

2023年主要经营数据点评：轻装上阵，如期兑现

增持（首次）

2024年01月31日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	4,673	4,953	5,203	5,772
同比	1%	6%	5%	11%
归属母公司净利润（百万元）	1,216	1,269	1,324	1,500
同比	1%	4%	4%	13%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.49	2.60	2.71	3.07
P/E（现价&最新股本摊薄）	20.67	19.80	18.98	16.76

投资要点

事件：经公司初步核算，预计23年营收49.5亿元，同比约+6%；归母净利润12.7亿元，同比约+4.4%，全年实现正增长经营目标。23Q4预计营收13.6亿元，同比约+51%；归母净利润2.5亿元，同比约+53%。

- **Q4收入顺利兑现，臻酿八号保障销售基本盘。**23Q4营收同比增长51%，增速较高主因23年同期低基数影响，23H2报表收入确认与渠道回款进度基本匹配。公司较早实现控货去库，23H1期末渠道库存已回落至健康偏低水平，为23H2回款打下良好基础。23H2收入同比21H2复合增速约为11%，考虑库存波动影响，我们估算实际动销实现复合个位数增长。分产品看，伴随公司加大BC联动投放，臻酿八号销售受益宴席需求改善，叠加23年国庆节前上调打款价，回款兑现相对顺利。新井台市场接受度不及预期，同时遭遇特曲60等竞品分流，销售仍待培育。
- **净利率表现相对稳定，预计费用小幅增长。**23Q4归母净利率同比增长0.2pct，预计主因费用率正常回落，一则22Q4公司收入同比下滑较多，22Q4销售费用率、管理费用率基数偏高；二则股权激励费用亦同比减少。23年归母净利率同比-0.4pct，我们预计主要系产品结构同比下行、管理费用相对刚性。公司加投BC联动费用，同时品牌及品鉴投入有一定收缩，预计24Q4销售费用仅小幅增长。
- **产品高端化思路延续，强化消费者培育。**23Q4公司延续此前高端化思路，23年末发布井台逸品完善井台产品线，面向特定团购渠道以便更好满足圈层消费；2022年推出的“白酒学坊”在苏州、广州等重点城市落地，截止23年末超8000个核心目标消费者参与，消费者培育水平进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**短期受宏观下行影响，次高端动销持续承压，未来伴随公司品牌建设及消费培育活动的坚定推进，在宏观经济逐步企稳背景下，期待水井坊恢复稳健较快增长。我们预计公司2023-2025年实现营业收入49.5/52/57.7亿元，分别同比增长6%、5%、11%，归母净利润12.7/13.2/15亿元，分别同比增长4%、4%、13%，对应2023-2025年PE分别为20/19/17倍。考虑次高端价格带有所承压，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**经济下行和疫情反复影响；次高端主力价位竞争加剧；品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.00
一年最低/最高价	48.01/88.27
市净率(倍)	5.77
流通 A 股市值(百万元)	23,929.71
总市值(百万元)	23,929.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.49
资产负债率(% ,LF)	47.62
总股本(百万股)	488.36
流通 A 股(百万股)	488.36

相关研究

《水井坊(600779)：主动调整迎阵痛，立足长远再出发》

2020-07-28

《水井坊(600779)：19高端+全国化进程顺利，20Q1短暂承压不改长期逻辑》

2020-04-27

水井坊三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,410	4,540	4,150	4,609	营业总收入	4,673	4,953	5,203	5,772
货币资金及交易性金融资产	1,912	2,168	2,047	2,193	营业成本(含金融类)	725	829	864	910
经营性应收款项	20	46	43	52	税金及附加	735	762	820	910
存货	2,443	2,298	2,021	2,127	销售费用	1,279	1,300	1,366	1,502
合同资产	0	0	0	0	管理费用	355	389	420	474
其他流动资产	36	28	40	237	研发费用	37	39	41	46
非流动资产	2,637	3,160	3,637	3,943	财务费用	(33)	(41)	(54)	(57)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	73	38	38	38
固定资产及使用权资产	494	451	1,747	1,768	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1,624	2,187	1,367	1,367	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	130	132	135	137	减值损失	(13)	1	2	5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	(6)	(6)	(6)
长期待摊费用	14	10	6	0	营业利润	1,633	1,708	1,780	2,024
其他非流动资产	375	378	382	670	营业外净收支	(2)	(7)	(8)	(6)
资产总计	7,047	7,700	7,787	8,552	利润总额	1,632	1,701	1,773	2,019
流动负债	3,561	3,447	2,918	2,922	减:所得税	416	432	449	519
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	6	净利润	1,216	1,269	1,324	1,500
经营性应付款项	1,166	1,080	753	815	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,027	994	855	838	归属母公司净利润	1,216	1,269	1,324	1,500
其他流动负债	1,361	1,366	1,304	1,263					
非流动负债	28	35	35	35	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.49	2.60	2.71	3.07
长期借款	0	6	6	6					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	1,603	1,664	1,722	1,959
租赁负债	6	6	6	6	EBITDA	1,699	1,741	1,830	2,092
其他非流动负债	22	22	22	22					
负债合计	3,589	3,481	2,953	2,956	毛利率(%)	84.49	83.27	83.40	84.23
归属母公司股东权益	3,458	4,218	4,835	5,595	归母净利率(%)	26.02	25.61	25.45	25.98
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,458	4,218	4,835	5,595	收入增长率(%)	0.88	6.00	5.05	10.94
负债和股东权益	7,047	7,700	7,787	8,552	归母净利润增长率(%)	1.40	4.35	4.37	13.25

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,314	1,379	1,192	1,341	每股净资产(元)	7.08	8.64	9.90	11.46
投资活动现金流	(953)	(619)	(605)	(455)	最新发行在外股份(百万股)	488	488	488	488
筹资活动现金流	(339)	(503)	(708)	(739)	ROIC(%)	39.04	32.20	28.29	27.80
现金净增加额	21	257	(122)	146	ROE-摊薄(%)	35.16	30.07	27.39	26.80
折旧和摊销	96	77	109	133	资产负债率(%)	50.93	45.21	37.92	34.57
资本开支	(953)	(619)	(605)	(172)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.67	19.80	18.98	16.76
营运资本变动	84	21	(252)	(299)	P/B(现价)	7.27	5.96	5.20	4.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>