

聚焦八号，内部改善

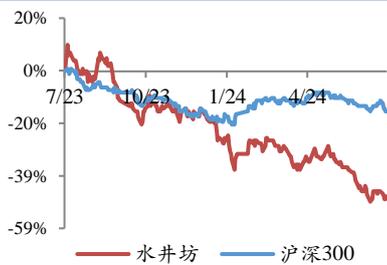
——水井坊 24H1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-07-28

收盘价（元）	35.84
近 12 个月最高/最低（元）	75.67/34.44
总股本（百万股）	488
流通股本（百万股）	488
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	175
流通市值（亿元）	175

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

相关报告

- 经营节奏如期推进，增长恢复至双位数 2023-11-03
- 轻装上阵再出发，静候复苏佳音 2023-08-09

主要观点：

● 公司发布 2024 年 H1 业绩：

- **24Q2**：收入 7.85 亿 (+16.6%)，归母净利润 0.56 亿 (+29.6%)，扣非 0.74 亿 (+74.4%)。
- **24H1**：收入 17.19 亿 (+12.6%)，归母净利润 2.42 亿 (+19.6%)，扣非 2.28 亿 (+13.9%)。
- **收入、利润超市场预期。**

● 收入：臻酿八号贡献主要增量

- 从产品结构看，24Q2 公司高档/中档酒分别实现收入 7.20/0.23 亿 (+14.7%/-43.6%)。我们预计高档酒增长源自低线次高端臻酿八号增长带动；中档酒受同期天号陈铺市高基数扰动而有所下降。高档酒中，公司资源聚焦低线次高端臻酿八号，推动“百城计划”扩大分销网络，积极挖掘升学宴等消费场景，预计增速 20%左右，表现超市场预期；井台、典藏受商务消费场景收缩影响，预计增长贡献有限，公司立足长远，持续进行品牌培育。24Q2 收入+Δ 合同负债 7.06 亿 (-7.3%)，销售收现 7.65 亿 (-5.9%)，预计系收款发货确认节奏扰动，24Q2 末公司合同负债仍超 10 亿，蓄水池充足。

● 盈利：销售费用投放优化贡献弹性

- 24Q2 公司毛利率 81.6%，同比持平，其中高档酒毛利率 86.0% (+2.8pct)，预计源自低货折的臻酿八号占比提高。24Q2 公司销售/管理费率同比-8.9/+3.0pct，其中销售费率大幅下降预计系公司费用投放优化，广告与促销费用投放更为精准；管理费率略有上升预计主要系邛崃项目转固导致折旧与人员费用增加。在销售费率优化带动下，公司 24Q2 净利率达 7.15% (+0.72pct)，实现归母净利润 0.56 亿 (+29.6%)。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司务实面对当前行业发展环境，聚焦 300-400 低线次高端价格带，通过“百城计划”实现渠道精耕，保障营收增长。在坚守红线管理下，我们预计公司 24Q2 渠道库存环比提升至 2-3 个月，仍处于公司目标范围内。展望 24H2，预计公司在延续聚焦低线次高端策略同时，加大对天号陈等 300 元以下价格带产品支持，以分担增长目标。同时，随着公司新任管理层到位，内部执行力提升，管理效率预计边际向上。我们预计公司 F25 财年仍维持双位数增长目标。

盈利预测：我们更新公司 24-26 年盈利预测，预计公司实现营收 55.3/62.1/70.3 亿（前值 57.4/68.7 亿），同比+11.5%/12.5%/13.1%

(前值+15.8%/19.7%), 归母 14.5/16.7/19.2 亿(前值 14.9/18.0 亿), 同比+14.4%/14.8%/15.4% (前值+17.5%/20.6%), 对应 PE 为 12/11/9X, 维持“买入”评级。

● **风险提示:**

需求恢复不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4953	5525	6214	7030
收入同比 (%)	6.0%	11.5%	12.5%	13.1%
归属母公司净利润	1269	1451	1666	1922
净利润同比 (%)	4.4%	14.4%	14.8%	15.4%
毛利率 (%)	83.2%	83.1%	83.3%	83.6%
ROE (%)	28.9%	27.2%	25.7%	24.5%
每股收益 (元)	2.61	2.97	3.41	3.94
P/E	22.56	12.06	10.51	9.11
P/B	6.53	3.29	2.70	2.23
EV/EBITDA	14.77	7.08	5.73	4.39

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 7 月 26 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4904	6114	7205	9440	营业收入	4953	5525	6214	7030
现金	2350	2983	4025	5634	营业成本	834	934	1040	1154
应收账款	2	0	0	0	营业税金及附加	777	867	975	1103
其他应收款	14	17	17	22	销售费用	1308	1459	1616	1814
预付账款	25	23	26	29	管理费用	362	404	447	499
存货	2452	3029	3075	3694	财务费用	-26	-23	-30	-40
其他流动资产	61	61	61	61	资产减值损失	-20	0	0	0
非流动资产	3521	3928	4316	4192	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	721	881	1045	1164	营业利润	1698	1943	2231	2575
无形资产	163	177	196	218	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	2637	2870	3075	2810	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	8425	10042	11522	13632	利润总额	1699	1943	2231	2575
流动负债	4000	4687	5000	5765	所得税	431	492	565	652
短期借款	0	0	0	0	净利润	1269	1451	1666	1922
应付账款	1043	1428	1324	1727	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2957	3259	3676	4037	归属母公司净利润	1269	1451	1666	1922
非流动负债	31	31	31	31	EBITDA	1785	2050	2353	2703
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.61	2.97	3.41	3.94
其他非流动负债	31	31	31	31					
负债合计	4031	4717	5031	5795					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	488	488	488	488					
资本公积	415	330	330	330					
留存收益	3491	4506	5672	7018					
归属母公司股东权益	4394	5325	6491	7837					
负债和股东权益	8425	10042	11522	13632					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1734	1691	2081	2230	成长能力				
净利润	1269	1451	1666	1922	营业收入	6.0%	11.5%	12.5%	13.1%
折旧摊销	113	130	152	169	营业利润	4.0%	14.5%	14.8%	15.4%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利润	4.4%	14.4%	14.8%	15.4%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	400	110	264	139	毛利率 (%)	83.2%	83.1%	83.3%	83.6%
其他经营现金流	820	1341	1402	1783	净利率 (%)	25.6%	26.3%	26.8%	27.3%
投资活动现金流	-974	-537	-540	-44	ROE (%)	28.9%	27.2%	25.7%	24.5%
资本支出	-974	-537	-540	-44	ROIC (%)	28.4%	26.9%	25.3%	24.1%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	47.8%	47.0%	43.7%	42.5%
筹资活动现金流	-318	-520	-500	-577	净负债比率 (%)	91.7%	88.6%	77.5%	74.0%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	1.23	1.30	1.44	1.64
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.59	0.64	0.81	0.98
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-3	-85	0	0	总资产周转率	0.64	0.60	0.58	0.56
其他筹资现金流	-315	-435	-500	-577	应收账款周转率	1749.57	—	—	—
现金净增加额	442	634	1042	1609	应付账款周转率	0.76	0.76	0.76	0.76

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。