

水井坊 (600779.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2024-07-31)

37.53 元

交易数据

总市值(百万元)	18,328.20
流通市值(百万元)	18,328.20
总股本(百万股)	488.36
流通股本(百万股)	488.36
12个月价格区间	72.68/35.66

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.3	-11.79	-31.1
绝对收益	-0.27	-16.8	-44.89

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.cn

相关报告

业绩稳健增长, 现金回款承压

事件:

公司发布 2024 年上半年业绩, 公司上半年实现营收 17.19 亿元, 同比增长 12.57%, 归母净利润 2.42 亿元, 同比增长 19.55%, 扣非归母净利润 2.28 亿元, 同比增长 13.9%; 其中单 Q2 实现营收 7.85 亿元, 同比增长 16.62%, 归母净利润 0.56 亿元, 同比增长 29.6%, 扣非归母净利润 0.74 亿元, 同比增长 74.42%, 经营活动产生的现金流净额 -1.92 亿元, 同比转负(去年同期为 0.3 亿元), 销售回款 7.7 亿元, 同比下降 6%, 合同负债 10.71 亿元, 同比减少 0.15 亿元/环比 Q1 末减少 0.8 亿元, 考虑营收+环比合同负债后同比下降 7.33%。

投资要点

◆ **24Q2 收入增长超预期, 臻酿八号贡献主要增量。**24H1 公司实现营收 17.19 亿元, 同比+12.57%, 其中, Q2 实现营收 7.85 亿元, 同比+16.62%, 表现超市场预期, 我们认为主要系公司核心大单品臻酿八号动销较好以及散酒贡献增量所致。量价拆分来看, 24Q2 销量、均价分别同比+0.69%、+10.42%, 均价提升较好主要系高档产品增速较快。

1) **分产品, Q2 高档产品贡献增长, 公司加倍下注八号。**24H1 高端、中端酒分别实现收入 15.17 亿元、0.97 亿元, 分别同比+6.13%、+12.78%。其中, Q2 高端、中端酒分别实现收入 7.2 亿元、0.23 亿元, 分别同比+14.7%、-43.6%。Q2 高档酒营收实现同比增长, 主要系核心大单品臻酿八号动销较好、以及公司通过百城万店活动加倍下注八号; 中档酒营收实现同比下滑, 主要系同期高基数扰动影响所致。

2) **分渠道, 24H1 新渠道、批发代理分别实现营收 2.1 亿元、14.1 亿元, 分别同比+2.0%、+7.2%。**其中, Q2 新渠道、批发代理分别实现收入 1.06 亿元、6.36 亿元, 分别同比-5.90%、+14.65%, 主要系公司持续通过 BC 联动促进渠道动销。截止 24H1, 公司经销商 50 家, 较年初净减少 5 家。其中国内经销商 45 家、国外经销商 5 家。

3) **分区域, 24H1/Q2 国内市场同比+6.05%/+11%, 主要系国内八大市场表现较为稳健; 24H1/Q2 国外市场同比+40.52%/19.6%, 主要系海外市场基数较低。**

◆ **销售费用投放优化, 盈利能力有所改善。**公司 24H1 毛利率为 80.96%, 同比下降 1.5pct, 预计主要系非主营低毛利率业务拖累所致。24H1 费用率为 48.37%, 同比-1.06pct, 其中销售、管理费用率分别为 33.77%、14.26%, 同比-2.2、+1.1pct。综合来看, 24H1 净利率为 14.11%, 同比+0.83pct。

其中 24Q2 毛利率为 81.55%, 同比基本持平。税费率方面, 税金及附加率 15.55%, 同比+0.43pct。24Q2 期间费用率为 53.12%, 同比-5.72pct, 其中销售、管理费用率分别为 32.23%、19.96%, 同比-8.90、+3.04pct。其中销售费用率同比大幅下降, 主要系公司优化销售费用投放所致; 管理费用率同比上升, 主要系邛崃全产业链生产项目转固, 折旧费用及人员费用增加所致。综合来看, 24Q2 净利率为 7.15%, 同



比+0.7pct。

◆ **展望 2024 年,公司产品端重点布局臻酿八号,渠道端继续扩大分销网点。展望 2024 年,我们认为:**

- 1) **产品策略上**, 考虑到行业马太效应以及消费降级的背景下, 公司加倍下注 300-400 元价格带的臻酿八号, 下半年将培育百强城市百强客户, 以动销为导向激励持续开瓶; 天号陈等系列酒加强 200-250 元中高端布局, 后续在现有基础上增加投资, 期待实现较高的年度复合增长率; 井台经典复刻限量回归, 优化门店利润体系, 强化高品质消费者活动; 典藏及以上继续聚焦 20 个关键城市, 强化高质量消费者圈层培育, 保持良性的渠道库存。
- 2) **营销方面**, 公司进一步加强品质营销, 将产区发展战略与品牌建设紧密结合, 充分挖掘和利用成都产区的独特资源和优势, 推动产区发展, 提升品牌影响力; 同时继续加强“水井坊第一坊”的品牌价值传播, 以酒坊文化起源讲述中国白酒第一坊的品牌文化与价值。同时, 目前新任总经理胡总已正式上任, 考虑到胡总在食品饮料等快消品行业拥有丰富的从业及管理经验, 有望发挥其自身才能, 帮助公司在市场营销、品牌宣传、销售渠道拓展等方面实现优化协同。
- 3) **2024 年经营目标**: 公司 2024 年的经营目标是主营业务收入和净利润均保持增长。

◆ **投资建议**: 公司顺应当前行业趋势, 卡位次高端产品价格带, 渠道库存保持良性。同时, 伴随新任总经理胡总的到任, 有望发挥其自身才能, 出台更多市场策略打法。短期来看, 公司有望依托 300-400 元臻酿八号和 200-250 元天号陈的增长。中长期来看, 公司以井台、典藏等高端产品为长期增长点。综上, 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 54.42、60.13、67.08 亿元, 同比增长 9.9%、10.5%、11.6%, 归母净利润 13.98、15.38、17.36 亿元, 同比增长 10.2%、10.0%、12.8%, 对应 EPS 分别为 2.86、3.15、3.55 元, 对应 PE 分别为 13.1x、11.9x、10.6x, 首次覆盖, 给予“增持-A”评级。

◆ **风险提示**: 行业竞争加剧、原材料成本上涨风险、省外拓展不及预期、食品安全问题等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,673	4,953	5,442	6,013	6,708
YoY(%)	0.9	6.0	9.9	10.5	11.6
归母净利润(百万元)	1,216	1,269	1,398	1,538	1,736
YoY(%)	1.4	4.4	10.2	10.0	12.8
毛利率(%)	84.5	83.2	83.7	84.1	84.4
EPS(摊薄/元)	2.49	2.60	2.86	3.15	3.55
ROE(%)	35.2	28.9	26.2	23.9	22.3
P/E(倍)	15.1	14.4	13.1	11.9	10.6
P/B(倍)	5.3	4.2	3.4	2.8	2.4
净利率(%)	26.0	25.6	25.7	25.6	25.9

数据来源: 聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

分产品来看：

1) 高档产品：高档产品主要包含水井坊品牌系列。考虑到公司顺应消费趋势，加倍下注 300-400 元价格带的臻酿八号，产品势能有望持续提升。井台及以上产品目前面临挑战，但仍有增长。我们预计高档产品 2024-2026 年营收分别为 51.20、56.37、62.63 亿元，同比增长 9.62%、10.09%、11.10%。

2) 中档产品：中档产品主要包含天号陈、系列酒。天号陈目前基数较低，增速较快。天号陈及系列酒后续有望维持稳健增长。我们预计中档产品 2024-2026 年营收分别为 2.37、2.82、3.42 亿元，同比 15.64%、19.18%、21.38%。

3) 其他业务收入：公司其他主营业务目前在整体营收中占比较小，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 10%、10%、10%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 54.42、60.13、67.08 亿元，同比增长 9.87%、10.48%、11.57%，预计 2024-2026 年毛利率分别为 83.69%、84.14%、84.36%。

表 1：公司业务拆分（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
高档产品						
营业收入（百万元）	4,519.19	4,502.98	4,670.93	5,120.27	5,636.91	6,262.60
YOY	54.33%	-0.36%	3.73%	9.62%	10.09%	11.10%
销售量（万吨）	1.04	1.00	0.99	1.07	1.17	1.29
YOY	40.4%	-3.0%	-1.0%	8.00%	9.00%	10.00%
单价（元/吨）	436,293	448,272	469,493	476,536	481,301	486,114
YOY	9.9%	2.7%	4.7%	1.50%	1.00%	1.00%
毛利率（%）	85.06%	85.16%	84.88%	85.50%	86.00%	86.30%
占比（%）	97.57%	96.37%	94.30%	94.08%	93.75%	93.36%
中档产品						
营业收入（百万元）	102.14	124.76	204.71	236.72	282.13	342.45
YOY	34.39%	22.15%	64.08%	15.64%	19.18%	21.38%
销售量（万吨）	0.07	0.07	0.13	0.15	0.17	0.21
YOY	38.9%	8.3%	71.4%	18.00%	18.00%	19.00%
单价（元/吨）	151,462	170,765	163,458	160,189	161,790	165,026
YOY	-3.2%	12.7%	-4.3%	-2.00%	1.00%	2.00%
毛利率（%）	60.22%	67.07%	65.10%	64.00%	65.00%	65.30%
占比（%）	2.21%	2.67%	4.13%	4.35%	4.69%	5.10%
其他业务收入						
营业收入（百万元）	10.53	45.00	77.56	85.32	93.85	103.24
YOY	31.67%	-21.94%	18.58%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	83.35%	66.37%	26.87%	30.00%	30.00%	30.00%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
占比 (%)	0.23%	0.96%	1.57%	1.57%	1.56%	1.54%
总收入 (百万元)	4,631.86	4,672.74	4,953.20	5,442.32	6,012.89	6,708.29
YOY	54.10%	0.88%	6.00%	9.87%	10.48%	11.57%
毛利率 (%)	84.51%	84.49%	83.16%	83.69%	84.14%	84.36%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司顺应当前行业趋势，卡位次高端产品价格带，渠道库存保持良性。同时，伴随新任总经理胡总的到任，有望发挥其自身才能，出台更多市场策略打法。短期来看，公司有望依托 300-400 元臻酿八号和 200-250 元天号陈的增长。中长期来看，公司以井台、典藏等高端产品为长期增长点。可比公司选择时，我们选取同样具备全国化特质的次高端酒企业作为可比公司，具体标的包括山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒业、老白干酒。

估值来看，四家次高端酒企 2024-2026 年估值平均分别为 18、15、13 倍，相较于其他四家次高端酒企，水井坊 2024 年 PE 为 13x，低于可比公司均值。

表 1: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600809.SH	山西汾酒	2249	104	132	161	194	17	14	12
000799.SZ	酒鬼酒	133	5	5	6	7	27	23	19
600702.SH	舍得酒业	183	18	20	23	27	9	8	7
600559.SH	老白干酒	161	7	9	11	13	19	15	12
	平均	-	34	41	50	60	18	15	13
600779.SH	水井坊	183	13	14	15	17	13	12	11

资料来源: Wind 一致预期, 华金证券研究所, 水井坊盈利预测来自华金证券研究所, 截止日期为 2024 年 7 月 31 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4410	4904	5955	7277	8893	营业收入	4673	4953	5442	6013	6708
现金	1912	2350	3096	4326	5463	营业成本	725	834	887	954	1049
应收票据及应收账款	3	2	4	3	5	营业税金及附加	735	777	856	948	1055
预付账款	16	25	20	29	26	营业费用	1279	1308	1415	1557	1731
存货	2443	2452	2755	2841	3315	管理费用	355	362	414	469	530
其他流动资产	36	75	79	78	83	研发费用	37	37	28	38	45
非流动资产	2637	3521	3584	3636	3716	财务费用	-33	-26	-27	-21	-26
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-13	-20	-22	-24	-27
固定资产	483	721	1148	1470	1717	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	130	163	163	154	146	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2024	2637	2274	2012	1852	营业利润	1633	1698	1887	2089	2351
资产总计	7047	8425	9539	10913	12608	营业外收入	2	7	4	4	4
流动负债	3561	4000	4163	4440	4805	营业外支出	3	6	14	15	9
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1632	1699	1877	2078	2345
应付票据及应付账款	1166	1092	1310	1271	1568	所得税	416	431	479	540	610
其他流动负债	2395	2908	2853	3169	3237	税后利润	1216	1269	1398	1538	1736
非流动负债	28	31	31	31	31	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1216	1269	1398	1538	1736
其他非流动负债	28	31	31	31	31	EBITDA	1665	1736	1923	2148	2419
负债合计	3589	4031	4194	4471	4836						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	488	488	488	488	488	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	419	415	415	415	415	成长能力					
留存收益	2724	3627	4410	5410	6519	营业收入(%)	0.9	6.0	9.9	10.5	11.6
归属母公司股东权益	3458	4394	5346	6442	7773	营业利润(%)	-2.1	4.0	11.1	10.7	12.5
负债和股东权益	7047	8425	9539	10913	12608	归属于母公司净利润(%)	1.4	4.4	10.2	10.0	12.8
						获利能力					
						毛利率(%)	84.5	83.2	83.7	84.1	84.4
						净利率(%)	26.0	25.6	25.7	25.6	25.9
						ROE(%)	35.2	28.9	26.2	23.9	22.3
						ROIC(%)	33.6	27.4	24.9	22.5	20.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	50.9	47.8	44.0	41.0	38.4
						流动比率	1.2	1.2	1.4	1.6	1.9
						速动比率	0.5	0.6	0.7	1.0	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	855.5	1749.6	1749.6	1749.6	1749.6
						应付账款周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						估值比率					
						P/E	15.1	14.4	13.1	11.9	10.6
						P/B	5.3	4.2	3.4	2.8	2.4
						EV/EBITDA	9.9	9.2	7.9	6.5	5.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn