

水井坊(600779)

报告日期: 2023年05月07日

着力去库存, 经营压力释放

——水井坊 22 年&23Q1 业绩点评

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩: 2022 年/23Q1 公司实现营业收入 46.73/8.53 亿元 (+0.88%/-39.69%), 实现归母净利润 12.16/1.59 亿元 (+1.40%/-56.02%), 实现扣非净利润 11.63/1.58 亿元 (-4.32%/-55.78%), 经营业绩表现短期承压。
- **22 年中档酒表现亮眼, 盈利能力稳定向好**
 高端化战略持续, 中档天号陈放量显著。收入端: 22 年公司白酒产品量-2%/价+3%, 其中高档/中档酒(天号陈及系列酒)收入 45.03/1.25 亿元 (-0.36%/+22.15%), 中档酒收入占比提升(天号陈加速铺货), 量/价变动+8.34%/+12.74%; 高端酒量/价变动-3.0%/+2.7%, 核心产品价值链稳定。盈利端: 22 年公司毛利率/净利率分别同比-0.02/+0.13 个百分点至 84.49%/26.02%; 销售/管理费用率(含研发费用率)同比变动+0.89/1.37 个百分点至 27.37%/8.4%; 经营性现金流同比变动-19.36%至 13.14 亿元; 合同负债同比+0.68 亿元至 10.27 亿元。
- **着力去库存下 Q1 业绩短期承压, Q2 有望追回进度**
 23Q1 公司业绩低于预期, 或次高端价位需求仍处恢复阶段, 公司采取控货举措以保持渠道良性, 着力去库存下, 经营压力正逐步释放。**收入端:** 23Q1 高档/中档酒实现收入 8.02/0.46 亿元 (-41.04%/+10.78%), 其中中档酒收入占比较去年同期提升 2.45 个百分点至 5.40%, 得益于天号陈完成铺货。考虑到公司 23Q1 末 10 亿合同负债显现渠道信心度仍高, Q2 有望追回进度。**盈利端:** 公司毛利率/净利率分别同比-1.75/-6.94 个百分点至 83.17%/18.69%, 主因结构略向下+费用率上行(23Q1 跟公司销售/管理费用率同比+2.91/+3.69 个百分点至 31.91%/10.18%); 23Q1 公司经营性现金流为-0.16 亿元; 合同负债同比/环比变动+1.59/-0.29 亿元至 9.98 亿元。
- **盈利预测及估值**
 考虑到公司在年报中提出“22Q4+23Q1 主要目标是降低社会库存, 从 23Q2 开始营业收入恢复增长, 并预期从 23Q3 开始营业收入恢复双位数成长。23 年全年净利润与营业收入同比保持增长。”目标, 我们预计 2023~2025 年公司收入增速为 6.58%、17.45%、16.30%; 归母净利润增速分别为 6.89%、20.73%、19.41%; EPS 分别为 2.66、3.21、3.84 元; PE 分别为 24、20、16 倍, 维持买入评级。
- **催化剂:** 白酒需求恢复超预期, 批价持续上行。
- **风险提示:** 1、消费恢复不及预期或影响动销恢复; 2、核心单品批价上涨不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥62.88
 总市值(百万元) 30,708.16
 总股本(百万股) 488.36

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩符合预期, 高端引领次高端锚定确定性——水井坊 2022Q3 业绩点评报告》
2022.10.31
- 2 《【浙商食品饮料】水井坊 22H1 业绩点评: 疫情影响下业绩短期承压, 高端化趋势不改 (20220801)》 2022.08.01
- 3 《【浙商食品饮料】水井坊 21 年&22Q1 业绩点评: 21 年圆满收官, 22Q1 利润略不及预期 (20220423)》 2022.04.24

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4673	4980	5849	6803
(+/-) (%)	0.88%	6.58%	17.45%	16.30%
归母净利润	1216	1300	1569	1874
(+/-) (%)	1.40%	6.89%	20.73%	19.41%
每股收益(元)	2.49	2.66	3.21	3.84
P/E	25.26	23.63	19.57	16.39

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4410	5130	6523	7987
现金	1912	2580	3584	4821
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3	18	33	50
其它应收款	15	9	13	16
预付账款	16	50	55	47
存货	2443	2457	2824	3035
其他	21	15	15	17
非流动资产	2637	2824	3148	3475
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	483	813	1114	1408
无形资产	130	117	104	92
在建工程	1620	1551	1549	1598
其他	404	343	381	376
资产总计	7047	7954	9671	11462
流动负债	3561	3221	3634	3869
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1166	1057	1249	1366
预收账款	0	0	0	0
其他	2395	2163	2385	2504
非流动负债	28	23	26	26
长期借款	0	0	0	0
其他	28	23	26	26
负债合计	3589	3244	3660	3895
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3458	4711	6011	7567
负债和股东权益	7047	7954	9671	11462

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4673	4980	5849	6803
营业成本	725	729	838	900
营业税金及附加	735	784	920	1070
营业费用	1279	1345	1579	1837
管理费用	355	390	429	516
研发费用	37	40	47	54
财务费用	(33)	(82)	(41)	(58)
资产减值损失	(13)	(13)	(13)	(18)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	72	37	42	50
营业利润	1633	1746	2107	2516
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	1632	1744	2105	2514
所得税	416	444	536	641
净利润	1216	1300	1569	1874
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1216	1300	1569	1874
EBITDA	1693	1770	2143	2558
EPS (最新摊薄)	2.49	2.66	3.21	3.84

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	0.88%	6.58%	17.45%	16.30%
营业利润	-2.22%	6.88%	20.71%	19.39%
归属母公司净利润	1.40%	6.89%	20.73%	19.41%
获利能力				
毛利率	84.49%	85.36%	85.68%	86.76%
净利率	26.02%	26.10%	26.82%	27.54%
ROE	39.93%	31.82%	29.27%	27.60%
ROIC	34.20%	26.91%	25.40%	24.04%
偿债能力				
资产负债率	50.93%	40.78%	37.85%	33.98%
净负债比率	0.17%	0.12%	0.14%	0.13%
流动比率	1.24	1.59	1.79	2.06
速动比率	0.55	0.83	1.02	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.66	0.66	0.64
应收账款周转率	855.48	1181.45	1017.43	1046.20
应付账款周转率	0.67	0.68	0.77	0.72
每股指标(元)				
每股收益	2.49	2.66	3.21	3.84
每股经营现金	2.69	2.15	3.20	3.95
每股净资产	7.08	9.65	12.31	15.49
估值比率				
P/E	25.26	23.63	19.57	16.39
P/B	8.88	6.52	5.11	4.06
EV/EBITDA	23.24	15.90	12.67	10.13

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1314	1049	1561	1930
净利润	1216	1300	1569	1874
折旧摊销	90	60	83	107
财务费用	(33)	(82)	(41)	(58)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	283	(257)	362	230
其它	(242)	29	(413)	(223)
投资活动现金流	(953)	(310)	(371)	(441)
资本支出	(901)	(304)	(365)	(432)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(52)	(6)	(6)	(8)
筹资活动现金流	(339)	(71)	(186)	(252)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(339)	(71)	(186)	(252)
现金净增加额	21	668	1004	1237

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>