

水井坊 (600779)

新品推动1Q19超预期，效果仍需再观察

中性 (维持)

现价: 47.09 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.swellfun.com
大股东	四川成都水井坊集团有限公司 /39.71%
实际控制人	Diageo Plc.
总股本(百万股)	489
流通 A 股(百万股)	489
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	230.06
流通 A 股市值(亿元)	230.06
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	39.6

行情走势图



相关研究报告

《水井坊*600779*春节提前助力 4Q18, 1Q19 压力或加剧》 2019-01-29

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋真秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司发布2018年报及19年一季报: 2018年实现营收28.2亿元, 同增37.6%; 归母净利润5.79亿元, 同增72.7%。1Q19实现营收9.3亿元, 同增24.2%; 归母净利润2.2亿元, 同增41.2%。2018年分配预案为每10股派现金红利11.42元(含税)。

平安观点:

■ **年报符合此前业绩预告, 1Q19 收入、净利均超预期。**1Q19 收入超预期或因春节实际需求较好, 以及公司3月底推出新产品回款良好, 净利超预期主要是销售费用率不升反降。

■ **18 年量价齐升, 1Q19 主要靠量增。**2018 年, 水井坊中高档白酒销量 7037 吨, 同增 27%。受益于 17 年多次上调出厂价的翘尾效应, 产品均价同比上涨约 10%。1Q19, 中高档产品销量同比增长 27%, 均价仅上涨约 1%。分区域看, 区域间增速差异明显但均保持了快速增长, 如北区、东区 18 年增速达到 56、55%, 1Q19 北区、西区增速达到 49%、38%。这应说明, 公司在 5+5+5 三级市场上, 围绕核心门店, 以蘑菇战略逐步渗透的打法仍然有效, 增速持续超越次高端行业。19 年春节, 次高端行业真实需求增速估计仍有 10-20%, 水井坊中高档产品增 29%再次超出行业。考虑 3 月底公司两款新产品出货的影响, 估计公司增速正向行业水平靠齐。

■ **销售费用率 1Q19 回落, 或将助力 19 年净利增速。**18 年销售费用率达到了 30.37%, 因酒厂对核心门店的争夺日益激烈, 公司加大了线下投入, 且公司着眼未来持续加大了品牌投入。1Q19, 销售费用率仍有 29.8%, 但同比下降了 2.31Pct, 这或许表明费用率已达到酒厂目标水平。受益于收入高速增长带来的规模效应, 管理费用率持续下降, 1Q19 为 5.91%, 同比下降 1.65Pct。随着销售费用率稳定甚至小幅向下, 水井坊 19 年净利增速应会明显高于收入。

■ **次高端市场仍将增双位数以上, 水井坊计划 19 年营收增 20%, 但新品效果需观察。**行业宽口细长颈大肚瓶需求分布特征决定, 消费升级仍能驱动次高端市场维持双位数以上增速, 公司计划 19 年增长 20%以上。因主力产品井台和 8 号渠道利差已显著收窄, 为提高渠道积极性, 酒厂 19 年 3 月推出丝路版井

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,048	2,819	3,426	4,005	4,685
YoY(%)	74.1	37.6	21.5	16.9	17.0
净利润(百万元)	335	579	778	948	1,144
YoY(%)	49.2	72.7	34.3	21.8	20.7
毛利率(%)	79.1	81.9	82.1	82.3	82.4
净利率(%)	16.4	20.6	22.7	23.7	24.4
ROE(%)	22.0	33.7	39.5	43.3	47.4
EPS(摊薄/元)	0.69	1.19	1.59	1.94	2.34
P/E(倍)	68.6	39.7	29.6	24.3	20.1
P/B(倍)	14.6	12.4	11.0	10.0	9.1

台装和喜庆版 8 号两款新品，以提升终端的盈利能力，也助推了 1Q19 高增长。往后看，新产品的市场接受度，与老产品的冲突都需要再观察。

■ **上调业绩预测，维持“中性”评级。**因 1Q19 超预期，上调 19、20 年 EPS 预测约 27%、47%至 1.59、1.94 元，分别同比增 34%、22%，动态 PE 约 30、24 倍。考虑 19 年业务仍需观察，公司估值合理，维持“中性”评级。

■ **风险提示：**1)白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。2)管理层更换易导致业务波动风险。白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。3)政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

图表1 年报快读：4Q18营收、归母净利增17.9%、26.7%

单位：百万元，元/股

	4Q17	4Q18	QoQ	2017	2018	YoY	
营业收入	577	680	17.9%	2,048	2,819	37.6%	全年中高档酒销量同增 27%，均价同增 10%。
营业成本	118	117	-0.9%	429	511	19.2%	
毛利率	79.5%	82.8%	3.3%	79.1%	81.9%	2.8%	均价上升
毛利	459	563	22.8%	1,620	2,308	42.5%	
营业税金及附加	93	129	39.0%	301	428	42.2%	
销售费用	187	204	9.4%	551	854	55.1%	下半年销售费用率略下降
管理费用	58	75	29.5%	226	272	20.4%	规模效应
财务费用	-3	-3	-5.5%	-11	-13	-24.5%	
资产减值损失	3	4	28.6%	107	0	-99.8%	
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	-	0	0	-	
营业利润	121	159	31.3%	446	780	74.8%	
营业利润率	21.0%	23.4%	2.4%	21.8%	27.7%	5.9%	
营业外收入	-2	0	107.6%	1	1	15.6%	
营业外支出	23	4	-84.7%	30	50	64.0%	
利润总额	96	156	61.8%	417	732	75.5%	
所得税	4	39	870.9%	82	152.6	86.7%	
所得税率	3.3%	24.5%	21.2%	18.3%	19.6%	1.2%	
少数股东权益	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	
归属于母公司净利润	92	117	26.7%	335	579	72.7%	
净利率	16.0%	17.2%	1.2%	16.4%	20.6%	4.2%	
EPS	0.19	0.24	26.7%	0.69	1.19	72.7%	基本符合一月底业绩预告

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表 1 一季报快读：1Q19营收、归母净利增24.2%、41.2%

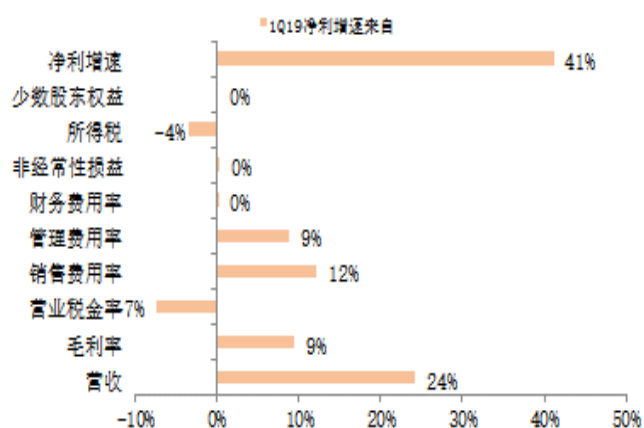
单位：百万元，元/股

	1Q18	1Q19	QoQ	
营业收入	748	930	24.2%	中高档酒营收同增 29%，销量同增 27%，均价同增 1%。
营业成本	144	162	12.7%	
毛利率	80.8%	82.6%	1.8%	均价上升
毛利	605	768	27.0%	
营业税金及附加	108	147	36.2%	

销售费用	240	277	15.3%	销售费用率略有下降，1Q18 基数已高
管理费用	57	55	-3.0%	规模效应
财务费用	-4	-5	-30.5%	
资产减值损失	1	1	-39.7%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	
营业利润	210	294	39.8%	
营业利润率	28.1%	31.6%	3.5%	
营业外收入	0	0	-10.3%	
营业外支出	0	0	-	
利润总额	211	294	39.6%	
所得税	56	76	35.5%	
所得税率	26.6%	25.7%	-0.8%	
少数股东权益	0	0	0.0%	
归属于母公司净利润	155	219	41.2%	
净利率	20.7%	23.5%	2.8%	
EPS	0.32	0.45	41.2%	超预期，春节销售及 3 月新品效果超预期。

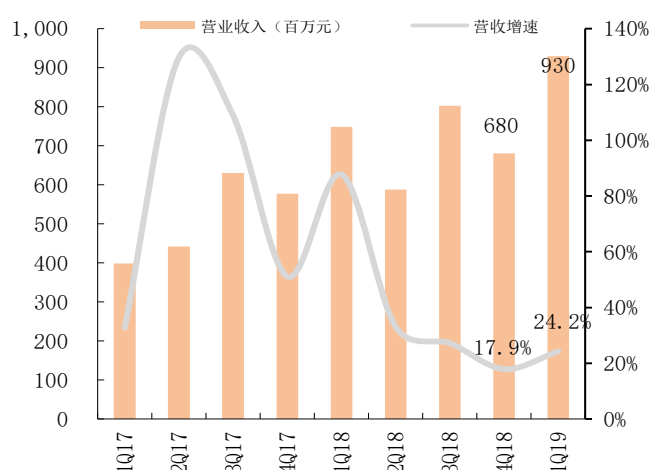
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表 2 1Q19 净利增长主要由收入增等因素共同推动



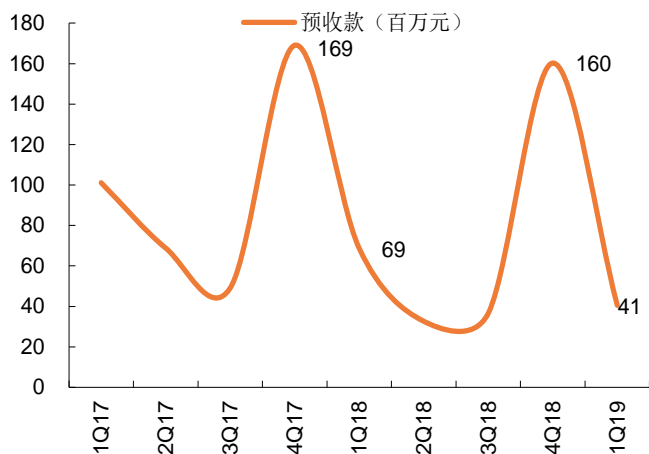
资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表 3 1Q19 营收增 24.2%



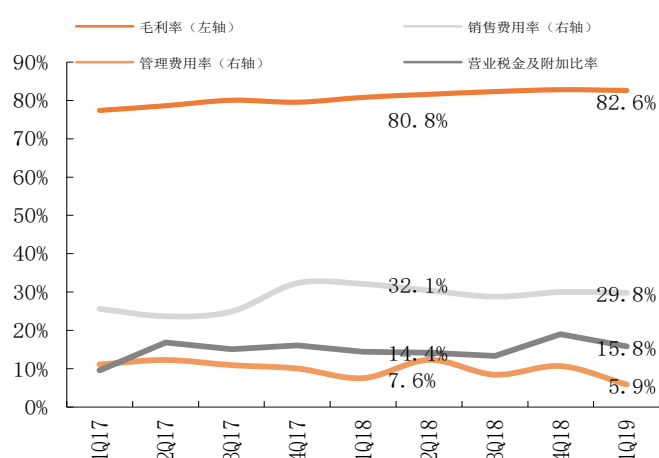
资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表 4 1Q19 末预收款余额约为 0.41 亿



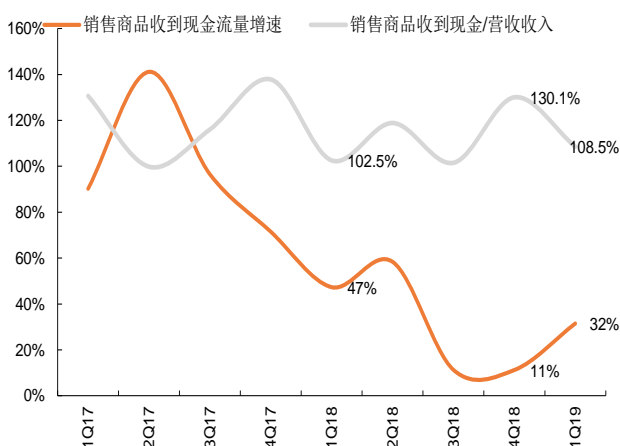
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 1Q19 毛利率、销售费用率分别为 82.6%、29.8%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 1Q19 销售商品收到现金增 32%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,449	2,975	3,278	3,723
现金	1,026	1,353	1,427	1,555
应收票据及应收账款	34	44	53	61
其他应收款	4	4	5	5
预付账款	6	32	23	35
存货	1,345	1,474	1,697	1,976
其他流动资产	35	68	75	90
非流动资产	749	847	955	1,078
长期投资	0	0	0	0
固定资产	522	541	523	553
无形资产	65	75	85	97
其他非流动资产	162	231	346	428
资产总计	3,198	3,823	4,233	4,801
流动负债	1,310	1,707	1,909	2,264
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	306	382	432	507
其他流动负债	1,004	1,325	1,478	1,757
非流动负债	31	31	31	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	0
负债合计	1,341	1,738	1,940	2,264
少数股东权益	0	0	0	0
股本	489	489	489	489
资本公积	400	400	400	400
留存收益	969	1,197	1,405	1,648
归属母公司股东权益	1,857	2,085	2,293	2,536
负债和股东权益	3,198	3,823	4,233	4,801

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	431	986	943	1,211
净利润	579	778	948	1,144
折旧摊销	47	55	63	72
财务费用	-13	-40	-42	-43
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-229	197	-27	39
其他经营现金流	47	-4	2	-1
投资活动现金流	-132	-149	-172	-194
资本支出	-118	-149	-172	-194
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-250	-298	-344	-389
筹资活动现金流	-303	-510	-697	-888
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-303	-510	-697	-888
现金净增加额	-4	327	74	128

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,819	3,426	4,005	4,685
营业成本	511	614	707	824
营业税金及附加	428	521	609	712
营业费用	854	1,008	1,159	1,333
管理费用	270	297	320	346
研发费用				
财务费用	-13	-40	-42	-43
资产减值损失	0	0	0	0
其他收益				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益				
营业利润	780	1,036	1,262	1,524
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	50	0	0	0
利润总额	732	1,038	1,263	1,525
所得税	153	259	316	381
净利润	579	778	948	1,144
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	579	778	948	1,144
EBITDA	814	1,051	1,283	1,553
EPS (元)	1.19	1.59	1.94	2.34

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	37.6	21.5	16.9	17.0
营业利润(%)	74.8	32.8	21.8	20.7
归属于母公司净利润(%)	72.7	34.3	21.8	20.7
获利能力				
毛利率(%)	81.9	82.1	82.3	82.4
净利率(%)	20.6	22.7	23.7	24.4
ROE(%)	33.7	39.5	43.3	47.4
ROIC(%)	34.8	37.3	41.2	45.7
偿债能力				
资产负债率(%)	41.9	45.5	45.8	47.2
净负债比率(%)	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6
流动比率	1.9	1.7	1.7	1.6
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	46.2	65.4	53.8	54.3
应付账款周转率	1.2	1.3	1.2	1.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.59	1.94	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	2.02	1.93	2.48
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.27	4.69	5.19
估值比率				
P/E	39.7	29.6	24.3	20.1
P/B	12.4	11.0	10.0	9.1
EV/EBITDA	27.8	21.6	17.7	14.6

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033