

水井坊 (600779.SH)

收入保持稳健增长，有望完成全年目标

● 收入保持稳健增长，单三季度净利润加速增长主要因销售费用率下降

公司公告 19 年前三季度营收 26.51 亿元，同比增长 23.93%；19Q3 营收 9.61 亿元，同比增长 19.71%。19 年前三季度高档酒收入 25.41 亿元，同比增长 23.2%；19Q3 收入 9.36 亿元，同比增长 19.15%。前三季度高端产品收入同比下降 16%，次高端产品井台、八号收入同比增长 23%。

19 年前三季度归母净利润 6.39 亿元，同比增长 38.13%；19Q3 归母净利润 3 亿元，同比增长 53.41%。19 年前三季度毛利率同比微幅提升 0.93pct 至 82.5%。前三季度销售费用率同比下降 1.68pct 至 28.72%，主要是因公司费用投放存在季节波动，19Q3 销售费用率仅 22.5%，同比下降 5.84pct；管理费用率受益规模效应同比下降 1.93pct 至 7.28%。前三季度公司营业税金及附加占比收入同比提升 2.12pct 至 16.07%，可能是因为消费税缴税与收入确认节奏不一致 19 年前三季度所得税率同比提升 5.04pct 至 24.77%，主要因去年子公司亏损抵扣部分所得税，未来税率将趋于正常。

● 受益行业增长及公司渠道扩张，有望完成全年经营目标

我们预计 19-23 年次高端行业收入 CAGR 约为 20%。去年以来次高端竞争有所加剧，但良好的激励制度为公司未来发展奠定了基础。我们认为受益行业增长及公司渠道扩张，公司有望完成全年经营目标。

● 盈利预测

我们预计 19-21 年公司收入分别为 34.58/42.32/51.43 亿元，同比增长 22.65%/22.41%/21.52%；净利润分别为 7.84/10.10/12.66 亿元，同比增长 35.24%/28.89%/25.38%；EPS 分别为 1.60/2.07/2.59 元/股，对应 PE 为 29/22/18 倍，考虑到公司 2020-2021 年业绩复合增长率在 27%左右，按照 PEG=1，并参考可比公司估值水平，我们给予 2020 年 27 倍 PE，合理价值 55.89 元/股，维持买入评级。

● 风险提示：次高端竞争加剧，消费升级低于预期，结构升级不及预期

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,048	2,819	3,458	4,232	5,143
增长率(%)	74.1	37.6	22.6	22.4	21.5
EBITDA(百万元)	583	801	1,067	1,362	1,696
净利润(百万元)	335	579	784	1,010	1,266
增长率(%)	49.2	72.7	35.2	28.9	25.4
EPS(元/股)	0.69	1.19	1.60	2.07	2.59
市盈率(P/E)	68.15	26.70	28.64	22.22	17.72
市净率(P/B)	14.47	8.33	10.49	9.16	7.97
EV/EBITDA	37.48	18.03	19.59	15.07	11.83

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	45.94 元
合理价值	55.89 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

水井坊(600779.SH):次高端 2019-07-22

产品维持较快增长，全年有望完成业绩目标

水井坊(600779.SH):推出限 2019-07-07

制性股票激励计划，提升公司长期竞争力

水井坊(600779.SH):受益行 2019-04-28

业增长及渠道拓展，次高端产品保持较快增长

联系人：袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

公司公告2019年前三季度营收26.51亿元，同比增长23.93%；单三季度营收9.61亿元，同比增长19.71%。2019年前三季度归母净利润6.39亿元，同比增长38.13%，扣非归母净利润6.18亿元，同比增长25.99%；单三季度归母净利润3亿元，同比增长53.41%，扣非归母净利润2.78亿元，同比增长42.63%。收入增长略低于我们之前的预期，净利润增长高于我们之前的预期，点评如下：

