

水井坊 (600779.SH)

业绩短期承压，高端化推进有望带动利润率提升

买入

核心观点

2022Q2 业绩扭亏为盈，价格增长贡献明显，利润率稳步提升。2022H1 公司实现营收 20.7 亿元 (+12.9%)，实现归母净利润 3.7 亿元 (-2.0%)，其中销量为 4786.5 千升 (+5.7%)，均价为 42.7 万元/千升 (+5.5%)，实现量价齐升，核心产品成交价均有 30-50 元的增长；2022Q2 公司实现营收 6.6 亿元 (+10.4%)，实现归母净利润 0.1 亿元 (+116.9%)，利润扭亏为盈，主要受益价格增长，其中销量为 1521.8 千升 (-4.9%)，均价为 42.3 万元/千升 (+13.6%)。公司盈利水平稳中有升，2022H1 毛利率 84.8% (+0.3pct)，净利率 17.8% (-2.7pct)；2022Q2 毛利率 84.6% (+1.1pct)，净利率 1.1% (+8.1pct)；Q2 利润率提升一方面得益于高档酒占比提升，另一方面也与疫情影响费用投放使得销售费用率下降有关，2022Q2 销售费用率为 43.3% (-9.4pct)。2022Q2 末预收款 8.7 亿元维持高位 (同比+35.8%/环比+2.2%)。

2022Q2 高档酒平稳增长占比提升，典藏和井台销售势头向好。产品方面，2022H1 高档/中档酒营收分别为 19.8/0.6 亿元 (+11.4%/+13.9%)，高档酒占比为 97.0% (-0.1pct)；2022Q2 高档/中档酒营收分别为 6.2/0.2 亿元 (+9.8%/-27.4%)，高档酒占比为 96.9% (+1.5pct)。去年 10 月新版典藏推出后不断拓展团购，目前有 200 个左右经销商 (其中约一半是团购商)，今年上半年典藏动销增长 36%，今年 4 月中旬新版井台上市后铺货进展较为顺利，后续有望逐步放量。区域方面，2022H1 国内/国外收入分别为 20.1/0.3 亿元 (+10.0%/+853.1%)，其中疫情影响较小的市场持续双位数成长，库存保持健康，全国整体库存约在 35 天以下 (部分区域约在 28 天以下)。渠道方面，2022H1 批发渠道/新渠道收入分别为 19.3/1.2 亿元 (+19.4%/-46.1%)。

高端化战略持续推进，产品结构有望稳步提升。公司坚持品牌高端化和营销突破策略，在高端价格带以新典藏为核心布局，在次高端价格带以新井台和臻酿八号为基本盘，推进宴席和团购销售。7 月起公司进入 F23 新财年，经销商已启动开门红回款。公司表示 2022 年收入和净利润均增长 15% 左右的目标保持不变，考虑下半年白酒动销有望持续转好，预计目标有望顺利达成。

风险提示：宏观经济波动；疫情大面积反复；高端化推进不及预期。

投资建议：看好公司长期成长性和确定性，维持“买入”评级

考虑公司产品结构不断升级有望拉动利润率稳步增长，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 2.84/3.49/4.22 元，对应 PE 为 28/23/19x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,006	4,632	5,369	6,468	7,767
(+/-%)	-15.1%	54.1%	15.9%	20.5%	20.1%
净利润(百万元)	731	1199	1387	1704	2060
(+/-%)	-11.5%	64.0%	15.6%	22.9%	20.9%
每股收益(元)	1.50	2.46	2.84	3.49	4.22
EBIT Margin	31.3%	35.1%	34.6%	35.2%	35.4%
净资产收益率 (ROE)	34.2%	45.6%	41.7%	40.8%	39.6%
市盈率 (PE)	52.9	32.3	27.9	22.7	18.8
EV/EBITDA	40.3	24.6	21.7	17.6	14.8
市净率 (PB)	18.11	14.70	11.63	9.26	7.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn liyilin1@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：李依琳

