

## 25Q2 业绩短期承压，静待需求复苏

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2025 年中报, 2025H1 实现收入 15.0 亿元, 同比-12.8%, 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比-56.5%; 2025 单 Q2 实现收入 5.4 亿元, 同比-31.4%, 实现归母净利润-0.8 亿元, 同比-251.2%。
- 25Q2 需求表现疲软, 收入同比下滑。** 1、2025 上半年, 白酒行业整体仍处于深度调整阶段, 尤其在第二季度, 商务宴请和宴席消费持续承压, 市场恢复节奏放缓; 在上述因素影响下, 公司上半年营业收入同比下降, 动销端阶段性承压。2、面对行业下行的压力, 公司深化消费者培育, 对臻酿八号宴席采取“买六赠一”政策, 渠道上积极开拓终端网点, 上半年新增签约终端门店超万家, 显著提升了品牌的市场渗透率。3、25H1 酒类产品销量/吨价分别同比+14.5%/-24.7%, 呈现出量增价减、产品结构下沉的特点; 具体来看, 25H1 高档酒收入 13.0 亿元, 同比-14.0%, 主要系商务和宴席消费场景缺失; 中档酒收入 0.9 亿元, 同比-10.4%, 其中天号陈性价比突出, 25Q2 起加速放量。此外, 25H1 新渠道/批发代理渠道收入分别为 4.7 亿/9.2 亿, 同比+126.1%/-34.4%。
- 盈利能力短期承压, 现金流整体稳定。** 1、25Q2 公司毛利率同比下降 7.1 个百分点至 74.4%, 主要系井台和八号动销相对承压, 产品结构阶段性下沉。2、费用率方面, 公司 25Q2 销售费用率同比上升 19.9 个百分点至 52.1%, 主要系公司加大消费者培育投入, 管理费用率同比上升 13.2 个百分点至 33.1%, 财务费用率同比上升 0.2 个百分点至 -0.5%, 整体期间费用率同比上升 33.2 个百分点至 84.7%, 主要系收入规模下降, 费用端相对刚性。综合作用下, 25Q2 净利率同比下降 22.9 个百分点至 -15.8%, 盈利能力短期承压。3、现金流方面, 25H1/25Q2 销售收现为 17.2/9.9 亿元, 同比+1.6%/+29.5%; 此外, 截止二季度末, 公司合同负债 9.8 亿元, 同比-8.2%, 现金流整体表现稳定。
- 释放压力轻装上阵, 长期向好值得期待。** 1、在当前的行业现状下, 公司主动控制发货节奏, 将持续强化价值链管理, 通过动态价格监控体系与渠道利润保护机制, 维护市场秩序稳定, 力争价值链稳中有升。2、短期看, 公司理性, 积极消化渠道库存压力, 为下半年旺季打好基础; 中长期看, 公司是次高端核心品种, 未来伴随着经济持续复苏, 公司有望持续受益, 长期向好趋势不变。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.6 亿元、12.0 亿元、13.5 亿元, 对应动态 PE 分别为 21 倍、19 倍、17 倍, 中长期看, 伴随着经济复苏和消费信心改善, 消费升级仍然是长期趋势, 公司市占率有望持续提升; 给予公司 2026 年 25 倍估值, 对应目标价 61.50 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5216.76	4665.28	5043.72	5500.31
增长率	5.32%	-10.57%	8.11%	9.05%
归属母公司净利润(百万元)	1341.03	1056.40	1198.41	1353.63
增长率	5.69%	-21.22%	13.44%	12.95%
每股收益 EPS(元)	2.75	2.17	2.46	2.78
净资产收益率 ROE	25.85%	20.43%	21.69%	22.87%
PE	17	21	19	17
PB	4.36	4.37	4.09	3.82

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪  
执业证号: S1250524070007  
电话: 023-63786049  
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.88
流通 A 股(亿股)	4.88
52 周内股价区间(元)	30.73-61.16
总市值(亿元)	226.20
总资产(亿元)	84.35
每股净资产(元)	9.87

### 相关研究

- 水井坊(600779): 24 年顺利收官, 25Q1 稳健开局 (2025-05-10)
- 水井坊(600779): 臻酿八号动销稳健, 中档酒贡献增量 (2024-11-04)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

1) 当前白酒行业处于存量市场，酒企间竞争较为激烈；预计 2025-2027 年高档酒系列销量增速分别同比 10.0%、3.0%、6.0%，吨单价分别同比-20.0%、5.0%、3.0%，吨成本分别同比 1.0%、1.0%、1.0%；

2) 中档酒天号陈系列性价突出，处在快速招商铺市中；预计 2025-2027 年中档酒销量增速分别同比 10.0%、10.0%、10.0%，吨单价分别提升-5.0%、1.0%、1.0%，吨成本保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

分业务情况		2024A	2025E	2025E	2027E
合计	营业收入（百万元）	5216.8	4665.3	5043.7	5500.3
	增速	5.3%	-10.6%	8.1%	9.1%
	营业成本（百万元）	899.6	999.9	1045.2	1116.8
	毛利率	82.8%	78.6%	79.3%	79.7%
高档酒	销量（吨）	10221	11243	11580	12275
	YOY	2.7%	10.0%	3.0%	6.0%
	吨单价（万元/吨）	46.6	37.3	39.2	40.3
	YOY	-0.7%	-20.0%	5.0%	3.0%
	收入（百万元）	4763.8	4192.1	4533.8	4950.0
	YOY	2.0%	-12.0%	8.2%	9.2%
	成本（百万元）	679.9	755.4	785.8	841.3
	吨成本（万元/吨）	6.7	6.7	6.8	6.9
	YOY	-6.3%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	85.7%	82.0%	82.7%	83.0%
中档酒	销量（吨）	1705	1875	2063	2269
	YOY	36.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	吨单价（万元/吨）	15.7	14.9	15.0	15.2
	YOY	-4.2%	-5.0%	1.0%	1.0%
	收入（百万元）	264.4	278.9	309.8	344.2
	YOY	29.1%	5.5%	11.1%	11.1%
	成本（百万元）	98.6	108.5	119.3	131.3
	吨成本（万元/吨）	5.8	5.8	5.8	5.8
	YOY	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	62.7%	61.1%	61.5%	61.9%	
其他业务	收入（亿元）	188.6	194.3	200.1	206.1
	YOY	143.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（亿元）	121.0	136.0	140.1	144.3
	毛利率	35.8%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们以同为次高端白酒的山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均估值分别为 104 倍、68 倍、48 倍。

水井坊是次高端核心品种，井台和八号具有深厚的消费者基础，八大市场基础牢固；25Q2 政府出台史上最严公职人员“禁酒令”，渠道信心受到冲击，需求端阶段性承压。短期看，公司主动降低增速，积极消化渠道库存压力；中长期看，伴随着经济复苏和消费信心改善，消费升级仍然是长期趋势，公司市占率有望持续提升；给予公司 2026 年 25 倍估值，对应目标价 61.50 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价（元）	对应 EPS（元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600809	山西汾酒	200.14	10.04	10.3	11.06	12.16	20	19	18	16
600702	舍得酒业	67.16	1.04	1.89	2.24	2.65	65	36	30	25
000799	酒鬼酒	67.01	0.04	0.26	0.43	0.65	1675	258	156	103
平均值							587	104	68	48
600779	水井坊	46.40	2.75	2.17	2.46	2.78	17	21	19	17

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5216.76	4665.28	5043.72	5500.31	净利润	1341.03	1056.40	1198.41	1353.63
营业成本	899.57	999.86	1045.23	1116.85	折旧与摊销	196.07	171.40	187.53	200.86
营业税金及附加	795.82	718.48	774.32	845.30	财务费用	-19.53	-24.36	-28.74	-31.78
销售费用	1307.44	1166.32	1235.71	1320.08	资产减值损失	-12.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	427.82	373.22	393.41	418.02	经营营运资本变动	-953.85	854.85	50.93	120.27
财务费用	-19.53	-24.36	-28.74	-31.78	其他	192.56	-5.61	1.08	0.24
资产减值损失	-12.66	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>743.62</b>	<b>2052.68</b>	<b>1409.21</b>	<b>1643.23</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-141.11	-310.00	-308.00	-312.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-367.55	-50.54	-50.64	-31.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-508.66</b>	<b>-360.54</b>	<b>-358.64</b>	<b>-343.23</b>
<b>营业利润</b>	<b>1821.84</b>	<b>1431.75</b>	<b>1623.79</b>	<b>1831.84</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-24.46	-16.19	-17.81	-17.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1797.38</b>	<b>1415.56</b>	<b>1605.98</b>	<b>1813.95</b>	股权融资	-108.97	0.00	0.00	0.00
所得税	456.35	359.16	407.57	460.31	支付股利	-444.47	-1072.82	-845.12	-958.73
净利润	1341.03	1056.40	1198.41	1353.63	其他	93.06	22.94	28.74	31.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-460.38</b>	<b>-1049.88</b>	<b>-816.38</b>	<b>-926.95</b>
归属母公司股东净利润	1341.03	1056.40	1198.41	1353.63	<b>现金流量净额</b>	<b>-225.42</b>	<b>642.26</b>	<b>234.20</b>	<b>373.05</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2124.10	2766.36	3000.55	3373.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	152.06	111.21	130.54	137.59	销售收入增长率	5.32%	-10.57%	8.11%	9.05%
存货	3215.56	2262.34	2366.27	2531.05	营业利润增长率	7.30%	-21.41%	13.41%	12.81%
其他流动资产	71.84	64.25	69.46	75.75	净利润增长率	5.69%	-21.22%	13.44%	12.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.33%	-21.00%	12.91%	12.25%
投资性房地产	8.37	8.37	8.37	8.37	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2993.32	3154.63	3300.57	3434.32	毛利率	82.76%	78.57%	79.28%	79.69%
无形资产和开发支出	157.47	138.73	117.23	98.59	三费率	32.89%	32.48%	31.73%	31.02%
其他非流动资产	450.01	496.58	543.25	570.51	净利率	25.71%	22.64%	23.76%	24.61%
<b>资产总计</b>	<b>9172.73</b>	<b>9002.47</b>	<b>9536.25</b>	<b>10229.77</b>	ROE	25.85%	20.43%	21.69%	22.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.62%	11.73%	12.57%	13.23%
应付和预收款项	1806.20	2419.14	2563.18	2750.57	ROIC	50.92%	37.68%	48.36%	52.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.31%	33.84%	35.34%	36.38%
其他负债	2178.78	1411.99	1448.44	1559.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3984.98</b>	<b>3831.13</b>	<b>4011.62</b>	<b>4310.24</b>	总资产周转率	0.59	0.51	0.54	0.56
股本	487.50	487.50	487.50	487.50	固定资产周转率	3.05	1.63	1.61	1.67
资本公积	307.33	307.33	307.33	307.33	应收账款周转率	82.27	46.75	59.62	57.25
留存收益	4523.53	4507.10	4860.40	5255.30	存货周转率	0.31	0.36	0.44	0.45
归属母公司股东权益	5187.76	5171.33	5524.63	5919.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5187.76</b>	<b>5171.33</b>	<b>5524.63</b>	<b>5919.53</b>	资产负债率	43.44%	42.56%	42.07%	42.13%
负债和股东权益合计	9172.73	9002.47	9536.25	10229.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.41	1.37	1.40	1.43
					速动比率	0.59	0.77	0.80	0.84
					股利支付率	33.14%	101.55%	70.52%	70.83%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1998.38	1578.79	1782.58	2000.93	每股收益	2.75	2.17	2.46	2.78
PE	16.87	21.41	18.88	16.71	每股净资产	10.64	10.61	11.33	12.14
PB	4.36	4.37	4.09	3.82	每股经营现金	1.53	4.21	2.89	3.37
PS	4.34	4.85	4.48	4.11	每股股利	0.91	2.20	1.73	1.97
EV/EBITDA	10.04	12.27	10.71	9.34					
股息率	1.19%	0.86%	1.06%	1.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---