

水井坊 (600779.SH)

增持 (维持)

环比降幅收窄，产品与渠道布局继续深化

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 32.27 元

公司发布《2025 年年报》与《2026 年第一季度报告》，26Q1 公司营收/归母净利润分别为 8.2 亿元/1.7 亿元，同比-14.9%/-10.1%。26Q1 公司营收、净利润同比降幅明显收窄，现金流情况持续改善。公司坚守核心产品价格体系，臻酿 8 号批价已由去年低点修复、社会库存控制在良性水位。25 年井 18 完成老品替换、市场表现符合预期，同时推出低度酒等创新产品，产品体系进一步理顺，品牌塑造加速完善。叠加宴席市场、线上场景快速增长贡献增量，预计 26 年公司经营将逐步企稳。

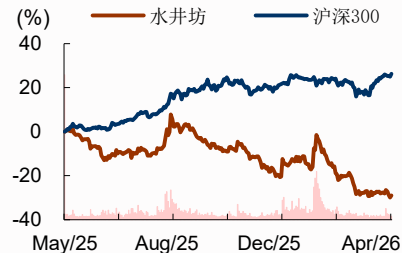
基础数据

总股本 (百万股)	488
已上市流通股 (百万股)	488
总市值 (十亿元)	15.7
流通市值 (十亿元)	15.7
每股净资产 (MRQ)	10.3
ROE (TTM)	7.7
资产负债率	39.3%
主要股东	四川成都水井坊集团有限公司
主要股东持股比例	39.79%

□ **26Q1 营收、净利润降幅环比收窄，现金流逐步改善。** 25 年公司营收/归母净利润分别为 30.4 亿元/4.1 亿元，同比-41.8%/-69.7%，销售收现/经营活动现金流净额 32.3 亿元/-6.2 亿元，同比-39.6%/转负，25 年实际归母净利润略高于业绩预告披露结果。截至 25 年末，公司合同负债 8.1 亿元，同比-15.1%。26Q1 公司营收/归母净利润分别为 8.2 亿元/1.7 亿元，同比-14.9%/-10.1%，销售收现/经营活动现金流净额分别为 6.0 亿元/0.7 亿元，同比-17.9%/转正。回款同比降幅较 25 年大幅收窄。经营净现金延续 25Q4 以来改善趋势。截至 26Q1 末，公司合同负债 6.9 亿元，同比-26.4%，环比 25 年末-14.5%。25 年拟每 10 股派 2.55 元 (含税)，分红率 30.4%。渠道反馈 25 年去库存后、春节库存回到良性水平 (2-3 个月)，动销双位数以上下滑仍略有承压。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-22	-28
相对表现	-7	-24	-55



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **去库存、稳价盘成效显著，产品与渠道布局继续深化。** 1) 分产品来看，25 年公司高档/中档酒收入分别为 26.9 亿元/1.7 亿元，同比-43.6%/-34.3%；26 Q1 公司高档/中档酒收入分别为 7.5 亿元/0.3 亿元，同比-11.4%/-36.4%，高档酒降幅明显收窄，公司主动调控发货节奏、去库存稳价盘成果逐步显现。2) 分渠道来看，25 年公司批发代理/新渠道收入分别为 22.1 亿元/6.5 亿元，同比-51.0%/+23.8%，即时零售渠道快速增长。26Q1 公司批发代理/新渠道收入分别为 6.5 亿元/1.3 亿元，同比+6.3%/-53.6%，传统渠道增速回正。25 年公司推出井 18、低度等新品，夯实产品体系与品牌矩阵，并聚焦宴席场景 C 端开瓶，多地试点反馈良好，产品与渠道布局继续深化。

相关报告

- 1、《水井坊 (600779) — 报表继续大幅出清，维护渠道良性》2025-11-01
- 2、《水井坊 (600779) — Q2 真实体现，报表承压，静待需求修复》2025-08-30
- 3、《水井坊 (600779) — 消费者链接强化，渠道稳健扩张》2025-06-19

□ **25 年费用刚性影响净利润，26Q1 盈利能力企稳。** 25 年公司毛利率/净利率分别为 79.8%/13.4%，同比-2.9pct/-12.3pct；25 年税金比率/销售/管理费用率 16.7%/28.1%/15.8%，同比+1.4pct/+3.0pct/+7.6pct，收入缩量而费用刚性影响净利润表现。26Q1 公司毛利率/净利率分别为 79.8%/21.0%，同比-2.1pct/+1.1pct；26Q1 税金比率/销售/管理费用率 14.8%/24.0%/10.8%，同比-2.2pct/-3.5pct/+1.8pct，盈利能力呈现企稳回升态势。

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

□ **投资建议：环比改善，静待需求修复。** 26Q1 公司营收、净利润同比降幅明显收窄，现金流情况持续改善。公司坚守核心产品价格体系，臻酿 8 号批价已由去年低点修复、社会库存控制在良性水位。25 年井 18 完成老品替换、市场表现符合预期，同时推出低度酒等创新产品，产品体系进一步理顺，品牌塑造加速完善。叠加宴席市场、线上场景快速增长贡献增量，预计 26 年公司经营将逐步企稳。预计 26-28 年归母净利润分别为 3.79 亿元、4.13 亿元、4.49 亿元，维持“增持”评级。

□ **风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、渠道拓展不及预期、宏观经济超**

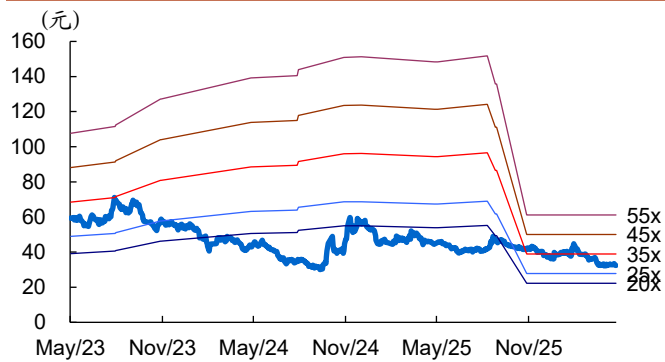
预期扰动。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5217	3038	2820	2906	2996
同比增长	5%	-42%	-7%	3%	3%
营业利润(百万元)	1822	582	547	591	641
同比增长	7%	-68%	-6%	8%	8%
归母净利润(百万元)	1341	406	379	413	449
同比增长	6%	-70%	-7%	9%	9%
每股收益(元)	2.75	0.83	0.78	0.85	0.92
PE	11.7	38.8	41.5	38.1	35.0
PB	3.0	3.1	2.9	2.8	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 水井坊历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 水井坊历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《水井坊（600779）—报表继续大幅出清，维护渠道良性》2025-11-01
- 2、《水井坊（600779）—Q2 真实体现、报表承压，静待需求修复》2025-08-30
- 3、《水井坊（600779）—消费者链接强化，渠道稳健扩张》2025-06-19
- 4、《水井坊（600779）—业绩稳健，战略清晰》2025-04-30
- 5、《水井坊（600779）—战略清晰务实，品牌再出发》2025-03-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5564	4825	4878	4871	4939
现金	2124	672	645	585	646
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	118	33	19	20	20
其它应收款	19	23	21	22	23
存货	3216	3911	4019	4065	4066
其他	86	187	174	179	184
非流动资产	3609	3609	3986	4289	4523
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2701	2755	3157	3481	3733
无形资产商誉	157	146	131	118	106
其他	751	708	698	690	683
资产总计	9173	8434	8864	9160	9462
流动负债	3955	3260	3436	3454	3454
短期借款	0	1032	1168	1168	1168
应付账款	1340	691	711	720	720
预收账款	949	806	830	840	840
其他	1666	732	726	726	726
长期负债	30	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0	0
其他	30	60	60	60	60
负债合计	3985	3320	3496	3514	3514
股本	488	488	488	488	488
资本公积金	177	167	167	167	167
留存收益	4524	4459	4714	4992	5294
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5188	5114	5369	5646	5948
负债及权益合计	9173	8434	8864	9160	9462

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	744	(624)	551	611	694
净利润	1341	406	379	413	449
折旧摊销	196	227	220	245	265
财务费用	0	15	28	30	30
投资收益	0	0	(44)	(44)	(44)
营运资金变动	(804)	(1298)	(26)	(35)	(8)
其它	10	26	(6)	2	2
投资活动现金流	(509)	(265)	(556)	(506)	(456)
资本支出	(509)	(265)	(600)	(550)	(500)
其他投资	0	0	44	44	44
筹资活动现金流	(460)	(563)	(22)	(165)	(177)
借款变动	71	(109)	130	0	0
普通股增加	(1)	0	0	0	0
资本公积增加	(102)	(10)	0	0	0
股利分配	(447)	(473)	(124)	(135)	(147)
其他	19	29	(28)	(30)	(30)
现金净增加额	(225)	(1452)	(27)	(60)	61

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5217	3038	2820	2906	2996
营业成本	900	612	630	638	638
营业税金及附加	796	506	439	452	467
营业费用	1307	853	712	725	738
管理费用	428	481	461	467	478
研发费用	38	33	31	32	33
财务费用	(20)	2	28	30	30
资产减值损失	(19)	(14)	(17)	(17)	(17)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	73	48	48	48	48
投资收益	0	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	1822	582	547	591	641
营业外收入	3	6	6	6	6
营业外支出	27	30	23	20	20
利润总额	1797	558	530	577	626
所得税	456	152	150	163	178
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1341	406	379	413	449

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	5%	-42%	-7%	3%	3%
营业利润	7%	-68%	-6%	8%	8%
归母净利润	6%	-70%	-7%	9%	9%
获利能力					
毛利率	82.8%	79.8%	77.6%	78.1%	78.7%
净利率	25.7%	13.4%	13.4%	14.2%	15.0%
ROE	28.0%	7.9%	7.2%	7.5%	7.7%
ROIC	28.0%	7.5%	6.5%	6.7%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	43.4%	39.4%	39.4%	38.4%	37.1%
净负债比率	0.0%	12.3%	13.2%	12.8%	12.3%
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.6	0.3	0.2	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	86.5	40.1	108.0	150.0	150.0
应付账款周转率	0.7	0.6	0.9	0.9	0.9
每股资料(元)					
EPS	2.75	0.83	0.78	0.85	0.92
每股经营净现金	1.53	-1.28	1.13	1.25	1.42
每股净资产	10.64	10.49	11.01	11.58	12.20
每股股利	0.97	0.26	0.28	0.30	0.33
估值比率					
PE	11.7	38.8	41.5	38.1	35.0
PB	3.0	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	9.2	22.7	23.1	21.2	19.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。