

水井坊 (600779)

报告日期：2021年08月09日

回购价格上限及总金额调整，彰显管理层信心 ——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 执业证书编号：S1230520090001
zhangxiaolian@stocke.com.cn

事件

8月9日下午，水井坊发布公告，显示鉴于近期公司股票价格已超过原回购股份方案规定的回购价格上限，为保证回购股份的顺利实施，保护投资者利益；同时，也为了实现回购目的，充分达到激励的效果，公司拟对回购价格上限及回购资金总额进行调整：

1) **调整前**：在拟回购资金总额不低于人民币 3411 万元(含)，且不超过人民币 6822 万元(含)，回购股份价格不超过人民币 90 元/股(含)的条件下，按回购金额上限测算，预计该次可回购股份数量约为 75.80 万股，约占公司目前已发行总股本的 0.16%，按回购金额下限测算，预计该次回购股份数量约为 37.90 万股，约占公司目前已发行总股本的 0.08%。

2) **调整后**：在拟回购资金总额不低于人民币 5950 万元(含)，且不超过人民币 1.19 亿元(含)，回购股份价格不超过人民币 130 元/股(含)的条件下，按回购金额上限测算，预计该次可回购股份数量约为 91.54 万股，约占公司目前已发行总股本的 0.19%，按回购金额下限测算，预计该次回购股份数量约为 45.77 万股，约占公司目前已发行总股本的 0.09%。

点评

□ 水井坊调整回购价格上限及总金额，充分彰显管理层信心

从公告中我们可以发现：1) 1) 公司提升了回购价格及总回购金额（回购价格从 90 元/股提升至 130 元/股，总回购金额从 3411-6822 万元(含)提升至 5950-11900 万元(含)），回购股份数量从 37.9-75.8 万股提升至 45.77-91.54 万股，占公司目前已发行总股本比从之前的 0.08%-0.16%提升至 0.09%-0.19%；2) 结合未来发展战略及公司激励规模、激励效果等因素，公司拟对回购专用证券账户 2019 年回购剩余的 72,800 股的股份用途进行变更，“本次回购股份拟用于股权激励”变更为“本次回购股份部分用于股权激励，剩余股份用于员工持股计划。”我们认为：本次回购价格上限的提升彰显公司对未来发展的信心，而未来主要用于股权激励的回购资金总额提升则利于进一步深度绑定公司利益、激发管理层活力。

□ 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%）。

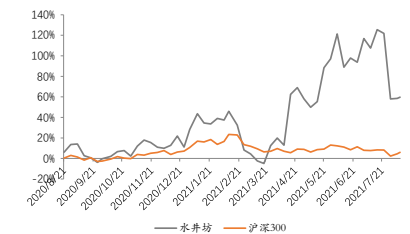
评级

上次评级 买入
当前价格 103.35

买入

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

《水井坊事件点评：终止对外投资，不影响中长期发展逻辑》(20210731)
《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)

□ 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46.8%、28.1%、21.3%；归母净利润增速分别为50.5%、30.0%、23.1%；EPS分别为2.3、2.9、3.6元/股；PE分别为46X、35X、29X。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，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	4411.2	5650.6	6854.5
(+/-)	-15.1%	46.8%	28.1%	21.3%
净利润	731.3	1100.5	1430.7	1761.4
(+/-)	-11.5%	50.5%	30.0%	23.1%
每股收益（元）	1.5	2.3	2.9	3.6
P/E	69.0	45.9	35.3	28.7

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	3721	5125	6925
现金	1330	1073	1765	2970
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2	40	54	74
其它应收款	2	3	4	5
预付账款	36	30	48	58
存货	1879	2486	3148	3747
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	179	189	197
资产总计	4367	5196	6895	8767
流动负债	2216	2147	2686	3116
短期借款	0	0	0	0
应付款项	631	608	818	1050
预收账款	0	238	299	244
其他	1585	1301	1569	1822
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	2170	2707	3135
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2136	3026	4188	5632
负债和股东权益	4367	5196	6895	8767
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	845	506	1241	1609
净利润	731	1101	1431	1761
折旧摊销	75	49	60	71
财务费用	(23)	(67)	(17)	(31)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	444	4	452	433
其它	(383)	(581)	(686)	(625)
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)	(204)	(267)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(545)	(297)	(204)	(267)
现金净增加额	83	(257)	692	1205

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3006	4411	5651	6854
营业成本	475	629	796	948
营业税金及附加	468	687	880	1067
营业费用	841	1284	1639	1947
管理费用	280	381	471	600
研发费用	2	3	3	4
财务费用	(23)	(67)	(17)	(31)
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	1448	1881	2315
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	958	1442	1874	2307
所得税	227	341	443	546
净利润	731	1101	1431	1761
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	731	1101	1431	1761
EBITDA	1013.4	1472.3	1912.8	2342.6
EPS (最新摊薄)	1.5	2.3	2.9	3.6
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-15.1%	46.8%	28.1%	21.3%
营业利润	-12.4%	50.1%	29.9%	23.0%
归属母公司净利润	-11.5%	50.5%	30.0%	23.1%
获利能力				
毛利率	84.2%	85.7%	85.9%	86.2%
净利率	24.3%	24.9%	25.3%	25.7%
ROE	34.4%	42.6%	39.7%	35.9%
ROIC	33.3%	35.6%	33.6%	30.7%
偿债能力				
资产负债率	51.1%	41.8%	39.3%	35.8%
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	0.6	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	186.6	231.6
应付帐款周转率	1.2	1.3	1.5	1.4
每股指标(元)				
每股收益	1.5	2.3	2.9	3.6
每股经营现金	1.7	1.0	2.5	3.3
每股净资产	4.4	6.2	8.6	11.5
估值比率				
P/E	69.0	45.9	35.3	28.7
P/B	23.6	16.7	12.1	9.0
EV/EBITDA	38.7	33.6	25.5	20.3

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>