

24Q2 实现稳健增长，臻酿八号势能延续

投资要点

- 事件:** 公司 2024 上半年实现收入 17.2 亿元，同比+12.6%，归母净利润 2.4 亿元，同比+19.5%；其中 24Q2 实现收入 7.9 亿元，同比+16.6%，归母净利润 0.6 亿元，同比+29.6%；24Q2 收入和利润超市场预期。
- 臻酿八号良性成长，核心门店稳步扩张。** 1、在 24H1 整体消费环境疲软，行业挤压式竞争更加明显的背景下，臻酿八号大单品稳健成长，八大核心市场基本盘稳固，公司实现良性成长。2、分产品，24H1 高档酒收入 15.2 亿元，同比+6.1%，预计臻酿八号保持稳健增长，井台及以上有所下滑；中档酒收入 1.0 亿元，同比+12.8%，主要系天号陈新品贡献增量。3、渠道端，八大核心市场基本盘稳固，延续稳健良性成长；公司持续提升有效门店数量，核心门店数量保持 20% 以上稳健增长，臻酿八号市场覆盖面不断拓宽。4、库存方面，由于消费大环境稍显疲软，经销商库存尤其是省代层面库存偏高，但保持在公司可控范围内，终端门店库存保持在良性合理水平。
- 整体费率有所下降，盈利能力同比提升。** 1、公司上半年毛利率同比下降 1.5 个百分点至 81.0%，主要系中档产品增速更快，产品结构阶段性下沉。2、费用率方面，24H1 销售费用率同比下降 2.2 个百分点至 33.8%，管理费用率同比提升 1.1 个百分点至 14.3%，财务费用率保持稳定；上半年整体费用率下降 1.1 个百分点至 48.4%，净利率同比提升 0.8 个百分点至 14.1%，盈利能力得到提升。3、24H1 公司现金收现 16.9 亿元，同比+0.2%；截至二季度末，公司合同负债 10.7 亿，同比-1.4%，环比一季度末-6.9%，现金流略有承压。
- 全年目标扎实推进，人事落定再谱新篇。** 1、公司通过持续扩大核心门店，深化 BC 联动体系，做好渠道价值链维护，24H1 实现双位数以上良性增长；公司维持全年主营业务收入和净利润均保持增长的增长目标不变，彰显出较强的增长韧性。2、24 年 7 月新总经理胡总上任，胡总曾担任宝洁、柯达、百事的销售经营相关管理职务及好时中国总经理、平安集团寿险首席产品官、豫园股份总裁，在消费行业具有丰富的市场和管理经验，公司管理层人事落定，经营管理有望开启新篇。3、展望未来，伴随着宏观经济复苏和消费信心改善，次高端需求有望迎来边际改善，公司作为次高端名酒，有望实现健康可持续发展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 2.89 元、3.19 元、3.52 元，对应 PE 分别为 12 倍、11 倍、10 倍。公司名酒基因深厚，核心产品均处于次高端价格带，长期向好趋势不变，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4953.20	5462.23	6017.62	6616.25
增长率	6.00%	10.28%	10.17%	9.95%
归属母公司净利润(百万元)	1268.80	1409.21	1558.16	1718.97
增长率	4.36%	11.07%	10.57%	10.32%
每股收益 EPS(元)	2.60	2.89	3.19	3.52
净资产收益率 ROE	28.87%	29.43%	29.85%	30.20%
PE	14	12	11	10
PB	3.98	3.66	3.35	3.08

数据来源: Wind, 西南证券

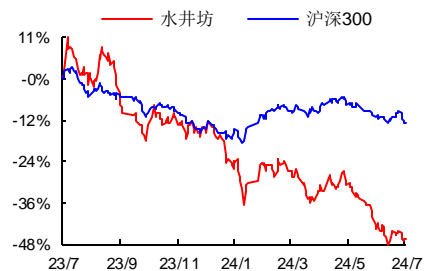
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 笪文钊
执业证号: S1250524060002
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.88
流通 A 股(亿股)	4.88
52 周内股价区间(元)	34.84-75.34
总市值(亿元)	175.03
总资产(亿元)	84.01
每股净资产(元)	8.43

相关研究

- 水井坊(600779): 臻酿八号稳健增长, 23 年如期完成目标 (2024-04-30)
- 水井坊(600779): 23Q4 收入靓丽增长, 延续良性成长势头 (2024-01-29)
- 水井坊(600779): 23Q3 如期环比改善, 看好未来持续成长 (2023-11-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4953.20	5462.23	6017.62	6616.25	净利润	1268.80	1409.21	1558.16	1718.97
营业成本	834.18	930.01	1035.76	1146.59	折旧与摊销	107.02	115.45	166.12	186.36
营业税金及附加	777.24	857.87	944.82	1038.91	财务费用	-25.79	-23.42	-25.54	-29.60
销售费用	1307.87	1420.18	1564.58	1720.22	资产减值损失	-19.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	361.98	387.82	409.20	436.67	经营营运资本变动	375.82	-75.97	139.00	168.10
财务费用	-25.79	-23.42	-25.54	-29.60	其他	27.45	-2.57	0.48	0.19
资产减值损失	-19.68	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1733.62	1422.70	1838.22	2044.02
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-831.60	-310.00	-308.00	-312.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-142.10	-57.58	-64.19	-67.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-973.70	-367.58	-372.19	-379.02
营业利润	1697.82	1889.78	2088.80	2303.46	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.56	-1.15	-0.98	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1699.38	1888.63	2087.82	2303.46	股权融资	-3.07	0.00	0.00	0.00
所得税	430.58	479.43	529.66	584.49	支付股利	-365.63	-1015.04	-1127.37	-1246.53
净利润	1268.80	1409.21	1558.16	1718.97	其他	50.99	17.88	25.54	29.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-317.71	-997.15	-1101.83	-1216.93
归属母公司股东净利润	1268.80	1409.21	1558.16	1718.97	现金流量净额	442.21	57.97	364.20	448.07
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2349.52	2407.49	2771.69	3219.76	成长能力				
应收和预付款项	40.53	43.35	48.67	53.51	销售收入增长率	6.00%	10.28%	10.17%	9.95%
存货	2452.10	2103.51	2346.26	2600.97	营业利润增长率	3.96%	11.31%	10.53%	10.28%
其他流动资产	61.38	67.69	74.57	81.99	净利润增长率	4.36%	11.07%	10.57%	10.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.24%	11.40%	12.49%	10.35%
投资性房地产	8.67	8.67	8.67	8.67	获利能力				
固定资产和在建工程	2907.36	3121.09	3284.91	3429.64	毛利率	83.16%	82.97%	82.79%	82.67%
无形资产和开发支出	163.23	145.87	125.75	108.49	三费率	33.19%	32.67%	32.38%	32.15%
其他非流动资产	442.12	497.87	560.24	625.44	净利率	25.62%	25.80%	25.89%	25.98%
资产总计	8424.92	8395.54	9220.78	10128.46	ROE	28.87%	29.43%	29.85%	30.20%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.06%	16.79%	16.90%	16.97%
应付和预收款项	1579.59	2219.72	2473.38	2740.94	ROIC	66.69%	61.19%	62.37%	67.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.92%	36.28%	37.05%	37.18%
其他负债	2450.97	1387.29	1528.08	1695.76	营运能力				
负债合计	4030.56	3607.02	4001.46	4436.70	总资产周转率	0.64	0.65	0.68	0.68
股本	488.36	488.36	488.36	488.36	固定资产周转率	8.23	3.27	2.09	2.05
资本公积	415.44	415.44	415.44	415.44	应收账款周转率	1749.57	2115.05	1994.21	2030.74
留存收益	3626.96	4021.13	4451.93	4924.37	存货周转率	0.34	0.40	0.46	0.46
归属母公司股东权益	4394.35	4788.53	5219.32	5691.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.78%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4394.35	4788.53	5219.32	5691.76	资产负债率	47.84%	42.96%	43.40%	43.80%
负债和股东权益合计	8424.92	8395.54	9220.78	10128.46	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.23	1.29	1.32	1.35
					速动比率	0.61	0.70	0.73	0.76
					股利支付率	28.82%	72.03%	72.35%	72.52%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	1779.05	1981.80	2229.38	2460.22	每股收益	2.60	2.89	3.19	3.52
PE	13.79	12.42	11.23	10.18	每股净资产	9.00	9.81	10.69	11.65
PB	3.98	3.66	3.35	3.08	每股经营现金	3.55	2.91	3.76	4.19
PS	3.53	3.20	2.91	2.65	每股股利	0.75	2.08	2.31	2.55
EV/EBITDA	8.27	7.36	6.35	5.55					
股息率	1.19%	0.86%	1.06%	1.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
