

# 水井坊 (600779.SH)

## 营收逆势增长，业绩扭亏为盈

公司发布 2022 半年报。2022H1 公司实现营收 20.7 亿，同比+12.9%，实现归母净利润 3.7 亿，同比-2%；2022Q2 单季度公司实现营收 6.6 亿，同比+10.4%，实现归母净利润 711 万，较 2021Q2 单季度-4213 万扭亏，符合我们的预期。

**高端化持续推进带动吨价提升，Q2 营收逆势增长。**2022Q2 单季度公司酒类产品营收/销量/吨酒价分别同比+8.1%/-4.9%/+13.6%，其中价增引领增长，**分产品来看**，高档产品/中档产品营收分别同比+9.8%/-27.5%，高档酒占比提升 1.5pct 至 96.9%，带动 Q2 公司销售毛利率同比+1.1pct 至 84.6%。公司针对典藏换新升级后，4 月推出新井台面市，进一步强化公司高端化战略布局，带动产品结构进一步优化，考虑到 Q2 多地疫情散发，公司八大核心市场中部分市场受影响较大，但公司营收依然同比+10.4%，H1 期末经销商合同负债为 1.3 亿，较 2021 年末下降环比减少 2.1 亿，但同比 2021H1 末的 0.3 亿有所增长。

**Q2 费用率略有优化带动扭亏为盈，销售费用投放带动现金流承压。**公司 2022H1 销售/管理费用率分别同比+1.8/1pct 至 33.6%/9.9%，归母净利率同比-2.7pct 至 17.8%；22Q2 单季度销售/管理费用率分别同比-9.4/-0.1pct 至 43.4%/17.3%，归母净利率同比+8.1pct 至 1.1%，费用投放是淡季影响业绩的关键因素，Q2 单季度销售费用同比-9.3%，预计疫情影响了部分线下广宣活动推进。**现金流角度来看**，Q2 单季度公司销售收现同比+36.8%至 7.4 亿，但购买商品支付现金/其他经营活动相关现金支出（主要系广告及促销费现金支出）分别同比+37.9%/49.5%，我们预计此项变动与公司销售费用投放与支付节奏有关，带动 Q2 单季度经营净现金流同比-17.5%至 -3.9 亿元。

**关注公司围绕高端化推动的多项举措。**近年来公司围绕高端化在产品与渠道端不断更新变革，**产品端**，井台与典藏换新完成，Q3 旺季来临考验新品换代后消费者接受度与动销情况，当前公司多地举行品鉴会，相关圈层营销、“以球会友”等消费者教育活动正在推动；**渠道端**，公司典藏产品成立体外销售公司进行运作，井台产品积极以井台联盟体形式开启团购，珍酿八号则以性价比积极开拓新市场、抢占宴席市场。未来可期。

**盈利预测：**考虑到公司费用投放节奏，小幅调整此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 13.5/17.6/22.1 亿元（原为 14.1/18.2/22.3 亿元），分别同比+12.2%/30.4%/25.7%，当前股价对应 PE 为 29/22/18 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复影响超预期，新品推广不急预期，宏观经济下行。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,006	4,632	5,365	6,645	8,041
增长率 yoy (%)	-15.1	54.1	15.8	23.9	21.0
归母净利润(百万元)	731	1,199	1,346	1,755	2,206
增长率 yoy (%)	-11.5	64.0	12.2	30.4	25.7
EPS 最新摊薄(元/股)	1.50	2.46	2.76	3.59	4.52
净资产收益率 (%)	34.2	45.6	37.3	36.5	34.1
P/E (倍)	52.9	32.3	28.7	22.0	17.5
P/B (倍)	18.1	14.7	10.7	8.0	6.0

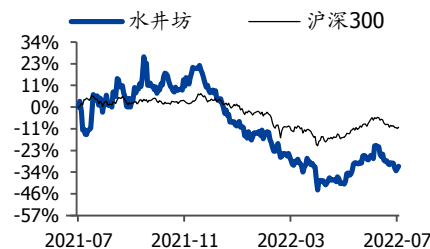
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 26 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	白酒
前次评级	买入
7月26日收盘价(元)	79.20
总市值(百万元)	38,678.51
总股本(百万股)	488.37
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.04

