

口子窖 (603589.SH)

二季度明显承压，边际好转可期

2025 年 08 月 22 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

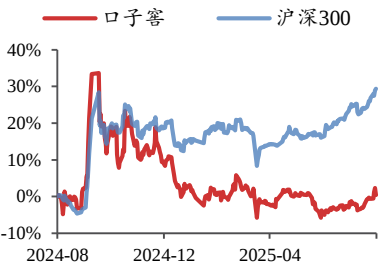
证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2025/8/21
当前股价(元)	34.75
一年最高最低(元)	52.74/32.90
总市值(亿元)	207.85
流通市值(亿元)	207.85
总股本(亿股)	5.98
流通股本(亿股)	5.98
近 3 个月换手率(%)	52.54

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《业绩超预期，彰显渠道韧性——公司信息更新报告》-2025.5.5
- 《收入韧性强，利润超预期——公司信息更新报告》-2024.8.31

● Q2 业绩下滑幅度超预期，后续仍有改善空间，维持“增持”评级

2025H1 公司实现营业总收入 25.31 亿元，同比-20.1%，归母净利润 7.15 亿元，同比-24.6%。其中 Q2 营业总收入 7.21 亿元，同比-48.5%，归母净利润 1.05 亿元，同比-70.9%。收入利润下滑幅度超预期，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 9.8（-6.9）亿元、11.0（-6.4）亿元、12.1（-6.0）亿元，同比分别-40.8%、+12.4%、+9.5%，EPS 分别为 1.64（-1.14）、1.84（-1.05）、2.02（-0.99）元，当前股价对应 PE 分别为 21.2、18.9、17.2 倍，公司组织能力、渠道建设仍有改善空间，维持“增持”评级。

● 需求压力下高档产品和省内市场下滑较大

收入下滑幅度较大，一方面体现了当下需求压力，另一方面也是由于 2024 年同期兼 8 新品上市，基数较高。分产品看，2025Q2 高档/中档/低档产品收入分别为 6.57/0.12/0.29 亿元，同比分别-49.6%/-7.7%/+7.5%。分区域看，Q2 省内/省外分别实现收入 5.15/1.83 亿元，同比分别-54.0%/-18.6%，省内下滑幅度较大，主要是安徽省内政策执行严格，对消费场景有很大影响。

● 销售收现好于利润表

2025Q2 公司销售收现 10.58 亿元，同比-24.1%，好于收入表现，2025Q2 末合同负债 2.98 亿元/环比增加 0.28 亿元。公司渠道库存不高，经销商渠道相对稳定。二季度省内/省外经销商分别净增 25/25 个。

● 毛利率大幅下降，费用率相对刚性，净利率下降明显

2025Q2 毛利率同比-9.9pcts 至 65.2%，主要原因是次高端产品场景受限，产品结构下降明显。销售/管理/财务/研发费用率分别变动-0.6/+4.57/+0.01/+0.3pct，归母净利率下降 11.18pct 至 14.51%。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,962	6,015	4,482	4,549	4,620
YOY(%)	16.1	0.9	-25.5	1.5	1.6
归母净利润(百万元)	1,721	1,655	980	1,102	1,207
YOY(%)	11.0	-3.8	-40.8	12.4	9.5
毛利率(%)	75.2	74.6	66.1	68.2	70.2
净利率(%)	28.9	27.5	21.9	24.2	26.1
ROE(%)	17.7	15.7	9.1	10.1	10.7
EPS(摊薄/元)	2.88	2.77	1.64	1.84	2.02
P/E(倍)	12.1	12.6	21.2	18.9	17.2
P/B(倍)	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7578	8464	9844	10214	10676	营业收入	5962	6015	4482	4549	4620
现金	1515	1923	4316	4217	5617	营业成本	1479	1528	1522	1444	1377
应收票据及应收账款	446	391	233	401	243	营业税金及附加	901	913	695	705	716
其他应收款	2	10	0	9	0	营业费用	827	919	695	705	716
预付账款	26	22	14	23	14	管理费用	407	407	336	327	323
存货	5067	5854	5018	5301	4539	研发费用	34	30	23	24	24
其他流动资产	522	263	263	263	263	财务费用	-12	-4	-60	-94	-113
非流动资产	4954	5195	3892	3703	3492	资产减值损失	-29	-8	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	2	1	0	0	0
固定资产	2960	3159	2340	2253	2139	公允价值变动收益	7	2	7	4	5
无形资产	513	498	493	492	475	投资净收益	20	25	25	25	25
其他非流动资产	1481	1539	1058	958	878	资产处置收益	0	41	0	0	0
资产总计	12532	13659	13736	13917	14168	营业利润	2326	2280	1303	1465	1605
流动负债	2588	2942	2820	2767	2671	营业外收入	3	1	4	5	4
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	1	7	1	1	1
应付票据及应付账款	848	828	841	743	767	利润总额	2328	2274	1307	1469	1609
其他流动负债	1740	2114	1979	2024	1904	所得税	606	618	327	367	402
非流动负债	195	203	203	203	203	净利润	1721	1655	980	1102	1207
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	195	203	203	203	203	归属母公司净利润	1721	1655	980	1102	1207
负债合计	2783	3145	3023	2970	2874	EBITDA	2552	2530	1460	1593	1724
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	2.88	2.77	1.64	1.84	2.02
股本	600	600	598	598	598						
资本公积	972	982	982	982	982	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	8298	9054	9520	10044	10634	成长能力					
归属母公司股东权益	9749	10514	10712	10947	11294	营业收入(%)	16.1	0.9	-25.5	1.5	1.6
负债和股东权益	12532	13659	13736	13917	14168	营业利润(%)	10.7	-2.0	-42.9	12.5	9.6
						归属于母公司净利润(%)	11.0	-3.8	-40.8	12.4	9.5
						获利能力					
						毛利率(%)	75.2	74.6	66.1	68.2	70.2
						净利率(%)	28.9	27.5	21.9	24.2	26.1
						ROE(%)	17.7	15.7	9.1	10.1	10.7
						ROIC(%)	22.5	20.4	15.9	16.6	22.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.2	23.0	22.0	21.3	20.3
						净负债比率(%)	-14.7	-17.5	-39.6	-37.8	-49.1
						流动比率	2.9	2.9	3.5	3.7	4.0
						速动比率	1.0	0.9	1.7	1.8	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	1362.3	610.1	610.1	610.1	610.1
						应付账款周转率	3.9	4.1	4.1	4.1	4.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	2.88	2.77	1.64	1.84	2.02
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	2.44	3.39	1.18	3.62
						每股净资产(最新摊薄)	16.30	17.58	17.91	18.31	18.89
						估值比率					
						P/E	12.1	12.6	21.2	18.9	17.2
						P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8
						EV/EBITDA	7.4	7.4	11.2	10.3	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn