水井坊 600779.SH

调整回购方案彰显信心，估值回落布局时机显现

东方证券 ORIENT SECURITIES

动态跟踪

核心观点

- **公司上调回购价格上限扩大回购规模，彰显未来发展信心。**公司发布关于调整回购股份方案的公告，对 2021 年 3 月 29 日董事会通过的股份回购方案进行调整。调整前，公司拟回购总金额为 3411 万元~6822 万元，回购价格不超过 90 元/股；调整后，公司拟回购金额为 5950 万元~11900 万元，回购价格不超过 130 元/股。根据调整后的方案，公司预计可回购股份数量约 45.8 万股~91.5 万股，占总股本的 0.09%~0.19%。由于近期公司股价已经超过调整前方案规定的回购价格上限，方案调整后将有利于回购实施，同时回购价格上限的提升和回购规模的扩大表明了公司对未来业务发展的信心。
- **批价上行渠道库存去化，中秋国庆具备放量基础。**近期臻酿八号批价 305 元左右、井台批价 425 元左右、典藏批价 615 元左右，臻酿八号、井台批价保持稳定，典藏批价小幅上行；与年初相比，公司核心产品批价上行明显，经销商利差扩大，预计渠道推力较强。二季度，公司主动控制节奏，推动渠道库存去化，6 月底的库存为 18 年来新低，为中秋国庆放量奠定良好基础。
- **下半年有望保持稳健增长，股价回落或是良好布局时机。**近期，受到白酒股整体估值回落、公司二季度控货以及加大费用投放导致利润不及预期、公司和国威酱酒的合作终结、以及疫情出现反复引发市场对白酒消费的担忧等多个因素的影响，公司股价出现较大回落。但从短期看，公司 F22 新财年增长目标明确，全国化布局下受点状疫情影响有限，预计 21H2 仍有望保持稳健增长，支撑全年业绩增速；中长期，公司加大高端产品投入，成立高端产品事业部独立运作典藏以上产品，渠道上配合品牌专营公司模式，推动典藏营收占比提升，长期增长潜力较大。行业方面，白酒消费升级趋势延续，次高端扩容增速领先，水井坊具备较高的品牌知名度，产品力强，看好公司业绩增长空间。综合，我们认为近期股价回落提供了良好的布局时机。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.27、3.08 和 3.92 元（维持上一次预测）；维持上一次估值，给予公司 21 年 53 倍 PE，目标价 120.31 元，维持买入评级。

风险提示：产品价格波动、消费需求不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,289	5,332	6,442
同比增长(%)	*25.5%*	*-15.1%*	42.7%	*24.3%*	*20.8%*
营业利润(百万元)	1,102	965	1,469	1,980	2,521
同比增长(%)	*41.2%*	*-12.4%*	52.3%	*34.8%*	*27.3%*
归属母公司净利润(百万元)	826	731	1,107	1,504	1,915
同比增长(%)	*42.6%*	*-11.5%*	51.4%	*35.9%*	*27.3%*
每股收益（元）	1.69	1.50	2.27	3.08	3.92
毛利率(%)	82.9%	84.2%	86.2%	87.4%	88.1%
净利率(%)	23.3%	24.3%	25.8%	28.0%	29.4%
净资产收益率(%)	41.6%	34.4%	47.3%	51.9%	52.3%
市盈率	66.3	74.9	49.5	36.4	28.6
市净率	25.9	25.7	21.5	16.9	13.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021 年 08 月 09 日)	103.35 元
目标价格	120.31 元
52 周最高价/最低价	160.57/57.74 元
总股本/流通 A 股（万股）	48,844/48,830
A 股市值（百万元）	50,480
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021 年 08 月 09 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.54	-22.39	7.45	68.45
相对表现	0.36	-18.51	15.58	61.31
沪深 300	0.18	-3.88	-8.13	7.14

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰

021-63325888*7524

zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

主动控制节奏加大投放，库存降低蓄力未来增长：	2021-07-28
结构升级边际量价齐升，进军酱酒看好长期空间	2021-04-30
21Q1 业绩高增，持续看好次高端弹性	2021-04-10

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.27、3.08 和 3.92 元（维持上一次预测）；维持上一次估值，给予公司 21 年 53 倍 PE，目标价 120.31 元，维持买入评级。

风险提示

- **产品价格波动风险。**公司体量较少，属于价格跟随者。公司销售情况较佳也部分源自于高端酒提价带来的性价比提升，如果高端酒提价行情结束，公司可能面临价格天花板及性价比下行风险，可能对公司销售造成不利影响。
- **消费需求不及预期风险。**严控“三公消费“造成了白酒行业一段时期的萎靡，受此影响白酒终端消费的需求逐渐向商务及大众化转变。若消费需求不及预期，可能对公司造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司营收和利润造成不利影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,243	1,330	1,433	2,069	2,731
应收票据、账款及款项融资	215	9	13	17	20
预付账款	34	36	52	64	77
存货	1,520	1,879	2,332	2,658	3,020
其他	30	10	18	13	15
流动资产合计	**3,043**	**3,265**	**3,980**	**5,053**	**6,204**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	531	534	743	896	1,020
在建工程	81	228	127	76	50
无形资产	123	123	113	104	94
其他	168	217	190	202	196
非流动资产合计	**903**	**1,102**	**1,173**	**1,278**	**1,360**
资产总计	**3,946**	**4,367**	**5,153**	**6,331**	**7,565**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	478	631	783	892	1,014
其他	1,332	1,585	1,772	2,099	2,348
流动负债合计	**1,810**	**2,216**	**2,599**	**3,069**	**3,475**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	24	15	10	12	11
非流动负债合计	**24**	**15**	**10**	**12**	**11**
负债合计	**1,834**	**2,231**	**2,609**	**3,082**	**3,487**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	489	488	488	488	488
资本公积	386	387	396	396	396
留存收益	1,237	1,260	1,659	2,364	3,193
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	**2,112**	**2,136**	**2,544**	**3,249**	**4,078**
负债和股东权益总计	**3,946**	**4,367**	**5,153**	**6,331**	**7,565**

现金流量表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	826	731	1,107	1,504	1,915
折旧摊销	59	65	27	32	35
财务费用	(23)	(23)	(14)	(18)	(24)
投资损失	(0)	0	0	0	0
营运资金变动	(331)	466	(65)	42	(7)
其它	337	(394)	35	0	16
经营活动现金流	**868**	**845**	**999**	**1,500**	**1,871**
资本支出	(184)	(204)	(125)	(125)	(125)
长期投资	0	0	(0)	0	0
其他	(30)	(14)	(2)	1	(1)
投资活动现金流	**(214)**	**(218)**	**(127)**	**(124)**	**(126)**
债权融资	135	162	(83)	42	(21)
股权融资	(13)	1	9	0	0
其他	(558)	(708)	(694)	(782)	(1,062)
筹资活动现金流	**(436)**	**(545)**	**(768)**	**(740)**	**(1,083)**
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**217**	**83**	**103**	**635**	**662**

利润表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**3,539**	**3,006**	**4,289**	**5,332**	**6,442**
营业成本	606	475	590	672	764
营业税金及附加	562	468	643	800	966
营业费用	1,064	841	1,265	1,487	1,726
管理费用及研发费用	252	281	312	377	450
财务费用	(23)	(23)	(14)	(18)	(24)
资产、信用减值损失	5	13	12	10	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	29	14	22	19	20
营业利润	**1,102**	**965**	**1,469**	**1,980**	**2,521**
营业外收入	3	3	2	3	2
营业外支出	4	9	21	12	14
利润总额	**1,100**	**958**	**1,450**	**1,971**	**2,509**
所得税	274	227	343	466	594
净利润	**826**	**731**	**1,107**	**1,504**	**1,915**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**826**	**731**	**1,107**	**1,504**	**1,915**
每股收益（元）	1.69	1.50	2.27	3.08	3.92

主要财务比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	25.5%	-15.1%	42.7%	24.3%	20.8%
营业利润	41.2%	-12.4%	52.3%	34.8%	27.3%
归属于母公司净利润	42.6%	-11.5%	51.4%	35.9%	27.3%
获利能力					
毛利率	82.9%	84.2%	86.2%	87.4%	88.1%
净利率	23.3%	24.3%	25.8%	28.0%	29.4%
ROE	41.6%	34.4%	47.3%	51.9%	52.3%
ROIC	40.8%	33.8%	47.5%	51.7%	52.0%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	51.1%	50.6%	48.7%	46.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.68	1.47	1.53	1.65	1.79
速动比率	0.82	0.61	0.56	0.68	0.80
营运能力					
应收账款周转率	108.8	194.1	1,836.0	1,730.8	1,708.6
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9
每股指标（元）					
每股收益	1.69	1.50	2.27	3.08	3.92
每股经营现金流	1.78	1.73	2.05	3.07	3.83
每股净资产	4.32	4.37	5.21	6.65	8.35
估值比率					
市盈率	66.3	74.9	49.5	36.4	28.6
市净率	25.9	25.7	21.5	16.9	13.4
EV/EBITDA	46.5	52.6	35.7	26.5	20.9
EV/EBIT	49.1	56.2	36.4	27.0	21.2

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券
ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收人可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn