

## 库存可控、业绩坚挺，看好中期业绩估值双击

### 核心观点

- **前置指标出现回暖迹象，白酒行业或接近周期底部。**前置指标来看，我国一线城市为代表的商品房成交面积回暖；挖掘机内销量作为实体经济活动活跃度的重要先行指标，近期快速增长。我国春运期间民航、铁路日均运输旅客人次回暖，表明旅游需求、跨区域活动扩张。飞天价格指数来看，当前飞天终端价/城镇居民月度收入、飞天终端价（元）/M2 供应量（万亿元）指标分别位于 2015 年以来 33%、15% 百分位，意味着白酒或接近周期底部。当前我国餐饮宴席景气度仍较低，但已体现触底征兆：例如餐饮收入同比温和增长，我国消费者收入信心指数环比增加。春节白酒动销同比下滑 5-10%，好于节前预期，名酒批价企稳、库存同比降低，一方面是酒企开年以来出台控量稳价政策，另一方面意味着宴席等线下场景动销基本触底。
- **积极推进产品市场改革，重整出发。**水井坊新任总经理胡庭洲熟悉本土市场运作和白酒文化，任职以来对公司产品、市场、渠道进行深度改革。公司将形成“水井坊”+“第一坊”品牌体系、“次高端托底+高端突破”的格局，同时对销售市场采取一城一策，预计将有效提升市场渗透力，稳步推进结构升级。**公司率先去库，行业下行期业绩坚挺。**公司重视渠道库存管理，2020 年 Q2 即对产品全面停货去库存，因此在行业下行期，受到渠道库存的拖累相对轻微，预计厂商关系相对更良性。水井坊收入利润等经营指标相对坚挺，24 年预告营收增长 5%，归母净利润增长 6%。
- **业绩弹性大，估值向上空间广阔。**对比多个白酒发展阶段，全国化次高端酒企均呈现更大业绩弹性。当前经销商小批量进货策略减少库存压力；若经济出现回暖迹象，经销商或存在加库需求，刺激次高端酒企业绩增长。估值端，2012-2014 年为水井坊业绩降幅较明显的阶段，水井坊未来 12 个月预期 PE 均值为 22 倍；相比而言，当前公司业绩相对坚挺，认为公司合理估值在 22 倍以上；截至 25/3/24，公司未来 12 个月预期 PE 仅为 16 倍，有望在边际回暖阶段迎来业绩、估值双击。

### 盈利预测与投资建议

- 据 24 年业绩预告，下调营收、毛利率。预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 2.76、3.03、3.42 元（原预测为 2.89、3.32、3.75 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 66.66 元，维持买入评级。

**风险提示：**产品价格波动、消费需求不及预期、假设条件变化影响测算结果、食品安全事件风险。

### 公司主要财务信息

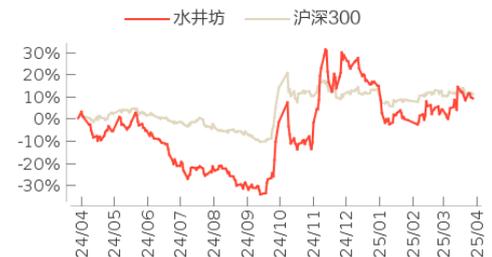
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,673	4,953	5,218	5,683	6,345
同比增长(%)	0.9%	6.0%	5.3%	8.9%	11.6%
营业利润(百万元)	1,633	1,698	1,825	1,996	2,253
同比增长(%)	-2.1%	4.0%	7.5%	9.3%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,216	1,269	1,343	1,479	1,669
同比增长(%)	1.4%	4.4%	5.9%	10.1%	12.8%
每股收益(元)	2.49	2.60	2.76	3.03	3.42
毛利率(%)	84.5%	83.2%	82.0%	82.0%	82.1%
净利率(%)	26.0%	25.6%	25.7%	26.0%	26.3%
净资产收益率(%)	39.9%	32.3%	26.2%	23.6%	23.4%
市盈率	20.4	19.5	18.5	16.8	14.9
市净率	7.2	5.6	4.2	3.7	3.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年03月28日）	50.85 元
目标价格	66.66 元
52 周最高价/最低价	63.33/30.31 元
总股本/流通 A 股（万股）	48,750/48,750
A 股市值（百万元）	24,790
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 03 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.71	4.8	-6.51	9.28
相对表现%	0.7	4.15	-4.86	-1.92
沪深 300%	0.01	0.65	-1.65	11.2



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

### 相关报告

销售费用控费成效凸显，天号陈强势增长	2024-11-01
臻酿 8 号贡献增长，24Q2 业绩略超预期	2024-07-30
臻酿 8 号动销边际向好，积极推新拉升品牌地位	2024-04-30

## 目录

一、前置指标出现回暖迹象，白酒行业或接近周期底部 .....	4
1.1 政策重视内需，地产机械销量回暖为前置指标 .....	4
1.2 飞天价格指标接近周期底部 .....	5
二、预计率先走出阴霾，估值向上空间广阔 .....	6
2.1 积极推进产品市场改革，重整出发 .....	6
2.2 水井坊率先去库，行业下行期业绩坚挺 .....	7
2.3 次高端白酒核心消费场景宴席或已触底 .....	8
2.4 次高端酒企业业绩弹性大，估值空间广阔 .....	9
三、投资建议 .....	12
四、风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	4
图 2: 一、二、三线城市商品房成交面积同比增速 .....	4
图 3: 我国挖掘机内销量及同比增速 .....	5
图 4: 我国石油沥青装置开工率 (%) .....	5
图 5: 我国春运期间民航日均运输旅客人次 .....	5
图 6: 我国春运期间铁路累计发送旅客人次及同比增速 .....	5
图 7: 飞天茅台终端价 (元) /M2 供应量 (万亿元) .....	5
图 8: 飞天茅台终端价 (元) /城镇居民月度收入 (元) .....	5
图 9: 次高端酒企各季度末合同负债 (亿元) .....	8
图 10: 次高端酒企各季度末合同负债同比增速 .....	8
图 11: 中国社零总额: 餐饮当月同比增速 (%) .....	8
图 12: 中国消费者信心指数: 收入 .....	8
图 13: 次高端白酒批发价 (元/瓶) .....	8
图 14: 分阶段白酒企业收入增长率 .....	9
图 15: 分阶段白酒企业归母净利润增长率 .....	9
图 16: 水井坊历史分阶段发展情况、业绩增速以及对应估值 .....	10
表 1: 多条政策支持提升居民收入 .....	4
表 2: 水井坊历任总经理履历及战略总结 .....	6
表 3: 水井坊、舍得酒业、酒鬼酒自 2020 年以来控货稳价去库措施整理 .....	7
表 4: 白酒行业历次周期相关指标对比 .....	10
表 5: 可比公司估值表 .....	12

# 一、前置指标出现回暖迹象，白酒行业或接近周期底部

## 1.1 政策重视内需，地产机械销量回暖为前置指标

政策重视提升居民收入、拉动内需，白酒动销有望受益改善。2024 年中央经济工作会议首次提出“促进居民收入增长和经济增长同步”；2025 年全国两会再次提出“居民收入增长和经济增长同步”，且提到“使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”。大力提振消费被列为今年政府工作的首要工作任务，且提振消费措施更为具体细致，体现政策拉动消费的决心。白酒动销有望受益改善。

表 1：多条政策支持提升居民收入

措施类别	具体举措
上调最低工资	多省份（如福建、新疆、四川等）在 2025 年上调最低工资标准，调整后月最低工资平均增幅 4%-4.1%，部分省份如福建调整后最高档达 2265 元/月
就业支持与技能培训	实施重点行业、中小微企业就业支持计划，中央财政安排 667.4 亿元就业补助资金，促进高质量充分就业
拓宽投资渠道	鼓励发展适合个人投资者的债券、基金等金融产品，推动股市稳定以修复居民财产性收入 试点农村集体经营性建设用地入市改革，允许农户通过出租、入股等方式盘活农村资产，增加农民财产性收入

数据来源：经济日报、每日经济新闻、东方证券研究所

我们在报告《白酒产业周期阶段及前置指标探索》中提到，白酒宏观层面前置指标包括房地产投资增速、固定资产投资增速、居民消费力变化等。

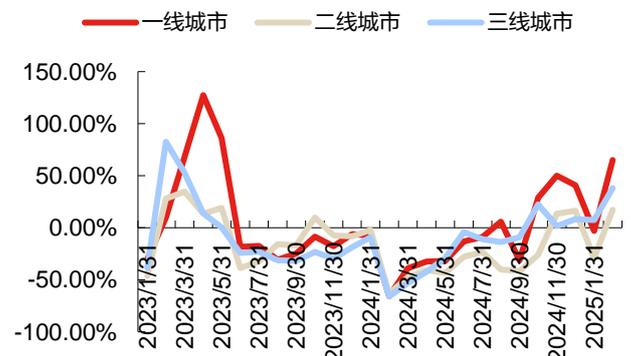
房地产端，我国商品房成交面积回暖，尤以一线城市为代表。一线城市商品房成交面积增速在 24 年 10 月起基本转正，25 年 2 月同比增长 65%，二、三线城市也有不同幅度的回升。成交面积的回升有望刺激房地产投资增速，从而拉动白酒动销。

图 1：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：一、二、三线城市商品房成交面积同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

我国挖掘机内销量在 24 年 3 月起恢复增长，且近期涨幅扩大，25 年 2 月内销量达 11640 万台，同比增长 99%。从宏观经济视角来看，挖掘机销量的增长通常被视为实体经济活动活跃度的重要先行指标，其背后反映的是基建投资加速、房地产周期回暖、产业链传导效应增强等多重经济动能。挖掘机销量提升预计也将引领白酒消费需求回暖。

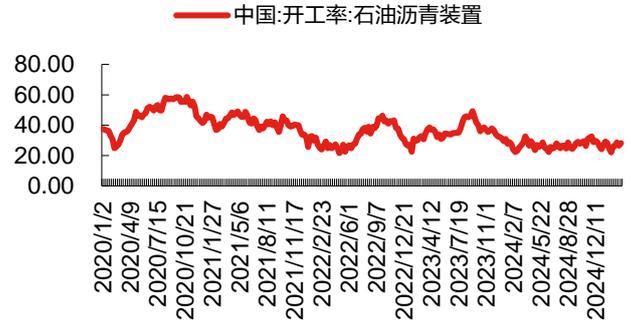
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 3：我国挖掘机月度内销量及同比增速



数据来源：iFind、东方证券研究所

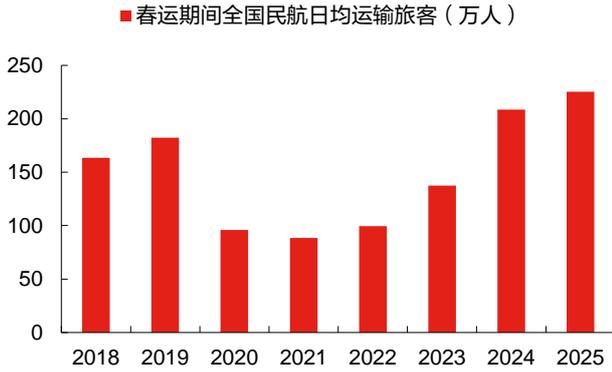
图 4：我国石油沥青装置开工率（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

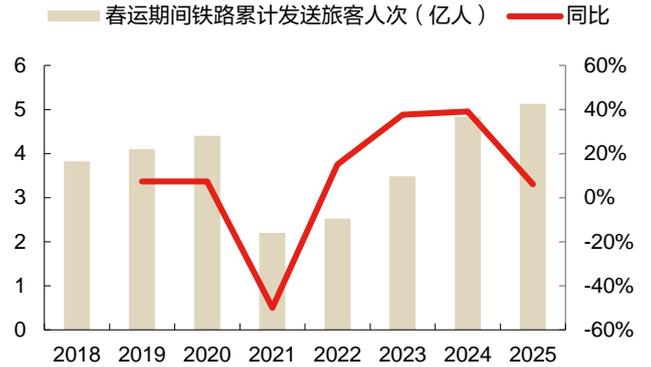
消费端，我国春运期间民航日均运输旅客人次回暖，由 2024 年 208.6 万人提升至 2025 年 225.5 万人；铁路累计发送旅客人次同比提升 6%，表明旅游需求、跨区域活动扩张。

图 5：我国春运期间民航日均运输旅客人次



数据来源：交通运输部、阿克苏市人民政府、中国民用航空局、中国民航网、央广网、证券日报、界面快讯、东方证券研究所

图 6：我国春运期间铁路累计发送旅客人次及同比增速



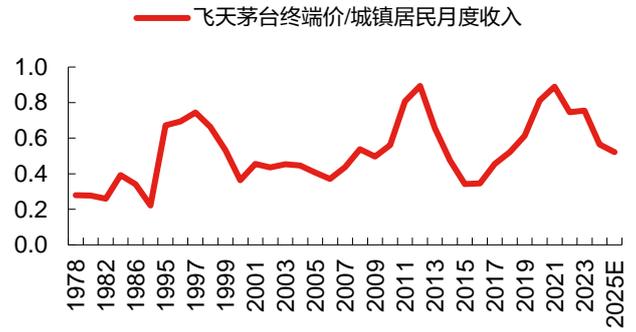
数据来源：中国政府网、国家铁路局、国铁集团、东方证券研究所

## 1.2 飞天价格指标接近周期底部

预计 2025 年飞天终端价（元）/城镇居民月度收入（元）指标接近 0.52，上一次低位出现在 2015 年 0.34，当前位置位于 2015 年以来 33% 百分位，接近周期底部。截至 25 年 1 月，飞天终端价（元）/M2 供应量（万亿元）指标约 7.8，而上一次周期底部出现在 2016 年 6 月，为 6.1；当前位置位于 2015 年以来 15% 百分位，也接近周期底部。飞天价格指标一般同步于白酒周期，我们判断飞天价格继续下行空间有限，当前已接近白酒周期底部。

图 7：飞天茅台终端价（元）/M2 供应量（万亿元）

图 8：飞天茅台终端价（元）/城镇居民月度收入（元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

数据来源：Wind、东方证券研究所（假设 25 年城镇居民收入提升 4.5%）

## 二、预计率先走出阴霾，估值向上空间广阔

### 2.1 积极推进产品市场改革，重整出发

公司新任总经理胡庭洲于 2024 年 7 月上任。胡总拥有 20 多年快消品（宝洁、百事）及白酒投资（豫园股份）投资经验，尤其在豫园期间主导对舍得酒业、金徽酒的投资，积累了白酒产业链资源。胡总在豫园任职期间，在推动多品牌协同发展方面具备深厚经验，有利于公司“水井坊”+“第一坊”双品牌战略的落地。此外，胡总历任中国区高管，熟悉本土市场运作和中国白酒文化，有望改善水井坊过去多年外资主导导致对市场理解不足的问题。

