

水井坊 (600779.SH)

加大高端投入，蓄力未来发展

事件：公司发布 2021 年半年报。2021H1 公司实现营业收入 18.37 亿元，同比+128.4%，实现归母净利润 3.77 亿元，同比+266.0%。其中单二季度实现营业收入 5.97 亿元，同比+691.5%，归母净利润-0.42 亿元，去年同期为-0.88 亿元。

Q2 收入略超预期，低库存高回款为下半年蓄力。Q2 公司实现营收 5.97 亿元，略超市场预期，同增 691.5%，同时单季度公司销售毛利率为 83.5%，同比+12.4pct，主要系去年公司为携手经销商共渡难关选择主动控货，导致基数较低，当前已回归正常发展。Q2 作为白酒销售淡季，公司积极主动梳理公司团队和经销商渠道，渠道库存水平处于近年低位，同时经销商打款积极预收款维持高位，下半年开启新发展。

多因素导致 Q2 小幅亏损，全年视角目标达成无忧。我们认为主要系以下几个因素导致公司 Q2 出现小幅亏损：1) 强化品牌宣传投入带动销售费用高企，公司坚持品宣两手抓，一方面继续独家冠名《国家宝藏》栏目、冠名世界顶级网球赛事，另一方面加码核心市场的宣传，上半年公司把握糖酒会在成都举办的机会成功营造品牌主场氛围，效果明显；2) 费用确认的季节性因素扰动，预计公司为高端产品投放铺路，Q2 前置投放部分费用导致单季度销售费用较高，Q2 单季度销售费用同增 159.1%达 3.15 亿元；3) 为未来发展蓄力，公司 Q2 咨询服务费和会议费等投入较多，Q2 单季度管理费用同增 51.5%达 1.04 亿元；4) 收入端公司仍有控货，淡季收入较低，收入的规模效应仍不明显。以全年视角来看，我们认为短期扰动不会影响公司全年目标的实现，看好水井坊下半年的发展态势。

发力高端产品，看好未来新发展。水井坊常年深耕次高端，近年公司持续推进高端品牌建设提升品牌力，与《国家宝藏》等项目的合作宣传成果瞩目，同时公司积极创新营销模式，推动由部分经销商组建水井坊高端产品销售公司，发力典藏及以上产品，卡位 600 元以上“蓝海”价格带，打开未来发展空间。

盈利预测：维持前期盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年实现营业收入 43.6/54.9/68.4 亿元，同比+45.0%/+26.0%/+24.5%；实现归母净利润 11.1/15.2/20.0 亿元，同比+51.2%/+37.8%/+31.3%，当前股价对应 PE 为 63/46/35 倍，看好公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，行业增速不及预期，行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,358	5,492	6,840
增长率 yoy (%)	25.5	-15.1	45.0	26.0	24.5
归母净利润(百万元)	826	731	1,106	1,524	2,001
增长率 yoy (%)	42.6	-11.5	51.2	37.8	31.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.69	1.50	2.26	3.12	4.10
净资产收益率 (%)	39.1	34.2	34.1	34.8	33.6
P/E(倍)	84.8	95.9	63.4	46.0	35.0
P/B(倍)	33.2	32.8	21.6	16.0	11.8

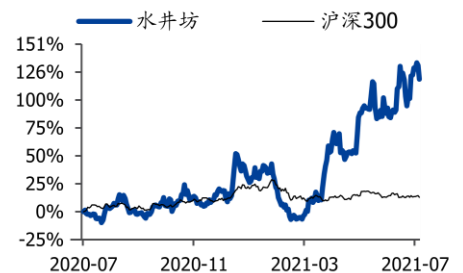
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 7 月 23 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
7月23日收盘价(元)	143.53
总市值(百万元)	70,105.16
总股本(百万股)	488.44
其中自由流通股(%)	99.97
30日日均成交量(百万股)	11.23

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 郝宇新

邮箱：haoyuxin@gszq.com

相关研究

- 1、《水井坊 (600779.SH)：低谷已过，水井坊再次起航》2021-04-29
- 2、《水井坊 (600779.SH)：过去、现在和未来的水井坊》2021-04-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3043	3265	5580	5905	8895
现金	1243	1330	2524	2874	4597
应收票据及应收账款	29	2	43	14	57
其他应收款	8	3	13	7	17
预付账款	34	36	65	63	97
存货	1520	1879	2920	2933	4112
其他流动资产	209	15	15	15	15
非流动资产	903	1102	1378	1548	1742
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	531	534	826	1009	1205
无形资产	123	123	127	133	137
其他非流动资产	249	445	425	407	400
资产总计	3946	4367	6958	7453	10637
流动负债	1810	2216	3702	3065	4662
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	478	631	935	974	1324
其他流动负债	1332	1585	2767	2091	3339
非流动负债	24	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	15	15	15	15
负债合计	1834	2231	3717	3080	4677
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	489	488	488	488	488
资本公积	400	396	396	396	396
留存收益	1237	1260	1613	2184	3103
归属母公司股东权益	2112	2136	3242	4373	5960
负债和股东权益	3946	4367	6958	7453	10637

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	868	845	1497	948	2364
净利润	826	731	1106	1524	2001
折旧摊销	63	75	64	88	110
财务费用	-23	-23	-37	-52	-78
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	1	61	365	-611	330
其他经营现金流	1	1	0	0	0
投资活动现金流	-214	-218	-340	-258	-304
资本支出	215	218	276	170	193
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	2	0	-64	-88	-110
筹资活动现金流	-436	-545	37	-340	-337
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	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-437	-541	37	-340	-337
现金净增加额	217	83	1194	350	1723

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3539	3006	4358	5492	6840
营业成本	606	475	671	818	985
营业税金及附加	562	468	688	868	1081
营业费用	1064	841	1211	1455	1758
管理费用	250	280	353	379	445
研发费用	2	2	2	4	4
财务费用	-23	-23	-37	-52	-78
资产减值损失	-7	-13	0	0	0
其他收益	31	21	0	0	0
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	-2	-7	0	0	0
营业利润	1102	965	1468	2020	2645
营业外收入	3	3	15	5	6
营业外支出	4	9	24	22	15
利润总额	1100	958	1460	2004	2637
所得税	274	227	354	480	636
净利润	826	731	1106	1524	2001
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	826	731	1106	1524	2001
EBITDA	1125	993	1466	2011	2635
EPS (元)	1.69	1.50	2.26	3.12	4.10

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.5	-15.1	45.0	26.0	24.5
营业利润(%)	41.2	-12.4	52.2	37.6	30.9
归属于母公司净利润(%)	42.6	-11.5	51.2	37.8	31.3
获利能力					
毛利率(%)	82.9	84.2	84.6	85.1	85.6
净利率(%)	23.3	24.3	25.4	27.7	29.3
ROE(%)	39.1	34.2	34.1	34.8	33.6
ROIC(%)	37.3	32.6	32.6	33.3	32.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.5	51.1	53.4	41.3	44.0
净负债比率(%)	-57.6	-61.6	-77.4	-65.4	-76.9
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.9	1.9
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	112.1	195.2	195.2	195.2	195.2
应付账款周转率	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.50	2.26	3.12	4.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	1.73	3.07	1.94	4.84
每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.37	6.64	8.95	12.20
估值比率					
P/E	84.8	95.9	63.4	46.0	35.0
P/B	33.2	32.8	21.6	16.0	11.8
EV/EBITDA	61.2	69.2	46.1	33.4	24.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com