

水井坊 (600779)

2025 年中报点评: 收入及时调整, 毛销承压 拖累盈利

增持 (维持)

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

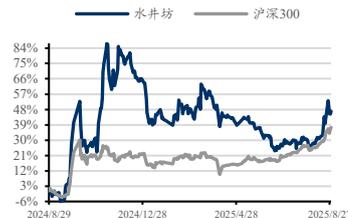
证券分析师 孙瑜

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	4,430	4,230	4,536
同比 (%)	6.00	5.32	(15.08)	(4.51)	7.24
归母净利润 (百万元)	1,268.80	1,341.03	951.53	828.67	896.39
同比 (%)	4.36	5.69	(29.04)	(12.91)	8.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.60	2.75	1.95	1.70	1.84
P/E (现价&最新摊薄)	18.07	17.10	24.10	27.67	25.58

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年半年度业绩公告, 25H1 实现营业收入约 14.98 亿元, 同比下滑约 12.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润约 1.05 亿元, 同比下滑约 56.5%。对应 25Q2 营收同比下滑 31.4%, 归母净利润同比下滑 251.2%。
- **25 财年平稳收官, 稳健应对行业调整。** 公司 2025 财年平稳收官, 财年收入 (24Q3~25Q2) 同比略降 2.9%, 基本保持稳定。25Q2 公司营收同比下滑 31.4%, 1 是当前宏观环境下, 商务往来需求持续承压; 2 是 5 月以来宴席、聚饮场景亦有受创。弱势环境下公司适时调控发货, 优先稳定渠道秩序。**分产品看,** 25Q2 主力产品臻酿八号、井台均同比下滑承压, 25Q2 高档酒收入同比-37.0%; 中档酒天号陈经过 Q1 调整, Q2 收入在低基数下恢复增长, 同比+67.7%。
- **25Q2 开瓶营销保持较大力度, 短期拖累吨价及盈利表现。** 1) **收现端:** Q2 季末公司合同负债 9.8 亿元, 同比/环比分别-0.9/+0.5 亿元, 25H1 收现比为 115.0%, 公司 5 月以来及时控货消化库存, 上半年回款与出货基本匹配。2) **利润端:** 25H1 销售净利率同比-7.1pct, 主系毛销差收窄及营业税金波动所致。①25 H1 毛利率同比-1.7pct 至 79.3%, 主因货折放大所致, 25H1、Q2 吨价分别同比-24.7%、-39.0%。公司继续对臻酿八号宴席、开瓶保持较大促销力度, “买六赠一”等活动持续强化公司产品的宴席场景流行性。②25H1 销售费用同比-6.2%, 费率同比+2.6pct, Q2, 公司继续围绕“国保美酒水井坊, 喝美酒庆美事”的品牌主张, 打造多项节日整合营销活动。25Q2 销售净利率同比-22.9pct, 利润同比转亏, 1 是开瓶费用支持放大货折拉低毛利, 2 是季度期间费用支出相对刚性。
- **持续强化价盘管理, 坚定执行长期主义。** 公司通过动态价格监控体系与渠道利润保护机制, 稳定市场秩序, 针对局部区域窜货乱价现象, 一方面自 7 月 8 日起, 对全渠道臻酿八号 500ml 装执行停货, 并对电商渠道臻酿八号 520ml 装采取稳定价值链及买赠管控等措施; 另一方面加大重点区域人力、物力投入, 实施“一城一策、一店一策”的精细化策略, 强化与核心客户的战略协同, 共同培育市场。
- **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, 公司保持宴席、开瓶场景相关促销支持政策, 产品动销表现相对好于其他二线次高端酒企。参考 2025H1 预告数据和消费环境变化, 我们微调 2025~27 年归母净利润至 9.5、8.3、9.0 亿元 (前值 9.5、8.2、8.9 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 24/28/26X, 考虑公司 PE 估值所处历史分位数, 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。

市场数据

收盘价(元)	47.04
一年最低/最高价	30.31/63.33
市净率(倍)	4.76
流通 A 股市值(百万元)	22,932.15
总市值(百万元)	22,932.15

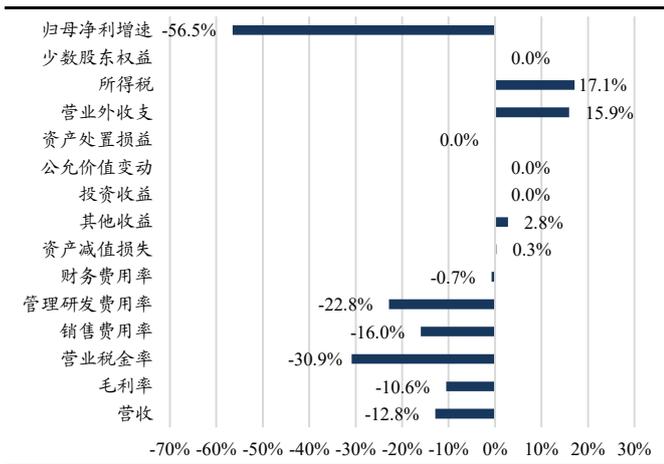
基础数据

每股净资产(元,LF)	9.87
资产负债率(% ,LF)	42.94
总股本(百万股)	487.50
流通 A 股(百万股)	487.50

相关研究

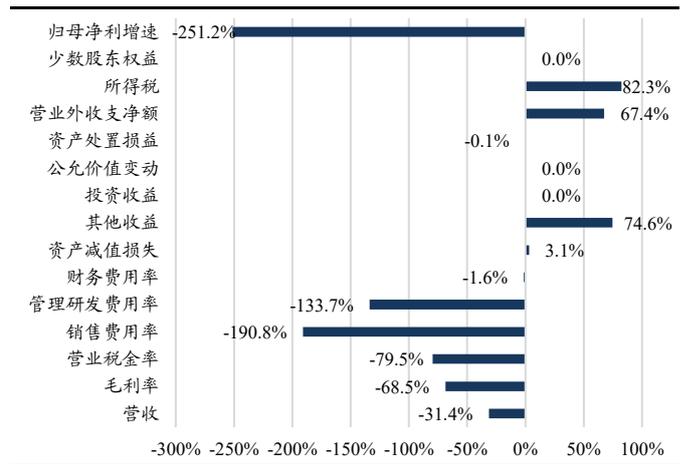
- 《水井坊(600779): 2025H1 业绩预告点评: Q2 收入承压, 盈利波动加剧》
2025-07-16
- 《水井坊(600779): 2024 年报及 2025 一季报点评: 收入端保持稳定, 毛销差表现积极》
2025-05-05

图1: 25H1 水井坊归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q2 水井坊归母净利同比增速贡献拆分



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)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,564	5,337	5,367	5,712	营业总收入	5,217	4,430	4,230	4,536
货币资金及交易性金融资产	2,124	1,512	1,538	1,583	营业成本(含金融类)	900	880	871	919
经营性应收款项	133	104	112	68	税金及附加	796	687	656	703
存货	3,216	3,632	3,628	3,774	销售费用	1,307	1,162	1,120	1,202
合同资产	0	0	0	0	管理费用	428	439	466	508
其他流动资产	91	90	89	287	研发费用	38	32	30	33
非流动资产	3,609	4,120	4,301	4,504	财务费用	(20)	(21)	(15)	(15)
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	2,985	3,106	3,217	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	293	511	562	496	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)	0	(1)
长期待摊费用	40	36	31	26	营业利润	1,822	1,293	1,137	1,228
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	9,458	9,668	10,216	利润总额	1,797	1,269	1,112	1,203
流动负债	3,955	3,573	3,203	3,124	减:所得税	456	317	284	307
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	952	829	896
经营性应付款项	1,340	1,174	1,014	977	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	949	880	828	845	归属母公司净利润	1,341	952	829	896
其他流动负债	1,664	1,515	1,359	1,300	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.75	1.95	1.70	1.84
非流动负债	30	31	31	31	EBIT	1,803	1,290	1,146	1,230
长期借款	0	1	1	1	EBITDA	2,004	1,568	1,474	1,588
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	82.76	80.13	79.40	79.75
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	25.71	21.48	19.59	19.76
其他非流动负债	29	29	29	29	收入增长率(%)	5.32	(15.08)	(4.51)	7.24
负债合计	3,985	3,604	3,234	3,155	归母净利润增长率(%)	5.69	(29.04)	(12.91)	8.17
归属母公司股东权益	5,188	5,854	6,434	7,061					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,188	5,854	6,434	7,061					
负债和股东权益	9,173	9,458	9,668	10,216					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	744	517	850	937	每股净资产(元)	10.64	12.01	13.20	14.48
投资活动现金流	(509)	(848)	(574)	(623)	最新发行在外股份(百万股)	488	488	488	488
筹资活动现金流	(460)	(282)	(250)	(270)	ROIC(%)	28.05	17.52	13.89	13.57
现金净增加额	(225)	(613)	27	44	ROE-摊薄(%)	25.85	16.25	12.88	12.69
折旧和摊销	202	278	328	359	资产负债率(%)	43.44	38.10	33.45	30.88
资本开支	(509)	(849)	(576)	(477)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.10	24.10	27.67	25.58
营运资本变动	(829)	(763)	(363)	(369)	P/B (现价)	4.42	3.92	3.56	3.25

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>