

口子窖 (603589.SH)

增持 (维持)

Q3 报表大幅出清，静待动销改善

公司发布《2025 年第三季度报告》，25Q3 公司实现收入/归母净利润 6.43 亿元/0.27 亿元，同比-46.23%/-92.55%，报表大幅出清。25Q3 省内政策实施仍然趋严，阶段性需求恢复不明显。公司自 Q2 起克制发货、维护渠道健康，Q3 真实反映情况、报表侧大幅出清，方向明确。建议持续关注省内动销恢复与公司兼系列产品市场开拓情况。

□ Q3 收入延续下行态势、净利润下滑幅度加大、报表大幅出清。25 年前三季度公司实现收入/归母净利润 31.74 亿元/7.42 亿元，同比-27.24%/-43.39%，单季度来看，25Q3 公司实现收入/归母净利润 6.43 亿元/0.27 亿元，同比-46.23%/-92.55%，25Q3 现金回款 7.29 亿元，同比-48.90%，截至三季度末，公司合同负债余额为 3.39 亿元，同比-4.43%。收入侧公司 Q3 延续 Q2 下行态势、利润侧降幅加深，经销商与终端进货意愿审慎，库存持续去化。

□ 25Q3 高档白酒延续疲软，省内需求承压。分产品来看，25Q3 公司高档白酒/中档白酒/低档白酒收入分别为 5.77 亿元/0.09 亿元/0.46 亿元，同比-49.35%/-28.51%/+117.28%，高档酒延续 Q2 以来的疲软态势。分区域来看，25Q3 公司省内/省外收入分别为 4.86 亿元/1.45 亿元，同比-48.95%/-34.04%，省内需求依然不振，同比降幅较 Q2 略有收窄。

□ 结构下行削弱毛利率，费用刚性导致盈利能力承压。25Q3 公司毛利率水平为 62.66% (yoy-9.25pct)，主要系产品结构下行，同时公司补贴渠道加大促销力度所致。费用侧 25Q3 公司主营税金比率/销售费率/管理费率为 19.04%/24.61%/15.03%，同比+2.72pct/+12.23pct/+7.95pct，短期费用刚性导致 25Q3 归母净利率降低至 4.20% (yoy-26.08pct)。

□ 投资建议：Q3 报表大幅出清，静待动销改善。25Q3 省内政策实施仍然趋严，阶段性需求恢复不明显。公司自 Q2 起克制发货、维护渠道健康，Q3 真实反映情况、报表侧大幅出清，方向明确。建议持续关注省内动销恢复与公司兼系列产品市场开拓情况。考虑到公司报表侧大幅出清，我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年 EPS 分别为 1.40 元、1.52 元与 1.61 元，对应 25 年 23.4 倍 PE，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：省内竞争加剧、兼系列培育不及预期、消费需求减弱。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5962	6015	4351	4497	4625
同比增长	16.1%	1%	-28%	3%	3%
营业利润(百万元)	2326	2280	1111	1217	1294
同比增长	10.7%	-2%	-51%	10%	6%
归母净利润(百万元)	1721	1655	836	908	964
同比增长	11.0%	-4%	-49%	9%	6%
每股收益(元)	2.87	2.76	1.40	1.52	1.61
PE	11.4	11.8	23.4	21.5	20.3
PB	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/食品饮料

目标估值：NA

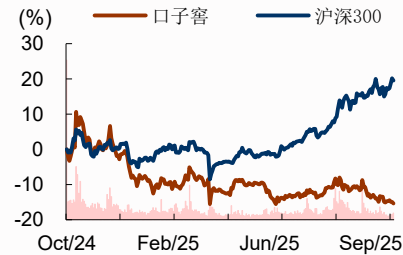
当前股价：32.67 元

基础数据

总股本(百万股)	598
已上市流通股(百万股)	598
总市值(十亿元)	19.5
流通市值(十亿元)	19.5
每股净资产(MRQ)	17.5
ROE(TTM)	10.4
资产负债率	16.8%
主要股东	徐进
主要股东持股比例	19.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-3	-19
相对表现	-5	-27	-38



相关报告

- 1、《口子窖 (603589) —Q2 真实反映，维护渠道良性》2025-08-20
- 2、《口子窖 (603589) —调整期韧性依旧，关注新品推广》2025-04-29
- 3、《口子窖 (603589) —市场竞争加剧，新产品培育仍待观察》2024-10-30

陈书慧 S1090523010003

chen shuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

liucheng5@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

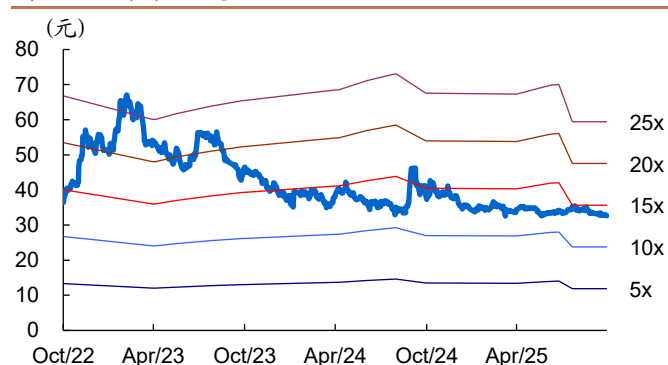
zhuyanlin@cmschina.com.cn

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	1,516	1,768	1,399	1,195	1,653	1,810	721	643	5,962	6,015
二、营业总成本	985	974	939	768	1,123	1,003	604	621	3,666	3,804
其中: 营业成本	378	416	349	336	428	431	251	240	1,479	1,528
营业税金及附加	225	249	217	195	252	267	130	122	901	913
营业费用	193	213	263	148	295	225	131	158	827	919
管理费用	144	94	101	85	128	101	85	97	407	407
研发费用	18	3	9	5	13	8	7	7	34	30
财务费用	-1	-1	-1	-1	-1	-30	0	-4	-12	-4
资产减值损失	29	0	0	0	8	0	0	0	29	8
三、其他经营收益	9	3	21	40	4	6	18	1	30	69
其它收益	0	0	0	0	1	0	0	0	2	1
公允价值变动收益	8	2	-9	0	10	6	-5	-1	7	2
投资收益	0	1	31	0	-7	0	18	1	20	25
四、营业利润	540	797	481	467	534	814	134	22	2,326	2,280
加: 营业外收入	1	0	0	1	-1	1	0	0	3	1
减: 营业外支出	0	0	0	8	-1	2	0	0	1	7
五、利润总额	541	798	482	461	534	812	134	22	2,328	2,274
减: 所得税	168	208	122	99	189	202	30	-5	606	618
六、净利润	373	589	359	362	345	610	105	27	1,721	1,655
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	373	589	359	362	345	610	105	27	1,721	1,655
EPS	0.62	0.99	0.6	0.61	0.58	1.02	0.17	0.05	2.87	2.76
主要比率										
毛利率	75.1%	76.5%	75.0%	71.9%	74.1%	76.2%	65.2%	62.7%	75.2%	74.6%
主营税金率	14.8%	14.1%	15.5%	16.3%	15.2%	14.8%	18.0%	19.0%	15.1%	15.2%
营业费率	12.7%	12.1%	18.8%	12.4%	17.8%	12.5%	18.2%	24.6%	13.9%	15.3%
管理费率	9.5%	5.3%	7.2%	7.1%	7.7%	5.6%	11.8%	15.0%	6.8%	6.8%
营业利润率	35.6%	45.1%	34.4%	39.1%	32.3%	44.9%	18.6%	3.5%	39.0%	37.9%
实际税率	31.0%	26.1%	25.4%	21.4%	35.4%	24.8%	22.2%	-20.6%	26.1%	27.2%
净利率	24.6%	33.3%	25.7%	30.3%	20.8%	33.7%	14.5%	4.2%	28.9%	27.5%
同比增长率										
收入增长率	10.4%	11.1%	5.9%	-22.0%	9.0%	2.4%	-48.5%	-46.2%	2.5%	0.9%
营业利润增长率	2.0%	11.9%	16.0%	-29.1%	-1.2%	2.1%	-72.1%	-95.2%	0.5%	-2.0%
净利润增长率	6.9%	10.0%	15.1%	-27.7%	-7.5%	3.6%	-70.9%	-92.5%	1.4%	-3.8%

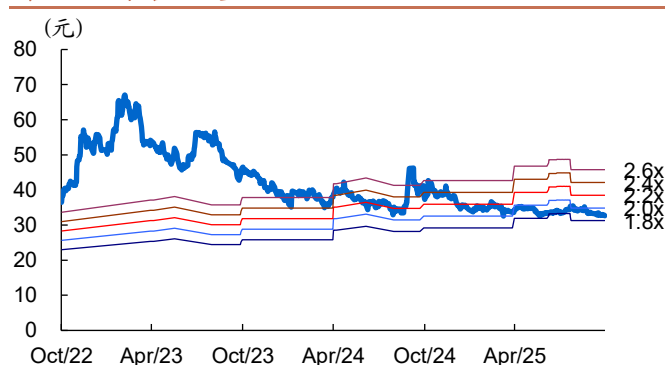
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 口子窖历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 口子窖历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《口子窖（603589）—Q2 真实反映，维护渠道良性》2025-08-20
- 2、《口子窖（603589）—调整期韧性依旧，关注新品推广》2025-04-29
- 3、《口子窖（603589）—市场竞争加剧，新产品培育仍待观察》2024-10-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7578	8464	8188	8579	9011
现金	1515	1923	2541	2808	3083
交易性投资	522	262	262	262	262
应收票据	440	377	273	282	290
应收款项	5	14	4	4	5
其它应收款	2	10	7	7	8
存货	5067	5854	5080	5195	5342
其他	26	23	20	20	21
非流动资产	4954	5195	5334	5459	5573
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2960	3159	3347	3517	3671
无形资产商誉	513	498	448	403	363
其他	1481	1539	1539	1539	1539
资产总计	12532	13659	13521	14038	14584
流动负债	2588	2942	2752	2780	2816
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	848	828	720	736	757
预收账款	397	560	487	498	512
其他	1343	1554	1546	1547	1548
长期负债	195	203	203	203	203
长期借款	0	0	0	0	0
其他	195	203	203	203	203
负债合计	2783	3145	2955	2983	3019
股本	600	600	598	598	598
资本公积金	852	861	858	858	858
留存收益	8298	9054	9110	9600	10109
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	9749	10514	10566	11055	11565
负债及权益合计	12532	13659	13521	14038	14584

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	911	1459	1803	1079	1121
净利润	1721	1655	836	908	964
折旧摊销	270	314	349	362	373
财务费用	(12)	(4)	(18)	(21)	(24)
投资收益	(20)	(25)	(73)	(73)	(73)
营运资金变动	(1089)	(494)	722	(97)	(121)
其它	40	12	(14)	1	1
投资活动现金流	(298)	(80)	(416)	(416)	(416)
资本支出	(290)	(407)	(488)	(488)	(488)
其他投资	(8)	327	73	73	73
筹资活动现金流	(800)	(948)	(771)	(397)	(430)
借款变动	65	(59)	(3)	0	0
普通股增加	0	0	(2)	0	0
资本公积增加	24	9	(3)	0	0
股利分配	(900)	(900)	(780)	(418)	(454)
其他	11	2	18	21	24
现金净增加额	(188)	431	617	267	276

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5962	6015	4351	4497	4625
营业成本	1479	1528	1328	1358	1397
营业税金及附加	901	913	726	728	739
营业费用	827	919	843	849	850
管理费用	407	407	395	399	401
研发费用	34	30	31	32	33
财务费用	(12)	(4)	(18)	(21)	(24)
资产减值损失	(29)	(9)	(8)	(8)	(8)
公允价值变动收益	7	2	6	6	6
其他收益	2	1	1	1	1
投资收益	20	65	65	65	65
营业利润	2326	2280	1111	1217	1294
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	1	7	7	7	7
利润总额	2328	2274	1105	1211	1288
所得税	606	618	268	304	324
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1721	1655	836	908	964

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16.1%	1%	-28%	3%	3%
营业利润	10.7%	-2%	-51%	10%	6%
归母净利润	11.0%	-4%	-49%	9%	6%
获利能力					
毛利率	75.2%	74.6%	69.5%	69.8%	69.8%
净利率	28.9%	27.5%	19.2%	20.2%	20.8%
ROE	17.7%	15.7%	7.9%	8.2%	8.3%
ROIC	17.5%	15.6%	7.7%	8.0%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	23.0%	21.9%	21.2%	20.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.9	2.9	3.0	3.1	3.2
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	15.1	14.4	13.0	16.0	15.9
应付账款周转率	1.8	1.8	1.7	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	2.87	2.76	1.40	1.52	1.61
每股经营净现金	1.52	2.43	3.02	1.80	1.87
每股净资产	16.25	17.52	17.67	18.48	19.34
每股股利	1.50	1.30	0.70	0.76	0.81
估值比率					
PE	11.4	11.8	23.4	21.5	20.3
PB	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	8.1	8.1	14.4	13.3	12.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。