

强烈推荐-A (维持)

水井坊 600779.SH

当前股价: 80.41 元

2020年07月14日

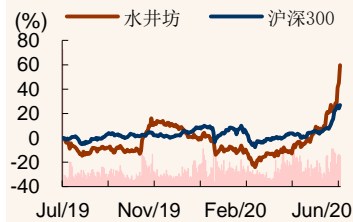
动销逐季改善, 关注预期修复空间

基础数据

上证综指	3443
总股本 (万股)	48855
已上市流通股 (万股)	48830
总市值 (亿元)	393
流通市值 (亿元)	393
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	34.7
资产负债率	41.2%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	37	44	46
相对表现	19	30	21



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《水井坊 (600779) 一目标调低, 理性应对》2020-04-26
- 2、《水井坊 (600779) 一次高端平稳增长, 锁定全年目标》2019-10-26
- 3、《水井坊 (600779) 一三因素致利润波动, 全年预期无需调整》2019-07-23

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn  
S1090519020001

公司 Q2 动销逐月改善, 当前库存消化至合理水平。低库存+积极布局中秋旺季, 我们预计公司下半年将有望实现 15%以上增长, 环比上半年增速提升明显。近期高端白酒估值中枢持续上移, 估值空间打开, 水井虽二季度增长有压力, 但基本面逐季改善, 三季度有望加速增长, 同时公司为帝亚吉欧控股, 治理结构良好, 长线资金更为青睐, 利于估值中枢的提升, 建议积极关注估值向上修复弹性。维持 20-22 年 EPS 预测 1.75、2.06 和 2.40 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **Q2 动销逐月改善, 库存消化至合理水平。**公司对 20 年目标并未设定硬性指标, 尽可能避免疫情影响的后遗症, 公司节后停止发货, 以消化库存为主, 部分经销商任务调减 20%, 缓解渠道压力。4 月以来随着消费逐步恢复, 叠加公司加大终端门店促销力度、宴席投放增加等, 公司核心产品动销逐月改善, 库存持续消化, 当前库存已消化至 1.5 个月左右, 处于较低水平。
- **低库存+中秋旺季, 预计下半年有望实现 15%+增长, 增速环比提升明显。**公司一季度受疫情影响, 次高端消费场景缺失, Q1 下滑较多, Q2 重点在于支持配合经销商实现销售, 以消化库存为主, 动销逐月环比改善, 但 Q2 报表端仍有压力。当前库存已消化至较低水平, 低库存+积极布局中秋旺季, 预计公司下半年将有望实现 15%以上增长, 环比上半年增速提升明显。
- **全年持平目标有望实现, 来年收入业绩弹性较大。**公司上半年报表端压力较大, 下半年消费预计将进一步回暖, 叠加中秋旺季有部分补偿性需求 (如婚宴补办等), 三季度公司预计将迎来较快增长, 全年前低后高, 目标实现概率大。展望明年, 疫情预计能够全面控制住, 消费有望实现全面恢复, 叠加 20 年疫情影响下的低基数, 我们认为, 公司有望实现 15%以上的增长。公司未来仍将重点聚焦前十五大核心市场, 把基础工作做的更扎实, 当前核心产品井台和臻酿八号在“5+5”核心市场已成长为一线次高端品牌, 当前看核心市场仍具备成长空间, 期待公司在精细化改革方面更进一步, 驱动持续高质量成长。
- **投资建议: 基本面逐季改善, 建议积极关注近期修复机会, 维持“强烈推荐-A”评级。**疫情影响下, 次高端消费场景受压制较大, 公司年初以来涨幅也弱于高端。近期高端白酒估值中枢持续上移, 估值空间打开, 水井虽二季度增长有压力, 但在需求加速回暖、渠道低库存的背景下, 三季度预计环比提速明显, 基本面逐季改善, 同时公司为帝亚吉欧控股, 治理结构良好, 长线资金更为青睐, 利于估值中枢的提升, 建议积极关注估值向上修复弹性。维持 20-22 年 EPS 预测 1.75、2.06 和 2.40 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 疫情反复、消费场景恢复缓慢、竞争加剧。**

表 1、水井坊单季度利润表

单位: 百万元	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	2018A	2019A
一、营业总收入	588	802	680	930	760	961	888	729	2819	3539
二、营业总成本	435	544	527	637	602	591	636	466	2052	2467
其中: 营业成本	108	142	117	162	139	163	143	120	511	606
营业税金及附加	83	107	129	147	132	147	136	117	428	562
营业费用	179	231	204	277	264	220	303	173	854	1064
管理费用	72	68	73	55	73	64	58	63	270	250
研发费用	1	0	2	0	1	1	1	1	2	2
财务费用	-3	-3	-3	-5	-6	-5	-7	-7	-13	-23
资产减值损失	-4	-1	4	1	-3	-1	-3	-1	0	-5
信用减值损失					2	0	0	0	0	2
三、其他经营收益	0	1	5	1	-1	29	0	1	0	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	(0)	(1)	(1)	0	(1)	(0)	(0)	0	-2	-2
其他收益	0.03	1.46	6.31	0.41	0.34	29.02	0.83	0.64	16	31
四、营业利润	152	259	159	294	157	399	252	263	780	1102
加: 营业外收入	0	1	0	0	1	1	1	0	1	3
减: 营业外支出	45	1	4	0	1	0	3	9	50	4
五、利润总额	107	259	156	294	156	399	250	255	732	1100
减: 所得税	-6	64	39	76	35	99	63	64	153	274
六、净利润	113	195	117	219	121	300	187	191	0	826
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	113	195	117	219	121	300	187	191	579	826
EPS	0.23	0.40	0.24	0.45	0.25	0.61	0.38	0.39	1.19	1.69
<b>主要比率</b>										
毛利率	81.6%	82.3%	82.8%	82.6%	81.8%	83.0%	84.0%	83.5%	81.9%	82.9%
主营税金率	14.2%	13.3%	19.0%	15.8%	17.3%	15.3%	15.3%	16.0%	15.2%	15.9%
营业费率	30.4%	28.8%	30.0%	29.8%	34.7%	22.9%	34.1%	23.7%	30.3%	30.1%
管理费	12.3%	8.5%	11.1%	5.9%	9.7%	6.7%	6.7%	8.7%	9.6%	7.1%
营业利润率	25.9%	32.3%	23.4%	31.6%	20.6%	41.5%	28.4%	36.1%	27.7%	31.1%
实际税率	-5.4%	24.6%	25.0%	25.7%	22.6%	24.9%	25.2%	25.0%	20.9%	24.9%
净利率	19.2%	24.3%	17.2%	23.5%	15.9%	31.2%	21.1%	26.2%	20.6%	23.3%
<b>YoY</b>										
收入增长率	33.0%	27.2%	17.9%	24.2%	29.3%	19.7%	30.5%	-21.6%	37.6%	25.5%
营业利润增长率	521.8%	49.7%	31.2%	39.8%	3.1%	54.0%	58.5%	-10.4%	74.8%	41.2%
净利润增长率	404.0%	51.6%	26.5%	41.2%	7.5%	53.4%	60.3%	-12.6%	72.7%	42.6%

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) —目标调低, 理性应对》2020-04-26
- 2、《水井坊 (600779) —次高端平稳增长, 锁定全年目标》2019-10-26
- 3、《水井坊 (600779) —三因素致利润波动, 全年预期无需调整》2019-07-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2449	3043	3165	3991	4936
现金	1026	1243	1438	2072	2825
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	34	29	17	20	23
其它应收款	4	8	8	9	10
存货	1345	1520	1461	1614	1763
其他	40	243	241	276	315
<b>非流动资产</b>	749	903	899	895	891
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	522	531	540	547	554
无形资产	70	123	111	100	90
其他	157	249	248	248	247
<b>资产总计</b>	<b>3198</b>	<b>3946</b>	<b>4063</b>	<b>4886</b>	<b>5828</b>
<b>流动负债</b>	1310	1810	1782	1855	1926
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	402	478	462	511	558
预收账款	160	371	358	396	433
其他	747	961	962	949	936
<b>长期负债</b>	31	24	24	24	24
长期借款	0	0	0	0	0
其他	31	24	24	24	24
<b>负债合计</b>	<b>1341</b>	<b>1834</b>	<b>1806</b>	<b>1879</b>	<b>1949</b>
股本	489	489	489	489	489
资本公积金	400	386	386	386	386
留存收益	969	1237	1383	2132	3003
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1857	2112	2257	3007	3878
<b>负债及权益合计</b>	<b>3198</b>	<b>3946</b>	<b>4063</b>	<b>4886</b>	<b>5828</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	431	868	929	909	1068
净利润	579	826	854	1006	1173
折旧摊销	47	63	67	66	66
财务费用	0	0	(11)	(14)	(20)
投资收益	0	(0)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(204)	11	57	(122)	(124)
其它	8	(32)	(8)	3	3
<b>投资活动现金流</b>	(132)	(214)	(33)	(33)	(33)
资本支出	(132)	(215)	(62)	(62)	(62)
其他投资	0	1	29	29	29
<b>筹资活动现金流</b>	(303)	(436)	(702)	(242)	(282)
借款变动	(27)	120	(4)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(13)	0	0	0
股利分配	(303)	(558)	(708)	(256)	(302)
其他	27	15	11	14	20
<b>现金净增加额</b>	<b>(4)</b>	<b>217</b>	<b>195</b>	<b>634</b>	<b>753</b>

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2819	3539	3529	4066	4673
营业成本	511	606	586	647	707
营业税金及附加	428	562	560	646	742
营业费用	854	1064	1040	1195	1387
管理费用	270	250	242	279	321
研发费用	2	2	2	3	3
财务费用	(13)	(23)	(11)	(14)	(20)
资产减值损失	(0)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	16	31	31	31	31
<b>投资收益</b>	<b>(2)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>
营业利润	780	1102	1138	1341	1563
营业外收入	1	3	3	3	3
<b>营业外支出</b>	50	4	4	4	4
利润总额	732	1100	1137	1339	1561
所得税	153	274	283	333	388
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>579</b>	<b>826</b>	<b>854</b>	<b>1006</b>	<b>1173</b>
<b>EPS</b>	<b>1.19</b>	<b>1.69</b>	<b>1.75</b>	<b>2.06</b>	<b>2.40</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	38%	26%	0%	15%	15%
营业利润	18%	41%	3%	18%	17%
净利润	6%	43%	3%	18%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	81.9%	82.9%	83.4%	84.1%	84.9%
净利率	20.6%	23.3%	24.2%	24.7%	25.1%
ROE	31.2%	39.1%	37.8%	33.5%	30.2%
ROIC	32.7%	38.3%	37.5%	33.2%	29.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.9%	46.5%	44.4%	38.5%	33.5%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	1.7	1.8	2.2	2.6
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.3	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转率	46.2	112.0	154.0	222.0	221.0
应付帐款周转率	1.2	1.4	1.2	1.3	1.3
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.19	1.69	1.75	2.06	2.40
每股经营现金	0.88	1.78	1.90	1.86	2.19
每股净资产	3.80	4.32	4.62	6.16	7.94
每股股利	1.14	1.45	0.52	0.62	0.72
<b>估值比率</b>					
PE	67.8	47.5	46.0	39.1	33.5
PB	21.2	18.6	17.4	13.1	10.1
EV/EBITDA	49.1	35.0	33.2	28.5	24.6

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 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，8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，3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，3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，2019年新财富最佳分析师第三名。

## 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。