

水井坊 (600779.SH)

2022年04月26日

2021 圆满收官，阶段性承压不改长期成长趋势
——公司信息更新报告
投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）
逢晓娟（分析师）

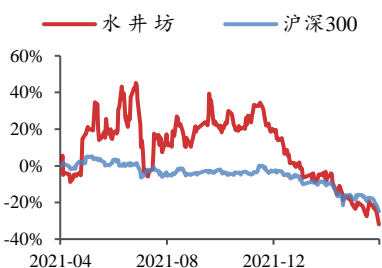
zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2022/4/25
当前股价(元)	71.73
一年最高最低(元)	160.57/71.73
总市值(亿元)	350.30
流通市值(亿元)	350.26
总股本(亿股)	4.88
流通股本(亿股)	4.88
近3个月换手率(%)	51.03

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-全年高增收官，营销改革取得阶段性突破》-2022.1.29

《公司信息更新报告-利润超预期，营销有突破》-2021.11.1

《公司首次覆盖报告-重新聚焦高端化，渠道革新再出发》-2021.10.20

● 2021 年业绩实现高增，2022Q1 短期暂时承压，维持“增持”评级

公司 2021 年全年营收 46.3 亿，同比+54.1%；归母净利润 12.0 亿，同比+64.0%。2022Q1 营收 14.2 亿，同比+14.1%；归母净利润 3.6 亿，同比-13.5%。疫情持续时间超预期，结合公司目标指引，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 14.1 (-2.5) 亿元、17.8 (-4.5) 亿元、22.0 亿元，EPS 分别为 2.90 (-0.50) 元、3.63 (-0.93) 元、4.50 元，当前股价对应 PE 分别为 27.5、21.9、17.7 倍，长期增长趋势确定，维持“增持”评级。

● 产品结构持续优化，2021 年底开始受疫情影响增速放缓

2021 年高档酒实现收入 45.2 亿元，同比+54.3%，中档酒收入 1.0 亿元，同比+34.4%，高档酒销量为 1.0 万吨，同比+40.4%，单吨酒价 43.6 万元/千升，同比+9.9%，产品升级和高端化有所成效。2021 年底开始的疫情持续时间较长，尤其河南、湖南、江苏等重点市场受影响较大，导致 2021Q4 和 2022Q1 增速放缓。

● 2022Q1 成本上升、营销力度加大，盈利承压

受原材料上涨以及人工等部分刚性成本影响，2022Q1 毛利率同比-0.13pct 至 84.92%，销售费用率同比+7.34pct 至 29.00%，主因一季度公司和中国冰雪合作，活动费用增加。同时营收放缓，管理费用具有一定刚性，同比+1.58pct 至 6.49%，净利率同比-8.19pct 至 25.63%。展望全年，如果疫情影响降低带来营收提速，核心产品提价和产品结构优化提振毛利，费用投放转化效果增强，盈利能力将提升。

● 积蓄成长动力，2022 年营收、利润增长目标均为+15%

公司持续推进“品牌高端化、产品升级、营销突破”三大战略部署：产品战略上，陆续推出全新升级版典藏和新一代井台，优化市场秩序，核心单品批价稳步上涨。营销体制上，推动经销商成立水井坊高端白酒销售公司，加大团购业务布局、持续开展圈层营销等活动。产业调整、疫情防控等因素致使行业阶段性承压，包括公司在内的头部酒企完善内部激励机制，外部积极灵活应对，长期成长潜力仍足。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，新品推广不及预期等。
财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,006	4,632	5,395	6,533	7,948
YOY(%)	-15.1	54.1	16.5	21.1	21.7
归母净利润(百万元)	731	1,199	1,414	1,775	2,195
YOY(%)	-11.5	64.0	17.9	25.5	23.7
毛利率(%)	84.2	84.5	84.0	85.1	85.5
净利率(%)	24.3	25.9	26.2	27.2	27.6
ROE(%)	34.2	45.6	38.4	35.9	33.3
EPS(摊薄/元)	1.50	2.46	2.90	3.63	4.50
P/E(倍)	53.2	32.5	27.5	21.9	17.7
P/B(倍)	18.2	14.8	10.6	7.9	5.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3265	4187	5018	6720	8331
现金	1330	1890	2256	3730	4512
应收票据及应收账款	2	7	3	10	6
其他应收款	3	10	5	13	9
预付账款	36	77	55	104	89
存货	1879	2197	2693	2857	3709
其他流动资产	15	6	6	6	6
非流动资产	1102	1704	1817	1986	2199
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	534	501	721	954	1189
无形资产	123	120	121	122	125
其他非流动资产	445	1084	975	910	886
资产总计	4367	5891	6835	8706	10530
流动负债	2216	3233	3130	3729	3903
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	631	1015	959	1281	1369
其他流动负债	1585	2218	2171	2448	2533
非流动负债	15	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	26	26	26	26
负债合计	2231	3259	3156	3756	3929
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	488	488	488	488	488
资本公积	396	395	395	395	395
留存收益	1260	1873	2252	2831	3647
归属母公司股东权益	2136	2632	3679	4950	6601
负债和股东权益	4367	5891	6835	8706	10530

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	845	1629	881	2179	1574
净利润	731	1199	1414	1775	2195
折旧摊销	75	79	65	91	120
财务费用	-23	-37	-35	-59	-85
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	61	371	-563	372	-656
其他经营现金流	1	17	0	0	0
投资活动现金流	-218	-538	-178	-260	-332
资本支出	218	538	113	169	213
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-65	-91	-120
筹资活动现金流	-545	-531	-336	-445	-460
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	-4	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-541	-530	-336	-445	-460
现金净增加额	83	560	367	1474	782

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3006	4632	5395	6533	7948
营业成本	475	717	860	977	1155
营业税金及附加	468	736	836	1013	1232
营业费用	841	1227	1484	1797	2186
管理费用	280	305	378	425	517
研发费用	2	20	10	15	23
财务费用	-23	-37	-35	-59	-85
资产减值损失	-13	-5	0	0	0
其他收益	21	20	19	21	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-7	-9	0	0	0
营业利润	965	1669	1881	2388	2942
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	9	36	23	29	26
利润总额	958	1636	1861	2361	2919
所得税	227	437	447	586	724
净利润	731	1199	1414	1775	2195
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	731	1199	1414	1775	2195
EBITDA	993	1658	1864	2362	2915
EPS(元)	1.50	2.46	2.90	3.63	4.50

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-15.1	54.1	16.5	21.1	21.7
营业利润(%)	-12.4	73.0	12.7	26.9	23.2
归属于母公司净利润(%)	-11.5	64.0	17.9	25.5	23.7
获利能力					
毛利率(%)	84.2	84.5	84.0	85.1	85.5
净利率(%)	24.3	25.9	26.2	27.2	27.6
ROE(%)	34.2	45.6	38.4	35.9	33.3
ROIC(%)	32.6	43.5	36.9	34.3	31.7
偿债能力					
资产负债率(%)	51.1	55.3	46.2	43.1	37.3
净负债比率(%)	-61.6	-70.6	-60.6	-74.8	-68.0
流动比率	1.5	1.3	1.6	1.8	2.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	195.2	987.0	987.0	987.0	987.0
应付账款周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.46	2.90	3.63	4.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	3.34	1.80	4.46	3.22
每股净资产(最新摊薄)	4.37	5.39	7.53	10.14	13.52
估值比率					
P/E	53.2	32.5	27.5	21.9	17.7
P/B	18.2	14.8	10.6	7.9	5.9
EV/EBITDA	37.9	22.4	19.7	14.9	11.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn