

# 水井坊 (600779.SH)

## 持续释放压力，期待未来弹性

**事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。**2022 年公司实现营收 46.7 亿元，同比+0.9%，实现归母净利润 12.2 亿元，同比+1.4%；23Q1 公司实现营收 8.5 亿元，同比-39.7%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比-56.0%。

**23Q1 延续 22Q1 动销压力，库存去化利好长期发展。**2022 年受外部环境因素扰动公司营收端持续降速、全年营收仅同比+0.9%，但高端化持续推进，2022 年销量/吨酒价分别同比-2.3%/+2.5%至 10776 千升/42.9 万元/千升，22Q4 开始公司报表端动销承压，22Q3/22Q4/23Q1 单季度公司营收分别同比+7.0%/-25.4%/-39.7%，23Q1 延续 22Q4 压力，主要系公司主动选择去化库存所致，其中公司核心次高端产品承压最为显著，22Q4/23Q1 单季度高档产品营收同比-26.7%/-41.0%，考虑到 22Q1 高基数 23Q1 高档产品营收增速环比下降，带动 23Q1 吨酒价同比-14.0%至 36.9 万元/千升，考虑到外部环境不断改善，公司主动为渠道减负，蓄力未来发展。

**产品结构变化影响毛利率，规模效应扰动费用率。**毛利率角度来看，2022 年公司毛利率同比持平、稳定在 84.5%，但 23Q1 单季度由于高档产品降速带动毛利率同比-1.7pct 至 83.2%；费用率角度来看，2022 年公司销售/管理费用率/所得税率分别同比+0.9/+1.0/-1.2pct 至 27.4%/7.6%/25.5%，所得税率与营业外支出降低（2022 同比-90.7%至 333 万元，主要系对外捐赠从 2021 年的 2900 万下降至 502 万元）带动归母净利率同比+0.1pct 至 26.0%；23Q1 销售/管理费用率同比+2.9/3.7pct 至 31.9%/10.2%，预计主要系收入下滑导致费用难以摊薄所致，带动归母净利率同比-6.9pct 至 18.7%，整体盈利能力承压，期待未来改善。

**行业低谷期主动释放压力，新一轮周期来临时弹性可期。**在外部环境扰动影响下，公司主动缓解渠道压力，2022 年公司预收经销商货款同比-15.5%至 2.9 亿元，据公司经营计划规划，23Q1 是公司降低社会库存并稳定渠道价值链的季度，随着 23Q2 消费场景的恢复营收将恢复增长，23Q3 开始营收恢复至双位数增长，2023 全年营收与净利润将保持同比增长，公司持续投入高端化战略，同时 2022 年也推出中档产品天号陈完善产品矩阵，新一轮周期来临时公司弹性可期。

**盈利预测：**调整盈利预测并引入 2025 年，预计公司 2023-2025 年实现营收 50.5/61.5/72.8 亿元（原为 46.7/51.7 亿元），同比+8.1%/21.7%/18.4%，实现归母净利润 13.2/16.5/20.0 亿元（原为 13.8/16.7 亿元），同比+8.6%/25.2%/20.9%，当前股价对应 PE 为 24/19/16x，维持“买入”评级。

**风险提示：**动销恢复不及预期，次高端价格带竞争加剧等。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,632	4,673	5,053	6,148	7,282
增长率 yoy (%)	54.1	0.9	8.1	21.7	18.4
归母净利润(百万元)	1,199	1,216	1,321	1,654	1,999
增长率 yoy (%)	64.0	1.4	8.6	25.2	20.9
EPS 最新摊薄(元/股)	2.46	2.49	2.70	3.39	4.09
净资产收益率(%)	45.6	35.2	29.9	29.7	28.1
P/E(倍)	26.7	26.3	24.2	19.4	16.0
P/B(倍)	12.2	9.3	7.3	5.8	4.5

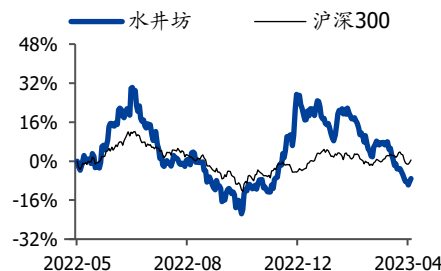
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	白酒
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	65.55
总市值(百万元)	32,012.09
总股本(百万股)	488.36
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.92

