

口子窖(603589)

报告日期: 2025年09月29日

短期承压, 等待修复

——口子窖公司更新报告

投资要点

□ 25H1 营业总收入 25.3 亿元 (同比-20.07%, 下同); 归母净利润 7.2 亿元 (-24.63%)。25Q2 营业总收入 7.2 亿元 (-48.48%); 归母净利润 1.1 亿元 (-70.91%)。

□ 公司聚焦“三个升级”的阶段目标 (即市场升级、结构升级、品牌升级), 务实进取; 另一方面, 结合市场节奏, 积极调整战术打法。省内依托安徽运营中心, 持续通过推进渠道转型, 精耕细作, 不断下沉县级及乡镇市场。省外加快长三角、珠三角等重点市场建设。

□ 产品结构有所承压, Q2 省内市场下滑较大

1) 分产品看, 25 年 H1 高档白酒/中档白酒/低档白酒收入 23.84/0.32/0.68 亿元 (-19.80%/-10.82%/-2.59%)。25Q2 高档白酒/中档白酒/低档白酒收入 6.56/0.11/0.29 亿元 (-49.64%, -7.68%, 7.49%)。

2) 分渠道看, 25H1 直销/批发渠道收入分别 1.32/23.52 亿元。

3) 分地区看, 25H1 安徽省内/省外市场收入分别为 21.00/3.84 亿元 (-19.31%/-19.24%), 25Q2 安徽省内/省外市场收入分别为 5.45/1.82 亿元 (-51.33%/-18.57%)。

□ 盈利能力下降, 管理费用有所提升

1) 25H1 毛利率/净利率同比-2.78/-1.71pct 至 73.07%/28.25%, 25Q2 毛利率/净利率同比-15.81/-11.18pct 至 65.18%/14.51%。

2) 25H1 销售/管理 (含研发) 费用率变动-4.72/+0.1pct 至 14.09%/0.58%, 25Q2 销售/管理 (含研发) 费用率变动-0.59/4.57pct 至 18.2%/11.81%。

3) 25H1 经营性现金流降至-38.29 亿元, 25Q2 经营性现金流降至-13.71 亿元。

4) 25H1 合同负债同比下降 26.16 亿元至 29.81 亿元。

□ 盈利预测及估值: 考虑到公司仍在改革及战略调整期, 我们下调 2025-2027 年收入增速至-23%/2%/4%, 下调归母净利润增速至-24%/6%/6%。考虑到行业周期逐步见底, 股价早于基本面修复, 维持买入评级。

□ 催化剂: 新品开拓超预期; 改革调整进度超预期。

□ 风险提示: 消费恢复不及预期; 市场竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6015	4631	4724	4913
(+/-) (%)	0.89%	-23.00%	2.00%	4.00%
归母净利润	1655	1265	1338	1414
(+/-) (%)	-3.83%	-23.56%	5.72%	5.69%
每股收益(元)	2.76	2.11	2.23	2.36
P/E	12.12	15.86	15.00	14.19

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

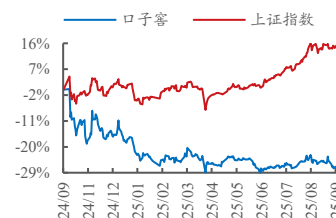
分析师: 张家楨
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 33.62
总市值(百万元)	20,108.78
总股本(百万股)	598.12

股票走势图



相关报告

- 《兼系列贡献增量, 营销动作加码》 2025.05.13
- 《产品结构仍有优化空间, 渠道改革持续推进》 2024.10.31
- 《Q2 收入符合预期, 兼 8 新品加速铺市》 2024.09.03

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8464	8659	9389	10249
现金	1923	3864	4463	5099
交易性金融资产	262	262	262	262
应收账款	391	319	329	333
其它应收款	10	4	4	6
预付账款	22	23	21	21
存货	5854	4186	4309	4527
其他	1	1	1	1
非流动资产	5195	5017	4878	4754
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3159	3326	3414	3437
无形资产	498	469	438	405
在建工程	965	714	478	287
其他	574	508	547	624
资产总计	13659	13676	14268	15003
流动负债	2942	2363	2392	2493
短期借款	0	0	0	0
应付款项	828	692	678	699
预收账款	0	0	0	0
其他	2114	1671	1713	1794
非流动负债	203	192	196	197
长期借款	0	0	0	0
其他	203	192	196	197
负债合计	3145	2555	2588	2690
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	10514	11122	11679	12313
负债和股东权益	13659	13676	14268	15003

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1459	2703	1399	1427
净利润	1655	1265	1338	1414
折旧摊销	314	228	251	269
财务费用	(4)	(43)	(62)	(71)
投资损失	(25)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	400	(497)	20	94
其它	(882)	1774	(123)	(254)
投资活动现金流	(80)	(144)	(83)	(83)
资本支出	(38)	(172)	(119)	(120)
长期投资	7	(7)	2	1
其他	(48)	35	34	36
筹资活动现金流	(948)	(618)	(717)	(709)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(948)	(618)	(717)	(709)
现金净增加额	431	1941	599	635

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6015	4631	4724	4913
营业成本	1528	1204	1205	1248
营业税金及附加	913	703	717	746
营业费用	919	741	756	771
管理费用	407	347	331	329
研发费用	30	23	24	25
财务费用	(4)	(43)	(62)	(71)
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	25	25	25	25
其他经营收益	42	42	42	42
营业利润	2280	1722	1820	1932
营业外收支	(6)	(5)	(5)	(6)
利润总额	2274	1717	1815	1926
所得税	618	451	477	512
净利润	1655	1265	1338	1414
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1655	1265	1338	1414
EBITDA	2559	1902	2003	2123
EPS (最新摊薄)	2.76	2.11	2.23	2.36

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.89%	-23.00%	2.00%	4.00%
营业利润	-1.99%	-24.46%	5.72%	6.11%
归属母公司净利润	-3.83%	-23.56%	5.72%	5.69%
获利能力				
毛利率	74.59%	74.00%	74.50%	74.60%
净利率	27.52%	27.32%	28.32%	28.78%
ROE	16.34%	11.70%	11.73%	11.79%
ROIC	15.54%	11.09%	11.06%	11.05%
偿债能力				
资产负债率	23.02%	18.68%	18.14%	17.93%
净负债比率	0.11%	0.10%	0.11%	0.11%
流动比率	2.88	3.66	3.93	4.11
速动比率	0.89	1.89	2.12	2.30
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.34	0.34	0.34
应收账款周转率	610.11	455.84	710.42	623.06
应付账款周转率	4.14	3.46	3.87	4.02
每股指标(元)				
每股收益	2.76	2.11	2.23	2.36
每股经营现金	2.43	4.50	2.33	2.38
每股净资产	17.52	18.54	19.47	20.52
估值比率				
P/E	12.12	15.86	15.00	14.19
P/B	1.91	1.80	1.72	1.63
EV/EBITDA	8.35	8.38	7.66	6.93

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>