

2024年04月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

全年表现符合预期，臻酿八号销售双位数增长

—水井坊（600779.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年4月26日，水井坊发布2023年年报及2024年一季度报。

投资要点

基本数据

2024-04-26

当前股价(元)	46.17
总市值(亿元)	225
总股本(百万股)	488
流通股本(百万股)	488
52周价格范围(元)	42.59-75.34
日均成交额(百万元)	225.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《水井坊（600779）：发布回购公告，期待激励计划推出》2024-02-22
- 2、《水井坊（600779）：提议回购提振信心，Q1业绩向好》2024-02-06
- 3、《水井坊（600779）：全年目标顺利完成，四季度同比大幅增长》2024-01-28

Q1扣非利润低于预期，回款健康增长

全年收入利润符合预期，Q1扣非利润低于预期。2023年总营收49.53亿元（同增6.00%），归母净利润12.69亿元（同增4.36%），扣非净利润12.25亿元（同增5.27%）。2023Q4总营收13.65亿元（同增51.32%），归母净利润2.46亿元（同增53.17%），扣非净利润2.27亿元（同增63.86%）。2024Q1总营收9.33亿元（同增9.38%），归母净利润1.86亿元（同增16.82%），扣非净利润1.54亿元（同减2.42%），主要系公司收到0.42亿元政府产业发展扶持资金所致。产品结构下行致毛利率承压，销售费用投放力度加大。2023年毛利率/净利率分别为83.16%/25.62%，分别同比-1.33/0.40pcts，主要系产品结构变化致毛利率下滑。2024Q1毛利率/净利率分别为80.47%/19.96%，分别同比-2.71/+1.27pcts，销售/管理费用率分别同比+3.15/-0.70pcts，主要系公司Q1加快品牌宣传与圈层营销等措施，加大费投力度。全年经营净现金流健康增长，回款增长匹配整体节奏。2023/2024Q1经营净现金流分别为17.34/-1.02亿元，2023年经营净现金流同增31.98%，2024Q1经营净现金流转负预计主要受税收影响。2023/2024Q1销售回款分别为56.36/9.30亿元，分别同增7.53%/5.96%。截至2024Q1末，合同负债11.51亿元，环比减少5.64%。

臻酿八号销售双位数增长，期待井台恢复增长

2023年高档/中档酒营收分别为46.71/2.05亿元，分别同增3.73%/64.08%，占比分别同比-1.50/+1.50pcts。2023年公司持续对产品进行升级创新，推广新井台的同时推出“井台逸品”和“水井坊·第一坊”等高端产品，针对宴席渠道推出“水井宴”；2023年对臻酿八号适时提价，新增臻酿八号有效门店9000家，实现销售双位数增长。2023年高档/中档酒毛利率分别为84.88%/65.10%，分别同比-0.28/-1.97pct。2023年年底公司在全国落地60多座水井坊文化美

学馆和体验馆，升级博物馆，预计将进一步提升品牌影响力。2023 年高档/中档酒销量分别同比-0.96%/+71.42%，均价分别同比+4.73%/-4.28%，以天号陈为代表的中档酒销量提升明显。2024Q1 高档/中档酒营收分别为 7.97/0.74 亿元，分别同比 -0.58%/+62.38%，毛利率分别同比 -0.35/-0.84pcts。

■ 新渠道开展顺利，期待团购拓展

八大核心市场稳健增长，电商及 BD 部门放量增长。2023 年国内/国外营收分别为 48.36/0.40 亿元，分别同比+5.80%/-30.05%，毛利率分别同比-0.71/+4.16pcts；2024Q1 国内/国外营收分别同比+2.22%/+98.04%，毛利率分别同比-0.17/-6.74pcts。2023 年八大省份/其他省份/电商及 BD 部门营收分别同比+4%/-1%/+50%；2024Q1 分别同比+5%/-6%/+16%。2024 年公司将集中资源打造臻酿八号全国百强城市，加大核心市场的策略布局。新渠道营收高增，毛利率略下滑。2023 年新渠道/批发代理营收分别为 4.80/43.96 亿元，分别同比+60.34%/+1.56%，毛利率分别同比-1.74/-0.37pcts；2024Q1 新渠道/批发代理营收分别同比+11.95%/+1.74%，毛利率分别同比-3.12/-0.14pcts。2024 年公司将持续开展消费者培育活动，针对团购渠道配备专营团队，目标主营业务收入和净利润均保持增长。

■ 盈利预测

我们看好公司短期臻酿八号的增长，长期继续推进高端品牌建设，加大对新一代井台的消费者培育，聚焦前八大核心市场，打造浓香白酒头部品牌之一。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 2.98/3.51/4.13 元，当前股价对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、前八大市场增长不及预期、典藏大师及井台销售不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,953	5,601	6,432	7,464
增长率（%）	6.0%	13.1%	14.8%	16.0%
归母净利润（百万元）	1,269	1,457	1,717	2,015
增长率（%）	4.4%	14.8%	17.8%	17.4%
摊薄每股收益（元）	2.60	2.98	3.51	4.13
ROE（%）	28.9%	27.3%	26.6%	25.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,350	3,156	4,362	5,852
应收款	16	23	26	29
存货	2,452	2,903	3,006	3,165
其他流动资产	86	39	45	52
流动资产合计	4,904	6,121	7,439	9,098
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	721	1,985	2,377	2,429
在建工程	2,186	875	350	140
无形资产	163	155	147	139
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	451	451	451	451
非流动资产合计	3,521	3,465	3,325	3,158
资产总计	8,425	9,586	10,764	12,257
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	1,092	1,452	1,530	1,646
其他流动负债	1,688	1,688	1,688	1,688
流动负债合计	4,000	4,214	4,276	4,459
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	31
非流动负债合计	31	31	31	31
负债合计	4,031	4,245	4,307	4,490
所有者权益				
股本	488	488	488	488
股东权益	4,394	5,341	6,457	7,767
负债和所有者权益	8,425	9,586	10,764	12,257

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1269	1457	1717	2015
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	101	56	140	166
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	364	-197	-50	15
经营活动现金净流量	1734	1316	1806	2195
投资活动现金净流量	-974	48	132	158
筹资活动现金净流量	46	-510	-601	-705
现金流量净额	806	854	1,338	1,649

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,953	5,601	6,432	7,464
营业成本	834	892	998	1,161
营业税金及附加	777	874	997	1,149
销售费用	1,308	1,551	1,769	2,053
管理费用	362	403	463	530
财务费用	-26	-88	-122	-164
研发费用	37	42	49	56
费用合计	1,682	1,909	2,158	2,475
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,698	1,973	2,319	2,718
加:营业外收入	7	5	4	4
减:营业外支出	6	4	3	3
利润总额	1,699	1,974	2,320	2,719
所得税费用	431	517	603	704
净利润	1,269	1,457	1,717	2,015
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,269	1,457	1,717	2,015

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	6.0%	13.1%	14.8%	16.0%
归母净利润增长率	4.4%	14.8%	17.8%	17.4%
盈利能力				
毛利率	83.2%	84.1%	84.5%	84.4%
四项费用/营收	33.9%	34.1%	33.6%	33.2%
净利率	25.6%	26.0%	26.7%	27.0%
ROE	28.9%	27.3%	26.6%	25.9%
偿债能力				
资产负债率	47.8%	44.3%	40.0%	36.6%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	312.3	243.3	243.3	260.7
存货周转率	0.3	0.6	0.7	0.7
每股数据(元/股)				
EPS	2.60	2.98	3.51	4.13
P/E	17.8	15.5	13.1	11.2
P/S	4.6	4.0	3.5	3.0
P/B	5.1	4.2	3.5	2.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。