

**水井坊 (600779.SH)**
**着力库存去化, 经营趋势向上**

2023年05月04日

**——公司信息更新报告**
**投资评级: 增持 (维持)**
**张宇光 (分析师)**
**逢晓娟 (分析师)**

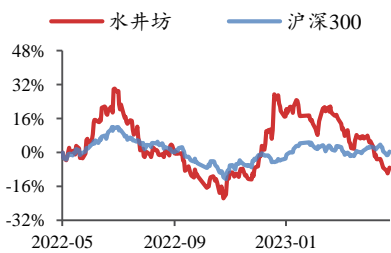
zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

日期	2023/4/28
当前股价(元)	65.55
一年最高最低(元)	93.58/54.55
总市值(亿元)	320.12
流通市值(亿元)	320.12
总股本(亿股)	4.88
流通股本(亿股)	4.88
近3个月换手率(%)	58.46

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**相关研究报告**

《FY2022 平稳收官, 期待新财年营销突破——公司信息更新报告》-2022.7.28

**● 去库存下短期阶段承压, 2023年Q2有望重返增长, 维持“增持”评级**

水井坊 2022 年营收 46.7 亿元, 同比+0.9%, 归母净利润 12.2 亿元, 同比+1.4%。2023Q1 收入 8.5 亿元, 同比-39.7%, 归母净利润 1.6 亿元, 同比-56.0%。2023 年 Q1 业绩下滑较大, 我们下调 2023-2024 年盈利预测, 并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.8 (-5.0) 亿元、15.7 (-6.3) 亿元、18.8 亿元, 同比分别+5.5%、+22.0%、+20.2%, EPS 分别为 2.63 (-1.00) 元、3.20 (-1.30) 元、3.85 元, 当前股价对应 PE 分别为 25.0、20.5、17.0 倍, 目前库存降至合理水平, 2023 年公司发展重点和资源投入主要会在八大核心市场, 持续推进高端化战略和营销突破, 预计 2023Q2 重返增长, 2023H2 实现双位数增长, 维持“增持”评级。

**● 收入放缓明显, 2022 年受疫情影响较大, 2023 年持续进行控货**

2022 年高档白酒实现营业收入 45.0 亿元, 同比-0.4%: 典藏及以上产品增 1%, 渠道出货双位数增长; 由于消费场景减少, 井台下降 1%, 发货及渠道出货均下降; 中档白酒实现营业收入 1.2 亿元, 同比+22.2%。疫情放开后, 公司考虑市场库存仍然较高, 2023Q1 期间持续进行市场库存去化, 控制发货速度, 导致收入下滑较大。

**● 受去库存影响, 2023Q1 回款下降较大, 现金流表现不佳**

2023 年 Q1 末合同负债 10.0 亿元, 环比 2022Q4 末减少 0.3 亿元 (2022Q1 环比 2021Q4 减少 1.2 亿元)。2023 年 Q1 销售商品、提供劳务收到的现金为 8.8 亿元, 同比-36.7%, 与收入增速基本一致。

**● 人员费用增加, 收入大幅下降下, 费用率提升**

2023 年 Q1 税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-0.08pct/+2.91pct/+3.69pct/+0.22pct/-0.19pct。销售费率增加主因高端化组织等人员费用增加, 管理费用相对刚性, 收入大幅下降下, 出现费用率提升的情况。

