

## 收入保持快速增长, 利润超预期

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布18年年报和19年一季度报, 18年全年实现收入28.2亿元, +38% (18Q4 同比+18%), 归母净利润5.8亿元, 同比+73% (18Q4 同比+27%), 每10股派发现金红利11.42元(含税), 19年规划收入增长20%左右, 净利润增长30%左右; 19Q1实现收入9.3亿元, 同比+24%, 归母净利润2.2亿元, 同比+41%, 利润超预期。
- **收入保持快速增长, 吨酒价格提升明显。** 2018年全年销量7037吨, 同比+27%, 菁翠和典藏高端产品收入同比+42%, 井台和八号同比+43%, 吨价提升10.4%至39.6万元/吨。19Q1增长主要靠井台和八号的高速增长, 收入同比+30%, 典藏和菁粹增长仅1%, 成品酒销量同比+25%, 吨价提升4%, 散酒未实现销售。2018年和19Q1收入快速增长, 主要得益于: 1、销售网络持续扩大, 终端门店数量持续增加; 2、高端化带来产品结构升级, 价格提升明显; 3、加大品牌和终端门店投放力度, 销售费用持续增加。分区域来看, 北区和东区增速50%左右, 中区和南区增速20%-30%左右, 西区增速40%左右, 均保持快速增长。
- **毛利率持续提升, 费用率有所波动, 盈利能力显著增强。** 受益于销量增加、提价和产品结构升级, 18年全年和19Q1毛利率分别提升2.8、1.8个百分点至81.9%、82.6%, 18年费用率增加2个百分点, 19Q1下降4个百分点, 主要是公司加大费用投放力度, 拉升品牌、终端和消费者活动增加等, 更加注重长远可持续发展。净利率分别提升4.2和2.8个百分点至20.6%、23.5%, 盈利能力显著增强。
- **坚持长期战略布局, 充分享受次高端快速成长, 高速增长依然可期。** 水井坊愿景: 成为中国最可信赖、成长最快的高档白酒品牌。公司从16年开始, 持续加大品牌投入, 增加终端门店数量, 打造具有竞争力的渠道体系和供应链体系, 不断推动可持续稳健增长。同时, 300-600元次高端依然是白酒所有细分板块中增速最快的, 公司持续加大市场投放和渠道运营, 拉升品牌力, 加大运营效率, 销量增加明显, 未来2-3年水井坊依然可以保持高速增长。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年收入分别为35.3亿元、43.6亿元、53.5亿元, 归母净利润分别为8.0亿元、10.6亿元、13.8亿元, EPS分别为1.64元、2.17元、2.83元, 对应动态估值分别为29倍、22倍、17倍, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 高端酒价格大幅下滑风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2819.06	3530.31	4360.61	5346.09
增长率	37.62%	25.23%	23.52%	22.60%
归属母公司净利润(百万元)	579.45	801.91	1061.69	1384.31
增长率	72.72%	38.39%	32.39%	30.39%
每股收益EPS(元)	1.19	1.64	2.17	2.83
净资产收益率ROE	31.21%	38.57%	38.75%	38.52%
PE	40	29	22	17
PB	12.39	11.06	8.40	6.40

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.89
流通A股(亿股)	4.89
52周内股价区间(元)	25.83-56.71
总市值(亿元)	230.06
总资产(亿元)	34.37
每股净资产(元)	4.25

### 相关研究

1. 水井坊(600779): 全年高增长, 增速逐季放缓 (2019-01-29)
2. 水井坊(600779): 收入增速有所放缓, 盈利能力持续提升 (2018-10-23)
3. 水井坊(600779): 盈利能力持续提升, 下半年重拾高增长可期 (2018-07-25)
4. 水井坊(600779): 收入保持高速增长, 费用、消费税、非经常损益影响盈利能力 (2018-05-01)

### 关键假设:

假设 1: 公司产品聚焦在次高端以上, 受益于持续的消费升级, 销量将维持快速增长, 未来三年高档酒销量增速分别为 20%、18%、17%; 受益于产品结构升级和提价, 未来三年吨酒价格增速分别为 6%、5%、5%。中档酒未来三年销量分别下降 10%、5%、0%, 单价持续提升 10%、8%和 6%。

假设 2: 未来三年公司持续开拓市场, 销售费用率维持在 30%左右, 随着收入规模增加, 管理费用率持续下行, 未来三年分别为 9%、8%、7%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>总收入、销量和成本 (成品酒)</b>						
总收入 (百万元)	1175.8	1991.7	2789.7	3530.5	4360.8	5346.3
总销量 (吨)	3671.2	5546.8	7036.7	8311.2	9715.6	11302.9
吨价 (万元/吨)	32.0	35.9	39.6	42.5	44.9	47.3
吨价增速		12.1%	10.4%	7.1%	5.7%	5.4%
总成本 (百万元)	279.4	403.6	495.1	568.8	652.6	744.7
<b>高档酒</b>						
收入 (百万元)	1115.6	1924.3	2725.9	3467.3	4296.0	5277.7
收入增速		72.49%	41.7%	27.2%	23.9%	22.9%
销量 (吨)	3118.0	5024.0	6594.0	7912.8	9337.1	10924.4
销量增速		61.1%	31.2%	20%	18.0%	17.0%
吨价 (万元/吨)	35.8	38.3	41.3	43.8	46.0	48.3
吨价增速		7.1%	7.9%	6%	5.0%	5.0%
成本 (百万元)	242.4	369.9	466.9	543.5	628.5	720.7
成本增速		52.6%	26.2%	16.4%	15.6%	14.7%
吨成本 (万元/吨)	7.8	7.4	7.1	6.9	6.7	6.6
吨成本增速		-5.3%	-3.8%	-3%	-2.0%	-2.0%
毛利率	78.3%	80.8%	82.9%	84.3%	85.4%	86.3%
<b>中档酒</b>						
收入 (百万元)	60.1	67.34	63.76	63.1	64.8	68.6
收入增速		11.97%	-5.32%	-6.3%	2.6%	6.0%
销量 (吨)	553.2	522.81	442.7	398.4	378.5	378.5
销量增速		-5.50%	-15.32%	-10.0%	-5.0%	0.0%
吨价 (万元/吨)	10.9	12.9	14.4	15.8	17.1	18.1
吨价增速		18.5%	11.8%	10.0%	8.0%	6.0%
成本 (百万元)	37.0	33.65	28.11	25.3	24.0	24.0
成本增速		-9.10%	-16.5%	-24.8%	-5.0%	0.0%
吨成本 (万元/吨)	6.7	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3
吨成本增速		-3.8%	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	38.4%	50.0%	55.9%	59.9%	62.9%	65.0%
<b>低档 (基酒、散酒销售)</b>						
收入 (百万元)		52.37	24.53	52.4	52.4	52.4
增速			-53.16%	0.0%	0.0%	0.0%
销量 (吨)		5077	2236			
成本 (百万元)		24.43	11.25	23.57	23.04	22.52
毛利率		53.4%	54.1%	55.0%	56.0%	57.0%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2819.06	3530.31	4360.61	5346.09	净利润	579.45	801.91	1061.69	1384.31
营业成本	511.21	568.79	652.53	744.67	折旧与摊销	47.47	28.00	30.43	33.28
营业税金及附加	427.63	529.55	654.09	801.91	财务费用	-13.45	0.00	0.00	0.00
销售费用	854.34	1059.09	1308.18	1603.83	资产减值损失	0.24	0.00	0.00	0.00
管理费用	269.67	317.73	348.85	374.23	经营营运资本变动	-200.56	274.44	304.15	393.48
财务费用	-13.45	0.00	0.00	0.00	其他	17.94	14.73	-2.31	0.69
资产减值损失	0.24	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>431.09</b>	<b>1119.08</b>	<b>1393.96</b>	<b>1811.75</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-99.50	-40.00	-68.00	-42.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-32.27	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-131.77</b>	<b>-40.00</b>	<b>-68.00</b>	<b>-42.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>780.44</b>	<b>1055.15</b>	<b>1396.96</b>	<b>1821.46</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-48.34	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>732.09</b>	<b>1055.15</b>	<b>1396.96</b>	<b>1821.46</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	152.64	253.24	335.27	437.15	支付股利	0.00	-579.45	-400.96	-530.84
净利润	579.45	801.91	1061.69	1384.31	其他	-303.06	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-303.06</b>	<b>-579.45</b>	<b>-400.96</b>	<b>-530.84</b>
归属母公司股东净利润	579.45	801.91	1061.69	1384.31	<b>现金流量净额</b>	<b>-3.74</b>	<b>499.63</b>	<b>925.00</b>	<b>1238.91</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1025.87	1525.50	2450.51	3689.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	42.32	103.29	106.64	136.08	销售收入增长率	37.62%	25.23%	23.52%	22.60%
存货	1344.59	1493.11	1728.33	1985.39	营业利润增长率	74.85%	35.20%	32.39%	30.39%
其他流动资产	36.13	45.25	55.89	68.52	净利润增长率	72.72%	38.39%	32.39%	30.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	71.10%	32.99%	31.78%	29.94%
投资性房地产	10.15	10.15	10.15	10.15	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	533.95	543.48	581.32	587.47	毛利率	81.87%	83.89%	85.04%	86.07%
无形资产和开发支出	70.40	73.29	73.42	76.40	三费率	39.39%	39.00%	38.00%	37.00%
其他非流动资产	134.58	134.17	133.76	133.35	净利率	20.55%	22.72%	24.35%	25.89%
<b>资产总计</b>	<b>3197.98</b>	<b>3928.22</b>	<b>5140.02</b>	<b>6686.77</b>	ROE	31.21%	38.57%	38.75%	38.52%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.12%	20.41%	20.66%	20.70%
应付和预收款项	787.19	1243.03	1706.82	2307.64	ROIC	77.40%	92.23%	157.01%	312.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.89%	30.68%	32.73%	34.69%
其他负债	553.96	605.89	693.17	785.63	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1341.15</b>	<b>1848.93</b>	<b>2399.99</b>	<b>3093.27</b>	总资产周转率	0.94	0.99	0.96	0.90
股本	488.55	488.55	488.55	488.55	固定资产周转率	6.01	6.68	7.91	9.33
资本公积	399.51	399.51	399.51	399.51	应收账款周转率	46.16	61.11	53.31	55.42
留存收益	968.78	1191.25	1851.97	2705.44	存货周转率	0.42	0.38	0.38	0.38
归属母公司股东权益	1856.83	2079.30	2740.03	3593.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.29%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1856.83</b>	<b>2079.30</b>	<b>2740.03</b>	<b>3593.49</b>	资产负债率	41.94%	47.07%	46.69%	46.26%
负债和股东权益合计	3197.98	3928.22	5140.02	6686.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.87	1.74	1.83	1.92
					速动比率	0.84	0.92	1.10	1.27
					股利支付率	0.00%	72.26%	37.77%	38.35%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.19	1.64	2.17	2.83
					每股净资产	3.80	4.26	5.61	7.36
					每股经营现金	0.88	2.29	2.85	3.71
					每股股利	0.00	1.19	0.82	1.09
业绩和估值指标									
EBITDA	814.46	1083.15	1427.39	1854.74					
PE	39.70	28.69	21.67	16.62					
PB	12.39	11.06	8.40	6.40					
PS	8.16	6.52	5.28	4.30					
EV/EBITDA	26.79	19.68	14.29	10.33					
股息率	0.00%	2.52%	1.74%	2.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn