

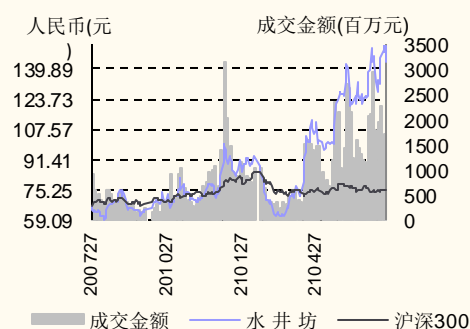
## 水井坊 (600779.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币) : 143.53 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.88
已上市流通 A 股(亿股)	4.88
总市值(亿元)	701.05
年内股价最高最低(元)	153.11/59.09
沪深 300 指数	5089
上证指数	3550



## 相关报告

- 《锁定次高端白酒，未来发展可期-锁定次高端白酒，未来发展可期》，2020.12.2

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人  
libenvuan@aiza.com.cn

## 短期业绩波动无忧，长期高端化布局稳步推进

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3,539	3,006	4,672	5,952	7,331
营业总收入增长率	25.53%	-15.06%	55.45%	27.38%	23.17%
归母净利润(百万元)	826	731	1,076	1,382	1,734
归母净利润增长率	42.60%	-11.49%	47.07%	28.49%	25.46%
摊薄每股收益(元)	1.69	1.50	2.20	2.83	3.55
每股经营性现金流净额	1.75	1.66	2.54	3.22	4.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	39.12%	34.24%	41.91%	43.92%	43.20%
P/E	30.60	55.45	65.18	50.73	40.44
P/B	11.97	18.98	27.32	22.28	17.47

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 7 月 23 日发布半年报，21H1 实现营收 18.37 亿元，同比+128.44% (对比 19H1 增长 8.70%)；归母净利 3.77 亿元，同比+266.01% (对比 19H1 增长 11.10%)。其中 Q2 实现营收 5.97 亿元，同比+691.49% (对比 19Q2 下滑 21.48%)，归母净利-0.42 亿元 (20Q2 为-0.88 亿元，19Q2 为 1.21 亿元)。

## 经营分析

- Q2 收入符合预期，预计控量挺价影响增速。**公司 21H1 酒类销量+91%，价+20%，1) 分产品看，高/中档收入分别为 17.81/0.54 亿元，同比+128.2%/129.5% (对比 19H1 增长 11%、33%)；2) 分区域看，北/东/南/中/西区收入分别为 2.71/5.34/2.57/2.85/2.67 亿元，同比+102%/116%/136%/158%/119% (对比 19H1 变动+16%/+14%/+38%/-2%/-8%)，南、北、东区增速领先。Q2 收入对比 19 年下滑 21% (高档下滑 19%)，我们判断，主要系公司淡季控量挺价，6 月底社会库存已达近 2 年同期最低，井台、八号、典藏批价上行至 425/305/570 元，H2 规划对井台、典藏开启换包装升级。
- Q2 利润端阶段性扰动，主要受费用投放拖累。**对比 19 年，公司 Q2 净利率-23.0pct，其中：①毛利率+1.7pct (高档酒+1.1pct)，预计受益于结构升级，叠加 4 月井台、8 号的出厂价上调；②销售费用率+18.1pct，主要系增加了高端化项目的投入 (4 月依托春糖加大广告、品鉴会力度；6 月新赞助上海劳力士大师赛)；③管理费用率+7.8pct，预计系职工薪酬、经营办公费用 (咨询服务费、会议费等) 占比增加；④税金及附加占比-1.0pct。
- H2 高端化动作频频，建议密切关注后续进展。**公司 7 月新任命高端化总经理，8 月计划成立平台公司独立运作 (总代入股，水井坊全权运作)，充分彰显布局高端化的决心。H2 有望陆续在部分城市开展会战 (针对八号)、试点“联盟体” (针对井台)、拓展团购商和狮王荟 (针对典藏)。当前库存处于低位，Q3 作为新财年的起点，开门红依旧可期。中长期，公司持续深耕八大高地，3 年内典藏占比有望从 5%提升至 20%，建议密切跟踪井台及以上产品的打造进度。

## 盈利预测

- 假设 22 销售财年收入增速为 25-30%，预计 21-23 年收入增速为 55%/27%/23%。考虑 H1 整体业绩超之前预期，期待高端化进程加速推进，我们对 21-22 年的盈利预测分别上调 38%、38%，预计 21-23 年归母净利润增速 47%/28%/25%，EPS 为 2.2/2.8/3.5 元，对应 PE 为 65/51/40X，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 高端化不及预期、区域市场竞争加剧风险、宏观经济风险、食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,819	3,539	3,006	4,672	5,952	7,331	货币资金	1,026	1,243	1,330	1,775	2,366	3,256
增长率		25.5%	-15.1%	55.4%	27.4%	23.2%	应收账款	38	223	12	130	139	154
主营业务成本	-511	-606	-475	-631	-774	-938	存货	1,345	1,520	1,879	1,944	2,120	2,442
%销售收入	18.1%	17.1%	15.8%	13.5%	13.0%	12.8%	其他流动资产	40	56	44	45	45	47
毛利	2,308	2,932	2,530	4,042	5,178	6,392	流动资产	2,449	3,043	3,265	3,895	4,669	5,899
%销售收入	81.9%	82.9%	84.2%	86.5%	87.0%	87.2%	%总资产	76.6%	77.1%	74.8%	75.9%	77.0%	79.2%
营业税金及附加	-428	-562	-468	-722	-922	-1,133	长期投资	10	10	10	10	10	10
%销售收入	15.2%	15.9%	15.6%	15.5%	15.5%	15.5%	固定资产	535	613	763	837	924	1,029
销售费用	-854	-1,064	-841	-1,480	-1,883	-2,312	%总资产	16.7%	15.5%	17.5%	16.3%	15.2%	13.8%
%销售收入	30.3%	30.1%	28.0%	31.7%	31.6%	31.5%	无形资产	75	126	125	126	127	130
管理费用	-270	-250	-280	-428	-550	-674	非流动资产	749	903	1,102	1,233	1,393	1,547
%销售收入	9.6%	7.1%	9.3%	9.2%	9.2%	9.2%	%总资产	23.4%	22.9%	25.2%	24.1%	23.0%	20.8%
研发费用	-2	-2	-2	-2	-4	-9	<b>资产总计</b>	<b>3,198</b>	<b>3,946</b>	<b>4,367</b>	<b>5,128</b>	<b>6,062</b>	<b>7,446</b>
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	4	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	754	1,054	940	1,410	1,818	2,264	应付款项	925	1,178	1,192	1,476	1,779	2,149
%销售收入	26.7%	29.8%	31.3%	30.2%	30.5%	30.9%	其他流动负债	385	629	1,024	1,071	1,122	1,269
财务费用	13	23	23	32	43	58	流动负债	1,310	1,810	2,216	2,547	2,901	3,418
%销售收入	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	5	13	0	-6	-6	其他长期负债	31	24	15	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,341</b>	<b>1,834</b>	<b>2,231</b>	<b>2,562</b>	<b>2,915</b>	<b>3,432</b>
投资收益	0	0	0	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,857</b>	<b>2,112</b>	<b>2,136</b>	<b>2,566</b>	<b>3,147</b>	<b>4,014</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	489	489	488	488	488	488
营业利润	780	1,102	965	1,435	1,848	2,308	未分配利润	558	827	850	1,280	1,860	2,727
营业利润率	27.7%	31.1%	32.1%	30.7%	31.0%	31.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-48	-2	-7	-17	-24	-21	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,198</b>	<b>3,946</b>	<b>4,367</b>	<b>5,128</b>	<b>6,062</b>	<b>7,446</b>
税前利润	732	1,100	958	1,419	1,823	2,287	<b>比率分析</b>						
利润率	26.0%	31.1%	31.9%	30.4%	30.6%	31.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-153	-274	-227	-343	-441	-554	<b>每股指标</b>						
所得税率	20.9%	24.9%	23.7%	24.2%	24.2%	24.2%	每股收益	1.186	1.691	1.497	2.202	2.829	3.550
净利润	579	826	731	1,076	1,382	1,734	每股净资产	3.801	4.323	4.373	5.254	6.442	8.217
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.942	1.748	1.660	2.538	3.217	3.999
归属于母公司的净利润	579	826	731	1,076	1,382	1,734	每股股利	1.142	1.450	1.200	1.321	1.641	1.775
净利率	20.6%	23.3%	24.3%	23.0%	23.2%	23.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	31.21%	39.12%	34.24%	41.91%	43.92%	43.20%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	18.12%	20.94%	16.75%	20.97%	22.80%	23.28%
净利润	579	826	731	1,076	1,382	1,734	投入资本收益率	32.13%	37.43%	33.61%	41.64%	43.79%	42.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	48	56	63	58	59	60	主营业务收入增长率	37.62%	25.53%	-15.06%	55.45%	27.38%	23.17%
非经营收益	15	-31	-45	-41	-39	-18	EBIT 增长率	39.03%	39.84%	-10.80%	49.91%	28.96%	24.56%
营运资金变动	-182	2	62	147	170	177	净利润增长率	72.72%	42.60%	-11.49%	47.07%	28.49%	25.46%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>460</b>	<b>854</b>	<b>811</b>	<b>1,240</b>	<b>1,571</b>	<b>1,953</b>	总资产增长率	14.67%	23.39%	10.66%	17.43%	18.21%	22.83%
资本开支	-132	-215	-218	-149	-179	-196	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	7.5	3.3	1.9	1.8	1.7	1.6
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	808.6	862.3	1,305.3	1,125.0	1,000.0	950.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-132</b>	<b>-214</b>	<b>-218</b>	<b>-149</b>	<b>-179</b>	<b>-196</b>	应付账款周转天数	207.8	191.3	311.2	309.0	280.0	270.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	67.6	54.8	64.8	38.1	27.2	19.9
债权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-303	-436	-545	-645	-802	-867	净负债/股东权益	-55.25%	-58.69%	-62.27%	-69.18%	-75.19%	-81.13%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-303</b>	<b>-436</b>	<b>-545</b>	<b>-645</b>	<b>-802</b>	<b>-867</b>	EBIT 利息保障倍数	-56.0	-45.7	-40.9	-43.9	-42.4	-38.9
<b>现金净流量</b>	<b>26</b>	<b>203</b>	<b>48</b>	<b>445</b>	<b>591</b>	<b>890</b>	资产负债率	41.94%	46.48%	51.09%	49.96%	48.09%	46.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402