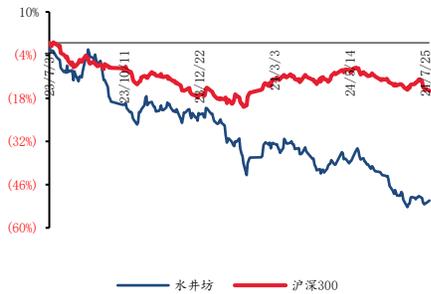


## 水井坊：F24 财年顺利收官，经营势能边际向好

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 4.88/4.88  
总市值/流通(亿元) 177.81/177.81  
12个月内最高/最低价 75.68/34.44 (元)

### 相关研究报告

<<水井坊：短期承压，期待后续恢复弹性>>--2023-05-07

<<水井坊：收入业绩平稳增长，渠道库存趋于良性>>--2022-11-08

<<水井坊：高端圈层持续推进，全年目标依旧可期>>--2022-07-29

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

### 证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

**事件：**2024年上半年公司实现营收17.19亿元，同比+12.57%；归母净利润2.42亿元，同比+19.55%。2024Q2公司实现营收7.85亿元，同比+16.62%；归母净利润0.56亿元，同比+29.60%。

**臻品八号增长势头良好，F24财年顺利收官。**2024Q2公司整体收入同比增长16.6%，其中白酒业务收入同比增长11.2%，主因八号增长势头良好，以及散酒、基酒销售收入高增，公司Q2整体收入表现好于预期。公司财年(2023H2+2024H1)共实现收入51.45亿元，同比+24.7%，财年顺利收官。分产品看，2024H1高档/中档白酒实现收入15.2/1.0亿元，分别同比+6.1%/+12.8%，其中Q2高档/中档白酒收入分别同比+14.7%/-43.6%。上半年公司加速有效门店拓展，并采取BC联动、百城万店活动以及宴席促销举措促进动销增长，以八号为代表的高档酒增长势头向好；受商务宴请场景复苏缓慢影响，井台表现不及八号。中档酒中天号陈增长表现较好，卡位200元大众价格带，单独招商加快天号陈铺市。分区域看，八大核心市场引领整体增长，其中北方、中南、西南区域增长更快，新兴市场中内蒙古增长势头良好，进入前八大市场。库存方面，由于终端门店拓展加速，加上为国庆中秋旺季做备货准备，库存环比有所上升，但整体仍控制在健康水平内。

**产品结构优化、费用投放力度收缩，整体盈利水平有所修复。**2024H1公司毛利率同比-1.5pct至81.0%，其中Q2毛利率为81.5%，同比基本持平(同比-0.02pct)，散酒占比提升对整体盈利水平有影响，而白酒业务产品结构有优化，其中高档酒毛利率同比+2.8pct。费用方面，2024Q2公司销售费用率同比-8.9pct至32.2%，春糖费用投放错期致Q2销售费用率回落明显，2024H1整体销售费用率同比-2.2pct至33.8%，公司费用投放更多向品牌端倾斜，渠道费用管控良好。品牌端持续围绕体育与文化营销进行投入，包括新开设文化美学馆与体验馆，赞助世界乒联、网球大师赛、网球联赛等体育赛事，聚焦高端圈层消费者传播品牌价值。Q2管理费用率同比提升2.9pct至21.6%，主因邛崃项目投产转固所致，整体Q2净利率同比+0.7pct至7.1%。现金流方面，Q2公司实现经营性现金流净额-1.9亿，其中销售商品和提供劳务收到现金同比-5.9%，加上税费支付上升较多导致经营性现金流下滑较明显。2024Q2收入+△合同负债同比-7.3%。

**新任总经理人选落地，期待经营向上恢复。**近期公司聘请胡庭洲先生为新任总经理，曾任职于宝洁、柯达、百事、好时等多家快

消费品公司，并曾出任豫园股份总裁，具备丰富的企业管理经验。目前总经理正逐步梳理公司业务，期待后续对公司渠道、营销管理等方面进一步进行优化。展望下半年，预计公司将重点推进有效门店数量增长，针对经销商推出长短期激励举措，并加大对升学宴等宴席场景的投入以应对行业婚宴场景疲软带来的影响。产品方面，八号作为增长最快的大单品，公司将持续扩大分销网络，扩张至全国百强城市，重点以刺激终端动销开瓶为导向进行投入；井台经典复刻限量版回归，以优化终端利润体系为重点；典藏聚焦拓展全国 20 个核心城市，培育高质量消费者。

