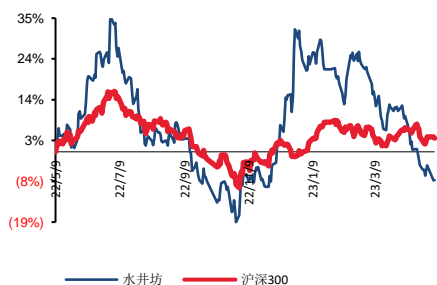


食品饮料 白酒 II

水井坊：短期承压，期待后续恢复弹性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	488/488
总市值/流通(百万元)	30,708/30,708
12个月最高/最低(元)	92.79/55.38

相关研究报告:

水井坊(600779)《水井坊：收入业绩平稳增长，渠道库存趋于良性》

--2022/11/07

水井坊(600779)《水井坊：高端圈层持续推进，全年目标依旧可期》

--2022/07/28

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：李梦鹏

电话：15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522080002

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 全年营业收入 46.73 亿元 (+0.9%)，归母净利润 12.16 亿元 (+1.4%)，扣非归母净利润 11.63 亿元 (-4.3%)。22Q4 营业收入 9.02 亿元 (-25.4%)，归母净利润 1.61 亿元 (-19.1%)，扣非归母净利润 1.38 亿元 (-30.2%)。2023Q1 营业收入 8.53 亿元 (-39.7%)，归母净利润 1.59 亿元 (-56.0%)，扣非归母净利润 1.58 亿元 (-55.8%)。

收入分析：价格调整抵消销量影响，一季度利空落地

2022 全年，公司实现营收 46.73 亿元，同比+0.9%，公司 22 年疫情影响商务宴请及宴席场景，公司典藏及以上产品发货略增，八号和井台略下降。同时公司通过高端产品价格调整抵消了销量的影响，最终实现小幅增长。23Q1 终端动销不及预期，行业库存大幅增加，公司为了保证价值链的健康减少出货，营收降低 40%，净利润下降 56%。**分产品**，22 年公司高档/中档酒实现营收 45.1/1.2 亿，同比-0.4%/+22.1%，23Q1 高档/中档酒营收同比-41.0%/+10.8%，中档酒表现优于高档酒。**分地区看**，核心市场为公司整体营收增长的核心驱动力，2022 年八大市场营收成长为 8%，同时其他市场下降约 4%。

本费利分析：战略部署与部门建设短期拉高费用率，毛利率基本持平。

2022 年公司净利率 26% (+0.1pct)，2023Q1 净利率 18.7% (-6.9pct)，Q1 盈利能力下降主要系期间费用率上升。2022 年公司毛利率为 84.5%，同比持平，23Q1 毛利率为 83.2% (-1.7pct)。费用率方面，2022 年销售费用率 27.4% (+0.9pct)，管理费用率 7.6% (+1.0pct)，2023Q1 销售费用率 31.9% (+2.9pct)，管理费用率 10.2% (+3.7pct)。期间费用率上升主要系高端化品推团队人员增加，公共关系管理部门与数字化部门组建以及规模效应下降影响。

23 年展望：场景逐渐修复，产能配套提升。

预期消费场景将逐渐恢复，目前白酒库存偏高，短期内仍有竞争压力，公司成立高端销售公司，助力打造核心市场，也涵盖新兴市场，实现品牌高端化战略。力求通过更强的品牌体验赢得细分市场。同时，更加健康的供应链体系也将为公司未来的成长打下坚实的基础。生产端，邛崃计划持续推进，现金流能够满足邛崃计划的投入需要。为公司的市场拓展提供产能支持。

中长期展望：高端化持续推进，渠道健康助力长期增长

产品端，公司典藏及以上系列为千元价格带及以上的高端产品，仍然有发力空间，能够辐射带动其他产品，推动品牌整体高端化表现，在整体市场高端化趋势下，公司提供了足够有竞争力的产品。同时，公司并没有放弃在相对低端的价格带布局，新品帝王黄天号陈在 100-300 元价格带发力，丰富了公司的产品线，一定程度上抓住了不同消费者的偏好，将获得细分市场红利。为未来成长创造更大空间。**渠道端**，公司致力于维持健康的渠道库存，持续优化价值链，甚至于以短期的营收恶化为代价，尽可能维持供应链体系的可持续。同时在重点市场将进一步配置更高质量的经销商，增加销售人员数量，增大销售力度，拓宽门店铺市，以及门店份额。并通过核心市场增长辐射周边市场。此外，公司也在加速团购、宴席和电商的业务发展，多渠道助力份额提升。

盈利预测与估值：公司 2022 年受疫情影响主品牌省外业绩表现不佳，产品结构高端化，价值链持续优化，激发公司新增长动力。23Q1 降供应链库存，业绩短期承压，宴席消费场景恢复叠加公司改革有望激发渠道活力，同时核心市场成长稳健。我们预计公司 2023-2025 年收入增速 18.50%/15.22%/13.45%，归母净利润增速 19.25%/15.56%/18.52%，对应 PE21X/18X/15X，给予公司“买入”评级。

风险提示：消费场景恢复不及预期，疫情反复风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4673	5537	6380	7238
(+/-%)	0.88%	18.50%	15.22%	13.45%
归母净利润(百万)	1216	1450	1675	1986
(+/-%)	1.40%	19.25%	15.56%	18.52%
摊薄每股收益(元)	2.49	2.97	3.43	4.07
市盈率(PE)	25	21	18	15

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。