

# 营收稳健增长，高端化扎实推进

华泰研究

2022年7月26日 | 中国内地

中报点评

饮料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

100.45

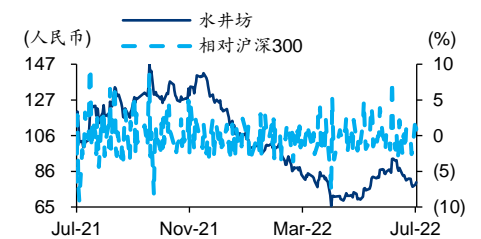
研究员 龚源月  
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com  
SFC No. BQL737 + (86) 21 2897 2228

研究员 张墨  
SAC No. S0570521040001 zhangmo@htsc.com  
SFC No. BQM965 + (86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(人民币)	100.45
收盘价(人民币 截至7月26日)	79.20
市值(人民币百万)	38,679
6个月平均日成交额(人民币百万)	437.88
52周价格范围(人民币)	65.53-146.96
BVPS(人民币)	5.33

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 疫情干扰下 Q2 收入增速稍有放缓，高端化策略扎实推进

22H1 营收/归母净利 20.7/3.7 亿，同比+12.9%/-2.0%；22Q2 营收/归母净利 6.6/0.07 亿，同比+10.4%/扭亏。疫情干扰下 Q2 收入增速有所放缓，但公司按计划推进三大核心策略，产品创新升级（4 月新井台上市，稳固 500-600 元价位）、品牌高端化（以高端圈层渗透重点打造典藏和井台两大高端单品）、营销突破（陆续在多个城市开展“八号会战”与联盟体）均顺利推进，4 月正式上线 BC 联动数字化项目，核心区域的管理运作或更精细。短期看，随疫情好转，下半年经营有望改善，公司维持全年营收/净利润同比均增 15%左右目标不变，同时积极布局未来，有序扩充供应链产能与长远储酒规模。预计 22-24 年 EPS 2.87/3.57/4.34 元，参考可比 22 年 PE 平均 35x (Wind 一致预期)，给予 22 年 35xPE，目标价 100.45 元，“买入”。

## 产品升级与品牌高端化有序推进，多维度实现营销突破

22H1 高档/中档酒营收 19.8/0.6 亿元，同比+11.4%/+13.9%，22Q2 同比+9.8%/-27.5%；22H1 新渠道/批发代理营收同比-46.1%/+19.4%，22Q2 同比-43.1%/+17.7%。疫情下 Q2 收入增速有所放缓，随疫情好转，动销已稳步恢复，总体社会库存虽高于去年同期但仍处健康水平。公司按计划做好高端化和市场运营工作，产品端，4 月发布新井台，产品升级换代，未来将稳固 500-600 元价位，目前新井台铺货数量正在稳步提升，井台则以联盟体继续推进，典藏重点突击团购渠道；渠道端，进一步优化经销系统，突破团购/企业/圈层业务发展；市场端，因地制宜，聚焦 5 大核心+3 大潜力市场。

## 营业税金与费投增加致 22H1 盈利承压，Q2 有所改善

22H1 毛利率同比+0.3pct 至 84.8%，其中高档/中档酒毛利率 85.2%/66.8%，同比-0.1/+6.2pct。22H1 销售费用率同比+1.8pct 至 33.5%，主因高端化战略下费用投放加大，强化消费者培育，但 22Q2 销售费用率同比-9.4pct 至 43.3%，疫情之下费用投放同比收缩。22H1 管理费用率同比+1.0pct 至 9.9%，营业税金及附加占收入比同比+1.7pct 至 17.3%，最终 22H1 归母净利率同比-2.7pct 至 17.8%，22Q2 归母净利率同比+8.1pct 至 1.1%，Q2 盈利改善主因销售费用率缩减。至 22Q2 末，公司合同负债 8.6 亿，同比+2.2 亿(+34.1%)，环比+0.2 亿(+2.1%)；22H1 销售回款 21.3 亿，同比+12.3%。

## 高端化战略立足长远，维持“买入”评级

考虑到疫情原因导致部分消费场景受损，我们小幅下调盈利预测，预计 22-24 年 EPS 2.87/3.57/4.34 元（前次 3.01/3.72/4.54 元），给予 22 年 35xPE，目标价 100.45 元（前次 105.35 元），维持“买入”。

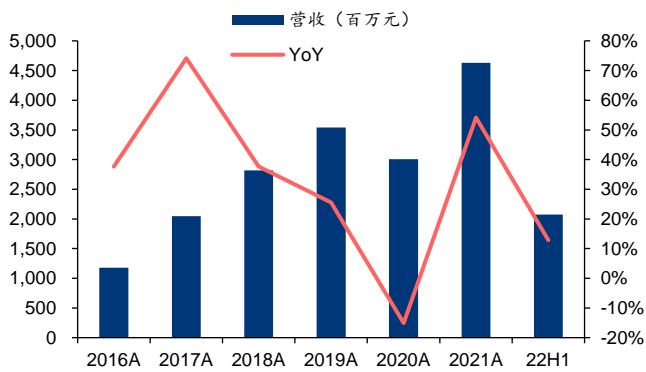
风险提示：省内竞争加剧、行业需求不达预期、食品安全问题。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	3,006	4,632	5,398	6,551	7,830
+/-%	(15.06)	54.10	16.55	21.35	19.52
归属母公司净利润(人民币百万)	731.33	1,199	1,403	1,744	2,122
+/-%	(11.49)	63.96	17.02	24.26	21.67
EPS(人民币，最新摊薄)	1.50	2.46	2.87	3.57	4.34
ROE(%)	34.24	45.56	41.03	38.22	34.95
PE(倍)	52.89	32.26	27.56	22.18	18.23
PB(倍)	18.11	14.70	11.21	8.40	6.30
EV EBITDA(倍)	36.96	21.88	18.53	14.13	11.25

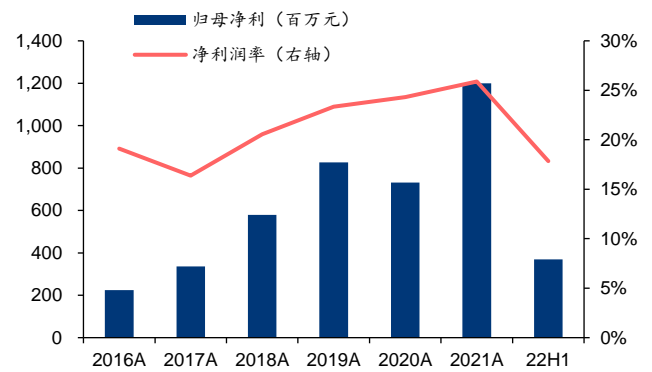
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 2016-2022H1 水井坊营业收入及增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 2016-2022H1 水井坊归母净利润及净利率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
收入同比增速 (%)	21.7%	20.8%	19.8%	16.5%	21.4%	19.5%	-5.2pct	0.6pct	-0.2pct
毛利率 (%)	85.1%	85.7%	86.2%	85.0%	85.5%	86.1%	-0.1pct	-0.1pct	-0.2pct
期间费用率 (%)	33.5%	33.4%	33.2%	33.0%	32.7%	32.5%	-0.5pct	-0.7pct	-0.8pct
净利率 (%)	26.1%	26.6%	27.2%	26.0%	26.6%	27.1%	-0.1pct	0.0pct	-0.1pct
归母净利润 (百万元)	1469	1814	2219	1403	1744	2122	-4.5%	-3.9%	-4.4%
EPS (元)	3.01	3.72	4.54	2.87	3.57	4.34	-4.5%	-3.9%	-4.4%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

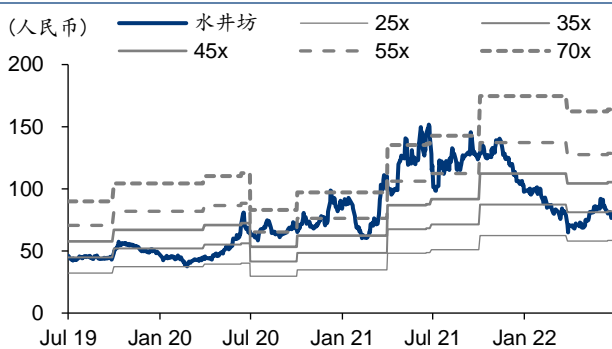
图表4: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)		PE (倍)			EPS (元)			22-24 净利润	
		2022/7/26	20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E	CAGR
古井贡酒	000596 CH	124,210	64	53	42	33	3.68	4.45	5.63	7.07	25%
酒鬼酒	000799 CH	51,745	105	58	38	28	1.51	2.75	4.24	5.72	38%
洋河股份	002304 CH	260,543	35	34	27	22	4.98	5.01	6.38	7.75	23%
山西汾酒	600809 CH	361,386	83	68	46	35	3.55	4.37	6.41	8.48	35%
今世缘	603369 CH	57,832	37	28	23	19	1.25	1.62	1.99	2.46	23%
金徽酒	603919 CH	15,608	47	48	32	25	0.65	0.64	0.95	1.22	33%
<b>平均值</b>			<b>62</b>	<b>48</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>2.60</b>	<b>3.14</b>	<b>4.27</b>	<b>5.45</b>	<b>30%</b>
中间值			56	50	35	26	2.53	3.56	4.93	6.39	29%
<b>水井坊</b>	<b>600779 CH</b>	<b>38,679</b>	<b>53</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>22</b>	<b>1.50</b>	<b>2.46</b>	<b>2.87</b>	<b>3.57</b>	<b>21%</b>

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

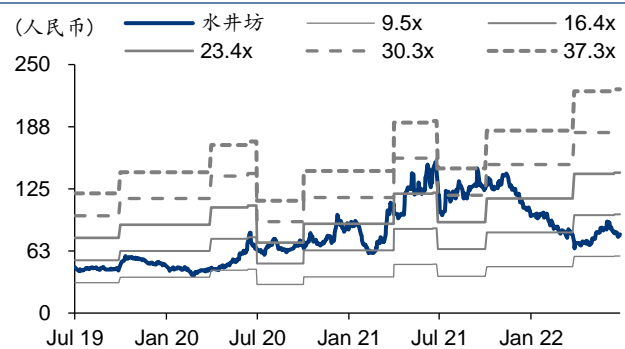
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表5: 水井坊 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 水井坊 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,265	4,187	4,626	6,972	8,164
现金	1,330	1,890	2,154	3,853	4,840
应收账款	1.92	7.46	3.48	9.80	6.07
其他应收账款	2.69	9.68	4.74	12.76	8.16
预付账款	36.12	76.72	54.79	104.80	85.94
存货	1,879	2,197	2,403	2,986	3,218
其他流动资产	15.10	6.00	6.00	6.00	6.00
<b>非流动资产</b>	1,102	1,704	1,810	1,961	2,111
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	533.86	500.79	862.09	1,149	1,366
无形资产	122.79	119.54	121.95	123.09	125.01
其他非流动资产	444.91	1,084	825.67	688.39	619.12
<b>资产总计</b>	4,367	5,891	6,436	8,933	10,275
<b>流动负债</b>	2,216	3,233	2,961	4,301	4,106
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	481.55	987.75	670.33	1,272	964.12
其他流动负债	1,735	2,245	2,290	3,028	3,142
<b>非流动负债</b>	14.67	26.24	26.24	26.24	26.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.67	26.24	26.24	26.24	26.24
<b>负债合计</b>	2,231	3,259	2,987	4,327	4,133
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	488.44	488.37	488.37	488.37	488.37
资本公积	396.48	395.27	395.27	395.27	395.27
留存公积	1,260	1,873	2,597	3,497	4,594
归属母公司股东权益	2,136	2,632	3,449	4,606	6,142
<b>负债和股东权益</b>	4,367	5,891	6,436	8,933	10,275

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	845.32	1,629	1,011	2,514	1,825
净利润	731.33	1,199	1,415	1,761	2,147
折旧摊销	75.42	81.44	76.81	117.18	157.12
财务费用	(22.96)	(37.04)	(38.43)	(56.27)	(80.53)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	60.99	370.63	(442.27)	692.23	(398.79)
其他经营现金	0.55	14.80	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金</b>	(217.89)	(538.12)	(182.38)	(268.40)	(306.76)
资本支出	(217.89)	(538.12)	(179.64)	(265.13)	(302.86)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.00	(2.74)	(3.27)	(3.90)
<b>筹资活动现金</b>	(544.71)	(530.91)	(552.89)	(529.77)	(505.52)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(0.11)	(0.07)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(3.83)	(1.21)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(540.77)	(529.64)	(552.89)	(529.77)	(505.52)
现金净增加额	82.72	559.88	264.03	1,699	987.04

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3,006	4,632	5,398	6,551	7,830
营业成本	475.30	717.36	809.52	948.42	1,092
营业税金及附加	468.00	736.45	858.33	1,042	1,245
营业费用	840.82	1,227	1,430	1,735	2,074
管理费用	279.50	304.96	366.23	431.33	515.54
财务费用	(22.96)	(37.04)	(38.43)	(56.27)	(80.53)
资产减值损失	(12.66)	(4.81)	(5.61)	(6.81)	(8.14)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	964.68	1,669	1,963	2,435	2,962
营业外收入	2.63	2.53	2.53	2.53	2.53
营业外支出	9.36	35.73	35.73	35.73	35.73
<b>利润总额</b>	957.95	1,636	1,930	2,402	2,928
所得税	226.63	436.60	515.22	641.14	781.68
<b>净利润</b>	731.33	1,199	1,415	1,761	2,147
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	731.33	1,199	1,403	1,744	2,122
EBITDA	1,011	1,683	1,972	2,466	3,009
EPS (人民币, 基本)	1.50	2.46	2.87	3.57	4.34

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(15.06)	54.10	16.55	21.35	19.52
营业利润	(12.43)	73.00	17.65	24.03	21.62
归属母公司净利润	(11.49)	63.96	17.02	24.26	21.67
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	84.19	84.51	85.00	85.52	86.06
净利率	24.33	25.89	26.21	26.88	27.42
ROE	34.24	45.56	41.03	38.22	34.95
ROIC	88.87	185.02	117.49	268.57	175.75
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	51.09	55.33	46.41	48.43	40.22
净负债比率 (%)	(61.58)	(71.07)	(62.04)	(83.33)	(78.57)
流动比率	1.47	1.30	1.56	1.62	1.99
速动比率	0.61	0.59	0.73	0.90	1.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.72	0.90	0.88	0.85	0.82
应收账款周转率	195.23	986.97	986.97	986.97	986.97
应付账款周转率	1.17	0.98	0.98	0.98	0.98
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.46	2.87	3.57	4.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	3.34	2.07	5.15	3.74
每股净资产(最新摊薄)	4.37	5.39	7.06	9.43	12.58
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	52.89	32.26	27.56	22.18	18.23
PB (倍)	18.11	14.70	11.21	8.40	6.30
EV EBITDA (倍)	36.96	21.88	18.53	14.13	11.25

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 龚源月、张墨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、张墨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司