

**水井坊(600779)/饮料制造**
**业绩符合预期，中长期看点仍足**
**评级：买入(维持)**

市场价格：49.35

**分析师：范劲松**
**执业证书编号：S0740517030001**

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

**分析师：龚小乐**
**执业证书编号：S0740518070005**

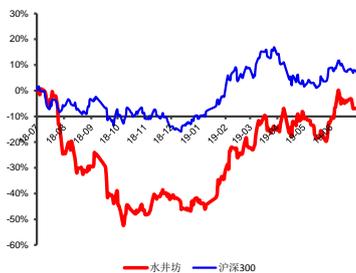
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**研究助理：熊欣慰**

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	489
流通股本(百万股)	489
市价(元)	49.35
市值(百万元)	24,100
流通市值(百万元)	24,100

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 水井坊\_公司点评：收入增速放缓，长期发展看点仍足
- 2 水井坊\_公司点评：收入增速良性回归，中长期成长潜力仍足
- 3 水井坊\_公司点评：业绩再超预期，全国扩张迎来爆发期
- 4 水井坊\_公司点评：收入增速大超预期，次高端弹性十足品种

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,048	2,819	3,406	3,99	4,770
增长率 yoy%	74.13%	37.62%	20.82%	17.26%	19.43%
净利润	335	579	757	909	1,147
增长率 yoy%	49.24%	72.72%	30.59%	20.11%	26.23%
每股收益(元)	0.69	1.19	1.55	1.86	2.35
每股现金流量	1.25	0.88	2.02	1.40	2.82
净资产收益率	21.23%	31.21%	33.85%	33.79%	35.16%
P/E	68.57	39.70	31.83	26.53	21.00
PEG	1.74	1.55	0.61	0.64	0.78
P/B	14.56	12.39	10.29	8.55	7.05

备注：

**投资要点**

- **事件：2019年上半年公司实现收入16.90亿元，同比增长26.47%，实现归母净利润3.40亿元，同比增长26.97%，基本每股收益0.695元，同比增长26.97%。**
- **上半年业绩基本符合全年指引，次高端产品保持快速增长。**19Q2公司收入为7.60亿元，同比增长29.30%，收入增长环比一季度有所加速，我们认为主要得益于次高端产品继续保持快速增长；利润为1.21亿元，同比增长7.46%，利润增速慢于收入增速，我们认为主要是公司3月推出三款新品后费用投入加大所致，公司仍处于要份额的阶段，上半年业绩整体表现基本符合全年收入增长20%、利润增长30%的指引。分产品来看，2019年上半年公司高档产品收入同比增长25.69%，我们预计三款新品井台丝路版、井台珍藏版和臻酿八号禧庆版上市后表现优异，带动产品结构继续上移。分渠道来看，新渠道及团购快速成长，同比增长29.06%，批发代理渠道同比增长25.19%。分区域来看，北区增长41%，东区增长20%，南区增长25%，中区增长42%，西区增长13%，大部分区域均取得快速增长。
- **毛利率基本持平，新品推广致费用率提升，现金流靓丽。**19Q2公司毛利率为81.76%，同比提高0.18pct；期间费用率为43.51%，同比提高1.36pct，其中销售费用率为34.67%，同比提高4.26pct，主要是公司推出新品后加大推广，增加电视和户外广告、节庆促销、核心门店、品鉴会等投入所致，管理费用率为9.66%，同比下降2.67pct，管理费用率大幅下降，经营效率进一步提高，财务费用率为-0.82%，同比下降0.23pct；净利率为15.92%，同比下降3.24pct，一方面是费用投放加大，另一方面是税金及附加比率提升3.11pct。19Q2公司现金流靓丽，经营活动现金流量净额为2.58亿元，同比大幅增长217.66%。
- **推行股票激励计划，考核对标同行优秀企业，彰显公司发展决心。**水井坊发布2019年限制性股票激励计划，拟以25.56元/股的价格，向公司董事、高管、核心骨干等15名人员推行25.62万股的激励计划，其解锁条件较为严格，两次解锁条件分别为2019-2020年、2019-2021年营收增速均值不低于A股前10名酒企均值的110%。我们认为，一方面，与传统的以自身增速为考核条件不同，水井坊以动态跑赢优秀企业为考核目标，更为务实、理性，同时彰显公司积极向行业前十迈进的决心；另一方面，公司此次考核以收入作为目标，表明公司成长期仍以收入和份额为导向，预计未来两年公司费用投放仍将继续聚焦品牌建设和渠道扩张，通过加大投入从而在

竞争激烈的次高端市场争取更多份额，这利于公司长远发展，建议持续关注公司在次高端市场的发展前景。

- **投资建议：维持“买入”评级。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 34.06/39.94/47.70 亿元，同比增长 20.82%/17.26%/19.43%；净利润分别为 7.57/9.09/11.47 亿元，同比增长 30.59%/20.11%/26.23%，对应 EPS 分别为 1.55/1.86/2.35 元。
- **风险提示：次高端竞争加剧、省外增长乏力、食品安全事件。**

图表 1: 水井坊三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,048	2,819	3,406	3,994	4,770
增长率	74.1%	37.6%	20.8%	17.3%	19.4%
营业成本	-429	-511	-587	-681	-794
%销售收入	20.9%	18.1%	17.2%	17.1%	16.7%
毛利	1,620	2,308	2,819	3,313	3,975
%销售收入	79.1%	81.9%	82.8%	82.9%	83.3%
营业税金及附加	-301	-428	-494	-599	-715
%销售收入	14.7%	15.2%	14.5%	15.0%	15.0%
营业费用	-551	-854	-1,022	-1,158	-1,336
%销售收入	26.9%	30.3%	30.0%	29.0%	28.0%
管理费用	-226	-270	-307	-359	-429
%销售收入	11.0%	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	542	756	997	1,196	1,495
%销售收入	26.5%	26.8%	29.3%	29.9%	31.3%
财务费用	11	13	8	10	11
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	107	0	55	55	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	659	770	1,060	1,260	1,561
营业利润率	32.2%	27.3%	31.1%	31.6%	32.7%
营业外收支	-29	-48	-18	-18	-20
税前利润	630	722	1,043	1,243	1,541
利润率	30.8%	25.6%	30.6%	31.1%	32.3%
所得税	-82	-153	-176	-224	-284
所得税率	13.0%	21.2%	16.9%	18.0%	18.4%
净利润	335	579	757	909	1,147
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	335	579	757	909	1,147
净利率	16.4%	20.6%	22.2%	22.8%	24.1%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,030	1,026	1,587	1,773	2,542
应收款项	89	37	116	63	150
存货	920	1,345	1,256	1,763	1,756
其他流动资产	65	42	83	50	94
流动资产	2,104	2,449	3,042	3,649	4,542
%总资产	75.4%	76.6%	80.0%	82.6%	85.6%
长期投资	14	10	8	5	2
固定资产	417	522	514	503	490
%总资产	14.9%	16.3%	13.5%	11.4%	9.2%
无形资产	72	70	64	57	50
非流动资产	685	749	760	769	764
%总资产	24.6%	23.4%	20.0%	17.4%	14.4%
资产总计	2,789	3,198	3,802	4,417	5,306
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	979	1,084	1,310	1,471	1,786
其他流动负债	211	226	226	226	226
流动负债	1,191	1,310	1,536	1,697	2,012
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	31	31	31	31
负债	1,209	1,341	1,567	1,728	2,043
普通股股东权益	1,580	1,857	2,235	2,690	3,263
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,789	3,198	3,802	4,417	5,306

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.69	1.19	1.55	1.86	2.35
每股净资产 (元)	3.23	3.80	4.58	5.51	6.68
每股经营现金净流 (元)	1.25	0.88	2.02	1.40	2.82
每股股利 (元)	0.62	0.62	0.77	0.93	1.17
<b>回报率</b>					
净资产收益率	21.23%	31.21%	33.85%	33.79%	35.16%
总资产收益率	12.03%	18.12%	19.90%	20.57%	21.62%
投入资本收益率	54.66%	158.59%	111.14%	180.04%	147.85%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	74.13%	37.62%	20.82%	17.26%	19.43%
EBIT增长率	72.63%	73.52%	24.62%	21.12%	26.23%
净利润增长率	49.24%	72.72%	30.59%	20.11%	26.23%
总资产增长率	26.56%	14.67%	18.88%	16.19%	20.12%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	9.1	7.7	7.7	7.7	7.7
存货周转天数	151.5	144.6	137.4	136.0	132.8
应付账款周转天数	196.5	205.0	200.8	202.9	201.8
固定资产周转天数	74.9	59.9	54.7	45.8	37.4
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-64.92%	-85.48%	-79.31%	-94.51%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-40.3	-56.2	-113.4	-118.0	-136.4
资产负债率	43.34%	41.94%	41.21%	39.11%	38.50%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	335	579	757	909	1,147
加: 折旧和摊销	40	47	43	46	48
资产减值准备	107	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-2	0	-8	-10	-11
投资收益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	193	-150	195	-259	192
经营活动现金净流	611	431	987	686	1,377
固定资本投资	0	-91	-60	-60	-50
投资活动现金净流	138	-132	-55	-55	-45
股利分配	-303	-303	-378	-454	-574
其他	78	0	8	10	11
筹资活动现金净流	-225	-303	-370	-445	-563
现金净流量	525	-4	561	186	769

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。