

水井坊 (600779.SH)

消费者链接强化，渠道稳健扩张

公司召开 2024 年股东大会，会上公司表示，当下管理团队稳定性高，绩效文化助力员工执行力提升。市场上，华北市场表现亮眼，持续扩张分销门店数量。营销强调与消费者的情感互动，试点低度酒及新零售渠道。严控库存水平，费用投入“谨慎、持续、坚定” 消费者链接强化，渠道稳健扩张，维持 2025-2027 年的 EPS 为 2.87、3.02 和 3.21，维持“强烈推荐”评级。

- 管理团队稳定性高，绩效文化助力员工执行力提升。公司召开 2024 年股东大会，会上总经理胡庭洲表示，公司当下管理团队稳定性高，延续稳健经营风格。在员工管理上，承认仍有较大提升空间，未来持续推进绩效文化，助力员工更好实行公司战略，强化积分卡考核与日度排名机制，提升执行力。当下行业承压，公司强调“以我为主”，外部波动期是弯道超车机会。
- 华北市场表现亮眼，持续扩张分销门店数量。分市场看，2024 年公司河北（4-5 亿、+30%+）、山东（3-4 亿、+30%+）、内蒙古（2-3 亿、+20%+）表现亮眼，华东南表现正常。今年公司两大重点项目是倍增 T1、金牌 T1，帮助其获取更大市场份额。此外，公司坚持两条腿走路，持续扩展分销的门店数量，2024-25Q1，有 2.5 万家门店拓展，较往年扩张速度明显加快。
- 营销强调与消费者的情感互动，试点低度酒及新零售渠道。以“喝美酒、庆美事”为主题，聚焦于开年开运、正月初五财运、端午、中秋团圆四个核心场景。一城一策，定制化营销策略，结合当地文化环境进行精细化管理。下半年将推出井台序列新品（中秋前上市），针对年轻群体，计划在特定区域试点 38 度以下低度酒，并加强新零售渠道布局。
- 严控库存水平，费用投入“谨慎、持续、坚定”。公司将库存管理纳入考核指标，希望做可持续健康的生意，贯彻自身经营准则，做到出货与动销紧密相关，维持了合理的库存水平。公司费用率规划短期谨慎，长期持续投入，打造品牌，赋能经销商，拓展更多的渠道和消费者。
- 投资建议：消费者链接强化，渠道稳健扩张，维持“强烈推荐”评级。水井坊延续稳健、务实的经营风格，在行业承压调整周期，公司坚持做好自己，提升组织运营效率，拓展终端网点数量，强化消费者情感营销，短期经营或有压力，但看好公司品牌穿越周期的能力。我们维持 2025-2027 年的 EPS 为 2.87、3.02 和 3.21，对应 25 年 14X 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4953	5217	5387	5565	5810
同比增长	6%	5%	3%	3%	4%
营业利润(百万元)	1698	1822	1898	1998	2120
同比增长	4%	7%	4%	5%	6%
归母净利润(百万元)	1269	1341	1398	1472	1563
同比增长	4%	6%	4%	5%	6%
每股收益(元)	2.60	2.75	2.87	3.02	3.21
PE	15.8	14.9	14.3	13.6	12.8

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

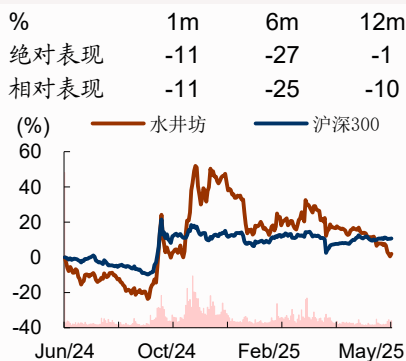
目标估值:

当前股价: 41.02 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)	20.0
流通市值(十亿元)	20.0
每股净资产(MRQ)	11.0
ROE(TTM)	25.1
资产负债率	39.9%
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	39.79%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《水井坊（600779）一业绩稳健，战略清晰》2025-04-30
- 《水井坊（600779）一战略清晰务实，品牌再出发》2025-03-29
- 《水井坊（600779）一25 财年开门红顺利达成，费投克制盈利能力提升》2024-10-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

PB	4.6	3.9	3.3	2.8	2.5
----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司数据、招商证券



图 1: 水井坊历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 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）—业绩稳健，战略清晰》2025-04-30
- 2、《水井坊（600779）—战略清晰务实，品牌再出发》2025-03-29
- 3、《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

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	4904	5564	6156	6820	7573
现金	2350	2124	2660	3236	3849
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2	118	105	108	113
其它应收款	14	19	20	20	21
存货	2452	3216	3283	3363	3494
其他	86	86	89	92	96
非流动资产	3521	3609	3979	4265	4475
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	721	2701	3094	3400	3629
无形资产商誉	163	157	142	128	115
其他	2637	751	743	737	732
资产总计	8425	9173	10135	11085	12048
流动负债	4000	3955	3992	4033	4099
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1092	1340	1372	1405	1460
预收账款	1220	949	972	995	1034
其他	1688	1666	1649	1632	1605
长期负债	31	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他	31	30	30	30	30
负债合计	4031	3985	4022	4062	4129
股本	488.36	487.50	487.50	487.50	487.50
资本公积金	279	177	177	177	177
留存收益	3627	4524	5449	6358	7255
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4394	5188	6113	7022	7919
负债及权益合计	8425	9173	10135	11085	12048

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1734	744	1545	1615	1693
净利润	1269	1341	1398	1472	1563
折旧摊销	107	196	278	312	338
财务费用	0	0	(42)	(51)	(62)
投资收益	0	0	(73)	(73)	(73)
营运资金变动	426	(804)	(17)	(47)	(76)
其它	(68)	10	0	3	3
投资活动现金流	(974)	(509)	(577)	(527)	(477)
资本支出	(974)	(509)	(650)	(600)	(550)
其他投资	0	0	73	73	73
筹资活动现金流	(318)	(460)	(433)	(512)	(604)
借款变动	(12)	73	(1)	0	0
普通股增加	0	(1)	0	0	0
资本公积增加	33	(102)	0	0	0
股利分配	(366)	(449)	(473)	(563)	(666)
其他	28	19	42	51	62
现金净增加额	442	(225)	535	577	612

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4953	5217	5387	5565	5810
营业成本	834	900	921	943	980
营业税金及附加	777	796	833	854	892
营业费用	1308	1307	1350	1383	1427
管理费用	362	428	442	451	465
研发费用	37	38	39	40	42
财务费用	(26)	(20)	(42)	(51)	(62)
资产减值损失	(20)	(19)	(19)	(19)	(19)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	58	73	73	73	73
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1698	1822	1898	1998	2120
营业外收入	7	3	3	3	3
营业外支出	6	27	27	27	27
利润总额	1699	1797	1874	1973	2096
所得税	431	456	476	501	532
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1269	1341	1398	1472	1563

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	5%	3%	3%	4%
营业利润	4%	7%	4%	5%	6%
归母净利润	4%	6%	4%	5%	6%
获利能力					
毛利率	83.2%	82.8%	82.9%	83.0%	83.1%
净利率	25.6%	25.7%	26.0%	26.5%	26.9%
ROE	32.3%	28.0%	24.7%	22.4%	20.9%
ROIC	31.7%	28.0%	24.5%	22.1%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	47.8%	43.4%	39.7%	36.6%	34.3%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.7	1.8
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1750.0	86.5	48.3	52.3	52.6
应付账款周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
每股资料(元)					
EPS	2.60	2.75	2.87	3.02	3.21
每股经营净现金	3.56	1.53	3.17	3.31	3.47
每股净资产	9.01	10.64	12.54	14.40	16.24
每股股利	0.92	0.97	1.15	1.37	1.61
估值比率					
PE	15.8	14.9	14.3	13.6	12.8
PB	4.6	3.9	3.3	2.8	2.5
EV/EBITDA	13.4	11.9	11.2	10.6	10.0

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。