开源证券

水井坊（600779.SH）

2021 年 11 月 01 日

利润超预期，营销有突破

——公司信息更新报告

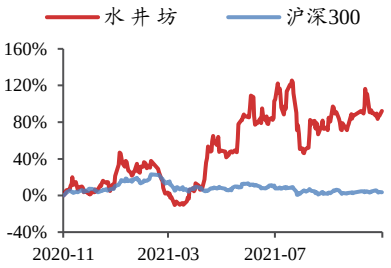
投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（分析师）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790521060002

日期	2021/11/1
当前股价(元)	130.50
一年最高最低(元)	160.57/60.48
总市值(亿元)	637.32
流通市值(亿元)	637.24
总股本(亿股)	4.88
流通股本(亿股)	4.88
近 3 个月换手率(%)	98.76

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-重新聚焦高端化，渠道革新再出发》-2021.10.20

● **公司产品高端化改革逐步推进，长期发展潜力显现，维持“增持”评级**

公司前三季度实现营收 34.2 亿元，同比+75.9%，归母净利润 10.0 亿元，同比+99.4%；其中 Q3 实现营收 15.9 亿元，同比+ 38.9%，归母净利润 6.2 亿元，同比+56.3%。单季度业绩超预期，我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利分别为 11.4（+1.0）亿元、16.4（+2.0）亿元、22.0（+2.4）亿元，EPS 分别为 2.34（+0.20）元、3.35（+0.38）元、4.50（+0.50）元，同比增长 56.3%、43.3%、34.2%，当前股价对应 PE 分别为 55.7、38.9、29.0 倍，公司三季度已成立高端事业部、消费者培育部和高端酒销售公司，发力定位 800 元以上的新典藏，同时未来将加强渠道下沉，全国化将持续推进，维持“增持”评级。

● **市场低库存叠加涨价预期下，三季度实现强劲增长**

拆分量价来看，公司 2021 年前三季度白酒销量增长 57.3%，较 2019 年同比增长 24.5%，销量保持快速增长说明公司全国化空间仍足；公司前三季度吨价同比提升 11.7%，较 2019 年同比提升 5.4%，预计井台受提价预期影响三季度环比提速，典藏 5 月开始控货至 8 月份，预计增速略慢于整体，八号维持较高增速。

● **合同负债环比上升，现金流量表现良好**

三季度末公司合同负债 8.7 亿元，环比增加 2.4 亿元，处于历史最高水平，主要原因是二季度库存清理较为彻底，同时受益于 9 月底井台提价预期，经销商回款积极性高。Q3 销售收现 15.9 亿元，与收入表现一致。

● **毛利率稳定提升，受益于销售费用率下降，净利率大幅提升**

受益于产品结构优化，Q3 毛利率+1.46pct 至 85.76%，销售费用率同比-4.63pct 至 13.00%，主因三季度疫情下费用投放受限，部分费用将延迟至 Q4 确认；管理费用率-0.83pct 至 4.33%，税金比例+0.67%至 15.81%，属于季度波动。综合来看 Q3 销售净利率+4.36pct 至 39.28%，盈利能力改善明显。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，新品推广不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,513	6,066	7,775
YOY(%)	25.5	-15.1	50.2	34.4	28.2
归母净利润(百万元)	826	731	1,143	1,638	2,199
YOY(%)	42.6	-11.5	56.3	43.3	34.2
毛利率(%)	82.9	84.2	86.4	87.9	89.7
净利率(%)	23.3	24.3	25.3	27.0	28.3
ROE(%)	39.1	34.2	42.5	42.5	39.8
EPS(摊薄/元)	1.69	1.50	2.34	3.35	4.50
P/E(倍)	77.1	87.1	55.7	38.9	29.0
P/B(倍)	30.2	29.8	23.7	16.5	11.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3043	3265	4655	5369	7397
现金	1243	1330	2015	2524	4171
应收票据及应收账款	29	2	44	18	62
其他应收款	8	3	13	8	19
预付账款	34	36	69	72	109
存货	1520	1879	2498	2732	3021
其他流动资产	209	15	15	15	15
非流动资产	903	1102	1414	1669	1929
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	531	534	859	1118	1373
无形资产	123	123	127	133	137
其他非流动资产	249	445	428	419	418
资产总计	3946	4367	6069	7038	9325
流动负债	1810	2216	3361	3169	3783
短期借款	0	0	0	265	0
应付票据及应付账款	478	631	797	909	968
其他流动负债	1332	1585	2564	1994	2815
非流动负债	24	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	15	15	15	15
负债合计	1834	2231	3376	3183	3798
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	489	488	488	488	488
资本公积	400	396	396	396	396
留存收益	1237	1260	1396	1600	1921
归属母公司股东权益	2112	2136	2693	3855	5528
负债和股东权益	3946	4367	6069	7038	9325

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	868	845	1628	1041	2769
净利润	826	731	1143	1638	2199
折旧摊销	63	75	65	94	122
财务费用	-23	-23	-21	-26	-50
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	1	61	441	-664	499
其他经营现金流	1	1	0	0	0
投资活动现金流	-214	-218	-378	-349	-381
资本支出	215	218	313	255	259
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	2	0	-65	-94	-122
筹资活动现金流	-436	-545	-565	-450	-476
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	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-437	-541	-565	-450	-476
现金净增加额	217	83	685	243	1912

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3539	3006	4513	6066	7775
营业成本	606	475	612	731	804
营业税金及附加	562	468	654	880	1127
营业费用	1064	841	1399	1820	2332
管理费用	250	280	406	546	700
研发费用	2	2	3	4	5
财务费用	-23	-23	-21	-26	-50
资产减值损失	-7	-13	0	0	0
其他收益	31	21	15	18	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-2	-7	0	0	0
营业利润	1102	965	1475	2130	2876
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	4	9	7	8	8
利润总额	1100	958	1470	2125	2871
所得税	274	227	327	487	672
净利润	826	731	1143	1638	2199
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	826	731	1143	1638	2199
EBITDA	1125	993	1485	2158	2901
EPS(元)	1.69	1.50	2.34	3.35	4.50

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.5	-15.1	50.2	34.4	28.2
营业利润(%)	41.2	-12.4	52.9	44.5	35.0
归属于母公司净利润(%)	42.6	-11.5	56.3	43.3	34.2
获利能力					
毛利率(%)	82.9	84.2	86.4	87.9	89.7
净利率(%)	23.3	24.3	25.3	27.0	28.3
ROE(%)	39.1	34.2	42.5	42.5	39.8
ROIC(%)	37.3	32.6	40.8	38.5	38.4
偿债能力					
资产负债率(%)	46.5	51.1	55.6	45.2	40.7
净负债比率(%)	-57.6	-61.6	-74.3	-58.2	-75.2
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.7	2.0
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	112.1	195.2	195.2	195.2	195.2
应付账款周转率	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.50	2.34	3.35	4.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	1.73	3.33	2.13	5.67
每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.37	5.51	7.89	11.32
估值比率					
P/E	77.1	87.1	55.7	38.9	29.0
P/B	30.2	29.8	23.7	16.5	11.5
EV/EBITDA	55.6	62.8	41.6	28.5	20.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn