

公司研究

25年释放压力，26Q1降幅收窄

——水井坊（600779.SH）2025年年报与2026年一季报点评

要点

事件：水井坊发布2025年年报与2026年一季报，25年总营收30.38亿元，同比下滑41.77%，归母净利润4.06亿元，同比下滑69.73%，其中25Q4总营收6.90亿元，同比下滑51.73%，归母净利润0.80亿元，同比下滑63.02%。26Q1总营收8.16亿元，同比下滑14.92%，归母净利润1.71亿元，同比下滑10.12%。

25年主动调整推动库存去化。25年面对行业调整，公司主动放缓节奏，采取稳中求进的经营方针，通过实施阶段性停货，调控发货节奏，推动社会库存回归合理水平，25年全年营收承压。1)分产品，25年高档/中档产品营收分别为26.87/1.74亿元，同比-43.59%/-34.33%，其中销量分别同比-30.45%/-21.26%。公司正式确立“水井坊”+“第一坊”双品牌体系，迭代产品序列，25年8月上市“水井坊·井18”，高端品牌第一坊打造真实年份酒标杆，并积极探索新消费场景，“水井坊·臻酿大师”26年1月上线新零售渠道，另外通过29度产品拓展品类边界。2)分渠道，25年新渠道/批发代理渠道收入6.53/22.08亿元，同比+23.77%/-50.95%，新兴渠道仍保持较好增长。

26Q1收入同比降幅有所收窄。26Q1收入端同比下滑14.9%，虽然仍在调整阶段，但收入降幅环比25年下半年已经明显收窄（25Q3/25Q4收入端同比下滑58.91%/51.73%），后续有望继续改善。分产品，26Q1高档/中档产品营收7.54/0.31亿元，同比-11.39%/-36.39%，分渠道，26Q1新渠道/批发代理渠道收入1.33/6.52亿元，同比-53.58%/+6.31%，高档产品、传统批发渠道呈现逐步企稳态势。

25年净利率明显承压，26年开始或逐步修复。1)25年/26Q1毛利率79.85%/79.84%，同比-2.91/-2.13pct，或与产品结构调整有关。25年/26Q1税金率16.65%/14.81%，同比+1.39/-2.23pct，销售费用率28.09%/24.02%，同比+3.03/-3.48pct，管理费用率15.82%/10.83%，同比+7.62/+1.85pct，伴随后续收入逐步企稳，费用率有望优化。综上25年/26Q1净利率13.36%/20.96%，同比-12.35/+1.12pct。2)25年/26Q1销售收现32.28/6.01亿元，同比-39.64%/-17.90%，截至26Q1末合同负债6.89亿元，环比/同比有所减少。

盈利预测、估值与评级：考虑需求不振、次高端白酒动销恢复节奏，我们下调2026-27年归母净利润预测为4.34/4.95亿元（较前次预测下调63%/60%），新增28年归母净利润预测为5.66亿元，折合2026-28年EPS为0.89/1.02/1.16元，当前股价对应P/E为36/32/28倍。公司25年主动调整进行渠道维护，26年或逐步企稳，下半年低基数下报表有望重回增长通道，维持“买入”评级。

风险提示：次高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期，需求恢复速度较慢。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,217	3,038	3,053	3,257	3,496
营业收入增长率	5.32%	-41.77%	0.50%	6.67%	7.33%
归母净利润(百万元)	1,341	406	434	495	566
归母净利润增长率	5.69%	-69.73%	7.03%	13.94%	14.33%
EPS(元)	2.75	0.83	0.89	1.02	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.85%	7.94%	8.01%	8.55%	9.12%
P/E	12	39	36	32	28
P/B	3.0	3.1	2.9	2.7	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-29

买入（维持）

当前价：32.27元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.88
总市值(亿元)	157.32
一年最低/最高(元)	31.81/49.88
近3月换手率	58.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.79	-24.79	-55.11
绝对	-1.71	-22.58	-27.54

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,217	3,038	3,053	3,257	3,496
营业成本	900	612	627	675	732
折旧和摊销	188	219	246	268	288
税金及附加	796	506	508	537	577
销售费用	1,307	853	840	879	926
管理费用	428	481	483	489	489
研发费用	38	33	24	26	28
财务费用	-20	2	24	21	20
投资收益	0	-4	0	0	0
营业利润	1,822	582	595	678	775
利润总额	1,797	558	595	678	775
所得税	456	152	161	183	209
净利润	1,341	406	434	495	566
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,341	406	434	495	566
EPS(元)	2.75	0.83	0.89	1.02	1.16

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	744	-624	608	535	582
净利润	1,341	406	434	495	566
折旧摊销	188	219	246	268	288
净营运资金增加	979	2,010	114	289	339
其他	-1,764	-3,259	-186	-516	-610
投资活动产生现金流	-509	-265	-301	-375	-350
净资本支出	-509	-265	-250	-300	-300
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-51	-75	-50
融资活动现金流	-460	-563	-369	-119	-185
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	-4	1,037	-221	31	-16
无息负债变化	-41	-1,701	-15	74	87
净现金流	-225	-1,452	-61	41	48

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	82.8%	79.8%	79.5%	79.3%	79.1%
EBITDA 率	38.9%	27.8%	28.2%	29.7%	31.0%
EBIT 率	35.2%	20.4%	20.2%	21.5%	22.8%
税前净利润率	34.5%	18.4%	19.5%	20.8%	22.2%
归母净利润率	25.7%	13.4%	14.2%	15.2%	16.2%
ROA	14.6%	4.8%	5.1%	5.5%	6.0%
ROE (摊薄)	25.8%	7.9%	8.0%	8.6%	9.1%
经营性 ROIC	33.4%	7.4%	7.2%	7.7%	8.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	43%	39%	36%	36%	34%
流动比率	1.41	1.48	1.61	1.67	1.76
速动比率	0.59	0.28	0.28	0.29	0.30
归母权益/有息债务	3655.12	4.93	6.63	6.82	7.45
有形资产/有息债务	6049.14	7.58	9.68	9.82	10.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	9,173	8,434	8,508	8,978	9,467
货币资金	2,124	672	611	651	699
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	118	33	46	49	52
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	19	23	0	0	0
存货	3,216	3,911	4,007	4,315	4,676
其他流动资产	72	184	184	195	207
流动资产合计	5,564	4,825	4,860	5,223	5,649
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,701	2,755	2,811	2,834	2,811
在建工程	293	255	137	81	53
无形资产	157	146	193	238	283
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	17	17	17	17
非流动资产合计	3,609	3,609	3,648	3,756	3,818
总负债	3,985	3,320	3,085	3,190	3,261
短期借款	0	1,032	813	844	828
应付账款	1,306	659	675	727	788
应付票据	34	32	31	34	37
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	16	19	19	19	19
流动负债合计	3,955	3,260	3,025	3,131	3,202
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	51	51	51	51
非流动负债合计	30	60	59	59	59
股东权益	5,188	5,114	5,424	5,788	6,206
股本	488	488	488	488	488
公积金	718	718	718	718	718
未分配利润	4,113	4,049	4,359	4,724	5,141
归属母公司权益	5,188	5,114	5,424	5,788	6,206
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	25.06%	28.09%	27.50%	27.00%	26.50%
管理费用率	8.20%	15.82%	15.82%	15.00%	14.00%
财务费用率	-0.37%	0.05%	0.79%	0.63%	0.57%
研发费用率	0.72%	1.09%	0.80%	0.80%	0.80%
所得税率	25%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.97	0.26	0.27	0.30	0.35
每股经营现金流	1.53	-1.28	1.25	1.10	1.19
每股净资产	10.64	10.49	11.13	11.87	12.73
每股销售收入	10.70	6.23	6.26	6.68	7.17

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	12	39	36	32	28
PB	3.0	3.1	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	7.2	19.9	19.2	17.1	15.3
股息率	3.0%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