

2019年7月24日

顧向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

51

公司基本資訊

產業別	食品饮料		
A 股價(2019/7/23)	46.86		
上证指数(2019/7/23)	2899.94		
股價 12 個月高/低	54.07/24.71		
總發行股數(百萬)	488.55		
A 股數(百萬)	488.55		
A 市值(億元)	228.93		
主要股東	四川成都水井坊集團有限公司(39.71%)		
每股淨值(元)	2.21		
股價/賬面淨值	21.19		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-1.3	-3.5	-11.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

產品組合

高檔酒	95%
低檔酒	2.6%
中檔酒	2.4%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	10.1%
一般法人	39.7%

股價相對大盤走勢

水井坊(600779.SH)
Hold 持有
2Q 費用投放增加，淨利潤同比增 7.5%，低於預期
結論與建議：

事件：公司上半年實現收入 17 億，同比增 26.5%，淨利潤 3.4 億，同比增 27%，扣非後淨利潤 3.4 億，同比增 15%。測算 2Q 實現收入 7.6 億同比增 29.3%，淨利潤 1.2 億，同比增 7.5%，扣非後淨利潤 1.22 億，同比下降 17%。低於預期。上半年毛利率提升 1.1pct 至 82.21%，2Q 毛利率為 81.8%，同比提升 0.2pct。

- 上半年收入略超預期，主要受低檔酒收入大幅增長影響。拆分收入來源，上半年高/中/低檔白酒營收分別為 16 億/0.4 億/0.44 億，分別同比增 26%/21%/78%，其中低檔酒（含基酒）均在 2Q 銷售，2Q 高檔、中檔酒收入增速分別為 22% 和 3.5%。銷量上，1H 整體銷量達 883 萬千升，同比增 56%，若扣除基酒，銷量增 22% 左右（2Q 增 16% 左右），測算上半年中檔酒噸價提升 3%（2Q 提升 5%），量增為收入增長主要原因。另一方面，上半年經營活動產生的現金流量淨額為 5 億（去年為負），2Q 為 2.58 億，公司現金流明顯改善。
- 2Q 業績增長低於預期，主要受以下因素影響：1) 費用增長較快，2Q 費用率為 43.4%，同比上升 1.25pct，其中銷售費用增長 47%，致使銷售費用率上升 4.25pct。2) 2Q 稅費方面增長明顯，稅金及附加/營收比率上升 3.11pct，受消費稅稅基提升影響，另外，可抵扣的前期虧損已用盡，2Q 所得稅費用回歸常態（18Q2 所得稅費用為負值）。
- 另外，公司此前公布股权激励計劃，綁定新舊管理層，對標行業營收前 10 的企業，力圖進一步提升公司市占率，股權解鎖條件為 2019-2021 年營收增速不低於行業前 10 的 110%，以當前行業競爭來看，存在一定難度，激勵效果較強。
- 考慮到中端白酒市場競爭壓力加大，以及公司費用率較高以及基數問題，故維持“持有”投資評級。預計 2019-2020 年分別實現淨利潤 7.45 億和 9 億，同比增 28.5%、21%，EPS 分別為 1.52 元和 1.85 元，當前股價對應 PE 分別為 31 倍和 25 倍。
- 風險提示：行業景氣下行，行業競爭加劇公司產品動銷不及預期，食品安全問題

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	225	335	579	745	903
同比增減	%	155.52	49.24	72.72	28.53	21.28
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.46	0.69	1.19	1.52	1.85
同比增減	%	155.47	49.25	72.72	28.53	21.28
市盈率 (P/E)	X	101.85	68.24	39.51	30.74	25.34
股利 (DPS)	RMB 元	0.46	0.62	1.14	1.45	1.76
股息率 (Yield)	%	0.98	1.32	2.44	3.09	3.75

預期報酬 (Expected Return; ER) 為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
營業收入	1176	2048	2819	3435	4042
經營成本	280	429	511	598	679
營業稅金及附加	155	301	428	544	640
銷售費用	250	551	854	1039	1208
管理費用	181	226	270	286	337
財務費用	-6	-11	-13	-20	-23
資產減值損失	58	107	0	7	7
投資收益				0	0
營業利潤	258	446	780	986	1194
營業外收入	13	1	1	2	2
營業外支出	3	30	50	5	5
利潤總額	268	417	732	983	1191
所得稅	44	82	153	238	288
少數股東損益				0	0
歸屬於母公司所有者的淨利潤	225	335	579	745	903

附二：合并資產負債表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
貨幣資金	725	1030	1026	1163	1325
應收賬款	17	82	34	38	40
存貨	803	920	1345	1371	1413
流動資產合計	1595	2104	2449	2572	2777
長期股權投資					
固定資產	436	417	522	548	575
在建工程	8	28	13	14	15
非流動資產合計	609	685	749	787	849
資產總計	2204	2789	3198	3359	3627
流動負債合計	725	1191	1310	1431	1651
非流動負債合計	9	18	31	34	36
負債合計	734	1209	1341	1465	1687
少數股東權益					
股東權益合計	1470	1580	1857	1894	1939
負債及股東權益合計	2204	2789	3198	3359	3627

附三：合并現金流量表

百萬元	2016	2017	2018	2019F	2020F
經營活動產生的現金流量淨額	382	611	431	687	808
投資活動產生的現金流量淨額	-205	138	-132	-172	-202
籌資活動產生的現金流量淨額	-37	-225	-303	-378	-445
現金及現金等價物淨增加額	141	525	-4	137	162

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。