

水井坊 (600779) 2020年报点评

最差时点已过，复苏趋势明显

2021年05月14日

【投资要点】

- ◆ 公司发布2020年报。2020年，公司实现营收30.1亿元，yoy-15.1%，基本符合我们的预期，实现归母净利润7.3亿元，yoy-11.5%，基本符合我们的预期，实现扣非净利润7.3亿元，yoy-9.9%。2020年公司实现经营性净现金流8.5亿元，同比少流入0.2亿元，实现销售回款36.0亿元，yoy-11.1%。
- ◆ 最差时点已过，下半年持续高增。疫情全面打击酒类销售，分产品来看，公司全年高档酒/中档酒营收同比下滑14.1%/12.5%，分区域来看，公司全年省内/省外/出口营收同比下滑30.6%/13.3%/64.7%。量价拆分来看，公司酒类销量同比下滑41.8%，销售单价同比提升45.9%，我们认为主要系低档基酒停止销售及高档水井坊品牌系列占比提升推动结构升级。2020年上半年受疫情影响，次高端白酒受到较大冲击，宴席消费场景缺失。公司上半年以去库存为主调，H1业绩表现不佳。随着疫情影响逐渐消退，Q2公司渠道库存降至较低水平，公司最差时点已过，下半年轻装上阵，Q3起业绩持续高增。单四季度，公司实现营收10.6亿元，yoy+19.3%，实现归母净利润2.3亿元，yoy+22.7%。Q4实现经营性净现金流0.9亿元，同比少流入0.6亿元，实现销售回款12.2亿元，yoy+16.1%。
- ◆ 盈利能力增强，复苏趋势明显。2020年公司综合毛利率为84.2%，同比提升1.3pct。分产品来看，高档酒/中档酒毛利率分别提升1.0/2.6pct。公司全价格带酒类产品毛利率共同攀升，盈利能力有所增强，复苏趋势明显。我们认为公司未来将持续发力高端产品，结构升级有望推动毛利率继续提升。公司全年期间费用率同比基本持平，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别变动-2.1/+2.2/-0.1/-0.01pct。销售费用率大幅下降，主要系疫情影响下营销活动和广告投放减少，管理费用率提升，主要系经营办公费用和计提折旧增加。全年来看，公司净利率提升1.0pct，盈利能力有所增强。
- ◆ 经营计划彰显信心，低基数下有望实现高增长。公司披露2021年经营计划，力争实现主营业务收入增长43%左右，约43.0亿元，净利润增长35%左右，约9.9亿元。21Q1来看，公司实现营收增长70.2%，归母净利润增长119.7%，分别达成全年目标的28.9%/42.5%，复苏趋势明显，全年目标实现难度不大。考虑到2020年疫情影响下公司上半年业绩受损明显，低基数下，我们认为2021年公司有望实现高增。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

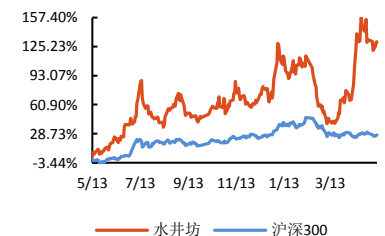
证券分析师：姜楠

证书编号：S1160520090001

联系人：李欣欣

电话：021-23586472

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	49512.72
流通市值 (百万元)	49499.33
52周最高/最低 (元)	114.77/44.20
52周最高/最低 (PE)	75.47/27.40
52周最高/最低 (PB)	25.84/10.36
52周涨幅 (%)	130.93
52周换手率 (%)	353.99

相关研究

- 《增速转正回款改善，来年高增可期》
2020.11.16
- 《品牌及渠道建设稳步推进，发展潜力仍在》
2018.10.23
- 《结构升级叠加核心市场下沉，业绩保持高增长》
2018.07.26
- 《中报业绩超预期，次高端白酒龙头腾飞》
2017.07.28

【投资建议】

- ◆ 深化次高端布局，轻装上阵再次起航。公司臻酿八号和井台两大单品实现布局次高端 300-600 元主流价格带，未来将发力典藏，抢占 800 元新价格带，深化次高端布局。疫情期完成渠道去库存，公司轻装上阵，低基数效应下，我们认为公司有望实现快速复苏。我们上调 2021-2022 年公司营收预期至 42.02/52.43 亿元，预测 2023 年实现营收 62.82 亿元，上调 2021-2022 年公司归母净利润预期至 10.88/14.10 亿元，预测 2023 年实现归母净利润 17.51 亿元，对应 EPS 分别为 2.23/2.89/3.59 元/股，PE 46/35/28 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3005.71	4202.22	5242.51	6281.58
增长率(%)	-15.06%	39.81%	24.76%	19.82%
EBITDA（百万元）	1015.71	1441.62	1838.39	2255.80
归属母公司净利润（百万元）	731.33	1088.45	1410.41	1751.40
增长率(%)	-11.49%	48.83%	29.58%	24.18%
EPS(元/股)	1.50	2.23	2.89	3.59
市盈率（P/E）	55.45	45.46	35.08	28.25
市净率（P/B）	18.98	15.34	10.68	7.75
EV/EBITDA	38.61	32.56	24.68	19.32

