

公司研究

Q3 经营平稳，费用率优化明显

——水井坊（600779.SH）2024 年三季度报点评

要点

事件：水井坊发布 2024 年三季度报，公司 24 年前三季度实现总营收 37.88 亿元、同比增加 5.56%，实现归母净利润 11.25 亿元、同比增加 10.03%，扣非归母净利润 11.09 亿元、同比增加 11.15%。其中 Q3 单季总营收 20.7 亿元、同比增加 0.38%，归母净利润 8.83 亿元、同比增加 7.67%，Q3 收入端表现基本符合此前市场预期。

臻酿八号势头稳健，中档酒 Q3 收入高增。三季度公司收入端同比微增 0.38%、基本符合此前市场预期，公司保持良性平稳的市场状态，渠道风险在同业内较早完成出清，Q3 报表端表现稳健。1) 产品端，24Q3 公司高档酒/中档酒营收分别为 19.4/0.99 亿元，同比-2.0%/+87.2%。高档酒在行业需求承压下表现相对平稳，臻酿八号在宴席场景具备一定竞争力、估计 Q3 臻酿八号收入仍实现一定增长，井台升级后市场动销存在一定压力，叠加当前白酒商务需求较为疲软，预计井台仍需一定时间恢复，典藏及以上高端产品亦受到外部环境影响。中档酒 Q3 收入同比高增，天号陈等大众价位产品符合当前消费需求、成长性较为突出。拆分量价看，24Q3 酒类产品销售量/销售均价同比-0.6%/+0.8%、相对平稳。2) 市场端，估计北方市场如内蒙古、北京、河北保持较快的发展势头，规模较大的传统市场竞争依旧较为激烈。

营销费用率优化明显、推动 Q3 净利率提升，现金回款/合同负债相对平稳。1) 24Q3 销售毛利率 84.57%、同比+0.86pct，税金及附加项占营收比重 14.99%、同比-0.95pct，销售费用率 8.44%、同比-3.99pct，公司收缩营销费用投入、提高费效比，三季度销售费用率明显优化，管理及研发费用率 4.34%、同比+0.5pct，综合看 24Q3 归母净利率 42.65%、同比提升 2.89pct，盈利能力提升主要得益于费用率收缩，24Q3 利润端增速明显快于收入端。2) 24Q3 销售现金回款 23.08 亿元、同比-0.82%，销售回款略有承压但相对平稳，经营活动现金流净额 10.68 亿元、同比减少 20.42%，或与邛崃项目达到可使用状态转运营之后、相关原辅料采购等现金流出增加有关。截至 Q3 末合同负债 10.55 亿元、环比 Q2 末减少 0.16 亿元，合同负债亦维持正常水平。

盈利预测、估值与评级：考虑行业需求恢复仍需时间，下调 2024-26 年归母净利润预测为 13.76/14.68/15.89 亿元（较前次预测下调 3.6%/10.6%/13.9%），折合 EPS 为 2.82/3.01/3.25 元，当前股价对应 P/E 为 16/15/14 倍。公司渠道维持健康状态，关注高管履新后更多市场举措落地，维持“买入”评级。

风险提示：次高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期，需求恢复速度较慢。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,673	4,953	5,180	5,473	5,889
营业收入增长率	0.88%	6.00%	4.58%	5.65%	7.59%
净利润（百万元）	1,216	1,269	1,376	1,468	1,589
净利润增长率	1.40%	4.36%	8.44%	6.68%	8.23%
EPS（元）	2.49	2.60	2.82	3.01	3.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	35.16%	28.87%	25.85%	23.52%	21.93%
P/E	18	18	16	15	14
P/B	6.5	5.1	4.2	3.6	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-01

买入（维持）

当前价：45.78 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.88
总市值(亿元):	223.57
一年最低/最高(元):	30.31/60.16
近 3 月换手率:	64.27%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.12	13.30	-30.58
绝对	-8.48	28.24	-21.13

资料来源：Wind

相关研报

Q2 业绩超预期，经营继续改善——水井坊（600779.SH）2024 年中报点评（2024-07-29）
经营改善，系列酒表现亮眼——水井坊（600779.SH）2023 年年报与 2024 年一季度报点评（2024-05-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,673	4,953	5,180	5,473	5,889
营业成本	725	834	918	999	1,087
折旧和摊销	85	101	109	151	182
税金及附加	735	777	808	854	913
销售费用	1,279	1,308	1,238	1,308	1,402
管理费用	355	362	378	400	424
研发费用	37	37	26	27	24
财务费用	-33	-26	-23	-23	-23
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,633	1,698	1,842	1,971	2,124
利润总额	1,632	1,699	1,842	1,965	2,124
所得税	416	431	466	497	535
净利润	1,216	1,269	1,376	1,468	1,589
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,216	1,269	1,376	1,468	1,589
EPS(元)	2.49	2.60	2.82	3.01	3.25

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,314	1,734	1,163	1,978	2,066
净利润	1,216	1,269	1,376	1,468	1,589
折旧摊销	85	101	109	151	182
净营运资金增加	-114	-306	722	-305	-204
其他	126	670	-1,044	664	499
投资活动产生现金流	-953	-974	-350	-325	-300
净资本支出	-953	-974	-300	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-	0	-50	-75	-50
融资活动现金流	-339	-318	-429	-527	-564
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1	-1	-6	0	0
无息负债变化	329	442	-250	158	252
净现金流	21	442	383	1,126	1,202

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	84.5%	83.2%	82.3%	81.8%	81.5%
EBITDA 率	36.8%	36.7%	39.3%	38.4%	38.9%
EBIT 率	34.8%	34.6%	37.2%	35.7%	35.8%
税前净利润率	34.9%	34.3%	35.6%	35.9%	36.1%
归母净利润率	26.0%	25.6%	26.6%	26.8%	27.0%
ROA	17.3%	15.1%	15.1%	14.4%	13.9%
ROE (摊薄)	35.2%	28.9%	25.8%	23.5%	21.9%
经营性 ROIC	42.5%	37.3%	35.7%	37.6%	41.5%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	51%	48%	41%	39%	37%
流动比率	1.24	1.23	1.52	1.69	1.86
速动比率	0.55	0.61	0.77	1.04	1.27
归母权益/有息债务	551.04	792.97	-	-	-
有形资产/有息债务	1046.96	1415.31	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	7,047	8,425	9,098	10,174	11,427
货币资金	1,912	2,350	2,732	3,858	5,060
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	3	2	26	27	29
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	15	14	0	0	0
存货	2,443	2,452	2,793	2,542	2,444
其他流动资产	21	61	73	87	108
流动资产合计	4,410	4,904	5,693	6,590	7,724
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	721	1,329	1,672	1,910
在建工程	1,620	2,186	1,655	1,331	1,103
无形资产	130	163	259	303	347
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	34	16	16	16	16
非流动资产合计	2,637	3,521	3,406	3,584	3,704
总负债	3,589	4,031	3,775	3,933	4,185
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,163	1,043	1,468	1,598	1,739
应付票据	2	49	275	300	326
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	37	30	30	30	30
流动负债合计	3,561	4,000	3,743	3,901	4,153
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	30	30	30	30
非流动负债合计	28	31	32	32	32
股东权益	3,458	4,394	5,323	6,241	7,242
股本	488	488	488	488	488
公积金	829	826	826	826	826
未分配利润	2,313	3,216	4,145	5,063	6,064
归属母公司权益	3,458	4,394	5,323	6,241	7,242
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	27.37%	26.40%	23.90%	23.90%	23.80%
管理费用率	7.60%	7.31%	7.30%	7.30%	7.20%
财务费用率	-0.71%	-0.52%	-0.44%	-0.42%	-0.39%
研发费用率	0.80%	0.76%	0.50%	0.50%	0.40%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.75	0.92	1.13	1.20	1.30
每股经营现金流	2.69	3.55	2.38	4.05	4.23
每股净资产	7.08	9.00	10.90	12.78	14.83
每股销售收入	9.57	10.14	10.61	11.21	12.06

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	18	18	16	15	14
PB	6.5	5.1	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	12.7	11.8	10.3	9.5	8.3
股息率	1.6%	2.0%	2.5%	2.6%	2.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP