

食品饮料

2019年10月28日

水井坊 (600779)

——2019Q3 点评：19Q3 高档酒收入增速略放缓，业绩增速超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2019年10月25日

| | |
|-------------|-----------------|
| 收盘价(元) | 45.94 |
| 一年内最高/最低(元) | 54.65/26.72 |
| 市净率 | 11.6 |
| 息率(分红/股价) | 2.49 |
| 流通A股市值(百万元) | 22433 |
| 上证指数/深证成指 | 2954.93/9660.44 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

| | |
|--------------|---------|
| 每股净资产(元) | 3.95 |
| 资产负债率% | 46.05 |
| 总股本/流通A股(百万) | 489/488 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《水井坊(600779)点评：2019年中报点评：费用投放明显增加，19Q2业绩增速放缓》2019/07/23

《水井坊(600779)点评：2018年报&19Q1点评 收入增速放缓 力求可持续增长》2019/04/29

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818×转
zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布2019年三季报，前三季度实现营收26.51亿，同比增长23.93%，实现归母净利润6.39亿，同比增长38.13%。19Q3实现营收9.61亿，同比增长19.71%；实现归母净利润3亿，同比增长53.41%。我们在业绩前瞻中预测公司19Q3收入与净利润增速分别为22%和25%，公司业绩增速超预期。
- **投资评级与估值：**由于公司业绩增速超预期，上调盈利预测，预测2019-2021年EPS分别为1.6元、2元、2.4元（前次为1.52元、1.9元、2.3元），同比增长35%、25%、20%，当前股价对应的PE分别为29x、23x、19x，维持增持评级。公司管理层具备丰富的外资快消品管理经验，有助于公司保持良性、可持续增长。长期看，凭借帝亚吉欧的股东背景，外企市场化的机制和消费升级的大趋势，公司在次高端领域依然具备较大的成长空间。
- **19Q3 高档酒收入同比增长 19.71%，增速略有放缓。**公司前三季度实现营收26.51亿，剔除散酒后营业收入26.07亿，同比增长23%，主要得益于分销网络扩张和持续高端化带来的销量的增长。拆量价看，前三季度白酒销量6626吨，同比增长24%，吨价略有下滑，主因结构变化，其中600元以上产品收入比去年同期下降了16%，300-600元产品线同比增长27%。19Q3公司实现营收9.61亿，同比增长19.71%，其中，高档酒营收9.36亿，同比增长19.16%，中档酒营收2465万，同比增长85.08%，19Q3高档酒增速略有放缓，主要受经济大环境影响、高端产品由于销售方式存在一定问题铺货后动销放缓、次高端板块竞争加剧。19Q3高档酒收入占比97.43%，同比下降0.9pct，高档酒收入占比下降主因中档酒销售增加。分区域看，19Q3北区、东区、南区、中区、西区五大区营收分别为1.6亿、2.6亿、1.2亿、1.5亿、1.8亿，同比增速分别为32%、14%、34%、1%、24%，占比分别为17%、27%、12%、16%、19%。
- **19Q3 净利率大幅提升，主因销售费用率大幅下降。**19Q3销售净利率31.19%，同比提升6.85pct，净利率上升主因毛利率提升销售费用率下降。19Q3销售毛利率83.01%，同比提升0.72pct，其中，高档、中档酒毛利率分别同比提升0.44pct和2.38pct。销售费用率22.95%，同比下降5.84个百分点，销售费用率大幅下降主因公司策略上对三季度费用投放进行了调整。管理费用率（含研发费用）6.72%，同比下降1.73pct，主要系公司自身规模效应所致。税率15.35%，同比提升2.03个百分点，属正常的季度波动。19Q3其他收入0.29亿，增加了2030万，主要是本期收到产业发展扶持资金增加。

财务数据及盈利预测

| | 2018 | 19Q1-Q3 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 2,819 | 2,651 | 3,476 | 4,174 | 4,930 |
| 同比增长率(%) | 37.6 | 23.9 | 23.3 | 20.1 | 18.1 |
| 归母净利润(百万元) | 579 | 639 | 781 | 976 | 1,171 |
| 同比增长率(%) | 72.7 | 38.1 | 34.8 | 24.9 | 20.0 |
| 每股收益(元/股) | 1.19 | 1.31 | 1.60 | 2.00 | 2.40 |
| 毛利率(%) | 81.9 | 82.5 | 83.1 | 84.0 | 84.6 |
| ROE(%) | 31.2 | 33.1 | 26.6 | 23.7 | 20.2 |
| 市盈率 | 39 | | 29 | 23 | 19 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **现金流增速快于收入增速，预收款环比增加。** 19Q3 经营活动产生的现金流净额 2.15 亿，同比增长 35.59%。销售商品提供劳务收到的现金 10.94 亿，同比增长 34.29%，现金流增速快于收入增速主因预收款变动，19Q3 预收款环比增加 2200 万，18Q3 预收款环比增加 400 万。
- 股价表现的催化剂：收入利润增长超预期
- 核心假设风险：经济下行影响中高端白酒需求

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2,048 | 2,819 | 3,476 | 4,174 | 4,930 |
| 其中: 营业收入 | 2,048 | 2,819 | 3,476 | 4,174 | 4,930 |
| 减: 营业成本 | 429 | 511 | 587 | 666 | 760 |
| 减: 税金及附加 | 301 | 428 | 549 | 626 | 739 |
| 主营业务利润 | 1,319 | 1,880 | 2,340 | 2,882 | 3,431 |
| 减: 销售费用 | 551 | 854 | 1,001 | 1,127 | 1,306 |
| 减: 管理费用 | 224 | 270 | 206 | 246 | 292 |
| 减: 研发费用 | 2 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 减: 财务费用 | -11 | -13 | -14 | 10 | 34 |
| 经营性利润 | 553 | 767 | 1,144 | 1,495 | 1,795 |
| 减: 资产减值损失 | 107 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减: 信用减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 加: 投资收益及其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 446 | 780 | 1,244 | 1,545 | 1,843 |
| 加: 营业外净收入 | -29 | -48 | -46 | -48 | -47 |
| 利润总额 | 417 | 732 | 1,198 | 1,497 | 1,796 |
| 减: 所得税 | 82 | 153 | 371 | 464 | 557 |
| 净利润 | 335 | 579 | 827 | 1,033 | 1,240 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 45 | 57 | 68 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 335 | 579 | 781 | 976 | 1,171 |
| 全面摊薄总股本 | 489 | 489 | 489 | 489 | 489 |
| 每股收益 (元) | 0.69 | 1.19 | 1.60 | 2.00 | 2.40 |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swyhsc.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swyhsc.com |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swyhsc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swyhsc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。