

23Q1 业绩阶段性承压，轻装上阵改善可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年实现收入 46.7 亿元, 同比+0.9%, 归母净利润 12.2 亿元, 同比+1.4%; 其中 22Q4 实现收入 9.0 亿元, 同比-25.4%, 归母净利润 1.6 亿元, 同比-19.1%; 公司拟每 10 股派发现金红利 7.50 元(含税)。23Q1 公司实现收入 8.5 亿元, 同比-39.7%, 归母净利润 1.6 亿元, 同比-56.0%, 23Q1 业绩低于市场预期。
- **23Q1 收入阶段性承压, 库存去化轻装上阵。** 1、23 年春节商务和宴席消费仍在复苏中, 叠加公司主动控制发货节奏, 导致收入和利润阶段性承压; 公司积极降低渠道库存, 截至 3 月底, 公司省代和 T1 库存维持在健康水平, 门店库存有效降低, 渠道价值链恢复稳定, Q2 开始有望轻装上阵。2、分产品, 22 年公司高档收入 45.1 亿元, 同比-0.4%, 其中典藏及以上收入同比+1%左右, 八号和井台收入同比-1%左右, 高档酒销量/吨价分别同比-3.0%/+2.7%; 中档酒收入 1.3 亿元, 同比+22.1%, 销量/吨价同比+8.3%/+12.7%, 预计主要系新品天号陈贡献增量。3、渠道端, 22 年批发代理/新渠道收入分别同比+1.2%/-12.5%, 其中核心的八大市场收入同比+3%左右, 其他市场收入-4%左右, 八大市场表现更加优异, 公司多措并举推动营销突破。
- **盈利能力阶段性承压, 合同负债表现优异。** 1、2022 年公司毛利率同比基本持平; 费用率方面, 销售费用率/管理费用率分别提升 0.9/1.0 个百分点, 整体费用率提升 2.3 个百分点至 42.0%, 净利率提升 0.1 个百分点至 26.0%, 盈利能力保持平稳。2、由于收入下滑和成本相对刚性, 23Q1 毛利率同比下降 1.8 个百分点至 83.2%, 销售费用率/管理费用率同比分别提升 2.9/3.7 个百分点, 整体费用率提高 6.4 个百分点至 41.3%, 净利率同比下降 6.9 个百分点至 18.7%; 此外, 23Q1 公司销售收现 8.8 亿元, 同比-36.7%, 23 年一季度末合同负债 10.0 亿元, 同比+18.9%, 合同负债表现突出。
- **库存压力充分释放, 动销有望逐季改善。** 1、全年展望来看, 公司规划 22Q4 和 23Q1 消化社会库存, 从 23Q2 起收入端恢复增长, 从 23 年第三季度开始收入恢复双位数成长, 规划全年收入和利润较 22 年实现增长。2、2023 年公司将继续推动品牌高端化、营销突破、产品升级及创新, 在重点市场增加高质量经销商, 加速团购、宴席等渠道的发展, 进一步优化组织结构, 提升销售人员的能力和敏捷性。3、伴随着经济复苏和消费信心恢复, 次高端扩容是确定趋势, 公司作为次高端核心品种, 未来有望持续受益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.58 元、3.14 元、3.80 元, 对应动态 PE 分别为 24 倍、20 倍、17 倍; 公司当前库存处在合理水平, 经济复苏和消费回暖趋势明确, 动销和业绩有望逐季改善, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济复苏或不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4672.74	5008.27	5904.85	6876.26
增长率	0.88%	7.18%	17.90%	16.45%
归属母公司净利润(百万元)	1215.84	1261.40	1535.23	1857.61
增长率	1.40%	3.75%	21.71%	21.00%
每股收益 EPS(元)	2.49	2.58	3.14	3.80
净资产收益率 ROE	35.16%	33.66%	35.93%	37.89%
PE	25	24	20	17
PB	8.87	8.19	7.18	6.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 笪文钊
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.88
流通 A 股(亿股)	4.88
52 周内股价区间(元)	55.38-92.79
总市值(亿元)	306.84
总资产(亿元)	61.24
每股净资产(元)	6.04

相关研究

1. 水井坊(600779): 结构优化趋势延续, 战略布局更长远 (2022-11-01)
2. 水井坊(603369): 高端化持续推进, 战略布局更长远 (2022-10-14)
3. 水井坊(603369): 高端化深入推进, 战略布局更长远 (2022-07-27)

