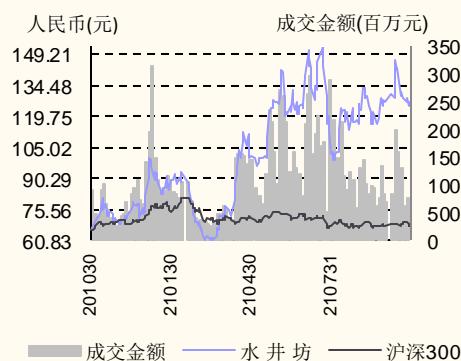


市场价格 (人民币): 126.66 元

业绩超预期, 高端化战略推进

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)	618.57
年内股价最高最低(元)	153.11/60.83
沪深 300 指数	4909
上证指数	3547



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,719	6,135	7,668
营业收入增长率	25.53%	-15.06%	57.00%	30.00%	25.00%
归母净利润(百万元)	826	731	1,244	1,644	2,087
归母净利润增长率	42.60%	-11.49%	70.13%	32.10%	26.96%
摊薄每股收益(元)	1.69	1.50	2.55	3.37	4.27
每股经营性现金流净额	1.75	1.66	3.49	4.54	5.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	39.12%	34.24%	47.24%	49.45%	47.78%
P/E	30.60	55.45	49.72	37.63	29.64
P/B	11.97	18.98	23.49	18.61	14.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 10 月 29 日发布三季报, Q1-3 实现营收 34.23 亿元, 同比+75.91% (对比 19 年增长 29.15%); 归母净利 10 亿元, 同比+99.35% (对比 19 年增长 56.51%)。其中, Q3 实现营收 15.86 亿元, 同比+38.93%; 归母净利 6.23 亿元, 同比+56.27%。

经营分析

- Q3 收入实现高增, 八号、井台基本盘稳固。** Q3 营收同比+38.93%, 销售收现同比+35.02%, 超市场预期, 主要系 6 月库存处 18 年以来历史低位, 叠加井台、八号提价预期下渠道补库存。**1) 分产品看,** Q1-3 高档/中档收入分别为 33.41/0.79 亿, 其中八号+井台收入同比+78%; 典藏+菁翠收入同比+58%, 典藏及以上增速慢于平均, 预计系为换代升级而停货 2-3 个月。**2) 分区域看,** Q1-3 八大市场收入同比+84%, 其他市场同比+64%, 优势市场持续深耕。**3) 分量价看,** Q1-3 销量 0.825 万千升, 同比+57%, 吨价同比+11%; Q3 销量同比+29%, 吨价同比+7%, 均价延续上行态势。
- Q3 利润超预期, 主因疫情之下费用投放延后。** 21Q3 净利率同比+4.36pct 至 39.28%, 其中: **1) 毛利率**同比+1.46pct (高档+1.38pct), 主要系结构升级+提价贡献 (4 月起供货价井台提 20 元、八号提 10 元); **2) 销售费率**同比-4.63pct, 预计疫情反复下部分活动延后执行; **3) 管理费率/税金及附加**占比同比-0.83/+0.67pct, 保持相对稳定。
- 高端化动作频频, 建议关注后续大单品的打造。** 我们判断, Q4 受 9 月末库存偏高影响, 节奏放缓, 且旺季费用投放, 利润率存在环比下降的可能; 22 财年实现销售口径 25-30%的目标可期, 中长期静待股权激励落地带来改善。分产品看, **1) 八号、井台:** 价值链保持良性 (今年成交价已提升 20-30), 未来有望换代升级, 八号发力宴席, 井台开拓团购, 加快渗透三四线城市。**2) 典藏:** 8 月 25 日成立高端销售公司 (25 位股东入股), 9 月 9 日包装、酒体升级上市, 预计老版 11 月中下旬去库存完成, 新版春节放量可期, 中长期典藏以上占比有望从 5%提至 15%。

盈利预测与投资建议

- 结合三季报, 考虑前期对费用投放的预测略悲观, 我们对 21-23 年的归母净利润预测分别上调 16%/19%/20%, 预计 21-23 年收入增速为 57%/30%/25%, 利润增速为 70%/32%/27%, EPS 为 2.55/3.37/4.27 元, 对应 PE 为 50/38/30X, 维持“增持”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 宏观经济下行风险, 区域市场竞争加剧, 食品安全问题。

相关报告

- 《短期业绩波动无忧, 长期高端化布局稳步推进-水井坊 21 年中报点...》, 2021.7.26
- 《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
liuchengqian@gjzq.com.cn