**● 风险提示: 宏观经济波动致使需求下滑, 省外扩张不及预期等。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,632	4,673	4,985	5,761	6,837
YOY(%)	54.1	0.9	6.7	15.6	18.7
归母净利润(百万元)	1,199	1,216	1,282	1,565	1,881
YOY(%)	64.0	1.4	5.5	22.0	20.2
毛利率(%)	84.5	84.5	84.0	85.1	85.5
净利率(%)	25.9	26.0	25.7	27.2	27.5
ROE(%)	45.6	35.2	27.1	26.7	25.7
EPS(摊薄/元)	2.46	2.49	2.63	3.20	3.85
P/E(倍)	26.7	26.3	25.0	20.5	17.0
P/B(倍)	12.2	9.3	6.8	5.5	4.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4187	4410	5777	7058	8816
现金	1890	1912	3006	4114	5166
应收票据及应收账款	7	3	8	5	11
其他应收款	10	15	11	19	17
预付账款	77	16	83	32	104
存货	2197	2443	2648	2867	3497
其他流动资产	6	21	21	21	21
<b>非流动资产</b>	1704	2637	2650	2763	2944
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	501	483	798	1095	1370
无形资产	120	130	128	128	119
其他非流动资产	1084	2024	1723	1540	1455
<b>资产总计</b>	5891	7047	8427	9821	11761
<b>流动负债</b>	3233	3561	3657	3930	4410
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1015	1166	1227	1365	1626
其他流动负债	2218	2395	2431	2565	2785
<b>非流动负债</b>	26	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	28	28	28	28
<b>负债合计</b>	3259	3589	3686	3958	4439
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	488	488	488	488	488
资本公积	395	419	419	419	419
留存收益	1873	2724	3376	4316	5634
<b>归属母公司股东权益</b>	2632	3458	4741	5862	7322
<b>负债和股东权益</b>	5891	7047	8427	9821	11761

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1629	1314	1148	1711	1704
净利润	1199	1216	1282	1565	1881
折旧摊销	79	90	83	122	153
财务费用	-37	-33	-48	-76	-104
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	371	51	-170	100	-226
其他经营现金流	17	-11	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-538	-953	-96	-235	-335
资本支出	538	953	96	235	335
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-531	-339	41	-368	-317
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	-1	23	0	0	0
其他筹资现金流	-530	-363	41	-368	-317
<b>现金净增加额</b>	560	21	1094	1108	1052

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4632	4673	4985	5761	6837
营业成本	717	725	795	861	994
营业税金及附加	736	735	773	893	1060
营业费用	1227	1279	1396	1584	1880
管理费用	305	355	359	403	465
研发费用	20	37	17	24	34
财务费用	-37	-33	-48	-76	-104
资产减值损失	-5	-13	0	0	0
其他收益	20	73	32	35	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-9	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1669	1633	1725	2107	2544
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	36	3	13	15	17
<b>利润总额</b>	1636	1632	1714	2093	2530
所得税	437	416	431	529	649
<b>净利润</b>	1199	1216	1282	1565	1881
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1199	1216	1282	1565	1881
EBITDA	1658	1665	1726	2110	2546
EPS(元)	2.46	2.49	2.63	3.20	3.85

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	54.1	0.9	6.7	15.6	18.7
营业利润(%)	73.0	-2.1	5.6	22.1	20.8
归属于母公司净利润(%)	64.0	1.4	5.5	22.0	20.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	84.5	84.5	84.0	85.1	85.5
净利率(%)	25.9	26.0	25.7	27.2	27.5
ROE(%)	45.6	35.2	27.1	26.7	25.7
ROIC(%)	182.5	76.6	71.7	86.1	83.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.3	50.9	43.7	40.3	37.7
净负债比率(%)	-71.1	-54.4	-62.9	-69.8	-70.3
流动比率	1.3	1.2	1.6	1.8	2.0
速动比率	0.6	0.5	0.8	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	987.0	855.5	855.5	855.5	855.5
应付账款周转率	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.46	2.49	2.63	3.20	3.85
每股经营现金流(最新摊薄)	3.34	2.69	2.35	3.50	3.49
每股净资产(最新摊薄)	5.39	7.08	9.71	12.00	14.99
<b>估值比率</b>					
P/E	26.7	26.3	25.0	20.5	17.0
P/B	12.2	9.3	6.8	5.5	4.4
EV/EBITDA	18.2	18.1	16.8	13.2	10.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn