

水井坊（600779）2019年三季度报点评

收入稳健增长，目标达成可期

- ❖ **事件：**公司发布2019年三季度报，19Q1-3实现收入26.51亿元，同增23.9%，归母净利润6.39亿元，同增38.1%，扣非归母净利润6.18亿元，同增26.0%；其中19Q3收入9.61亿元，同增19.7%，归母净利润3.00亿元，同增53.4%，扣非归母净利润2.78亿元，同增42.6%。此外，公司19Q3经营现金流量净额2.15亿元，同增35.6%，19Q3末预收款8066万元，环增35.6%，经销商打款积极。
- ❖ **收入保持稳健增长，300-400元仍是放量核心价格带。**量价来看，公司19Q1-3实现销量6626吨，同增24%，吨价提升2%，营收增长主要来源于分销网络的扩张和稳步高端化。分产品来看，19Q1-3公司高档酒收入25.41亿元，同增23.2%，其中300-600元井台和臻酿八号同增27%，600元以上菁翠和典藏大师版收入同降16%，当前公司积极进行调整，针对600元以上的目标消费群制定销售模式，但八号及井台仍将是公司现阶段核心放量单品。中档酒收入6500万元，同增39.4%。分地区来看，19Q1-3北区延续高增，同增37.1%，南区、西区环比加速，分别同增28.4%/16.7%，中区增速有所放缓，同增24.9%，东区收入稳健增长，同增17.6%。
- ❖ **费用投放调节节奏，盈利能力再提升。**公司19Q1-3毛利率为82.5%，同比提升0.9pct，其中Q3毛利率83.0%，同比提升0.7pct，产品结构稳步升级。费用率方面，公司19Q1-3销售费用率28.7%，同比下降1.7pcts，其中Q3销售费用率22.9%，同比下降5.8pcts，单季费用率下降与公司投放节奏有关。19Q3公司在升级品鉴会、推进高端化产品创新和场景营销、全渠道数字营销三大方向持续发力。我们认为，公司对费用投放根据经营状况和市场变化做出相应的弹性调整，提高费用投放效率，全年费用率预计维持30%左右水平。19Q1-3管理费用率同比下降2.0pcts，经营效率持续改善。19Q1-3营业税金率16.1%，同比提升2.1pcts。此外，Q3收到产业发展扶持资金2902万元，对利润亦有所增厚。剔除非经常因素影响，公司19Q1-3扣非净利率23.3%，同比提升0.4pct，其中Q3扣非净利率28.9%，同比提升4.6pcts，盈利能力持续提升。
- ❖ **股权激励提升积极性，新销售财年开局良好。**2019年7月公司公告回购股权对董事长、总经理、财务总监等高管及核心员工进行股权激励，业绩考核要求不低于对标企业平均水平的110%，以期达到有效激励目的。截至9月3日，公司已对13名激励对象授予24.22万股限制性股票，授予价格为25.56元/股。近期草根调研反馈，新总经理到位后，加大渠道精细化管理，指标明确，外企风格强化，预计仍设定相对积极考核指标，新销售财年回款指标良好，部分市场增速较快，预计公司顺利实现全年收入增速20%，净利润增速30%的目标指引。此外，产能建设方面，公司已与邛崃签订了全产业链基地项目投资协定书，立项备案工作已完成，预计建设工程在2020年初正式开启，满足中长期的产能规划。
- ❖ **投资建议：**公司在大股东两次要约收购增强公司控制权之后，管理层顺利过渡并出台股权激励，应该看到公司在次高端价格带上品牌及渠道战略坚定清晰，规模体量可维持稳健增长，盈利能力保持出色。考虑到公司Q3业绩超预期，我们略上调公司2019-2021年EPS预测至1.59/1.91/2.33元（原预测值为1.53/1.89/2.30元），当前股价对应PE分别为29/24/20倍，维持12个月目标价56.7元，对应明年30倍PE，上调至“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**次高端竞争加剧；全国化进程低于预期；动销不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营总收入(百万)	2,819	3,482	4,110	4,802
同比增速(%)	37.6%	23.5%	18.0%	16.8%
归母净利润(百万)	579	776	932	1,137
同比增速(%)	72.7%	34.0%	20.1%	22.0%
每股盈利(元)	1.19	1.59	1.91	2.33
市盈率(倍)	39	29	24	20
市净率(倍)	12	10	8	7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年10月25日收盘价

强推（上调）

目标价：56.7元

当前价：45.94元

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com

执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

联系人：杨传忻

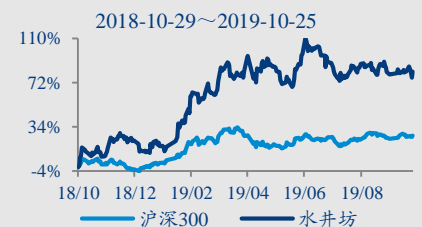
电话：021-20572505

邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	48,855
已上市流通股(万股)	48,830
总市值(亿元)	224.44
流通市值(亿元)	224.33
资产负债率(%)	46.0
每股净资产(元)	4.0
12个月内最高/最低价	53.47/24.7

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《水井坊（600779）2018年业绩预告点评：收入增速环降，业绩略低预期》

2019-01-30

《水井坊（600779）：大股东再次溢价收购，坚定加码次高端》

2019-02-27

《水井坊（600779）2019年中报点评：收入增长稳健，费用投放积极》

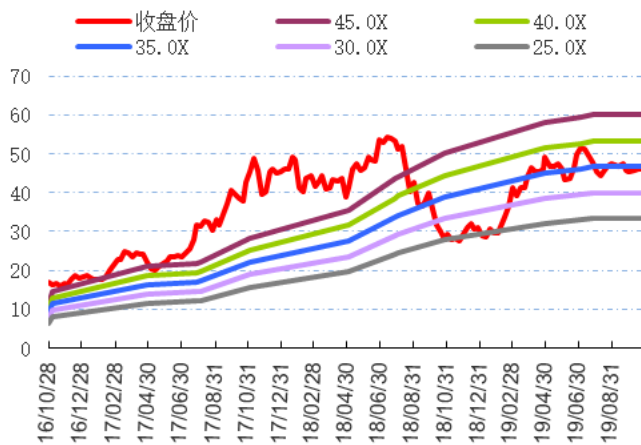
2019-07-23

图表 1 水井坊分季度业绩拆分 (百万元)

人民币: 百万元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	YoY	18Q1-Q3	19Q1-Q3	YoY
营业总收入	748	588	802	680	930	760	961	19.7%	2,139	2,651	23.9%
营业收入	748	588	802	680	930	760	961	19.7%	2,139	2,651	23.9%
营业成本	144	108	142	117	162	139	163	14.8%	394	464	17.7%
营业税金及附加	108	83	107	129	147	132	147	37.9%	298	426	42.8%
毛利	605	480	660	563	768	621	797	20.8%	1,745	2,187	25.3%
销售费用	240	179	231	204	277	264	220	-4.6%	650	761	17.1%
管理费用	57	72	68	75	55	73	65	-4.7%	197	193	-2.0%
财务费用	-4	-3	-3	-3	-5	-6	-5	-62.6%	-10	-16	-56.7%
其他收益	8	0	1	6	0	0	29	1885.0%	9	30	214.3%
营业利润	210	152	259	159	294	157	399	54.0%	621	850	36.7%
利润总额	211	107	259	156	294	156	399	54.1%	577	850	47.4%
所得税	56	-6	64	39	76	35	99	56.2%	114	210	85.0%
净利润	155	113	195	117	219	121	300	53.4%	463	639	38.1%
每股收益 (元)	0.32	0.23	0.40	0.24	0.45	0.25	0.61	53.4%	0.95	1.31	38.1%
毛利率	80.8%	81.6%	82.3%	82.8%	82.6%	81.8%	83.0%	0.7pct	81.6%	82.5%	0.9pct
销售费用率	32.1%	30.4%	28.8%	30.0%	29.8%	34.7%	22.9%	-5.8pct	30.4%	28.7%	-1.7pct
管理费用率	7.6%	12.3%	8.5%	11.1%	5.9%	9.7%	6.7%	-1.7pct	9.2%	7.3%	-1.9pct
财务费用率	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.8%	-0.5%	-0.1pct	-0.5%	-0.6%	-0.1pct
营业利润率	28.1%	25.9%	32.3%	23.4%	31.6%	20.6%	41.5%	9.2pct	29.1%	32.1%	3pct
有效税率	26.5%	-5.4%	24.6%	25.0%	25.7%	22.6%	24.9%	0.3pct	19.7%	24.8%	5pct
净利润率	20.7%	19.2%	24.3%	17.2%	23.5%	15.9%	31.2%	6.9pct	21.6%	24.1%	2.5pct

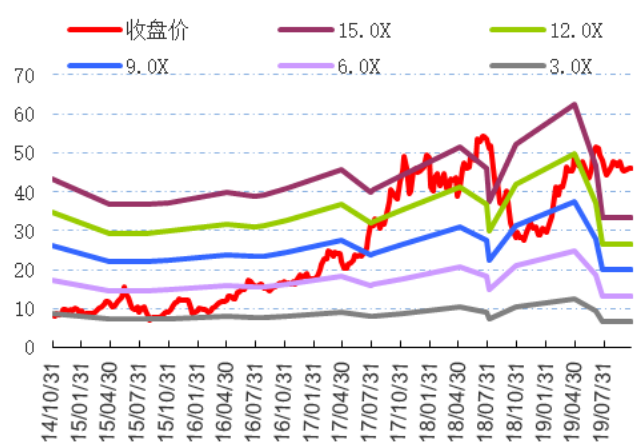
资料来源: wind、华创证券

图表 2 水井坊 PE Band



资料来源: wind、华创证券

图表 3 水井坊 PB Band



资料来源: wind、华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,026	1,282	1,455	1,789
应收票据	0	0	0	0
应收账款	34	40	47	55
预付账款	6	7	8	9
存货	1,345	1,687	2,014	2,388
其他流动资产	38	47	57	67
流动资产合计	2,449	3,063	3,581	4,308
其他长期投资	10	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	522	620	710	793
在建工程	12	13	18	23
无形资产	65	58	53	47
其他非流动资产	140	135	133	132
非流动资产合计	749	836	924	1,005
资产合计	3,198	3,899	4,505	5,313
短期借款	0	0	0	0
应付票据	96	117	138	160
应付账款	306	374	439	511
预收款项	160	198	234	273
其他应付款	522	522	522	522
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	226	327	437	554
流动负债合计	1,310	1,538	1,770	2,020
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	31	31	31	31
非流动负债合计	31	31	31	31
负债合计	1,341	1,569	1,801	2,051
归属母公司所有者权益	1,857	2,330	2,704	3,262
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,857	2,330	2,704	3,262
负债和股东权益	3,198	3,899	4,505	5,313

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	431	683	779	958
现金收益	613	823	985	1,196
存货影响	-424	-342	-328	-374
经营性应收影响	88	-7	-9	-10
经营性应付影响	105	127	121	134
其他影响	49	82	10	11
投资活动现金流	-132	-144	-148	-148
资本支出	-138	-145	-149	-149
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	6	1	1	1
融资活动现金流	-303	-283	-458	-476
借款增加	0	0	0	0
其他费用	-303	-558	-578	-705
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	0	275	120	229

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,819	3,482	4,110	4,802
营业成本	511	625	733	853
营业税金及附加	428	557	658	768
销售费用	854	1,080	1,266	1,417
管理费用	270	272	308	360
财务费用	-13	-5	-6	-7
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	16	30	30	30
营业利润	780	981	1,177	1,436
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	50	2	2	2
利润总额	732	981	1,177	1,436
所得税	153	205	245	299
净利润	579	776	932	1,137
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	579	776	932	1,137
NOPLAT	569	772	927	1,131
EPS(摊薄) (元)	1.19	1.59	1.91	2.33

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	37.6%	23.5%	18.0%	16.8%
EBIT 增长率	76.8%	35.7%	20.0%	22.0%
归母净利润增长率	72.7%	34.0%	20.1%	22.0%
获利能力				
毛利率	81.9%	82.1%	82.2%	82.2%
净利率	20.6%	22.3%	22.7%	23.7%
ROE	31.2%	33.3%	34.5%	34.8%
ROIC	30.8%	32.8%	34.0%	34.9%
偿债能力				
资产负债率	41.9%	40.2%	40.0%	38.6%
债务权益比	1.7%	1.3%	1.2%	1.0%
流动比率	186.9%	199.2%	202.3%	213.3%
速动比率	84.3%	89.5%	88.5%	95.0%
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	7	4	4	4
应付账款周转天数	205	196	200	201
存货周转天数	798	873	909	929
每股指标(元)				
每股收益	1.19	1.59	1.91	2.33
每股经营现金流	0.88	1.40	1.59	1.96
每股净资产	3.80	4.77	5.53	6.68
估值比率				
P/E	39	29	24	20
P/B	12	10	8	7
EV/EBITDA	33	24	20	17

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500