**表 2：水井坊历任总经理履历及战略总结**

姓名	任期	国籍	主要履历	任职期间战略
柯明思 (Kenneth Macpherson)	2011-2013 年	英国	曾任帝亚吉欧大中华区总裁	任期内推动水井坊国际化尝试
大米 (James Michael Rice)	2013-2015 年	美国	联合利华、帝亚吉欧等快消企业高管	延续国际化目标，对营销网络和销售渠道进行了调整，削减低端产品
范祥福	2015-2019 年	中国香港	嘉士伯中国前高管，首位本土职业经理人	剥离低端产品，聚焦中高端市场，2018 年升任董事长
危永标	2019-2020 年	中国香港	保乐力加中国前高管	延续、强化高端化战略，任期内公司受疫情影响冲击较大
朱镇豪	2020-2023 年	中国台湾	曾任喜力集团中国大陆及台湾地区总经理、帝亚吉欧中国大陆及台湾分公司总经理	推动高端化战略（如典藏系列升级）
艾恩华 (Mark Anthony Edwards)	2023-2024 年（代理）	英国	曾任帝亚吉欧亚太区市场总监	强化高端布局，推出超高端产品“水井坊·第一坊”，升级次高端核心单品“典藏”和“井台”系列
蒋磊峰	2024 年（代理）	中国	帝亚吉欧中国前财务总监	代理期间推进渠道精细化运营，优化成本管控与现金流管理，支持高端化发展

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

胡庭洲	2024年7月至今	中国	豫园股份前总裁，曾任宝洁、百事等快消企业高管	打造“水井坊”+“第一坊”品牌体系，同时重点打造井台。提升渠道精细化管理，将市场划分为堡垒、先锋、潜力，一城一策
-----	-----------	----	------------------------	--

数据来源：南方都市报、新京报、乐居财经、东方证券研究所

水井坊 2025 年战略发布大会中，提出将对产品、市场、渠道进行深度改革。**产品端**，公司将形成“水井坊”+“第一坊”品牌体系，主品牌“水井坊”聚焦次高端价格带，夯实核心市场基础，“第一坊”聚焦高端市场，提升品牌站位。核心产品将以年份、名称序列感等进行梯度区分，有利于消费者清晰区分品牌档次，且加深品牌印象。公司提到，未来将在 300-800 元全价格带进行精细化布局，臻酿八号通过迭代满足 300-400 元消费需求，且重点打造井台，突破 500 元以上市场。

市场端，公司将全国市场分为堡垒、先锋、潜力三大类别，一城一策进行精细化区分管理。预计堡垒市场补充第一坊等高端产品销售，先锋市场以臻酿八号、井台为主，潜力市场以臻酿八号为主，根据不同市场销售情况逐步提升产品渗透率，稳步推动结构升级。

公司对产品条线进一步梳理清晰，持续完善丰富产品矩阵，形成“次高端托底+高端突破”的格局，避免了产品线交叉导致的内部竞争，同时对销售市场采取一城一策，预计将有效提升市场渗透力，稳步推进结构升级。

## 2.2 水井坊率先去库，行业下行期业绩坚挺

**重视渠道库存管理，较早停货去库，业绩相对坚挺。**根据 21 世纪经济报道，2020 年 Q2，水井坊即对全系列产品主动停货，在 6 月底时核心门店库存已下降至 2018 年时的库存水平。水井坊在业内率先去库，因此在行业下行期，受到高渠道库存的拖累相对轻微，厂商关系更良性，收入利润等经营指标相对坚挺，未出现明显下滑。公司预告 2024 年营收同比增长 5%，归母利润同比增长 6%。

公司总经理胡庭洲近期提到“对库存管理有比较严格的要求，不会去做一些短期压货的动作”，预计公司继续严格管控渠道库存，当前渠道库存处于合理水平。

表 3：水井坊、舍得酒业、酒鬼酒自 2020 年以来控货稳价去库措施整理

公司	时间	控货稳价去库措施
水井坊	2020Q2	对全系列产品主动停货
	2021年6月	对臻酿八号系列产品（52度、42度、38度）的建议零售价上调 30 元/瓶
	2022年2月	对井台系列产品暂停发货
	2024/10/1	上调臻酿八号系列（38度、42度、52度）进货价 10 元/瓶
	2024/10/15	暂停臻酿八号系列（38度、42度、52度，涵盖 500ml×4 及 500ml×6 规格）发货
酒鬼酒	2021年7月	将 52 度 500ml 内参酒的战略价上调 80 元/瓶
	2022年7月	暂停内参酒招商
	2022H2	全面推进费用改革，把费用投入从 B 端转向 C 端
	2023年10月	全国市场暂停接收“酒鬼”系列产品订单
	2025/2/20	暂停 52 度 / 42 度酒鬼酒（透明装）（鉴赏）全国市场订单
舍得酒业	2021年10月	暂停接收品味舍得和智慧舍得订单
	2022年7月	暂停部分产品订单
	2024Q3	阶段性对品味舍得停货控量

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

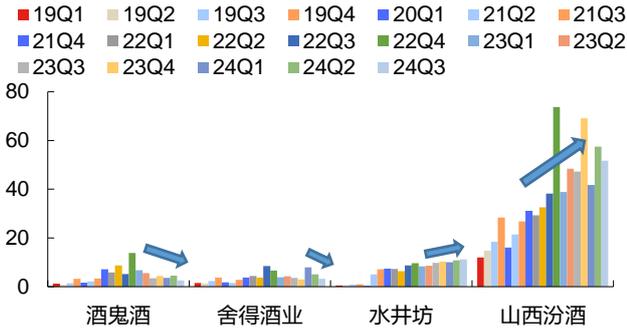
2025/1/14

暂停部分区域品味舍得酒供货

数据来源：证券市场周刊、侃见财经、钛媒体、新浪财经、东方证券研究所

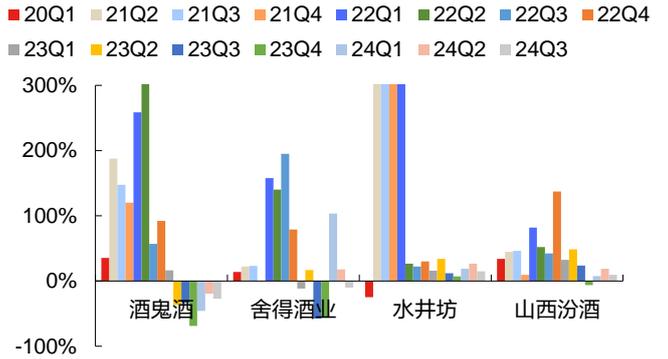
酒鬼酒合同负债于 22Q4 末达到高点，此后明显下滑；舍得酒业合同负债在 24Q1 末以来持续下滑，说明公司降低经销商回款要求，积极控量去库。21 年以来，水井坊合同负债稳中略升，未出现明显下滑，或意味着公司经营情况良好，去库压力相对有限。

图 9：次高端酒企各季度末合同负债（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 10：次高端酒企各季度末合同负债同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 2.3 次高端白酒核心消费场景宴席或已触底

当前我国餐饮宴席景气度仍较低，但已然体现触底征兆：例如餐饮收入同比温和增长，2025 年 1-2 月我国餐饮收入同比增长 4.3%，涨幅较前几个月略扩大；我国消费者信心指数在 25 年 1 月为 95.4，环比增加 1.4。

图 11：中国社零总额：餐饮当月同比增速（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 12：中国消费者信心指数：收入

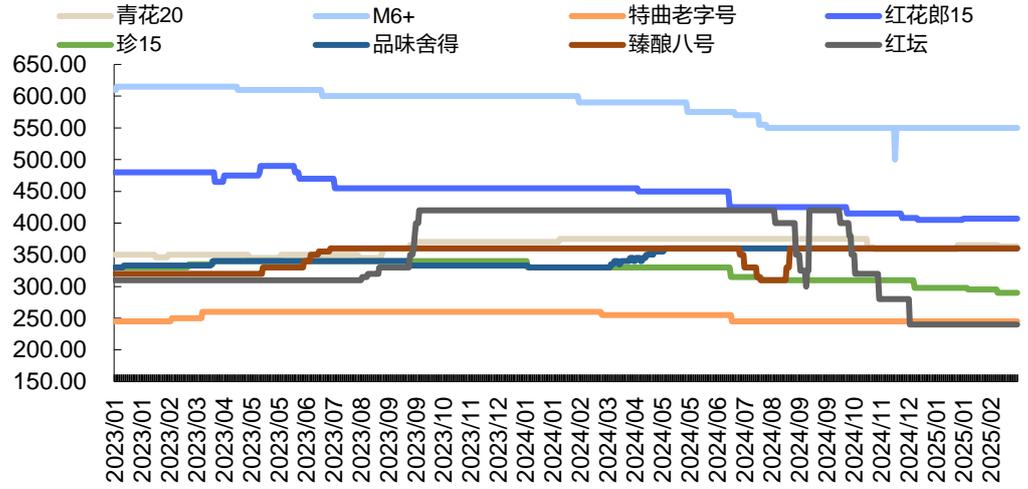


数据来源：Wind、东方证券研究所

春节白酒动销情况好于节前预期，名酒批价企稳、库存同比降低，也意味着餐饮宴席基本触底。2025 年春节期间，白酒动销同比小幅下滑 5%-10%，降幅收窄，好于节前酒企、酒商的心理预期。此外，当前主要名酒批价阶段性企稳，库存有一定改善，根据南方都市报，部分广州经销商表示库存比去年同期已有不同程度的下降，其中部分知名品牌的次高端和终端产品，库存量同比下降 40% 以上，最高甚至达到约 60%。名酒批价企稳、库存同比降低，一方面是出于酒企开年以来纷纷出台控量稳价政策，另一方面也意味着宴席基本接近触底。

图 13：次高端白酒批发价（元/瓶）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Wind、今日酒价、东方证券研究所

## 2.4 次高端酒企业业绩弹性大，估值空间广阔

分阶段对比白酒企业业绩弹性：

2010-2012 年，白酒仍处于“黄金十年”发展期尾端，经济增长带动商宴、政务需求激增，白酒量价齐升，高端酒企、次高端酒企收入均呈现快速增长，其中酒鬼酒增速最快，两年间收入增长 195%；利润端次高端酒企增长最快，酒鬼、舍得归母净利润分别增长 524%、384%。

2013-2014 年，受“塑化剂事件”和“三公消费”政策影响，白酒需求大幅下滑，在此期间次高端酒企收入、利润下滑幅度均明显大于高端酒企、区域酒企。

2014-2021 年，居民收入提升，消费升级趋势起，白酒政务向商务需求切换，白酒行业受益结构升级及提价引领的价升。次高端酒企受益全国化拓展铺货，及前期利润基数低，利润增速突出，例如舍得酒业、山西汾酒、酒鬼酒、水井坊归母净利润分别增长 9203%、1394%、1017%、398%。

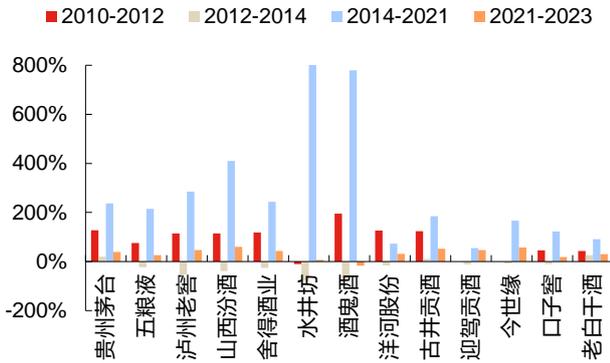
2022-2023 年，先是疫情扰动导致白酒线下消费场景缺失，后是经济疲软、餐饮宴席承压，白酒企业呈现结构性分化，高端酒企、区域酒企动销和业绩相对坚挺，次高端酒企全国化拓展受阻，同时基地市场根基仍待培育，动销和业绩均下滑较明显。

**对比多个白酒发展阶段，全国化次高端酒企均呈现更大的业绩弹性。**总结而言主要因：在行业景气度向好阶段，次高端酒企能够依托经销商快速向空白市场铺货拓市，业绩增速较快；而在行业景气度较差阶段，弱势地区消费者认知度不够高，铺货难以为继，下滑比较明显，且相比一些较强的区域酒企，全国化次高端酒企在基地市场根基也不够牢固，难以在行业下滑期提供坚实业绩支撑。

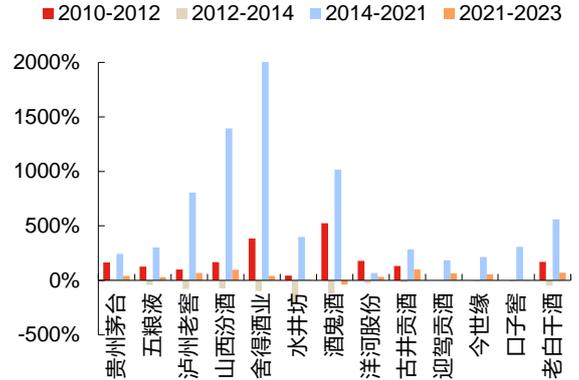
当前行业整体库存在改善，经销商小批量进货策略减少整体库存压力。若经济出现回暖迹象，白酒消费改善，经销商或存在一定的加库需求，有望刺激全国化次高端酒企快速增长。

图 14：分阶段白酒企业收入增长率

图 15：分阶段白酒企业归母净利润增长率



数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

### 若经济回暖，水井坊能给到多少倍估值？

2012-2014 年为水井坊业绩降幅较明显的阶段，两年间收入下滑 78%，利润下滑 219%，由盈转亏，而 2012.7~2014.1 为白酒行业整体估值较低阶段，期间水井坊未来 12 个月预期 PE 均值为 22 倍。相比而言，2024 年公司预告营收约 52 亿元，同比增长 5%，归母净利润约 13 亿元，同比增长 6%，业绩好于 2013~2014 年；截至 25 年 3 月 24 日，公司未来 12 个月预期 PE 为 16 倍，低于彼时 22 倍，意味着公司估值处于历史低位。

2015~2021 年为白酒充分受益消费升级的阶段，行业景气度较高，水井坊收入由 8.5 亿提升至 46.3 亿，CAGR 达 33%，归母净利润由 0.9 亿提升至 12.0 亿，CAGR 达 55%；行业估值相应拔升阶段为 2014.1~2021.6，期间水井坊未来 12 个月预期 PE 均值为 33 倍。

考虑到我国消费可能已过增速最快的时间段，水井坊估值预计较难回到历史高位。但对比 2012~2014 年情况，当前水井坊估值处于历史低位，若未来消费回暖，我们认为公司估值可以看到 2012~2014 年的平均估值之上，即 22 倍及以上，距离当前仍有较大空间。

表 4：白酒行业历次周期，酒企未来 12 个月预期 PE 均值

时期	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	舍得酒业	水井坊	酒鬼酒	洋河股份	古井贡酒
2010.1~2012.7	22	19	19	28	47	26	40	28	34
2012.7~2014.1	11	8	8	14	22	22	22	10	13
2014.1~2021.6	23	21	22	33	49	33	43	18	24
2021.6~2025.3	28	20	22	28	22	21	35	18	28
2025.3.24	20	14	12	18	22	16	94	14	14

