

水井坊 (600779)

2023 年报及 2024 年一季报点评: 结构承压, 尚待修复

增持 (维持)

2024 年 04 月 28 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,673	4,953	5,096	5,605	6,295
同比 (%)	0.88	6.00	2.89	9.98	12.30
归母净利润 (百万元)	1,216	1,269	1,303	1,431	1,646
同比 (%)	1.40	4.36	2.69	9.86	14.98
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.49	2.60	2.67	2.93	3.37
P/E (现价&最新摊薄)	18.54	17.77	17.31	15.75	13.70

投资要点

- **事件:** 23 年营收/归母净利润分别为 49.53/12.69 亿元, 同比+6%/+4.36%。23Q4 营收/归母净利润分别为 13.65/2.46 亿元, 同比+51.32%/+53.17%。24Q1 营收/归母净利润分别为 9.33/1.86 亿元, 同比+9.38%/+16.82%
- **全年回归正增, 天号陈表现凸显。** 23 年酒类收入 48.75 亿元, 同比+5.36%: ① 高档酒收入 46.7 亿元, 同比+3.7%, 量价同比-1%/+4.7%。臻酿八号受益宴席场景增量带动, 叠加 23 年国庆节前上调打款价, 销售表现相对稳定, 预计实现小幅增长。新井台提价效果不佳, 且 500 元价位带需求承压, 预计增速弱于整体。② 中档酒收入 2 亿元, 同比+64.1%, 量价同比+71.4%/-4.3%, 主因天号陈新品招商贡献增量。
- **结构压制毛利, 盈利能力有待修复。** 23 年归母净利率同比-0.4pct 至 25.6%, 主系产品结构下探拖累: 1) 毛利率: 23 年毛利率同比-1.3pct 至 83.2%, 主系高价位产品销售疲软; 2) 费用率: 全年销售/管理费用率分别同比-1.0/-0.3pct 至 26.4%/7.3%, 公司动态调整各项目投入费用比例, BC 联动投入持续、费投效率有所提升。
- **24 年恢复在途, 毛销承压。** 1) 收入端: 24Q1 高档/中档收入同比-0.6%/62.4%, 自 23H2 逐步补库以来, 次高端产品销售仍具压力, 24Q1 收入+△合同负债同比+5%, 体现回款推进不畅。2) 盈利端: Q1 归母净利率为 20%, 同比+1.3pct, 主系政府补贴及税金率贡献, 毛、销仍待改善: ① 毛销拖累: 毛利率/销售费率分别同比-2.7pct/+3.2pct, 1 是结构拖累, 2 是销售费用 23 年基数偏低。② 利润正向贡献: 营业税金率同比-2.06pct 至 13.59%, 主系缴税节奏影响。其他收益同比约+0.4 亿元, 主系本期收到的政府产业发展扶持资金增加。
- **盈利预测与投资评级:** 短期受大环境影响, 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。我们下调公司 2024-2025 年归母净利润至 13、14.3 亿元 (前值为 13.2/14.8 亿元), 分别同比增长 3%、10% (前值为 4%、13%), 预计 2026 年收入/归母净利润分别为 63/16.5 亿元, 分别同比+12%/15%, 对应 2024-2026 年 PE 分别为 17/16/14 倍, 维持“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)	46.17
一年最低/最高价	41.90/75.68
市净率(倍)	5.00
流通 A 股市值(百万元)	22,547.65
总市值(百万元)	22,547.65

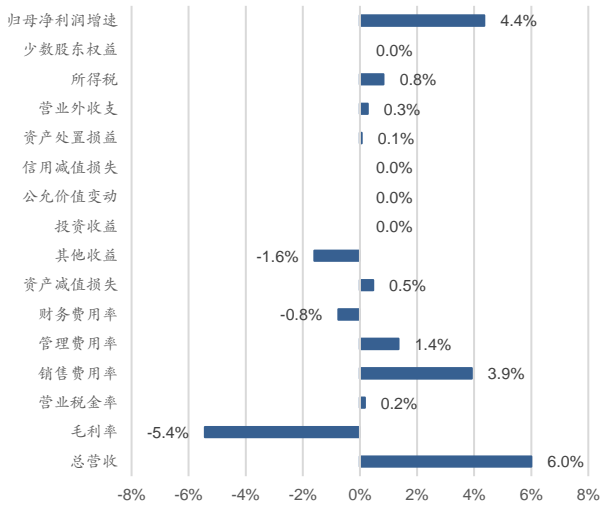
基础数据

每股净资产(元,LF)	9.23
资产负债率(% LF)	45.53
总股本(百万股)	488.36
流通 A 股(百万股)	488.36

相关研究

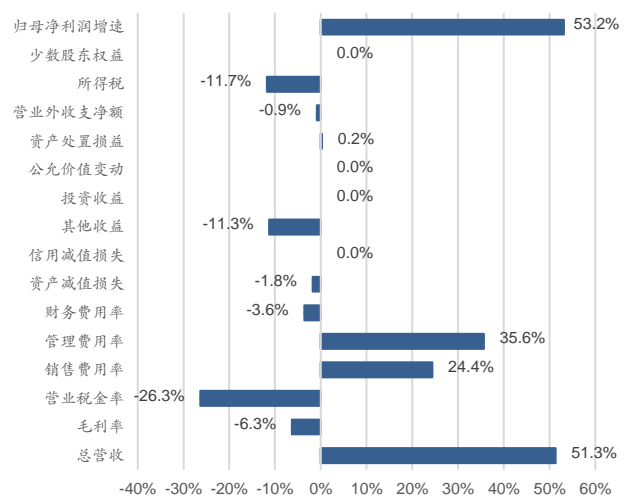
- 《水井坊(600779): 2023 年主要经营数据点评: 轻装上阵, 如期兑现》
2024-01-31
- 《水井坊(600779): 主动调整迎阵痛, 立足长远再出发》
2020-07-28

图1: 23年归母净利润增速拆分



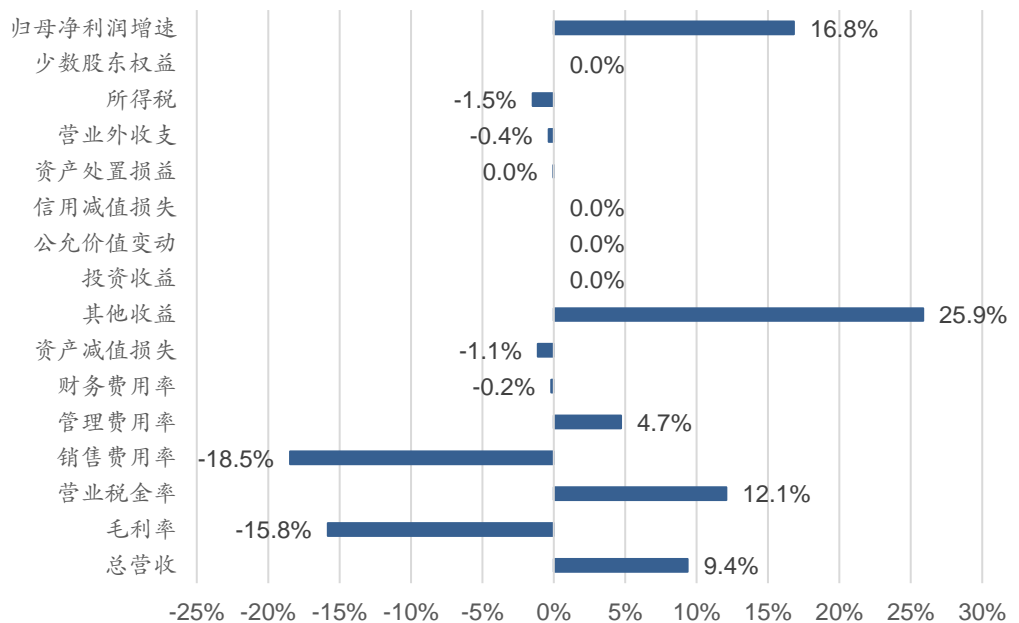
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 23Q4 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 24Q1 归母净利润增速拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

水井坊三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,904	4,866	5,298	6,708	营业总收入	4,953	5,096	5,605	6,295
货币资金及交易性金融资产	2,350	2,295	2,934	3,865	营业成本(含金融类)	834	858	940	1,043
经营性应收款项	27	42	45	52	税金及附加	777	790	886	995
存货	2,452	2,458	2,240	2,511	销售费用	1,308	1,395	1,516	1,651
合同资产	0	0	0	0	管理费用	362	374	409	461
其他流动资产	75	70	80	281	研发费用	37	39	42	48
非流动资产	3,521	4,151	4,147	4,210	财务费用	(26)	(47)	(46)	(58)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	58	50	50	50
固定资产及使用权资产	727	796	2,177	2,094	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	2,188	2,738	1,342	1,342	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	163	177	190	204	减值损失	(20)	1	2	5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	(4)	(4)	(4)
长期待摊费用	18	14	9	4	营业利润	1,698	1,736	1,907	2,207
其他非流动资产	425	427	429	565	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	8,425	9,018	9,445	10,918	利润总额	1,699	1,737	1,908	2,209
流动负债	4,000	3,675	3,101	3,421	减:所得税	431	434	477	563
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	5	净利润	1,269	1,303	1,431	1,646
经营性应付款项	1,092	1,235	759	1,037	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,220	1,030	930	959	归属母公司净利润	1,269	1,303	1,431	1,646
其他流动负债	1,683	1,405	1,405	1,420	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.60	2.67	2.93	3.37
非流动负债	31	36	36	36	EBIT	1,672	1,683	1,855	2,138
长期借款	0	6	6	6	EBITDA	1,785	1,797	2,023	2,370
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	83.16	83.16	83.24	83.44
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.62	25.56	25.54	26.14
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	6.00	2.89	9.98	12.30
负债合计	4,031	3,711	3,137	3,457	归母净利润增长率(%)	4.36	2.69	9.86	14.98
归属母公司股东权益	4,394	5,306	6,308	7,460					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,394	5,306	6,308	7,460					
负债和股东权益	8,425	9,018	9,445	10,918					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,734	1,083	1,240	1,727	每股净资产(元)	9.00	10.87	12.92	15.28
投资活动现金流	(974)	(752)	(172)	(301)	最新发行在外股份(百万股)	488	488	488	488
筹资活动现金流	(318)	(385)	(430)	(494)	ROIC(%)	31.73	25.98	23.90	23.10
现金净增加额	442	(54)	639	931	ROE-摊薄(%)	28.87	24.55	22.69	22.06
折旧和摊销	113	113	168	231	资产负债率(%)	47.84	41.15	33.21	31.67
资本开支	(974)	(754)	(174)	(168)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.77	17.31	15.75	13.70
营运资本变动	400	(334)	(360)	(148)	P/B (现价)	5.13	4.25	3.57	3.02

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。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>