

口子窖 (603589.SH)

业绩承压调整，静待需求修复

公司发布2025年年报，25年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润39.9/6.7/6.6亿元，同比-33.7%/-59.3%/-59.3%，25年深度调整，现金流表现承压。兼系列动能减弱，量价均承压下行。毛利率下降叠加费用率提升，净利率-10.6pcts至16.9%。26Q1延续调整，下滑幅度收窄。

□ 25年深度调整，现金流表现承压。25年公司实现营收/归母净利润/扣非净利润39.9/6.7/6.6亿元，同比-33.7%/-59.3%/-59.3%。单Q4实现营收8.17亿元(-50.6%)，归母净利润-0.69亿元(-119.9%)，单季度转亏，业绩表现低于预期。25年全年分红比例44.3%(24年分红率47%)。截至25年末，合同负债3.34亿元，同比-40.3%。2025年全年销售收现40.29亿元，同比-37.5%；经营性现金流净额转负至-2.16亿元，同比-114.8%，余粮减少，现金流承压，经销商回款积极性减弱。

□ 兼系列动能减弱，量价均承压下行。分产品看，25年高档/中档/低档白酒收入分别为36.9/0.5/1.6亿元，同比-35.1%/-21.1%/+27.4%，高档产品下滑较多，主要系兼系列渠道动能下降。毛利率分别71.5%/32.8%/22.3%，同比-4.2/-4.5/-12.9pct。高档白酒销量2.48万千升(-23.9%)，吨价约148.5万元/千升，同比-14.7%，量价均承压下行。分区域看，省内/省外收入分别为32.5/6.6亿元，同比-34.5%/-28.6%，省内收入占比83.2%。分渠道看，批发代理/直销收入分别为36.1/2.9亿元，同比-36.4%/+44.4%，直销占比提升至7.5%，主要系电商渠道增长及原酒封藏定制销售增加。截至25年末，公司经销商1143家，其中省内565家、省外578家，全年净增加9家。

□ 毛利率下降叠加费用率提升，净利率-10.6pcts至16.9%。公司25年毛利率69.1%，同比-5.5pct，其中Q4毛利率61.9%，同比-12.2pct。全年销售/管理费用率分别为21.1%/9.7%，同比+5.8/+2.9pct，其中Q4销售/管理费用率分别39.9%/12.7%，同比+22.0/+5.0pct。25年归母净利率16.9%，同比-10.6pct，其中Q4净利率-8.4%，同比-29.3pct。

□ 26Q1延续调整，下滑幅度收窄。2026年Q1公司实现营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为13.8/3.3/3.3亿元，同比-24.0%/-46.2%/-46.1%，仍处于调整通道，环比Q4下滑幅度收窄。Q1毛利率67.6%，同比-8.6pct；销售/管理费用率分别14.8%/6.5%，同比+2.4/+0.9pct；归母净利率23.9%，同比-9.8pct。分产品看，Q1高档/中档/低档白酒收入分别为12.9/0.2/0.5亿元，同比-25.4%/-10.8%/+17.6%。分区域看，省内/省外收入分别为11.8/1.8亿元，同比-25.7%/-12.8%。截至26Q1末，合同负债2.0亿元，较年初减少1.3亿元，同比-25.4%。

□ 投资建议：业绩承压调整，静待需求修复。2025年白酒行业面临宏观经济下行、消费疲软、库存高企等多重压力，公司高档产品收入下滑明显，26年持续推进“厂商一体化”模式转型，优化经销商队伍，强化终端管控，同时加速布局电商及即时零售渠道。考虑到行业调整期仍将持续，下调26-28年EPS分别为0.96、1.03、1.06元，当前估值对应PE约25x，关注渠道改革成效及库存去化进度，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。

增持(维持)

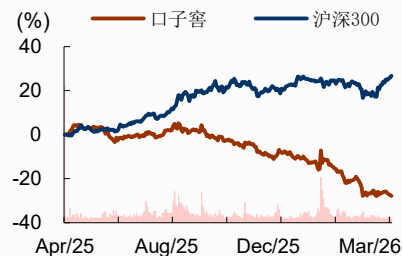
消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 24.36元

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)	14.6
流通市值(十亿元)	14.6
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	-7	-25	-28
相对表现	-11	-29	-54



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《口子窖(603589)—Q3报表大幅出清，静待动销改善》2025-10-29
- 《口子窖(603589)—Q2真实反映，维护渠道良性》2025-08-20
- 《口子窖(603589)—调整期韧性依旧，关注新品推广》2025-04-29

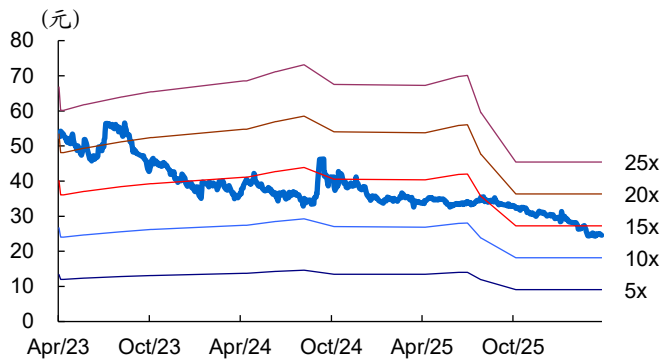
陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6015	3991	3783	3885	3989
同比增长	1%	-33.7%	-5%	3%	3%
营业利润(百万元)	2280	891	778	833	856
同比增长	-2%	-60.9%	-13%	7%	3%
归母净利润(百万元)	1655	673	577	618	634
同比增长	-4%	-59.3%	-14%	7%	3%
每股收益(元)	2.76	1.13	0.96	1.03	1.06
PE	8.8	21.6	25.3	23.6	23.0
PB	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3

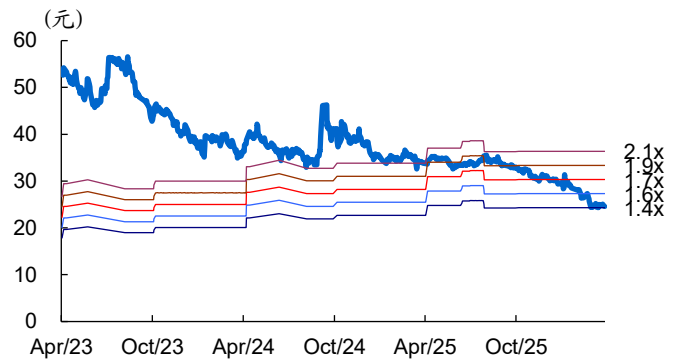
资料来源：公司数据、招商证券

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）—Q3 报表大幅出清，静待动销改善》2025-10-29
- 2、《口子窖（603589）—Q2 真实反映，维护渠道良性》2025-08-20
- 3、《口子窖（603589）—调整期韧性依旧，关注新品推广》2025-04-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	8464	7520	7699	7953	8213
现金	1923	911	991	1062	1137
交易性投资	262	0	0	0	0
应收票据	377	83	79	81	83
应收款项	14	17	7	8	8
其它应收款	10	12	11	11	12
存货	5854	6455	6568	6748	6929
其他	23	43	43	44	45
非流动资产	5195	5193	5308	5412	5506
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3159	3331	3494	3642	3776
无形资产商誉	498	484	436	392	353
其他	1539	1378	1378	1378	1378
资产总计	13659	12713	13007	13365	13720
流动负债	2942	2105	2122	2150	2180
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	828	682	695	714	733
预收账款	560	334	341	350	359
其他	1554	1089	1086	1087	1087
长期负债	203	206	206	206	206
长期借款	0	0	0	0	0
其他	203	206	206	206	206
负债合计	3145	2312	2328	2357	2386
股本	600	598	598	598	598
资本公积金	861	855	855	855	855
留存收益	9054	8949	9227	9556	9881
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	10514	10402	10680	11009	11334
负债及权益合计	13659	12713	13007	13365	13720

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1459	(216)	834	808	832
净利润	1655	673	577	618	634
折旧摊销	314	332	367	378	388
财务费用	(4)	(35)	(8)	(8)	(9)
投资收益	(25)	(19)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(494)	(1171)	(68)	(155)	(157)
其它	12	3	(10)	1	1
投资活动现金流	(80)	101	(458)	(458)	(458)
资本支出	(407)	(190)	(483)	(483)	(483)
其他投资	327	291	25	25	25
筹资活动现金流	(948)	(850)	(295)	(280)	(300)
借款变动	(59)	(98)	(3)	0	0
普通股增加	0	(2)	0	0	0
资本公积增加	9	(6)	0	0	0
股利分配	(900)	(780)	(299)	(288)	(309)
其他	2	36	8	8	9
现金净增加额	431	(965)	81	70	75

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6015	3991	3783	3885	3989
营业成本	1528	1233	1256	1290	1325
营业税金及附加	913	659	606	615	631
营业费用	919	841	778	779	800
管理费用	407	387	359	361	371
研发费用	30	31	29	30	31
财务费用	(4)	(35)	(8)	(8)	(9)
资产减值损失	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
其他收益	1	2	2	2	2
投资收益	65	23	23	23	23
营业利润	2280	891	778	833	856
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	7	2	2	2	2
利润总额	2274	889	776	832	854
所得税	618	216	200	214	220
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1655	673	577	618	634

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	1%	-33.7%	-5%	3%	3%
营业利润	-2%	-60.9%	-13%	7%	3%
归母净利润	-4%	-59.3%	-14%	7%	3%
获利能力					
毛利率	74.6%	69.1%	66.8%	66.8%	66.8%
净利率	27.5%	16.9%	15.2%	15.9%	15.9%
ROE	15.7%	6.5%	5.4%	5.6%	5.6%
ROIC	15.6%	6.2%	5.3%	5.5%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	23.0%	18.2%	17.9%	17.6%	17.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.9	3.6	3.6	3.7	3.8
速动比率	0.9	0.5	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	14.4	16.2	40.7	44.6	44.6
应付账款周转率	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	2.76	1.13	0.96	1.03	1.06
每股经营净现金	2.43	-0.36	1.39	1.35	1.39
每股净资产	17.52	17.39	17.86	18.41	18.95
每股股利	1.30	0.50	0.48	0.52	0.53
估值比率					
PE	8.8	21.6	25.3	23.6	23.0
PB	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	6.1	13.5	13.9	13.1	12.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。