

2025 年 11 月 03 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，关注渠道调整成效

—水井坊（600779.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

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

2025-11-03

当前股价（元）	42.35
总市值（亿元）	206
总股本（百万股）	488
流通股本（百万股）	488
52 周价格范围（元）	40.48-61.16
日均成交额（百万元）	301.99

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《水井坊（600779）：业绩进入调整期，盈利端表现承压》2025-09-07
- 2、《水井坊（600779）：中档产品带动增长，整体表现符合预期》2025-05-09
- 3、《水井坊（600779）：业绩符合预期，臻酿八号稳增》2025-01-26

2025 年 10 月 30 日，水井坊发布 2025 年三季报。2025Q1-Q3 总营收 23.48 亿元（同减 38%），归母净利润 3.26 亿元（同减 71%），扣非净利润 2.65 亿元（同减 76%）；其中 2025Q3 总营收 8.50 亿元（同减 59%），归母净利润 2.21 亿元（同减 75%），扣非净利润 2.17 亿元（同减 75%）。

投资要点

■ 加速渠道出清，利润环比改善

2025Q3 公司毛利率同减 3pct 至 81.81%，环比提升 7pct；销售/管理费用率分别同增 14pct/7pct 至 22.21%/10.70%；净利率同减 17pct 至 25.95%，环比提升 42pct；销售回款同减 75%至 5.82 亿元，合同负债同减 18%至 8.62 亿元。2025Q3 公司采取停货、降低买赠力度、升级完善渠道管控措施等方式进行渠道管理，而在系列降本增效措施影响下，利润水平较上半年大幅改善。

■ 强化渠道管控，关注调整成效

分产品来看，2025Q3 公司高档/中档酒营收分别同减 60%/55%至 7.74/0.44 亿元，公司推出创新产品“水井坊井 18”，并计划未来继续推新，进一步拓展年轻化、个性化细分赛道，打开增量空间。分渠道看，2025Q3 公司新渠道/批发代理收入分别同减 22%/62%至 0.94/7.23 亿元，销量分别同比 +11%/-60%，均价分别同减 30%/6%，新渠道以价换量难缓总量收缩趋势。公司进一步强化渠道健康运营，对臻酿八号实施全渠道停货、严肃处理违规客户等方式维护价格体系，以“一城一策、一店一策”的差异化策略优化渠道结构。

■ 盈利预测

公司短期聚焦渠道管控与库存出清，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。根据 2025 年三季报，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 1.01/1.17/1.46 元（前值为 1.90/2.20/2.52），当前股价对应 PE 分别为 42/36/29 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险，区域市场竞争加剧风险，食品安全风险，新品推广不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,217	3,462	3,582	3,881
增长率（%）	5.3%	-33.6%	3.5%	8.3%
归母净利润（百万元）	1,341	494	572	711
增长率（%）	5.7%	-63.1%	15.7%	24.4%
摊薄每股收益（元）	2.75	1.01	1.17	1.46
ROE（%）	25.8%	9.0%	9.7%	11.2%

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	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	5,217	3,462	3,582	3,881
现金及现金等价物	2,124	1,858	2,443	2,966	营业成本	900	702	716	752
应收款	137	161	98	53	营业税金及附加	796	547	562	609
存货	3,216	4,279	4,205	4,289	销售费用	1,307	1,108	1,128	1,164
其他流动资产	86	59	61	66	管理费用	428	519	502	505
流动资产合计	5,564	6,357	6,806	7,374	财务费用	-20	-28	-44	-59
非流动资产：					研发费用	38	25	26	28
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,753	1,624	1,612	1,638
固定资产	2,701	2,696	2,641	2,514	资产减值损失	-6	-2	0	0
在建工程	293	207	83	33	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	157	150	142	134	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	1,822	635	744	935
其他非流动资产	458	458	458	458	加：营业外收入	3	30	25	20
非流动资产合计	3,609	3,511	3,324	3,140	减：营业外支出	27	3	3	3
资产总计	9,173	9,868	10,130	10,514	利润总额	1,797	662	766	952
流动负债：					所得税费用	456	167	194	241
短期借款	0	612	612	612	净利润	1,341	494	572	711
应付账款、票据	1,340	1,198	1,156	1,119	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,666	1,666	1,666	1,666	归母净利润	1,341	494	572	711
流动负债合计	3,955	4,329	4,219	4,141					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	30	30	30	30	营业收入增长率	5.3%	-33.6%	3.5%	8.3%
非流动负债合计	30	30	30	30	归母净利润增长率	5.7%	-63.1%	15.7%	24.4%
负债合计	3,985	4,359	4,249	4,171	盈利能力				
所有者权益					毛利率	82.8%	79.7%	80.0%	80.6%
股本	488	488	488	488	四项费用/营收	33.6%	46.9%	45.0%	42.2%
股东权益	5,188	5,509	5,881	6,343	净利率	25.7%	14.3%	16.0%	18.3%
负债和所有者权益	9,173	9,868	10,130	10,514	ROE	25.8%	9.0%	9.7%	11.2%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	43.4%	44.2%	41.9%	39.7%
净利润	1341	494	572	711	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	188	188	187	183	应收账款周转率	38.0	21.5	36.5	73.0
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
营运资金变动	-785	-1297	25	-123	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	744	-615	784	772	EPS	2.75	1.01	1.17	1.46
投资活动现金净流量	-509	90	180	176	P/E	15.4	41.8	36.1	29.0
筹资活动现金净流量	-501	439	-200	-249	P/S	4.0	6.0	5.8	5.3
现金流量净额	-266	-86	764	699	P/B	4.0	3.7	3.5	3.3

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。