

水井坊 (600779.SH)

2022年07月28日

FY2022 平稳收官，期待新财年营销突破
——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）

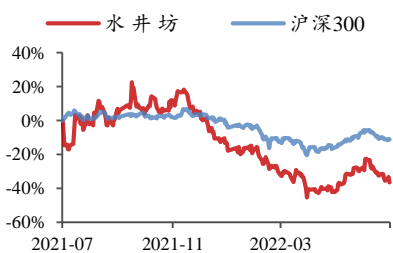
zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2022/7/27
当前股价(元)	75.52
一年最高最低(元)	147.30/64.20
总市值(亿元)	368.81
流通市值(亿元)	368.81
总股本(亿股)	4.88
流通股本(亿股)	4.88
近3个月换手率(%)	72.2

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

 《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》
-2022.4.26

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

《利润超预期，营销有突破——公司信息更新报告》-2021.11.1

● 产品升级和高端化战略持续推进，全年可乐观展望，维持“增持”评级

公司 2022 年上半年营收 20.7 亿元，同比+12.9%，归母净利润 3.7 亿元，同比-2.0%。2022Q2 营收 6.6 亿元，同比+10.4%，归母净利润 0.07 亿元，同比扭亏。我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 14.1 亿元、17.8 亿元、22.0 亿元，同比分别+17.9%、+25.5%、+23.7%，EPS 分别为 2.90 元、3.63 元、4.50 元，当前股价对应 PE 分别为 26.1、20.8、16.8 倍，公司品牌高端化战略进展顺利，市场保持健康发展，维持“增持”评级。

● 产品结构持续优化，大部分核心市场表现良好

2022 年上半年公司营收增长 13%，净利润下降 2%。其中销量增长 5.7%，主流产品双位数增长。分产品看，上半年井台、八号双位数增长；典藏受益于高端化策略，消费场景受疫情影响更小，动销实现 36% 增长。分区域看，八大市场中，五个市场保持双位数增长，四川、江苏、浙江、山东表现较好，河南市场面临较大挑战。库存整体相对健康，产品价格表现稳定。

● 营销活动推进，带动费用投放增加，盈利能力略有承压

受益于主产品价格提升，2022 年上半年公司毛利率同比+0.28pct 至 84.82%，销售费用率+1.80pct 至 33.55%，主要因上半年奥运冰雪节和 WTT 世界乒联活动赞助，费用投放增加。管理费用率同比+0.97pct 至 9.93%，净利率-2.71pct 至 17.83%。公司高端化战略推进叠加疫情导致利润增速不及预期，费用率相对提升，展望全年看，随着下半年疫情影响减弱，盈利能力有望提升。

● 现金流表现良好，公司围绕长期健康发展为核心，努力完成全年目标

2022Q2 合同负债 8.6 亿元，环比 Q1+0.2 亿元。2022 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金为 21.3 亿元，同比+12.3%，2022Q2 销售商品、提供劳务收到的现金为 7.4 亿元，同比+36.8%。虽然下半年疫情具有不确定性，但公司通过持续推进产品升级，完善渠道结构和布局，加大消费者培育，全力完成年初既定目标。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等
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
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)	50.4	30.8	26.1	20.8	16.8
P/B(倍)	17.3	14.0	10.0	7.5	5.6

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
归属母公司净利润	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	50.4	30.8	26.1	20.8	16.8
P/B	17.3	14.0	10.0	7.5	5.6
EV/EBITDA	35.8	21.1	18.6	14.0	11.1

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（underperform）	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（underperform）	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