

公司研究

产品升级持续，Q2 利润同比扭亏为盈

——水井坊（600779.SH）2022 年半年报点评

要点

事件：水井坊发布 2022 年半年报，2022 年上半年营收 20.74 亿元，同比增长 12.89%，归母净利润 3.70 亿元，同比下降 2%，扣非归母净利润 3.63 亿元，同比下降 6.88%。Q2 单季营收 6.59 亿元，同比增长 10.36%，归母净利润 711 万（去年同期亏损 4213 万），扣非归母净利润 636 万（去年同期亏损 1631 万）。

二季度疫情影响销量，产品升级延续。22Q2 报表营收增长略低于此前渠道反馈，估计与部分回款尚未发货确认收入有关，截至二季度末合同负债 8.57 亿元，较去年同期增加 2.2 亿。拆分量价来看，22Q2 酒类产品销量/均价分别同比 -4.87%/+13.63%，疫情影响下销量同比承压，但是产品组合升级、高端化策略推动下均价提升、为 Q2 收入增长主要驱动。分产品看，22Q2 高档酒/中档酒收入分别为 6.24/0.20 亿元，同比+9.82%/-27.54%，高档酒收入占比进一步提升，上半年典藏动销增长 36%，新版井台在 4 月份上市，进一步带动产品升级。

Q2 费用投放收缩，盈利有所改善。1) 22Q2 毛利率 84.60%，同比提升 1.11pct，主要系结构升级、高档酒占比进一步提升，其中高档酒/中档酒毛利率为 85.26%/66.73%，同比提升 0.49/7.14pct。2) 22Q2 销售费用率 43.32%，同比下降 9.4pct，估计主要因疫情影响下费用投放放缓，管理费用率 17.31%、同比基本持平，研发费用率 1.46%、同比提升 1.22pct，营业税金及附加项占收入比重 20.7%、同比提升 4.36pct。归母净利率 1.08%、同比提升 8.14pct，费用投放收缩，Q2 净利润扭亏为盈。3) 22Q2 销售现金回款 7.44 亿元、同比增长 36.82%，经营活动净现金流-3.92 亿元（去年同期-3.34 亿元），现金流为负估计主要系支付的市场广告费等现金流出较高。

下半年关注旺季表现，长期战略延续。二季度疫情反复，公司 Q2 收入增长有所放缓，渠道反馈 6 月总代经销商完成 22 财年回款，库存水平有所增加，6 月份疫情防控形势好转，端午节以来动销环比改善，截至六月底全国整体社会库存在五个星期以内、高于去年同期，但整体保持健康。公司坚持产品升级和高端化策略，新井台后续将继续拓展门店、发展团购渠道。典藏目前基数相对较低，部分城市已经招募团购经销商，未来仍有空间。下半年市场逐渐回暖，7 月以库存消化为主，近期伴随中秋临近将逐渐启动相应活动，旺季表现对于全年任务达成较为重要，长期建议继续关注产品升级和高端化进展。

盈利预测、估值与评级：维持 2022-24 年净利润预测 13.91/16.74/20.26 亿元，折合 EPS 为 2.85/3.43/4.15 元，当前股价对应 P/E 为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：次高端白酒竞争加剧，费用投放效果不及预期，国内疫情反复。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,006	4,632	5,394	6,380	7,505
营业收入增长率	-15.06%	54.10%	16.46%	18.28%	17.63%
净利润（百万元）	731	1,199	1,391	1,674	2,026
净利润增长率	-11.49%	63.96%	15.99%	20.35%	21.05%
EPS（元）	1.50	2.46	2.85	3.43	4.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.24%	45.56%	38.04%	34.27%	31.78%
P/E	50	31	27	22	18
P/B	17.3	14.0	10.1	7.5	5.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-27

买入（维持）

当前价：75.52 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

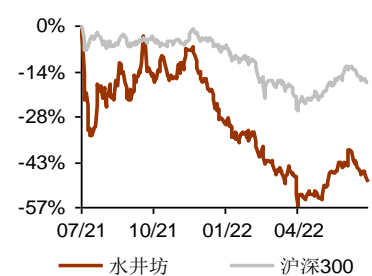
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.88
总市值(亿元)	368.82
一年最低/最高(元)	63.61/145.95
近 3 月换手率	74.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.86	-2.09	-23.97
绝对	-11.99	7.35	-34.44

资料来源：Wind

相关研报

22Q1 利润短期承压，高端化步伐坚定——水井坊（600779.SH）2021 年年报与 2022 年一季报点评（2022-04-24）

全年业绩符合预期，产品升级、高端化稳步推进——水井坊（600779.SH）2021 年年度业绩预告点评（2022-01-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,006	4,632	5,394	6,380	7,505
营业成本	475	717	801	923	1,069
折旧和摊销	74	78	72	94	110
税金及附加	468	736	852	1,008	1,186
销售费用	841	1,227	1,555	1,843	2,106
管理费用	280	305	353	418	492
研发费用	2	20	27	32	38
财务费用	-23	-37	-23	-23	-23
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	965	1,669	1,830	2,202	2,666
利润总额	958	1,636	1,830	2,202	2,666
所得税	227	437	439	529	640
净利润	731	1,199	1,391	1,674	2,026
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	731	1,199	1,391	1,674	2,026
EPS(元)	1.50	2.46	2.85	3.43	4.15

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	845	1,629	775	2,021	2,228
净利润	731	1,199	1,391	1,674	2,026
折旧摊销	74	78	72	94	110
净营运资金增加	-423	-195	1,055	-4	198
其他	463	546	-1,743	257	-106
投资活动产生现金流	-218	-538	-350	-325	-300
净资本支出	-218	-538	-300	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-50	-75	-50
融资活动现金流	-545	-531	-349	-422	-513
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-4	5	-5	0	0
无息负债变化	401	1,023	-573	257	248
净现金流	83	560	76	1,274	1,415

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	84.2%	84.5%	85.1%	85.5%	85.7%
EBITDA 率	34.9%	37.3%	35.7%	35.8%	36.8%
EBIT 率	32.4%	35.6%	34.3%	34.3%	35.4%
税前净利润率	31.9%	35.3%	33.9%	34.5%	35.5%
归母净利润率	24.3%	25.9%	25.8%	26.2%	27.0%
ROA	16.7%	20.4%	21.9%	21.4%	21.2%
ROE (摊薄)	34.2%	45.6%	38.0%	34.3%	31.8%
经营性 ROIC	45.4%	59.5%	44.1%	49.0%	53.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	51%	55%	42%	38%	33%
流动比率	1.47	1.30	1.71	1.99	2.32
速动比率	0.63	0.62	0.79	1.18	1.56
归母权益/有息债务	-	499.12	-	-	-
有形资产/有息债务	-	1049.82	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,367	5,891	6,337	7,822	9,561
货币资金	1,330	1,890	1,966	3,240	4,655
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2	7	27	32	38
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	10	0	0	0
存货	1,879	2,197	2,432	2,345	2,404
其他流动资产	15	6	44	93	150
流动资产合计	3,265	4,187	4,530	5,780	7,326
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	534	501	774	895	996
在建工程	228	705	543	498	478
无形资产	123	120	216	261	306
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	134	134	134	134
非流动资产合计	1,102	1,704	1,808	2,043	2,235
总负债	2,231	3,259	2,681	2,937	3,186
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	482	988	481	554	642
应付票据	149	27	240	277	321
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	31	44	44	44	44
流动负债合计	2,216	3,233	2,653	2,909	3,158
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	26	26	26	26
非流动负债合计	15	26	28	28	28
股东权益	2,136	2,632	3,656	4,885	6,376
股本	488	488	488	488	488
公积金	807	806	806	806	806
未分配利润	850	1,463	2,487	3,716	5,206
归属母公司权益	2,136	2,632	3,656	4,885	6,376
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	27.97%	26.48%	28.82%	28.88%	28.06%
管理费用率	9.30%	6.58%	6.55%	6.55%	6.55%
财务费用率	-0.76%	-0.80%	-0.43%	-0.36%	-0.31%
研发费用率	0.06%	0.44%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	24%	27%	24%	24%	24%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.20	0.75	0.91	1.10	1.33
每股经营现金流	1.73	3.34	1.59	4.14	4.56
每股净资产	4.37	5.39	7.49	10.00	13.06
每股销售收入	6.15	9.48	11.05	13.07	15.37

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	50	31	27	22	18
PB	17.3	14.0	10.1	7.5	5.8
EV/EBITDA	34.7	21.0	18.9	15.5	12.4
股息率	1.6%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE