

强烈推荐-A (维持)

水井坊 600779.SH

目标估值: 54 元
 当前股价: 45.94 元
 2019 年 10 月 25 日

次高端平稳增长, 锁定全年目标

基础数据

上证综指	2955
总股本 (万股)	48855
已上市流通股 (万股)	48830
总市值 (亿元)	224
流通市值 (亿元)	224
每股净资产 (MRQ)	4.0
ROE (TTM)	39.2
资产负债率	46.0%
主要股东	四川成都水井坊集团
主要股东持股比例	39.71%

股价表现



相关报告

- 1、《水井坊 (600779) —三因素致利润波动, 全年预期无需调整》2019-07-23
- 2、《水井坊 (600779) —开局良好定调全年, 淡季梳理决定增幅》2019-04-28
- 3、《水井坊 (600779): 三新品亮相, 尽全力稳增长——2019 年春季糖酒会见闻之七》2019-04-01

杨勇胜

021-68407562
 yangys5@cmschina.com.cn
 S1090514060001

欧阳子

ouyangyu@cmschina.com.cn
 S1090519040003

公司三季度实现稳健增长, 次高端增速平稳放缓至 20%以内, 毛利率持续提升, 销售费用率大幅降低, 系季度投放节奏原因, 放大 Q3 利润弹性, 锁定全年收入和利润目标。当前次高端名酒正面竞争加剧背景下, 建议适当放低来年增长预期, 持续维护渠道价值链, 提升品牌建设, 增长质量比速度更为重要。我们略调整 19-20 年 EPS 预测至 1.58 和 1.85 元, 维持目标价 54 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

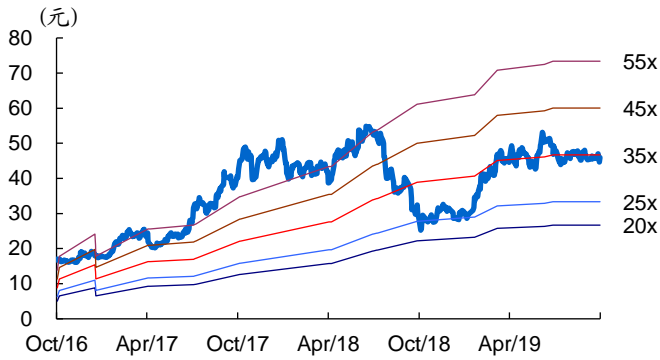
- **收入稳健增长, 次高端产品平稳放缓。**公司前三季度营业收入 26.51 亿元, 归母净利润 6.39 亿元, 扣非净利润 6.17 亿元, 分别增长 23.9%、38.1%和 26.0%。其中 19Q3 收入 9.61 亿元, 归母净利润 3.00 亿元、扣非净利润 2.78 亿元, 分别增长 19.7%、53.4%和 42.6%。其中次高端及以上价格带 19Q3 收入增长 19.1%, 环比继续放缓, 仍维持在 20%左右预期内增速。19Q3 销售回款 10.94 亿元, 增长 34.3%, 现金流及营运资本整体保持健康。
- **毛利率持续提升, 销售费用率季度投放节奏原因, 放大 Q3 利润弹性。**公司 19Q3 主营税金及附加率 15.3%, 同比提升 2pcts, 年内税基提升影响仍在。19Q3 毛利率提升 0.7pct 至 83.0%, 主要来自新品提价效应, 不过高端菁翠和典藏大师版销售下滑压制整体产品结构。费率方面, 单 Q3 销售费用率 22.79%, 大幅下降 5.9pcts, 系季度间线上投放节奏波动所致, 与 Q2 情况形成对冲, 从我们草根调研情况看, 公司中秋旺季仍在针对核心市场和终端门店线下投入。管理费用率大幅下降 1.8pcts 至 6.7%, 规模效应显现。毛利率持续提升, 以及费用率下降, 放大 Q3 利润弹性, 前三季度净利率提升至 24.1%。
- **全年目标大概率锁定, 行业竞争加剧期, 适当降低来年增长预期, 质量比速度更重要。**公司三季报奠定了全年收入 20%, 利润 30%以上增长目标的基础, 中秋旺季公司加大发货, 同时配合线下投放政策, 节后库存仍维持在三个月左右较健康水平, 全年目标实现大概率无虞。展望来年, 次高端价格带在恢复性高增长后增速放缓, 名酒企业正面竞争加剧, 建议公司及大股东客观看待行业发展阶段, 适当放低短期增速预期, 持续维护渠道价值链, 提升品牌建设, 当前阶段增长质量比速度更为重要。公司今年突破 30 亿收入体量之后, 渠道精细管控重要性更为突出, 期待公司在精细化改革方面的突破, 驱动持续高质量成长。
- **投资建议: 维持目标价 54 元, 维持“强烈推荐-A”评级。**公司三季度实现稳健增长, 次高端增速仍在 20%左右, 全年目标大概率达成。当前次高端名酒正面竞争加剧背景下, 建议适当放低来年增长预期。在大股东及外资长线资金高持股比例下, 估值具备支撑。基于三季报, 我们略调整 19-20 年 EPS 预测至 1.58 和 1.85 元 (前次 1.53 和 1.83 元), 维持目标价 54 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 需求回落、次高端竞争加剧、渠道精细化改革不及预期**

表 1: 水井坊单季度利润表

单位: 百万元	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	18Q1-3	19Q1-3
一、营业总收入	577	748	588	802	680	930	760	961	2139	2651
二、营业总成本	456	546	435	544	527	637	602	591	1526	1830
其中: 营业成本	118	144	108	142	117	162	139	163	394	464
营业税金及附加	93	108	83	107	129	147	132	147	298	426
营业费用	187	240	179	231	204	277	264	220	650	761
管理费用	58	57	72	68	73	55	73	64	196	192
研发费用	0	0	1	0	2	0	1	1	1	1
财务费用	(3)	(4)	(3)	(3)	(3)	(5)	(6)	(5)	(10)	(16)
资产减值损失	3	1	(4)	(1)	4	1	3	1	(4)	4
信用减值损失							(2)	(0)	0	(2)
三、其他经营收益	(0)	8	(0)	1	5	1	(1)	29	8	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资产处置收益	(8)	0	(0)	(1)	(1)	0	(1)	(0)	(1)	(1)
其他收益	8	8	0	1	6	0	0	29	9	30
四、营业利润	121	210	152	259	159	294	157	399	621	850
加: 营业外收入	(2)	0	0	1	0	0	1	1	1	2
减: 营业外支出	23	(0)	45	1	4	0	1	0	46	1
五、利润总额	96	211	107	259	156	294	156	399	577	850
减: 所得税	4	56	(6)	64	39	76	35	99	114	210
六、净利润	92	155	113	195	117	219	121	300	463	639
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属净利润	92	155	113	195	117	219	121	300	463	639
EPS	0.19	0.32	0.23	0.40	0.24	0.45	0.25	0.61	0.95	1.31
主要比率										
毛利率	79.5%	80.8%	81.6%	82.3%	82.8%	82.6%	81.8%	83.0%	81.6%	82.5%
主营税金率	16.1%	14.4%	14.2%	13.3%	19.0%	15.8%	17.3%	15.3%	14.0%	16.1%
营业费率	32.3%	32.1%	30.4%	28.8%	30.0%	29.8%	34.7%	22.9%	30.4%	28.7%
管理费费率	10.1%	7.6%	12.3%	8.5%	11.1%	5.9%	9.7%	6.7%	9.2%	7.3%
营业利润率	21.0%	28.1%	25.9%	32.3%	23.4%	31.6%	20.6%	41.5%	29.1%	32.1%
实际税率	4.2%	26.5%	-5.4%	24.6%	25.0%	25.7%	22.6%	24.9%	19.7%	24.8%
净利率	16.0%	20.7%	19.2%	24.3%	17.2%	23.5%	15.9%	31.2%	21.6%	24.1%
YOY										
收入增长率	51.1%	87.7%	33.0%	27.2%	17.9%	24.2%	29.3%	19.7%	45.4%	23.9%
营业利润增长率	98.0%	64.5%	521.8%	49.7%	31.3%	39.8%	3.1%	54.0%	91.0%	36.7%
净利润增长率	21.7%	68.0%	404.0%	51.6%	26.7%	41.2%	7.5%	53.4%	90.2%	38.1%

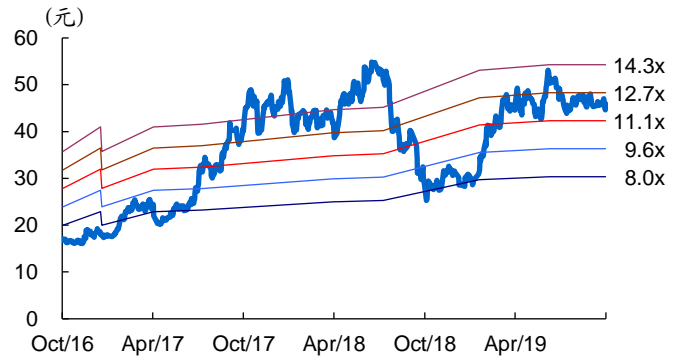
资料来源: 公司报表、招商证券

图 1: 水井坊历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 水井坊历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《水井坊 (600779) —三因素致利润波动, 全年预期无需调整》 2019-07-23
- 2、《水井坊 (600779) —开局良好定调全年, 淡季梳理决定增幅》 2019-04-28
- 3、《水井坊 (600779): 三新品亮相, 尽全力稳增——2019 年春季糖酒会见闻之七》 2019-04-01
- 4、《水井坊 (600779) —帝亚吉欧再度要约收购, 彰显长期信心》 2019-02-27
- 5、《水井坊 (600779) —增速回落, 换挡前行》 2018-10-24

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2104	2449	2680	2905	3133
现金	1030	1026	1078	1327	1640
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	0	0	0	0
应收款项	82	34	33	38	43
其它应收款	2	2	3	3	4
存货	920	1345	1464	1422	1321
其他	65	42	102	115	125
非流动资产	685	749	808	856	899
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	417	522	576	626	672
无形资产	64	65	63	61	59
其他	204	162	169	169	168
资产总计	2789	3198	3488	3761	4031
流动负债	1191	1310	1386	1451	1503
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	276	306	348	383	411
预收账款	169	160	182	200	215
其他	746	843	856	867	876
长期负债	18	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	31	31	31	31
负债合计	1209	1341	1417	1482	1534
股本	489	489	489	489	489
资本公积金	400	400	400	400	400
留存收益	692	969	1183	1390	1609
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1580	1857	2071	2278	2497
负债及权益合计	2789	3198	3488	3761	4031

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	611	431	698	1023	1198
净利润	336	580	772	902	1031
折旧摊销	40	47	48	53	57
财务费用	(2)	0	(20)	(22)	(27)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	277	(207)	(103)	88	136
其它	(39)	11	1	2	1
投资活动现金流	138	(132)	(108)	(100)	(100)
资本支出	(86)	(132)	(100)	(100)	(100)
其他投资	225	0	(8)	0	0
筹资活动现金流	(225)	(303)	(538)	(673)	(785)
借款变动	(20)	(27)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(225)	(303)	(558)	(695)	(812)
其他	19	27	20	22	27
现金净增加额	525	(4)	52	249	313

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2048	2819	3442	3952	4417
营业成本	429	511	580	639	686
营业税金及附加	301	428	532	611	683
营业费用	551	854	1043	1210	1352
管理费用	226	270	291	327	365
财务费用	(11)	(13)	(20)	(22)	(27)
资产减值损失	107	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	446	781	1027	1199	1369
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	30	50	5	5	5
利润总额	417	733	1023	1195	1365
所得税	82	153	251	293	334
净利润	336	580	772	902	1031
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利	336	580	772	902	1031
EPS (元)	0.69	1.19	1.58	1.85	2.11

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	74%	38%	22%	15%	12%
营业利润	73%	75%	31%	17%	14%
净利润	49%	73%	33%	17%	14%
获利能力					
毛利率	79.1%	81.9%	83.1%	83.8%	84.5%
净利率	16.4%	20.6%	22.4%	22.8%	23.3%
ROE	21.2%	31.2%	37.3%	39.6%	41.3%
ROIC	22.2%	32.7%	36.7%	39.0%	40.6%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	41.9%	40.6%	39.4%	38.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.2
营运能力					
资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	41.3	48.6	101.7	110.3	108.9
应付帐款周转率	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
每股资料 (元)					
EPS	0.69	1.19	1.58	1.85	2.11
每股经营现金	1.25	0.88	1.43	2.09	2.45
每股净资产	3.23	3.80	4.24	4.66	5.11
每股股利	0.62	1.14	1.42	1.66	1.90
估值比率					
PE	66.9	38.7	29.1	24.9	21.8
PB	14.2	12.1	10.8	9.9	9.0
EV/EBITDA	7.3	4.3	3.3	2.8	2.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。