### 股价走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 郝宇新

执业证书编号：S0680522080001

邮箱：haoyuxin@gszq.com

### 相关研究

- 《水井坊 (600779.SH)：场景压制，期待改善》2023-01-19
- 《水井坊 (600779.SH)：Q3 符合预期，静待未来改善》2022-10-31
- 《水井坊 (600779.SH)：营收逆势增长，业绩扭亏为盈》2022-07-27



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4187	4410	5221	7035	8329	<b>营业收入</b>	4632	4673	5053	6148	7282
现金	1890	1912	2686	3651	4849	营业成本	717	725	758	891	1034
应收票据及应收账款	7	3	8	6	11	营业税金及附加	736	735	799	970	1150
其他应收款	10	15	12	21	18	营业费用	1227	1279	1390	1678	1966
预付账款	77	16	84	38	107	管理费用	305	355	354	424	495
存货	2197	2443	2410	3298	3323	研发费用	20	37	22	23	25
其他流动资产	6	21	21	21	21	财务费用	-37	-33	-45	-65	-92
<b>非流动资产</b>	1704	2637	2667	2866	3058	资产减值损失	-5	-13	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	20	73	0	0	0
固定资产	501	483	809	1156	1443	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	120	130	128	128	119	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1084	2024	1730	1582	1496	资产处置收益	-9	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	5891	7047	7888	9901	11387	<b>营业利润</b>	1669	1633	1776	2225	2703
<b>流动负债</b>	3233	3561	3447	4312	4256	营业外收入	3	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	36	3	13	15	17
应付票据及应付账款	1015	1166	1115	1568	1544	<b>利润总额</b>	1636	1632	1765	2212	2689
其他流动负债	2218	2395	2332	2745	2712	所得税	437	416	444	559	690
<b>非流动负债</b>	26	28	28	28	28	<b>净利润</b>	1199	1216	1321	1654	1999
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	28	28	28	28	<b>归属母公司净利润</b>	1199	1216	1321	1654	1999
<b>负债合计</b>	3259	3589	3475	4341	4284	EBITDA	1658	1665	1780	2242	2721
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	2.46	2.49	2.70	3.39	4.09
股本	488	488	488	488	488						
资本公积	395	419	419	419	419						
留存收益	1873	2724	3648	4806	6205						
归属母公司股东权益	2632	3458	4413	5560	7103						
<b>负债和股东权益</b>	5891	7047	7888	9901	11387						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1629	1314	1215	1731	1915
净利润	1199	1216	1321	1654	1999
折旧摊销	79	90	84	125	160
财务费用	-37	-33	-45	-65	-92
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	371	51	-144	17	-152
其他经营现金流	17	-11	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-538	-953	-114	-324	-352
资本支出	538	953	30	199	192
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-84	-125	-160
<b>筹资活动现金流</b>	-531	-339	-327	-442	-364
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	23	0	0	0
其他筹资现金流	-530	-363	-327	-442	-364
<b>现金净增加额</b>	560	21	774	965	1199

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	54.1	0.9	8.1	21.7	18.4
营业利润(%)	73.0	-2.1	8.7	25.3	21.5
归属于母公司净利润(%)	64.0	1.4	8.6	25.2	20.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	84.5	84.5	85.0	85.5	85.8
净利率(%)	25.9	26.0	26.1	26.9	27.5
ROE(%)	45.6	35.2	29.9	29.7	28.1
ROIC(%)	43.5	33.6	28.6	28.3	26.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.3	50.9	44.1	43.8	37.6
净负债比率(%)	-70.6	-54.3	-60.2	-65.2	-67.9
流动比率	1.3	1.2	1.5	1.6	2.0
速动比率	0.6	0.5	0.8	0.9	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	987.0	855.5	855.5	855.5	855.5
应付账款周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.46	2.49	2.70	3.39	4.09
每股经营现金流(最新摊薄)	3.34	2.69	2.49	3.55	3.92
每股净资产(最新摊薄)	5.39	7.08	9.04	11.38	14.54
<b>估值比率</b>					
P/E	26.7	26.3	24.2	19.4	16.0
P/B	12.2	9.3	7.3	5.8	4.5
EV/EBITDA	18.2	18.1	16.5	12.7	10.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com