

水井坊(600779)

报告日期: 2025 年 09 月 29 日

短期存在压力, 等待逐步改善

——水井坊更新报告

投资要点

- 25H1 营业收入 14.98 亿 (同比-12.84%, 下同); 归母净利润 1.05 亿 (-56.52%); 扣非归母净利润 0.48 亿 (-78.74%)。25Q2 营收 5.39 亿 (-31.37%); 归母净利润-0.85 亿元 (-251.25%); 扣非归母净利润-1.42 亿元 (-291.48%)。
- 公司优化渠道结构, 力求维护价值体系稳定, 保障客户合理利润空间。拓展终端网络: 持续加大市场覆盖力度, 报告期内新增签约终端门店超万家, 显著提升了品牌的市场渗透率。有序运用 BC 联动策略激发渠道活力, 在努力稳固价值链的前提下, 逐步提升市场竞争力。
- 产品结构承压, 经销商数量减少。
 - 分产品: 25H1 高档酒/中档酒收入 13.05 亿元/0.87 亿元, 分别同比-14.00%/-10.37%。25Q2 高档酒/中档酒收入 4.54 亿元/0.38 亿元, 分别同比-36.96%/+68.35%。
 - 分市场: 25H1 公司国内/国外分别实现收入 13.68/0.24 亿元, 同比-13.74%/-16.25%。25H1 国内经销商相比 24 年末减少 5 家至 51 家, 国外经销商 2 家。25Q2 国内收入 4.7 亿元 (-35.17%), 国外 0.22 亿元 (+40.01%)。
- 费用率提升, 盈利能力承压。
 - 25H1 毛/净利率同比-1.71/-7.07pct 至 79.26%/7.04%, 25Q2 毛/净利率同比-7.13/-22.90pct 至 74.42%/-15.75%。
 - 25H1 销售/管理费用率同比+2.58/+3.69pct 至 36.35%/19.04%, 25Q2 分别同比+19.87/+13.92pct 至 52.10%/35.50%。
 - 25H1 末合同负债 9.83 亿元, 同比-0.88 亿元 (-8.19%)。
 - 25H1 销售收现 17.23 亿元 (+1.65%), 经营性净现金流-5.05 亿元 (24H1 为-2.94 亿元); 25Q2 销售收现 9.91 亿元 (+29.50%), 经营性净现金流 0.70 亿元 (24Q2 为-1.92 亿元)。
- 盈利预测及估值
考虑到公司受政策影响业绩承压, 我们下调 2025~2027 年公司收入增速至-18%、4%、5%, 下调归母净利润增速至 -29%、7%、9%。维持买入评级。
- 催化剂: 白酒需求恢复超预期; 宴席恢复表现超预期。
- 风险提示: 消费恢复不及预期; 政策不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5217	4278	4449	4671
(+/-) (%)	5.32%	-18.00%	4.00%	5.00%
归母净利润	1341	955	1021	1118
(+/-) (%)	11.36%	-28.82%	6.97%	9.49%
每股收益(元)	2.75	1.96	2.09	2.29
P/E	15.78	22.17	20.73	18.93

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

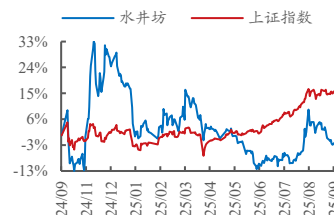
分析师: 张家祯
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥43.78
总市值(百万元)	21,342.89
总股本(百万股)	487.50

股票走势图



相关报告

- 《“双品牌”战略, 稳中有进》 2025.05.14
- 《Q3 业绩符合预期, 新财年开门红达成》 2024.11.04
- 《24Q2 收入超预期, 看好全年业绩增长》 2024.07.30

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5564	6651	7924	9320
现金	2124	4013	5115	6368
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	118	47	68	95
其它应收款	19	14	14	16
预付账款	15	17	19	17
存货	3216	2509	2647	2763
其他	72	51	62	62
非流动资产	3609	3456	3342	3189
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2701	2612	2540	2436
无形资产	157	149	140	123
在建工程	293	252	217	193
其他	458	442	446	437
资产总计	9173	10106	11266	12509
流动负债	3955	3804	3942	4067
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1340	1119	1152	1194
预收账款	0	0	0	0
其他	2615	2685	2791	2873
非流动负债	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0
其他	30	30	30	30
负债合计	3985	3834	3972	4097
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5188	6273	7294	8412
负债和股东权益	9173	10106	11266	12509

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	744	1734	1089	1101
净利润	1341	955	1021	1118
折旧摊销	196	200	207	213
财务费用	(20)	(46)	(68)	(86)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(273)	(85)	80	(30)
其它	(501)	711	(151)	(114)
投资活动现金流	(509)	(64)	(91)	(69)
资本支出	(84)	(45)	(70)	(55)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(425)	(19)	(21)	(14)
筹资活动现金流	(460)	218	104	221
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(460)	218	104	221
现金净增加额	(225)	1888	1102	1253

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5217	4278	4449	4671
营业成本	900	761	810	817
营业税金及附加	796	662	687	720
营业费用	1307	1283	1290	1355
管理费用	428	355	369	378
研发费用	38	34	36	37
财务费用	(20)	(46)	(68)	(86)
资产减值损失	19	(13)	(9)	(9)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	73	67	66	69
营业利润	1822	1308	1400	1527
营业外收支	(24)	(24)	(24)	(24)
利润总额	1797	1283	1376	1502
所得税	456	328	355	384
净利润	1341	955	1021	1118
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1341	955	1021	1118
EBITDA	1962	1437	1514	1629
EPS (最新摊薄)	2.75	1.96	2.09	2.29

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	5.32%	-18.00%	4.00%	5.00%
营业利润	7.30%	-28.23%	7.08%	9.05%
归属母公司净利润	5.69%	-28.82%	6.97%	9.49%
获利能力				
毛利率	82.76%	82.20%	81.80%	82.50%
净利率	25.71%	22.32%	22.95%	23.93%
ROE	27.99%	16.66%	15.05%	14.24%
ROIC	25.24%	14.59%	13.24%	12.48%
偿债能力				
资产负债率	43.44%	37.93%	35.26%	32.75%
净负债比率	0.04%	0.12%	0.10%	0.08%
流动比率	1.41	1.75	2.01	2.29
速动比率	0.59	1.09	1.34	1.61
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.44	0.42	0.39
应收账款周转率	86.52	56.13	110.99	84.94
应付账款周转率	0.77	0.63	0.73	0.72
每股指标(元)				
每股收益	2.75	1.96	2.09	2.29
每股经营现金	1.53	3.56	2.23	2.26
每股净资产	10.64	12.87	14.96	17.26
估值比率				
P/E	15.78	22.17	20.73	18.93
P/B	4.08	3.37	2.90	2.52
EV/EBITDA	12.23	11.96	10.63	9.10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>