

水井坊（600779）

2024 年报及 2025 一季报点评：收入端保持稳定，毛销差表现积极

增持（维持）

2025 年 05 月 05 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,953	5,217	5,287	5,645	6,241
同比（%）	6.00	5.32	1.35	6.76	10.57
归母净利润（百万元）	1,269	1,341	1,349	1,434	1,615
同比（%）	4.36	5.69	0.58	6.30	12.62
EPS-最新摊薄（元/股）	2.60	2.75	2.77	2.94	3.31
P/E（现价&最新摊薄）	17.50	16.56	16.46	15.49	13.75

投资要点

■ **事件：**公司公布 2024 年报及 2025 一季报，24FY 实现营业收入 52.17 亿元，同比增长 5.32%；实现归母净利 13.41 亿元，同比增长 5.69%；对应 24Q4 营收、归母净利同比+4.7%、-12.3%。2025Q1 实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 2.7%；实现净利润 1.9 亿元，同比增长 2.2%。

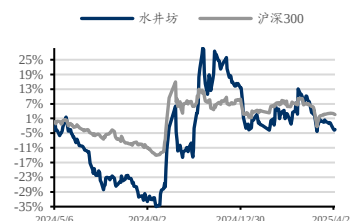
■ **24FY 营收正增，中高档酒驱动增长。**2024 年公司酒类收入 50.3 亿，同比+3.1%；24Q4 受益 25 春节相对靠前，酒类收入同比+3.6%，略好于 Q3 的+0.3%。分产品看，24FY 公司高、中档酒收入同比+2.0%、+29.1%。①估算臻酿八号贡献主要增量，实现近双位数增长，尽管商务需求相对下降，但公司加强宴席场景开拓，BC 联动收效较好。②中档酒销售增长顺应 100~300 元价位消费趋势，小基数下增速明显。③井台、典藏产品全年收入下滑，主因 400+元价位需求持续承压。报告期内公司经销商减少 7 家，增加 13 家，期末共 61 家，经销商队伍有一定更迭。

■ **24FY 费控加强，毛利率同比略降。**1) 收现端：24 年末公司合同负债为 9.5 亿，较 23 年末下滑 2.7 亿，渠道打款信心尚未恢复，回款推进相对偏慢。2) 利润端：24FY 销售净利率同比+0.1pct 至 25.7%，主系销售费率改善贡献。①24FY 毛利率同比-0.4pct 至 82.8%，其中高档酒、中档酒毛利率分别同比+0.8、-2.4pct，中档酒吨成本抬升较快拖累毛利表现。②24FY 销售费率同比-1.3pct 至 25.1%，主因事件性营销投入有所优化，广告费用同比缩减。24Q4 销售净利率同比-2.9pct，主因毛利率、税金比率及销售费率季度波动所致。

■ **25Q1 高档酒保持小幅增长，毛销差同比抬升。**1) 收入端：25Q1 公司酒类收入 9.0 亿元，同比增长 3.2%。分产品看，25Q1 高、中档收入同比 6.7%、-34.2%，高档酒产品结构趋于稳定，且价格体系同比优化；中档酒阶段性盘整消化。2) 利润端：25Q1 销售净利率同比下降 0.1pct 至 19.8%，主系税金及附加比率上行波动，但毛销差表现积极，好于我们此前预期。25Q1 毛利率同比+1.5pct 至 82.0%，主因产品结构上移；25Q1 销售费用同比下降 19.4%，费率同比-7.6pct 至 27.5%，营销投入回落与春节错期有关。

■ **多元化营销稳扎稳打，高价位产品布局有序推进。**营销端，公司积极拥抱数字化转型，深化线上线下融合策略：线上通过电商平台、社交媒体、红包扫码等方式，积极提升品牌曝光度和互动性，持续扩大消费者触达面，并根据消费者画像加强精准营销；线下则通过开展品鉴会、消费者体验活动、宴席礼赠活动、演唱会赞助等方式，强化团购及宴席拓客，并通过合理的利润分配机制和渠道库存管控，促进销售的健康可持续发展。产品端，公司发布双品牌战略“水井坊”+“第一坊”，聚焦消费场景差异化。“第一坊”完善高端产品布局，典藏规划重点针对 20 个城市开发团购渠道，井台则计划重新推出老井台复刻版，充分满足细分市场的需求，并适当巩固次高端上沿价位产品销售。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.55
一年最低/最高价	30.31/63.33
市净率(倍)	4.14
流通 A 股市值(百万元)	22,205.77
总市值(百万元)	22,205.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.01
资产负债率(%，LF)	39.95
总股本(百万股)	487.50
流通 A 股(百万股)	487.50

相关研究

《水井坊(600779)：2024 年经营数据点评：全年正增顺利收官，中高价产品表现稳健》

2025-01-26

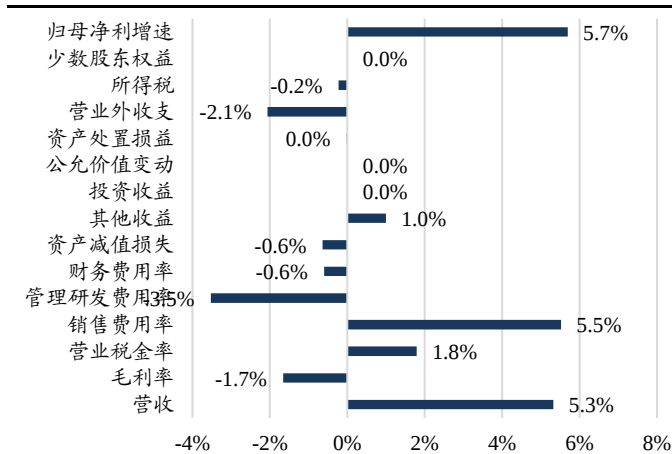
《水井坊(600779)：业绩符合预期，经营平稳过渡》

2024-11-08

■ **盈利预测与投资评级：**公司产品矩阵定位清晰，在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。需求承压阶段，次高端价位向下波动相对更为突出，公司中高端价位产品销售及渠道稳定性有所体现，产品动销基础好于其他全国化二线酒企。参考 25Q1 财报表现以及当前渠道库存和消费环境变化，我们调整 2025~26 年归母净利润预测为 13.5、14.3 亿元（前值 11.8、13.5 亿元），新增 2027 年预测值为 16.1 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16/15/14X，维持“增持”评级。

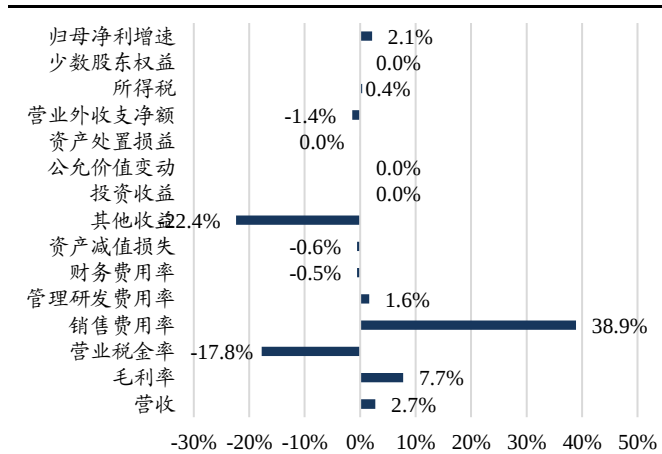
■ **风险提示：**宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

图1：24FY 水井坊归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q1 水井坊归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

水井坊三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,564	5,201	5,303	5,417	营业总收入	5,217	5,287	5,645	6,241
货币资金及交易性金融资产	2,124	2,104	2,009	2,105	营业成本(含金融类)	900	916	981	1,078
经营性应收款项	133	119	103	141	税金及附加	796	820	875	967
存货	3,216	2,893	3,104	2,883	销售费用	1,307	1,290	1,350	1,470
合同资产	0	0	0	0	管理费用	428	463	505	551
其他流动资产	91	85	87	288	研发费用	38	38	41	45
非流动资产	3,609	4,440	5,381	6,373	财务费用	(20)	(21)	(21)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	73	68	68	68
固定资产及使用权资产	2,703	3,251	3,645	4,481	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	293	565	1,103	1,101	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	157	170	183	195	减值损失	(19)	(26)	(32)	(27)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	40	36	31	26	营业利润	1,822	1,823	1,949	2,192
其他非流动资产	416	418	420	570	营业外净收支	(24)	(24)	(24)	(24)
资产总计	9,173	9,641	10,684	11,790	利润总额	1,797	1,798	1,924	2,167
流动负债	3,955	3,478	3,517	3,493	减:所得税	456	450	491	553
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	3	2	2	净利润	1,341	1,349	1,434	1,615
经营性应付款项	1,340	1,073	1,119	1,036	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	949	916	932	991	归属母公司净利润	1,341	1,349	1,434	1,615
其他流动负债	1,664	1,486	1,463	1,464	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.75	2.77	2.94	3.31
非流动负债	30	31	31	31	EBIT	1,803	1,820	1,953	2,189
长期借款	0	1	1	1	EBITDA	2,004	2,107	2,309	2,613
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	82.76	82.67	82.61	82.73
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	25.71	25.51	25.40	25.87
其他非流动负债	29	29	29	29	收入增长率(%)	5.32	1.35	6.76	10.57
负债合计	3,985	3,510	3,548	3,524	归母净利润增长率(%)	5.69	0.58	6.30	12.62
归属母公司股东权益	5,188	6,132	7,135	8,266					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,188	6,132	7,135	8,266					
负债和股东权益	9,173	9,641	10,684	11,790					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	744	1,557	1,699	2,059	每股净资产(元)	10.64	12.58	14.64	16.96
投资活动现金流	(509)	(1,177)	(1,362)	(1,477)	最新发行在外股份(百万股)	488	488	488	488
筹资活动现金流	(460)	(401)	(431)	(485)	ROIC(%)	28.05	24.10	21.91	21.17
现金净增加额	(225)	(20)	(95)	96	ROE-摊薄(%)	25.85	22.00	20.09	19.53
折旧和摊销	202	286	356	424	资产负债率(%)	43.44	36.40	33.21	29.89
资本开支	(509)	(1,178)	(1,364)	(1,331)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.56	16.46	15.49	13.75
营运资本变动	(829)	(129)	(149)	(32)	P/B(现价)	4.28	3.62	3.11	2.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>