

水井坊 (600779.SH)

Q2 真实体现、报表承压，静待需求修复

公司发布 25 年半年报，25H1 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润 15.0 亿元/1.1 亿元/0.5 亿元，同比-12.8%/-56.5%/-78.7%。25Q2 公司报表真实反映渠道情况，后续季度报表层面仍待出清。展望 26 财年，虽然当下库存已进入良性区间，但需求侧承压的状态并未改善，预计会有所改善但仍相对审慎。

□ **25Q2 净利润大幅下滑，报表侧调整开启。**25H1 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润 15.0 亿元/1.1 亿元/0.5 亿元，同比-12.8%/-56.5%/-78.7%，25Q2 单季度收入/归母净利润/扣非归母净利润 5.4 亿元/-0.8 亿元/-1.4 亿元，同比-31.4%/-251.2%/-291.5%，25H1 业绩与此前预告相符。25Q2 作为公司财年的最后一个季度，要求库存红线，去库存压力叠加 5 月以来政策冲击，单季度收入下滑幅度大。25Q2 现金回款 9.9 亿元 (yoy+29.5%)、经营净现金 0.7 亿元 (yoy+136.7%)、期末合同负债余额 9.8 亿元 (yoy-27.1%，环比 24 年末增加 0.3 亿元)，业绩承压下现金流表现良好。

□ **25Q2 高档酒降幅扩大、新渠道延续快速增长。**分产品来看，25Q2 公司高档/中档产品收入 4.5 亿元/0.4 亿元，同比-37.0%/+67.7%，单季度高档酒降幅扩大、中档酒增速同比转正。分销售渠道来看，25Q2 公司新渠道/批发代理收入 1.8 亿元/3.1 亿元，同比+70.8%/-51.2%，单季度新渠道营收延续高增，渠道拓展效果逐步显现。展望 25H2，公司 1) 将继续围绕中秋、春节等核心节庆，持续强化“喝美酒、庆美事”品牌主张，强化与消费者情感链接。2) 强化价值链管理，保障渠道利润。3) 继续深化终端网络建设与门店拓展，同时对于重点区域实施“一城一策、一店一策”精细化策略，扩大市场基本盘。

□ **25Q2 毛销差大幅下降，费用刚性导致净利率承压。**25Q2 公司实现毛利率水平 74.4% (yoy-7.1pct)，主要系高档/中档产品毛利率下滑且中档产品占比提升所致，分产品来看，25Q2 高档/中档产品毛利率分别为 78.8%/55.7%，同比-7.2pct/-4.7pct。费用侧，25Q2 公司主营税金率/销售费率/管理费率为 23.8%/52.1%/33.1%，同比+8.3pct/+19.9pct/+13.2%，毛销差大幅下降，主要系公司加大买赠力度 (6 赠 1) 应对批价下行，25Q2 公司归母净利率同比转负至-15.8%。

□ **投资建议：Q2 真实体现、报表承压，静待需求修复。**25Q2 公司净利润大幅下滑、报表真实反映渠道情况，后续季度报表层面仍待出清。展望 26 财年，虽然当下库存已进入良性区间，但需求侧承压的状态并未改善，预计会有所改善但仍相对审慎。参考公司 25H1 业绩情况，我们下调 25-27 年 EPS 至 2.06 元、2.23 元、2.41 元，对应 25 年 22.9 倍 PE，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **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	4533	4719	4903
同比增长	6%	5%	-13%	4%	4%
营业利润(百万元)	1698	1822	1309	1449	1567
同比增长	4%	7%	-28%	11%	8%
归母净利润(百万元)	1269	1341	1002	1086	1175
同比增长	4%	6%	-25%	8%	8%

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标估值:

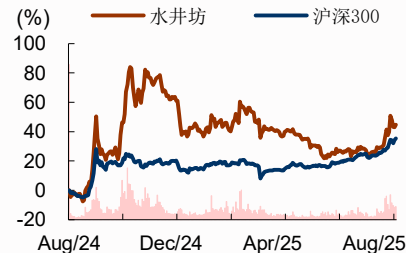
当前股价: 47.04 元

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)	22.9
流通市值 (十亿元)	22.9
每股净资产 (MRQ)	9.9
ROE (TTM)	25.0
资产负债率	42.9%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-2	46
相对表现	3	-17	10



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《水井坊 (600779) —消费者链接强化，渠道稳健扩张》2025-06-19
- 2、《水井坊 (600779) —业绩稳健，战略清晰》2025-04-30
- 3、《水井坊 (600779) —战略清晰务实，品牌再出发》2025-03-29

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

每股收益(元)	2.60	2.75	2.06	2.23	2.41
PE	18.1	17.1	22.9	21.1	19.5
PB	5.2	4.4	4.0	3.6	3.2

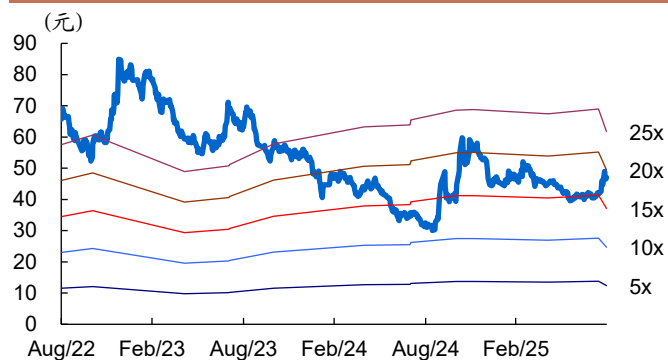
资料来源：公司数据、招商证券

表 1：季度拆分表

百万元，元，%	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	2,062	1,365	933	785	2,070	1,429	959	539	4,953	5,217
二、营业总成本	997	1,049	727	687	893	1,160	704	721	3,313	3,468
其中：营业成本	336	231	182	145	319	253	173	138	834	900
营业税金及附加	329	213	127	122	310	237	163	128	777	796
营业费用	256	502	327	253	175	552	264	281	1,308	1,307
管理费用	72	89	88	157	83	100	86	179	362	428
研发费用	7	13	6	13	7	12	8	13	37	38
财务费用	-7	-5	-7	-5	-3	-4	-7	-3	-26	-20
资产减值损失	5	5	4	3	2	10	17	-15	20	19
三、其他经营收益	27	29	42	0	2	28	2	42	57	73
其它收益	27	29	42	1	2	29	2	42	58	73
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	1,093	345	249	98	1,178	297	257	-140	1,698	1,822
加：营业外收入	2	2	1	1	1	1	0	26	7	3
减：营业外支出	0	5	0	19	1	7	2	1	6	27
五、利润总额	1,094	342	249	80	1,178	290	255	-115	1,699	1,797
减：所得税	275	96	63	24	295	74	64	-30	431	456
六、净利润	820	246	186	56	883	216	190	-85	1,269	1,341
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	820	246	186	56	883	216	190	-85	1,269	1,341
EPS	1.68	0.51	0.38	0.12	1.81	0.44	0.39	-0.17	2.60	2.75
主要比率										
毛利率	83.7%	83.1%	80.5%	81.5%	84.6%	82.3%	82.0%	74.4%	83.2%	82.8%
主营税金率	15.9%	15.6%	13.6%	15.5%	15.0%	16.6%	17.0%	23.8%	15.7%	15.3%
营业费率	12.4%	36.8%	35.1%	32.2%	8.4%	38.7%	27.5%	52.1%	26.4%	25.1%
管理费率	3.5%	6.5%	9.5%	20.0%	4.0%	7.0%	9.0%	33.1%	7.3%	8.2%
营业利润率	53.0%	25.3%	26.7%	12.5%	56.9%	20.8%	26.7%	-26.0%	34.3%	34.9%
实际税率	25.1%	28.1%	25.3%	29.9%	25.1%	25.6%	25.2%	26.0%	25.0%	25.0%
净利率	39.8%	18.0%	20.0%	7.1%	42.6%	15.1%	19.8%	-15.8%	25.6%	25.7%
同比增长率										
收入增长率	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%	0.4%	4.7%	2.7%	-31.4%	6.0%	5.3%
营业利润增长率	19.1%	62.3%	16.3%	110.9%	7.8%	-13.8%	3.1%	-242.4%	4.0%	7.3%
净利润增长率	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%	7.7%	-12.3%	2.1%	-251.2%	4.4%	5.7%

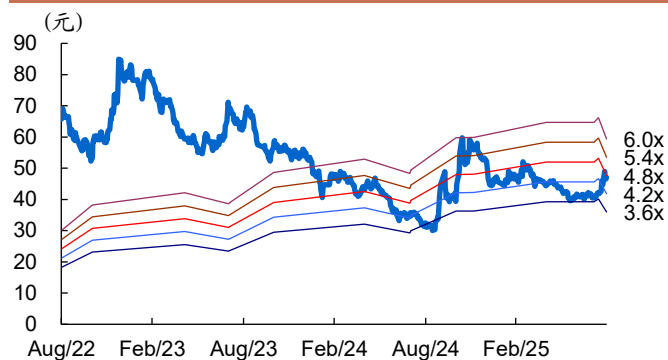
资料来源：公司数据、招商证券

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）—消费者链接强化，渠道稳健扩张》2025-06-19
- 2、《水井坊（600779）—业绩稳健，战略清晰》2025-04-30
- 3、《水井坊（600779）—战略清晰务实，品牌再出发》2025-03-29

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	5741	6123	6643
现金	2350	2124	2313	2718	3138
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	88	92	95
其它应收款	14	19	17	17	18
存货	2452	3216	3246	3216	3308
其他	86	86	77	80	83
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	9720	10388	11118
流动负债	4000	3955	3973	3958	4005
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1092	1340	1356	1344	1382
预收账款	1220	949	961	952	979
其他	1688	1666	1656	1662	1643
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	4003	3988	4035
股本	488	488	488	488	488
资本公积金	279	177	177	177	177
留存收益	3627	4524	5053	5736	6419
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4394	5188	5717	6400	7083
负债及权益合计	8425	9173	9720	10388	11118

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1734	744	1228	1313	1356
净利润	1269	1341	1002	1086	1175
折旧摊销	107	196	278	312	338
财务费用	0	0	(42)	(51)	(62)
投资收益	0	0	(44)	(44)	(44)
营运资金变动	426	(804)	36	7	(53)
其它	(68)	10	(3)	2	2
投资活动现金流	(974)	(509)	(606)	(556)	(506)
资本支出	(974)	(509)	(650)	(600)	(550)
其他投资	0	0	44	44	44
筹资活动现金流	(318)	(460)	(433)	(352)	(430)
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)	(403)	(492)
其他	28	19	42	51	62
现金净增加额	442	(225)	189	405	420

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4953	5217	4533	4719	4903
营业成本	834	900	910	902	928
营业税金及附加	777	796	764	772	787
营业费用	1308	1307	1168	1211	1244
管理费用	362	428	413	425	427
研发费用	37	38	33	34	35
财务费用	(26)	(20)	(42)	(51)	(62)
资产减值损失	(20)	(19)	(22)	(22)	(22)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	58	73	44	44	44
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1698	1822	1309	1449	1567
营业外收入	7	3	30	3	3
营业外支出	6	27	3	3	3
利润总额	1699	1797	1336	1448	1566
所得税	431	456	334	362	391
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1269	1341	1002	1086	1175

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	5%	-13%	4%	4%
营业利润	4%	7%	-28%	11%	8%
归母净利润	4%	6%	-25%	8%	8%
获利能力					
毛利率	83.2%	82.8%	79.9%	80.9%	81.1%
净利率	25.6%	25.7%	22.1%	23.0%	24.0%
ROE	32.3%	28.0%	18.4%	17.9%	17.4%
ROIC	31.7%	28.0%	17.4%	17.3%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	47.8%	43.4%	41.2%	38.4%	36.3%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	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	43.9	52.5	52.5
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	2.06	2.23	2.41
每股经营净现金	3.56	1.53	2.52	2.69	2.78
每股净资产	9.01	10.64	11.73	13.13	14.53
每股股利	0.92	0.97	0.83	1.01	1.21
估值比率					
PE	18.1	17.1	22.9	21.1	19.5
PB	5.2	4.4	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	13.9	12.3	15.9	14.4	13.4

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。