

水井坊 (600779)

报告日期: 2022年8月1日

疫情影响下业绩短期承压, 高端化趋势不改 ——水井坊 22H1 业绩点评报告

分析师: 杨骥 执业证书编号: S1230522030003
分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003
分析师: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001;

事件

水井坊发布 2022H2 业绩: 2022 年上半年营收 20.74 亿, 同比+12.89%; 归母净利润 3.70 亿, 同比-2.00%; 扣非净利润 3.63 亿元, 同比-6.88%; 其中 22Q2 营收 6.59 亿, 同比+10.36%; 归母净利润 0.07 亿, 同比+116.88%; 扣非净利润 0.06 亿元, 同比+139.01%。

投资要点

□ 收入实现稳步增长, 疫情影响下净利润低于预期

收入方面: 2022Q2 高档、中档酒实现收入 6.24、0.20 亿元, 分别同比变动 +9.82%、-27.54%, 收入占比分别较去年同期变动 +1.52、-1.52 个百分点至 96.92%、3.08%; ①分市场: 22H1 疫情影响较小的市场仍双位数增长, 8 大市场中 5 个市场为双位数增长, 大部分门店恢复至疫前 80% 的水平; ②分产品: 22H1 典藏动销增长 +36%, 主因消费场景的特殊性+基数较小+品牌高端化策略持续推进, 臻酿八号和井台都有双位数增长 (4 月定位 550 元价位带的升级版井台铺货)。结构上移背景下, 22Q2 高档、中档酒毛利率分别同比增加 +0.42、+7.48 个百分点至 85.17%、67.07%; 22Q2 国内白酒产品销量同比变动 +3.99% 至 4698.01 千升, 同时均价变动 +5.79% 至 42.88 万元/千升。

净利润方面: 年初公司对冰雪奥运会 IP 赞助+WTT 世界乒联合作进行赞助, 22Q1 的高市场费用投入效用在 22Q2 受疫情影响表现下未及预期, 或为 22Q2 净利润表现低于预期原因之一, 预计下半年将有所改善。

消费者培育: 公司通过圈层营销/数字化营销持续推进高端化/提升终端高质量动销, 具体来看——①圈层合作: 与 WTT 的合作将水井坊精神与国球精神联系; 通过网球赛事与高端圈层建立长期联系。②美学馆落地: 未来有望在各地开设作为当地消费者培育基地推广水井坊文化。③数字化营销: 联动 WTT 资源, #消费者开瓶扫码赢礼品及奖金+门店随机金额的贷款折扣金, 将资源倾斜至终端门店加大渠道推力。

□ 聚焦核心市场+外拓新兴市场, 重点提升优级经销商体量

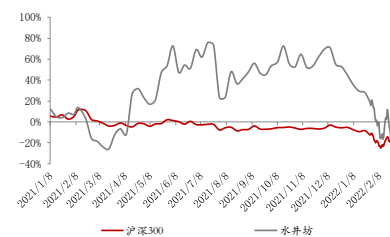
市场方面: 1) 四川: 公司深耕成都基地市场, 公司对成都市场发展信心俱增; 2) 河南: 受疫情影响面临较大挑战, 处于调整阶段, 公司计划针对经销商及门店做调整保障市场份额; 3) 江苏、浙江: 疫前强双位数成长, 疫情下 22H1 增速放缓, 但公司在当地份额较小仍有较大提升空间。4) 其他: 8 大市场仍存较多空白点有待拓展, 同时随着 8 号的铺货率提升+性价比优势, 做发达市场外的小市场培育。**经销商方面:** 2022Q2 新渠道、批发代理渠道收入分别同比变动 -43.10%、+17.65% 至 0.53、5.90 亿元; 毛利率分别同比增加 +3.11、+0.28 个百分点至 81.01%、84.93%; 销量分别同比变动 -52.18%、+5.72% 至 139.82、1382.01 千升; 均价分别同比变动 +19.00%、+11.29% 至 38.08、42.70 万元/千升; 经销商数量较环比未变动, 单个经销商规模提升, 未来公司将有限提升经销商质量。

□ 结构提升+费用率得到较好管控推升 22Q2 毛利率

22Q2 公司实现毛利率同增 1.1 个百分点至 84.6%, 主因结构升级叠加费用率管控较优: 1) 费用方面, 22Q2 销售费用率同比下降 9.4 个百分点至 43.3%, 管

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	71.86

单季度业绩	元/股
3Q/2021	1.28
4Q/2021	0.41
1Q/2022	0.74
2Q/2022	0.01



公司简介

水井坊历史悠久, 为川酒“六朵金花”之一。水井坊酒具有“窖香幽雅、陈香飘逸、绵甜醇厚、圆润爽口、香味谐调、尾净悠长”的独特风格, 是中国浓香型白酒的典范。

相关报告

《水井坊 21 年&22Q1 业绩点评: 21 年圆满收官, 22Q1 利润略不及预期 (20220423)》

《水井坊 21 年业绩预告点评: 21 年圆满收官, 高端化战略可期》 (20220128)

《水井坊 21Q3 业绩点评: 轻装迎来新财年开门红, 利润表现优异》 (20211029)

《水井坊事件点评: 回购价格上限及总金额调整, 彰显管理层信心》 (20210809)

《水井坊 21H1 业绩点评: 费用前置造成利润不及预期, 下半年将轻装上阵》 (20210724)

《水井坊深度: 轻装上阵, 高端可期》 (20210706)

理费用率同比下降 0.1 个百分点至 17.3%；2) 税费率方面，22Q2 营业税金率同比增长 4.40 个百分点至 20.7%；3) 22Q2 合同负债 8.57 亿元，环比增长 0.18 亿元，同比 2.18 亿元至 8.57 亿元；4) 22Q2 经营性现金流净额-3.9 亿元，较去年同期减少 0.6 亿元（主要系支付的市场广告费等其他经营活动现金流出的增长所致）。

□ 展望 22 年：打造高端大单品深耕核心市场，15%业绩增速目标可达性高

公司 2022 年公司将：1) 强化核心，珍酿八号继续引领规模增长；2) 继续执行三大策略，打造井台与典藏为高端白酒大单品；3) 加快产品创新和扩大产品升级品质；4) 深耕八大核心市场，加速增长，强化电商业务的成长业务；5) 在充满不确定性和困难时期，保持敏捷性和韧性。

我们认为：公司将继续重点发力典藏及以上产品，以拉动臻酿八号及井台品牌价值/价盘提升，引导价位升级，高端化成效可期，典藏及以上高端产品收入占比有望提升至双位数，主因：1) 基因：公司高端基因为实现高端化战略的必要基础；2) 渠道：当前升级版典藏新品均已上市，处于铺货阶段，高端酒平台的成立将有效激活渠道，同时让高端产品投入更灵活，高端销售公司现已加盟了 200+商家，对接 2000+企业客户；3) 营销：弥补此前消费者培育弱项，将消费者培育作为当前工作重点，成立“狮王荟”以锁定意见领袖，匹配高端化战略进行圈层营销。考虑到高端化战略成效将逐步显现，公司中长期发展逻辑顺畅。

□ 盈利预测及估值

考虑到 2022 年公司收入/净利润目标分别为 15%、15%，且往年实际业绩均超原定业绩目标，预计今年仍将超额完成年初制定的全年目标。预计 2022-2024 年收入增速分别为 15.8%、21.2%、20.1%；归母净利润增速分别为 14.7%、23.6%、22.1%；EPS 分别为 2.8、3.5、4.2 元/股；PE 分别为 26X、21X、17X。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ 催化剂：消费升级持续、高价位产品导入顺利；

风险提示：国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	4631.9	5364.0	6502.8	7813.0
(+/-)	54.1%	15.8%	21.2%	20.1%
净利润	1199.2	1375.5	1699.6	2075.1
(+/-)	63.6%	14.7%	23.6%	22.1%
每股收益 (元)	2.5	2.8	3.5	4.2
P/E	29	26	21	17

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4187	4830	6474	8636
现金	1890	2448	3690	5352
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7	31	42	63
其它应收款	7	5	7	9
预付账款	77	57	75	92
存货	2197	2208	2625	3079
其他	9	79	35	41
非流动资产	1704	1939	2197	2232
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	501	677	850	979
无形资产	120	126	117	111
在建工程	705	884	947	838
其他	379	253	282	305
资产总计	5891	6769	8671	10868
流动负债	3233	2835	3306	3744
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1015	849	1120	1306
预收账款	0	187	76	121
其他	2218	1799	2111	2316
非流动负债	26	21	21	23
长期借款	0	0	0	0
其他	26	21	21	23
负债合计	3259	2857	3327	3766
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2632	3913	5344	7101
负债和股东权益	5891	6769	8671	10868
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1629	1135	1711	1993
净利润	1199	1376	1700	2075
折旧摊销	79	51	65	78
财务费用	(37)	(81)	(41)	(63)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	832	(303)	446	392
其它	(445)	93	(459)	(489)
投资活动现金流	(538)	(413)	(293)	(91)
资本支出	(442)	(394)	(288)	(83)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(97)	(19)	(5)	(8)
筹资活动现金流	(531)	(163)	(175)	(239)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(531)	(163)	(175)	(239)
现金净增加额	560	558	1242	1662

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4632	5364	6503	7813
营业成本	717	721	857	1005
营业税金及附加	736	853	1034	1242
营业费用	1227	1475	1756	2149
管理费用	305	410	510	575
研发费用	20	24	29	35
财务费用	(37)	(81)	(41)	(63)
资产减值损失	(5)	(13)	(17)	(16)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	11	14	12	12
营业利润	1669	1911	2354	2867
营业外收支	(33)	(34)	(35)	(36)
利润总额	1636	1876	2318	2831
所得税	437	501	619	755
净利润	1199	1376	1700	2075
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1199	1376	1700	2075
EBITDA	1686.8	1895.3	2338.1	2840.8
EPS (最新摊薄)	2.5	2.8	3.5	4.2
主要财务比率				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	54.1%	15.8%	21.2%	20.1%
营业利润	72.7%	14.5%	23.2%	21.8%
归属母公司净利润	63.6%	14.7%	23.6%	22.1%
获利能力				
毛利率	84.5%	86.6%	86.8%	87.1%
净利率	25.9%	25.6%	26.1%	26.6%
ROE	50.3%	42.0%	36.7%	33.3%
ROIC	44.2%	34.3%	31.0%	28.4%
偿债能力				
资产负债率	55.3%	42.2%	38.4%	34.7%
净负债比率	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.3	1.7	2.0	2.3
速动比率	0.6	0.9	1.2	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转率	987.0	411.5	419.4	510.7
应付帐款周转率	1.0	0.9	1.0	0.9
每股指标(元)				
每股收益	2.5	2.8	3.5	4.2
每股经营现金	3.3	2.3	3.5	4.1
每股净资产	5.4	8.0	10.9	14.5
估值比率				
P/E	29.3	25.5	20.6	16.9
P/B	13.3	9.0	6.6	4.9
EV/EBITDA	33.6	17.2	13.4	10.5

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>