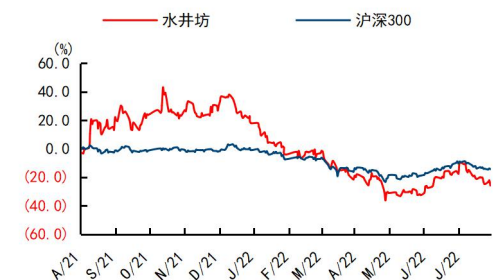
010-88005029

S0980521070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	75.52 元
总市值/流通市值	36854/36854 百万元
52 周最高价/最低价	147.30/64.20 元
近 3 个月日均成交额	463.78 百万元

市场走势



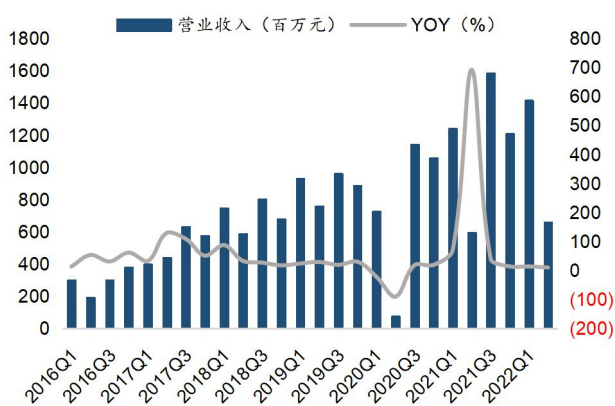
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《水井坊-600779-重大事件快评：渠道深耕驱动业绩高速增长，高端化改革成效值得期待》——2022-01-28
- 《水井坊-600779-2021 年三季度点评：业绩强劲增长，高端化稳步推进前景广阔》——2021-11-01
- 《水井坊-600779-重大事件快评：股权激励更进一步，中长期成长仍可预期》——2021-08-10
- 《水井坊-600779-2021 年半年报点评：业绩阶段性承压，高端化战略蓄力长远》——2021-07-26
- 《国信证券-水井坊-2020 年报及 2021 一季报点评：Q1 量价齐升业绩高增，2021 年收入利润指引积极》——2021-04-29

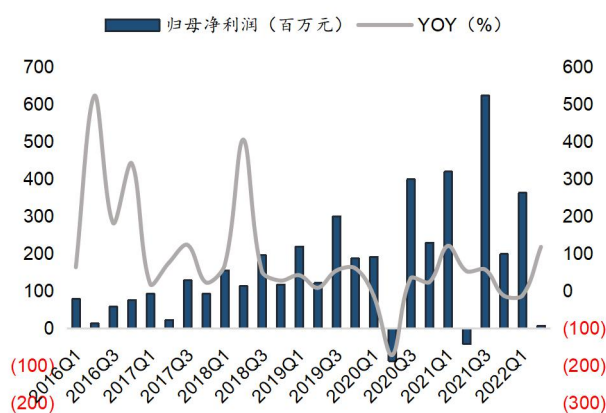
2022Q2 业绩扭亏为盈，价格增长贡献明显，利润率稳步提升。2022H1 公司实现营收 20.7 亿元(+12.9%)，实现归母净利润 3.7 亿元(-2.0%)，其中销量为 4786.5 千升(+5.7%)，均价为 42.7 万元/千升(+5.5%)，实现量价齐升，核心产品成交价均有 30-50 元的增长；2022Q2 公司实现营收 6.6 亿元(+10.4%)，实现归母净利润 0.1 亿元(+116.9%)，利润扭亏为盈，主要受益价格增长，其中销量为 1521.8 千升(-4.9%)，均价为 42.3 万元/千升(+13.6%)。公司盈利水平稳中有升，2022H1 毛利率 84.8% (+0.3pct)，净利率 17.8% (-2.7pct)；2022Q2 毛利率 84.6% (+1.1pct)，净利率 1.1% (+8.1pct)；Q2 利润率提升一方面得益于高档酒占比提升，另一方面也与疫情影响费用投放使得销售费用率下降有关，2022Q2 销售费用率为 43.3% (-9.4pct)。2022Q2 末预收款 8.7 亿元维持高位(同比+35.8%/环比+2.2%)。

图1：水井坊单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



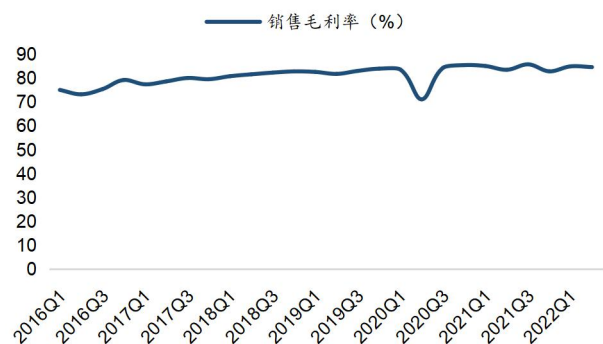
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：水井坊单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：水井坊单季度销售毛利率（单位：%）

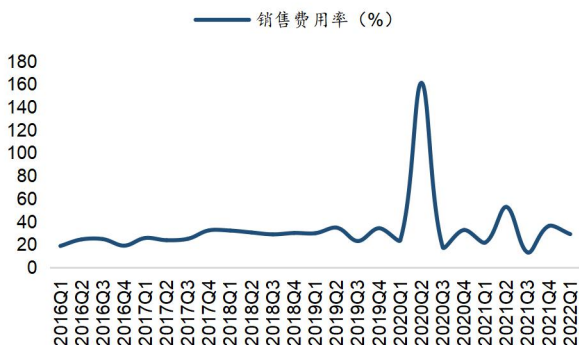


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

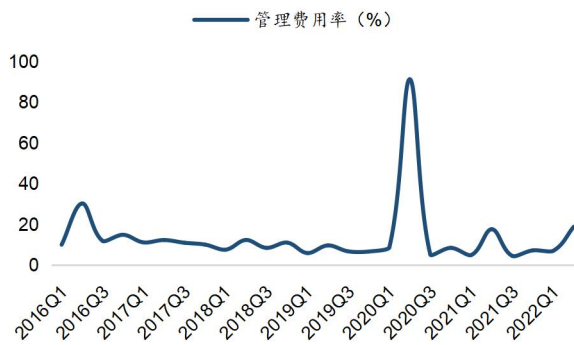
图4：水井坊单季度销售净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 水井坊单季度销售费用率 (单位: %)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 水井坊单季度管理费用率 (单位: %)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022Q2 高档酒平稳增长占比提升, 典藏和井台销售势头向好。产品方面, 2022H1 高档/中档酒营收分别为 19.8/0.6 亿元 (+11.4%/+13.9%), 高档酒占比为 97.0% (-0.1pct); 2022Q2 高档/中档酒营收分别为 6.2/0.2 亿元 (+9.8%/-27.4%), 高档酒占比为 96.9% (+1.5pct)。去年 10 月新版典藏推出后不断拓展团购, 目前有 200 个左右经销商 (其中约一半是团购商), 今年上半年典藏动销增长 36%, 今年 4 月中旬新版井台上市后铺货进展较为顺利, 后续有望逐步放量。区域方面, 2022H1 国内/国外收入分别为 20.1/0.3 亿元 (+10.0%/+853.1%), 其中疫情影响较小的市场持续双位数成长, 库存保持健康, 全国整体库存约在 35 天以下 (部分区域约在 28 天以下)。渠道方面, 2022H1 批发渠道/新渠道收入分别为 19.3/1.2 亿元 (+19.4%/-46.1%)。

表1: 2022H1 公司收入结构拆分

项目	按产品档次		按销售渠道	
	高档酒	中档酒	批发代理	新渠道
收入 (亿元)	19.8	0.6	19.3	1.2
同比增速 (%)	11.4%	13.9%	19.4%	-46.1%
收入占比 (%)	97.0%	3.0%	94.2%	5.8%
占比 yoy	-0.1%	0.1%	6.2%	-6.2%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

高端化战略持续推进, 产品结构有望稳步提升。公司坚持品牌高端化和营销突破策略, 在高端价格带以新典藏为核心布局, 在次高端价格带以新井台和臻酿八号为基本盘, 推进宴席和团购销售。7 月起公司进入 F23 新财年, 经销商已启动开门红回款。公司表示 2022 年收入和净利润均增长 15% 左右的目标保持不变, 考虑下半年白酒动销有望持续转好, 预计目标有望顺利达成。

投资建议: 考虑公司产品结构不断升级有望拉动利润率稳步增长, 预计公司 2022-2024 年营业收入为 53.7/64.7/77.7 亿元, 同比增速为 15.9%/20.5%/20.1%, 归母净利润为 13.9/17.0/20.6 亿元, 同比增速为 15.6%/22.9%/20.9%, 对应摊薄 EPS 为 2.84/3.49/4.22 元, 当前股价对应 PE 为 28/23/19x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1330	1890	1890	2285	2981	营业收入	3006	4632	5369	6468	7767
应收款项	4	14	24	29	35	营业成本	475	717	816	968	1149
存货净额	1879	2197	2676	3120	3711	营业税金及附加	468	736	854	1021	1232
其他流动资产	52	85	189	153	200	销售费用	841	1227	1460	1746	2097
流动资产合计	3265	4187	4779	5587	6927	管理费用	280	305	359	428	510
固定资产	763	1205	1708	2219	2686	研发费用	2	20	24	26	31
无形资产及其他	123	120	116	112	108	财务费用	(23)	(37)	(41)	(46)	(66)
投资性房地产	215	379	379	379	379	投资收益	0	0	0	0	0
						资产减值及公允价值变					
长期股权投资	0	0	0	0	0	动	13	5	8	9	7
资产总计	4367	5891	6982	8297	10100	其他收入	(13)	(19)	(24)	(26)	(31)
短期借款及交易性金融						营业利润	965	1669	1906	2333	2821
负债	0	5	259	3	4	营业外净收支	(7)	(33)	(14)	(14)	(14)
应付款项	631	1015	988	1273	1495	利润总额	958	1636	1892	2319	2807
其他流动负债	1585	2213	2385	2820	3368	所得税费用	227	437	505	614	747
流动负债合计	2216	3233	3633	4095	4867	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	731	1199	1387	1704	2060
其他长期负债	15	26	25	25	26	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	15	26	25	25	26	净利润	731	1199	1387	1704	2060
负债合计	2231	3259	3657	4120	4893	资产减值准备	6	(8)	10	5	4
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	74	78	92	149	191
股东权益	2136	2632	3325	4177	5207	公允价值变动损失	(13)	(5)	(8)	(9)	(7)
负债和股东权益总计	4367	5891	6982	8297	10100	财务费用	(23)	(37)	(41)	(46)	(66)
						营运资本变动	223	490	(438)	310	133
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	(6)	8	(10)	(5)	(4)
每股收益	1.50	2.46	2.84	3.49	4.22	经营活动现金流	1015	1762	1033	2156	2377
每股红利	1.11	0.92	1.42	1.74	2.11	资本开支	0	(502)	(593)	(652)	(652)
每股净资产	4.37	5.39	6.81	8.55	10.66	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROIC	35.06%	51.53%	45%	46%	52%	投资活动现金流	0	(502)	(593)	(652)	(652)
ROE	34.24%	45.56%	42%	41%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	84%	85%	85%	85%	85%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	35%	35%	35%	35%	支付股利、利息	(542)	(447)	(693)	(852)	(1030)
EBITDA Margin	34%	37%	36%	38%	38%	其它融资现金流	155	194	254	(256)	1
收入增长	-15%	54%	16%	20%	20%	融资活动现金流	(929)	(700)	(440)	(1108)	(1029)
净利润增长率	-11%	64%	16%	23%	21%	现金净变动	87	560	0	395	696
资产负债率	51%	55%	52%	50%	48%	货币资金的期初余额	1243	1330	1890	1890	2285
股息率	1.4%	1.2%	1.8%	2.2%	2.7%	货币资金的期末余额	1330	1890	1890	2285	2981
P/E	52.9	32.3	27.9	22.7	18.8						

P/B	18.1	14.7	11.6	9.3	7.4	企业自由现金流	0	1257	422	1482	1689
EV/EBITDA	40.3	24.6	21.7	17.6	14.8	权益自由现金流	0	1452	706	1260	1738

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032