1、收入保持稳健增长，单三季度净利润加速增长主要因销售费用率下降

公司公告2019年前三季度营收26.51亿元，同比增长23.93%；单三季度营收9.61亿元，同比增长19.71%。公司收入增长主要由中高档产品驱动，19年前三季度高档酒（八号、井台、典藏和菁翠）收入25.41亿元，同比增长23.2%；单三季度收入9.36亿元，同比增长19.15%。前三季度高端产品典藏、菁翠收入同比下降16%，次高端产品井台、八号收入同比增长23%。19年前三季度中档酒收入0.65亿元，同比增长39.4%；单三季度收入0.25亿元，同比增长85.1%。19年前三季度低档酒收入0.44亿元，同比增长77.75%；单三季度收入为0。分量价来看，2019年前三季度中高档酒（包含0.65亿的中档酒）销量同比增长24.35%，单三季度同比增长28.35%，一方面是因为公司所处的次高端行业仍保持着较快的增速；另外一方面是因为公司采用“蘑菇”战略持续拓展渠道。2019年前三季度中高档酒吨价微幅下降0.63%，单三季度下降6.3%，我们认为可能是与中档酒销量增长快于高档酒所致。

公司2019年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金30.02亿元，同比增长31.63%。截止三季度末预收账款0.81亿元，同比增长120.8%，公司预收款占比收入较低，现金流入基本等于含税销售额。公司2019年前三季度经营活动产生的现金流量净额7.19亿元，同比大幅增长390.73%，我们认为这主要与公司支付现金的节奏有关，前三季度购买商品、接受劳务支付现金同比下降28.02%。

2019前三季度归母净利润6.39亿元，同比增长38.13%，扣非归母净利润6.18亿元，同比增长25.99%；单三季度归母净利润3亿元，同比增长53.41%，扣非归母净利润2.78亿元，同比增长42.63%，19Q3产生了0.22亿元的非经常性收益。前三季度净利润增速快于收入主要因期间费用率下降。19年前三季度毛利率同比微幅提升0.93pct至82.5%。前三季度期间费用率同比下降3.74pct，其中销售费用率同比下降1.68pct至28.72%，主要是因公司费用投放存在季节波动，单三季度销售费用率仅22.5%，同比大幅下降5.84pct；管理费用率受益规模效应同比下降1.93pct至7.28%。前三季度公司营业税金及附加占比收入提升2.12pct至16.07%，我们认为这可能是因为消费税缴税与收入确认节奏不一致。公司19年前三季度所得税率同比提升5.04pct至24.77%，主要是因为去年子公司亏损抵扣了部分所得税，未来税率将趋于正常。

2、受益行业增长及公司渠道扩张，公司有望完成全年经营目标

次高端行业在经历过16-18年的高速发展，未来将进入一个相对稳健的扩容期，

我们预计至2023年次高端行业规模将近千亿, 19-23年次高端行业收入CAGR为20%左右。随着地产龙头在近两年相继大力推广其次高端产品, 次高端行业竞争有所加剧。作为为数不多的有能力进行全国化的次高端品牌之一, 公司于今年7月推出了限制性股票激励计划, 良好的激励制度为公司未来发展奠定了基础, 我们看好公司在次高端市场中长期的竞争力。

据公司18年年报, 19年公司收入增长目标为20%左右, 净利润增长目标为30%左右。我们预计公司受益所处次高端行业增长以及自身渠道拓展有望实现收入目标: 1) 公司继续践行“蘑菇”战略, 在五大核心市场进一步下沉深耕, 对次核心和新兴市场扩张核心门店。2) 次高端行业仍旧是白酒板块增长最快的价位段, 公司两大单品聚焦次高端。同时, 公司加大对门店的支持力度, 核心门店制度不断升级, 聚焦资源拉动门店动销。

产品持续高端化有望推动盈利能力持续提升。公司产品持续高端化不断提升毛利率。叠加规模效应带来的费用率的下降以及增值税率下调带来的提价效应, 预计盈利能力有望提升。

3、盈利预测

我们长期看好公司全国稳健扩张, 我们预计19-21年公司收入分别为34.58/42.32/51.43亿元, 同比增长22.65%/22.41%/21.52%; 净利润分别为7.84/10.10/12.66亿元, 同比增长35.24%/28.89%/25.38%; EPS分别为1.60/2.07/2.59元/股, 对应PE为29/22/18倍, 考虑到公司2020-2021年业绩复合增长率在27%左右, 按照PEG=1, 并参考可比公司估值水平, 我们给予2020年27倍PE, 合理价值55.89元/股, 维持买入评级。

风险提示: 次高端竞争加剧, 消费升级低于预期, 产品结构升级不及预期, 渠道扩张受阻。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,104	2,449	2,990	3,640	4,394
货币资金	1,030	1,026	1,540	1,923	2,373
应收及预付	128	40	81	99	121
存货	920	1,345	1,330	1,578	1,861
其他流动资产	26	39	38	39	40
非流动资产	685	749	741	706	669
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	417	522	481	441	400
在建工程	28	13	13	13	13
无形资产	64	65	69	74	78
其他长期资产	177	149	177	178	178
资产总计	2,789	3,198	3,730	4,346	5,064
流动负债	1,191	1,310	1,563	1,869	2,220
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	588	563	679	813	967
其他流动负债	603	747	885	1,056	1,253
非流动负债	18	31	27	27	27
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	31	27	27	27
负债合计	1,209	1,341	1,590	1,895	2,247
股本	489	489	489	489	489
资本公积	400	400	400	400	400
留存收益	692	969	1,252	1,562	1,929
归属母公司股东权益	1,580	1,857	2,140	2,451	2,817
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,789	3,198	3,730	4,346	5,064

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,048	2,819	3,458	4,232	5,143
营业成本	429	511	600	712	840
营业税金及附加	301	428	553	669	797
销售费用	551	854	1,030	1,236	1,492
管理费用	224	270	249	296	360
研发费用	2	2	3	4	4
财务费用	-11	-13	-23	-31	-39
资产减值损失	107	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	446	780	1,045	1,347	1,689
营业外收支	-29	-48	0	0	0
利润总额	417	732	1,045	1,347	1,689
所得税	82	153	261	337	422
净利润	335	579	784	1,010	1,266
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	335	579	784	1,010	1,266
EBITDA	583	801	1,067	1,362	1,696
EPS (元)	0.69	1.19	1.60	2.07	2.59

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	611	431	1,021	1,095	1,359
净利润	335	579	784	1,010	1,266
折旧摊销	40	47	45	46	47
营运资金变动	166	-211	227	39	46
其它	70	15	-35	0	0
投资活动现金流	138	-132	-2	-11	-10
资本支出	-86	-132	-13	-11	-10
投资变动	0	0	0	0	0
其他	224	0	11	0	0
筹资活动现金流	-225	-303	-505	-700	-900
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-225	-303	-505	-700	-900
现金净增加额	525	-4	514	383	449
期初现金余额	504	1,029	1,026	1,540	1,923
期末现金余额	1,029	1,025	1,540	1,923	2,373

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	74.1%	37.6%	22.6%	22.4%	21.5%
营业利润增长	73.0%	74.8%	33.9%	28.9%	25.4%
归母净利润增长	49.2%	72.7%	35.2%	28.9%	25.4%
获利能力					
毛利率	79.1%	81.9%	82.6%	83.2%	83.7%
净利率	16.4%	20.6%	22.7%	23.9%	24.6%
ROE	21.2%	31.2%	36.6%	41.2%	45.0%
偿债能力(%)					
资产负债率	43.3%	41.9%	42.6%	43.6%	44.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.77	1.87	1.91	1.95	1.98
速动比率	0.96	0.84	1.06	1.10	1.14
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.94	1.00	1.05	1.09
应收账款周转率	39.03	46.22	46.22	46.22	46.22
存货周转率	0.50	0.45	0.45	0.45	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.69	1.19	1.60	2.07	2.59
每股经营现金流	1.25	0.88	2.09	2.24	2.78
每股净资产	3.23	3.80	4.38	5.02	5.77
估值比率					
P/E	68.15	26.70	28.64	22.22	17.72
P/B	14.47	8.33	10.49	9.16	7.97
EV/EBITDA	37.48	18.03	19.59	15.07	11.83

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。