




水井坊 (600779)

## 业绩超出预期，优势仍然凸显

## ——水井坊 2019 年三季度报点评

	瞿猛 (分析师)	方勇 (分析师)
	021-38676442	0755-23976166
	zimeng@gjas.com	fangyong019027@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080016

## 本报告导读:

Q3 业绩超出预期，水井坊系列维持较快平稳增长。次高端整体表现分化，但公司维持平稳且较快增长，管理、品牌、渠道红利有望持续释放，竞争优势凸显。

## 投资要点:

- **投资建议:** 上调 2019-21 年 EPS 至 1.59、1.98、2.34 元 (前次 1.51、1.85、2.22 元) 预测，参考可比公司给与 2020 年 28 倍 PE，维持目标价 55 元，维持增持评级。
- **业绩超出预期。** 2019 前三季度营收 26.5 亿元、增 23.9%，扣非前后归母净利润 6.39、6.18 亿元，增 38.1%、增 25.99%；Q3 单季营收 9.6 亿元、增 19.7%；扣非前后归母净利润 3.27 亿元，增 53.4%、增 42.6%。Q3 单季净利率升 6.85pct 至 31.2%，其中毛利率小幅升 0.72pct，Q2 有较大前置费用投入下 Q3 销售费用率大幅降 5.84 pct、管理及研发率降 1.73pct，营业税金率升 2.03pct。
- **水井坊系列维持较快平稳增长。** 1) Q3 单季酒类营收 9.6 亿元、增 20.3%，增速环比略降主因 Q2 散酒出售影响，毛利率同比升 0.2pct；其中水井坊系列营收 9.36 亿、增 19.2%，增速环比降 3.3pct 但保持较快增，毛利率升 0.4pct。天号陈等系列酒 2465 万、增 85.1%，增速大幅提升，毛利率明显改善、升 2.4pct。2) 体量较大的东区、西区、中区、北区增 14.1%、23.7%、1.3%、32.2%，东区及北区保持快速、西区有所恢复，除中区外核心市场仍保持较好的平稳增长。
- **板块分化，但优势凸显。** 次高端市场表现分化，但公司维持平稳且较快增长，公司在管理、品牌、渠道上的红利有望持续释放，竞争优势凸显，长期看好公司成长为次高端龙头的成长空间。
- **核心风险:** 高端酒价格下行，行业竞争加剧，食品安全

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,048	2,819	3,420	4,087	4,799
(+/-)%	74%	38%	21%	19%	17%
经营利润 (EBIT)	542	754	951	1,186	1,397
(+/-)%	75%	39%	26%	25%	18%
净利润 (归母)	335	579	778	970	1,144
(+/-)%	49%	73%	34%	25%	18%
每股净收益 (元)	0.69	1.19	1.59	1.98	2.34
每股股利 (元)	0.00	0.00	1.23	1.33	1.43

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	26.5%	26.7%	27.8%	29.0%	29.1%
净资产收益率 (%)	21.2%	31.2%	38.2%	41.2%	40.9%
投入资本回报率 (%)	79.2%	71.8%	93.7%	114.5%	114.3%
EV/EBITDA	37.48	18.03	21.36	17.03	14.32
市盈率	66.90	38.73	28.84	23.15	19.63
股息率 (%)	0.0%	0.0%	2.7%	2.9%	3.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 55.00

上次预测: 55.00

当前价格: 45.94

2019.10.27

## 交易数据

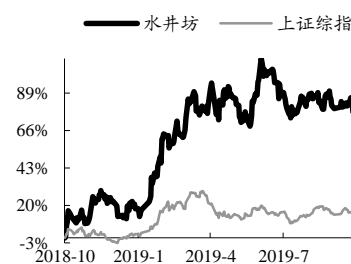
52 周内股价区间 (元)	25.25-54.65
总市值 (百万元)	22,444
总股本/流通 A 股 (百万股)	489/488
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3.40
日均成交值 (百万元)	157.65

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,930
每股净资产	3.95
市净率	11.6
净负债率	-60.82%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.32	0.45
Q2	0.23	0.25
Q3	0.40	0.61
Q4	0.24	0.29
全年	1.19	1.59

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-4%	64%
相对指数	-3%	-5%	50%

## 相关报告

《管理改善，多点开花》2019.09.27

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

必需消费  
食品饮料

水井坊 (600779)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **55.00**

上次预测: 55.00

当前价格: 45.94

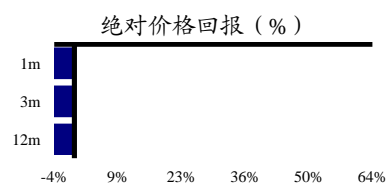
公司网址

www.swellfun.com

公司简介

公司属饮用酒制造业, 主营酒类产品生产和销售, 主要酒类产品有水井坊品牌系列、全兴品牌系列等, 其中“水井坊”品牌系列有: 水井坊礼盒装(世纪典藏、风雅颂、公元十三等)、水井坊典藏装、水井坊井台装、天号陈、小水井、琼坛世家、往事等主要品种。

“水井坊酿酒技艺”被国务院列为“国家非物质文化遗产”; “水井坊”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”。



52 周价格范围: 25.25-54.65  
市值 (百万): 22,444

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	2,048	2,819	3,420	4,087	4,799
营业成本	429	511	605	723	849
税金及附加	301	428	547	654	768
销售费用	551	854	992	1,144	1,344
管理费用	224	270	322	376	437
EBIT	542	754	951	1,186	1,397
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-11	-13	-34	-42	-51
营业利润	446	780	985	1,227	1,448
所得税	82	153	207	258	304
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	335	579	778	970	1,144
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,030	1,026	1,233	1,537	1,833
其他流动资产	1,075	1,423	1,695	2,058	2,573
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	417	522	487	452	411
无形及其他资产	268	227	221	215	214
资产合计	2,789	3,198	3,636	4,261	5,031
流动负债	1,191	1,310	1,569	1,875	2,202
非流动负债	18	31	31	31	31
股东权益	1,580	1,857	2,035	2,355	2,798
投入资本(IC)	551	831	802	818	965
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	436	597	752	937	1,104
折旧与摊销	40	47	42	42	42
流动资金增量	-224	189	12	57	189
资本支出	-86	-132	-1	-1	-1
自由现金流	166	701	804	1,035	1,334
经营现金流	611	431	808	955	997
投资现金流	138	-132	-1	-1	-1
融资现金流	-225	-303	-600	-650	-700
现金流净增加额	525	-4	207	304	296
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	74.1%	37.6%	21.3%	19.5%	17.4%
EBIT 增长率	74.8%	39.0%	26.2%	24.6%	17.8%
净利润增长率	49.2%	72.7%	34.3%	24.6%	18.0%
利润率					
毛利率	79.1%	81.9%	82.3%	82.3%	82.3%
EBIT 率	26.5%	26.7%	27.8%	29.0%	29.1%
归母净利润率	16.4%	20.6%	22.8%	23.7%	23.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	21.2%	31.2%	38.2%	41.2%	40.9%
总资产收益率(ROA)	12.0%	18.1%	21.4%	22.8%	22.7%
投入资本回报率(ROIC)	79.2%	71.8%	93.7%	114.5%	114.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	734	809	950	970	1040
应收账款周转天数	9	8	8	8	8
总资产周转天数	445	388	365	353	353
净利润现金含量	182.3%	74.4%	103.8%	98.5%	87.2%
资本支出/收入	4.2%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.3%	41.9%	44.0%	44.7%	44.4%
净负债率	-65.2%	-55.2%	-60.6%	-65.3%	-65.5%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	66.90	38.73	28.84	23.15	19.63
PB	14.47	8.33	11.03	9.53	8.02
EV/EBITDA	37.48	18.03	21.36	17.03	14.32
P/S	10.96	7.96	6.56	5.49	4.68
股息率	0.0%	0.0%	2.7%	2.9%	3.1%

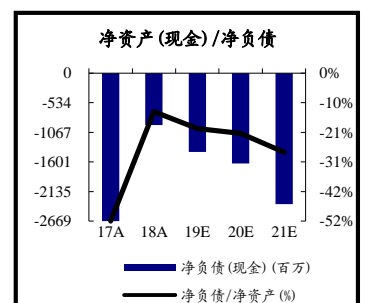
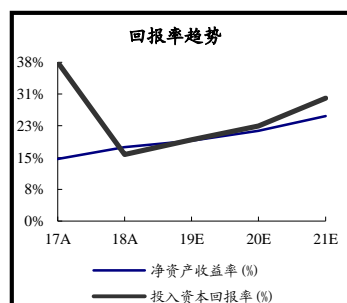
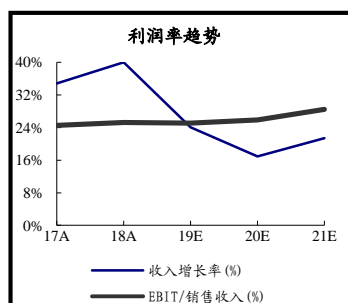
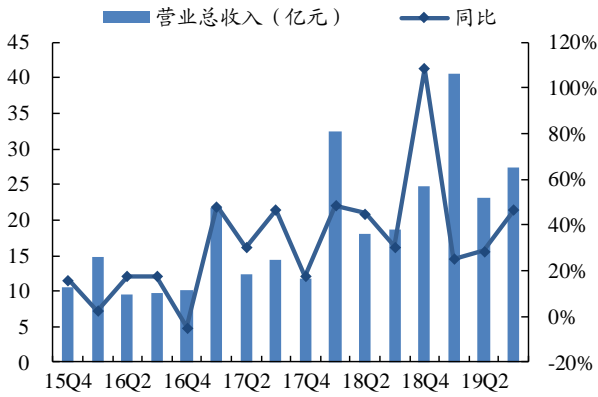
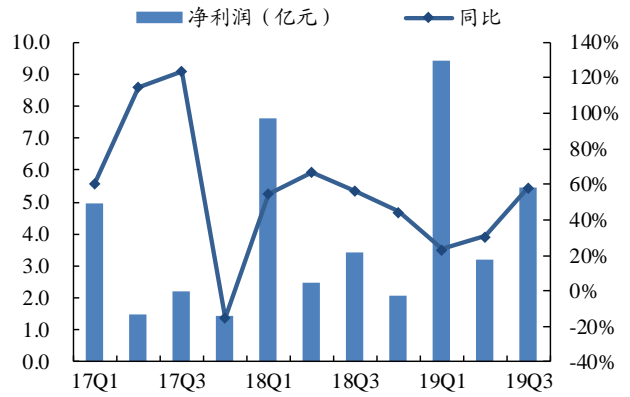


图 1: Q3 单季营业收入继续加速



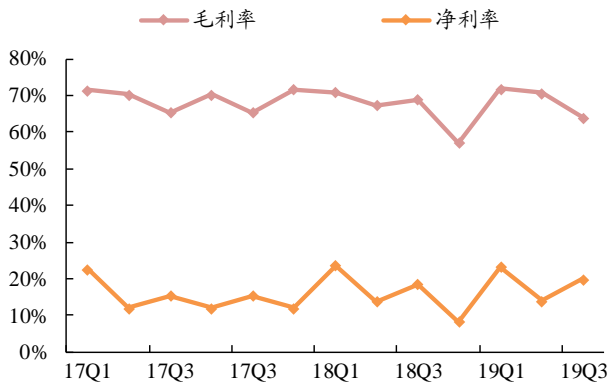
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 2: Q3 单季归母净利润增长超预期



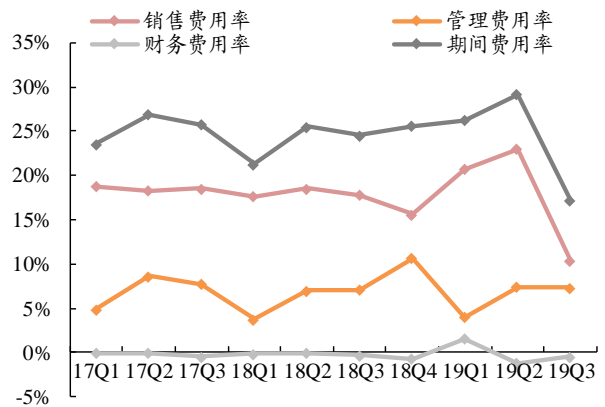
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

图 3: Q3 单季毛利率下降, 但净利率同比提升



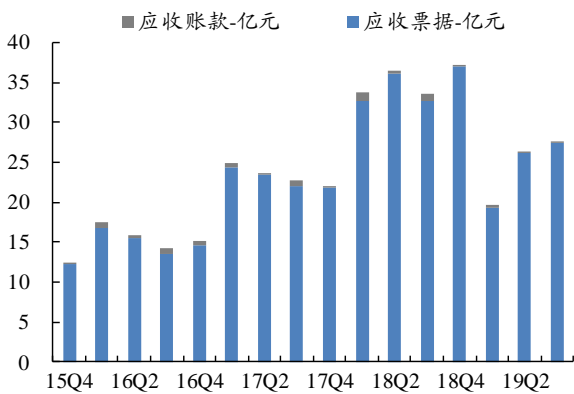
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4: Q3 单季期间费用率同比下降



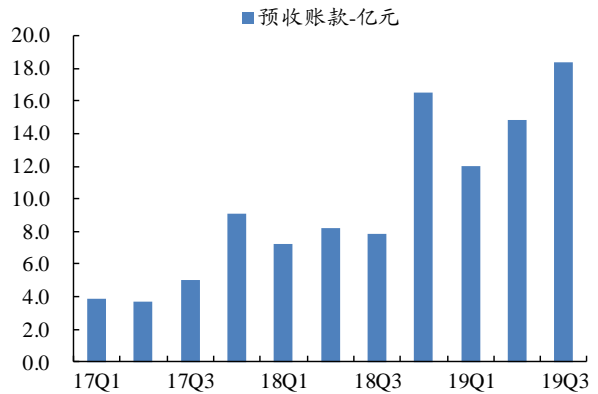
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

图 5: Q3 应收账款及票据环比上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: Q3 预收账款继续提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		