

2021年12月19日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

水井坊(600779): 高举高打典藏, 高端化战略进行时

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

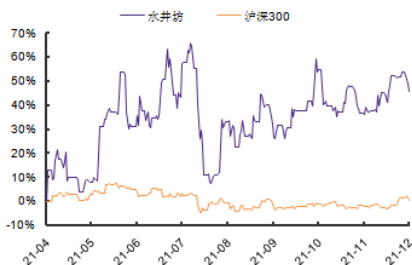
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2021-12-19

当前股价(元)	128.50
总市值(亿元)	627.6
总股本(百万股)	488.4
流通股本(百万股)	488.3
52周价格范围(元)	60.48-160.57
日均成交额(百万元)	1,007.8

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

■ 新财年如期开门红, 蓄水池确保全年业绩

公司2021Q1-Q3营收34.23亿元, 同增76%; 归母净利润10.00亿元, 同增99%; 扣非归母净利润10.18亿元, 同增106%。其中2021Q3营收15.86亿元, 同增39%; 归母净利润6.23亿元, 同增56%; 扣非归母净利润6.28亿元, 同增58%, 新财年如期迎来开门红。2021Q1-Q3末合同负债为8.71亿元, 蓄水池明显, 无忧全年业绩。2021年公司经营目标: 力争实现主营业务增长43%左右, 净利润增长35%左右。

■ 次高端及以上高增长, 前八大市场势头强劲

公司2021Q1-Q3营收34.20亿元, 同增76%; 其中高档酒营收33.41亿元, 同增76%; 细分产品来看, 2021Q1-Q3八号+井台营收同增78%, 典藏(2021版)+菁翠营收同增58%, 主要产品增长势头强劲。分区域来看, 2021Q1-Q3八大核心市场营收同增84%, 其他市场营收同增64%, 新财年开门红亮眼。11月公司对典藏大师版价格进行调整, 典藏大师版52度500ml整箱团购价提升50元/瓶, 零售价提升200元/瓶; 典藏大师版38度500ml整箱团购价提升40元/瓶, 零售价提升100元/瓶, 52度新品建议零售价提至1399元, 进一步坚定典藏进入高端酒的决心。截止11月底, 公司已累计回购股份99.24万股, 已回购股份占总股比例0.2%, 预计公司将尽快实施股权激励。

■ 高举高打典藏, 预计明年效果初现

2021年7月, 公司推动24个省份的25位经销商成立高端白酒销售有限公司, 陈总任总经理, 经销商骆总任董事长, 与经销商形成命运共同体, 加快全国渠道建设, 推动高端化战略在各个区域有效落地, 聚焦典藏及以上产品, 并对典藏进行全新升级。当前高端酒事业部进行时, 预计一年后将有明显效果。

公司持续实施高端化战略, 聚焦两个方面: 第一, 市场销售方面: 公司持续深耕八大核心市场, 进一步推动区域差异化营销; 优化经销商布局, 开发团购性经销商, 针对性投入定制化资源, 并推动名企行活动, 促进团购业务成长; 持续贯彻数字化战略, 寻求电商业务突破。第二, 品牌建设方面, 公司赞助国家宝藏及网球巡回赛, 助力品牌高端化; 深度参与全国糖酒会, 成功营造品牌主场氛围; 深化数字营销改革创新, 加强下沉市场传播覆盖。

■ 盈利预测

我们看好公司继续推进高端品牌建设，聚焦典藏大师，高举高打，聚焦前八大核心市场，打造浓香白酒头部品牌之一，料全年目标完成无虞。预计 2021-2023 年 EPS 为 2.54/3.34/4.13 元，当前股价对应 PE 分别为 51/38/31 倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、典藏大师运作不及预期、前八大市场表现不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	3,006	4,505	5,693	6,914
增长率（%）	15.5%	49.9%	26.4%	21.4%
归母净利润（百万元）	731	1,242	1,633	2,016
增长率（%）	-11.5%	69.8%	31.6%	23.4%
摊薄每股收益（元）	1.50	2.54	3.34	4.13
ROE（%）	34.2%	45.3%	46.2%	44.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	3,006	4,505	5,693	6,914
现金及现金等价物	1,330	2,057	2,699	3,621	营业成本	475	665	818	966
应收款	4	12	23	38	营业税金及附加	468	716	894	1,079
存货	1,879	1,892	2,111	2,241	销售费用	841	1,158	1,418	1,715
其他流动资产	52	72	85	97	管理费用	280	324	399	477
流动资产合计	3,265	4,034	4,919	5,996	财务费用	-23	-6	-8	-11
非流动资产:					研发费用	2	3	3	4
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,099	1,479	1,811	2,185
固定资产	534	635	648	626	资产减值损失	-13	-7	-5	-3
在建工程	228	91	37	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	123	118	112	106	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	965	1,652	2,174	2,687
其他非流动资产	217	217	217	217	加: 营业外收入	3	2	3	4
非流动资产合计	1,102	1,061	1,012	963	减: 营业外支出	9	9	8	7
资产总计	4,367	5,095	5,931	6,960	利润总额	958	1,645	2,169	2,684
流动负债:					所得税费用	227	403	536	668
短期借款	0	0	0	0	净利润	731	1,242	1,633	2,016
应付账款、票据	631	757	798	840	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,585	1,585	1,585	1,585	归母净利润	731	1,242	1,633	2,016
流动负债合计	2,216	2,342	2,383	2,426					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	15	15	15	15	营业收入增长率	15.5%	49.9%	26.4%	21.4%
非流动负债合计	15	15	15	15	归母净利润增长率	-11.5%	69.8%	31.6%	23.4%
负债合计	2,231	2,357	2,398	2,440	盈利能力				
所有者权益					毛利率	84.2%	85.2%	85.6%	86.0%
股本	488	488	488	488	四项费用/营收	36.6%	32.8%	31.8%	31.6%
股东权益	2,136	2,738	3,534	4,519	净利率	24.3%	27.6%	28.7%	29.2%
负债和所有者权益	4,367	5,095	5,931	6,960	ROE	34.2%	45.3%	46.2%	44.6%
					偿债能力				
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	51.1%	46.3%	40.4%	35.1%
净利润	731	1242	1633	2016	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0
折旧摊销	74	42	48	49	应收账款周转率	738.0	365.0	243.3	182.5
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.3	0.7	0.8	0.9
营运资金变动	40	-168	-283	-199	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	845	1368	1479	1951	EPS	1.50	2.54	3.34	4.13
投资活动现金净流量	-218	36	42	43	P/E	85.8	50.5	38.4	31.1
筹资活动现金净流量	100	-639	-838	-1030	P/S	20.9	13.9	11.0	9.1
现金流量净额	727	764	684	965	P/B	29.4	22.9	17.8	13.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。