



水井坊 (600779)

营收增速如期放缓，减品牌费用利润释放

中性 (维持)

现价: 45.94 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) | 488 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 224.44 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 224.33 |
| 每股净资产(元) | 3.95 |
| 资产负债率(%) | 46 |

行情走势图



相关研究报告

《水井坊*600779*2Q19 销量增速略放缓，增值税率下调及新品推升均价》 2019-07-23

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 |
| 蒋寅秋 | 投资咨询资格编号 S1060519100001 0755-33547523 JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN |

研究助理

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

投资要点

事项:

公司发布三季报，1-3Q19实现营业收入26.5亿元，同比增长23.9%；归属于上市公司股东净利润6.39亿元，同比增长38.1%。其中，3Q19实现营业收入9.61亿元，同比增长19.7%；归属于上市公司股东净利润3亿元，同比增长53.4%。3Q19末预收款余额0.81亿元，同比、环比分别增0.44亿元、0.21亿元。

平安观点:

■ **3Q19 营收基本符合我们预期的 15-25%、但净利增速超我们预期的 5-15%，因当季销售费用率下降超预期。**

■ **3Q19 销量增速提高，均价下降或因产品结构变化。**3Q19，水井坊中高端白酒营收同增 20%，其中销量 2462 吨，同增 28%，均价同降 6%，或因 3Q19 高端的菁萃、典藏等占比下降。3Q19 销量增速较 2Q19 的 16%提高，或因新财年开门红，但渠道反馈终端消化缓慢，库存显著上升。各销售区域间增速差异正逐步拉开，1-3Q19 北区、南区、东区、西区增速依次为 37%、28%、18%、17%。2019 年以来，水井坊营收增速逐渐回归行业水平。随着次高端行业增速放缓，及水井坊渠道利差、抢占核心终端等领先优势逐步消失，公司增速大概率继续放缓。

■ **品牌性投入减少，销售费用率 3Q19 大降。**3Q19 销售费用率 22.95%，同比降 5.84Pct。据草根调研，主要因为酒厂减少了品鉴会之类的投放。品鉴会活动主要围绕菁萃、典藏等高端产品，作用更多体现在品牌拉动上，对推动主力产品井台、臻酿 8 号等动销的作用较小。往后看，次高端市场竞争日益激烈，水井坊产品终端利差也在收窄，销售费用率持续下降空间应有限。3Q19，毛利率 83%，同比提升 0.72Pct，或是受益于规模效应，营业税金及附加比率同比上升 2.03Pct 至 15.35%，基本正常，管理费用率因规模效应继续下降至 6.72%。

■ **次高端市场仍有望维持双位数增长，但竞争压力或持续上升。**2019 年，受益于消费升级，次高端市场维持了双位数以上增长，预计增速仍能延续。往后看，随着地方龙头酒企加大投入，次高端行业竞争正变得越来越激烈，水井

| | 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) | 66.9 | 38.7 | 28.8 | 23.7 | 19.6 |
| P/B(倍) | 14.2 | 12.1 | 10.8 | 9.8 | 8.8 |

坊自身面临的问题也始终没得到有效解决，如：主力产品井台和 8 号成交价持续回落，导致渠道利差不断收窄；核心终端已成各厂家必争之地，水井坊的领先优势逐步消失。整体来看，水井坊面临的竞争压力将持续加大。

■ **维持业绩预测和“中性”评级。**维持此前业绩预测，预计 19、20 年 EPS 增约 34%、22%至 1.59、1.94 元，动态 PE 约 29、24 倍。考虑公司业务面临压力加大，不确定性上升，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。

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 | 38.7 | 28.8 | 23.7 | 19.6 |
| P/B | 12.1 | 10.8 | 9.8 | 8.8 |
| EV/EBITDA | 27.1 | 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±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±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