

## 24年顺利收官, 25Q1 稳健开局

### 投资要点

- 事件:** 公司2024年实现收入52.2亿元, 同比+5.3%, 归母净利润13.4亿元, 同比+5.7%; 其中24单Q4实现收入14.3亿元, 同比+4.7%, 归母净利润2.2亿元, 同比-12.3%。25Q1公司实现收入9.6亿元, 同比+2.7%, 归母净利润1.9亿元, 同比+2.2%, 25Q1业绩符合市场预期。
- 收入平稳增长, 市场下沉精耕。** 1、产品端, 2024年高档酒实现收入47.6亿元, 同比+2.0%, 其中销量同比+2.7%, 吨价同比-0.7%, 预计主要系八号放量增长贡献; 中档酒收入2.6亿元, 同比+29.1%, 其中销量同比+36.1%, 吨价同比-5.1%, 主要系新品天号陈高速放量。此外, 25Q1高档酒收入8.5亿元, 同步+6.7%, 中档酒收入0.5亿元, 同比-34.2%。2、渠道端, 2024年批发代理渠道实现收入45.0亿, 同比+2.4%, 新兴渠道实现收入5.3亿元, 同比+10.0%。25Q1批发代理渠道实现收入6.1亿元, 同比-0.1%, 新兴渠道实现收入2.9亿元, 同比+0.3%。3、在行业需求承压的背景下, 公司积极维护渠道库存健康和利润体系稳定, 集中力量培育核心市场, 全年新开门店数量1000家以上, 渠道精细化程度稳步提升, 顺利完成年初既定的经营目标。
- 盈利能力保持稳定, 现金流略有承压。** 1、24年公司毛利率同比下降0.4个百分点至82.8%; 费用率方面, 销售费用率同比下降1.3个百分点至25.1%, 管理费用率提升0.9个百分点至8.2%, 财务费用保持稳定, 全年净利率提升0.1个百分点至25.7%。2、25Q1公司毛利率同比上升1.5个百分点至82.0%, 销售费用率下降7.6个百分点至27.5%, 25Q1净利率下降0.1个百分点至19.8%。3、25Q1销售现金收现7.3亿元, 同比-21.3%; 截至25Q1末公司合同负债9.4亿元, 同比-18.7%, 行业去库存周期下, 现金流略显承压。
- 24年顺利收官, 25Q1 稳健开局。** 1、在当前行业需求增长放缓, 竞争愈发激烈的环境下, 公司立足全新的战略, 将从品牌、产品、渠道、文化、战略投资五大维度不断发力, 持续夯实企业核心竞争力。2、展望2025年, 公司将正式推出“第一坊”产品, 进一步提升团购业务占比; 公司将持续扩大消费者覆盖面, 在重点城市加速开拓核心门店, 并提高标杆门店销售额, 多管齐下实现收入和市场地位的持续提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为2.81元、3.03元、3.31元, 对应动态PE分别为17倍、15倍、14倍。公司名酒基因深厚, 渠道库存健康, 价值链体系稳定, 核心产品均处于次高端价格带, 长期向好趋势不变, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5216.76	5349.82	5682.53	6090.96
增长率	5.32%	2.55%	6.22%	7.19%
归属母公司净利润(百万元)	1341.03	1370.34	1478.64	1612.19
增长率	5.69%	2.19%	7.90%	9.03%
每股收益EPS(元)	2.75	2.81	3.03	3.31
净资产收益率ROE	25.85%	24.98%	25.20%	25.60%
PE	17	17	15	14
PB	4.38	4.15	3.88	3.61

数据来源: Wind, 西南证券

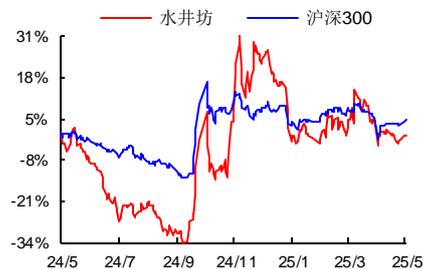
### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪  
执业证号: S1250524070007  
电话: 023-63786049  
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.88
流通A股(亿股)	4.88
52周内股价区间(元)	30.73-61.16
总市值(亿元)	227.42
总资产(亿元)	89.39
每股净资产(元)	11.01

### 相关研究

- 水井坊(600779): 臻酿八号动销稳健, 中档酒贡献增量 (2024-11-04)
- 水井坊(600779): 24Q2实现稳健增长, 臻酿八号势能延续 (2024-07-30)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) 公司名酒基因深厚，积极布局宴席和团购市场，预计 2025-2027 年高档酒（井台、八号）销量增速分别为 2.0%、5.0%、5.0%，吨单价分别提升 0.0%、1.0%、2.0%，吨成本分别提升 1.0%、1.0%、1.0%；

2) 中档酒主要为天号陈，天号陈性价比高，正积极布局宴席市场，预计 2025-2027 年中档酒销量增速分别为 10.0%、10.0%、10.0%，吨单价分别提升 1.0%、1.0%、1.0%，吨成本未来三年保持不变；

3) 当前白酒行业仍处在调整期，市场竞争有所加剧；预计 2025-2027 年销售费用率分别为 24.8%、24.6%、24.4%，管理费用率分别为 8.0%、7.8%、7.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计收入	营业收入（百万元）	5216.8	5349.8	5682.5	6091.0
	增速	5.3%	2.6%	6.2%	7.2%
	营业成本（百万元）	899.6	944.9	1002.2	1063.3
	毛利率	82.8%	82.3%	82.4%	82.5%
高档酒	销量（吨）	10221	10425	10946	11494
	YOY	2.7%	2.0%	5.0%	5.0%
	吨单价（万元/吨）	46.6	46.6	47.1	48.0
	YOY	-0.7%	0.0%	1.0%	2.0%
	收入（百万元）	4763.8	4859.1	5153.1	5518.9
	YOY	2.0%	2.0%	6.1%	7.1%
	成本（百万元）	679.9	700.5	742.8	787.8
	吨成本（万元/吨）	6.7	6.7	6.8	6.9
	YOY	-6.3%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	85.7%	85.6%	85.6%	85.7%
中档酒	销量（吨）	1705	1875	2063	2269
	YOY	36.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	吨单价（万元/吨）	15.7	15.8	16.0	16.1
	YOY	-4.2%	1.0%	1.0%	1.0%
	收入（百万元）	264.4	296.5	329.4	366.0
	YOY	29.1%	12.2%	11.1%	11.1%
	成本（百万元）	98.6	108.5	119.3	131.3
	吨成本（万元/吨）	5.8	5.8	5.8	5.8
	YOY	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	收入（百万元）	188.6	194.3	200.1	206.1
	YOY	143.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（百万元）	121.0	136.0	140.1	144.3
	毛利率	35.8%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5216.76	5349.82	5682.53	6090.96	净利润	1341.03	1370.34	1478.64	1612.19
营业成本	899.57	944.92	1002.23	1063.31	折旧与摊销	196.07	171.40	187.53	200.86
营业税金及附加	795.82	823.91	872.39	936.08	财务费用	-19.53	-26.18	-32.55	-35.85
销售费用	1307.44	1326.76	1397.90	1486.20	资产减值损失	-12.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	427.82	427.99	443.24	462.91	经营营运资本变动	-947.62	900.89	55.02	106.04
财务费用	-19.53	-26.18	-32.55	-35.85	其他	186.33	-0.88	0.41	-0.06
资产减值损失	-12.66	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>743.62</b>	<b>2415.57</b>	<b>1689.05</b>	<b>1883.18</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-141.11	-310.00	-308.00	-312.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-367.55	-50.54	-50.64	-31.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-508.66</b>	<b>-360.54</b>	<b>-358.64</b>	<b>-343.23</b>
<b>营业利润</b>	<b>1821.84</b>	<b>1852.43</b>	<b>1999.33</b>	<b>2178.32</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-24.46	-16.19	-17.81	-17.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1797.38</b>	<b>1836.24</b>	<b>1981.52</b>	<b>2160.43</b>	股权融资	-108.97	0.00	0.00	0.00
所得税	456.35	465.90	502.87	548.24	支付股利	0.00	-1072.82	-1096.27	-1182.92
净利润	1341.03	1370.34	1478.64	1612.19	其他	-351.41	24.76	32.55	35.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-460.38</b>	<b>-1048.06</b>	<b>-1063.72</b>	<b>-1147.07</b>
归属母公司股东净利润	1341.03	1370.34	1478.64	1612.19	<b>现金流量净额</b>	<b>-225.42</b>	<b>1006.97</b>	<b>266.69</b>	<b>392.88</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2124.10	3131.07	3397.76	3790.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	152.06	120.82	140.87	146.29	销售收入增长率	5.32%	2.55%	6.22%	7.19%
存货	3215.56	2135.98	2267.37	2407.90	营业利润增长率	7.30%	1.68%	7.93%	8.95%
其他流动资产	71.84	73.68	78.26	83.88	净利润增长率	5.69%	2.19%	7.90%	9.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.33%	-0.04%	7.84%	8.77%
投资性房地产	8.37	8.37	8.37	8.37	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2993.32	3154.63	3300.57	3434.32	毛利率	82.76%	82.34%	82.36%	82.54%
无形资产和开发支出	157.47	138.73	117.23	98.59	三费率	32.89%	32.31%	31.83%	31.41%
其他非流动资产	450.01	496.58	543.25	570.51	净利率	25.71%	25.61%	26.02%	26.47%
<b>资产总计</b>	<b>9172.73</b>	<b>9259.86</b>	<b>9853.67</b>	<b>10540.51</b>	ROE	25.85%	24.98%	25.20%	25.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.62%	14.80%	15.01%	15.30%
应付和预收款项	1806.20	2438.53	2595.96	2757.25	ROIC	50.92%	48.74%	59.30%	62.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.31%	37.34%	37.91%	38.47%
其他负债	2178.78	1336.05	1390.07	1486.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3984.98</b>	<b>3774.58</b>	<b>3986.03</b>	<b>4243.59</b>	总资产周转率	0.59	0.58	0.59	0.60
股本	487.50	487.50	487.50	487.50	固定资产周转率	3.05	1.87	1.82	1.85
资本公积	307.33	307.33	307.33	307.33	应收账款周转率	86.52	53.47	62.24	59.73
留存收益	4523.53	4821.04	5203.41	5632.69	存货周转率	0.31	0.35	0.45	0.45
归属母公司股东权益	5187.76	5485.28	5867.65	6296.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5187.76</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	43.44%	40.76%	40.45%	40.26%
负债和股东权益合计	9172.73	9259.86	9853.67	10540.51	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.41	1.46	1.49	1.53
					速动比率	0.59	0.89	0.91	0.95
					股利支付率	0.00%	78.29%	74.14%	73.37%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.75	2.81	3.03	3.31
					每股净资产	10.64	11.25	12.04	12.92
					每股经营现金	1.53	4.95	3.46	3.86
					每股股利	0.00	2.20	2.25	2.43
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	1998.38	1997.65	2154.30	2343.33					
PE	16.96	16.60	15.38	14.11					
PB	4.38	4.15	3.88	3.61					
PS	4.36	4.25	4.00	3.73					
EV/EBITDA	10.10	9.57	8.73	7.85					
股息率	1.19%	0.86%	1.06%	1.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn