

2020年04月26日

水井坊 (600779.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

增持-A(首次)

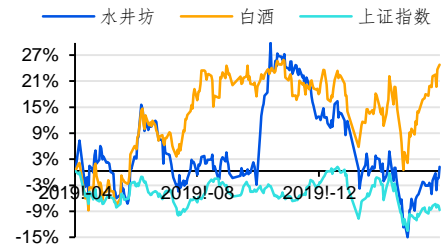
股价(2020-04-24)

46.50 元

交易数据

总市值(百万元)	22,717.37
流通市值(百万元)	22,706.11
总股本(百万股)	488.55
流通股本(百万股)	488.30
12个月价格区间	38.51/60.37 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.01	-3.87	12.52
绝对收益	10.98	-9.52	2.43

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

报告联系人

王颖洁

 wangyingjie@huajinsec.cn
 021-20377191

相关报告

20Q1 销售承压，全年目标稳健

事件:公司发布 19 年报及 2020 年一季报,19 年实现营业收入 35.39 亿元,同+25.53%,归母净利润 8.26 亿元,同+42.6%,符合此前业绩预告。20Q1 实现营业收入 7.29 亿元,同-21.6%,归母净利润 1.91 亿元,同-12.6%。

投资要点

- ◆ **19 年圆满收官, 20Q1 销售承压。**19 年公司收入 35.39 亿元(+25.5%), 主要系白酒销量的增长, 受益于公司通过“蘑菇战术”扩大分销网络, 通过精耕细作核心市场, 再带动周边市场的发展的方法, 全年公司实现销量 8840 吨(+25.6%)。19Q4 收入 8.89 亿元(+30.5%), 净利润 1.87 亿元(+60.2%), 收入业绩均实现高速增长。受疫情影响, 20Q1 营收 7.28 亿元(-21.6%), 主要系销量实现 1907 吨(-18%)所致。分产品端看, 高档产品收入下滑 20.68%, 中档产品收入下滑 56.90%; 分渠道结构看, 团购渠道相对下降较多(-47.3%), 批发代理渠道下降 19.1%; 分区域看, 20Q1 中区和西区下滑较大, 收入同比下降 39.9%/29.9%, 东/北/南区收入下滑幅度分别为 9.3%/8.9%/8.2%
- ◆ **费用率控制得当, 盈利能力提升。**19 年公司毛利率实现 82.87%(+1.0pcts), 净利率实现 23.35%(+2.8pcts), 其中管理费用率同比下降 2.5 个 pct, 我们预计主要系内部经营效率推动; 20Q1 毛利率实现 83.55%(+0.97pcts), 净利率实现 26.2%(+2.7pcts), 其中销售费用率同比下降 6.1 个 pct, 主要系公司对于市场费用的主动调整, 减少了部分广告及促销费用。综合来看, 受益于公司整体的规模效应及费用的及时调整, 公司 19 年和 20Q1 的盈利能力继续提升。
- ◆ **产品有序升级, 渠道精耕下沉。**在白酒行业增速放缓的背景下, 挤压式增长的格局更加明显, 市场份额将向具有名优品牌、渠道分销网络稳固的酒企集中。水井坊作为知名白酒品牌, (1) 产品端, 公司继续坚持高端化的布局, 有序推进产品升级, 一方面推出“水井坊井台丝路版”、“水井坊臻酿八号禧庆版”、“水井坊井台珍藏”三大战略单品; 另一方面, 针对核心市场发力, 丰富产品矩阵, 如去年为精准补强江苏市场, 推出满足当地消费者口感需求的 42 度井台 12 等。(2) 渠道端, 公司继续拓展分销网络, 对核心市场配合以精耕细作, 借此也带动周边市场的发展, 有序开拓区域。短期疫情限制了聚集型消费, 使得次高端白酒的主要消费场景消失, 对公司销售有所影响, 若疫情形势后续持续好转, 预计下半年白酒消费需求可能会有一定复苏。长期来看, 我们认为未来次高端价格带扩容的趋势仍在, 公司通过稳步的产品和渠道扩张, 有望继续保持竞争力。
- ◆ **投资建议:** 公司将 2020 年全年目标设为收入净利润与 19 年同比基本持平, 目标稳健。我们认为公司产品、品牌、渠道战略清晰, 短期疫情不改公司中长期的竞争力, 预计公司 20-21 年的 EPS 为 1.79/2.20 元, 当前股价对应 PE 分别为 26X/21X, 给予增持-A 评级。

◆ **风险提示:** 竞争加剧、疫情控制不及预期、终端动销不及预期

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,819	3,539	3,704	4,449	5,199
YoY(%)	37.6	25.5	4.7	20.1	16.9
净利润(百万元)	579	826	877	1,075	1,290
YoY(%)	72.7	42.6	6.1	22.6	20.0
毛利率(%)	81.9	82.9	83.7	85.0	85.8
EPS(摊薄/元)	1.19	1.69	1.79	2.20	2.64
ROE(%)	31.2	39.1	38.5	37.0	34.9
P/E(倍)	39.2	27.5	25.9	21.1	17.6
P/B(倍)	12.2	10.8	10.0	7.8	6.2
净利率(%)	20.6	23.3	23.7	24.2	24.8

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2449	3043	2728	3947	4208	营业收入	2819	3539	3704	4449	5199
现金	1026	1243	1135	1836	2237	营业成本	511	606	604	665	740
应收票据及应收账款	34	29	37	42	51	营业税金及附加	428	562	546	672	791
预付账款	6	34	7	42	16	营业费用	854	1064	1009	1274	1511
存货	1345	1520	1336	1807	1689	管理费用	270	250	398	427	481
其他流动资产	39	217	213	219	216	研发费用	2	2	1	2	3
非流动资产	749	903	911	1054	1168	财务费用	-13	-23	-4	-7	-23
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-7	0	0	0
固定资产	522	531	556	701	814	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	70	123	122	129	136	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	157	249	232	224	218	营业利润	780	1102	1149	1416	1696
资产总计	3198	3946	3639	5001	5376	营业外收入	1	3	2	2	2
流动负债	1310	1810	1335	2070	1660	营业外支出	50	4	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	732	1100	1147	1414	1694
应付票据及应付账款	402	478	400	566	508	所得税	153	274	270	339	404
其他流动负债	908	1332	935	1504	1151	税后利润	579	826	877	1075	1290
非流动负债	31	24	24	24	24	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	579	826	877	1075	1290
其他非流动负债	31	24	24	24	24	EBITDA	749	1125	1159	1427	1705
负债合计	1341	1834	1359	2094	1683						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	489	489	489	489	489	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	400	400	400	400	400	成长能力					
留存收益	969	1237	1298	1391	1499	营业收入(%)	37.6	25.5	4.7	20.1	16.9
归属母公司股东权益	1857	2112	2280	2907	3692	营业利润(%)	74.8	41.2	4.3	23.2	19.8
负债和股东权益	3198	3946	3639	5001	5376	归属于母公司净利润(%)	72.7	42.6	6.1	22.6	20.0
						获利能力					
						毛利率(%)	81.9	82.9	83.7	85.0	85.8
						净利率(%)	20.6	23.3	23.7	24.2	24.8
						ROE(%)	31.2	39.1	38.5	37.0	34.9
						ROIC(%)	29.4	37.3	36.9	35.5	33.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.9	46.5	37.3	41.9	31.3
						流动比率	1.9	1.7	2.0	1.9	2.5
						速动比率	0.8	0.7	0.9	0.9	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
						应收账款周转率	46.2	112.1	112.1	112.1	112.1
						应付账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
						估值比率					
						P/E	39.2	27.5	25.9	21.1	17.6
						P/B	12.2	10.8	10.0	7.8	6.2
						EV/EBITDA	29.0	19.1	18.6	14.6	12.0

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn