



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 08 月 21 日

基础数据

08 月 20 日收盘价（元）	35.40
总市值（亿元）	211.73
总股本（亿股）	5.98

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】口子窖：Q1 稳健增长，期待改革成效-2025.05.02

【兴证食饮】口子窖三季报点评：Q3 业绩短期承压，期待夯实省内基础-2024.11.02

【兴证食饮】口子窖中报点评：新品兼 8 贡献增量，期待夯实省内基本盘-2024.08.29

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhan@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004

wangrun22@xyzq.com.cn

口子窖(603589.SH)

短期报表释压，静待改革显效

投资要点：

- **事件：**公司公告 2025 年中报，25H1 实现营收/归母净利润分别为 25.31/7.15 亿元，同比-20.07%/-24.63%；其中 25Q2 实现营收/归母净利润分别为 7.21/1.05 亿元，同比-48.48%/-70.91%。
- **Q2 理性出清，省内场景受损。**25Q2 营收同比-48.48%，分产品来看，高档/中档/低档白酒收入分别同比-49.64%/-7.68%/+7.49%，二季度白酒淡季叠加禁酒令政策冲击需求，高档产品收入显著下滑，预计主要系口子 10 年、兼 10 及以上产品受冲击较大，低档产品受益于大众消费韧性、收入维持稳健；分渠道来看，25Q2 直销（含团购）/批发代理收入分别同比+75.46%/-51.07%，行业调整期公司理性维护渠道良性，电商渠道收入快速增长；分地区来看，25Q2 省内/省外收入分别同比-54.01%/-18.57%，省内动销受政策影响明显承压；此外，省内渠道扁平化改革、省外重点市场建设持续推进，25Q2 省内/省外经销商数量环比 25Q1 分别增加 25/25 家至 536/546 家。
- **产品结构下移、费投刚性，盈利能力显著承压。**25Q2 净利率同比-11.18pct 至 14.51%，产品结构下移叠加费率提升，盈利水平显著下滑。具体来看，25Q2 毛利率同比-9.86pct 至 65.18%，毛利率下降与产品结构下移有关，高档产品收入占比同比-2.90pct 至 94.14%；25Q2 税金及附加/销售/管理费用率分别同比+2.53/-0.59/+4.57pct 至 18.04%/18.20%/11.81%，销售费率小幅下降预计与促销和电视广告投入减少有关，另外销售收入减少、费用刚性投入下管理费率被动抬升。25Q2 末合同负债余额 2.98 亿元，同比减少 0.19 亿元，环比增加 0.28 亿元，合同负债水位相对稳定；25Q2 收现 10.58 亿元，同比-24.14%，收现表现略好于营收。
- **短期报表释压，静待改革显效。**短期来看，安徽市场二季度受政策影响动销显著承压，公司保持渠道、价盘良性，需求承压下报表有望逐季出清。中长期看，公司持续推进产品、渠道多维度改革，兼 8 卡位省内主流价格带，渠道利润较优，同时联合兼 5/6/7 以及蓄势待发的兼 9 密集布局 100-300 元大众价格带；省内依托合肥营销中心加强终端建设和渠道掌控，提升品牌势能并辐射全省，省外打造样板市场，期待持续培育下兼系列势能释放，营销变革成效渐显。
- **盈利预测与投资建议：**根据最新公告调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 47.58/48.82/51.01 亿元，归母净利润分别为 12.29/12.75/13.77 亿元，以 2025 年 8 月 20 日收盘价计算，对应 PE 为 17.2/16.6/15.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；兼系列培育不及预期；省内竞争加剧；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6015	4758	4882	5101
同比增长	0.9%	-20.9%	2.6%	4.5%
归母净利润（百万元）	1655	1229	1275	1377
同比增长	-3.8%	-25.7%	3.7%	8.0%
毛利率	74.6%	72.7%	73.0%	73.5%
ROE	15.7%	11.1%	10.8%	11.0%
每股收益（元）	2.77	2.05	2.13	2.30
市盈率	12.8	17.2	16.6	15.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8464	8449	9205	10073
货币资金	1923	3125	3686	4366
交易性金融资产	262	312	362	412
应收票据及应收账款	391	326	333	345
预付款项	22	23	22	22
存货	5854	4658	4796	4922
其他	11	5	5	5
非流动资产	5195	5216	5197	5144
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3159	3280	3354	3384
在建工程	1003	917	839	772
无形资产	498	483	467	451
商誉	0	0	0	0
其他	535	536	537	537
资产总计	13659	13665	14401	15217
流动负债	2942	2347	2405	2488
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	828	720	730	745
其他	2114	1628	1675	1743
非流动负债	203	215	215	215
长期借款	0	0	0	0
其他	203	215	215	215
负债合计	3145	2563	2620	2703
股本	600	598	598	598
未分配利润	8694	9164	9651	10178
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10514	11103	11781	12514
负债及权益合计	13659	13665	14401	15217

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1655	1229	1275	1377
折旧和摊销	320	367	398	431
营运资金的变动	-472	667	-93	-62
经营活动产生现金流量	1459	2272	1575	1742
资本支出	-367	-390	-385	-385
长期投资	256	-50	-50	-50
投资活动产生现金流量	-80	-424	-415	-415
债权融资	0	-1	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-948	-646	-599	-647
现金净变动	431	1202	561	680

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6015	4758	4882	5101
营业成本	1528	1300	1320	1351
税金及附加	913	722	740	774
销售费用	919	728	771	781
管理费用	407	333	322	332
研发费用	30	25	25	26
财务费用	-4	-19	-31	-37
投资收益	25	20	20	20
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-8	-8	-8	-8
营业利润	2280	1682	1746	1887
营业外收支	-6	-6	-6	-6
利润总额	2274	1676	1740	1881
所得税	618	447	465	504
净利润	1655	1229	1275	1377
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1655	1229	1275	1377
EPS(元)	2.77	2.05	2.13	2.30

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	0.9%	-20.9%	2.6%	4.5%
营业利润增长率	-2.0%	-26.2%	3.8%	8.1%
归母净利润增长率	-3.8%	-25.7%	3.7%	8.0%
盈利能力				
毛利率	74.6%	72.7%	73.0%	73.5%
归母净利率	27.5%	25.8%	26.1%	27.0%
ROE	15.7%	11.1%	10.8%	11.0%
偿债能力				
资产负债率	23.0%	18.8%	18.2%	17.8%
流动比率	2.88	3.60	3.83	4.05
速动比率	0.88	1.61	1.82	2.06
营运能力				
资产周转率	45.9%	34.8%	34.8%	34.4%
每股资料(元)				
每股收益	2.77	2.05	2.13	2.30
每股经营现金	2.44	3.80	2.63	2.91
估值比率(倍)				
PE	12.8	17.2	16.6	15.4
PB	2.0	1.9	1.8	1.7

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn