

水井坊 (600779.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

控渠道业绩阶段性承压,逐季修复明确

业绩简评

4月28日,公司披露22年年报及23Q1业绩。1)22年实现营收46.7亿元,同比+0.9%;归母净利润12.2亿元,同比+1.4%。2)23Q1实现营收8.5亿元,同比-39.7%;归母净利润1.6亿元,同比-56.0%。

经营分析

渠道梳理下业绩阶段性承压,22Q4/23Q1营收分别-25.4%/-39.7%。1)23Q1酒类销量-30%,吨价-14%,毛利率-1.7pct至83.2%,主要系结构相对弱化所致(22年典藏及以上同比+1%,预计全年典藏及以上占比仅个位数;八号&井台同比-1%)。2)23Q1高档酒营收为8.0亿元,同比-41%,而中档(天号陈等)营收0.5亿元,同比+11%,且高档/中档毛利率分别-0.5pct/-3.6pct。3)公司在Q1减少出货以降低社会库存、稳定渠道价值链,Q1末SD和T1的库存维持健康水平,门店库存降低,在逐季环境修复的背景下,预计Q2重返增长,Q3、Q4实现双位数增长。

从盈利层面来看:1)22年归母净利+0.1pct至26.0%,其中管理费用率+1.0pct(折旧+新部门组建费用),销售费用率+0.9pct,政府补助&捐赠变动削弱了费用率提升的影响。2)23Q1归母净利率-6.9pct,主要系销售费用率、管理费用率仍有增长,分别+2.9pct/+3.7pct。3)23Q1末合同负债余额10亿元,环比-0.3亿元,考虑合同负债后营收-36%,销售收现同比-36.7%。

公司优势市场相对稳健,22年八大核心市场+3%(江苏、浙江、河北、山东表现较好,河南、湖南、四川表现较弱),其他市场-4%(内蒙古增长较好)。23年公司资源仍会集中于八大核心市场,包括线上广告投入+线下消费者活动。在产品策略方面,维持井台作为500元+核心大单品的地位,典藏及以上持续培育,天号陈切入大众消费价格带,已在八大市场开始铺设。23年宴席市场等加速恢复具备确定性,次高端赛道仍是景气度复苏斜率前景最佳的赛道,关注复苏下的弹性。

盈利预测、估值与评级

考虑仍需库存去化,我们下调23/24年归母净利17%/14%,预计公司23-25年收入增速为7.4%/19.1%/16.5%,归母净利增速为8.7%/24.1%/19.1%,对应EPS为2.71/3.36/4.00元,股票现价对应PE估值为24.2/19.5/16.4倍,维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济承压风险;政策风险;全国化进展不及预期。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人:叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价(人民币):65.55元

相关报告:

- 《业绩预期内收官,持续营销待收获-水井坊22Q3业绩点评》,2022.10.31
- 《业绩蓄力新财年,关注长期品牌力释能-水井坊22年中报点评》,2022.7.27



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,632	4,673	5,018	5,977	6,966
营业收入增长率	54.1%	0.9%	7.4%	19.1%	16.5%
归母净利润(百万元)	1,199	1,216	1,322	1,640	1,953
归母净利润增长率	64.0%	1.4%	8.7%	24.1%	19.1%
摊薄每股收益(元)	2.46	2.49	2.71	3.36	4.00
每股经营性现金流净额	3.34	2.69	3.20	4.04	4.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	45.6%	35.2%	30.2%	29.6%	28.3%
P/E	48.87	33.91	24.22	19.52	16.39
P/B	22.27	11.92	7.30	5.79	4.64

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,006	4,632	4,673	5,018	5,977	6,966
增长率		54.1%	0.9%	7.4%	19.1%	16.5%
主营业务成本	-475	-717	-725	-772	-892	-1,014
%销售收入	15.8%	15.5%	15.5%	15.4%	14.9%	14.6%
毛利	2,530	3,915	3,948	4,245	5,085	5,951
%销售收入	84.2%	84.5%	84.5%	84.6%	85.1%	85.4%
营业税金及附加	-468	-736	-735	-788	-932	-1,080
%销售收入	15.6%	15.9%	15.7%	15.7%	15.6%	15.5%
销售费用	-841	-1,227	-1,279	-1,350	-1,590	-1,839
%销售收入	28.0%	26.5%	27.4%	26.9%	26.6%	26.4%
管理费用	-280	-305	-355	-366	-430	-495
%销售收入	9.3%	6.6%	7.6%	7.3%	7.2%	7.1%
研发费用	-2	-20	-37	-40	-48	-55
%销售收入	0.1%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	940	1,626	1,542	1,702	2,085	2,483
%销售收入	31.3%	35.1%	33.0%	33.9%	34.9%	35.6%
财务费用	23	37	33	47	66	88
%销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.3%
资产减值损失	-13	-5	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	965	1,669	1,633	1,774	2,201	2,621
营业利润率	32.1%	36.0%	35.0%	35.3%	36.8%	37.6%
营业外收支	-7	-33	-2	0	0	0
税前利润	958	1,636	1,632	1,774	2,201	2,621
利润率	31.9%	35.3%	34.9%	35.3%	36.8%	37.6%
所得税	-227	-437	-416	-452	-561	-668
所得税率	23.7%	26.7%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	731	1,199	1,216	1,322	1,640	1,953
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	731	1,199	1,216	1,322	1,640	1,953
净利率	24.3%	25.9%	26.0%	26.3%	27.4%	28.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	731	1,199	1,216	1,322	1,640	1,953
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	88	86	109	93	120	155
非经营收益	-45	-28	-95	-33	-36	-40
营运资金变动	62	372	84	183	249	249
经营活动现金净流	836	1,629	1,314	1,565	1,973	2,316
资本开支	-218	-538	-953	-423	-434	-639
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-218	-538	-953	-423	-434	-639
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-545	-531	-339	-397	-492	-586
筹资活动现金净流	-545	-531	-339	-397	-492	-586
现金净流量	73	560	21	744	1,047	1,091

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,330	1,890	1,912	2,655	3,700	4,790
应收款项	12	23	18	37	45	52
存货	1,879	2,197	2,443	2,644	3,078	3,528
其他流动资产	44	77	37	61	71	80
流动资产	3,265	4,187	4,410	5,397	6,893	8,451
%总资产	74.8%	71.1%	62.6%	64.3%	67.3%	68.6%
长期投资	10	9	9	9	9	9
固定资产	763	1,205	2,107	2,428	2,722	3,181
%总资产	17.5%	20.5%	29.9%	28.9%	26.6%	25.8%
无形资产	125	121	144	151	168	188
非流动资产	1,102	1,704	2,637	3,001	3,351	3,876
%总资产	25.2%	28.9%	37.4%	35.7%	32.7%	31.4%
资产总计	4,367	5,891	7,047	8,398	10,244	12,326
短期借款	0	5	6	6	6	6
应付款项	1,192	1,908	2,205	2,415	2,806	3,209
其他流动负债	1,024	1,320	1,350	1,567	1,875	2,188
流动负债	2,216	3,233	3,561	3,988	4,687	5,403
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	26	28	27	26	25
负债	2,231	3,259	3,589	4,015	4,713	5,428
普通股股东权益	2,136	2,632	3,458	4,384	5,532	6,899
其中：股本	488	488	488	488	488	488
未分配利润	850	1,463	2,313	3,238	4,386	5,753
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,367	5,891	7,047	8,398	10,244	12,326

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.497	2.455	2.490	2.706	3.358	3.999
每股净资产	4.373	5.389	7.082	8.976	11.327	14.126
每股经营现金净流	1.712	3.335	2.690	3.204	4.039	4.743
每股股利	1.200	0.750	0.750	0.812	1.007	1.200
回报率						
净资产收益率	34.24%	45.56%	35.16%	30.15%	29.65%	28.31%
总资产收益率	16.75%	20.35%	17.25%	15.74%	16.01%	15.84%
投入资本收益率	33.61%	45.20%	33.16%	28.89%	28.06%	26.80%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.06%	54.10%	0.88%	7.38%	19.12%	16.54%
EBIT 增长率	-10.80%	72.92%	-5.17%	10.37%	22.53%	19.07%
净利润增长率	-11.49%	63.96%	1.40%	8.71%	24.08%	19.08%
总资产增长率	10.66%	34.91%	19.63%	19.17%	21.98%	20.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	1,305.3	1,037.1	1,168.5	1,250.0	1,260.0	1,270.0
应付账款周转天数	311.2	373.8	541.7	600.0	600.0	600.0
固定资产周转天数	64.8	39.5	37.7	43.9	42.6	44.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.27%	-71.61%	-55.10%	-60.41%	-66.78%	-69.35%
EBIT 利息保障倍数	-40.9	-43.9	-46.6	-36.3	-31.8	-28.3
资产负债率	51.09%	55.33%	50.93%	47.80%	46.00%	44.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-26	增持	143.53	N/A
2	2021-10-30	增持	126.66	N/A
3	2022-04-23	增持	79.70	N/A
4	2022-07-27	增持	79.20	N/A
5	2022-10-31	增持	55.38	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

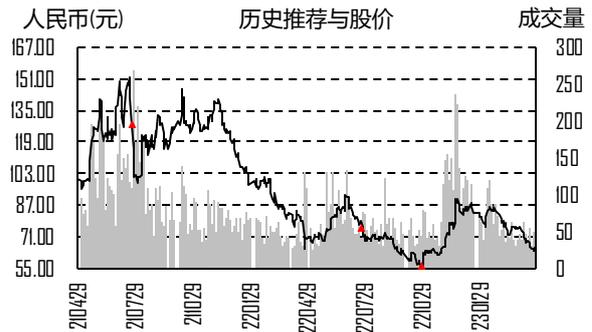
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402