**投资建议：**考虑外部环境影响，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 54.18/59.76/66.44 亿元，分别同比+9.4%/+10.3%/+11.2%，归母净利润分别为 14.16/15.85/17.66 亿元，EPS 分别为 2.90/3.25/3.62 亿元，对应 PE 为 13/11/10X。我们按照 2024 年业绩给 18 倍 PE，一年目标价 52.2 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**动销不及预期；行业竞争加剧；库存积压过高等

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,953	5,418	5,976	6,644
营业收入增长率(%)	6.00%	9.39%	10.30%	11.18%
归母净利（百万元）	1,269	1,416	1,585	1,766
净利润增长率(%)	4.36%	11.62%	11.92%	11.42%
摊薄每股收益（元）	2.61	2.90	3.25	3.62
市盈率（PE）	22.56	12.56	11.22	10.07

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,912	2,350	2,935	3,951	5,119
应收和预付款项	20	27	27	30	33
存货	2,443	2,452	2,709	2,929	3,246
其他流动资产	36	75	77	78	80
流动资产合计	4,410	4,904	5,748	6,989	8,479
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	9	9	8	8	8
固定资产	483	721	829	946	1,036
在建工程	1,624	2,188	2,871	3,514	4,171
无形资产开发支出	130	163	189	217	244
长期待摊费用	14	18	18	18	18
其他非流动资产	4,787	5,326	6,177	7,412	8,896
资产总计	7,047	8,425	10,092	12,116	14,373
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	1,166	1,092	1,238	1,327	1,475
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	2,423	2,939	3,049	3,388	3,732
负债合计	3,589	4,031	4,286	4,715	5,207
股本	488	488	488	488	488
资本公积	419	415	401	401	401
留存收益	2,724	3,627	5,053	6,648	8,414
归母公司股东权益	3,458	4,394	5,806	7,401	9,167
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3,458	4,394	5,806	7,401	9,167
负债和股东权益	7,047	8,425	10,092	12,116	14,373

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,314	1,734	1,582	1,956	2,114
投资性现金流	-953	-974	-975	-940	-946
融资性现金流	-339	-318	-21	0	0
现金增加额	21	442	586	1,016	1,168

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,673	4,953	5,418	5,976	6,644
营业成本	725	834	879	965	1,064
营业税金及附加	735	777	851	938	1,043
销售费用	1,279	1,308	1,392	1,530	1,674
管理费用	355	362	444	478	505
财务费用	-33	-26	-35	-44	-59
资产减值损失	-13	-20	-10	-10	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,633	1,698	1,894	2,120	2,366
其他非经营损益	-2	2	4	4	0
利润总额	1,632	1,699	1,898	2,124	2,366
所得税	416	431	482	539	600
净利润	1,216	1,269	1,416	1,585	1,766
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	1,216	1,269	1,416	1,585	1,766

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	84.49%	83.16%	83.78%	83.85%	83.99%
销售净利率	26.02%	25.62%	26.14%	26.52%	26.58%
销售收入增长率	0.88%	6.00%	9.39%	10.30%	11.18%
EBIT 增长率	-2.31%	4.32%	11.38%	11.65%	10.93%
净利润增长率	1.40%	4.36%	11.62%	11.92%	11.42%
ROE	35.16%	28.87%	24.39%	21.42%	19.26%
ROA	17.25%	15.06%	14.03%	13.08%	12.29%
ROIC	34.42%	28.38%	23.92%	20.96%	18.77%
EPS (X)	2.50	2.61	2.90	3.25	3.62
PE (X)	33.80	22.56	12.56	11.22	10.07
PB (X)	11.92	6.53	3.06	2.40	1.94
PS (X)	8.82	5.79	3.28	2.98	2.68
EV/EBITDA (X)	23.15	14.77	7.42	6.17	5.10

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。