

去库存强化产品价值，调整蓄势再发力

核心观点

22Q4、23Q1 受市场动销压力，公司主动控货，将渠道消化库存作为首要目标，白酒出货量略有下降，业绩出现较大幅度下滑。目前，公司渠道逐渐趋于良性，市场秩序稳定，经销商信心回升，宴席、商务场景在小旺季有望迎来较高热度，公司将明显受益。2023 年，公司将持续培育高端消费者，推进团购业务及高端产品发展，轻装上阵，蓄力待发。

事件

公司发布 2022 年度及 2023 一季度报告

2022 年公司实现营业收入 46.73 亿元，同比增长 0.88%；实现归母净利润 12.16 亿元，同比增长 1.40%；实现扣非归母净利润 11.63 亿元，同比减少 4.32%。

其中，22Q4 公司实现营业收入 9.02 亿元，同比减少 25.37%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比减少 19.06%；实现扣非归母净利润 1.38 亿元，同比减少 30.20%。

2023 年一季度，公司实现营业收入 8.53 亿元，同比减少 39.69%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比减少 56.02%；实现扣非归母净利润 1.58 亿元，同比减少 55.78%。

简评

动销降速，产品销售受阻，公司业绩承压

2022 年以及 2023 年一季度，公司市场动销承压，22Q4、23Q1 连续两个季度公司较大幅度下滑，主要系：①22Q4 次高端白酒场景受到影响，23Q1 次高端需求恢复相对滞后，消费需求缩减，动销降速。②2022Q4 和 2023Q1 公司主要目标是降低社会库存，消化市场风险，强化品牌高度维护产品价格。

量价拆分开看，2022 年：公司酒类业务收入 46.28 亿元，同比+0.14%；其中高档酒销售额 45.03 亿元，同比-0.36%，中档酒销售额 1.25 亿元，同比+22.15%。销售量来看，2022 年白酒销售量 1.07 万吨，同比-2.33%，高档酒销售量 1.00 万吨，同比-3.02%，中档酒销售量 0.07 万吨，同比+8.34%。吨价看，2022 年公司白酒、高档、中档吨价分别为 42.95 万元(+2.52%)、44.83 万元(+2.75%)、17.08 万元(+12.74%)。

水井坊 (600779.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518060003

SFC 编号:BOT242

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521100002

发布日期：2023 年 05 月 04 日

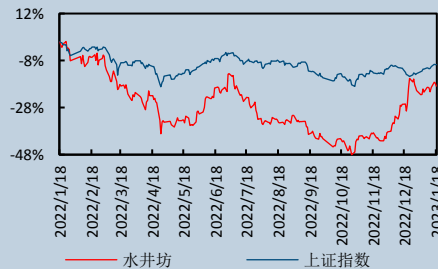
当前股价：86.43 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.67/8.88	37.89/33.37	-19.13/-10.17
12 月最高/最低价 (元)		107.36/55.38
总股本 (万股)		48,836.14
流通 A 股 (万股)		48,836.14
总市值 (亿元)		422.09
流通市值 (亿元)		422.09
近 3 月日均成交量 (万)		772.84
主要股东		
四川成都水井坊集团有限公司		39.72%

股价表现



相关研究报告

2022-11-0 【中信建投白酒 II】水井坊(600779):

分季度看，2022Q4 白酒业务收入 8.96 亿元，同比-25.39%，高档酒收入 8.63 亿元，同比-26.73%，中档酒收入 0.33 亿元，同比+41.89%。2023Q1 白酒业务收入 8.48 亿元，同比-39.51%，高档酒收入 8.03 亿元，同比-41.04%，中档酒收入 0.46 亿元，同比+10.78%。

分渠道看，2022 年新渠道实现营业收入 2.99 亿元，同比-12.46%，销售量 724.66 千升，同比-22.73%；批发代理渠道销售额 43.28 亿元，同比+1.15%，销售量 1.01 万千升，同比-0.43%。2022Q4 新渠道实现营业收入 1.00 亿元，同比-9.70%，销售量 224.67 千升，同比-15.69%；批发代理渠道销售额 7.97 亿元，同比-26.97%，销售量 1984.94 千升，同比-21.08%。2023Q1 新渠道实现营业收入 0.90 亿元，同比+35.68%，销售量 263.07 千升，同比+46.14%；批发代理渠道销售额 7.58 亿元，同比-43.24%，销售量 2032.62 千升，同比-34.11%。

加强消费者培育，盈利能力有所波动

盈利能力方面，2022 年毛利率 84.49%，同比-0.02pcts，归母净利率 26.02%，同比+0.13pcts。2022Q4 毛利率 83.84%，同比+1.01pcts，归母净利率 17.83%，同比+1.39pcts。2023Q1 毛利率 83.17%，同比-1.75pcts，归母净利率 18.69%，同比-6.94pcts。

费用率方面，2022 年销售费用率 27.37%，同比+0.88pcts，管理费用率 7.6%，同比+2.02pcts，税金及附加率 15.73%，同比-0.17pcts。2022Q4 销售费用率 39.68%，同比+3.5pcts，管理费用率 10.39%，同比+4.45pcts，税金及附加率 12.53%，同比-3.92pcts。2023Q1 销售费用率 31.91%，同比+2.91pcts，管理费用率 10.18%，同比+3.69pcts，税金及附加率 15.65%，同比-0.08pcts。销售费用率的提升，主要系公司持续加大消费者培育方面的投入，发力团购渠道占领意见领袖心智，在体育、文化等领域加强高端酒圈层营销。管理费用率的提升，主要系公司员工薪酬支出增加。

现金流量方面，2022 年销售收现 52.41 亿元，同比-1.85%，经营性净现金流+13.14 亿元，同比-19.36%；2022Q4 销售收现 10.9 亿元，同比-23.64%，经营性净现金流 2.05 亿元，同比+11.15%；2023Q1 销售收现 8.77 亿元，同比-36.71%，经营性净现金流-0.16 亿元，去年同期+3.94 亿元。

产品改革落地，渠道风险逐步化解，消费培育持续推进，水井坊有望引来拐点时刻

2022 年以来，在场景缺失、动销放缓使公司经营业务正常开展受到一定影响，业绩承压并连续两个季度较大幅度下滑，但是面对市场压力，公司整体上保持了较强的战略定力，在产品、品牌、渠道等方面均为长期可持续增长勾画出较为清晰的路线。产品方面，持续丰富各个细分价格带产品线布局，继 2021 年典藏升级后，2022 年推出新井台占位 500-600 元价格带，随着邛崃项目即将落地，推出中档价位核心单品天号陈，价格带覆盖面越来越广，产品矩阵日渐全面。品牌方面，坚定不移走品牌高端化路线，致力于提升消费者心目中的品牌认知，树立高端形象，典藏及文创产品依托高端酒公司推进高端圈层营销，新井台作为“美学”升级代表在核心城市加强目标人群的培育。费用方面，优化市场费用的投入费比，加强对人员发展及渠道发展的投入。渠道方面，市场动作日渐精细化，继续拓展团购销售，高端酒设立核心顾问团，增配 T1 业务员，培育八号潜力市场，拓展井台团购业务。更重要的是公司与经销商共频，更好的服务经销商，以渠道健康运行为目标，选择以价为先，在 22Q4、23Q1 主动控量帮助渠道促动销去库存。

2023 年以来，白酒消费场景回归，市场动销逐渐提升，商务、宴席等活动逐渐正常化。水井坊经过 2 个季度的市场调整，渠道压力大幅缓解，市场生态趋于良性，产品价格较为坚挺，整体基本面企稳。此外，根据酒业家，五一端午等小旺季宴席等活动市场消费热度高，人们消费意愿在增强，渠道经销商信心在回升。在此之

际，我们认为水井坊有望迎来拐点时刻，全年双位数增长目标可期。

盈利预测。

预计 2023-2025 年公司实现收入 53.86、64.70、77.65 亿元，实现归母净利润 13.99、17.48、21.91 亿元，对应 PE 为 22.87X、18.31X、14.61X，维持“买入”评级。

风险提示：

省外市场拓展不及预期。水井省外空白市场仍较多，基础相对薄弱，同价位竞争激烈，可能会影响省外市场的拓展。

疫情反复。目前整体疫情防控形势不断向好。但是，目前全国范围内仍存在局部疫情反复的情况，白酒尤其是高端白酒的开瓶消费往往是宴会场景，疫情反复对居民正常出行和堂食的谨慎可能会影响到公司产品的正常动销。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

图表1：重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,631.86	4,672.74	5,385.61	6,469.95	7,765.49
YoY(%)	54.10	0.88	15.26	20.13	20.02
净利润(百万元)	1,199.08	1,215.84	1,399.47	1,748.10	2,191.26
YoY(%)	63.96	1.40	15.10	24.91	25.35
毛利率(%)	84.51	84.49	85.00	85.43	85.92
净利率(%)	25.89	26.02	25.99	27.02	28.22
ROE(%)	45.56	35.16	32.23	32.10	32.09
EPS(摊薄/元)	2.46	2.49	2.87	3.58	4.49
P/E(倍)	26.70	26.33	22.87	18.31	14.61
P/B(倍)	12.16	9.26	7.37	5.88	4.69

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

研究助理

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，主要研究白酒行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务
 中心 B 座 22 层
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk