

2023年10月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，环比持续改善

—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		2023-10-30
当前股价 (元)		59.5
总市值 (亿元)		291
总股本 (百万股)		488
流通股本 (百万股)		488
52周价格范围 (元)		54.8-89.94
日均成交额 (百万元)		389.8



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 《水井坊 (600779)：业绩符合预期，期待下半年井台表现》2023-08-01
- 《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

投资要点

业绩符合预期，环比改善明显

2023 Q1-Q3 总营收 35.88 亿元（同减 5%），归母净利润 10.22 亿元（同减 3%），扣非归母净利润 9.98 亿元（同减 3%）。2023Q3 总营收 20.62 亿元（同增 21%），归母净利润 8.20 亿元（同增 20%），扣非归母净利润 7.98 亿元（同增 21%），业绩符合预期，收入利润均实现双位数增长，环比改善明显。盈利端，由于公司产品结构调整，2023Q3 毛利率同比下降 1pct 至 83.71%；费用率整体表现稳定，2023Q3 净利率同比下降 1pct 至 39.76%。费用端，2023Q3 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加占比分别同比 -1pct/+0.2pct/+0.4pct 至 12.43%/3.48%/15.94%，费用投放略有收缩。现金流端，2023Q1-Q3 经营活动现金流净额 13.55 亿元（同增 22%），销售回款 40.17 亿元（同减 3%）。2023Q3 经营活动现金流净额为 13.42 亿元（同增 21%），销售回款为 23.27 亿元（同增 15%）。截至 2023Q3，合同负债 11.21 亿元（环比+3%）。

中档产品营收高增，期待井台恢复

分产品看，2023Q1-Q3 高档/中档营收分别为 34.09/1.39 亿元，分别同比-6%/+52%，毛利率分别为 85%/64%，分别同比-1pct/-3pct；2023Q3 营收分别为 19.80/0.53 亿元，分别同比+20%/+74%。今年以来臻酿八号较井台销售增速更快，目前占比较高使得产品结构略承压，毛利率略下降；另外，中档产品如天号陈、系列酒放量较快，营收实现高增。分区域看，2023Q1-Q3 国内/国外营收分别为 35.17/0.31 亿元，分别同比-5%/-21%；2023Q3 分别为 20.22/0.11 亿元，分别同比+20%/+30%。分渠道看，2023Q1-Q3 新渠道/批发代理营收分别为 3.25/32.24 亿元，分别同比+63%/-9%；2023Q3 营收分别为 1.22/19.11 亿元，分别同比+52%/+19%。量价拆分来看，2023Q3 总销量为 489.05 万升（同增 29%），均价为 415.62 元/升（同减 5%），体现公司产品结构略下行。截至 2023Q3 末，公司经销商共 55 家，较年初增加 5 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，我们调整 2023-2025 年 EPS 为 2.73/2.97/3.39 元（前值分别为 2.74/3.26/3.74 元），当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 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	4,950	5,500	6,128
增长率（%）	0.9%	5.9%	11.1%	11.4%
归母净利润（百万元）	1,216	1,332	1,452	1,657
增长率（%）	1.4%	9.6%	9.0%	14.1%
摊薄每股收益（元）	2.49	2.73	2.97	3.39
ROE（%）	35.2%	30.8%	27.6%	26.1%

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	4,950	5,500	6,128
现金及现金等价物	1,912	2,722	3,722	4,958	营业成本	725	797	889	978
应收款项	18	20	23	24	营业税金及附加	735	777	853	944
存货	2,443	2,588	2,624	2,632	销售费用	1,279	1,287	1,491	1,655
其他流动资产	37	35	39	43	管理费用	355	366	407	447
流动资产合计	4,410	5,365	6,407	7,657	财务费用	-33	-76	-104	-139
非流动资产:					研发费用	37	39	44	49
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,638	1,617	1,837	2,012
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	1,806	1,962	2,235
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	7,963	8,904	10,033	利润总额	1,632	1,805	1,963	2,236
流动负债:					所得税费用	416	473	510	579
短期借款	0	0	0	0	净利润	1,216	1,332	1,452	1,657
应付账款、票据	1,166	1,294	1,336	1,369	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	1,332	1,452	1,657
流动负债合计	3,561	3,611	3,607	3,660					
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	3,639	3,636	3,688					
所有者权益									
股本	488	488	488	488					
股东权益	3,458	4,324	5,269	6,345					
负债和所有者权益	7,047	7,963	8,904	10,033					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	1216	1332	1452	1657					
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	-94	-46	39					
经营活动现金净流量	1314	1277	1508	1816					
投资活动现金净流量	-953	32	95	114					
筹资活动现金净流量	450	-466	-508	-580					
现金流量净额	810	843	1,094	1,350					

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年金融新锐分析师称号。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。

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。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 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

请阅读最后一页重要免责声明

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。