

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：宋英男 S0350522040002
 songyn@ghzq.com.cn

2022 业绩承压，2023 静待环比改善

——水井坊（600779）2022 年报及 2023 一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
水井坊	-13.7%	-20.8%	-7.5%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据

当前价格(元)	65.55
52 周价格区间(元)	54.55-93.58
总市值(百万)	32,012.09
流通市值(百万)	32,012.09
总股本(万股)	48,836.14
流通股本(万股)	48,836.14
日均成交额(百万)	363.04
近一月换手(%)	0.83

相关报告

《——水井坊（600779）点评报告：高端化持续推进，短期扰动致 Q3 增速放缓（增持）*白酒 II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-10-31

《——水井坊（600779）点评报告：疫情扰动致二季度表现承压，公司持续享受次高端红利（增持）*白酒 II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-07-29

《——水井坊（600779）事件点评：2021 坚定发力高端化，2022Q1 疫情扰动业绩承压（增持）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-04-

事件：

公司发布 2022 年报，2022 年实现营业收入 46.73 亿元，同比+0.88%；归母净利润 12.16 亿元，同比+1.40%；扣非归母净利润 11.63 亿元，同比-4.32%；EPS 2.50 元/股；拟每 10 股派发现金红利 7.50 元（含税）。同时，公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 8.53 亿元，同比-39.69%；归母净利润 1.59 亿元，同比-56.02%；扣非归母净利润 1.58 亿元，同比-55.78%。

投资要点：

- **外部环境扰动，2022 公司经营承压。**2022 年外部环境压力较大，公司渠道库存承压，中高档产品销量下降。2022 年公司营业收入/归母净利润同比分别增长 0.9%和 1.4%，其中酒水业务销量同比-2.3%至 1.08 万吨；吨价同比+2.6%。分产品看，高端产品水井坊系列营收同比-0.36%；中档天号陈、系列酒产品销量同比+22.2%，中档产品高增预计系天号陈推新上市影响。此外，2022 年公司盈利能力保持平稳，净利率同比+0.11pct 至 26%，销售费用率/管理费用率同比分别+0.9pct/+1.0pct。公司 2022Q4 实现营收 9.02 亿元（同比-25.37%），归母净利 1.61 亿元（同比-19.06%），预计受疫情“达峰”影响较大。
- **2023Q1 表现低预期，公司目标环比加速恢复。**2023 年 Q1 公司营业收入/归母净利润同比分别减少 39.7%和 56.0%，表现低于预期。春节旺季次高端整体表现承压，价盘略有波动，中低档产品表现相对较好，预计天号陈、系列酒等产品增速相对靠前，公司高档/中档产品同比分别-41%/+11%。公司一季度净利率为 18.7%（同比-7pct），中高端产品动销同比下滑导致公司毛利率同比-1.8pct 至 83.2%；同时，公司加大营销费用投入和强化市场渠道管理，销售费用率同比+7.3pct 至 29%，管理费用率同比+1.6pct，导致一季度盈利表现不及预期。公司公告显示 2022Q4 和 2023Q1 主要目标以降低社会库存为主，2023Q2 目标公司营业收入恢复增长，并从 2023Q3 开始营业收入恢复双位数成长，从而实现 2023 年净利润与营业收入同比 2022 年保持增长的目标。

24

《——水井坊(600779)事件点评：坚持品牌高端化，Q4业绩略承压（增持）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭》——2022-01-27

- **短期扰动不改行业长期发展趋势，公司未来将持续享受次高端红利。**近两年次高端价格带受外部环境扰动，整体承受一定压力，缺乏根据地和大本营市场的次高端受到外部冲击时相对脆弱，年报以及一季报均反映了行业的这种格局。但长期来看，我们认为次高端依然是行业成长最快的价格带。公司的产品结构、品牌和渠道营销策略均精准卡位次高端，未来将持续享受次高端扩容红利。
- **盈利预测和投资评级：**2022年公司短期承压，但当前消费场景逐步复苏，公司精准卡位次高端价位，预计未来将环比逐步修复。预计公司2023-2025年EPS分别为2.56/3.01/3.48元，对应PE分别为26/22/19倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。相关数据及资料与公司公布内容如有差异，以公司公布内容为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4673	4863	5633	6413
增长率(%)	1	4	16	14
归母净利润(百万元)	1216	1251	1472	1702
增长率(%)	1	3	18	16
摊薄每股收益(元)	2.49	2.56	3.01	3.48
ROE(%)	35	30	29	28
P/E	33.80	25.59	21.75	18.81
P/B	11.92	7.66	6.36	5.23
P/S	8.82	6.58	5.68	4.99
EV/EBITDA	23.15	17.46	13.96	12.66

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：水井坊盈利预测表

证券代码:	600779				股价:	65.55		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	35%	30%	29%	28%	EPS	2.50	2.56	3.01	3.48				
毛利率	84%	84%	85%	85%	BVPS	7.08	8.55	10.31	12.54				
期间费率	34%	34%	33%	34%	估值								
销售净利率	26%	26%	26%	27%	P/E	33.80	25.59	21.75	18.81				
成长能力					P/B	11.92	7.66	6.36	5.23				
收入增长率	1%	4%	16%	14%	P/S	8.82	6.58	5.68	4.99				
利润增长率	1%	3%	18%	16%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.66	0.66	0.59	0.62	营业收入	4673	4863	5633	6413				
应收账款周转率	1349.25	182.64	189.62	234.94	营业成本	725	756	864	969				
存货周转率	1.91	1.94	2.06	1.86	营业税金及附加	735	764	891	1009				
偿债能力					销售费用	1279	1322	1520	1747				
资产负债率	51%	43%	47%	40%	管理费用	355	394	404	494				
流动比	1.24	1.42	1.36	1.51	财务费用	-33	-44	-41	-65				
速动比	0.54	0.60	0.73	0.64	其他费用/(-收入)	37	15	30	38				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	1633	1682	2008	2290				
现金及现金等价物	1912	1837	3249	2602	营业外净收支	-2	-15	-20	-9				
应收款项	3	27	30	27	利润总额	1632	1668	1989	2281				
存货净额	2443	2501	2737	3456	所得税费用	416	416	517	579				
其他流动资产	52	88	114	96	净利润	1216	1251	1472	1702				
流动资产合计	4410	4453	6130	6181	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	483	461	427	397	归属于母公司净利润	1216	1251	1472	1702				
在建工程	1624	1891	2479	3126	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	531	537	550	564	经营活动现金流	1314	809	2701	706				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1216	1251	1472	1702				
资产总计	7047	7341	9586	10267	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	96	81	89	93				
应付款项	1166	674	1757	941	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	84	-548	1115	-1103				
其他流动负债	2395	2457	2753	3164	投资活动现金流	-953	-357	-681	-738				
流动负债合计	3561	3130	4510	4105	资本支出	-953	-353	-675	-728				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	-2	-2	-2				
其他长期负债	28	34	39	39	其他	0	-2	-4	-8				
长期负债合计	28	34	39	39	筹资活动现金流	-339	-527	-607	-616				
负债合计	3589	3165	4550	4144	债务融资	0	6	5	0				
股本	488	488	488	488	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3458	4176	5036	6123	其它	-339	-533	-612	-615				
负债和股东权益总计	7047	7341	9586	10267	现金净增加额	21	-75	1413	-648				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，从业证书编号：S0350522040002。复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

【分析师承诺】

薛玉虎，宋英男，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。