

水井坊（600779）

2024 年经营数据点评：全年正增顺利收官，
中高价产品表现稳健

增持（维持）

2025 年 01 月 26 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@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	5217	4904	5450
同比（%）	0.88	6.00	5.32	(6.00)	11.14
归母净利润（百万元）	1216	1269	1341	1178	1347
同比（%）	1.40	4.36	5.69	(12.13)	14.32
EPS-最新摊薄（元/股）	2.49	2.60	2.75	2.41	2.76
P/E（现价&最新摊薄）	18.68	17.90	16.94	19.28	16.86

投资要点

- **事件：**根据公司 2024 年度主要经营数据公告，经初步核算，预计 2024 年度实现营业收入约 52.17 亿元，同比增长约 5.3%；实现归属于上市公司股东的净利润约 13.41 亿元，同比增长约 5.7%。对应 24Q4 营收同比增长 4.7%，归母净利同比下滑 12.4%。
- **2024 年顺利完成正增目标，中高档产品驱动业绩增长。**收入端，2024 年在消费不振、竞争加剧的不利环境下，公司营收同比增长 5.7%，主系 300 元及以下价位产品实现销售增长，渠道库存较年初略有上浮。①估算 300 元价位主力单品臻酿八号销售实现近双位数增长。作为次高端入门价位单品，臻酿八号品牌格调在商务招待、居民宴席场景具有较好普适性，全年动销表现基本符合 300 元价位行业趋势。②预计中档酒天号陈产品收入同比实现高双位数增长。公司在核心市场补充 100~300 元价位天号陈产品以迎合当下消费趋势，低基数下自然动销兑现较快增长，中档酒收入占比估算相应由 4.1%增长至约 6%+。③预计 400 元以上价位的井台、典藏产品全年收入同比下滑较多。公司价格优先战略明确，旨在着眼长期保障品牌拉力。利润端，全年归母净利同比增长 5.7%，净利率同比基本保持稳定，预计主系销售费率优化（糖酒会等广告投入同比减少），而毛利率、管理费率同比略有恶化。
- **24Q4 收入保持小幅正增，利润下滑预计主系成本及费用回补拖累。**24Q4 公司收入同比增长 4.7%，渠道回款进度同比基本保持一致，库存环比略有上升。24Q4 公司归母净利同比下滑 12.4%，估算主因季度成本及费用确认节奏波动所致，1 是 24H2 产品结构同比下移，预计毛利率影响主要体现在 24Q4；2 是考虑 2025 年春节同比靠前，预计春节旺季营销费用有部分体现在 24Q4。
- **多元化营销稳扎稳打，高价位产品调整有序推进。**营销端，公司积极拥抱数字化转型，深化线上线下融合策略：在线上通过电商平台、社交媒体、红包扫码等方式，积极提升品牌曝光度和互动性，持续扩大消费者触达面，并根据消费者画像加强精准营销；在线下则通过开展品鉴会、消费者体验活动及宴席礼赠活动等方式，强化团购及宴席拓客，并通过合理的利润分配机制和渠道库存管控，促进销售的健康可持续发展。产品端，典藏预计将在 2025 年重点针对 20 个城市开发团购渠道，井台则计划重新推出老井台复刻版，以适当巩固高价位产品销售。
- **盈利预测与投资评级：**公司产品矩阵定位清晰，在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。在需求承压阶段，次高端价位向下波动相对更为突出，公司中高端价位产品收入承托能力有所体现，产品动销基础好于其他全国化二线酒企。参考 2024 年预告数据以及渠道库存周期和消费环境变化，我们调整 2024~26 年归母净利润至 13.4、11.8、13.5 亿元（前值 13.2、13.6、15.1 亿元），同比+5.7%、-12.1%、+14.3%，当前市值对应 2024~26 年 PE 为 17/19/17X，维持“增持”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.51
一年最低/最高价	30.31/63.33
市净率(倍)	4.57
流通 A 股市值(百万元)	22,673.77
总市值(百万元)	22,673.77

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)	487.50
流通 A 股(百万股)	487.50

相关研究

《水井坊(600779)：业绩符合预期，经营平稳过渡》

2024-11-08

《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

- **风险提示：**宏观表现不及预期、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。

水井坊三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,904	5,174	4,700	6,234	营业总收入	4,953	5,217	4,904	5,450
货币资金及交易性金融资产	2,350	2,299	2,962	3,214	营业成本(含金融类)	834	911	876	947
经营性应收款项	27	44	41	48	税金及附加	777	809	760	845
存货	2,452	2,760	1,621	2,692	销售费用	1,308	1,314	1,292	1,419
合同资产	0	0	0	0	管理费用	362	419	421	463
其他流动资产	75	71	76	280	研发费用	37	52	49	55
非流动资产	3,521	4,151	4,147	4,210	财务费用	(26)	(23)	(23)	(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	1,786	1,580	1,807
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	9,325	8,847	10,443	利润总额	1,699	1,788	1,582	1,808
流动负债	4,000	3,956	2,653	3,306	减:所得税	431	447	403	461
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	1,341	1,178	1,347
经营性应付款项	1,092	1,378	482	1,149	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,220	1,093	867	871	归属母公司净利润	1,269	1,341	1,178	1,347
其他流动负债	1,683	1,479	1,298	1,281	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.60	2.75	2.41	2.76
非流动负债	31	36	36	36	EBIT	1,672	1,755	1,547	1,763
长期借款	0	6	6	6	EBITDA	1,785	1,868	1,716	1,995
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	83.16	82.54	82.13	82.63
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.62	25.71	24.03	24.72
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	6.00	5.32	(6.00)	11.14
负债合计	4,031	3,992	2,689	3,342	归母净利润增长率(%)	4.36	5.69	(12.13)	14.32
归属母公司股东权益	4,394	5,333	6,158	7,101					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,394	5,333	6,158	7,101					
负债和股东权益	8,425	9,325	8,847	10,443					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,734	1,095	1,186	955	每股净资产(元)	9.00	10.92	12.61	14.54
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)	(397)	(354)	(405)	ROIC(%)	31.73	27.01	20.02	19.78
现金净增加额	442	(51)	663	252	ROE-摊薄(%)	28.87	25.15	19.13	18.97
折旧和摊销	113	113	168	231	资产负债率(%)	47.84	42.81	30.39	32.00
资本开支	(974)	(751)	(171)	(165)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.90	16.94	19.28	16.86
营运资本变动	400	(358)	(158)	(618)	P/B(现价)	5.17	4.26	3.69	3.20

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>