

水井坊(600779)

报告日期: 2023年07月29日

## Q2 表现符合预期, 看好新财年重拾增长

### ——水井坊 23H1 业绩点评报告

#### 投资要点

- 水井坊发布业绩公告, 23H1 公司实现营业总收入 15.27 亿元, 同比下降 26.38%; 实现归母净利润 2.03 亿元, 同比下降 45.15%。23Q2 公司实现营业总收入 6.73 亿元, 同比增长 2.22% (符合公司在年报中提出的 23Q2 收入恢复增长的目标); 23Q2 实现归母净利润 0.43 亿元, 同比增长 508.87%。
- 23Q2 营收增速转正, 符合公司经营规划  
面对宏观经济调整, 公司调整经营节奏, 制定全年经营规划如下: ①一季度公司以降低社会库存为主, 减少出货量因而业绩下滑; ②二季度营收转正, 库存回到健康水平。③三季度预期营收恢复双位数增长。④全年预期净利润与收入实现同比增长。当前表现符合公司经营规划, 经过上半年的渠道库存去化经销商压力得以缓解, 经销商及门店库存均回到良性水平。展望全年, 考虑到中秋国庆旺季催化, 我们看好下半年增速逐季回升, 全年恢复增长。
- 上半年经营压力释放, 中档酒成长势能延续  
23H1 公司白酒实现营业收入 15.15 亿元(-25.90%), 其中量-14.52%/价-13.31%, 主要系 Q1 发货较少。分产品来看, 23Q2 高档/中档酒收入 6.27/0.40 亿元(+0.61%/+102.91%), 毛利率分别-1.92/-4.00pct 至 83.25%/63.07%, 中档酒高增主要得益于天号陈铺市提升。公司产品组合布局多价格带: ①八号贡献主要销售, 受益会战模式表现优异; ②井台短期表现不如八号, 主要是受需求环境影响+重新上市后老库存待消化, 长期仍将引领价值中枢提升。③典藏拟推出文创单品, 并于近期对经销商结算价提升 15 元/瓶, 高端化战略延续。④天号陈在八大核心市场推广效果较好, 承接口粮酒升级。
- 聚焦核心市场+外拓新兴市场, 带动铺货率提升  
①分区域: 1) 核心市场: 公司延续稳定的市场战略, 聚焦八大核心市场并选出 Top20 城市重点聚焦, 采取因地制宜的市场策略, 上半年江苏/浙江/河北/山东销售表现较好。2) 非核心市场: 内蒙/安徽/湖北/福建销售表现较好。目前八大市场仍存较多空白点有待拓展, 未来将继续借助会战模式攻坚薄弱市场(计划开启井台会战), 实现多区域铺货率提升, 并加强宴席费用投放, 助力开瓶率提升。②分渠道: 23Q2 新渠道/批发代理渠道收入同比+111.89%/-5.99%至 1.13/5.55 亿元; 销量同比+118.20%/+7.87%; 均价同比-2.89%/-12.85%; 经销商数量较年初增加 1 家至 51 家。
- 费用收缩+税金减免, 共同驱动盈利提升  
23Q2 公司毛利率/净利率-3.04/+5.35pct 至 81.56%/6.43%, 净利率提升主要来源于费用收缩+税金减免政策。1) 费用方面, 23Q2 销售/管理费用率-2.20/-0.39pct 至 41.13%/16.92% (Q2 作为财年中的最后一个季度费用率偏低); 2) 23Q2 营业税金率-5.58 pct 至 15.12%(主要系四川省 23H1 免征房产税/城镇土地使用税); 3) 23Q2 合同负债 10.86 亿元, 环比/同比+0.88/+2.29 亿元; 4) 23Q2 经营性现金流净额 0.29 亿元, 同比+0.28 亿元。
- 盈利预测及估值  
公司于 7 月开启新财年, 上半年控货下当前渠道库存已回归良性, 公司提出"从 23Q3 开始营收恢复双位数成长, 23 年全年净利润与营收同比保持增长"的目标, 考虑到上半年控货成效显著+下半年双节旺季催化, 看好公司新财年表现。我们预计 2023~2025 年公司收入增速为 6.58%、17.41%、16.25%; 归母净利润增速分别为 6.87%、20.51%、20.02%; EPS 分别为 2.66、3.21、3.85 元; PE 分别为 25.86、21.46、17.88 倍, 维持买入评级。
- 催化剂: 白酒需求恢复超预期; 宴席恢复表现超预期; 批价持续上行。
- 风险提示: 消费恢复不及预期; 核心产品批价上涨不及预期。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥  
执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

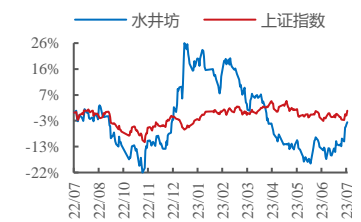
研究助理: 张家祯  
zhangjiachen@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝  
panjunru@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 68.80
总市值(百万元)	33,599.26
总股本(百万股)	488.36

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《着力去库存, 经营压力释放》2023.05.08
- 《业绩符合预期, 高端引领次高端锚定确定性——水井坊 2022Q3 业绩点评报告》2022.10.31
- 《【浙商食品饮料】水井坊 22H1 业绩点评: 疫情影响下业绩短期承压, 高端化趋势不改 (20220801)》2022.08.01

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4672.74	4980.40	5847.42	6797.51
(+/-) (%)	0.88%	6.58%	17.41%	16.25%
归母净利润	1215.84	1299.40	1565.94	1879.51
(+/-) (%)	0.59%	6.87%	20.51%	20.02%
每股收益(元)	2.49	2.66	3.21	3.85
P/E	27.63	25.86	21.46	17.88

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4410	5210	6559	8112
现金	1912	2476	3702	4970
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3	20	33	47
其它应收款	15	9	13	16
预付账款	16	52	55	47
存货	2443	2638	2741	3015
其他	21	15	15	17
<b>非流动资产</b>	2637	3016	3590	4147
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	483	849	1231	1629
无形资产	130	117	104	92
在建工程	1620	1707	1874	2049
其他	404	343	381	376
<b>资产总计</b>	7047	8226	10148	12259
<b>流动负债</b>	3561	3273	3621	3854
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1166	1105	1239	1354
预收账款	0	0	0	0
其他	2395	2168	2382	2500
<b>非流动负债</b>	28	23	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他	28	23	26	26
<b>负债合计</b>	3589	3296	3647	3880
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3458	4930	6501	8379
<b>负债和股东权益</b>	7047	8226	10148	12259

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1314	968	1755	1878
净利润	1216	1299	1566	1880
折旧摊销	90	61	88	117
财务费用	(33)	(33)	(46)	(65)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	283	(207)	307	228
其它	(242)	(153)	(160)	(282)
<b>投资活动现金流</b>	(953)	(503)	(625)	(681)
资本支出	(901)	(497)	(619)	(673)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(52)	(6)	(6)	(8)
<b>筹资活动现金流</b>	(339)	100	87	72
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(339)	100	87	72
<b>现金净增加额</b>	21	564	1217	1269

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4673	4980	5847	6798
营业成本	725	762	835	896
营业税金及附加	735	785	922	1072
营业费用	1279	1355	1590	1856
管理费用	355	388	444	527
研发费用	37	40	47	54
财务费用	(33)	(33)	(46)	(65)
资产减值损失	13	(15)	(12)	(14)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	72	37	42	50
<b>营业利润</b>	1633	1735	2109	2521
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	1632	1733	2107	2519
所得税	416	434	541	640
<b>净利润</b>	1216	1299	1566	1880
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1216	1299	1566	1880
EBITDA	1693	1761	2149	2572
EPS (最新摊薄)	2.49	2.66	3.21	3.85

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	0.88%	6.58%	17.41%	16.25%
营业利润	-2.70%	6.22%	21.56%	19.55%
归属母公司净利润	0.59%	6.87%	20.51%	20.02%
<b>获利能力</b>				
毛利率	84.49%	84.70%	85.73%	86.81%
净利率	26.02%	26.09%	26.78%	27.65%
ROE	39.93%	30.98%	27.41%	25.28%
ROIC	34.20%	25.72%	23.47%	21.79%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.93%	40.07%	36.00%	31.70%
净负债比率	0.17%	0.12%	0.14%	0.13%
流动比率	1.24	1.59	1.81	2.10
速动比率	0.55	0.79	1.05	1.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.72	0.65	0.64	0.61
应收账款周转率	855.48	1181.45	1017.27	1045.96
应付账款周转率	0.67	0.70	0.75	0.72
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.49	2.66	3.21	3.85
每股经营现金	2.69	1.98	3.59	3.85
每股净资产	7.08	10.10	13.30	17.15
<b>估值比率</b>				
P/E	27.63	25.86	21.46	17.88
P/B	9.72	6.82	5.17	4.01
EV/EBITDA	23.24	17.68	13.93	11.15

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>