

高端化深入推进，战略布局更长远

投资要点

- **事件:** 公司披露 2022 年度半年报, 2022H1 实现营收 20.7 亿元, 同比+12.9%, 实现归母净利润 3.7 亿元, 同比-2.0%; 单 Q2 实现营收 6.6 亿元, 同比+10.4%, 实现归母净利润 0.07 亿元, 同比扭亏为盈, Q2 业绩低于市场预期。
- **新井台焕新上市, 产品结构升级显著。** 1、分产品结构看, 高档、中档产品分别实现营收 19.8 亿元(+11.4%)、0.6 亿元(+13.9%), 其中高档产品单 Q2 营收增速为 9.9%, 受疫情影响增速放缓明显。2、量价拆分来看, 2022H1 销量同比+5.7%, 吨价同比+5.5%至 42.7 万元/吨, 产品结构升级趋势延续。3、公司对井台的包装和酒体进行了全面升级, 新井台于 2022 年 4 月上市, 新典藏、新井台上市是持续推进高端化的坚实一步, 为公司的长远发展奠定坚实基础。4、在疫情对消费场景的影响下, 8 大市场中有 5 个市场仍实现双位数的增长, 库存虽高于去年同期, 但仍处于健康水平; 典藏同比增长 36%, 高端化趋势延续, 短期扰动不改长期增长趋势。
- **高端化助力毛利率提升, 费用投放增加利润承压。** 1、上半年毛利率同比提升 0.3 个百分点至 84.8%, 主因为水井坊系列产品焕新升级, 实现量价齐升, 带动公司整体吨价提升, 毛利率水平进一步改善。2、公司高端化战略落地, 积极布局产品焕新升级, 进一步推进高端白酒圈层营销, 新品推广广告投入和高端圈层营销费用支出大幅增加, 带动销售费率用较上年同期增加 1.8 个百分点至 33.6%, 为下半年新品放量积极蓄势。3、公司业务扩张增加人员致职工薪酬增加、产品升级创新致研发费用增加, 使得管理费用率和研发费用率分别增加 1.0、0.4 个百分点。受费用率上升的影响, 公司净利率同比下降 2.7 个百分点至 17.8%。
- **高端化持续推进, 战略布局更长远。** 1、公司持续推进“产品升级创新、品牌高端化、营销突破”三大战略部署, 公司将继续聚焦典藏及以上产品, 稳步推进新典藏、新井台导入市场, 积极布局产品升级。2、依托高端化销售公司的平台, 积极构建高端圈层服务体系, 持续推进消费者培育; 营销上, 加大团购业务布局、积极布局数字化营销精准投放费用等。3、2022 年 5 月与邛崃市人民政府签署了投资意向书, 拟在成都邛崃投资 40.48 亿元建设邛崃二期项目, 该项目将进一步提升公司产能储备, 为中长期可持续发展打下坚实基础。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.96 元、3.63 元、4.34 元, 对应 PE 分别为 52 倍、38 倍、29 倍, 公司持续推进产品结构升级, 叠加产能建设提前布局, 看好公司长期成长能力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 新冠疫情反复风险。

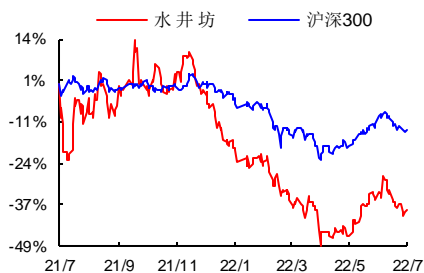
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4631.86	5425.69	6423.59	7508.98
增长率	54.10%	17.14%	18.39%	16.90%
归属母公司净利润(百万元)	1199.08	1443.82	1770.47	2119.41
增长率	63.96%	20.41%	22.62%	19.71%
每股收益 EPS(元)	2.46	2.96	3.63	4.34
净资产收益率 ROE	45.56%	46.33%	47.44%	47.79%
PE	75	52	38	29
PB	25.65	22.33	16.30	12.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 笄文钊
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.88
流通 A 股(亿股)	4.88
52 周内股价区间(元)	65.53-146.96
总市值(亿元)	386.79
总资产(亿元)	53.30
每股净资产(元)	4.98

相关研究

1. 水井坊(600779): 高端化战略扎实推进, 看好长期持续成长 (2022-04-24)
2. 水井坊(600779): 业绩符合预期, 高端化扎实推进 (2022-01-28)
3. 水井坊(600779): 业绩增长超预期, 看好全年高弹性 (2021-10-31)
4. 水井坊(600779): 员工持股计划落地, 健全长效激励机制 (2021-09-15)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4631.86	5425.69	6423.59	7508.98	净利润	1199.08	1443.82	1770.47	2119.41
营业成本	717.36	841.98	995.99	1154.01	折旧与摊销	79.35	65.73	80.80	86.17
营业税金及附加	736.45	862.68	995.66	1163.89	财务费用	-37.04	-22.08	-29.59	-38.08
销售费用	1226.69	1464.94	1702.25	1952.33	资产减值损失	-4.81	0.00	0.00	0.00
管理费用	304.96	352.67	398.26	450.54	经营营运资本变动	659.14	249.65	222.13	218.64
财务费用	-37.04	-22.08	-29.59	-38.08	其他	-266.80	3.94	-0.60	-0.35
资产减值损失	-4.81	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1628.91	1741.07	2043.21	2385.80
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-452.83	-40.00	-68.00	-42.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-85.29	-53.91	-52.33	-65.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-538.12	-93.91	-120.33	-107.69
营业利润	1668.88	1925.50	2361.03	2826.28	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-33.20	-0.40	-0.40	-0.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1635.68	1925.10	2360.63	2825.88	股权融资	-1.27	0.00	0.00	0.00
所得税	436.60	481.27	590.16	706.47	支付股利	-586.04	-959.26	-1155.06	-1416.38
净利润	1199.08	1443.82	1770.47	2119.41	其他	56.40	16.81	29.59	38.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-530.91	-942.45	-1125.47	-1378.30
归属母公司股东净利润	1199.08	1443.82	1770.47	2119.41	现金流量净额	559.88	704.70	797.41	899.81
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1889.90	2594.61	3392.02	4291.83	成长能力				
应收和预付款项	91.09	96.40	118.19	135.54	销售收入增长率	54.10%	17.14%	18.39%	16.90%
存货	2197.07	1900.31	2255.11	2618.93	营业利润增长率	73.00%	15.38%	22.62%	19.71%
其他流动资产	8.77	3.72	4.40	5.15	净利润增长率	63.96%	20.41%	22.62%	19.71%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	68.24%	15.07%	22.50%	19.16%
投资性房地产	9.26	9.26	9.26	9.26	获利能力				
固定资产和在建工程	1205.36	1189.22	1188.77	1154.08	毛利率	84.51%	84.48%	84.49%	84.63%
无形资产和开发支出	119.54	110.06	97.81	88.42	三费率	32.27%	33.09%	32.24%	31.49%
其他非流动资产	369.97	423.79	476.01	541.60	净利率	25.89%	26.61%	27.56%	28.23%
资产总计	5890.99	6327.36	7541.57	8844.81	ROE	45.56%	46.33%	47.44%	47.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	20.35%	22.82%	23.48%	23.96%
应付和预收款项	1331.60	2110.74	2497.58	2902.70	ROIC	138.78%	195.00%	309.50%	496.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.94%	36.29%	37.55%	38.28%
其他负债	1927.69	1100.36	1312.31	1507.39	营运能力				
负债合计	3259.29	3211.10	3809.90	4410.10	总资产周转率	0.90	0.89	0.93	0.92
股本	488.37	488.37	488.37	488.37	固定资产周转率	8.95	7.03	5.87	6.57
资本公积	395.27	395.27	395.27	395.27	应收账款周转率	986.97	751.18	805.63	783.47
留存收益	1873.22	2357.79	2973.20	3676.23	存货周转率	0.35	0.40	0.47	0.47
归属母公司股东权益	2631.70	3116.26	3731.67	4434.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2631.70	3116.26	3731.67	4434.71	资产负债率	55.33%	50.75%	50.52%	49.86%
负债和股东权益合计	5890.99	6327.36	7541.57	8844.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.30	1.44	1.52	1.61
					速动比率	0.62	0.85	0.93	1.01
					股利支付率	48.87%	66.44%	65.24%	66.83%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1017.14	1417.34	1927.22	2519.12	每股收益	2.46	2.96	3.63	4.34
PE	74.92	52.24	38.27	29.17	每股净资产	5.39	6.38	7.64	9.08
PB	25.65	22.33	16.30	12.11	每股经营现金	3.34	3.57	4.18	4.89
PS	18.23	12.47	9.66	7.68	每股股利	1.20	1.96	2.37	2.90
EV/EBITDA	52.33	37.53	26.95	19.94					
股息率	0.00%	1.33%	0.96%	1.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn