



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月02日

基础数据

09月01日收盘价(元)	47.01
总市值(亿元)	229.18
总股本(亿股)	4.88

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】水井坊: 24年顺利收官, 25Q1平稳开局-2025.04.30

分析师: 沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

分析师: 王嘉琦

S0190525070007
wangjiaqi23@xyzq.com.cn

水井坊(600779.SH)

Q2加速出清, 静待经营修复

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2025 年中报: 25H1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 14.98/1.05/0.48 亿元, 同比-12.84%/-56.52%/-78.74%。Q2 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.39/-0.85/-1.42 亿元, 同比-31.37%/-251.25%/-291.48%, 与此前业绩预告基本一致。
- **Q2 加速出清, 中档酒尚有韧性。** 品类拆分来看, 25H1 以水井坊品牌为主的高档产品收入 13.05 亿元, 同比-14.00%, 以天号陈、系列酒为主的中档产品收入 0.87 亿元, 同比-10.37%; 其中, Q2 高档产品收入 4.54 亿元, 同比-36.96%, 中档产品收入 0.38 亿元, 同比+67.68%。Q2 高档酒收入下滑系禁酒令政策影响, 商务消费疲软, 公司以渠道去库为主, 中档酒收入实现增长系去年同期低基数。24 年底公司正式启动 O2O 新零售业务, 与美团闪购、京东秒送、歪马送酒等头部平台合作, 25H1 新渠道及团购收入 4.68 亿元, 同比+126.12%, 取得良好成效。
- **产品结构变化影响毛利率, 盈利能力下滑。** 25H1 毛利率为 79.26%, 同比-1.71pct, 其中 Q2 毛利率为 74.42%, 同比-7.13pct, 主要系高档/中档产品毛利率下滑及产品结构影响, 25H1 高档/中档产品毛利率分别为 81.66%/56.10%, 同比-3.87/-7.02pct。25H1/Q2 税金及附加占收入比重同比+5.00/+8.28pct, 25H1/Q2 销售费用率同比+2.58/+19.87pct, 管理费用率同比+3.41/+13.17pct, 主要系收入下滑、费用投放增加影响。综合以上因素, 25H1 归母净利率为 7.04%, 同比-7.07pct, 其中 Q2 归母净利率为-15.75%, 同比-22.90pct。此外, 25H1 末合同负债余额 9.83 亿元, 同比减少 0.88 亿元, 环比增长 0.47 亿元, 留有余力。
- **坚持品牌高端化、营销突破战略方向不变, 静待需求修复。** 公司构建“水井坊”和“第一坊”双品牌体系, 执行品牌高端化策略, 持续发力核心产品, 加强圈层营销, 2024 年公司新开门店数量已突破 1 万家。同时, 强化渠道通路, 将全国地市级市场划分为堡垒、先锋、潜力三大类别, 采取因城施策策略, 提升资源利用效率, 通过做实做细门店日常拜访、客情维护等工作, 稳步提升核心、潜力门店的数量和单店销售业绩, 加速团购、宴席及电商业务发展。当前报表端承压, 静待需求修复下, 市场运营逐步企稳。
- **盈利预测与投资建议:** 根据最新公告调整盈利预测, 预计 2025-2027 年营业收入分别为 44.35/44.80/47.03 亿元, 同比增长-15.0%/+1.0%/+5.0%, 归母净利润分别为 9.54/9.97/10.80 亿元, 同比增长-28.9%/+4.5%/+8.3%, EPS 为 1.96/2.04/2.21 元; 对应 2025 年 9 月 1 日收盘价, PE 为 24.0/23.0/21.2 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济疲弱下需求波动, 次高端竞争加剧风险, 市场系统性风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5217	4435	4480	4703
同比增长	5.3%	-15.0%	1.0%	5.0%
归母净利润(百万元)	1341	954	997	1080
同比增长	5.7%	-28.9%	4.5%	8.3%
毛利率	82.8%	79.2%	79.0%	79.4%
ROE	25.8%	16.4%	15.4%	15.1%
每股收益(元)	2.75	1.96	2.04	2.21
市盈率	17.1	24.0	23.0	21.2

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5564	4798	4738	5525
货币资金	2124	1852	1590	2042
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	118	5	6	6
预付款项	15	50	39	45
存货	3216	2800	3005	3325
其他	91	91	99	108
非流动资产	3609	4258	4839	4850
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2701	2751	2789	2829
在建工程	293	869	1414	1380
无形资产	157	159	162	161
商誉	0	0	0	0
其他	458	479	474	481
资产总计	9173	9056	9577	10376
流动负债	3955	3204	3077	3174
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1340	658	675	696
其他	2615	2546	2402	2478
非流动负债	30	45	45	46
长期借款	0	0	0	0
其他	30	45	45	46
负债合计	3985	3249	3122	3220
股本	488	488	488	488
未分配利润	4113	4589	5087	5626
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5188	5807	6455	7156
负债及权益合计	9173	9056	9577	10376

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1341	954	997	1080
折旧和摊销	202	324	363	412
营运资金的变动	-829	-274	-340	-205
经营活动产生现金流量	744	1006	1037	1262
资本支出	-509	-958	-943	-425
长期投资	0	0	0	0
投资活动产生现金流量	-509	-964	-950	-431
债权融资	0	12	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-460	-315	-349	-378
现金净变动	-225	-273	-262	453

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5217	4435	4480	4703
营业成本	900	921	942	967
税金及附加	796	710	703	724
销售费用	1307	1153	1143	1190
管理费用	428	399	394	404
研发费用	38	32	32	34
财务费用	-20	-24	-22	-16
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-6	4	5	4
资产减值损失	-13	-15	-16	29
营业利润	1822	1280	1344	1453
营业外收支	-24	-4	-4	-6
利润总额	1797	1277	1340	1447
所得税	456	323	343	367
净利润	1341	954	997	1080
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1341	954	997	1080
EPS(元)	2.75	1.96	2.04	2.21

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	5.3%	-15.0%	1.0%	5.0%
营业利润增长率	7.3%	-29.7%	5.0%	8.1%
归母净利润增长率	5.7%	-28.9%	4.5%	8.3%
盈利能力				
毛利率	82.8%	79.2%	79.0%	79.4%
归母净利率	25.7%	21.5%	22.2%	23.0%
ROE	25.8%	16.4%	15.4%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	43.4%	35.9%	32.6%	31.0%
流动比率	1.41	1.50	1.54	1.74
速动比率	0.57	0.58	0.53	0.65
营运能力				
资产周转率	59.3%	48.7%	48.1%	47.1%
每股资料(元)				
每股收益	2.75	1.96	2.04	2.21
每股经营现金	1.53	2.06	2.13	2.59
估值比率(倍)				
PE	17.1	24.0	23.0	21.2
PB	4.4	3.9	3.6	3.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn