

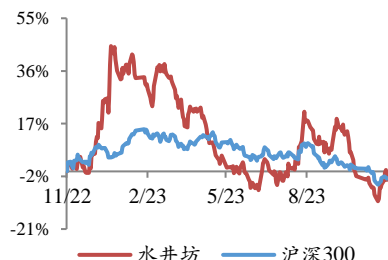
经营节奏如期推进，增长恢复至双位数

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-02

收盘价（元）	59.49
近 12 个月最高/最低（元）	89.02/54.80
总股本（百万股）	488
流通股本（百万股）	488
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	291
流通市值（亿元）	291

公司价格与沪深 300 走势比较

**分析师：刘略天**

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

水井坊发布 2023 年三季报。公司单三季度/Q1-Q3 实现营业收入 20.6 亿元/35.9 亿元，同比+21.5%/-4.8%；实现归母净利润 8.2 亿元/10.2 亿元，同比+19.6%/-3.1%。三季度如期实现双位数成长，业绩表现符合市场预期。

● 八号份额有望提升，八大市场相对优势

分产品来看，公司单三季度/Q1-Q3 高档酒营收分别为 19.8 亿元/34.1 亿元，同比+19.6%/-6.3%，中档酒营收分别为 0.5 亿元/1.4 亿元，同比+74.3%/+51.8%。产品结构上高端酒增长主要系臻酿八号动销恢复较快，叠加中秋国庆宴席备货以及 9 月供货价上涨，八号占比预计持续提升，井台、典藏受价格带及商务活动恢复影响，表现相对平淡；中档酒增长较快主要系天号陈进入全国导入阶段，贡献收入增量。分区域来看，八大重点市场三季度增长 20%，表现依旧强于其他市场（+17%），公司在电商等新渠道依旧维持较高增速。库存方面，公司延续了二季度的健康态势，省代及 T1 层面库存均保持良性。

● 全年盈利水平有望改善，Q3 预付款改善明显

盈利能力部分，公司单三季度/Q1-Q3 毛利率分别为 83.71%/83.18%，同比-0.72pct/-1.46pct，综合毛利率下滑主要系产品结构下移及中档酒成本提升较快。税金及附加率分别为 15.94%/15.72%，同比+0.43pct/-0.78pct。费用方面，公司三季度期间费用率得到改善，销售费用率下滑 0.84pct 贡献主因，判断系收入增长回归正常，费效比显著改善，管理费用率基本保持稳定。综合来看，公司单三季度/Q1-Q3 归母净利率分别为 39.76%/28.49%，同比-0.62pct/+0.52pct。全年盈利水平有望得到改善。

其他方面，Q3 现金流扭转，渠道预付款显著改善。公司单三季度/Q1-Q3 经营活动净现金流 13.4 亿元/13.6 亿元，同比+21.2%/+22.2%，其中销售收现分别为 23.3 亿元/40.2 亿元，同比+15.1%/-3.2%。截至 9 月末合同负债 11.2 亿元，环比上季度末增加 0.4 亿元，同比去年同期增加 1.5 亿元。预计八号提价、新财年政策、库存清理到位共同提振经销商回款意愿。

● 投资建议

公司经营按节奏推进，顺利实现三季度双位数成长，全年业绩增速有望年底转正，我们看好公司脱离底部的 V 型反转。预计公司 2023 年-2025 年实现营业收入增长 3.9%、18.2%、19.7%，归母净利润增长 3.5%、18.5%、20.6%，对应 EPS 预测为 2.58、3.05、3.68 元，对应

11 月 2 日 PE 分别 28、24、20 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济波动风险；
- (2) 千元价格带竞争加剧；
- (3) 特曲类产品增长放缓。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4673	4855	5738	6868
收入同比 (%)	0.9%	3.9%	18.2%	19.7%
归属母公司净利润	1216	1259	1491	1799
净利润同比 (%)	1.4%	3.5%	18.5%	20.6%
毛利率 (%)	84.5%	85.2%	85.2%	85.5%
ROE (%)	35.2%	29.0%	27.7%	27.1%
每股收益 (元)	2.50	2.58	3.05	3.68
P/E	33.80	28.12	23.74	19.69
P/B	11.92	8.16	6.58	5.33
EV/EBITDA	23.15	18.62	15.49	12.14

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 11 月 2 日

财务报表与盈利预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4410	4695	6304	8053	营业收入	4673	4855	5738	6868
现金	1912	2479	2975	4871	营业成本	725	720	848	997
应收账款	3	0	0	0	营业税金及附加	735	764	903	1081
其他应收款	15	12	20	18	销售费用	1279	1329	1570	1879
预付账款	16	18	21	25	管理费用	355	369	436	522
存货	2443	2165	3267	3118	财务费用	-33	-19	-25	-30
其他流动资产	21	21	21	21	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	2637	3060	3469	3363	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	483	613	754	859	营业利润	1633	1689	2001	2414
无形资产	130	132	135	141	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	2024	2315	2579	2363	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	7047	7756	9773	11416	利润总额	1632	1689	2001	2414
流动负债	3561	3388	4361	4745	所得税	416	430	510	615
短期借款	0	0	0	0	净利润	1216	1259	1491	1799
应付账款	1163	973	1546	1415	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2397	2414	2815	3330	归属母公司净利润	1216	1259	1491	1799
非流动负债	28	28	28	28	EBITDA	1699	1769	2094	2515
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	2.50	2.58	3.05	3.68
其他非流动负债	28	28	28	28					
负债合计	3589	3416	4389	4773					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	488	488	488	488					
资本公积	419	419	419	419					
留存收益	2552	3433	4477	5736					
归属母公司股东权益	3458	4340	5384	6643					
负债和股东权益	7047	7756	9773	11416					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1314	1467	1470	2461	成长能力				
净利润	1216	1259	1491	1799	营业收入	0.9%	3.9%	18.2%	19.7%
折旧摊销	96	99	118	132	营业利润	-2.1%	3.4%	18.5%	20.6%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	1.4%	3.5%	18.5%	20.6%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	84	109	-139	531	毛利率（%）	84.5%	85.2%	85.2%	85.5%
其他经营现金流	1049	1150	1631	1267	净利率（%）	26.0%	25.9%	26.0%	26.2%
投资活动现金流	-953	-522	-526	-25	ROE（%）	35.2%	29.0%	27.7%	27.1%
资本支出	-953	-522	-526	-25	ROIC（%）	34.4%	28.6%	27.3%	26.7%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率（%）	50.9%	44.0%	44.9%	41.8%
筹资活动现金流	-339	-378	-447	-540	净负债比率（%）	103.8%	78.7%	81.5%	71.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	1.24	1.39	1.45	1.70
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.54	0.74	0.69	1.03
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	23	0	0	0	总资产周转率	0.72	0.66	0.65	0.65
其他筹资现金流	-363	-378	-447	-540	应收账款周转率	855.48	—	—	—
现金净增加额	21	567	496	1897	应付账款周转率	0.67	0.67	0.67	0.67

每股指标（元）					估值比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益	2.50	2.58	3.05	3.68	P/E	33.80	28.12	23.74	19.69
每股经营现金流（摊）	2.69	3.00	3.01	5.04	P/B	11.92	8.16	6.58	5.33
每股净资产	7.08	8.89	11.02	13.60	EV/EBITDA	23.15	18.62	15.49	12.14

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。