

水井坊 (600779)

业绩符合预期，经营平稳过渡

增持 (维持)

2024 年 11 月 08 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

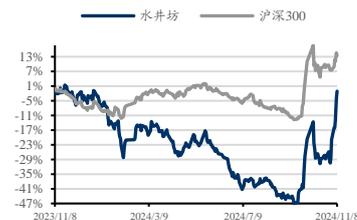
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4673	4953	4966	5160	5655
同比 (%)	0.88	6.00	0.26	3.91	9.60
归母净利润 (百万元)	1216	1269	1315	1358	1514
同比 (%)	1.40	4.36	3.66	3.26	11.47
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.49	2.60	2.69	2.78	3.10
P/E (现价&最新摊薄)	22.99	22.03	21.25	20.58	18.46

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司公告前三季度业绩, 24Q1~Q3 实现营收 37.9 亿元, 同比+5.6%, 归母净利润 11.3 亿元, 同比+10%, 24Q3 营收 20.7 亿元, 同比+0.4%, 归母净利润 8.8 亿元, 同比+7.7%。
- **Q3 平稳过渡, 新财年实现顺利开局。** 24Q3 公司酒类业务收入 20.4 亿元, 同比+0.3%, 量价分别同比+4%/-4%。1) **分产品看,** 24Q3 高档/中档白酒分别实现收入 19.4/1.0 亿元, 分别同比-2.0%/+87.2%, 毛利率同比+1.4pct/-1.8pct。2024 年公司持续聚焦大单品, 并适度控制发货, 保障 Q3 在渠道良性基础上保障 Q3 回款顺利推进。其中, 臻酿八号宴席场景表现相对较好, 预计延续稳健增长; 井台、典藏及以上需求相对承压, 动销仍待验证; 以天号陈为代表的中档酒承接大众消费需求有一定增量。2) **分渠道看,** 24Q3 新渠道/批发代理收入分别为 1.2/19.2 亿元, 分别同比-0.4%/+0.3%, 传统渠道保持稳定增长。
- **毛利率小幅提升, 销售费投优化释放利润弹性。** 24Q3 归母净利率 42.6%, 同比+2.9pct, 主系销售费用投放优化。1) **毛利率:** 24Q3 毛利率同比+0.86pct, 预计主系臻酿八号提价、高档酒毛利率小幅提升所致。2) **费用率:** 24Q3 销售费用率同比-4.0pct, 下降明显主系公司期内加强营销费用精细化管理、提升费效比, 管理费用率 (含研发) 同比+0.5pct, 营业税金率同比-1.0pct, 预计主系季度间波动。收现端看, 24Q3 销售收现同比-0.8%, 增长弱于收入, 24Q3 合同负债 10.6 亿元, 环比/同比分别-0.2/-0.7 亿元, 弱预期下渠道端回款仍持观望态度。经营活动现金流净额同比减少 20.42%, 主系邛崃全产业生产基地项目 (一期) 达到预计可使用状态转运营后, 原辅料采购等相关经营活动现金流出增加。
- **新总经理人选落地, 新财年规划平稳务实。** 经过 1 年多时间, 公司自 2024 年 7 月 15 日起对胡庭洲先生进行正式任命, 此前胡总曾于宝洁、柯达、百事负责销售管理职能, 并出任过好时中国总经理、豫园股份总裁等管理要职, 在食品饮料等快消品行业拥有丰富经验, 新总经理胡总上任后, 新财年规划平稳务实, 公司高端化、单品聚焦策略不变, 期待后续外部环境好转带动经营进一步改善。
- **盈利预测与投资评级:** 根据前三季度业绩, 我们调整 2024-2026 年归母净利润分别为 13.2、13.6、15.1 亿元 (前值为 11.3、11.6、13.2 亿元), 分别同比 4%、3%、11%, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 21、21、18 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济恢复不及预期; 次高端主力价位竞争加剧; 品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

市场数据

收盘价(元)	57.23
一年最低/最高价	30.31/61.14
市净率(倍)	5.62
流通 A 股市值(百万元)	27,948.92
总市值(百万元)	27,948.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.18
资产负债率(% LF)	44.02
总股本(百万股)	488.36
流通 A 股(百万股)	488.36

相关研究

《水井坊(600779): 2024 年中报点评: 业绩符合预期, 期待聚势启新》

2024-07-27

《水井坊(600779): 2023 年报及 2024 年一季报点评: 结构承压, 尚待修复》

2024-04-29

图1: 中国消费者信心指数变化



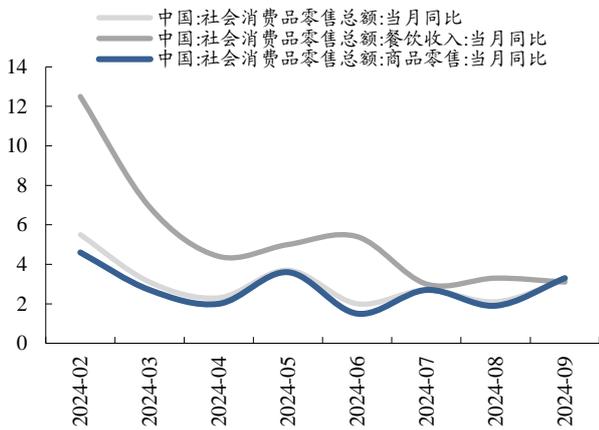
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 全国工业企业利润累计同比、当月同比



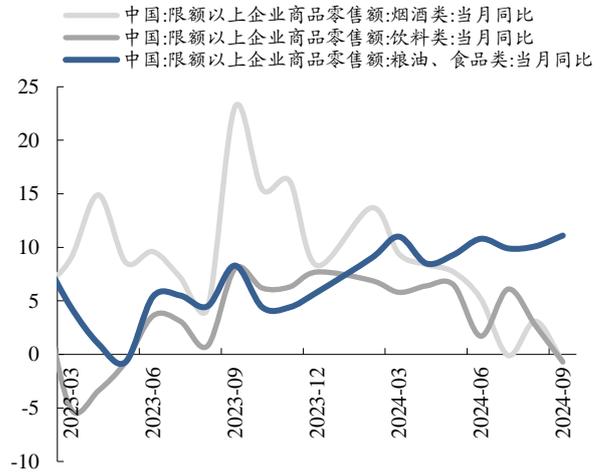
数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 社零增长走势 (%)



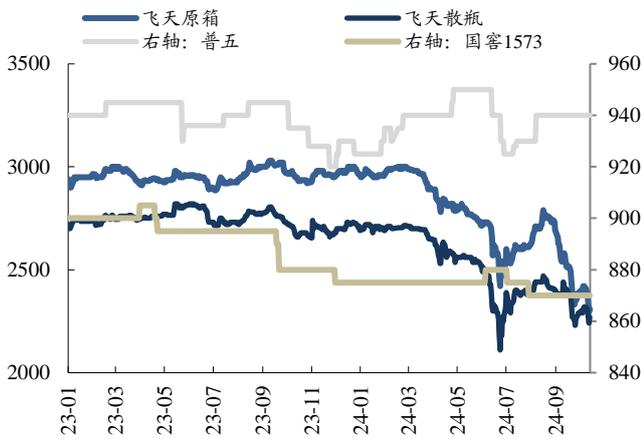
数据来源: wind、东吴证券研究所

图4: 烟酒食品社零走势 (%)



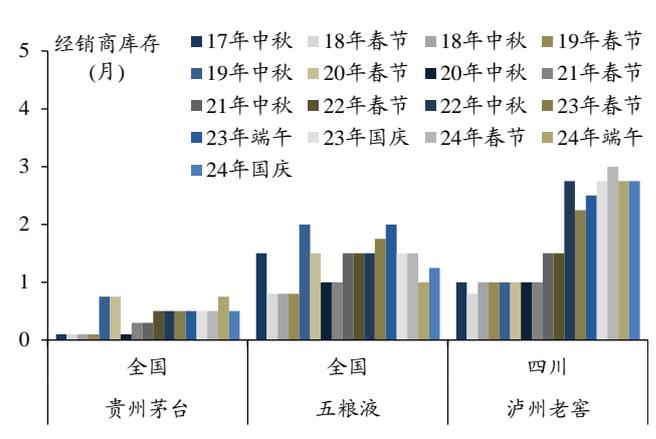
数据来源: wind、东吴证券研究所

图5: 高端酒批价走势 (元/瓶)



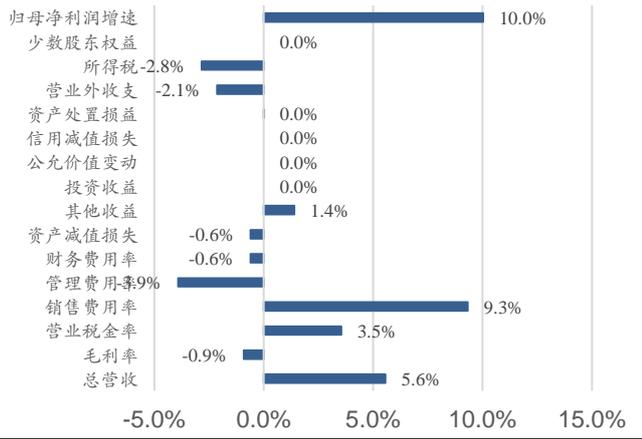
数据来源: wind、东吴证券研究所

图6: 高端酒库存变化



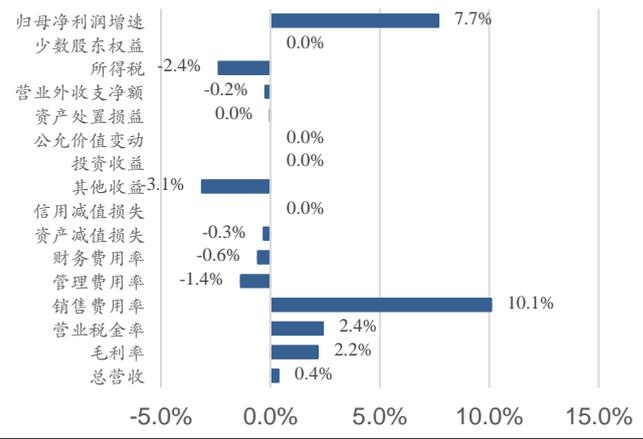
数据来源: wind、东吴证券研究所

图7: 24Q1~Q3 归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图8: 24Q3 归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

水井坊三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,904	4,990	5,020	6,391	营业总收入	4,953	4,966	5,160	5,655
货币资金及交易性金融资产	2,350	2,286	2,969	3,603	营业成本(含金融类)	834	881	904	964
经营性应收款项	27	43	43	48	税金及附加	777	770	800	877
存货	2,452	2,592	1,929	2,462	销售费用	1,308	1,226	1,268	1,372
合同资产	0	0	0	0	管理费用	362	373	402	453
其他流动资产	75	70	79	279	研发费用	37	38	39	43
非流动资产	3,521	4,151	4,147	4,210	财务费用	(26)	(23)	(22)	(29)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	58	50	50	50
固定资产及使用权资产	727	796	2,177	2,094	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	2,188	2,738	1,342	1,342	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	163	177	190	204	减值损失	(20)	1	2	5
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	14	9	4	营业利润	1,698	1,752	1,822	2,031
其他非流动资产	425	427	429	565	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	8,425	9,141	9,166	10,601	利润总额	1,699	1,754	1,823	2,032
流动负债	4,000	3,790	2,864	3,239	减:所得税	431	438	465	518
短期借款及一年内到期的非流动负债	6	6	6	5	净利润	1,269	1,315	1,358	1,514
经营性应付款项	1,092	1,298	621	1,039	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,220	1,058	895	887	归属母公司净利润	1,269	1,315	1,358	1,514
其他流动负债	1,683	1,428	1,343	1,308	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.60	2.69	2.78	3.10
非流动负债	31	36	36	36	EBIT	1,672	1,720	1,789	1,987
长期借款	0	6	6	6	EBITDA	1,785	1,834	1,958	2,219
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	83.16	82.25	82.48	82.96
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.62	26.49	26.32	26.77
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	6.00	0.26	3.91	9.60
负债合计	4,031	3,826	2,901	3,275	归母净利润增长率(%)	4.36	3.66	3.26	11.47
归属母公司股东权益	4,394	5,315	6,266	7,326					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,394	5,315	6,266	7,326					
负债和股东权益	8,425	9,141	9,166	10,601					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,734	1,074	1,260	1,386	每股净资产(元)	9.00	10.88	12.83	15.00
投资活动现金流	(974)	(749)	(169)	(298)	最新发行在外股份(百万股)	488	488	488	488
筹资活动现金流	(318)	(389)	(408)	(455)	ROIC(%)	31.73	26.53	22.97	21.75
现金净增加额	442	(64)	684	633	ROE-摊薄(%)	28.87	24.75	21.68	20.67
折旧和摊销	113	113	168	231	资产负债率(%)	47.84	41.85	31.64	30.90
资本开支	(974)	(750)	(171)	(165)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.03	21.25	20.58	18.46
营运资本变动	400	(353)	(263)	(353)	P/B(现价)	6.36	5.26	4.46	3.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>