 | 430.41 | 452.19 | 479.33 |
| 存货 | 5853.71 | 5979.49 | 6283.90 | 6659.42 |
| 其他流动资产 | 263.10 | 263.12 | 263.16 | 263.21 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资性房地产 | 95.42 | 95.42 | 95.42 | 95.42 |
| 固定资产和在建工程 | 4123.16 | 4600.22 | 4825.94 | 5013.27 |
| 无形资产和开发支出 | 498.01 | 433.18 | 365.50 | 294.96 |
| 其他非流动资产 | 478.74 | 478.74 | 478.74 | 478.74 |
| **资产总计** | 13658.95 | 13678.33 | 14410.16 | 15235.94 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 1421.98 | 1449.83 | 1523.28 | 1614.21 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 1722.60 | 1179.91 | 1229.44 | 1290.54 |
| **负债合计** | 3144.58 | 2629.74 | 2752.72 | 2904.74 |
| 股本 | 600.00 | 600.00 | 600.00 | 600.00 |
| 资本公积 | 982.46 | 982.46 | 982.46 | 982.46 |
| 留存收益 | 9053.69 | 9587.91 | 10196.76 | 10870.52 |
| 归属母公司股东权益 | 10514.37 | 11048.59 | 11657.44 | 12331.20 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **股东权益合计** | 10514.37 | 11048.59 | 11657.44 | 12331.20 |
| 负债和股东权益合计 | 13658.95 | 13678.33 | 14410.16 | 15235.94 |

| 财务分析指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 0.89% | 1.62% | 5.06% | 6.00% |
| 营业利润增长率 | -1.99% | 1.26% | 6.08% | 7.63% |
| 净利润增长率 | -3.83% | 2.27% | 5.97% | 7.56% |
| EBITDA 增长率 | 0.20% | 1.87% | 7.56% | 7.70% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 74.59% | 74.46% | 74.46% | 74.47% |
| 三费率 | 21.99% | 21.85% | 21.47% | 20.88% |
| 净利率 | 27.52% | 27.70% | 27.93% | 28.34% |
| ROE | 15.74% | 15.32% | 15.39% | 15.65% |
| ROA | 12.12% | 12.38% | 12.45% | 12.66% |
| ROIC | 20.30% | 18.56% | 18.24% | 18.80% |
| EBITDA/销售收入 | 43.06% | 43.16% | 44.19% | 44.89% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.46 | 0.45 | 0.46 | 0.46 |
| 固定资产周转率 | 1.97 | 1.73 | 1.59 | 1.59 |
| 应收账款周转率 | 528.41 | 425.27 | 432.29 | 434.17 |
| 存货周转率 | 0.28 | 0.26 | 0.27 | 0.27 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.17% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 23.02% | 19.23% | 19.10% | 19.07% |
| 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 2.88 | 3.33 | 3.39 | 3.46 |
| 速动比率 | 0.89 | 0.86 | 0.93 | 1.00 |
| 股利支付率 | 54.32% | 68.44% | 66.06% | 65.08% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 2.76 | 2.82 | 2.99 | 3.22 |
| 每股净资产 | 17.52 | 18.41 | 19.43 | 20.55 |
| 每股经营现金 | 2.43 | 2.26 | 3.27 | 3.47 |
| 每股股利 | 1.50 | 1.93 | 1.98 | 2.09 |

| 业绩和估值指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 2589.69 | 2638.15 | 2837.48 | 3055.92 |
| PE | 12.91 | 12.62 | 11.91 | 11.07 |
| PB | 2.03 | 1.93 | 1.83 | 1.73 |
| PS | 3.55 | 3.50 | 3.33 | 3.14 |
| EV/EBITDA | 7.11 | 7.18 | 6.59 | 6.02 |
| 股息率 | 4.21% | 5.42% | 5.55% | 5.88% |

*数据来源：Wind，西南证券*

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 资深销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jyj@swsc.com.c |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 资深销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 郑龑 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 杨举 | 销售经理 | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzr@swsc.com.cn |