

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

**水井坊 (600779)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2021年04月12日

## 21Q1 业绩超预期，布局酱酒有望打造第二增长曲线

**证券分析师：陈青青**

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001

**证券分析师：熊鹏**

021-60875164

xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

### 事项：

公司发布多项事件公告：1) 公司快报披露，2020 年公司实现营收 30.06 亿元，同比下滑 15.06%，实现归母净利润 7.31 亿元，同比下滑 11.49%；2) 公司预计 2021Q1 营收同比增加 5.11 亿元，同比增长 70.2%，归母净利润同比增加 2.28 亿元，同比增长 119.7%，销售量同比增加 1021.5 前升，同比增长 53.6%；3) 公司与梁明峰先生共同出资设立贵州水井坊国威酒业有限公司，合资工资注册资本至少 8 亿元，水井坊以现金形式出资，占合资公司注册资本的 70%。

国信食品饮料观点：1) 公司 2020 年业绩符合预期，疫情后主动消化库存，20H2 销售逐步恢复向好，全年业绩前低后高；2) 2021Q1 公司实现量价齐升，收入利润均超预期，主要受益于消费恢复向好以及公司宴席团购市场布局取得成效，同时公司产品结构持续升级，叠加提价效应，业绩端增速快于收入端。公司当前顺利实现开门红，渠道轻装上阵，销售逐步向好，全年业绩高增仍值得期待；3) 公司投资设立酱酒公司，有望打造第二增长曲线，加强公司在次高端以上价格带的竞争优势。预计 20-22 年归母净利润 7.31/10.66/13.71 亿，对应 EPS 为 1.50/2.18/2.81 元，对应当前股价 PE 为 49/34/26X，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ■ 20 年业绩符合预期，下半年轻装上阵恢复较好

2020 年公司实现营收 30.06 亿元，同比下滑 15.06%，实现归母净利润 7.31 亿元，同比下滑 11.49%，基本符合此前业绩预告数据。其中，20Q4 公司营收 10.6 亿元，同比增长 19.3%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 22.7%，下半年销售恢复较好。2020 年公司在上半年受疫情影响较大，主动实施控货去库存，到二季度末渠道库存降至历史低位，随着疫情好转经济复苏，下半年公司通过扩大宴席场景投入、强化团购资源，Q3、Q4 白酒收入实现 18.9%、19.5%的同比增长，销量实现 16.9%、18.2%的同比增长，销售恢复向好，业绩逐渐底部反转。

#### ■ 21Q1 量价齐升助力公司业绩超预期，21 年全国仍有望持续高增

21Q1 公司销售显著向好，营收同比增加 5.11 亿元，同比增长 70.2%，归母净利润同比增加 2.28 亿元，同比增长 119.7%，收入利润增速较好主要系：1) 20Q1 疫情影响下去年同期业绩低基数；2) 春节消费恢复较好，公司加强宴席及团购投入取得较好的效果；3) 整体产品结构升级及提价对业绩贡献明显，从量价来看，公司一季度实现销量 2928 吨，同比增长 53.6%，吨价增长 10.8%，吨价上行明显，主要受益于公司产品结构改善以及井台、臻酿八号等产品提价。同时 21 年 4 月经销商大会上公司表示，2021 年作为十四五开局之年，水井坊将重要布局品牌高端化、产品升级创新、营销突破三大方向，下一步水井坊将在营销费用的投入上向高端倾斜，为这场“高端”之战提供强有力的资源支持；在产品升级

以及推新上，水井坊将推动井台、典藏等产品升级，与臻酿八号形成清晰的价格分级以及价值认知；在营销突破方面，水井坊将聚焦到高端圈层营销和大事件体验营销，集中力量去打造“水井坊·狮王会”，通过整合经销商资源，为区域高端团购赋能。2021年已顺利实现开门红，后续随着公司持续在三大方向推进，有望持续驱动公司业绩增长。

### ■ 投资设立酱酒公司，有望打造第二增长曲线

公司公告与梁明峰先生共同出资设立贵州水井坊国威酒业有限公司（暂定名），主业为销售高端酱香型白酒，合资注册资本至少8亿元，水井坊以现金形式出资，占合资公司注册资本的70%。本合资项目签订有利于扩大公司在白酒产业的产业布局，拓宽公司产品销售品类，同时将国威公司在酱香型白酒领域的产品和技术优势，与水井坊在白酒营销领域和上市公司规范管理方面的经验和资源相结合，打造全新的一线酱香型白酒知名品牌。公司作为为数不多的全国性次高端浓香酒企，通过布局酱酒实现两种香型的双轮驱动，有望强化公司在次高端以上价格带的竞争优势。

### ■ 投资建议：维持“买入”评级

公司作为次高端全国性布局酒企，有望较好受益于经济复苏以及次高端价格带扩容，预计20-22年归母净利润7.31/10.66/13.71亿，对应EPS为1.50/2.18/2.81元，对应当前股价PE为49/34/26X，维持“买入”评级。

表1：可比公司的估值对比（截止至2021年4月11日）

股票代码	简称	PE(TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600809.SH	山西汾酒	97.7	3033	2.22	3.56	4.90	98	71	55	买入
000799.SZ	酒鬼酒	113.0	556	0.92	1.51	2.48	113	69	53	买入
600702.SH	舍得酒业	61.0	315	1.51	1.58	2.00	59	47	38	买入
	平均	90.6	1301	1.55	2.22	3.13	90	62	49	
<b>600779.SH</b>	<b>水井坊</b>	<b>51.8</b>	<b>357</b>	<b>1.69</b>	<b>1.50</b>	<b>2.18</b>	<b>43</b>	<b>49</b>	<b>34</b>	<b>买入</b>

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1243	1428	1729	2231
应收款项	32	33	46	57
存货净额	1520	1196	1648	1982
其他流动资产	248	211	294	363
<b>流动资产合计</b>	<b>3043</b>	<b>2867</b>	<b>3717</b>	<b>4633</b>
固定资产	613	751	922	1073
无形资产及其他	123	118	113	108
投资性房地产	167	167	167	167
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3946</b>	<b>3904</b>	<b>4919</b>	<b>5981</b>
短期借款及交易性金融负债	4	1	2	2
应付款项	478	423	539	653
其他流动负债	1328	989	1369	1656
<b>流动负债合计</b>	<b>1810</b>	<b>1413</b>	<b>1910</b>	<b>2311</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	24	26	29	29
<b>长期负债合计</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
<b>负债合计</b>	<b>1834</b>	<b>1439</b>	<b>1940</b>	<b>2340</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2112	2465	2979	3641
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3946</b>	<b>3904</b>	<b>4919</b>	<b>5981</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.69	1.50	2.18	2.81
每股红利	0.88	0.77	1.13	1.45
每股净资产	4.32	5.05	6.10	7.46
ROIC	42%	36%	46%	54%
ROE	39%	30%	36%	38%
毛利率	83%	84%	85%	86%
EBIT Margin	30%	33%	34%	35%
EBITDA Margin	32%	35%	36%	37%
收入增长	26%	-15%	40%	23%
净利润增长率	43%	-12%	46%	29%
资产负债率	46%	37%	39%	39%
息率	1.2%	1.1%	1.5%	2.0%
P/E	43.2	48.8	33.5	26.0
P/B	16.9	14.5	12.0	9.8
EV/EBITDA	33.6	35.0	25.0	19.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3539</b>	<b>3006</b>	<b>4202</b>	<b>5175</b>
营业成本	606	469	630	740
营业税金及附加	562	451	630	776
销售费用	1064	902	1261	1552
管理费用	250	191	257	290
财务费用	(23)	(14)	(11)	(11)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	7	(33)	(9)	(12)
其他收入	15	0	0	0
营业利润	1102	974	1426	1816
营业外净收支	(2)	(26)	(26)	(26)
<b>利润总额</b>	<b>1100</b>	<b>948</b>	<b>1400</b>	<b>1790</b>
所得税费用	274	217	334	418
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>826</b>	<b>731</b>	<b>1066</b>	<b>1371</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>826</b>	<b>731</b>	<b>1066</b>	<b>1371</b>
资产减值准备	6	2	2	2
折旧摊销	62	68	85	100
公允价值变动损失	(7)	33	9	12
财务费用	(23)	(14)	(11)	(11)
营运资本变动	101	(30)	(47)	(12)
其它	(6)	(2)	(2)	(2)
<b>经营活动现金流</b>	<b>982</b>	<b>802</b>	<b>1112</b>	<b>1472</b>
资本开支	(144)	(237)	(261)	(261)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(144)</b>	<b>(237)</b>	<b>(261)</b>	<b>(261)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(427)	(378)	(551)	(709)
其它融资现金流	234	(3)	0	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>(621)</b>	<b>(381)</b>	<b>(551)</b>	<b>(709)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>217</b>	<b>185</b>	<b>300</b>	<b>502</b>
货币资金的期初余额	1026	1243	1428	1729
货币资金的期末余额	1243	1428	1729	2231
企业自由现金流	812	567	861	1220
权益自由现金流	1046	590	891	1258

## 相关研究报告

- 《水井坊-600779-2018 年三季报点评：业绩符合预期，毛利率持续提升》 ——2018-10-23
- 《水井坊-600779-2018 年中报点评：业绩符合预期，高端化+区域拓张持续》 ——2018-07-25
- 《水井坊-600779-2017 年年报及 2018 年一季报点评：Q1 收入靓丽，高端化+区域拓张提速》 ——2018-05-02
- 《水井坊-600779-2017 年三季报点评：高筑墙，广积粮，进击 2.0 时代》 ——2017-10-30
- 《水井坊-600779-事件快评：加力团购渠道，短期费用压力大》 ——2012-06-18

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032