

# 水井坊 (600779)

## 2024 年中报点评: 业绩符合预期, 期待聚势启新

增持 (维持)

2024 年 07 月 27 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)	4673	4953	4780	4969	5555
同比 (%)	0.88	6.00	(3.50)	3.96	11.78
归母净利润 (百万元)	1216	1269	1130	1163	1324
同比 (%)	1.40	4.36	(10.97)	2.94	13.86
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.49	2.60	2.31	2.38	2.71
P/E (现价&最新摊薄)	14.40	13.79	15.49	15.05	13.22

### 投资要点

- **事件:** 公司公告 24H1 营收/归母净利分别 17.2/2.4 亿元, 同比 12.6%/19.6%。24Q2 营收/归母净利分别 7.9/0.6 亿元, 分别同比 +16.6%/29.6%。
- **24 财年顺利收官, Q2 动销保持弱势平稳。** 24 财年(23Q3~24Q2)公司营收实现 51.5 亿元, 同比+25%(2 年 CAGR 2.8%), 顺利达成财年目标; 对应 24Q2 收入同增 16.6%, 略好于预期主因散酒销售贡献约 5.5pct。产品方面, 24Q2 酒类收入同增 11.2%, 2 年 CAGR 为 7.4%; 其中高档酒 Q2/H1 的 2 年 CAGR 分别为 7.4%/-12.6%。高档酒 Q1 节奏适度调控, Q2 低基数下同比增速略有回升, 但动销表现仍待恢复。现金流方面, 24Q2 收入+△合同负债同比-7.3%, 在完成财年目标基础上, Q2 以去库稳价为主, 季末渠道库存约 50+天。
- **Q2 费用高位回落, 盈利相对修复。** ①毛利率: 24Q2 达 81.5%, 同比基本持平, 吨价/吨成本分别同比 15.8%/15.9%。②费用率: Q2 销售费率同比-8.9pct 至 32.2%, 单季费率显著回落, 与春糖等活动错期投入有关。H1 销售费用温和增长 5.7%, 品牌投入延续以往典藏国宝、WTT 及网球赛事等活动。Q2 管理(含研发)费率同比+2.9pct 至 21.6%, 主系邛崃全项目建成转固, 折旧及人员费用有所增加。
- **新总经理人选落地, 期待销售运营重振旗鼓。** 经过 1 年多时间, 公司自 2024 年 7 月 15 日起对胡庭洲先生进行正式任命, 新任总经理人选终迎尘埃落定, 期待经营管理逐步理顺。此前胡总曾于宝洁、柯达、百事负责销售管理职能, 并出任过好时中国总经理、豫园股份总裁等管理要职, 在食品饮料等快消品行业拥有丰富经验, 未来有望发挥自身专业才干, 帮助公司在市场营销、品牌宣传、销售渠道拓展方面实现管理优化。
- **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, 我们调整 2024~2026 年归母净利润分别为 11.3、11.6、13.2 亿元 (前值分别为 13、14.3、16.5 亿元), 分别同比-11%、+3%、+14% (3%、10%、15%), 当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 15、15、13 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)	35.84
一年最低/最高价	34.44/75.68
市净率(倍)	4.25
流通 A 股市值(百万元)	17,502.87
总市值(百万元)	17,502.87

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.43
资产负债率(% ,LF)	50.97
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 年报及 2024 年一季报点评: 结构承压, 尚待修复》  
2024-04-29
- 《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
<b>流动资产</b>	<b>4,904</b>	<b>4,655</b>	<b>4,695</b>	<b>5,930</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,953</b>	<b>4,780</b>	<b>4,969</b>	<b>5,555</b>
货币资金及交易性金融资产	2,350	2,168	2,607	3,218	营业成本(含金融类)	834	844	869	956
经营性应收款项	27	41	42	48	税金及附加	777	741	760	861
存货	2,452	2,377	1,968	2,386	销售费用	1,308	1,352	1,422	1,545
合同资产	0	0	0	0	管理费用	362	373	402	453
其他流动资产	75	69	79	278	研发费用	37	36	38	42
<b>非流动资产</b>	<b>3,521</b>	<b>4,151</b>	<b>4,147</b>	<b>4,210</b>	财务费用	(26)	(23)	(21)	(26)
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	<b>营业利润</b>	<b>1,698</b>	<b>1,505</b>	<b>1,549</b>	<b>1,776</b>
其他非流动资产	425	427	429	565	营业外净收支	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>8,425</b>	<b>8,806</b>	<b>8,841</b>	<b>10,140</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,699</b>	<b>1,506</b>	<b>1,550</b>	<b>1,777</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,000</b>	<b>3,585</b>	<b>2,806</b>	<b>3,178</b>	减:所得税	431	377	388	453
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	5	<b>净利润</b>	<b>1,269</b>	<b>1,130</b>	<b>1,163</b>	<b>1,324</b>
经营性应付款项	1,092	1,196	648	998	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,220	1,013	860	879	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,269</b>	<b>1,130</b>	<b>1,163</b>	<b>1,324</b>
其他流动负债	1,683	1,370	1,292	1,295	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.60	2.31	2.38	2.71
非流动负债	31	36	36	36	EBIT	1,672	1,476	1,521	1,739
长期借款	0	6	6	6	EBITDA	1,785	1,589	1,689	1,970
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	83.16	82.34	82.51	82.79
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.62	23.63	23.40	23.84
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	6.00	(3.50)	3.96	11.78
<b>负债合计</b>	<b>4,031</b>	<b>3,621</b>	<b>2,842</b>	<b>3,214</b>	归母净利润增长率(%)	4.36	(10.97)	2.94	13.86
归属母公司股东权益	4,394	5,185	5,999	6,926					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,394</b>	<b>5,185</b>	<b>5,999</b>	<b>6,926</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,425</b>	<b>8,806</b>	<b>8,841</b>	<b>10,140</b>					

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	904	960	1,311	每股净资产(元)	9.00	10.62	12.28	14.18
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)	(333)	(349)	(398)	ROIC(%)	31.73	23.07	20.35	20.01
现金净增加额	442	(182)	439	612	ROE-摊薄(%)	28.87	21.79	19.38	19.12
折旧和摊销	113	113	168	231	资产负债率(%)	47.84	41.12	32.15	31.70
资本开支	(974)	(754)	(174)	(168)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.79	15.49	15.05	13.22
营运资本变动	400	(341)	(371)	(242)	P/B (现价)	3.98	3.38	2.92	2.53

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>