

水井坊（600779）2022年报及2023年一季度点评

**压力释放，逐季改善**

**事项:**

❖ 公司发布2022年度及2023年一季度，2022年实现总营收46.7亿元，同增0.9%；归母净利润12.2亿元，同增1.4%；其中单Q4实现营收9.0亿元，同减25.4%；归母净利润1.6亿元，同减19.1%。23Q1实现营收8.5亿，同降39.7%，归母净利润1.6亿，同降56.0%。销售回款8.8亿元，同减36.7%，Q1末合同负债10.0亿元。

**评论:**

❖ **Q4业绩承压，天号陈布局积极。**单Q4营收/归母净利润分别同减25.4%/19.1%，主要系场景受损，公司主动控货、为渠道纾压所致。分产品看，高档酒营收同降27.7%，主要系场景受损下，井台/臻酿八号渠道出货较慢，叠加新井台提价后，市场仍处过渡期所致；中档酒营收同增41.9%，考虑系天号陈布局中档价格带贡献增量带动。盈利能力方面，Q4毛利率提升1.0pcts至83.8%，主要典藏、井台提价叠加结构优化所致，税金及附加率减少3.9pcts，受品宣力度增加、新设管理部门及折旧影响，销售费用率/管理费用率同升3.5pcts/4.5pcts，政府补贴带动其他收益同升3.3pcts，综合归母净利率提升1.4pcts至17.8%。

❖ **Q1大幅降速，业绩不及预期。**单Q1营收/归母净利润分别同减39.7%/56.0%，主要系公司下调任务目标、控制发货进度所致。分产品看，高档酒同降41.0%，考虑系公司主动控制井台、臻酿八号发货节奏所致；中档酒增速10.8%，春节期间聚饮场景恢复较快，中档价格带受益明显，天号陈动销表现相对较优所致。盈利能力方面，Q1毛利率下降1.7pcts至83.2%，税金及附加率持平，销售费用率/管理费用率维持提升趋势，同增2.9pcts/3.7pcts，综合Q1净利率同比下降6.9pcts至18.7%。Q1销售回款8.8亿元同减36.7%，考虑系公司放宽打款要求，主动为渠道纾压所致，合同负债10.0亿元，仍有余力。

❖ **库存包袱逐步理清，业绩有望逐季改善。**公司22Q4和23Q1主动控制发货节奏，当前库存已降至健康水平，库存包袱逐步理清，23年有望实现逐季改善。产品端，持续围绕井台、臻酿八号扶持潜力市场，向上加大新典藏营销推广，拉升品牌高度，向下布局天号陈卡位口粮酒消费升级。营销端，强化经销商招募，增配专职人员协助培育市场，并加强圈层营销及C端投入，提高消费者触达率。区域端，聚焦八大核心市场，重点发力河南、湖南、四川、广东等区域，选择性投入内蒙古等超预期增长地区。在库存包袱理清及行业渐进复苏下，Q2有望重返增长，下半年或实现双位数增长，低基数下业绩弹性有望释放。

❖ **投资建议：压力集中释放，环比逐季改善，维持“强推”评级。**公司连续两个季度控制发货节奏，目前库存包袱已得到理清，报表压力亦有集中释放。公司品牌底蕴仍在，新管理层履新之后或有相关改革动作落地，伴随行业逐步恢复，报表增速或可提振。结合公司一季度报表数据，我们调整公司23年/24年EPS预测为2.67/3.39元（前值为2.96/3.76元），新增25年EPS预测4.24元，给予23年30XPE，对应目标价80元，维持“强推”评级。

❖ **风险提示：经济复苏不及预期，次高端竞争加剧，公司调整措施不及预期。**

**主要财务指标**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	4,673	4,913	6,089	7,437
同比增速(%)	0.9%	5.1%	23.9%	22.1%
归母净利润(百万)	1,216	1,305	1,657	2,072
同比增速(%)	1.4%	7.3%	27.0%	25.0%
每股盈利(元)	2.49	2.67	3.39	4.24
市盈率(倍)	26	25	19	15
市净率(倍)	9.3	7.3	5.7	4.4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月28日收盘价

**强推（维持）**

目标价：80元

当前价：65.55元

华创证券研究所

**证券分析师：欧阳予**

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com  
执业编号：S0360520070001

**证券分析师：沈昊**

邮箱：shenhao@hcyjs.com  
执业编号：S0360521050001

**证券分析师：田晨曦**

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com  
执业编号：S0360522090005

**证券分析师：董广阳**

电话：021-20572598  
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518040001

**联系人：刘旭德**

邮箱：liuxude@hcyjs.com

**公司基本数据**

总股本(万股)	48,836.14
已上市流通股(万股)	48,836.14
总市值(亿元)	320.12
流通市值(亿元)	320.12
资产负债率(%)	47.50
每股净资产(元)	7.42
12个月内最高/最低价	92.79/55.38

**市场表现对比图(近12个月)**



**相关研究报告**

《水井坊（600779）跟踪分析报告：压力逐步释放，预期低点布局》

2023-04-20

《水井坊（600779）2021年报及2022年一季度点评：理性降速蓄力，高端布局坚定》

2022-04-25

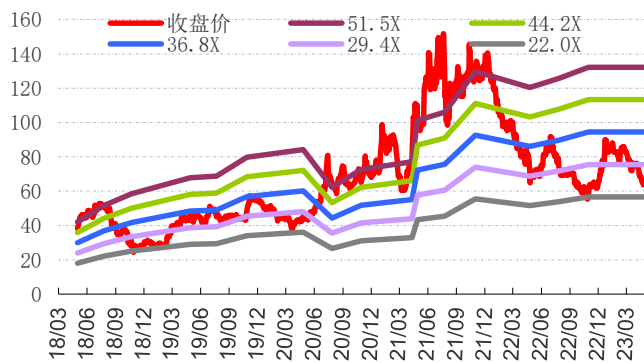
《水井坊（600779）2021年三季度点评：轻装上阵，量增驱动》

2021-10-31

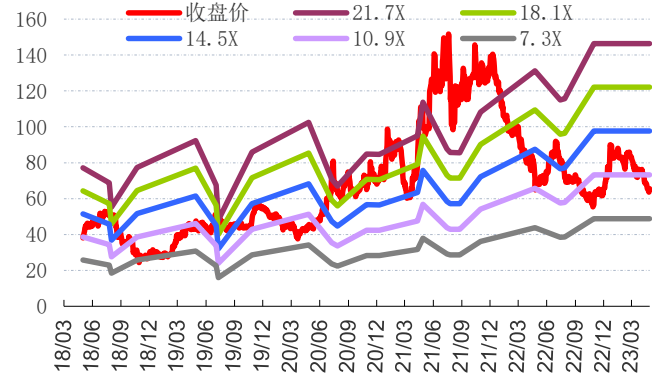
**图表 1 水井坊分季度拆分表 (百万元, %)**

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	21A	22A
营业收入	729	75	1,142	1,060	1,240	597	1,586	1,209	1,415	659	1,697	902	853	4,632	4,673
营业总成本	466	229	613	747	697	610	747	920	938	641	813	720	641	2,974	3,111
其中: 营业成本	120	22	179	154	185	99	226	208	213	101	264	146	144	717	725
利息支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
手续费及佣金支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	117	20	173	159	189	98	251	199	223	136	263	113	134	736	735
销售费用	173	121	201	346	269	315	206	437	410	285	225	358	272	1,227	1,279
管理费用	63	68	59	89	61	104	69	72	92	114	55	94	87	305	355
研发费用	1	0	0	1	1	1	3	15	7	10	8	12	6	20	37
财务费用	-7	-5	-4	-7	-9	-9	-9	-11	-9	-9	-7	-7	-7	-37	-33
信用减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	1	18	2	1	17	0	0	2	8	1	33	31	1	20	73
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	263	-138	531	308	560	-18	839	289	485	19	917	212	214	1,669	1,633
加: 营业外收入	0	1	0	1	1	1	0	1	0	0	0	0	1	3	2
减: 营业外支出	9	0	0	0	0	30	5	0	0	0	2	1	0	36	3
利润总额	255	-137	531	309	561	-48	833	289	485	19	916	212	215	1,636	1,632
减: 所得税	64	-49	133	79	142	-6	210	91	122	12	230	51	56	437	416
净利润	191	-88	399	230	419	-42	623	199	363	7	685	161	159	1,199	1,216
减少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归母净利润	191	-88	399	230	419	-42	623	199	363	7	685	161	159	1,199	1,216
EPS	0.4	-0.2	0.8	0.5	0.9	-0.1	1.3	0.4	0.7	0.0	1.4	0.3	0.3	2.5	2.5
毛利率	83.5%	71.1%	84.3%	85.4%	85.1%	83.5%	85.8%	82.8%	84.9%	84.6%	84.4%	83.8%	83.2%	84.5%	84.5%
营业税金率	16.0%	26.3%	15.1%	15.0%	15.3%	16.3%	15.8%	16.5%	15.7%	20.7%	15.5%	12.5%	15.7%	15.9%	15.7%
销售费用率	23.7%	161.0%	17.6%	32.6%	21.7%	52.7%	13.0%	36.2%	29.0%	43.3%	13.3%	39.7%	31.9%	26.5%	27.4%
管理费用率(含研发)	8.7%	91.1%	5.2%	8.5%	5.0%	17.6%	4.5%	7.2%	7.0%	18.8%	3.8%	11.7%	10.9%	7.0%	8.4%
营业利润率	36.1%	-182.8%	46.5%	29.1%	45.2%	-3.1%	52.9%	23.9%	34.3%	2.8%	54.0%	23.5%	25.1%	36.0%	35.0%
实际税率	25.0%	35.7%	25.0%	25.6%	25.2%	11.9%	25.2%	31.3%	25.2%	62.7%	25.2%	24.1%	25.9%	26.7%	25.5%
净利率	26.2%	-116.5%	34.9%	21.7%	33.8%	-7.1%	39.3%	16.4%	25.6%	1.1%	40.4%	17.8%	18.7%	25.9%	26.0%
收入增长率	-21.6%	-90.1%	18.9%	19.3%	70.2%	691.5%	38.9%	14.0%	14.1%	10.4%	7.0%	-25.4%	-39.7%	54.1%	0.9%
营业利润增长率	-10.4%	-187.9%	33.2%	22.3%	112.7%	-86.7%	57.9%	-6.3%	-13.4%	-200.7%	9.4%	-26.4%	-55.9%	73.0%	-2.1%
归母净利润增长率	-12.6%	-172.6%	33.1%	22.7%	119.7%	-52.0%	56.3%	-13.4%	-13.5%	-116.9%	10.0%	-19.1%	-56.0%	64.0%	1.4%

资料来源: Wind, 华创证券

**图表 2 水井坊 PE Band**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 3 水井坊 PB Band**


资料来源: Wind, 华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,912	2,120	3,541	5,558
应收票据	0	0	0	0
应收账款	3	26	24	19
预付账款	16	41	57	70
存货	2,443	2,317	2,217	2,123
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	36	35	36	41
流动资产合计	4,410	4,539	5,875	7,811
其他长期投资	9	9	9	9
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	483	1,038	1,917	2,407
在建工程	1,620	1,720	1,420	1,220
无形资产	130	146	150	156
其他非流动资产	395	397	399	401
非流动资产合计	2,637	3,310	3,895	4,193
<b>资产合计</b>	<b>7,047</b>	<b>7,849</b>	<b>9,770</b>	<b>12,004</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	2	112	115	86
应付账款	1,163	848	1,164	1,467
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,027	1,080	1,339	1,635
其他应付款	518	518	518	518
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6
其他流动负债	845	860	942	1,037
流动负债合计	3,561	3,424	4,084	4,749
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	28	28	28	28
非流动负债合计	28	28	28	28
<b>负债合计</b>	<b>3,589</b>	<b>3,452</b>	<b>4,112</b>	<b>4,777</b>
归属母公司所有者权益	3,458	4,397	5,658	7,227
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,458</b>	<b>4,397</b>	<b>5,658</b>	<b>7,227</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,047</b>	<b>7,849</b>	<b>9,770</b>	<b>12,004</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,314</b>	<b>1,306</b>	<b>2,532</b>	<b>3,068</b>
现金收益	1,273	1,360	1,787	2,321
存货影响	-246	126	100	94
经营性应收影响	78	-34	-2	6
经营性应付影响	211	-206	319	274
其他影响	-2	60	328	373
<b>投资活动现金流</b>	<b>-953</b>	<b>-754</b>	<b>-744</b>	<b>-576</b>
资本支出	-999	-752	-743	-575
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	46	-2	-1	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-339</b>	<b>-344</b>	<b>-367</b>	<b>-475</b>
借款增加	1	0	0	0
股利及利息支付	-280	-396	-503	-835
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-60	52	136	360

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>4,673</b>	<b>4,913</b>	<b>6,089</b>	<b>7,437</b>
营业成本	725	747	908	1,087
税金及附加	735	773	958	1,170
销售费用	1,279	1,310	1,599	1,916
管理费用	355	359	426	498
研发费用	37	39	49	59
财务费用	-33	-26	-28	-29
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-13	-13	-13	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	73	73	73	73
<b>营业利润</b>	<b>1,633</b>	<b>1,769</b>	<b>2,236</b>	<b>2,795</b>
营业外收入	2	3	3	2
营业外支出	3	21	15	17
<b>利润总额</b>	<b>1,632</b>	<b>1,751</b>	<b>2,224</b>	<b>2,780</b>
所得税	416	446	567	708
<b>净利润</b>	<b>1,216</b>	<b>1,305</b>	<b>1,657</b>	<b>2,072</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,216</b>	<b>1,305</b>	<b>1,657</b>	<b>2,072</b>
NOPLAT	1,191	1,285	1,636	2,050
EPS(摊薄) (元)	2.49	2.67	3.39	4.24

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	0.9%	5.1%	23.9%	22.1%
EBIT 增长率	0.0%	7.9%	27.3%	25.3%
归母净利润增长率	1.4%	7.3%	27.0%	25.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	84.5%	84.8%	85.1%	85.4%
净利率	26.0%	26.6%	27.2%	27.9%
ROE	35.2%	29.7%	29.3%	28.7%
ROIC	44.1%	38.2%	37.9%	37.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.9%	44.0%	42.1%	39.8%
债务权益比	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.6	0.6	0.9	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	0	1	1	1
应付账款周转天数	534	485	399	436
存货周转天数	1,153	1,147	899	719
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.49	2.67	3.39	4.24
每股经营现金流	2.69	2.67	5.18	6.28
每股净资产	7.08	9.00	11.59	14.80
<b>估值比率</b>				
P/E	26	25	19	15
P/B	9	7	6	4
EV/EBITDA	19	18	14	11

## 食品饮料组团队介绍

### 组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2022 年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

### ——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

#### 组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4 年食品饮料研究经验，2019 年加入华创证券研究所。

#### 分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

#### 研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021 年加入华创证券研究所。

### ——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

#### 组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

#### 研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

#### 助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

#### 助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

### ——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

#### 分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3 年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

### 华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2022 年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522