



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月23日

基础数据

04月22日收盘价(元)	24.36
总市值(亿元)	145.70
总股本(亿股)	5.98

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】口子窖: 持续调整, 静待改善-2025.10.29

【兴证食饮】口子窖: 短期报表释压, 静待改革显效-2025.08.21

【兴证食饮】口子窖: Q1 稳健增长, 期待改革成效-2025.05.02

分析师: 沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 汪润

S0190524060004
wangrun22@xyzq.com.cn

口子窖(603589.SH)

报表延续调整, 期待需求修复

投资要点:

- **事件:** 公司公告 2025 年年报及 2026 年一季报, 2025 年营收/归母净利润分别为 39.91/6.73 亿元, 同比-33.65%/-59.32%; 其中 25Q4 营收/归母净利润分别为 8.17/-0.69 亿元, 同比-50.58%/由盈转亏。26Q1 营收/归母净利润分别为 13.75/3.29 亿元, 同比-24.02%/-46.16%。
- **出清延续, 26Q1 收入降幅有所收窄。** 2025 年营收同比-33.65%, 分季度来看, 25Q1/25Q2/25Q3/25Q4 营收分别同比+2.42%/-48.48%/-46.23%/-50.58%, 公司自 25Q2 起务实出清释压。分产品来看, 2025 年高档/中档/低档白酒收入分别同比-35.08%/-21.10%/+27.43%, 行业调整期叠加消费场景缓慢恢复, 高档产品收入下滑, 低档产品受益于大众消费韧性, 低基数下表现相对稳健; 分渠道来看, 2025 年直销(含团购)/批发代理收入分别同比+44.42%/-36.36%, 传统渠道继续出清释压, 电商渠道在积极拓展和低基数下增速良好; 分地区来看, 2025 年省内/省外收入分别同比-34.51%/-28.58%。26Q1 营收同比-24.02%, 降幅环比收窄。
- **毛利率承压、费投刚性, 利润率延续下滑。** 2025 年净利率同比-10.65pct 至 16.87%, 产品结构下移叠加投入增加, 盈利水平显著下滑。具体来看, 2025 年毛利率同比-5.48pct 至 69.11%, 预计与产品结构下移、促销投入增加有关; 2025 年税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.52%/21.06%/9.70%/0.78%/-0.87%, 同比+1.34%/+5.78%/+2.93%/+0.27%/-0.81pct, 虽收入下滑, 但为促进动销保持费用刚性投入, 使得费率被动抬升。25Q4 净利润由盈转亏, 在产品结构承压之外, 预计与淡季加大费用投入以拉动库存去化和终端动销有关。26Q1 净利率同比-9.82pct 至 23.90%, 其中毛利率同比-8.59pct 至 67.61%, 26Q1 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.63%/+2.35%/+0.93%/+0.29%/+1.54pct, 毛利率持续承压、费用刚性投入, 利润率延续下滑。25Q4 末合同负债余额 3.34 亿元, 同比-2.25 亿元, 环比-0.04 亿元; 26Q1 末合同负债余额 2.01 亿元, 同比-0.69 亿元, 环比-1.33 亿元; 2025 年收现同比-37.50%, 其中 25Q4 收现同比-52.91%; 26Q1 收现同比-27.73%, 收现和营收变化趋势相似。
- **报表延续调整, 静待需求修复、改革显效。** 短期来看, 安徽市场受政策影响动销仍有承压, 公司理性调整出清, 预计 26Q2 起低基数下收入有望逐季改善。中长期看, 公司持续推进产品、渠道多维度改革, 兼 8 卡位省内主流价格带, 渠道利润较优, 同时联合兼 5/6/7 密集布局 100-300 元大众价格带; 省内依托合肥营销中心加强终端建设和渠道掌控, 提升品牌势能并辐射全省, 省外打造样板市场, 期待持续培育下兼系列势能释放, 营销变革成效渐显。
- **盈利预测与投资建议:** 根据最新公告调整盈利预测, 预计 2026-2028 年营收分别为 37.82/39.28/41.91 亿元, 归母净利润分别为 5.87/6.48/7.32 亿元, 以 2026 年 4 月 22 日收盘价计算, 对应 PE 为 24.8/22.5/19.9 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动影响消费; 兼系列培育不及预期; 省内竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3991	3782	3928	4191
同比增长	-33.7%	-5.2%	3.9%	6.7%
归母净利润(百万元)	673	587	648	732
同比增长	-59.3%	-12.8%	10.4%	13.0%
毛利率	69.1%	68.9%	69.2%	69.9%
ROE	6.5%	5.5%	5.8%	6.4%
每股收益(元)	1.13	0.98	1.08	1.22
市盈率	21.6	24.8	22.5	19.9

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7520	7754	8164	8682
货币资金	911	1924	2119	2244
交易性金融资产	0	50	100	150
应收票据及应收账款	100	178	168	172
预付款项	26	21	22	24
存货	6455	5554	5728	6066
其他	29	26	27	27
非流动资产	5193	5249	5268	5247
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3331	3497	3612	3676
在建工程	862	776	702	639
无形资产	484	469	453	437
商誉	0	0	0	0
其他	515	507	502	495
资产总计	12713	13003	13432	13929
流动负债	2105	2065	2130	2216
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	682	651	667	697
其他	1423	1414	1464	1519
非流动负债	206	206	206	207
长期借款	0	0	0	0
其他	206	206	206	207
负债合计	2312	2271	2337	2422
股本	598	598	598	598
未分配利润	8589	8831	9098	9399
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10402	10732	11096	11507
负债及权益合计	12713	13003	13432	13929

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	673	587	648	732
折旧和摊销	337	413	447	487
营运资金的变动	-1180	784	-106	-263
经营活动产生现金流量	-216	1774	979	947
资本支出	-181	-467	-467	-467
长期投资	260	-50	-50	-50
投资活动产生现金流量	101	-499	-497	-497
债权融资	0	-1	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-850	-261	-287	-325
现金净变动	-965	1014	195	125

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3991	3782	3928	4191
营业成本	1233	1177	1209	1262
税金及附加	659	624	640	687
销售费用	841	809	829	859
管理费用	387	378	385	407
研发费用	31	25	26	28
财务费用	-35	-9	-19	-21
投资收益	19	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-8	-8	-8	-8
营业利润	891	790	871	981
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	889	789	869	980
所得税	216	201	221	248
净利润	673	587	648	732
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	673	587	648	732
EPS(元)	1.13	0.98	1.08	1.22

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-33.7%	-5.2%	3.9%	6.7%
营业利润增长率	-60.9%	-11.3%	10.2%	12.7%
归母净利润增长率	-59.3%	-12.8%	10.4%	13.0%
盈利能力				
毛利率	69.1%	68.9%	69.2%	69.9%
归母净利率	16.9%	15.5%	16.5%	17.5%
ROE	6.5%	5.5%	5.8%	6.4%
偿债能力				
资产负债率	18.2%	17.5%	17.4%	17.4%
流动比率	3.57	3.76	3.83	3.92
速动比率	0.49	1.05	1.12	1.16
营运能力				
资产周转率	30.3%	29.4%	29.7%	30.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.13	0.98	1.08	1.22
每股经营现金	-0.36	2.97	1.64	1.58
估值比率(倍)				
PE	21.6	24.8	22.5	19.9
PB	1.4	1.4	1.3	1.3

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn