2025 年 09 月 06 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩进入调整期，盈利端表现承压

—水井坊（600779.SH）公司事件点评报告

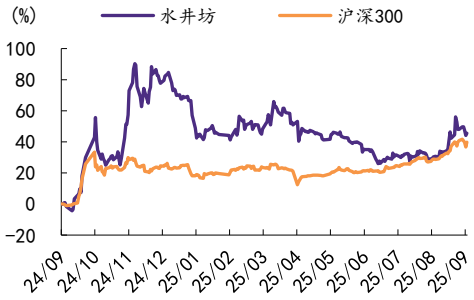
买入(维持)

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据 2025-09-05

当前股价（元）	46.39
总市值（亿元）	226
总股本（百万股）	488
流通股本（百万股）	488
52 周价格范围（元）	30.73-61.16
日均成交额（百万元）	325.25

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《水井坊（600779）：中档产品带动增长，整体表现符合预期》2025-05-09
2、《水井坊（600779）：业绩符合预期，臻酿八号稳增》2025-01-26
3、《水井坊（600779）：财年开门红业绩稳健，费投优化力度明显》2024-11-01

事件

2025 年 8 月 28 日，水井坊发布 2025 年半年报，2025H1 营收 14.98 亿元（同减 13%），归母净利润 1.05 亿元（同减 57%），扣非归母净利润 0.48 亿元（同减 79%）。2025Q2 营收 5.39 亿元（同减 31%），归母净利润-0.85 亿元（同比由盈转亏），扣非归母净利润-1.42 亿元（同比由盈转亏）。

投资要点

产品结构变化影响毛利，费投影响利润端表现

2025Q2 公司毛利率同减 7pct 至 74.42%，主要系产品结构变化影响，销售/管理费用率分别同增 20pct/13pct 至 52.10%/33.13%，主要系收入端同比下滑，固定费用投入分摊效应下降所致，净利率同减 23pct 至-15.75%，后续公司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。

销售进入深度调整，进一步优化渠道结构

产品端来看，2025H1 高档/中档产品营收分别同减 14%/10%至 13.05/0.87 亿元，白酒行业整体仍处于深度调整阶段，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，公司产品营收下滑。下半年公司围绕中秋、春节等核心节庆，持续强化“喝美酒庆美事”的品牌主张，通过文化 IP 联动与消费者权益升级，深化品牌与消费者的情感链接。**渠道端来看**，2025H1 新渠道/批发代理渠道分别同比+126%/-34%至 4.68/9.24 亿元，后续公司进一步控制渠道库存，拓展终端网络，深化 BC 联动，逐步提升市场竞争力。

盈利预测

我们看好公司短期调整渠道库存，长期继续推进高端品牌建设，加大对新一代井台的消费者培育，聚焦前八大核心市场，打造浓香白酒头部品牌之一。根据 2025 年半年报，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.90/2.20/2.52（前值为 2.90/3.16/3.50）元，当前股价对应 PE 分别为 24/21/18 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、省外扩张不及预期、典藏大师及井台销

售不及预期、消费者培育不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,217	4,541	4,803	5,155
增长率（%）	5.3%	-12.9%	5.8%	7.3%
归母净利润（百万元）	1,341	928	1,073	1,226
增长率（%）	5.7%	-30.8%	15.6%	14.3%
摊薄每股收益（元）	2.75	1.90	2.20	2.52
ROE（%）	25.8%	16.0%	16.5%	16.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	2,124	3,694	4,563	5,580
应收款	137	19	20	20
存货	3,216	2,383	2,288	2,224
其他流动资产	86	32	34	36
流动资产合计	5,564	6,128	6,905	7,861
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	2,701	2,696	2,587	2,442
在建工程	293	117	47	19
无形资产	157	150	142	134
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	458	458	458	458
非流动资产合计	3,609	3,421	3,234	3,054
资产总计	9,173	9,549	10,138	10,914
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	1,340	1,191	1,165	1,157
其他流动负债	1,666	1,666	1,666	1,666
流动负债合计	3,955	3,728	3,620	3,599
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	30	30	30	30
非流动负债合计	30	30	30	30
负债合计	3,985	3,758	3,650	3,629
所有者权益				
股本	488	488	488	488
股东权益	5,188	5,791	6,488	7,285
负债和所有者权益	9,173	9,549	10,138	10,914

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1341	928	1073	1226
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	188	188	187	180
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-785	779	-16	40
经营活动现金净流量	744	1895	1244	1446
投资活动现金净流量	-509	180	180	172
筹资活动现金净流量	1335	-325	-375	-429
现金流量净额	1,570	1,750	1,048	1,189

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5,217**	**4,541**	**4,803**	**5,155**
营业成本	900	732	764	815
营业税金及附加	796	718	754	809
销售费用	1,307	1,362	1,393	1,443
管理费用	428	590	576	593
财务费用	-20	-103	-128	-156
研发费用	38	33	35	37
费用合计	1,753	1,882	1,876	1,917
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**1,822**	**1,257**	**1,448**	**1,654**
加:营业外收入	3	5	4	4
减:营业外支出	27	4	3	3
利润总额	1,797	1,258	1,449	1,655
所得税费用	456	330	377	429
净利润	**1,341**	**928**	**1,073**	**1,226**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**1,341**	**928**	**1,073**	**1,226**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	5.3%	-12.9%	5.8%	7.3%
归母净利润增长率	5.7%	-30.8%	15.6%	14.3%
盈利能力				
毛利率	82.8%	83.9%	84.1%	84.2%
四项费用/营收	33.6%	41.4%	39.1%	37.2%
净利率	25.7%	20.4%	22.3%	23.8%
ROE	25.8%	16.0%	16.5%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	43.4%	39.4%	36.0%	33.2%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	38.0	243.3	243.3	260.7
存货周转率	0.3	0.6	0.7	0.7
每股数据(元/股)				
EPS	2.75	1.90	2.20	2.52
P/E	16.9	24.4	21.1	18.4
P/S	4.3	5.0	4.7	4.4
P/B	4.4	3.9	3.5	3.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

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，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	＞ 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	＜ -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	＞ 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	＜ -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。