

场景缺失需求疲软 Q2 报表同步释压

2025 年 08 月 22 日

➤ **事件：**公司于 8 月 19 日发布 2025 年中报，25 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 25.31/7.15/6.89 亿元，同比-20.07%/-24.63%/-24.90%，其中单 25Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 7.21/1.05/0.91 亿元，同比-48.48%/-70.91%/-73.41%。截至 25Q2 期末合同负债 2.98 亿元，同比-5.95%，Q2 期内环比增加 0.28 亿元，公司业绩蓄水池在低位保持稳定。用“单季度营收+Δ 合同负债”核算“真实营收”，以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动，25Q2“真实营收”7.49 亿元，同比-44.12%，匹配表端单季度营收增速。

➤ **高档酒占比缩水导致结构下移，省内政策高压下竞争加剧。分产品看：**
①25Q2 高档酒（年份系列/兼系列/小池窖等）收入 6.57 亿元，同比-49.64%，高档酒占比 94.13%，环比-2.54pcts，结构下滑显著。高端酒大幅下滑主要因同期高基数（去年 4 月“兼 8”上市卡位 200+主流价格带且渠道利润空间较同价位竞品丰厚，上市初期渠道接受度高）。25Q2 兼系列新品“兼 16”上市，定位 300+价位带，但受制于场景缺失，新品铺市受阻。②中档酒（老口子/口子美酒/口子坊）收入 0.12 亿元，同比-7.68%；③低端酒（口子酒系列）收入 0.29 亿元，同比+7.49%。**分区域看：**25Q2 安徽省内/省外分别实现营收 5.15/1.83 亿元；同比-54.01%/-18.71%。由于省内政策高压竞争加剧且省内基数较大导致营收下滑幅度大于省外，省内占比下滑 14.92pcts 至 73.81%。**分渠道看：**25Q2 批发代理/直销（含团购）分别实现营收 6.42/0.56 亿元，同比-51.07%/+75.46%，各渠道占比相对稳定。**经销商数量上：**25H1 末经销商数量合计 1032 家，其中省内/省外分别 511/521 家，25Q2 期间分别净增加-25/-25 家。

➤ **结构下行拉低毛利率水平，营收缩水导致规模效应减弱，盈利中枢显著下移。**25H1/25Q2 毛利率分别为 73.07%/65.18%，同比-2.78/-9.86pcts，结构下移拉低毛利率水平。25H1 销售/管理费用率分别为 14.09%/7.37%，同比-0.95/+1.21pcts，25Q2 分别为 18.20%/7.24%，同比-0.59/+4.57pcts。公司根据市场需求及时调整营销策略，减少促销投放及电视广告投入，销售费用率降低，但管理费用相对刚性，营收下滑后规模效应减弱，管理费用率显著上行。25H1/25Q2 归母净利率分别为 28.25%/14.51%，同比-1.71/-11.18pcts。

➤ **投资建议：**公司坚持长期主义，渠道压力小于竞品。短期受政策影响业绩波动较大，随着场景预期修复，中长期仍看好公司在前期渠道改革基础上，以高渠道利润产品为抓手带动终端网点渗透率提升。预计 25-27 年分别实现归母净利润 10.4/11.9/14.2 亿元，同比-36.9%/+14.3%/+19.0%，当前股价对应 PE 为 20/17/15 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；兼系列新品铺货动销不及预期，供需不均衡导致的批发价格波动风险；食品安全风险等。

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	4,691	5,100	5,780
增长率（%）	0.9	-22.0	8.7	13.3
归属母公司股东净利润（百万元）	1,655	1,044	1,193	1,420
增长率（%）	-3.8	-36.9	14.3	19.0
每股收益（元）	2.77	1.75	2.00	2.37
PE	13	20	17	15
PB	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

34.65 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 (603198.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：基本盘稳固 静待改革红利释放-2025/04/30

2.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

3.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

4.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

5.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

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	4,691	5,100	5,780
营业成本	1,528	1,483	1,527	1,642
营业税金及附加	913	762	816	925
销售费用	919	704	785	896
管理费用	407	338	357	405
研发费用	30	28	28	32
EBIT	2,209	1,378	1,587	1,883
财务费用	-4	-23	-17	-28
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	25	19	20	23
营业利润	2,280	1,420	1,624	1,933
营业外收支	-6	-1	-2	-3
利润总额	2,274	1,419	1,622	1,930
所得税	618	375	429	510
净利润	1,655	1,044	1,193	1,420
归属于母公司净利润	1,655	1,044	1,193	1,420
EBITDA	2,529	1,710	1,938	2,245

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,923	1,403	2,308	3,316
应收账款及票据	391	322	350	397
预付款项	22	26	27	29
存货	5,854	6,425	6,320	6,384
其他流动资产	273	263	263	263
流动资产合计	8,464	8,439	9,268	10,389
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	5,199	5,199	5,199
资产合计	13,659	13,638	14,467	15,588
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	828	835	860	925
其他流动负债	2,114	1,873	1,975	2,172
流动负债合计	2,942	2,709	2,835	3,097
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	203	215	215	215
非流动负债合计	203	215	215	215
负债合计	3,145	2,924	3,050	3,312
股本	600	598	598	598
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10,514	10,714	11,417	12,276
负债和股东权益合计	13,659	13,638	14,467	15,588

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	-22.00	8.70	13.34
EBIT 增长率	-4.25	-37.60	15.17	18.59
净利润增长率	-3.83	-36.92	14.29	19.01
盈利能力 (%)				
毛利率	74.59	68.40	70.05	71.60
净利率	27.52	22.26	23.40	24.57
总资产收益率 ROA	12.12	7.66	8.25	9.11
净资产收益率 ROE	15.74	9.75	10.45	11.57
偿债能力				
流动比率	2.88	3.12	3.27	3.35
速动比率	0.88	0.73	1.03	1.28
现金比率	0.65	0.52	0.81	1.07
资产负债率 (%)	23.02	21.44	21.09	21.25
经营效率				
应收账款周转天数	0.59	0.83	0.55	0.54
存货周转天数	1286.07	1490.68	1502.28	1393.02
总资产周转率	0.46	0.34	0.36	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	2.77	1.75	2.00	2.37
每股净资产	17.58	17.91	19.09	20.52
每股经营现金流	2.44	1.08	2.89	3.20
每股股利	1.30	0.82	0.94	1.12
估值分析				
PE	13	20	17	15
PB	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.56	11.19	9.87	8.52
股息收益率 (%)	3.75	2.37	2.71	3.22

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,655	1,044	1,193	1,420
折旧和摊销	320	332	350	362
营运资金变动	-472	-728	202	149
经营活动现金流	1,459	644	1,728	1,912
资本开支	-367	-326	-345	-359
投资	256	0	0	0
投资活动现金流	-80	-312	-326	-336
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-948	-852	-497	-567
现金净流量	431	-520	905	1,008

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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