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 次高端需求不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧；
- ◆ 新品培育不及预期；
- ◆ 疫情影响超预期。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3265.21	4842.56	6677.94	8773.60
货币资金	1329.98	2535.29	4098.74	5904.23
应收及预付	38.04	46.93	54.71	61.01
存货	1879.40	2239.49	2502.21	2784.65
其他流动资产	17.80	20.86	22.28	23.71
非流动资产	1101.55	1140.55	1179.55	1218.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	533.86	533.86	533.86	533.86
在建工程	229.62	229.62	229.62	229.62
无形资产	122.79	162.79	202.79	242.79
其他长期资产	215.28	214.28	213.28	212.28
资产总计	4366.76	5983.11	7857.49	9992.15
流动负债	2216.11	2744.00	3207.98	3591.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	630.75	716.64	834.07	928.22
其他流动负债	1585.36	2027.36	2373.91	2663.01
非流动负债	14.67	14.67	14.67	14.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.67	14.67	14.67	14.67
负债合计	2230.78	2758.67	3222.65	3605.90
实收资本	488.44	488.44	488.44	488.44
资本公积	396.48	396.48	396.48	396.48
留存收益	1260.18	2348.64	3759.04	5510.44
归属母公司股东权益	2135.99	3224.44	4634.84	6386.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	4366.76	5983.11	7857.49	9992.15

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3005.71	4202.22	5242.51	6281.58
营业成本	475.30	653.93	761.09	847.00
税金及附加	468.00	651.34	812.59	973.64
销售费用	840.82	1134.60	1415.48	1696.03
管理费用	279.50	378.20	471.83	565.34
研发费用	1.79	2.52	3.15	3.77
财务费用	-22.96	-30.12	-52.23	-79.09
资产减值损失	-12.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-6.66	0.00	0.00	0.00
其他收益	20.64	42.02	52.43	62.82
营业利润	964.68	1453.77	1883.04	2337.70
营业外收入	2.63	2.50	2.50	2.50
营业外支出	9.36	5.00	5.00	5.00
利润总额	957.95	1451.27	1880.54	2335.20
所得税	226.63	362.82	470.14	583.80
净利润	731.33	1088.45	1410.41	1751.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	731.33	1088.45	1410.41	1751.40
EBITDA	1015.71	1441.62	1838.39	2255.80

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	845.32	1306.81	1664.95	1906.99
净利润	731.33	1088.45	1410.41	1751.40
折旧摊销	75.42	60.00	60.00	60.00
营运资金变动	71.23	155.86	192.04	93.09
其它	-32.65	2.50	2.50	2.50
投资活动现金流	-217.89	-101.50	-101.50	-101.50
资本支出	-217.89	-102.50	-102.50	-102.50
投资变动	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	1.00	1.00	1.00
筹资活动现金流	-544.71	0.00	0.00	0.00
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-544.71	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	82.72	1205.31	1563.45	1805.49
期初现金余额	1242.61	1329.98	2535.29	4098.74
期末现金余额	1325.33	2535.29	4098.74	5904.23

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-15.06%	39.81%	24.76%	19.82%
营业利润增长	-12.43%	50.70%	29.53%	24.15%
归属母公司净利润增长	-11.49%	48.83%	29.58%	24.18%
获利能力 (%)				
毛利率	84.19%	84.44%	85.48%	86.52%
净利率	24.33%	25.90%	26.90%	27.88%
ROE	34.24%	33.76%	30.43%	27.42%
ROIC	33.61%	32.14%	28.78%	25.79%
偿债能力				
资产负债率 (%)	51.09%	46.11%	41.01%	36.09%
净负债比率	-62.27%	-78.63%	-88.43%	-92.45%
流动比率	1.47	1.76	2.08	2.44
速动比率	0.61	0.93	1.29	1.65
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.70	0.67	0.63
应收账款周转率	1561.42	3650.00	3650.00	3650.00
存货周转率	1.60	1.88	2.10	2.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.50	2.23	2.89	3.59
每股经营现金流	1.73	2.68	3.41	3.90
每股净资产	4.37	6.60	9.49	13.07
估值比率				
P/E	55.45	45.46	35.08	28.25
P/B	18.98	15.34	10.68	7.75
EV/EBITDA	38.61	32.56	24.68	19.32

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。