仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

白酒 2026 年 09 月 03 日

水井坊（600779）2026 年中报点评

Q2 继续出清，库存大幅去化

强推（维持）

目标价：35 元

当前价：27.31 元

事项：

- 公司公布 2026 年中报，26 年 H1 实现营业收入 10.8 亿元，同降 27.8%，归母净利润-0.1 亿元，去年同期为 1.1 亿元，销售回款 8.7 亿元，同降 49.5%，经营现金流量净额-0.7 亿元，去年同期为-5.1 亿元。单 Q2 来看，营业收入 2.7 亿元，同降 50.7%，归母净利润-1.8 亿元，去年同期为-0.8 亿元，销售回款 2.7 亿元，同降 72.9%，经营现金流量净额-1.4 亿元，去年同期为 0.7 亿元，期末合同负债 6.4 亿元，环比 Q1 末减少 0.5 亿元。

评论：

- **Q2 报表继续深度出清，主动减少发货消化库存。**公司 Q2 营收同降 50.7%，降幅环比 Q1 明显扩大（Q1 同降 14.9%），归母净利润-1.8 亿元，去年同期为-0.8 亿元，报表继续深度出清，主要系 Q2 淡季行业需求持续疲软，叠加公司主动控货去库所致，上半年渠道库存同比大幅下降约 50%。分产品看，Q2 高档/中档收入分别实现 2.5/0.2 亿元，同比-46.0%/-54.7%，核心大单品臻酿八号在商务场景受承压明显，中档酒天号陈等亦持续调整。分渠道看，Q2 新渠道/批发代理收入 0.5/2.1 亿元，同比-73.7%/-30.8%，新渠道降幅较大判断系去年同期高基数及电商投流节奏调整所致。分区域看，Q2 国内/外收入 2.5/0.1 亿元，同比-47.3%/-32.1%，国内核心市场调整幅度较大。Q2 末国内/外经销商分别较 Q1 末+4 家/持平，渠道体系保持稳健。
- **费用刚性压制净利，盈利水平明显下移。**Q2 公司毛利率同比下降 9.7pcts 至 64.8%，判断系主动去库背景下货折力度加大及产品结构阶段性下移所致。税费率方面，Q2 营业税金率同比下降 1.7pcts，销售费用率同比提升 18.4pcts 至 70.5%，管理费用率同比提升 14.0pcts。综上，Q2 归母净利率-66.7%，同比下降 50.9pcts。现金流方面，Q2 销售回款同降 72.9%，经营现金流量净额-1.4 亿元，去年同期为 0.7 亿元，Q2 末合同负债 6.4 亿元，环比 Q1 末减少 0.5 亿元，渠道信心与回款质量仍有待修复。
- **26H1 主动调整经营节奏，夯实后续发展基础。**当前白酒行业处于深度调整期，公司主动大幅降速去库的战略选择较为务实，为后续轻装上阵奠定基础。干晓峰总履新总经理后，确立“平衡基础、深化调整、夯实发展”三大方向，明确以结构优化替代规模扩张，深化价格体系维护与渠道生态建设。展望下半年，随着基数效应逐步加强，叠加渠道库存去化至合理水位，公司经营有望边际企稳。
- **投资建议：报表加大出清，需求好转后经营有望边际企稳，维持“强推”评级。**公司上半年经营承压，Q2 继续深度出清；行业深度调整期内，公司始终注重库存管理，坚持渠道健康优先，主动调整经营节奏。若后续消费需求回暖，公司有望轻装上阵。结合公司最新公告，我们调整 26-28 年 EPS 预测值为 0.54/0.69/0.86 元（原预测值为 0.81/0.87/0.91 元），考虑当前行业深度调整期、次高端酒企估值偏高规律，参考公司历史估值，下调目标价至 35 元，维持“强推”评级。
- **风险提示：**需求复苏不及预期、竞争加剧、经营策略执行不及预期等。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	3,038	2,550	2,760	3,104
同比增速(%)	-41.8%	-16.0%	8.2%	12.5%
归母净利润(百万)	406	263	334	418
同比增速(%)	-69.7%	-35.1%	27.0%	25.0%
每股盈利(元)	0.83	0.54	0.69	0.86
市盈率(倍)	32	50	39	31
市净率(倍)	2.6	2.6	2.5	2.4

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 9 月 1 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：张慧

电话：021-20572556
邮箱：zhanghui1@hcyjs.com
执业编号：S0360525070001

联系人：王培培

邮箱：wangpeipei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	48,750.32
已上市流通股(万股)	48,750.32
总市值(亿元)	133.14
流通市值(亿元)	133.14
资产负债率(%)	39.32
每股净资产(元)	10.22
12 个月内最高/最低价	47.01/26.61

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《水井坊（600779）2025 年报及 2026 年一季报点评：25 年大幅出清，26Q1 降幅收窄》
2026-05-07

《水井坊（600779）2025 年业绩预告点评：主动调控，持续出清》
2026-01-20

《水井坊（600779）2025 年三季报点评：报表大幅出清，库存水平良性》
2025-11-03

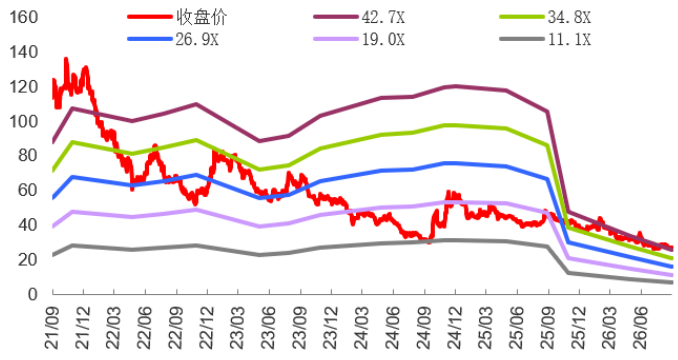
仅供内部参考，请勿外传

图表 1 水井坊分季度拆分表（百万元，%）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	24A	25A
营业总收入	933	785	2,070	1,429	959	539	850	690	816	266	5,217	3,038
营业总成本	727	687	893	1,160	704	721	562	513	589	488	3,468	2,500
其中：营业成本	182	145	319	253	173	138	155	147	164	94	900	612
利息支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
手续费及佣金支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	127	122	310	237	163	128	104	110	121	59	796	506
销售费用	327	253	175	552	264	281	189	120	196	187	1,307	853
管理费用	88	157	83	100	86	179	91	125	88	125	428	481
研发费用	6	13	7	12	8	13	5	7	5	5	38	33
财务费用	-7	-5	-3	-4	-7	-3	7	4	9	4	-20	2
信用减值损失	0	0	0	-6	-14	19	-6	7	-1	-1	-6	5
其他收益	42	1	2	29	2	42	2	2	2	3	73	48
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	-4	-1	-2	0	-4
营业利润	249	98	1,178	297	257	-140	290	175	228	-221	1,822	582
加：营业外收入	1	1	1	1	0	26	3	-24	0	0	3	6
减：营业外支出	0	19	1	7	2	1	0	27	0	5	27	30
利润总额	249	80	1,178	290	255	-115	294	124	229	-226	1,797	558
减：所得税	63	24	295	74	64	-30	73	44	58	-49	456	152
净利润	186	56	883	216	190	-85	221	80	171	-177	1,341	406
减少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归母净利润	186	56	883	216	190	-85	221	80	171	-177	1,341	406
EPS	0.4	0.1	1.8	0.4	0.4	-0.2	0.5	0.2	0.4	-0.4	2.7	0.8
毛利率	80%	82%	85%	82%	82%	74%	82%	79%	80%	65%	83%	80%
营业税金率	14%	16%	15%	17%	17%	24%	12%	16%	15%	22%	15%	17%
销售费用率	35%	32%	8%	39%	27%	52%	22%	17%	24%	71%	25%	28%
管理费用率(含研发)	10%	22%	4%	8%	10%	36%	11%	19%	11%	49%	9%	17%
营业利润率	27%	13%	57%	21%	27%	-26%	34%	25%	28%	-83%	35%	19%
实际税率	25%	30%	25%	26%	25%	26%	25%	36%	25%	22%	25%	27%
净利率	20%	7%	43%	15%	20%	-16%	26%	12%	21%	-67%	26%	13%
收入增长率	9%	17%	0%	5%	3%	-31%	-59%	-52%	-15%	-51%	5%	-42%
营业利润增长率	16%	111%	8%	-14%	3%	-242%	-75%	-41%	-11%	58%	7%	-68%
归母净利润增长率	17%	30%	8%	-12%	2%	-251%	-75%	-63%	-10%	109%	6%	-70%

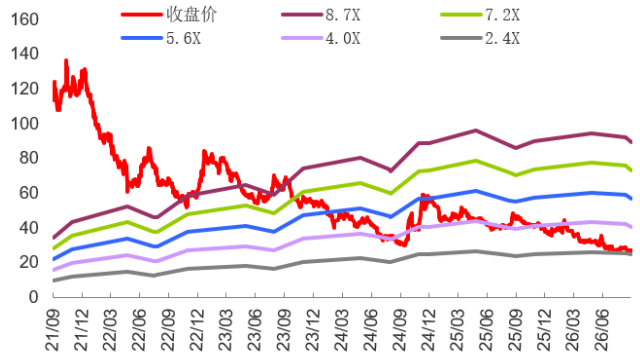
资料来源：wind，华创证券

图表 2 水井坊 PE Band



资料来源：wind，华创证券

图表 3 水井坊 PB Band



资料来源：wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	672	1,356	1,361	1,088
应收票据	0	0	0	0
应收账款	33	26	25	25
预付账款	3	17	18	20
存货	3,911	3,309	3,185	3,210
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	206	55	71	92
流动资产合计	4,825	4,763	4,660	4,435
其他长期投资	8	8	8	8
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,755	2,779	2,910	3,223
在建工程	255	355	355	455
无形资产	146	160	163	168
其他非流动资产	445	441	437	432
非流动资产合计	3,609	3,743	3,873	4,286
资产合计	**8,434**	**8,506**	**8,533**	**8,721**
短期借款	1,032	898	654	432
应付票据	32	34	29	26
应付账款	659	1,118	1,056	1,030
预收款项	0	0	0	0
合同负债	806	677	732	824
其他应付款	444	444	444	444
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7
其他流动负债	280	257	297	343
流动负债合计	3,260	3,435	3,219	3,106
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	60	60	60	60
非流动负债合计	60	60	60	60
负债合计	**3,320**	**3,495**	**3,279**	**3,166**
归属母公司所有者权益	5,114	5,011	5,254	5,555
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**5,114**	**5,011**	**5,254**	**5,555**
负债和股东权益	**8,434**	**8,506**	**8,533**	**8,721**

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**-624**	**1,518**	**869**	**898**
现金收益	635	461	729	833
存货影响	-695	601	125	-26
经营性应收影响	115	-5	1	-1
经营性应付影响	-706	461	-66	-30
其他影响	28	0	81	122
投资活动现金流	**-265**	**-354**	**-544**	**-846**
资本支出	-232	-359	-548	-849
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-33	5	4	3
融资活动现金流	**-563**	**-480**	**-320**	**-325**
借款增加	1,037	-134	-244	-222
股利及利息支付	-1,160	-96	-121	-151
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-440	-250	45	48

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**3,038**	**2,550**	**2,760**	**3,104**
营业成本	612	559	587	651
税金及附加	506	421	428	466
销售费用	853	816	855	931
管理费用	481	446	469	512
研发费用	33	31	33	37
财务费用	2	-23	-20	-17
信用减值损失	5	-3	-3	-3
资产减值损失	-18	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-4	-4	-4	-4
其他收益	48	60	60	60
营业利润	**582**	**352**	**459**	**576**
营业外收入	6	15	15	15
营业外支出	30	5	14	16
利润总额	**558**	**362**	**460**	**575**
所得税	152	99	126	157
净利润	**406**	**263**	**334**	**418**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**406**	**263**	**334**	**418**
NOPLAT	407	247	320	406
EPS(摊薄)（元）	0.83	0.54	0.69	0.86

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-41.8%	-16.0%	8.2%	12.5%
EBIT 增长率	-68.5%	-39.4%	29.6%	26.8%
归母净利润增长率	-69.7%	-35.1%	27.0%	25.0%
获利能力				
毛利率	79.8%	78.1%	78.7%	79.0%
净利率	13.4%	10.3%	12.1%	13.5%
ROE	7.9%	5.3%	6.4%	7.5%
ROIC	10.0%	5.9%	7.9%	9.9%
偿债能力				
资产负债率	39.4%	41.1%	38.4%	36.3%
债务权益比	21.5%	19.2%	13.7%	9.0%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转天数	9	4	3	3
应付账款周转天数	578	572	667	577
存货周转天数	2,095	2,325	1,992	1,769
每股指标(元)				
每股收益	0.83	0.54	0.69	0.86
每股经营现金流	-1.28	3.11	1.78	1.84
每股净资产	10.49	10.28	10.78	11.39
估值比率				
P/E	32	50	39	31
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	18	25	17	14

资料来源：公司公告，华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传

食品饮料组团队介绍

研究所所长助理、消费研究中心大组长、食品饮料首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，10 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2024 年连续四届获新财富最佳分析师评选第一名，并多次获新浪金麒麟、水晶球、上证报和 21 世纪金牌分析师等最佳分析师评选第一名，2025 年获新财富最佳分析师评选第二名。

——酒类研究小组（白酒、啤酒、黄酒、红酒、新酒饮、酒类流通行业）

酒类研究小组组长、高级分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所，5 年消费行业研究经验。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024 年加入华创证券研究所。

助理分析师：张慧

悉尼大学商学学士，蒙纳士大学银行与金融硕士。2019 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（软饮料、乳肉制品、休闲零食、功能食品、食品配料等）

大众品研究组组长、资深分析师：范子盼

中国人民大学硕士，7 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：张恒玮

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于开源证券，2026 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链及消费策略研究小组（调味品、预制食品、餐饮连锁；大消费策略研究）

分析师：廖承帅

同济大学硕士，4 年食品饮料新财富团队成员，曾任职于广发证券，2026 年加入华创证券研究所。

分析师：黄欣培

英国杜伦大学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于西部证券、德邦证券、财通证券，2026 年加入华创证券研究所。

助理研究员：施博阳

波士顿大学硕士，2025 年加入华创证券研究所。海外消费品与 AI 投研技术支持。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

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，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522