

水井坊 (600779.SH)

业绩稳健，战略清晰

2024 年公司实现营业收入 52.2 亿元，同比增长 5.3%，实现净利润为 13.4 亿元，同比增长 5.7%，业绩稳健增长，现金流相对承压。结构降级毛利承压，费用管控有效，核心产品表现稳固。25Q1 高档酒加速带动增长，盈利能力平稳。25 年展望，品牌矩阵完善，渠道加速拓店。业绩稳健，战略清晰，我们略调整 2025-2027 年的 EPS 为 2.87、3.02 和 3.21，对应 25 年 16X PE，维持“强烈推荐”评级。

□ 业绩稳健增长，现金流相对承压。2024 年公司实现营业收入 52.2 亿元，同比增长 5.3%，实现净利润为 13.4 亿元，同比增长 5.7%，单 Q4 公司实现营收 14.3 亿元，同比+4.7%，净利润为 2.2 亿元，同比-12.3%，收入利润与此前预告一致，销售回款 53.5 亿，同比-5.1%，经营活动产生的现金流净额 7.4 亿元，同比-57.2%，主要系新厂区扩建后加大了基酒生产。公司 2024 年计划每股发放 0.97 元现金红利，预计总额约为 4.7 亿元，分红率 35%。

□ 结构降级毛利承压，费用管控有效，核心产品表现稳固。2024 年毛利率为 82.8%，净利率为 25.7%，同比-0.4pct 和 +0.1pct。毛利率下降主要系产品结构下移，24 年高/中档酒营业收入 47.6 亿/2.6 亿，同比增长 2.0%/29.1%，天号陈及系列酒受益中档酒放量快速增长，高/中档酒毛利率 85.7%/62.7%，+0.9/-2.4pct，八号引领高档酒增长，单品规模效应带动毛利提升，井台及典藏有所承压下滑。2024 年费用管控有效，销售费用率为 25.1%，同比下降 1.3pct，管理费用率为 8.2%，同比+0.9pct，主要系邛崃厂区投产后折旧费用增加。

□ 25Q1 高档酒加速带动增长，盈利能力平稳。25Q1 公司实现收入 9.6 亿，同比+2.7%，净利润 1.9 亿，同比+2.2%，微增符合预期，经营净现金流-5.8 亿，主要系销货现金流下降以及购买商品支出增加，Q1 末应收账款 3.9 亿，同比增加 3.8 亿，主要系对部分经销商放开信用销售，保障合作伙伴资金周转。25Q1 毛利率 82.0%，同比+1.5pct，高/中档酒实现收入 8.5/0.5 亿，同比 6.7%，-34.2%，产品结构提升。销售/管理费用率 27.5%/9.0%，同比-7.4/-0.5pct，净利率 19.8%，同比-0.1pct。

□ 25 年展望：品牌矩阵完善，渠道加速拓店。展望 2025，不提具体增长数字。品牌上，推动双品牌战略落地，第一坊上市，水井坊系列迭代推出。渠道上加速门店覆盖，2024 年新开门店数量突破 10000 家，2025 年计划重点城市拓店双位数增长，标杆门店单店销售额同比实现双位数提升。

□ 投资建议：业绩稳健，战略清晰，维持“强烈推荐”评级。水井坊是行业中较为稳健、务实的公司，这一特质是当下调整期酒企的核心竞争优势。公司一季度增长稳健，核心大单品势能延续，在制定了较为清晰的品牌战略、梳理了产品线，并制定了详尽且可执行的渠道开拓方案后，公司竞争优势有望强化。我们略调整 2025-2027 年的 EPS 为 2.87、3.02 和 3.21，对应 25 年 16X PE，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：经济恢复不及预期、次高端价位竞争加剧、新战略执行不及预期、高端产品培育不及预期

财务数据与估值

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：

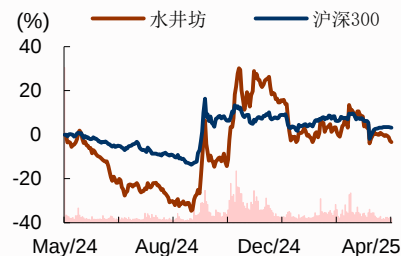
当前股价：45.39 元

基础数据

总股本（百万股）	488
已上市流通股（百万股）	488
总市值（十亿元）	22.1
流通市值（十亿元）	22.1
每股净资产（MRQ）	11.0
ROE（TTM）	25.1
资产负债率	39.9%
主要股东	四川成都水井坊集团有限公司
主要股东持股比例	39.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	6	1
相对表现	-7	10	-3



相关报告

- 《水井坊（600779）—战略清晰务实，品牌再出发》2025-03-29
- 《水井坊（600779）—25 财年开门红顺利达成，费投克制盈利能力提升》2024-10-31
- 《水井坊（600779）—Q2 环比加速超预期，三年拐点已至》2024-07-29

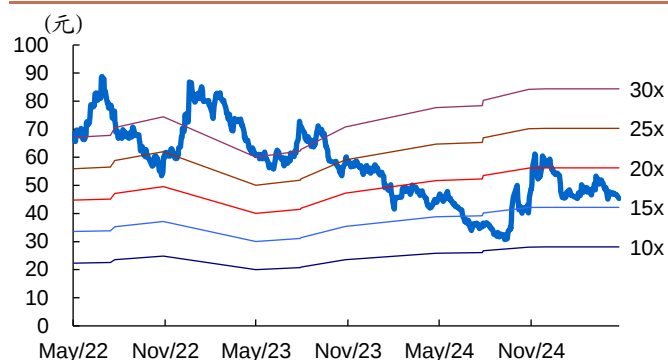
刘成 S1090523070012

liucheng5@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4953	5217	5387	5565	5810
同比增长	6%	5%	3%	3%	4%
营业利润(百万元)	1698	1822	1898	1998	2120
同比增长	4%	7%	4%	5%	6%
归母净利润(百万元)	1269	1341	1398	1472	1563
同比增长	4%	6%	4%	5%	6%
每股收益(元)	2.60	2.75	2.87	3.02	3.21
PE	17.4	16.5	15.8	15.0	14.2
PB	5.0	4.3	3.6	3.2	2.8

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 水井坊历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 水井坊历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《水井坊（600779）—战略清晰务实，品牌再出发》2025-03-29
- 2、《水井坊（600779）—25 财年开门红顺利达成，费投克制盈利能力提升》2024-10-31
- 3、《水井坊（600779）—Q2 环比加速超预期，三年拐点已至》2024-07-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4904	5564	6156	6820	7573
现金	2350	2124	2660	3236	3849
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2	118	105	108	113
其它应收款	14	19	20	20	21
存货	2452	3216	3283	3363	3494
其他	86	86	89	92	96
非流动资产	3521	3609	3979	4265	4475
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	721	2701	3094	3400	3629
无形资产商誉	163	157	142	128	115
其他	2637	751	743	737	732
资产总计	8425	9173	10135	11085	12048
流动负债	4000	3955	3992	4033	4099
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1092	1340	1372	1405	1460
预收账款	1220	949	972	995	1034
其他	1688	1666	1649	1632	1605
长期负债	31	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他	31	30	30	30	30
负债合计	4031	3985	4022	4062	4129
股本	488.36	487.50	487.50	487.50	487.50
资本公积金	279	177	177	177	177
留存收益	3627	4524	5449	6358	7255
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4394	5188	6113	7022	7919
负债及权益合计	8425	9173	10135	11085	12048

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1734	744	1545	1615	1693
净利润	1269	1341	1398	1472	1563
折旧摊销	107	196	278	312	338
财务费用	0	0	(42)	(51)	(62)
投资收益	0	0	(73)	(73)	(73)
营运资金变动	426	(804)	(17)	(47)	(76)
其它	(68)	10	0	3	3
投资活动现金流	(974)	(509)	(577)	(527)	(477)
资本支出	(974)	(509)	(650)	(600)	(550)
其他投资	0	0	73	73	73
筹资活动现金流	(318)	(460)	(433)	(512)	(604)
借款变动	(12)	73	(1)	0	0
普通股增加	0	(1)	0	0	0
资本公积增加	33	(102)	0	0	0
股利分配	(366)	(449)	(473)	(563)	(666)
其他	28	19	42	51	62
现金净增加额	442	(225)	535	577	612

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4953	5217	5387	5565	5810
营业成本	834	900	921	943	980
营业税金及附加	777	796	833	854	892
营业费用	1308	1307	1350	1383	1427
管理费用	362	428	442	451	465
研发费用	37	38	39	40	42
财务费用	(26)	(20)	(42)	(51)	(62)
资产减值损失	(20)	(19)	(19)	(19)	(19)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	58	73	73	73	73
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1698	1822	1898	1998	2120
营业外收入	7	3	3	3	3
营业外支出	6	27	27	27	27
利润总额	1699	1797	1874	1973	2096
所得税	431	456	476	501	532
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1269	1341	1398	1472	1563

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	5%	3%	3%	4%
营业利润	4%	7%	4%	5%	6%
归母净利润	4%	6%	4%	5%	6%
获利能力					
毛利率	83.2%	82.8%	82.9%	83.0%	83.1%
净利率	25.6%	25.7%	26.0%	26.5%	26.9%
ROE	32.3%	28.0%	24.7%	22.4%	20.9%
ROIC	31.7%	28.0%	24.5%	22.1%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	47.8%	43.4%	39.7%	36.6%	34.3%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.7	1.8
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1750.0	86.5	48.3	52.3	52.6
应付账款周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
每股资料(元)					
EPS	2.60	2.75	2.87	3.02	3.21
每股经营净现金	3.56	1.53	3.17	3.31	3.47
每股净资产	9.01	10.64	12.54	14.40	16.24
每股股利	0.92	0.97	1.15	1.37	1.61
估值比率					
PE	17.4	16.5	15.8	15.0	14.2
PB	5.0	4.3	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	13.4	11.9	11.2	10.6	10.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。