### 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

执业证书编号: S0680121030010

邮箱: haoyuxin@gszq.com

### 相关研究

- 《水井坊 (600779.SH): 2022Q1 短期承压, 坚持投入着眼未来》2022-04-24
- 《水井坊 (600779.SH): 全年如期高增, 未来颇具看点》2022-01-27
- 《水井坊 (600779.SH): 把握旺季量价齐升, 费率下降业绩高增》2021-10-30

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3265	4187	4762	6696	7945
现金	1330	1890	2257	3520	4431
应收票据及应收账款	2	7	3	10	6
其他应收款	3	10	5	13	8
预付账款	36	77	54	108	88
存货	1879	2197	2437	3039	3405
其他流动资产	15	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	1102	1704	1811	2010	2217
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	534	501	716	972	1204
无形资产	123	120	121	122	125
其他非流动资产	445	1084	973	916	889
<b>资产总计</b>	4367	5891	6573	8706	10161
<b>流动负债</b>	2216	3233	2935	3868	3671
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	631	1015	856	1354	1246
其他流动负债	1585	2218	2079	2513	2425
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	2231	3259	2961	3894	3697
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	2681	3383	3824
归属母公司股东权益	2136	2632	3611	4812	6464
<b>负债和股东权益</b>	4367	5891	6573	8706	10161

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	845	1629	874	2052	1712
净利润	731	1199	1346	1755	2206
折旧摊销	75	79	65	91	121
财务费用	-23	-37	-36	-56	-81
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	61	371	-500	262	-534
其他经营现金流	1	17	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-218	-538	-171	-291	-328
资本支出	218	538	107	199	207
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-65	-91	-121
<b>筹资活动现金流</b>	-545	-531	-336	-498	-473
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	-498	-473
<b>现金净增加额</b>	83	560	367	1263	911

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3006	4632	5365	6645	8041
营业成本	475	717	815	964	1134
营业税金及附加	468	736	858	1063	1287
营业费用	841	1227	1529	1827	2171
管理费用	280	305	381	465	547
研发费用	2	20	23	25	28
财务费用	-23	-37	-36	-56	-81
资产减值损失	-13	-5	0	0	0
其他收益	21	20	0	0	0
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
<b>营业利润</b>	965	1669	1794	2357	2956
营业外收入	3	3	2	3	3
营业外支出	9	36	25	25	25
<b>利润总额</b>	958	1636	1771	2334	2933
所得税	227	437	425	579	727
<b>净利润</b>	731	1199	1346	1755	2206
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	731	1199	1346	1755	2206
EBITDA	993	1658	1774	2339	2935
EPS (元)	1.50	2.46	2.76	3.59	4.52

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-15.1	54.1	15.8	23.9	21.0
营业利润(%)	-12.4	73.0	7.5	31.4	25.4
归属于母公司净利润(%)	-11.5	64.0	12.2	30.4	25.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	84.2	84.5	84.8	85.5	85.9
净利率(%)	24.3	25.9	25.1	26.4	27.4
ROE(%)	34.2	45.6	37.3	36.5	34.1
ROIC(%)	32.6	43.5	35.7	34.9	32.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.1	55.3	45.1	44.7	36.4
净负债比率(%)	-61.6	-70.6	-61.8	-72.6	-68.1
流动比率	1.5	1.3	1.6	1.7	2.2
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.46	2.76	3.59	4.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	3.34	1.79	4.20	3.51
每股净资产(最新摊薄)	4.37	5.39	7.39	9.85	13.24
<b>估值比率</b>					
P/E	52.9	32.3	28.7	22.0	17.5
P/B	18.1	14.7	10.7	8.0	6.0
EV/EBITDA	37.6	22.2	20.6	15.0	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 26 日收盘价

### 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