

Q2 收入业绩承压，持续推进渠道转型

水井坊(600779)

评级:	增持	股票代码:	600779
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价(元):	61.16/31.01
目标价格(元):		总市值(亿元)	229.32
最新收盘价(元):	47.04	自由流通市值(亿元)	229.32
		自由流通股数(百万)	487.50

事件概述

公司发布 25 年中报，25H1 实现收入 15.0 亿元，同比-12.8%；归母净利润 1.1 亿元，同比-56.5%。25Q2 实现收入 5.4 亿元，同比-31.4%；归母净利润-0.8 亿元，去年同期 0.6 亿元。

分析判断:

► 充分释压，与行业情况基本类似

25H1 高档/中档分别实现收入 13.0/0.9 亿元，分别同比-14.0%/-10.4%，其中白酒量价分别同比+14.5%/-24.7%。25Q2 高档/中档分别实现收入 4.5/0.4 亿元，分别同比-37.0%/+67.7%，其中白酒量价分别同比+8.6%/-39.0%。

白酒行业整体仍处于深度调整阶段，25Q2 商务宴请和宴席等传统消费场景持续承压，市场恢复节奏放缓。下半年公司将，1) 围绕核心节庆，通过文化 IP 联动深化品牌与消费者的情感链接；2) 协同深耕多元消费场景；3) 结合地方特色打造精细化品牌营销策略；4) 深耕区域文化特色，开展定制化圈层营销活动；5) 丰富产品线的同时，把握白酒市场低度化消费趋势，探索部分超低度产品。

► 渠道转型，新渠道表现优异

25H1 新渠道/批发代理分别实现收入 4.7/9.2 亿元，分别同比+126.1%/-34.3%，新渠道量价分别同比+189.4%/-21.9%，批发代理量价分别同比-17.5%/-20.4%。25Q2 新渠道/批发代理分别实现收入 1.8/3.1 亿元，分别同比+70.8%/-51.2%，新渠道量价分别同比+195.3%/-42.2%，批发代理量价分别同比-25.9%/-34.2%。公司努力调整策略以优化渠道结构，力求维护价值体系稳定，保障客户合理利润空间。同时，深化 BC 联动策略激发渠道活力，新增签约终端门店超万家，逐步提升市场竞争力。

► 收入承压、费用投入延续影响 25Q2 业绩

25H1/25Q2 毛利率 79.3%/74.4%，分别同比-1.7/-7.1pct，其中 25H1/25Q2 高档酒毛利率分别同比-3.9/-7.2pct，25H1/25Q2 中档酒毛利率分别同比-7.0/-4.7pct。毛利率下滑主因单价和结构承压。24H1/24Q2 销售费用率分别 36.3%/52.1%，分别同比-2.6/+19.9pct。25H1/25Q2 管理费用率分别 17.7%/33.1%，分别同比+3.4/+13.2pct。我们认为主因收入下滑幅度较大，基数变小导致费用率提升明显，费用额相对稳定。综上，24H1/24Q2 净利率分别 7.0%/-15.8%，分别同比-7.1/-22.9pct。

投资建议

根据公司中报调整盈利预测，25-26 年营业总收入由 53/55 亿元下调至 45/47 亿元，新增 27 年营业总收入 51 亿元；25-26 年归母净利润由 14/15 亿元下调至 11/11 亿元，新增 27 年归母净利润 13 亿元；25-26 年 EPS 由 2.91/3.05 元下调至 2.16/2.33 元，新增 27 年 EPS2.57 元，2025 年 8 月 29 日收盘价 47.04 元对应 PE 分别为 22/20/18 倍，维持“增持”评级。

风险提示

经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险；食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,953	5,217	4,535	4,734	5,078
YoY (%)	6.0%	5.3%	-13.1%	4.4%	7.3%
归母净利润(百万元)	1,269	1,341	1,051	1,137	1,255
YoY (%)	4.4%	5.7%	-21.6%	8.1%	10.4%
毛利率 (%)	83.2%	82.8%	78.5%	79.2%	79.8%
每股收益 (元)	2.61	2.76			
ROE (%)	28.9%	25.8%	18.0%	17.4%	17.3%
市盈率	18.05	17.04	21.82	20.18	18.27

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,217	4,535	4,734	5,078	净利润	1,341	1,051	1,137	1,255
YoY (%)	5.3%	-13.1%	4.4%	7.3%	折旧和摊销	202	573	817	1,057
营业成本	900	974	986	1,027	营运资金变动	-829	217	-2	21
营业税金及附加	796	721	748	797	经营活动现金流	744	1,826	1,950	2,331
销售费用	1,307	1,179	1,231	1,320	资本开支	-509	-602	-541	-513
管理费用	428	304	312	330	投资	0	0	0	0
财务费用	-20	-21	-30	-39	投资活动现金流	-509	-601	-541	-513
资产减值损失	-13	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	11	0	0
营业利润	1,822	1,405	1,519	1,678	筹资活动现金流	-460	-371	-458	-536
营业外收支	-24	2	2	2	现金净流量	-225	853	951	1,282
利润总额	1,797	1,407	1,521	1,680	主要财务指标				
所得税	456	356	385	425	成长能力				
净利润	1,341	1,051	1,137	1,255	营业收入增长率	5.3%	-13.1%	4.4%	7.3%
归属于母公司净利润	1,341	1,051	1,137	1,255	长率	5.7%	-21.6%	8.1%	10.4%
YoY (%)	5.7%	-21.6%	8.1%	10.4%	盈利能力				
每股收益(元)	2.76	2.16	2.33	2.57	毛利率	82.8%	78.5%	79.2%	79.8%
资产负债表 (百万元)					净利率率	25.7%	23.2%	24.0%	24.7%
货币资金	2,124	2,977	3,928	5,210	总资产收益率 ROA	14.6%	10.5%	10.5%	10.7%
预付款项	15	21	21	21	净资产收益率 ROE	25.8%	18.0%	17.4%	17.3%
存货	3,216	3,242	3,298	3,469	偿债能力				
其他流动资产	209	139	151	162	流动比率	1.41	1.54	1.76	2.01
流动资产合计	5,564	6,380	7,399	8,862	速动比率	0.57	0.74	0.95	1.20
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.54	0.72	0.93	1.18
固定资产	2,701	4,398	5,815	6,972	资产负债率	43.4%	41.7%	39.4%	38.1%
无形资产	157	167	176	183	经营效率				
非流动资产合计	3,609	3,653	3,379	2,837	总资产周转率	0.59	0.47	0.45	0.45
资产合计	9,173	10,034	10,777	11,699	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.76	2.16	2.33	2.57
应付账款及票据	1,340	1,412	1,419	1,490	每股净资产	10.64	12.00	13.39	14.86
其他流动负债	2,615	2,728	2,786	2,918	每股经营现金流	1.53	3.75	4.00	4.78
流动负债合计	3,955	4,140	4,205	4,409	每股股利	0.97	0.80	0.94	1.10
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	30	45	45	45	PE	17.04	21.82	20.18	18.27
非流动负债合计	30	45	45	45	PB	5.03	3.92	3.51	3.16
负债合计	3,985	4,185	4,250	4,453					
股本	488	488	488	488					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,188	5,849	6,527	7,246					
负债和股东权益合计	9,173	10,034	10,777	11,699					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。