资料来源：Wind、东方证券研究所(剔除负值)

图 16：水井坊历史分阶段发展情况、业绩增速以及对应估值

■ 营收增速（左，%） ■ 归母净利润增速（左，%） ■ PE（右）

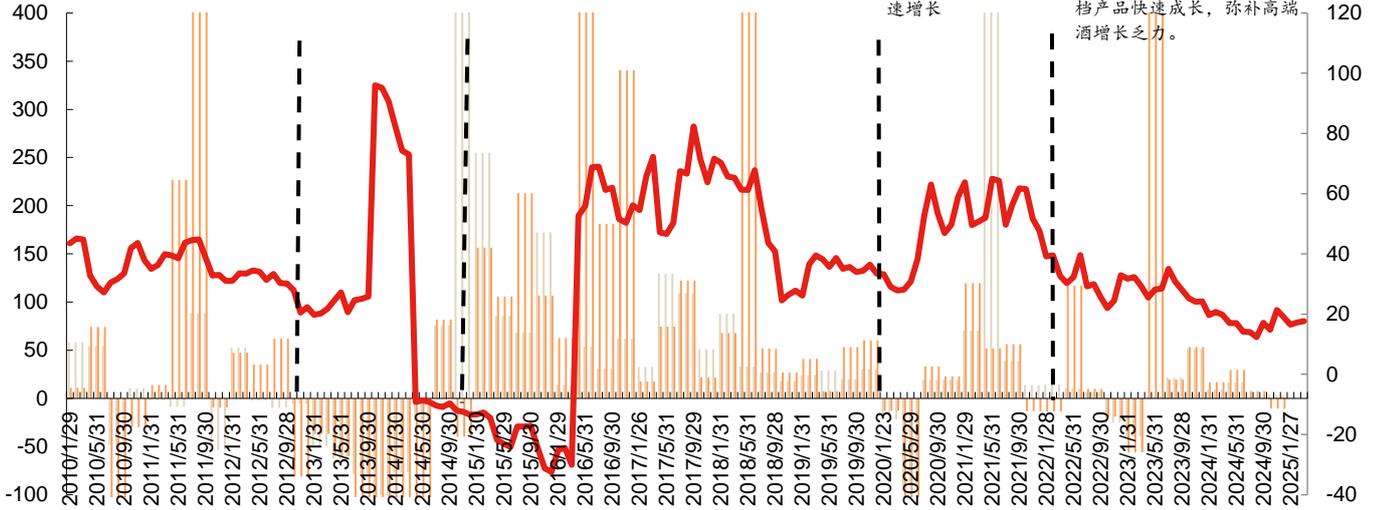
白酒处于“黄金十年”发展期，经济增长带动商宴、政务需求激增，次高端品牌通过差异化定位抢占市场，公司业绩增速较快。

受“塑化剂事件”、“三公消费”政策影响，2013年业绩断崖式下滑。帝亚吉欧全资控股水井坊，推出次高端产品臻酿八号，补足腰部价格带。

消费升级趋势起，白酒政务向商务需求切换，次高端市场快速扩容。公司15年扭亏为盈，摘掉“ST”。范祥福任总经理，推动公司回归国内市场，聚焦核心高端产品。推行新老总代并行模式，提升区域市场精细化运营能力。

20年，疫情导致线下餐饮、宴席等消费场景缺失，营收增速放缓。21年，白酒行业恢复性增长，受益高端化战略，水井坊业绩快速增长

22-23年线下消费场景缺失，23H2至今消费环境疲软，白酒行业受到较大冲击，头部高端酒和部分区域酒表现相对坚挺，次高端受到较大冲击。公司主动控制出货量，减少渠道压货，天号陈等中档产品快速成长，弥补高端酒增长乏力。



数据来源：中访网、金融界、侃见财经、深水财经社、新浪财经、公司公告、东方证券研究所

### 三、投资建议

据 24 年业绩预告，下调营收。预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 2.76、3.03、3.42 元（原预测为 2.89、3.32、3.75 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 66.66 元，维持买入评级。

表 5：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2025/3/28	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
酒鬼酒	000799	48.05	1.69	0.23	0.49	0.64	29	212	97	75
古井贡酒	000596	173.09	8.68	10.66	12.38	14.27	20	16	14	12
舍得酒业	600702	57.68	5.31	1.04	2.28	2.70	11	56	25	21
今世缘	603369	53.16	2.52	2.90	3.25	3.65	21	18	16	15
山西汾酒	600809	217.21	8.56	10.20	11.69	13.35	25	21	19	16
百润股份	002568	26.41	0.77	0.73	0.84	0.97	34	36	31	27
老白干酒	600559	18.55	0.73	0.93	1.11	1.31	25	20	17	14
	调整后平均							30	22	19

数据来源：Wind、东方证券研究所

### 四、风险提示

- **产品价格波动风险。**白酒行业近期面临批价波动，公司批价可能受行业影响而下行，从而导致动销、回款、库存等表现不及预期。
- **消费需求不及预期风险。**若宏观经济持续下行，白酒消费疲软，则可能导致公司产品价格体系受到扰动且销量下降。
- **假设条件变化影响测算结果。**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司营收和利润造成不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,912	2,350	3,395	3,647	4,291	营业收入	4,673	4,953	5,218	5,683	6,345
应收票据、账款及款项融资	3	2	2	3	3	营业成本	725	834	938	1,023	1,135
预付账款	16	25	26	28	32	销售费用	1,279	1,308	1,264	1,359	1,499
存货	2,443	2,452	2,758	3,009	3,337	管理费用	355	362	430	468	523
其他	36	75	63	62	63	研发费用	37	37	39	43	48
<b>流动资产合计</b>	<b>4,410</b>	<b>4,904</b>	<b>6,244</b>	<b>6,748</b>	<b>7,725</b>	财务费用	(33)	(26)	(43)	(53)	(59)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	13	20	11	12	12
固定资产	483	721	2,359	2,623	2,894	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,620	2,186	1,115	1,292	1,353	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	130	163	148	131	114	其他	(664)	(720)	(753)	(834)	(934)
其他	404	451	424	436	428	<b>营业利润</b>	<b>1,633</b>	<b>1,698</b>	<b>1,825</b>	<b>1,996</b>	<b>2,253</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,637</b>	<b>3,521</b>	<b>4,045</b>	<b>4,481</b>	<b>4,789</b>	营业外收入	2	7	3	4	5
<b>资产总计</b>	<b>7,047</b>	<b>8,425</b>	<b>10,289</b>	<b>11,229</b>	<b>12,514</b>	营业外支出	3	6	20	10	12
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,632</b>	<b>1,699</b>	<b>1,808</b>	<b>1,990</b>	<b>2,246</b>
应付票据及应付账款	1,166	1,092	1,228	1,339	1,486	所得税	416	431	465	511	577
其他	2,395	2,908	3,156	3,178	3,387	<b>净利润</b>	<b>1,216</b>	<b>1,269</b>	<b>1,343</b>	<b>1,479</b>	<b>1,669</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,561</b>	<b>4,000</b>	<b>4,384</b>	<b>4,517</b>	<b>4,873</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,216</b>	<b>1,269</b>	<b>1,343</b>	<b>1,479</b>	<b>1,669</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.49	2.60	2.76	3.03	3.42
其他	28	31	31	31	31						
<b>非流动负债合计</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,589</b>	<b>4,031</b>	<b>4,415</b>	<b>4,548</b>	<b>4,904</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
股本	488	488	488	488	488	营业收入	0.9%	6.0%	5.3%	8.9%	11.6%
资本公积	246	279	415	415	415	营业利润	-2.1%	4.0%	7.5%	9.3%	12.9%
留存收益	2,724	3,627	4,970	5,777	6,706	归属于母公司净利润	1.4%	4.4%	5.9%	10.1%	12.8%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,458</b>	<b>4,394</b>	<b>5,874</b>	<b>6,681</b>	<b>7,610</b>	毛利率	84.5%	83.2%	82.0%	82.0%	82.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,047</b>	<b>8,425</b>	<b>10,289</b>	<b>11,229</b>	<b>12,514</b>	净利率	26.0%	25.6%	25.7%	26.0%	26.3%
						ROE	39.9%	32.3%	26.2%	23.6%	23.4%
						ROIC	39.1%	31.7%	25.8%	23.0%	22.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	50.9%	47.8%	42.9%	40.5%	39.2%
净利润	1,216	1,269	1,343	1,479	1,669	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	85	100	66	92	101	流动比率	1.24	1.23	1.42	1.49	1.59
财务费用	(33)	(26)	(43)	(53)	(59)	速动比率	0.54	0.61	0.80	0.83	0.90
投资损失	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	36	362	119	(133)	30	应收账款周转率	855.5	1,749.6	2,311.0	2,348.7	2,376.4
其它	9	29	26	(13)	6	存货周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,314</b>	<b>1,734</b>	<b>1,511</b>	<b>1,372</b>	<b>1,746</b>	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
资本支出	(987)	(913)	(615)	(515)	(415)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	2.49	2.60	2.76	3.03	3.42
其他	34	(61)	0	0	0	每股经营现金流	2.69	3.55	3.09	2.81	3.58
<b>投资活动现金流</b>	<b>(953)</b>	<b>(974)</b>	<b>(615)</b>	<b>(515)</b>	<b>(415)</b>	每股净资产	7.09	9.01	12.05	13.70	15.61
债权融资	86	55	(30)	14	(7)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(24)	33	136	0	0	市盈率	20.4	19.5	18.5	16.8	14.9
其他	(402)	(405)	43	(619)	(680)	市净率	7.2	5.6	4.2	3.7	3.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(339)</b>	<b>(318)</b>	<b>149</b>	<b>(605)</b>	<b>(687)</b>	EV/EBITDA	13.5	12.9	12.3	11.2	9.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.3	13.6	12.8	11.7	10.4
<b>现金净增加额</b>	<b>21</b>	<b>442</b>	<b>1,045</b>	<b>252</b>	<b>644</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。