* 上 海 *

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	4,719	6,135	7,668	货币资金	1,026	1,243	1,330	1,937	2,860	3,895
增长率		25.5%	-15.1%	57.0%	30.0%	25.0%	应收款项	38	223	12	12	13	17
主营业务成本	-511	-606	-475	-632	-779	-951	存货	1,345	1,520	1,879	1,949	2,135	2,553
%销售收入	18.1%	17.1%	15.8%	13.4%	12.7%	12.4%	其他流动资产	40	56	44	32	39	48
毛利	2,308	2,932	2,530	4,087	5,356	6,717	流动资产	2,449	3,043	3,265	3,929	5,047	6,512
%销售收入	81.9%	82.9%	84.2%	86.6%	87.3%	87.6%	%总资产	76.6%	77.1%	74.8%	73.5%	75.4%	75.9%
营业税金及附加	-428	-562	-468	-736	-957	-1,196	长期投资	10	10	10	10	10	10
%销售收入	15.2%	15.9%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	固定资产	535	613	763	967	1,211	1,630
销售费用	-854	-1,064	-841	-1,298	-1,687	-2,101	%总资产	16.7%	15.5%	17.5%	18.1%	18.1%	19.0%
%销售收入	30.3%	30.1%	28.0%	27.5%	27.5%	27.4%	无形资产	75	126	125	126	127	130
管理费用	-270	-250	-280	-420	-552	-698	非流动资产	749	903	1,102	1,418	1,651	2,063
%销售收入	9.6%	7.1%	9.3%	8.9%	9.0%	9.1%	%总资产	23.4%	22.9%	25.2%	26.5%	24.6%	24.1%
研发费用	-2	-2	-2	-2	-3	-4	资产总计	3,198	3,946	4,367	5,348	6,698	8,575
%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	1,630	2,156	2,718	应付款项	925	1,178	1,192	1,354	1,696	2,084
%销售收入	26.7%	29.8%	31.3%	34.6%	35.2%	35.5%	其他流动负债	385	629	1,024	1,345	1,664	2,109
财务费用	13	23	23	34	50	70	流动负债	1,310	1,810	2,216	2,699	3,359	4,193
%销售收入	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	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	负债	1,341	1,834	2,231	2,714	3,374	4,208
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	1,857	2,112	2,136	2,634	3,324	4,367
%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	1,658	2,193	2,774	未分配利润	558	827	850	1,347	2,038	3,081
营业利润率	27.7%	31.1%	32.1%	35.1%	35.7%	36.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-48	-2	-7	-17	-24	-21	负债股东权益合计	3,198	3,946	4,367	5,348	6,698	8,575
税前利润	732	1,100	958	1,641	2,168	2,753	比率分析						
利润率	26.0%	31.1%	31.9%	34.8%	35.3%	35.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-153	-274	-227	-397	-525	-666	每股指标						
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	2.548	3.366	4.273
净利润	579	826	731	1,244	1,644	2,087	每股净资产	3.801	4.323	4.373	5.393	6.806	8.943
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	3.490	4.541	5.359
归属于母公司的净利润	579	826	731	1,244	1,644	2,087	每股股利	1.142	1.450	1.200	1.528	1.952	2.136
净利率	20.6%	23.3%	24.3%	26.4%	26.8%	27.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.21%	39.12%	34.24%	47.24%	49.45%	47.78%
净利润	579	826	731	1,244	1,644	2,087	总资产收益率	18.12%	20.94%	16.75%	23.27%	24.54%	24.33%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	32.13%	37.43%	33.61%	46.92%	49.17%	47.18%
非现金支出	48	56	63	58	63	88	增长率						
非经营收益	15	-31	-45	-24	46	39	主营业务收入增长率	37.62%	25.53%	-15.06%	57.00%	30.00%	25.00%
营运资金变动	-182	2	62	426	465	404	EBIT增长率	39.03%	39.84%	-10.80%	73.39%	32.26%	26.07%
经营活动现金净流	460	854	811	1,705	2,218	2,618	净利润增长率	72.72%	42.60%	-11.49%	70.13%	32.10%	26.96%
资本开支	-132	-215	-218	-351	-341	-540	总资产增长率	14.67%	23.39%	10.66%	22.46%	25.25%	28.03%
投资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	7.5	3.3	1.9	0.2	0.2	0.2
投资活动现金净流	-132	-214	-218	-351	-341	-540	存货周转天数	808.6	862.3	1,305.3	1,125.0	1,000.0	980.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	207.8	191.3	311.2	340.0	320.0	310.0
其他	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	67.6	54.8	64.8	37.7	31.6	40.5
债务募资	-303	-436	-545	-747	-953	-1,043	偿债能力						
筹资活动现金净流	-303	-436	-545	-747	-953	-1,043	净负债/股东权益	-55.25%	-58.69%	-62.27%	-73.54%	-86.05%	-89.18%
现金净流量	26	203	48	607	924	1,034	EBIT利息保障倍数	-56.0	-45.7	-40.9	-48.2	-43.4	-38.9
							资产负债率	41.94%	46.48%	51.09%	50.75%	50.37%	49.07%

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，不作为或被视为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