

收入符合预期，期待管理层换届年表现

买入 (维持)

2019年07月22日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,819	3,523	4,240	5,093
同比 (%)	37.6%	25.0%	20.3%	20.1%
归母净利润 (百万元)	579	755	943	1,178
同比 (%)	72.7%	30.2%	25.0%	24.9%
每股收益 (元/股)	1.19	1.54	1.93	2.41
P/E (倍)	41.61	31.95	25.56	20.46

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2019 年中报, 19 年上半年实现营收 16.9 亿元 (+26.47%), 归母净利 3.4 亿元 (+26.97%), 扣非净利 3.4 亿元 (+15.03%)。19Q2 单季实现营收 7.6 亿元 (+29.3%), 归母净利 1.21 亿元 (+7.46%), 扣非净利 1.22 亿元 (-16.83%)。

■ **精耕细作, 水井坊品牌驱动收入高增长:** 19H1 公司继续践行“蘑菇战略”, 精耕细作, 实现收入 16.9 亿元, 同增 26.47%, 非基酒收入 16.4 亿元, 同增 26%, 主要是网点铺设扩张带来销量增长 22%, 吨酒价格 +4%; 19Q2 收入 7.6 亿元, 同增 29.3%。**1) 按产品结构分,** 19H1 高档酒收入 16.06 亿元, 同比+25.69%, 其中主打产品水井八号同比增长 32%。**2) 按渠道拆分,** 经销商渠道营收 14.79 亿元, 同比+25.19%, 主要是销量同增 24% 驱动; 19H1 新渠道及团购营收 1.67 亿元, 同比+29.06%, 主要是公司对 KA 系统渗透、精耕, 电商渠道精细化运作, 销量/吨价分别同比提升 5/23%, 吨酒价格已超过批发渠道。**3) 分区域看,** 19H1 省外增速 27.8%, 领先省内 7.77pct, 差距收窄, 省内毛利率同比提升 2.6pct。

■ **广宣费用投入加码, 短期致利润波动, 长期看品牌积淀:** 19Q2 毛利率 81.76%, 同比提升 0.18pct; 销售费用率 34.67%, 同比提升 4.26pct, 主要是 8 号喜庆版、井台丝路版、井台珍藏龙凤系列从 3 月底到 5 月中旬陆续铺货, Q2 新品投放后广告费用投放增加, 19H1 广告促销费 4.6 亿元, 同增 36%, 预计全年销售费用率将从高位回落至稳定; Q2 管理费用率 (含研发) 9.66%, 同比下降 2.67pct; 19Q2 因消费税基调整, 税金及附加同比增加 0.5 亿元。综上 19Q2 实现归母净利 1.2 亿元, 同增 7.5%, 由于 18Q2 计提诉讼相关预计负债导致 4165 万元营业外支出, 本期扣非净利润同比下降 16.83%。二季度末预收款 0.59 亿元, 较年初 -1 亿元。19Q2 经营活动现金流净额 2.58 亿元, 同增 218%, 改善显著。

■ **“范危”组合携手, 期待变革力量。** 范祥福先生于 19 年 7 月 1 日辞去总经理职务后仍保留董事长职务, 由危永标先生接任总经理一职。危总上任仅五天, 便出现在本次股权激励名单中, 与范总各获授股权 3.87 万股。该股权激励两期考核目标分别为 19-20 年、19-21 年收入增速均值不低于 A 股前 10 白酒上市公司均值的 110%, 对标前十白酒企业彰显公司品牌打造的定位、市占率提升的决心。危总于二十世纪 90 年代末加入宝洁, 也曾任保乐力加 (亚洲) 大中华区董事、总经理、副总裁, 丰富的消费品和酒企经验或能为公司发展提供新动能。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 19-21 年收入为 35.2/42.4/50.9 亿元, 分别同比增长 25/20/20%, 归母净利 7.55/9.43/11.78 亿元, 分别同比增长 30/25/25%, 对应当前股价, PE 分别为 32/26/20X, 维持“买入”投资评级。

■ **风险提示:** 白酒需求回落, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.35
一年最低/最高价	24.71/54.07
市净率(倍)	14.71
流通 A 股市值(百万元)	24109.73

基础数据

每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	57.54
总股本(百万股)	488.55
流通 A 股(百万股)	488.55

相关研究

1、《水井坊 (600779): 换届叠加股权激励, 有望激发经营活力》2019-07-07

2、《水井坊 (600779): 竞争有所加剧, 看好长期潜力》2019-04-29

3、《水井坊 (600779): 业绩符合预期, 高端化+渠道扩张稳步推进》2018-10-23

表 1: 分季度财务数据一览

单位: 百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	631	577	748	588	802	680	930	760
yoy	108.9%	51.1%	87.7%	33.0%	27.2%	17.9%	24.2%	29.3%
归母净利润	129	92	155	113	195	117	219	121
yoy	122.3%	21.7%	68.0%	404.0%	51.6%	26.7%	41.2%	7.5%
毛利率 (%)	80.03	79.52	80.79	81.58	82.29	82.79	82.58	81.76
期间费用率 (%)	35.51	41.88	39.18	42.15	36.86	40.60	35.18	43.51
其中: 销售费用率 (%)	24.93	32.32	32.12	30.42	28.79	30.00	29.81	34.67
管理费用率 (%)	10.96	10.07	7.56	12.33	8.45	11.06	5.91	9.66
财务费用率 (%)	(0.38)	(0.51)	(0.51)	(0.59)	(0.38)	(0.46)	(0.53)	(0.82)
归母净利率 (%)	20.43	15.97	20.69	19.16	24.34	17.15	23.51	15.92
ROE	9.05	6.00	9.34	6.87	11.89	6.49	11.12	6.52
pct	4.80	0.72	3.26	5.34	2.84	0.48	1.78	-0.35
资产负债率 (%)	39.83	43.34	41.99	50.16	41.28	41.94	39.61	57.54
pct	11.02	10.03	8.59	9.43	1.45	-1.40	-2.38	7.38
存货	862	920	1,192	1,229	1,280	1,345	1,360	1,423
较上年同比增减	135	117	392	460	417	424	168	194
存货周转天数 (天)	724	723	661	768	754	798	751	829
较上年同比增减 (天)	-247	-253	-139	2	30	74	90	61
应付账款及应付票据	445	419	536	410	442	402	444	624
较上年同比增减	260	141	238	137	-3	-16	-92	214
预收账款	49	169	69	33	37	160	41	59
较上年同比增减	-22	80	-32	-36	-13	-9	-28	27
经营性现金流净额	262	242	-93	81	158	285	246	258
筹资性现金流净额	-222	-3	-	-	-297	-6	-	-
资本开支	3	46	25	46	16	45	10	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

水井坊三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2449	3332	3587	5185	营业收入	2819	3523	4240	5093
现金	1026	1768	1642	2962	减:营业成本	511	609	717	854
应收账款	34	111	64	146	营业税金及附加	428	534	643	773
存货	1345	1353	1824	1960	营业费用	854	1075	1272	1487
其他流动资产	44	100	58	116	管理费用	270	335	403	471
非流动资产	749	774	796	834	财务费用	-13	-14	-26	-23
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	7	9	15
固定资产	522	558	590	631	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	13	15	17	19	其他收益	0	0	0	0
无形资产	70	59	49	46	营业利润	780	977	1222	1516
其他非流动资产	143	142	141	139	加:营业外净收支	-48	-31	-35	-37
资产总计	3198	4106	4384	6019	利润总额	732	946	1187	1480
流动负债	1310	2021	1636	2434	减:所得税费用	153	191	244	302
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	306	387	430	543	归属母公司净利润	579	755	943	1178
其他流动负债	1004	1634	1207	1892	EBIT	701	904	1136	1411
非流动负债	31	31	31	31	EBITDA	749	947	1184	1465
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	31	31	31	31	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1341	2053	1667	2466	每股收益(元)	1.19	1.54	1.93	2.41
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.80	4.20	5.56	7.27
归属母公司股东权益	1857	2054	2716	3553	发行在外股份(百万股)	489	489	489	489
负债和股东权益	3198	4106	4384	6019	ROIC(%)	29.4%	34.6%	32.9%	31.3%
					ROE(%)	31.2%	36.8%	34.7%	33.2%
					毛利率(%)	81.9%	82.7%	83.1%	83.2%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	20.6%	21.4%	22.2%	23.1%
经营活动现金流	431	1355	200	1730	资产负债率(%)	41.9%	50.0%	38.0%	41.0%
投资活动现金流	-132	-68	-71	-92	收入增长率(%)	37.6%	25.0%	20.3%	20.1%
筹资活动现金流	-303	-544	-255	-318	净利润增长率(%)	72.7%	30.2%	25.0%	24.9%
现金净增加额	-4	743	-126	1320	P/E	41.61	31.95	25.56	20.46
折旧和摊销	47	43	48	54	P/B	12.98	11.74	8.88	6.79
资本开支	132	25	23	38	EV/EBITDA	30.87	23.61	19.00	14.46
营运资本变动	-182	570	-766	521					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

