

2022年07月28日

# 维持全年目标，下半年业绩有望加速增长

## 水井坊(600779)

评级:	增持	股票代码:	600779
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	147.3/64.2
目标价格:		总市值(亿)	362.22
最新收盘价:	74.17	自由流通市值(亿)	362.22
		自由流通股数(百万)	488.36

### 事件概述

22H1 公司实现营业总收入 20.74 亿元，同比+12.9%；归母净利润 3.70 亿元，同比-2.0%；扣非归母净利润 3.63 亿元，同比-6.9%。其中 22Q2 实现营业总收入 6.59 亿元，同比+10.4%；归母净利润 0.07 亿元，扭亏为盈；扣非归母净利润 0.06 亿元，扭亏为盈。业绩增速略低于市场预期。

### 分析判断:

#### ► 高质量收入提升，我们判断上半年井台和八号有望维持双位数增长

分产品来看，22H1 高档酒/中档酒分别实现营业收入 19.84/0.61 亿元，同比+11.4%/+13.9%；22Q2 高档酒/中档酒分别实现营业收入 6.24/0.20 亿元，同比+9.8%/-27.5%。我们判断大单品井台和珍酿八号上半年有望维持双位数增长，2022 年 4 月公司发布井台新产品建议零售价 808 元，新品拉动整体产品结构提升，因此我们认为上半年高端酒收入增长中价增贡献大于量增，公司收入有高质量提升。分渠道来看，22H1 批发代理/新渠道及团购分别实现收入 19.26/1.20 亿元，同比+19.4%/-46.1%；22Q2 批发代理/新渠道及团购分别实现收入 0.53/5.90 亿元，同比-43.1%/+17.7%，我们判断新渠道收入降低主因团购客户订单波动导致。截止 22H1 公司国内经销商数量净-1 家，大商省级代理的销售模式为公司批发代理渠道带来收入高增长。分区域来看，我们认为上半年公司八大市场中受疫情影响较小的市场仍可以维持收入双位数增长，疫情后公司将继续通过高端化的营销活动和市场拓展填补八大市场的空白区域，预计未来市场份额仍然有提升空间。

22H1 公司实现合同负债 8.57 亿元，环比+2.1%；销售收现 21.30 亿元，同比+12.3%；经营活动现金流净额 0.01 亿元，同比-99.5%。22Q2 公司实现销售收现 7.44 亿元，同比+36.8%；经营活动现金流净额-3.92 亿元，同比+17.5%。公司销售收现增长与收入增速基本相同，预收款项环比小幅增加，经营活动现金流净额同比有较大幅度下降主因收入增速低于费用投放增速，以及付款周期差异导致经营活动现金流出增长导致，但我们认为公司现金流仍然健康。

#### ► 费用投放增加导致净利润负增长，预计下半年净利率环比改善

22H1 高档酒/中档酒毛利率分别 85.2%/66.8%，分别同比-0.1/+6.2pct；22Q2 高档酒/中档酒毛利率分别 85.2%/67.1%，分别同比+0.4/+7.5pct。我们判断 Q2 井台发布新品建议零售价 808 元提高高档酒毛利率，中档酒规模效应毛利率有明显提升。22H1 税金及附加占收入/销售/管理费用率分别 17.3%/33.5%/9.9%，同比+1.7/+1.8/+1.0pct；22Q2 税金及附加占收入/销售/管理费用率分别 20.7%/43.3%/17.3%，同比+9.9/-9.4/-0.1pct。上半年公司消费税同比+28.8%因此 22H1 税金及附加占收入比例有明显提升；我们判断 Q2 由于全国多地疫情反复影响了部分营销活动举办，因此二季度销售费用率有明显下降。22H1 净利率 17.8%，同比-2.7%；22Q2 净利率 1.1%，同比+8.1pct。在 22Q2 疫情影响白酒消费场景的前提下，公司合理规划费用投放，净利率同比扭亏为盈，我们预计下半年净利率会有明显改善。

#### ► 全年目标双位数增长不变，长期维持公司健康稳定发展

营销活动上，除水井坊杯城市网球赛由 2021 年的 10 个城市增加至 2022 年 16 个城市外，公司与 WTT（世界乒联）开展 3 年合作，举办抖音“水井坊乒了”活动、在 8 个城市举办“以桌会友”等高端圈层活动、在全国多个重点市场开办“水井坊美学馆”，聚焦与高端白酒消费圈层的沟通和意见领袖的培育。数字化营销上，

通过联动 WTT 赋能新井台，增加消费者开盖扫码赢礼品及奖金和门店扫码获随机金额货款折扣金等活动，提高终端和消费者积极性。上半年在疫情影响下白酒产业普遍社会库存较高、门店信心不足，但公司仍然维持了良性的渠道库存和健康的成长趋势，当前公司全年收入利润 15%左右增长目标不变，预计下半年双节期间销售回补改善收入和业绩。

### 投资建议

根据公司上半年报表情况调整公司盈利预测，2022-2024 年公司营业收入由 58.2/71.7/80.9 亿元下调至 53.2/65.0/77.5 亿元；归母净利润由 14.3/17.8/22.4 亿元的下调至 13.9/17.3/21.0 亿元；EPS 由 2.87/3.70/4.58 元调整至 2.85/3.55/4.30 元，2022 年 7 月 28 日收盘价 74.17 元对应 PE 为 26/21/17 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

疫情持续超预期；经济下行导致需求减弱；食品安全问题等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,006	4,632	5,319	6,496	7,747
YoY (%)	-15.1%	54.1%	14.8%	22.1%	19.2%
归母净利润(百万元)	731	1,199	1,390	1,733	2,102
YoY (%)	-11.5%	64.0%	16.0%	24.6%	21.3%
毛利率 (%)	84.2%	84.5%	84.8%	85.1%	85.3%
每股收益 (元)	1.50	2.45	2.85	3.55	4.30
ROE	34.2%	45.6%	38.5%	36.0%	33.5%
市盈率	49.54	30.22	26.05	20.91	17.23

资料来源：wind，华西证券研究所

### 分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,632	5,319	6,496	7,747	净利润	1,199	1,390	1,733	2,102
YoY (%)	54.1%	14.8%	22.1%	19.2%	折旧和摊销	81	161	198	232
营业成本	717	806	968	1,137	营运资金变动	372	329	185	144
营业税金及附加	736	851	1,026	1,216	经营活动现金流	1,629	1,914	2,155	2,519
销售费用	1,227	1,410	1,715	2,037	资本开支	-538	-353	-320	-326
管理费用	305	351	422	496	投资	0	0	0	0
财务费用	-37	-28	-30	-33	投资活动现金流	-538	-353	-320	-326
研发费用	20	27	26	31	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-531	-415	-527	-635
营业利润	1,669	1,921	2,388	2,886	现金净流量	560	1,146	1,307	1,558
营业外收支	-33	-24	-27	-26	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	1,636	1,897	2,360	2,859	<b>成长能力</b>				
所得税	437	506	628	758	营业收入增长率	54.1%	14.8%	22.1%	19.2%
净利润	1,199	1,390	1,733	2,102	净利润增长率	64.0%	16.0%	24.6%	21.3%
归属于母公司净利润	1,199	1,390	1,733	2,102	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	64.0%	16.0%	24.6%	21.3%	毛利率	84.5%	84.8%	85.1%	85.3%
每股收益	2.45	2.85	3.55	4.30	净利率	25.9%	26.1%	26.7%	27.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	20.4%	18.1%	18.3%	18.0%
货币资金	1,890	3,036	4,344	5,902	净资产收益率 ROE	45.6%	38.5%	36.0%	33.5%
预付款项	77	71	89	106	<b>偿债能力</b>				
存货	2,197	2,633	3,051	3,610	流动比率	1.30	1.44	1.62	1.80
其他流动资产	23	77	62	80	速动比率	0.59	0.77	0.95	1.11
流动资产合计	4,187	5,817	7,546	9,699	现金比率	0.58	0.75	0.93	1.09
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	55.3%	53.0%	49.3%	46.3%
固定资产	501	882	1,094	1,214	<b>经营效率</b>				
无形资产	120	111	106	100	总资产周转率	0.79	0.69	0.68	0.66
非流动资产合计	1,704	1,862	1,945	1,998	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,891	7,679	9,491	11,697	每股收益	2.45	2.85	3.55	4.30
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.39	7.39	9.85	12.86
应付账款及票据	1,015	1,303	1,469	1,648	每股经营现金流	3.34	3.92	4.41	5.16
其他流动负债	2,218	2,743	3,184	3,743	每股股利	0.00	0.85	1.08	1.30
流动负债合计	3,233	4,046	4,653	5,391	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	30.22	26.05	20.91	17.23
其他长期负债	26	26	26	26	PB	22.27	10.22	7.66	5.87
非流动负债合计	26	26	26	26					
负债合计	3,259	4,072	4,679	5,417					
股本	488	488	488	488					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,632	3,607	4,812	6,279					
负债和股东权益合计	5,891	7,679	9,491	11,697					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。