

水井坊 (600779.SH)

把握旺季量价齐升，费率下降业绩高增

事件：公司发布 2021 年三季报。前三季度公司实现营收 34.2 亿元，同比+75.9%，归母净利润 10.0 亿元，同比+99.4%。Q3 单季度实现营收 15.9 亿元，同比+38.9%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比+56.3%。

量价齐升带动增长，旺季如期而至。Q3 单季度公司营收同比+38.9%，分量价来看，Q3 单季度公司销量同比+29.4%至 3723.1 千升，吨价同比+7.3%至 42.6 万元/千升，量价齐升共同贡献增长，预计主要系 1) Q2 公司主动控货使得渠道与终端库存处于低位，Q3 进入消费旺季带动高增长；2) 据酒业家报道，公司于 9 月底提高核心产品建议零售价，渠道在提价预期下加快备货节奏。从产品结构来看，Q3 单季度公司高档/中档酒分别实现营收 15.6/0.2 亿元，分别同比+39.6%/+5.3%，产品高端化趋势向好。Q3 合同负债为 8.7 亿元，同比+22.1%，环比提高 2.3 亿元，预计主要来自于经销商打款（Q2 仅 3275 万）。

提价与高端化战略提升毛利率，费用率大幅下降推动业绩高增。Q3 单季度公司销售毛利率为 85.8%，同比+1.46%，预计一方面来自 4 月初公司提价贡献，另一方面公司坚定推进高端化战略，预计井台和臻酿八号实现高增长、井台占比有所提升，典藏及以上产品增速预计慢于次高端产品，主要系 Q2 公司主动控货为新典藏上市做准备，9 月新典藏上市预计还未显著贡献营收。Q3 销售费用率同比大幅下降 4.6pct 至 13.0%，主要系 1) 公司高端化战略实施过程中，部分宣传费用在 Q2 前置投放；2) Q3 局部地区疫情扰动，公司部分营销活动被推迟举行。叠加管理费用率同比-0.8pct 至 4.33%，公司 Q3 归母净利率同比+4.4pct 至 39.3%，归母净利润同比高增 56.3%。

全年目标预计超额完成，多方面看好水井坊未来发展。年内公司展现良好增长势头，在 20Q3 单季度营收同比增长 18.9%的高基数下实现 38.9%的高增长，公司有超额完成营收同增 43%、业绩同增 35%的全年目标。**产品角度看**，公司次高端价格带双产品布局，井台与臻酿八号分别卡位，高端化战略发力典藏，营销费用倾斜与模式改革助力典藏发展；**渠道模式角度看**，公司针对典藏产品运作，由 25 名经销商合资成立高端酒销售公司，释放渠道积极性，上市公司方面有独立事业部对接、消费者培育部门配合，预计招商顺利进行中，看好典藏未来发展；**市场角度看**，八大市场持续聚焦、表现出色，公司同时加码团购与宴席市场的关注度，预计也将赋能发展。

盈利预测：考虑到公司发展态势积极向好，上调此前盈利预测，预计公司 2021-23 年实现营收 46.1/58.6/73.1 亿元（原为 43.6/54.9/68.4 亿元），同比+53.5%/27.1%/24.7%；归母净利润 12.2/16.5/21.4 亿元（原为 11.1/15.2/20.0 亿元），同比+66.4%/35.3%/+29.9%，当前股价对应 PE 为 51/38/29 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，行业增速不及预期，新品推广不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,539	3,006	4,613	5,862	7,309
增长率 yoy (%)	25.5	-15.1	53.5	27.1	24.7
归母净利润（百万元）	826	731	1,217	1,646	2,139
增长率 yoy (%)	42.6	-11.5	66.4	35.3	29.9
EPS 最新摊薄（元/股）	1.69	1.50	2.49	3.37	4.38
净资产收益率 (%)	39.1	34.2	36.3	35.7	33.8
P/E (倍)	74.9	84.6	50.8	37.6	28.9
P/B (倍)	29.3	29.0	18.5	13.4	9.8

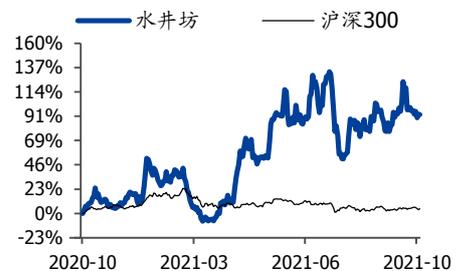
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	126.66
总市值(百万元)	61,856.89
总股本(百万股)	488.37
其中自由流通股(%)	99.99
30日日均成交量(百万股)	6.50

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

- 《水井坊 (600779.SH)：为什么看好当前的水井坊？》 2021-08-09
- 《水井坊 (600779.SH)：加大高端投入，蓄力未来发展》 2021-07-24
- 《水井坊 (600779.SH)：低谷已过，水井坊再次起航》 2021-04-29

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