

水井坊 (600779.SH)

战略清晰务实，品牌再出发

春糖期间水井坊在成都召开战略发布会，对品牌主张、营销策略、产品矩阵和渠道打法进行了全体系的最新阐述。我们认为，水井坊是当下行业中较为稳健、务实的公司，这一特质也是当下调整期酒企的核心竞争优势。本次发布会后，我们看到公司高管团队稳定性提升，内外部士气信心较足。此外，在制定了较为清晰的品牌战略、梳理了产品线，并制定了详尽且可执行的渠道开拓方案后，公司战略方向更为清晰，竞争优势有望强化。

□首提“喝美酒，庆美事，国保美酒”的品牌主张，强调与消费者的情感链接。

公司首次提出“喝美酒，庆美事，国保美酒”的品牌主张，强调美酒与美好时刻的深度绑定，满足“对白酒有要求，挑剔的消费者”的需求，将白酒从功能性消费升级为情感体验。我们认为，公司一直拥有较为精致的品牌调性，通过打造“国保美酒”概念，并强化与消费者的沟通，有望形成品牌差异化并占领消费者心智。

□打造“水井坊+第一坊”双品牌运作，推出第一坊高端新品。过去公司产品梯

次相对模糊，价格跨度大，消费者难以区隔。本次发布会开启“水井坊+第一坊”双品牌运作模式，“水井坊”定位 300-800 元，聚焦宴席、节庆场景，主张“喝美酒，庆美事”，井台升级，通过序列感展示产品梯度，希望能够与八号形成双轮驱动。“第一坊”定位高端（千元价格带），以博物馆级别老酒为核心卖点，主打稀缺性与品牌厚度，不要求短期销量，更注重品牌拉动，在本次发布会上，新的第一坊产品亮相。

□场景聚焦宴席，精准投入重点突破。公司洞察当下消费趋势，寿宴、升学宴、

地方文化主题宴会增长显著，家庭/公司小聚需求上升，朋友聚会类小型饭局频次也有增加。公司发力宴席市场，聚焦拥有扎实的宴席基础的核心城市，在这些城市进一步提升品牌影响力，费用投入上也会有所取舍，更看重 ROI，重点突破。

□渠道分级精细化管理，发力投入产出比更高的堡垒市场。公司对市场进行分级

分类：堡垒城市（至少 1 亿体量以上，25-30 个）、先锋城市（约 60 个）、潜力城市（约 80 个）。堡垒市场上，布局全价位产品，维护核心门店，提升单店销售额，宴席市场重点加大投入。潜力市场上，主要推广八号单品，逐步渗透，提升门店数量。

□团队稳定性提升，内外部士气较高。自 2023 年初朱镇豪辞职后，公司由 Mark、

Bruce 两位代总经理接替管理，公司运营更多延续以往战略方向，经销商及渠道团队也更多采取观望和维持现状的态度。胡庭洲总经理 2024 年下半年到任后，进行了密集的经销商走访与消费者调研，了解当下面临的问题以及思考未来的战略方向。我们认为，当下公司内部高管团队稳定性提升，内部员工及外部经销商士气有所提升，新面貌应对行业变局。

□投资建议：战略清晰务实，竞争优势有望强化，维持“强烈推荐”评级。水

井坊是行业中较为稳健、务实的公司，这一特质是当下调整期酒企的核心竞争优势。本次发布会后，我们看到公司高管团队稳定性提升，内外部士气信心较足。此外，在制定了较为清晰的品牌战略、梳理了产品线，并制定了详尽且可执行的渠道开拓方案后，公司竞争优势有望强化。我们略调整

