



水井坊 (600779.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩超预期，经营势能稳健

业绩简评

24年7月26日，公司披露24年半年报。1) 24H1 实现营收17.2亿元，同比+12.6%；归母净利润2.4亿元，同比+19.5%。2) 24Q2 实现营收7.9亿元，同比+16.6%；归母净利润0.6亿元，同比+29.6%，营收/归母净利润均超预期。

经营分析

分产品看：1) 24H1 高档/中档分别实现营收15.2/1.0亿元，同比+6%/+13%，毛利率同比+1.4pct/持平，整体销量+5%/吨价+1%。2) FY24 酒类营收49.7亿元，同比+21%；高档/中档分别实现营收47.6/2.2亿元，同比+21%/+44%，中档占比同比小幅增长0.7pct。我们预计核心单品臻酿八号贡献高档主要增量，公司也规划持续加大次高端产品尤其是臻酿八号的品宣曝光&市场支持。井台、典藏预计仍会强化品牌建设投入，24H1 公司新开设十余家文化美学馆和体验馆，截至6月末累计已超百家；加强“水井坊 第一坊”品牌价值传播、推进圈层拓展，24H1 白酒学坊举办153场活动、覆盖3000+参与者。

从盈利能力看：1) 24H1 归母净利润同比+0.8pct 至14.1%，其中毛利率同比-1.5pct，销售费用率-2.2pct，管理费用率+1.1pct；24Q2 归母净利润同比+0.7pct 至7.1%，历年Q2为年内净利率低点，其中毛利率为81.5%同比持平，销售费用率-8.9pct，管理费用率+3.0pct。2) 24Q2 末合同负债余额10.7亿元（其中预收货款为2.15亿），环比-0.8亿元，考虑营收+环比合同负债后同比-7.3%；24Q2 销售收现7.65亿元，同比-5.9%。

公司持续落地“产品升级创新、品牌高端化、营销突破”三大策略，而当下稳健的厂商关系恰得益于公司对渠道价值链的维护。此外，公司聚焦下沉细分市场、持续拓点、强化厂商地推人员的培训&加大补贴等规划明晰，叠加不错的品牌调性、总经理人选已落地，我们看好公司稳健发展的势能，建议持续关注。

盈利预测、估值与评级

考虑次高端需求恢复承压，我们下调25/26年归母净利润8%/11%，预计24-26年收入增速为10.8%/10.0%/9.4%；归母净利润增速为13.4%/11.5%/11.2%，对应归母净利润为14.39/16.04/17.84亿元；EPS为2.95/3.28/3.65元，公司股票现价对应PE估值为12.2/10.9/9.8倍，维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济承压风险；行业政策风险；次高端需求恢复不及预期；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：35.84元

相关报告：

- 《水井坊公司点评：稳健发展，改善可期》，2024.4.27
- 《水井坊公司点评：Q4 低基数高增，兑现符合预期》，2024.1.28
- 《水井坊公司深度研究：行业迭变中，第一坊破局潜力如何？》，2023.12.6



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,673	4,953	5,490	6,037	6,606
营业收入增长率	0.9%	6.0%	10.8%	10.0%	9.4%
归母净利润(百万元)	1,216	1,269	1,439	1,604	1,784
归母净利润增长率	1.4%	4.4%	13.4%	11.5%	11.2%
摊薄每股收益(元)	2.49	2.60	2.95	3.28	3.65
每股经营性现金流净额	2.69	3.55	4.69	4.04	4.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.16%	28.87%	27.38%	25.47%	23.92%
P/E	33.91	22.62	12.16	10.91	9.81
P/B	11.92	6.53	3.33	2.78	2.35

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,632	4,673	4,953	5,490	6,037	6,606
增长率		0.9%	6.0%	10.8%	10.0%	9.4%
主营业务成本	-717	-725	-834	-924	-1,029	-1,130
%销售收入	15.5%	15.5%	16.8%	16.8%	17.0%	17.1%
毛利	3,915	3,948	4,119	4,565	5,008	5,476
%销售收入	84.5%	84.5%	83.2%	83.2%	83.0%	82.9%
营业税金及附加	-736	-735	-777	-851	-930	-1,011
%销售收入	15.9%	15.7%	15.7%	15.5%	15.4%	15.3%
销售费用	-1,227	-1,279	-1,308	-1,438	-1,570	-1,704
%销售收入	26.5%	27.4%	26.4%	26.2%	26.0%	25.8%
管理费用	-305	-355	-362	-423	-459	-495
%销售收入	6.6%	7.6%	7.3%	7.7%	7.6%	7.5%
研发费用	-20	-37	-37	-42	-46	-50
%销售收入	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	1,626	1,542	1,634	1,812	2,004	2,216
%销售收入	35.1%	33.0%	33.0%	33.0%	33.2%	33.5%
财务费用	37	33	26	60	84	107
%销售收入	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-1.1%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	-5	-13	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,669	1,633	1,698	1,927	2,148	2,389
营业利润率	36.0%	35.0%	34.3%	35.1%	35.6%	36.2%
营业外收支	-33	-2	2	0	0	0
税前利润	1,636	1,632	1,699	1,927	2,148	2,389
利润率	35.3%	34.9%	34.3%	35.1%	35.6%	36.2%
所得税	-437	-416	-431	-488	-544	-605
所得税率	26.7%	25.5%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
净利润	1,199	1,216	1,269	1,439	1,604	1,784
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,199	1,216	1,269	1,439	1,604	1,784
净利率	25.9%	26.0%	25.6%	26.2%	26.6%	27.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,199	1,216	1,269	1,439	1,604	1,784
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	86	109	132	125	157	191
非经营收益	-28	-95	-67	400	0	0
营运资金变动	372	84	400	324	211	236
经营活动现金净流	1,629	1,314	1,734	2,288	1,972	2,211
资本开支	-538	-953	-974	-304	-360	-350
投资	0	0	0	-61	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-538	-953	-974	-365	-360	-350
股权募资	0	0	0	-75	0	0
债权募资	0	0	0	-27	0	0
其他	-531	-339	-318	-504	-561	-624
筹资活动现金净流	-531	-339	-318	-606	-561	-624
现金净流量	560	21	442	1,317	1,051	1,236

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,890	1,912	2,350	3,667	4,717	5,954
应收款项	23	18	16	23	25	27
存货	2,197	2,443	2,452	2,532	2,678	2,785
其他流动资产	77	37	86	89	92	95
流动资产	4,187	4,410	4,904	6,311	7,513	8,862
%总资产	71.1%	62.6%	58.2%	65.7%	68.2%	70.8%
长期投资	9	9	9	9	9	9
固定资产	1,205	2,107	2,909	3,069	3,249	3,396
%总资产	20.5%	29.9%	34.5%	31.9%	29.5%	27.1%
无形资产	121	144	181	216	240	252
非流动资产	1,704	2,637	3,521	3,300	3,503	3,662
%总资产	28.9%	37.4%	41.8%	34.3%	31.8%	29.2%
资产总计	5,891	7,047	8,425	9,611	11,016	12,523
短期借款	5	6	6	0	0	0
应付款项	1,908	2,205	2,257	2,624	2,872	3,108
其他流动负债	1,320	1,350	1,737	1,731	1,847	1,959
流动负债	3,233	3,561	4,000	4,356	4,719	5,067
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	28	31	0	0	0
负债	3,259	3,589	4,031	4,356	4,719	5,067
普通股股东权益	2,632	3,458	4,394	5,254	6,297	7,456
其中：股本	488	488	488	488	488	488
未分配利润	1,463	2,313	3,216	4,152	5,194	6,354
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,891	7,047	8,425	9,611	11,016	12,523

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.455	2.490	2.598	2.946	3.284	3.652
每股净资产	5.389	7.082	8.998	10.759	12.894	15.268
每股经营现金净流	3.335	2.690	3.550	4.686	4.038	4.527
每股股利	0.750	0.750	0.915	1.031	1.150	1.278
回报率						
净资产收益率	45.56%	35.16%	28.87%	27.38%	25.47%	23.92%
总资产收益率	20.35%	17.25%	15.06%	14.97%	14.56%	14.24%
投入资本收益率	45.20%	33.16%	27.74%	25.75%	23.76%	22.19%
增长率						
主营业务收入增长率	54.10%	0.88%	6.00%	10.83%	9.97%	9.43%
EBIT增长率	72.92%	-5.17%	6.01%	10.86%	10.60%	10.57%
净利润增长率	63.96%	1.40%	4.36%	13.40%	11.48%	11.21%
总资产增长率	34.91%	19.63%	19.55%	14.07%	14.62%	13.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	1,037.1	1,168.5	1,070.9	1,000.0	950.0	900.0
应付账款周转天数	373.8	541.7	482.7	460.0	450.0	440.0
固定资产周转天数	39.5	37.7	53.1	53.9	55.7	55.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-71.61%	-55.10%	-53.34%	-69.79%	-74.92%	-79.85%
EBIT利息保障倍数	-43.9	-46.6	-63.4	-30.1	-23.9	-20.8
资产负债率	55.33%	50.93%	47.84%	45.33%	42.84%	40.46%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	8	28	79
增持	2	5	10	19	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.56	1.56	1.40	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-27	增持	79.20	N/A
2	2022-10-31	增持	55.38	N/A
3	2023-04-29	增持	65.55	N/A
4	2023-07-29	增持	68.80	N/A
5	2023-10-30	增持	58.45	N/A
6	2023-12-06	增持	55.22	67.10~67.10
7	2024-01-28	增持	50.60	N/A
8	2024-04-27	增持	46.17	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究