

2023年07月30日

中报符合市场预期，看好下半年目标实现

水井坊(600779)

评级:	增持	股票代码:	600779
上次评级:	增持	52周最高价/最低价(元):	89.94/56.58
目标价格(元):		总市值(亿元)	335.99
最新收盘价(元):	68.8	自由流通市值(亿元)	335.99
		自由流通股数(百万)	488.36

事件概述

公司发布23年中报，23H1实现营业总收入15.3亿元，同比-26.4%；归母净利润2.0亿元，同比-45.2%。23Q2实现营业总收入6.7亿元，同比+2.2%；归母净利润0.4亿元，同比+508.9%。23Q2营收增速回正，达到了公司于年报中披露的预期，也符合市场预期。

分析判断:

► 23Q2收入同比增速回正，达到公司预期

分产品来看，23H1高档/中档酒分别实现收入14.3/0.9亿元，分别同比-28.0%/+40.7%；23Q2高档/中档酒分别实现收入6.3/0.4亿元，分别同比+0.6%/102.9%。我们认为经过一季度公司社会库存下降、渠道健康度提升，因此23Q2高档酒收入同比增速回正；我们预计新产品天号陈拉动中档酒收入高增。分渠道来看，23H1新渠道/批发代理分别实现收入2.0/13.1亿元，分别同比+69.6%/-31.8%；23Q2新渠道/批发代理分别实现收入1.1/5.6亿元，分别同比+111.9%/-6.0%。我们认为批发代理渠道收入同比增速仍在下滑主因1)宏观经济下八号表现强于井台，2)22年4月次高端大单品井台升级后建议零售价提升70元/瓶(根据每日经济新闻)，产品批价和终端需求仍在恢复中。但公司整体收入情况达到23Q2收入同比增速回正的预期。

23H1末公司合同负债10.9亿元，同比+5.7%；23Q2销售收现8.1亿元，同比+9.4%；经营现金流净额0.3亿元，去年同期-3.9亿元。我们认为公司整体经营情况逐渐改善。

► 中档酒结构提升影响毛利率，税费降低贡献业绩增长

23Q2公司毛利率82.5%，同比-2.4pct，我们认为主因天号陈新品带动中档酒占比提高影响整体毛利率水平。23Q2税金及附加占营业总收入同比-5.6pct，主因23年上半年四川省免征房产税、城镇土地使用税。23Q2销售/管理费用率分别同比-2.2/-0.4pct，销售费用率下降我们认为主因广告费及促销费下降(23H1同比-21.5%)，管理费用率基本持平。23Q2净利率6.4%，同比+5.4pct。

► 人事变动顺利过渡，聚焦核心战略市场

自公司3月公告新任代总经理上任后，我们认为截止目前公司人事变动顺利过渡，整体的市场和产品战略基本延续。根据金融界和公司投资者问答，产品战略上延续八号+井台+典藏的由下至上高端酒产品结构，新井台有望在未来发力；中档酒新品天号陈主要定位百元以上价位大众消费价格带，有望补充公司产品价格带布局，提供额外收入增量。根据名酒观察，渠道战略上，仍然聚焦八大核心市场，并推出Top20城市策略，重点聚焦、持续深化。我们认为公司在未来有望进一步在核心市场增加渠道深度布局攻坚薄弱，提高产品铺货率和开瓶率，并且在表现相对较好的非核心市场稳固占有率。我们认为公司中报从财务报表表现来看基本达到了公司预期，看好“23Q3开始营收恢复双位数增长，2023年全年的净利润与营业收入同比2022年保持增长”目标实现。

投资建议

根据公司中报调整盈利预测，预计 23-25 年收入由 53/64/75 亿元下调至 48/58/67 亿元，归母净利由 13.9/17.4/20.7 亿元下调至 12.3/15.0/17.4 亿元，EPS 由 2.85/3.56/4.23 元下调至 2.51/3.06/3.55 元。2023 年 7 月 28 日收盘价 68.8 元对应 P/E 分别为 27/22/19 倍，维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；食品安全问题；行业内竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,632	4,673	4,840	5,824	6,718
YoY (%)	54.1%	0.9%	3.6%	20.3%	15.3%
归母净利润(百万元)	1,199	1,216	1,227	1,496	1,736
YoY (%)	64.0%	1.4%	0.9%	21.9%	16.0%
毛利率 (%)	84.5%	84.5%	84.6%	84.8%	84.9%
每股收益 (元)	2.45	2.50	2.51	3.06	3.55
ROE (%)	45.6%	35.2%	28.7%	28.6%	27.4%
市盈率	28.04	27.55	27.38	22.46	19.35

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,673	4,840	5,824	6,718	净利润	1,216	1,227	1,496	1,736
YoY (%)	0.9%	3.6%	20.3%	15.3%	折旧和摊销	96	229	299	368
营业成本	725	747	886	1,014	营运资金变动	84	6	225	54
营业税金及附加	735	750	903	1,041	经营活动现金流	1,314	1,480	2,035	2,174
销售费用	1,279	1,317	1,572	1,814	资本开支	-953	-679	-318	-669
管理费用	355	363	431	490	投资	0	0	0	0
财务费用	-33	-29	-23	-26	投资活动现金流	-953	-679	-318	-669
研发费用	37	24	29	34	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-13	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-339	-415	-527	-635
营业利润	1,633	1,686	2,049	2,378	现金净流量	21	386	1,189	870
营业外收支	-2	-12	-8	-10					
利润总额	1,632	1,674	2,041	2,368	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	416	447	545	632	成长能力				
净利润	1,216	1,227	1,496	1,736	营业收入增长率	0.9%	3.6%	20.3%	15.3%
归属于母公司净利润	1,216	1,227	1,496	1,736	净利润增长率	1.4%	0.9%	21.9%	16.0%
YoY (%)	1.4%	0.9%	21.9%	16.0%	盈利能力				
每股收益(元)	2.50	2.51	3.06	3.55	毛利率	84.5%	84.6%	84.8%	84.9%
					净利率	26.0%	25.4%	25.7%	25.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	17.3%	15.4%	15.8%	15.6%
货币资金	1,912	2,297	3,487	4,357	净资产收益率 ROE	35.2%	28.7%	28.6%	27.4%
预付款项	16	45	49	52	偿债能力				
存货	2,443	2,515	2,791	3,306	流动比率	1.24	1.34	1.53	1.63
其他流动资产	39	41	46	49	速动比率	0.55	0.64	0.85	0.93
流动资产合计	4,410	4,899	6,372	7,764	现金比率	0.54	0.63	0.83	0.92
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	50.9%	46.4%	44.5%	43.0%
固定资产	483	1,427	1,863	2,189	经营效率				
无形资产	130	129	133	135	总资产周转率	0.66	0.61	0.62	0.60
非流动资产合计	2,637	3,069	3,074	3,359	每股指标 (元)				
资产合计	7,047	7,968	9,445	11,123	每股收益	2.50	2.51	3.06	3.55
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.08	8.74	10.73	12.98
应付账款及票据	1,166	1,135	1,249	1,378	每股经营现金流	2.69	3.03	4.17	4.45
其他流动负债	2,395	2,534	2,929	3,376	每股股利	0.00	0.85	1.08	1.30
流动负债合计	3,561	3,669	4,178	4,754	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	27.55	27.38	22.46	19.35
其他长期负债	28	28	28	28	PB	11.92	7.87	6.41	5.30
非流动负债合计	28	28	28	28					
负债合计	3,589	3,698	4,206	4,782					
股本	488	488	488	488					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,458	4,271	5,239	6,340					
负债和股东权益合计	7,047	7,968	9,445	11,123					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。