

水井坊 (600779)

报告日期：2021 年 07 月 31 日

终止对外投资，不影响中长期发展逻辑
——水井坊事件点评报告

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
联系人：张潇倩
zhangxiaoqian@stocke.com.cn

事件

今年 4 月 10 日，水井坊曾发布公告，显示公司已与梁明锋、国威公司签署了框架协议，双方拟共同出资新设一家合资公司，合资公司注册资本至少为 8 亿元，用以布局酱酒。今日公司公告显示，公司与梁明锋和国威公司经过多轮磋商、深入探讨后，在合资项目的若干重要商业安排问题上难以达成一致，水井坊决定根据框架协议的相关规定向对方发出友好通知，终止框架协议和合资项目且双方均不承担任何责任。未来，双方仍将继续探讨潜在的合作机会，将继续利用各种资源和优势，推动公司持续健康发展。

投资要点

□ 水井坊终止对外投资，仍将继续探讨潜在合作机会

对外投资终止不代表合作彻底终止，未来仍有其他合作机会。此前帝亚吉欧希望通过水井坊切入高端酱酒赛道以实现酱香布局，同时通过合资（酒厂位于茅台镇，拥有优质酱酒 6600 余吨，主攻高端酱酒领域，具一定规模）保证酒水品质、规避一定风险。此次框架协议终止，意味着双方将不再以合资公司的方式达成上述合作，由于国威酒业质地优良，未来不排除通过其他方式进行合作，比如：通过三方渠道进行曲线合作、利用自有渠道进行个性化定制等。预期方面，由于此前公司在公告中表示“各方将致力于在 2021 年 7 月 1 日前基于框架协议及后续讨论签署最终协议”，最终协议的迟迟未出炉使市场对于此次对外投资或终止已有一定预期，因此本次公告的颁布/即使公司未来将不再与国威进行合作均不会影响公司中长期发展逻辑。

国威酒业具体情况：1) 历史：贵州国威酒业集团始于 1989 年，为国家级高级品酒师、中国酱香酒酿酒大师梁明锋所创，至今已有 30 余年历史。2) 产能：随着国威酒业逐步扩产，2019 年优质大曲酱香酒年产能已达 6600 吨，目前拥有超过 3 万吨的老酒储备。3) 产品：公司旗下大单品为贵州迎宾酒（售价 368 元），并于 2016 年获“贵州十大名酒”称号，2019 年还进一步推出了 4 款定价 400-1200 元的国威大师酒，彰显其产品品质优异。在 6600 吨大曲酱香酒、3 万吨储备老酒支持下，在优异的原酒品质背书下，再辅以水井坊的品牌和渠道优势，我们认为未来水井坊与国威酒业的合作是强强联手，有望在高端酱酒市场中抢占一席之地。

□ 全年业绩目标不变，下半年或迎来高增长

此前公司预告的 21Q2 利润端不及预期主因高端化费用前置，背后暗含轻装上阵逻辑，我们考虑到：1) 21Q2 费用已前置性投放，21H2 费用压力较小；2) 三季度高端酒平台将开始运作，并将开始招商工作，典藏及以上产品升级版或将于秋季上市，高端产品占比有望稳步提升；3) 2-6 月公司均在控货，下半年正常补库存均将在一定程度上保障业绩目标的实现；3) 公司业绩目标不变（主营业务收入增长 43%左右，净利润增长 35%左右），且往年实际业绩均超原定业绩目标，认为：21 年下半年利润端或将迎来高增长，预计利润或达 11 亿元（即 21H2 归母净利润或将实现 14.3%的增速，较 19 年同期增长 46.9%）。

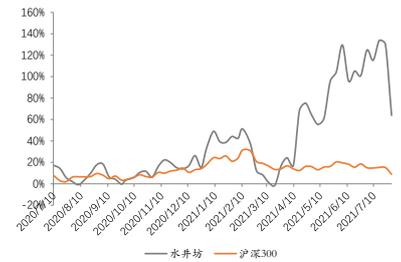
评级

上次评级	买入
当前价格	102.24

买入

单季度业绩

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.82
4Q/2020	0.47
1Q/2021	0.86
2Q/2021	0.41



公司简介

水井坊历史悠久，为川酒“六朵金花”之一。水井坊酒具有“窖香幽雅、陈香飘逸、绵甜醇厚、圆润爽口、香味谐调、尾净悠长”的独特风格，是中国浓香型白酒的典范。

相关报告

《水井坊 21H1 业绩点评：费用前置造成利润不及预期，下半年将轻装上阵》(20210725)
《水井坊深度：轻装上阵，高端可期》(20210706)

□ 未来看点：高端化发展逻辑不改，盈利表现或超预期

公司 2021 重点为发力典藏及以上产品，以拉动臻酿八号及井台品牌价值/价盘提升，引导价位升级，我们认为公司高端化速度或超预期，典藏及以上高端产品收入占比有望从当前的不足 10% 提升至双位数，典藏产品今年收入或达 5~6 亿元，明年或达 7~8 亿元，主因：1) 基因：公司高端基因为实现高端化战略的必要基础；2) 渠道：高端酒平台的成立将有效激活渠道，同时让高端产品投入更灵活；3) 营销：弥补此前消费者培育弱项，将消费者培育作为当前工作重点，成立“狮王荟”以锁定意见领袖，匹配高端化战略进行圈层营销。考虑到高端化战略成效将逐步显现，公司中长期发展逻辑顺畅。

□ 盈利预测及估值

我们认为水井坊将受益于高端化战略逐步落地（运作高端酒平台以推动 700 元以上价位产品迅速发展、加大消费者培育力度、成立狮王荟等），同时考虑到 2020 年受疫情影响公司业绩基数较低、2021 年公司收入/净利润目标为 43%、35%，预计 2021-2023 年收入增速分别为 46.6%、27.2%、20.7%；归母净利润增速分别为 49.3%、30.4%、23.5%；EPS 分别为 2.2、2.9、3.6 元/股；PE 分别为 46X、35X、28X。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ 催化剂：消费升级持续、高价位产品导入顺利；

风险提示：国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

财务摘要

（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	3005.7	4407.6	5605.4	6765.8
(+/-)	-15.1%	46.6%	27.2%	20.7%
净利润	731.3	1092.0	1424.0	1759.1
(+/-)	-11.5%	49.3%	30.4%	23.5%
每股收益（元）	1.5	2.2	2.9	3.6
P/E	68.3	45.7	35.1	28.4

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3265	3727	5101	6919
现金	1330	1025	1674	2748
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2	40	53	75
其它应收款	2	3	4	5
预付账款	36	31	49	61
存货	1879	2540	3214	3959
其他	16	89	106	70
非流动资产	1102	1475	1770	1843
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	534	660	789	898
无形资产	123	134	150	154
在建工程	228	503	642	594
其他	217	178	189	197
资产总计	4367	5202	6870	8761
流动负债	2216	2162	2699	3212
短期借款	0	0	0	0
应付款项	631	622	835	1109
预收账款	0	238	297	250
其他	1585	1303	1566	1853
非流动负债	15	23	20	19
长期借款	0	0	0	0
其他	15	23	20	19
负债合计	2231	2185	2719	3231
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2136	3017	4151	5530
负债和股东权益	4367	5202	6870	8761
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	845	458	1240	1624
净利润	731	1092	1424	1759
折旧摊销	75	49	60	71
财务费用	(23)	(67)	(16)	(30)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	444	18	441	418
其它	(383)	(635)	(669)	(593)
投资活动现金流	(218)	(465)	(344)	(137)
资本支出	(150)	(440)	(318)	(121)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(68)	(25)	(26)	(16)
筹资活动现金流	(545)	(297)	(205)	(268)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(545)	(297)	(205)	(268)
现金净增加额	83	(305)	691	1220

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3006	4408	5605	6766
营业成本	475	642	805	949
营业税金及附加	468	686	873	1053
营业费用	841	1278	1603	1881
管理费用	280	381	467	593
研发费用	2	3	3	4
财务费用	(23)	(67)	(16)	(30)
资产减值损失	(13)	(9)	(15)	(20)
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	14	15	17	15
营业利润	965	1437	1872	2312
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	958	1430	1865	2304
所得税	227	338	441	545
净利润	731	1092	1424	1759
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	731	1092	1424	1759
EBITDA	1013.4	1461.5	1904.7	2340.2
EPS (最新摊薄)	1.5	2.2	2.9	3.6
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-15.1%	46.6%	27.2%	20.7%
营业利润	-12.4%	49.0%	30.3%	23.5%
归属母公司净利润	-11.5%	49.3%	30.4%	23.5%
获利能力				
毛利率	84.2%	85.4%	85.6%	86.0%
净利率	24.3%	24.8%	25.4%	26.0%
ROE	34.4%	42.4%	39.6%	35.9%
ROIC	33.3%	35.5%	33.6%	30.7%
偿债能力				
资产负债率	51.1%	42.0%	39.4%	35.7%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
流动比率	1.5	1.7	1.9	2.2
速动比率	0.6	0.5	0.7	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	195.2	269.4	185.9	231.1
应付帐款周转率	1.2	1.4	1.5	1.4
每股指标(元)				
每股收益	1.5	2.2	2.9	3.6
每股经营现金	1.7	0.9	2.5	3.3
每股净资产	4.4	6.2	8.5	11.5
估值比率				
P/E	68.3	45.7	35.1	28.4
P/B	23.4	16.6	12.0	8.9
EV/EBITDA	38.7	33.5	25.3	20.1

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29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

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>