

2023年07月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，期待下半年井台表现

—水井坊 (600779.SH) 公司事件点评报告

买入(维持)

分析师：孙山山 S1050521110005
 sunss@cfsc.com.cn

基本数据		2023-07-31
当前股价 (元)	75.34	
总市值 (亿元)	368	
总股本 (百万股)	488	
流通股本 (百万股)	488	
52周价格范围 (元)	55.38-89.94	
日均成交额 (百万元)	393.14	



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《水井坊 (600779)：稳步推进高端化，库存环比继续改善》2023-06-17
- 《水井坊 (600779)：业绩符合预期，期待改善加速》2023-04-29
- 《水井坊 (600779)：业绩符合预期，2023年可期》2023-01-19

投资要点

业绩符合预期，库存持续改善

2023H1 总营收 15.27 亿元（同减 26%），归母净利润 2.03 亿元（同减 45%）。2023Q2 总营收 6.73 亿元（同增 2%），归母净利润 0.43 亿元（同增 509%），2023Q1 受疫情影响较大，2023Q2 逐步恢复，动销双位数增长，业绩符合预期。目前省代到 T1 和门店的渠道库存已低于去年同期，处于良性水平。2023H1 年毛利率 82.46% (-2pct)，其中 2023Q2 毛利率 81.56% (-3pct)。2023H1 年净利率 13.28% (-5pct)，2023Q2 为 6.43% (+5pct)。2023H1 销售费用率为 35.97% (+2pct)，2023Q2 为 41.13% (-2pct)。2023H1 管理费用率为 13.15% (+3pct)，2023Q2 为 16.92% (-0.4pct)，费用端有所收窄。2023H1 经营活动现金流净额为 0.13 亿元（同增 815%），2023Q2 为 0.30 亿元（同减 108%）。2023H1 销售回款 16.90 亿元（同减 21%），2023Q2 为 8.13 亿元（同增 9%）。截至 2023H1，合同负债 10.86 亿元（环比+9%），销售动力较足。

团购渠道增速快，期待下半年井台表现

分产品看，2023H1 高档/中档酒营收分别为 14.29/0.86 亿元，分别同比-28%/+41%，分别占比 94%/6%，毛利率分别为 84%/63%，同比-1pct/-4pct。2023Q2 高档/中档营收分别为 6.27/0.40 亿元，分别同比+0.6%/+103%，上半年以新天号陈为代表的中高端表现较好，另外公司着力打造品牌高端化，推出超高端产品“第一坊”。后续公司从加大文化与体育圈层营销、围绕新一代井台做好线下活动和线上传播，期待下半年井台占比逐步提升。分渠道看，2023H1 新渠道/批发代理营收分别为 2.03/13.13 亿元，同比+70%/-32%，毛利率分别为 78%/84%，均同比-1pct。2023Q2 新渠道/批发代理营收分别为 1.13/5.55 亿元，分别同比+112%/-6%，电商和团购等新兴渠道实现恢复性增长。分区域看，2023H1 国内/国外营收分别为 14.95/0.20 亿元，分别同比-26%/-34%。量价拆分看，2023H1 新渠道销量 56.82 万升（同增 78%），批发代理销量 352.34 万升（同减 21%）。2023H1 新渠道均价 356.80 元/升（同减 5%），批发代理 372.58 元/升（同减 14%）。截

至 2023H1，经销商 51 家，较年初增加 1 家。

■ 盈利预测

我们看好公司继续推进高端品牌建设，加大对新一代井台的消费者培育，聚焦前八大核心市场，打造浓香白酒头部品牌之一。下半年公司预期营收恢复双位数增长，根据公司业绩报告，我们略调整 2023-2025 年 EPS 为 2.74/3.26/3.74 元（前值分别为 2.92/3.41/3.92 元），当前股价对应 PE 分别为 28/23/20 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、前八大市场增长不及预期、典藏大师及井台销售不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	4,673	5,172	5,875	6,574
增长率（%）	0.9%	10.7%	13.6%	11.9%
归母净利润（百万元）	1,216	1,338	1,591	1,825
增长率（%）	1.4%	10.1%	18.9%	14.7%
摊薄每股收益（元）	2.49	2.74	3.26	3.74
ROE（%）	35.2%	30.9%	29.7%	27.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	4,673	5,172	5,875	6,574
现金及现金等价物	1,912	2,742	3,831	5,179	营业成本	725	797	889	978
应收款项	18	21	24	25	营业税金及附加	735	807	911	1,012
存货	2,443	2,637	2,712	2,726	销售费用	1,279	1,438	1,592	1,775
其他流动资产	37	36	41	46	管理费用	355	398	435	480
流动资产合计	4,410	5,436	6,608	7,976	财务费用	-33	-77	-107	-145
非流动资产:					研发费用	37	41	47	52
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,638	1,801	1,967	2,162
固定资产	483	1,423	1,717	1,758	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	1,620	648	259	104	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	130	123	117	111	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	1,633	1,815	2,149	2,461
其他非流动资产	404	404	404	404	加: 营业外收入	2	1	2	1
非流动资产合计	2,637	2,599	2,497	2,377	减: 营业外支出	3	2	1	0
资产总计	7,047	8,034	9,105	10,353	利润总额	1,632	1,814	2,150	2,462
流动负债:					所得税费用	416	475	559	638
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,216	1,338	1,591	1,825
应付账款、票据	1,166	1,318	1,381	1,418	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,367	1,367	1,367	1,367	归母净利润	1,216	1,338	1,591	1,825
流动负债合计	3,561	3,678	3,714	3,776					
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	28	28	28	28					
非流动负债合计	28	28	28	28					
负债合计	3,589	3,706	3,742	3,804					
所有者权益									
股本	488	488	488	488					
股东权益	3,458	4,328	5,363	6,549					
负债和所有者权益	7,047	8,034	9,105	10,353					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	1216	1338	1591	1825					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	85	39	101	120					
公允价值变动	0	0	0	0					
营运资金变动	12	-79	-47	41					
经营活动现金净流量	1314	1298	1645	1986					
投资活动现金净流量	-953	32	95	114					
筹资活动现金净流量	469	-468	-557	-639					
现金流量净额	830	862	1,183	1,462					
主要财务指标									
	2022A	2023E	2024E	2025E					
成长性									
营业收入增长率	0.9%	10.7%	13.6%	11.9%					
归母净利润增长率	1.4%	10.1%	18.9%	14.7%					
盈利能力									
毛利率	84.5%	84.6%	84.9%	85.1%					
四项费用/营收	35.1%	34.8%	33.5%	32.9%					
净利率	26.0%	25.9%	27.1%	27.8%					
ROE	35.2%	30.9%	29.7%	27.9%					
偿债能力									
资产负债率	50.9%	46.1%	41.1%	36.7%					
营运能力									
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6					
应收账款周转率	254.4	243.3	243.3	260.7					
存货周转率	0.3	0.6	0.7	0.7					
每股数据(元/股)									
EPS	2.49	2.74	3.26	3.74					
P/E	30.3	27.5	23.1	20.2					
P/S	7.9	7.1	6.3	5.6					
P/B	10.6	8.5	6.9	5.6					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场

请阅读最后一页重要免责声明

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。