

2024年07月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩略超预期，臻酿八号贡献增长

—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7月26日，水井坊发布2024年中报。

投资要点

基本数据

2024-07-26

当前股价(元)	35.84
总市值(亿元)	175
总股本(百万股)	488
流通股本(百万股)	488
52周价格范围(元)	34.84-75.34
日均成交额(百万元)	199.53

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《水井坊（600779）：第一坊筑就高端基因，臻酿八号保持稳增》2024-06-07
- 《水井坊（600779）：全年表现符合预期，臻酿八号销售双位数增长》2024-04-29
- 《水井坊（600779）：发布回购公告，期待激励计划推出》2024-02-22

Q2业绩略超预期，利润加速释放

营收稳健增长，利润超预期。2024H1 公司营收 17.19 亿元（同增 12.57%），归母净利润 2.42 亿元（同增 19.55%），扣非归母净利润 2.28 亿元（同增 13.88%）；其中，2024Q2 营收 7.85 亿元（同增 16.62%），营收增长略超预期；归母净利润 0.56 亿元（同增 29.60%），扣非归母净利润 0.74 亿元（同增 74.42%），利润增速提升主要系销售费用率同比下降所致。销售费用率把控力度大，盈利能力明显提升。2024H1 毛利率/净利率分别为 80.96%/14.11%，分别同比-1.50/+0.82pcts；2024Q2 分别为 81.55%/7.15%，分别同比-0.02/+0.72pcts，毛利率表现较平稳，净利率提升幅度较大。2024Q2 销售/管理费用率分别同比-8.90/+3.04pcts，主要系公司把控费投所致。现金流季节性变动大，回款及合同负债表现良好。2024H1/2024Q2 经营净现金流分别为-2.94/-1.92 亿元，经营净现金流为负主要系 2023Q4 收入和利润较同期增长较多，故次年 Q1 缴纳税费金额同比增加。2024H1/2024Q2 销售回款分别为 16.95/7.65 亿元，分别同比+0.25%/-5.92%。截至 2024Q2 末，合同负债 10.71 亿元，环比减少 6.92%。

八号贡献增长，高端化坚定推进

2024H1 高档/中档酒营收分别为 15.17/0.97 亿元，分别同增 6.13%/12.78%；Q2 分别同比+14.70%/-43.61%，其中，八号依然保持强劲的增长势头；井台经典复刻限量回归，助力井台成长；典藏继续聚焦 20 个关键城市与客户，与更多高质量企业展开合作。2024H1 高档/中档酒毛利率分别为 85.53%/63.12%，分别同比+1.45/+0.04pcts，公司通过季节营销持续强化品牌传承与创新，构建场景联动促销。下半年，对于典藏及以上，公司继续聚焦 20 个关键城市高质量的消费者及圈层培育保持良性的渠道库存；对于井台，经典复刻限量回归，优化井台门店利润体系，强化高品质消费者活动；对于八号，扩大分销提升有效门数；培育百强城市百强客户；动销导向激励持续开瓶；对于系列酒，重点市场持续

拓展分销；加强渠道进货动销动力；夯实品牌推广宣传。

■ 渠道拓展稳步推进，BC 联动促进动销

2024H1 国内/国外营收分别为 15.86/0.28 亿元，分别同比 +6.05%/40.52%，毛利率分别同比 +1.45/-6.17pcts；2024Q2 国内/国外营收分别同比 +10.99%/+19.64%，毛利率分别同比 +3.45/-5.99pcts。公司的免税渠道由母公司帝亚吉欧代理，其他渠道由公司自营，开展海外业务。2024H1 新渠道/批发代理营收分别为 2.07/14.07 亿元，分别同比 +2.02%/+7.20%，毛利率分别同比 +0.52/+1.37pcts；2024Q2 新渠道/批发代理营收分别同比 -5.90%/+14.65%，毛利率分别同比 +3.83/+2.95pcts。上半年公司持续拓展有效门店，每年保持 20% 门店增长，体现产品成熟度的提升；BC 联动下动销开瓶数持续上升，价值链稳定。公司仍保持全年收入及利润增长的目标规划，拓展渠道及加深品牌建设，有望顺利达成。

■ 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。根据公司业绩报告，我们略调整 2024-2026 年 EPS 为 2.90/3.31/3.82 元（前值为 2.98/3.51/4.13 元），当前股价对应 PE 分别为 12/11/9 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	5,392	5,949	6,794
增长率（%）	6.0%	8.9%	10.3%	14.2%
归母净利润（百万元）	1,269	1,415	1,617	1,868
增长率（%）	4.4%	11.5%	14.3%	15.5%
摊薄每股收益（元）	2.60	2.90	3.31	3.82
ROE（%）	28.9%	26.6%	25.4%	24.6%

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	3,146	4,307	5,705
应收款	16	22	24	26
存货	2,452	2,793	2,781	2,885
其他流动资产	86	38	42	48
流动资产合计	4,904	5,999	7,153	8,664
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	9,464	10,478	11,823
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	1,092	1,397	1,416	1,500
其他流动负债	1,688	1,688	1,688	1,688
流动负债合计	4,000	4,119	4,082	4,213
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	4,150	4,113	4,243
所有者权益				
股本	488	488	488	488
股东权益	4,394	5,314	6,365	7,579
负债和所有者权益	8,425	9,464	10,478	11,823

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1269	1415	1617	1868
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	-180	-31	18
经营活动现金净流量	1734	1291	1727	2052
投资活动现金净流量	-974	48	132	158
筹资活动现金净流量	36	-495	-566	-654
现金流量净额	796	844	1,293	1,557

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,953	5,392	5,949	6,794
营业成本	834	858	923	1,060
营业税金及附加	777	841	922	1,046
销售费用	1,308	1,483	1,606	1,834
管理费用	362	388	428	482
财务费用	-26	-88	-121	-160
研发费用	37	41	45	51
费用合计	1,682	1,824	1,959	2,208
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	1,916	2,185	2,519
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	1,917	2,186	2,520
所得税费用	431	502	568	653
净利润	1,269	1,415	1,617	1,868
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,269	1,415	1,617	1,868

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	6.0%	8.9%	10.3%	14.2%
归母净利润增长率	4.4%	11.5%	14.3%	15.5%
盈利能力				
毛利率	83.2%	84.1%	84.5%	84.4%
四项费用/营收	33.9%	33.8%	32.9%	32.5%
净利率	25.6%	26.2%	27.2%	27.5%
ROE	28.9%	26.6%	25.4%	24.6%
偿债能力				
资产负债率	47.8%	43.9%	39.3%	35.9%
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	2.90	3.31	3.82
P/E	13.8	12.4	10.8	9.4
P/S	3.5	3.2	2.9	2.6
P/B	4.0	3.3	2.7	2.3

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

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。