盈利预测

关键假设：

1) 22 年需求承压下，公司主动控货消化渠道库存，收入端阶段性承压；23 年受益于经济复苏和场景恢复，次高端需求持续回暖，八号和井台动销端有望逐季改善，销量、吨价有望加速增长；预计 2023-2025 年高档酒销量同比增长 4%、13%、12%，吨价分别提升 2%、4%、4%，吨成本分别提升 1.5%、1.5%、1.5%；

2) 23 年宏观经济和消费场景持续复苏下，中档酒需求改善可期，叠加公司布局新产品“天号陈”，有望贡献可观增量；预计 2023-2025 年中档酒销量同比增长 30%、20%、10%，吨价分别提升 15%、10%、8%，吨成本分别提升 2%、2%、2%。

表 1：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入（百万元）	4631.9	4672.7	5008.3	5904.8	6876.3
	增速	54.1%	0.9%	7.2%	17.9%	16.5%
	营业成本（百万元）	717.4	724.7	775.4	906.6	1010.2
	毛利率	84.5%	84.5%	84.5%	84.6%	85.3%
高档酒	收入（百万元）	4519.2	4503.0	4776.8	5613.6	6538.8
	收入增速	54.3%	-0.4%	6.1%	17.5%	16.5%
	销量（吨）	10358	10045	10447	11805	13222
	销量增速	40.4%	-3.0%	4.0%	13.0%	12.0%
	吨价（万元/吨）	43.6	44.8	45.7	47.6	49.5
	吨价增速	9.9%	2.7%	2.0%	4.0%	4.0%
	成本（百万元）	674.97	668.5	705.6	809.3	920.0
	成本增速	51.5%	-1.0%	5.6%	14.7%	13.7%
	吨成本（万元/吨）	6.5	6.7	6.8	6.9	7.0
	吨成本增速	7.9%	2.1%	1.5%	1.5%	1.5%
中档酒	收入（百万元）	102.1	124.8	186.5	246.2	292.5
	收入增速	34.39%	22.15%	49.5%	32.0%	18.8%
	销量（吨）	674	731	950	1140	1254
	销量增速	39.6%	8.4%	30.0%	20.0%	10.0%
	吨价（万元/吨）	15.1	17.1	19.6	21.6	23.3
	吨价增速	-3.7%	12.7%	15.0%	10.0%	8.0%
	成本（百万元）	40.6	41.1	54.5	66.7	74.8
	成本增速	37.7%	1.1%	32.6%	22.4%	12.2%
	吨成本（万元/吨）	6.0	5.6	5.7	5.8	6.0
	吨成本增速	-1.4%	-6.7%	2.0%	2.0%	2.0%
其他	收入（百万元）	10.5	5.0	45.0	45.0	45.0
	毛利率	60.2%	67.1%	70.8%	72.9%	74.4%

分业务情况		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
	收入增速	645.5%	327.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本（百万元）	1.8	15.1	15.3	15.3	15.3
	毛利率	83.3%	66.4%	66.0%	66.0%	66.0%

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值

水井坊是全国性次高端品牌，具有深厚的消费者基础，持续享受次高端扩容红利；此处选取次高端板块山西汾酒、水井坊、酒鬼酒作为可比估值对象，三家次高端酒企 2023-2025 年平均 PE 为 27 倍、22 倍、18 倍。2023 年外部经济和商务消费缓慢复苏，叠加公司主动控货消化库存，预计 23 年公司增长节奏相对放缓；展望 2024 年，届时外部经济复苏良好，加之渠道库存消化充分，较低基数下公司有望加速成长，业绩和估值有望双击，给予水井坊 2024 年 25 倍 PE，对应目标价 78.50 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600809.SH	山西汾酒	239.01	4.36	6.4	8.33	10.57	36	28	22	18
600702.SH	舍得酒业	174.00	5.06	6.41	8.30	10.50	34	27	21	17
000799.SZ	酒鬼酒	107.00	3.23	3.98	5.00	5.89	33	27	21	18
平均值							35	27	22	18
600779.SH	水井坊	62.83	2.49	2.58	3.14	3.80	25	24	20	17

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4672.74	5008.27	5904.85	6876.26	净利润	1215.84	1261.40	1535.23	1857.61
营业成本	724.68	775.41	906.60	1010.15	折旧与摊销	90.36	89.41	129.76	147.93
营业税金及附加	735.16	826.37	962.49	1093.33	财务费用	-33.07	-20.09	-24.26	-30.01
销售费用	1278.74	1352.23	1594.31	1856.59	资产减值损失	-13.25	0.00	0.00	0.00
管理费用	355.10	360.60	389.72	433.20	经营营运资本变动	143.81	242.41	269.25	191.49
财务费用	-33.07	-20.09	-24.26	-30.01	其他	-90.14	17.46	-3.35	-1.19
资产减值损失	-13.25	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1313.55	1590.59	1906.62	2165.83
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-909.31	-310.00	-308.00	-312.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-43.47	-44.88	-56.76	-63.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-952.78	-354.88	-364.76	-375.20
营业利润	1633.20	1713.77	2075.99	2513.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.66	-11.86	-8.37	-9.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1631.54	1701.91	2067.62	2503.30	股权融资	23.24	0.00	0.00	0.00
所得税	415.70	440.51	532.39	645.69	支付股利	-365.27	-972.67	-1009.12	-1228.18
净利润	1215.84	1261.40	1535.23	1857.61	其他	2.63	13.82	24.26	30.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-339.40	-958.86	-984.85	-1198.17
归属母公司股东净利润	1215.84	1261.40	1535.23	1857.61	现金流量净额	21.36	276.85	557.01	592.46
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1911.72	2188.57	2745.58	3338.04	成长能力				
应收和预付款项	34.69	60.44	61.82	73.46	销售收入增长率	0.88%	7.18%	17.90%	16.45%
存货	2442.91	1765.90	2071.03	2310.43	营业利润增长率	-2.14%	4.93%	21.14%	21.05%
其他流动资产	20.83	22.33	26.32	30.66	净利润增长率	1.40%	3.75%	21.71%	21.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1.21%	5.48%	22.34%	20.60%
投资性房地产	8.97	8.97	8.97	8.97	获利能力				
固定资产和在建工程	2103.47	2337.63	2532.20	2709.74	毛利率	84.49%	84.52%	84.65%	85.31%
无形资产和开发支出	129.99	117.87	102.99	90.96	三费率	34.26%	33.80%	33.19%	32.86%
其他非流动资产	394.89	438.33	493.64	555.39	净利率	26.02%	25.19%	26.00%	27.01%
资产总计	7047.46	6940.03	8042.55	9117.64	ROE	35.16%	33.66%	35.93%	37.89%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.25%	18.18%	19.09%	20.37%
应付和预收款项	1451.05	2082.19	2435.14	2754.14	ROIC	96.83%	77.07%	93.56%	110.58%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.18%	35.60%	36.94%	38.26%
其他负债	2137.96	1110.66	1334.12	1460.79	营运能力				
负债合计	3589.01	3192.86	3769.26	4214.93	总资产周转率	0.72	0.72	0.79	0.80
股本	488.36	488.36	488.36	488.36	固定资产周转率	9.50	4.11	2.72	2.74
资本公积	418.52	418.52	418.52	418.52	应收账款周转率	841.80	1121.52	1075.32	1097.38
留存收益	2723.79	3012.52	3538.63	4168.05	存货周转率	0.31	0.37	0.47	0.46
归属母公司股东权益	3458.45	3747.17	4273.29	4902.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3458.45	3747.17	4273.29	4902.71	资产负债率	50.93%	46.01%	46.87%	46.23%
负债和股东权益合计	7047.46	6940.03	8042.55	9117.64	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.24	1.28	1.31	1.37
					速动比率	0.55	0.72	0.76	0.82
					股利支付率	30.04%	77.11%	65.73%	66.12%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1690.49	1783.08	2181.48	2630.92	每股收益	2.49	2.58	3.14	3.80
PE	25.24	24.33	19.99	16.52	每股净资产	7.08	7.67	8.75	10.04
PB	8.87	8.19	7.18	6.26	每股经营现金	2.69	3.26	3.90	4.43
PS	6.57	6.13	5.20	4.46	每股股利	0.75	1.99	2.07	2.51
EV/EBITDA	16.78	15.73	12.57	10.18					
股息率	1.19%	0.86%	1.06%	1.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn