

水井坊 (600779.SH)

增持 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 71.38 元

疫情影响增长表现, 下半年有望改善

水井坊发布 2022 年半年报, 公司 2022 年上半年实现营业收入 20.7 亿, 同比 +12.9%; 实现归母净利润 3.7 亿, 同比 -2.0%。其中 Q2 实现营收 6.6 亿, 同比 +10.4%; 实现归母净利润 0.1 亿, 同比扭亏。考虑到下半年疫情仍有持续反复的可能性, 我们下调 22-24 年 EPS 预测为 2.75、3.41、3.98 元对应 22 年 26X, 维持“增持”评级。

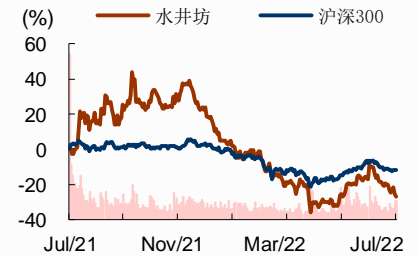
- **Q2 实现双位数增长, 现金回款高于收入端。** 水井坊上半年实现营业收入 20.7 亿, 同比 +12.9%; 高档酒实现收入 19.8 亿, 同比 +11.4%, 其中典藏系列实现 36% 同比增速; 实现归母净利润 3.7 亿, 同比 -2.0%; 实现现金回款 21.3 亿, 同比 +12.3%。其中 Q2 实现营收 6.6 亿, 同比 +10.4%; 实现归母净利润 0.1 亿, 同比扭亏; 实现现金回款 7.4 亿, 同比 +36.8%; 期末经销商合同负债 1.3 亿, 相比年初减少 2.1 亿。公司上半年收入增长拆分来看, 量价分别增长 4% 和 8%, 产品结构进一步升级。
- **Q2 销售费用收缩, 实现季度扭亏。** 公司 22Q2 实现毛利率 84.6%, 同比 +1.1pct; 实现销售费用率 43.3%, 同比 -9.4pct; 实现管理费用率 17.3%, 同比 -0.1pct。营业税金及附加率 +4.4pct, 最终实现净利率 1.1%, 同比 +8.1pct。公司 Q2 销售费用同比下滑 9.3% 是公司扭亏的核心原因, 我们认为这主要是疫情之下, 公司放缓费用投放节奏的结果。
- **全年目标仍有压力, 行业复苏是关键。** 公司 2021H1 和 H2 相比于 2019 年同期分别实现复合增长 4.3% 和 22.8%, 公司下半年基数将进一步抬升。虽然我们预计下半年白酒市场持续改善, 有望帮助公司追赶全年任务目标, 但考虑到下半年的基数问题, 公司完成全年目标仍有压力。
- **疫情影响超预期, 等待行业复苏。** 公司上半年增速低于预期, 下半年在高基数的背景下全年任务仍有一定压力。考虑到下半年疫情仍有持续反复的可能性, 我们下调 22-24 年 EPS 预测为 2.75、3.41、3.98 元对应 22 年 26X, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 疫情长期持续对动销影响、省外扩张受阻。**

基础数据

总股本 (万股)	48837
已上市流通股 (万股)	48836
总市值 (亿元)	362
流通市值 (亿元)	362
每股净资产 (MRQ)	5.3
ROE (TTM)	45.8
资产负债率	56.4%
主要股东	四川成都水井坊集团有限公司
主要股东持股比例	39.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-28	-36
相对表现	-8	-20	-24



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《水井坊 (600779) — 疫情影响短期压力加大, 静待疫情结束》2022-04-25
- 《水井坊 (600779) — 全年业绩顺利收官, 一季度增速或超预期》2022-01-27
- 《水井坊 (600779) — 三季度利润超预期, 看好来年发展》2021-10-31

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3006	4632	5161	6227	7142
同比增长	-15%	54%	11%	21%	15%
营业利润(百万元)	965	1669	1824	2251	2623
同比增长	-12%	73%	9%	23%	17%
归母净利润(百万元)	731	1199	1343	1664	1943
同比增长	-11%	64%	12%	24%	17%
每股收益(元)	1.50	2.46	2.75	3.41	3.98
PE	48	29	26	21	18
PB	18.1	14.7	10.6	7.9	6.1

资料来源: 公司数据、招商证券

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

欧阳廷昊 研究助理

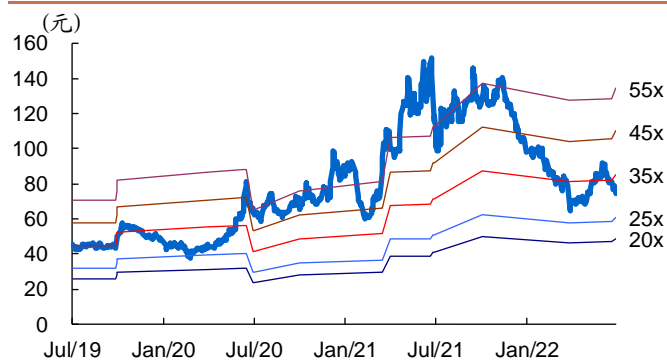
ouyangtinghao@cmschina.com.cn

表 1: 水井坊单季度利润表

单位: 百万元	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	20A	21A
一、营业总收入	1142	1060	1240	597	1586	1209	1415	659	3517	4632
二、营业总成本	613	747	697	610	747	920	938	641	2286	2974
其中: 营业成本	179	154	185	99	226	208	213	101	541	717
营业税金及附加	173	159	189	98	251	199	223	136	541	736
营业费用	201	346	269	315	206	437	410	285	937	1227
管理费用	59	89	61	104	69	72	92	114	277	305
研发费用	0	1	1	1	3	15	7	10	2	20
财务费用	-4	-7	-9	-9	-9	-11	-9	-9	-24	-37
资产减值损失	4	6	1	3	1	0	1	3	13	5
三、其他经营收益	2	-4	17	-5	-1	0	8	0	30	11
公允价值变动	2	1	17	0	0	2	8	1	37	20
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	531	308	560	-18	839	289	485	19	1261	1669
加: 营业外收入	0	1	1	1	0	1	0	0	3	3
减: 营业外支出	0	0	0	30	5	0	0	0	1	36
五、利润总额	531	309	561	-48	833	289	485	19	1264	1636
减: 所得税	133	79	142	-6	210	91	122	12	305	437
六、净利润	399	230	419	-42	623	199	363	7	960	1199
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净	399	230	419	-42	623	199	363	7	960	1199
EPS	0.82	0.47	0.86	-0.09	1.28	0.41	0.74	0.01	1.97	2.46
主要比率										
毛利率	84.3%	85.4%	85.1%	83.5%	85.8%	82.8%	84.9%	84.6%	84.2%	84.5%
主营税金率	15.1%	15.0%	15.3%	16.3%	15.8%	16.5%	15.7%	20.7%	15.6%	15.9%
营业费率	17.6%	32.6%	21.7%	52.7%	13.0%	36.2%	29.0%	43.3%	28.0%	26.5%
管理费率	5.2%	8.4%	4.9%	17.4%	4.3%	5.9%	6.5%	17.3%	9.3%	6.6%
营业利润率	46.5%	29.1%	45.2%	-3.1%	52.9%	23.9%	34.3%	2.8%	32.1%	36.0%
实际税率	25.0%	25.6%	25.2%	11.9%	25.2%	31.3%	25.2%	62.7%	23.7%	26.7%
净利率	34.9%	21.7%	33.8%	-7.1%	39.3%	16.4%	25.6%	1.1%	24.3%	25.9%
YoY										
收入增长率	18.9%	19.3%	70.2%	691.5%	38.9%	14.0%	14.1%	10.4%	-15.1%	54.1%
营业利润增长率	33.2%	22.3%	112.7%	-86.7%	57.9%	-6.3%	-13.4%	-200.7%	-12.4%	73.0%
净利润增长率	33.1%	22.7%	119.7%	-52.0%	56.3%	-13.4%	-13.5%	-116.9%	-11.5%	64.0%

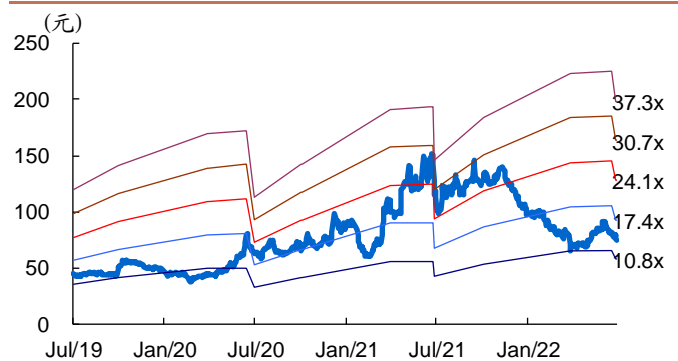
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 水井坊历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 水井坊历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《水井坊（600779）—疫情影响短期压力加大，静待疫情结束》2022-04-25
- 2、《水井坊（600779）—全年业绩顺利收官，一季度增速或超预期》2022-01-27
- 3、《水井坊（600779）—三季度利润超预期，看好来年发展》2021-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3265	4187	5536	7189	8997
现金	1330	1890	2806	3948	5279
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2	7	2	3	3
其它应收款	2	7	8	9	11
存货	1879	2197	2618	3108	3565
其他	52	85	102	121	138
非流动资产	1102	1704	1661	1623	1589
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	534	501	470	443	419
无形资产商誉	123	120	108	97	87
其他	445	1084	1084	1083	1083
资产总计	4367	5891	7197	8812	10586
流动负债	2216	3233	3538	3892	4222
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	631	1015	1214	1441	1653
预收账款	736	959	1147	1361	1562
其他	849	1260	1178	1090	1008
长期负债	15	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他	15	26	26	26	26
负债合计	2231	3259	3564	3918	4249
股本	488	488	488	488	488
资本公积金	387	270	270	270	270
留存收益	1260	1873	2874	4135	5579
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2136	2632	3633	4894	6337
负债及权益合计	4367	5891	7197	8812	10586

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	845	1629	1257	1529	1805
净利润	731	1199	1343	1664	1943
折旧摊销	75	81	76	71	66
财务费用	0	0	(19)	(27)	(37)
投资收益	0	0	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	90	386	(110)	(160)	(149)
其它	(52)	(38)	(13)	2	2
投资活动现金流	(218)	(538)	(12)	(12)	(12)
资本支出	(218)	(538)	(32)	(32)	(32)
其他投资	0	0	20	20	20
筹资活动现金流	(545)	(531)	(329)	(376)	(462)
借款变动	(462)	(120)	(5)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	1	(117)	0	0	0
股利分配	(98)	(342)	(342)	(403)	(499)
其他	14	49	19	27	37
现金净增加额	83	560	917	1142	1331

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3006	4632	5161	6227	7142
营业成本	475	717	858	1019	1168
营业税金及附加	468	736	804	970	1112
营业费用	841	1227	1295	1532	1721
管理费用	280	305	382	461	529
研发费用	2	20	23	28	32
财务费用	(23)	(37)	(19)	(27)	(37)
资产减值损失	(19)	(14)	(14)	(14)	(14)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	21	20	20	20	20
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	965	1669	1824	2251	2623
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	9	36	36	36	36
利润总额	958	1636	1791	2218	2590
所得税	227	437	448	555	648
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	731	1199	1343	1664	1943

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-15%	54%	11%	21%	15%
营业利润	-12%	73%	9%	23%	17%
归母净利润	-11%	64%	12%	24%	17%
获利能力					
毛利率	84.2%	84.5%	83.4%	83.6%	83.6%
净利率	24.3%	25.9%	26.0%	26.7%	27.2%
ROE	34.4%	50.3%	42.9%	39.0%	34.6%
ROIC	33.8%	50.1%	43.2%	39.1%	34.5%
偿债能力					
资产负债率	51.1%	55.3%	49.5%	44.5%	40.1%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.3	1.6	1.8	2.1
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
存货周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	195.0	987.0	1061.0	2488.0	2431.0
应付账款周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
每股资料(元)					
EPS	1.50	2.46	2.75	3.41	3.98
每股经营净现金	1.73	3.34	2.57	3.13	3.70
每股净资产	4.37	5.39	7.44	10.02	12.98
每股股利	0.70	0.70	0.83	1.02	1.19
估值比率					
PE	47.8	29.1	26.0	21.0	18.0
PB	16.3	13.2	9.6	7.1	5.5
EV/EBITDA	35.5	21.0	18.9	15.5	13.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

欧阳廷昊：中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。