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：

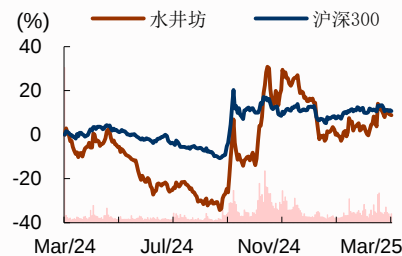
当前股价：50.85 元

基础数据

总股本（百万股）	488
已上市流通股（百万股）	488
总市值（十亿元）	24.8
流通市值（十亿元）	24.8
每股净资产（MRQ）	10.2
ROE（TTM）	27.6
资产负债率	44.0%
主要股东	四川成都水井坊集团有限公司
主要股东持股比例	39.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	34	6
相对表现	7	28	-6



相关报告

- 《水井坊（600779）—25 财年开门红顺利达成，费投克制盈利能力提升》2024-10-31
- 《水井坊（600779）—Q2 环比加速超预期，三年拐点已至》2024-07-29
- 《水井坊（600779）—为什么我们近期上调了水井坊评级（新）》2024-05-23

刘成

S1090523070012

liucheng5@cmschina.com.cn

2024-2026 年的 EPS 为 2.76、2.89 和 3.03，对应 25 年 18X PE，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：经济恢复不及预期、次高端价位竞争加剧、新战略执行不及预期、高端产品培育不及预期

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4673	4953	5218	5422	5679
同比增长	1%	6%	5%	4%	5%
营业利润(百万元)	1633	1698	1799	1884	1980
同比增长	-2%	4%	6%	5%	5%
归母净利润(百万元)	1216	1269	1344	1408	1479
同比增长	1%	4%	6%	5%	5%
每股收益(元)	2.49	2.60	2.76	2.89	3.03
PE	20.4	19.5	18.4	17.6	16.8
PB	7.2	5.6	4.7	3.9	3.4

资料来源：公司数据、招商证券

一、战略清晰务实，品牌再出发

春糖期间水井坊在成都召开战略发布会，对品牌主张、营销策略、产品矩阵和渠道打法进行了全体系的最新阐述。我们认为，水井坊是当下行业中较为稳健、务实的公司，这也是当下调整期酒企的核心竞争优势。本次发布会后，我们看到公司高管团队稳定性好于过去三年，内外部士气信心较足。此外，在制定了较为清晰的品牌战略、梳理了产品线，并制定了详尽且可执行的渠道开拓方案后，公司战略方向更为清晰，竞争优势有望强化。

图 1：水井坊 2025 战略发布大会现场



资料来源：战略发布会现场、招商证券

首提“喝美酒，庆美事，国保美酒”的品牌主张，强调与消费者的情感链接。品牌主张上，公司认为消费者选择白酒品牌的核心从“面子”转向情感共鸣，重视饮酒场景中的友谊、庆祝与关系质感。水井坊首次提出“喝美酒，庆美事，国保美酒”的品牌主张，强调美酒与美好时刻的深度绑定，满足“对白酒有要求，挑剔的消费者”的需求，将白酒从功能性消费升级为情感体验，契合消费者对社交质感和自我表达的需求。我们认为，公司一直拥有较为精致的品牌调性，通过打造“国保美酒”概念，并强化与消费者的沟通，有望形成品牌差异化并占领消费者心智。

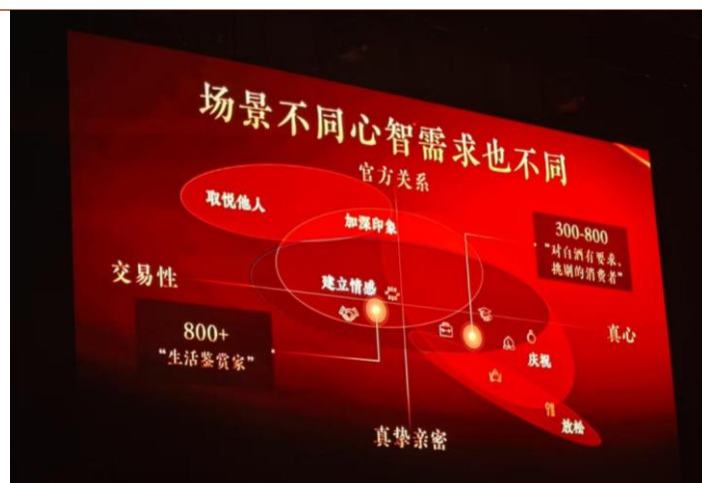
场景聚焦宴席，精准投入重点突破。公司洞察当下消费趋势，传统商务饮酒下降，但高端鉴赏型消费（如千元价格带）仍具潜力。寿宴、升学宴、地方文化主题宴会增长显著，家庭/公司小聚需求上升。朋友聚会类小型饭局频次也有增加。公司发力宴席市场，聚焦拥有扎实的宴席基础的核心城市，在这些城市进一步提升品牌影响力，费用投入上也会有所取舍，更看重 ROI，重点突破。

图 2：“喝美酒，庆美事，国保美酒”的品牌主张



资料来源：战略发布会现场、招商证券

图 3：不同场景白酒心智需求不同



资料来源：战略发布会现场、招商证券

打造“水井坊+第一坊”双品牌运作，推出第一坊高端新品。产品布局上，过去水井坊依赖八号大单品销售，升级产品梯次相对模糊，价格跨度大，消费者难以区隔。本次发布会开启“水井坊+第一坊”双品牌运作模式，“水井坊”系列定位 300-800 元次高端价格带，聚焦宴席、节庆场景，主张“喝美酒，庆美事”，在夯实大单品八号的基础上，后续或推出井台数字系列，通过序列感展示产品梯度，形成品牌序列，希望能够与八号形成双轮驱动。“第一坊”定位高端（千元价格带），以博物馆级别老酒为核心卖点，主张“以第一敬第一”，主打稀缺性与品牌厚度，不要求短期销量，更注重品牌拉动，在本次发布会上，新的第一坊产品亮相。

图 4：“水井坊+第一坊”双品牌战略定位



资料来源：战略发布会现场、招商证券

渠道分级精细化管理，发力投入产出比更高的堡垒市场。渠道通路上，公司战略更为精细清晰，对市场进行分级分类：堡垒城市（至少 1 亿体量以上，25-30 个）、先锋城市（约 60 个）、潜力城市（约 80 个），一城一策，资源匹配最优化。堡垒市场上，布局全价位产品，维护核心门店，提升单店销售额，宴席市场重点加大投入。先锋市场上，布局八号为主，井台为辅的产品线，通过品鉴会、团购打

入新兴城市高端圈层。潜力市场上，主要推广八号单品，利用数字化工具（如 AI 数据分析）识别增长机会，逐步渗透，提升门店数量。

图 5：渠道分级分类精细化运作



资料来源：战略发布会现场、招商证券

团队稳定性提升，内外部士气较高。自 2023 年初朱镇豪辞职后，公司由 Mark、Bruce 两位代总经理接替管理，公司运营更多延续以往战略方向，经销商及渠道团队也更多采取观望和维持现状的态度。胡庭洲总经理 2024 年下半年到任后，进行了密集的经销商走访与消费者调研，了解当下面临的问题以及思考未来的战略方向。我们认为，当下公司内部高管团队稳定性提升，内部员工及外部经销商士气有所提升，新面貌应对行业变局。

表 1：总经理变动情况

姓名	职务	任职日期	离职日期	任职时长	性别	国籍	年龄
胡庭洲	总经理	2024-07-15	--	--	男		49
蒋磊峰	代总经理	2024-04-01	2024-07-15	4 月	男	中国	46
Mark Anthony Edwards	代总经理	2023-03-01	2024-03-28	1 年 1 月	男	英国	52
朱镇豪	总经理	2021-07-01	2023-02-25	1 年 8 月	男	中国	59
朱镇豪	代总经理	2020-09-21	2021-07-01	11 月	男	中国	59
危永标	总经理	2019-07-01	2020-09-19	1 年 3 月	男	中国	58
范祥福	总经理	2015-10-05	2019-07-01	3 年 10 月	男	中国	68

资料来源：wind、招商证券

图 6: 水井坊历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 7: 水井坊历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《水井坊（600779）—25 财年开门红顺利达成，费投克制盈利能力提升》2024-10-31
- 2、《水井坊（600779）—Q2 环比加速超预期，三年拐点已至》2024-07-29
- 3、《水井坊（600779）—为什么我们近期上调了水井坊评级（新）》2024-05-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4410	4904	5501	6198	7062
现金	1912	2350	2563	3062	3716
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3	2	0	0	0
其它应收款	15	14	14	15	16
存货	2443	2452	2829	3023	3227
其他	37	86	93	98	103
非流动资产	2637	3521	4092	4539	4879
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	721	1311	1776	2131
无形资产商誉	130	163	147	132	119
其他	2024	2637	2633	2631	2628
资产总计	7047	8425	9592	10736	11941
流动负债	3561	4000	4273	4412	4560
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1166	1092	1264	1350	1441
预收账款	1027	1220	1412	1508	1610
其他	1367	1688	1597	1553	1508
长期负债	28	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他	28	31	31	31	31
负债合计	3589	4031	4303	4443	4590
股本	488.36	488.36	488.36	488.36	488.36
资本公积金	246	279	279	279	279
留存收益	2724	3627	4522	5526	6583
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3458	4394	5289	6294	7350
负债及权益合计	7047	8425	9592	10736	11941

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1314	1734	1278	1453	1568
净利润	1216	1269	1344	1408	1479
折旧摊销	90	107	116	192	252
财务费用	1	0	(33)	(42)	(51)
投资收益	0	0	(58)	(58)	(58)
营运资金变动	104	426	(88)	(60)	(63)
其它	(97)	(68)	(3)	11	9
投资活动现金流	(953)	(974)	(642)	(592)	(542)
资本支出	(953)	(974)	(700)	(650)	(600)
其他投资	0	0	58	58	58
筹资活动现金流	(339)	(318)	(422)	(362)	(371)
借款变动	16	(12)	(6)	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	(24)	33	0	0	0
股利分配	(366)	(366)	(449)	(403)	(422)
其他	35	28	33	42	51
现金净增加额	21	442	214	499	654

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4673	4953	5218	5422	5679
营业成本	725	834	966	1032	1101
营业税金及附加	735	777	814	840	874
营业费用	1279	1308	1326	1367	1420
管理费用	355	362	366	358	370
研发费用	37	37	39	41	43
财务费用	(33)	(26)	(33)	(42)	(51)
资产减值损失	(14)	(20)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	73	58	58	58	58
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1633	1698	1799	1884	1980
营业外收入	2	7	7	7	7
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	1632	1699	1800	1885	1981
所得税	416	431	456	478	502
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1216	1269	1344	1408	1479

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	1%	6%	5%	4%	5%
营业利润	-2%	4%	6%	5%	5%
归母净利润	1%	4%	6%	5%	5%
获利能力					
毛利率	84.5%	83.2%	81.5%	81.0%	80.6%
净利率	26.0%	25.6%	25.8%	26.0%	26.0%
ROE	39.9%	32.3%	27.8%	24.3%	21.7%
ROIC	39.1%	31.7%	27.2%	23.7%	21.1%
偿债能力					
资产负债率	50.9%	47.8%	44.9%	41.4%	38.4%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	855.0	1750.0	4295.0	23048.0	23136.0
应付账款周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
每股资料(元)					
EPS	2.49	2.60	2.76	2.89	3.03
每股经营净现金	2.69	3.56	2.62	2.98	3.22
每股净资产	7.09	9.01	10.85	12.91	15.08
每股股利	0.75	0.92	0.83	0.87	0.91
估值比率					
PE	20.4	19.5	18.4	17.6	16.8
PB	7.2	5.6	4.7	3.9	3.4
EV/EBITDA	15.7	14.9	14.1	13.1	12.2

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。