

## 2019 净利润增长 43%，品牌优势再加强

水井坊 (600779.SH)

**谨慎推荐** 下调评级

核心观点:

### 1. 事件

水井坊发布 2019 年报及 2020 一季报。2019 全年公司实现营业收入 35.39 亿元，同比增长 25.53%；实现归母净利润 8.26 亿元，同比增长 42.60%，扣非归母净利润 8.05 亿元，同比增长 32.89%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 2019Q4 单季归母净利润实现增速 60.33%

公司 2019 各单季收入均两位数增长，净利润加速增长。从单季度数据来看，2019Q1-Q4 公司营业收入分别为 9.30、7.60、9.61、8.88 亿元，同比增速分别为 24.25、29.30、19.71、30.54%；归母净利润分别为 2.19、1.21、3.00、1.87 亿元，同比增速分别为 41.16、7.46、53.41、60.33%；扣非归母净利润分别为 2.18、1.22、2.78、1.88 亿元，同比增速分别为 46.54、-16.83、42.63、62.08%。

2019 年国内经济有一定下行压力，受国内外宏观经济环境影响，白酒行业增速放缓，但局部增长加快，次高端及以上板块仍旧保持两位数增长，头部企业优势越发明显，挤压式增长格局仍旧未变。2019 年，公司加码次高端价格带，夯实次高端产品矩阵，实现对优势价格带进行饱和式占领，有序推出了“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，通过广告、宴席推广及话题公关事件进行组合营销，为高端产品的起量和培育提供了更大上升空间。

得益于精准定位细分市场，2019 年公司保持收入持续较好增长，同时在春节、中秋国庆旺季及备战来年春节旺季的阶段，均实现归母净利润较高增长，维持重要节点增速提升的势头。

由于新冠疫情的影响，2020 一季度公司实现营业总收入 7.29 亿元，同比下降 21.63%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比下降 12.64%，扣非归母净利润 1.97 亿元，同比下降 9.49%。

#### (二) 19Q4 预收账款环比继续增加，同比再创新高

19Q4 公司预收账款余额为 3.71 亿元，环比 Q3 增加 2.90 亿元，同比增长 131.45%，自 2019 年二季度结束连续五个季度负增长的基础上，同比增幅再创新高。公司 Q4 收到销售回款 10.47 亿元，经营性现金流量净额为 1.48 亿元，经营性现金流量净额/净利润的比例从 19Q3 的 71.73% 上升至 19Q4 的 79.37%，去年 Q4 该比例为 243.83%。

分析师

周颖

☎: 010-86359281

✉: zhouying\_yj@ChinaStock.com.cn

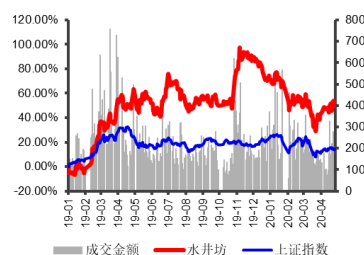
执业证书编号: S0130511090001

市场数据

2020-04-26

A 股收盘价(元)	46.50
A 股一年内最高价(元)	54.46
A 股一年内最低价(元)	38.51
上证指数	2,808.53
市盈率	28.44
总股本(百万股)	488.55
实际流通 A 股(百万股)	488.30
限售的流通 A 股(百万股)	0.24
流通 A 股市值(亿元)	227.06

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### **(三) 2019 全年费用效率提升，助力净利率增加 2.80PCT**

2019 全年公司毛利率为 82.87%，同比上升 1.00PCT。2019 全年公司销售费率 30.08%，同比下降 0.23PCT；管理费率 7.06%，同比下降 2.51PCT，公司三项费用率 36.49%，同比下降 2.91PCT；净利率 23.35%，同比增加 2.80PCT。

其中，2019Q4 销售费用率 34.14%，同比上升 4.14PCT，管理费用率 6.56%，同比下降 4.14PCT，延续 2019 前三季度以来的下降趋势，2019Q4 净利率提升 3.91PCT 至 21.06%。

2020Q1 销售费用率 23.69%，同比下降 6.12PCT，管理费用率 8.65%，同比上升 2.74PCT；，2020Q1 毛利率、净利率分别为 83.55、26.20%，同比增加 0.96、2.70PCT。

## **3. 投资建议**

我们认为 2019 年良好的经营业绩，反映出公司营销定位精准，品牌力持续加强，有望为公司未来持续发展提供良性动力。2020 年以来新冠疫情爆发对我国及全球整体宏观经济造成压力，因防控需要，就餐、聚会场景的大幅减少，在一定时间内对相关产业均造成外部压力，短期内对营收、利润产生一定负面影响。

综合来看，我们预计公司 2020-2022 年营业收入 37.20、44.71、51.79 亿元，归母净利润 7.79、10.61、12.44 亿元，对应 EPS 为 1.80、2.17、2.55 元（当前 PE 倍数为 26、21、18），“谨慎推荐”评级。

## **4. 风险提示**

食品安全风险；下游需求疲软风险。

## 附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,048.38	2,819.06	3,538.69	3720.23	4471.34	5179.16
营业收入增长率	74.13%	37.62%	25.53%	5.13%	20.19%	15.83%
归属净利润 (百万元)	335.49	579.45	826.28	878.92	1061.20	1243.62
净利润增长率	49.24%	72.72%	42.60%	6.37%	20.74%	17.19%
EPS (元) (摊薄)	0.69	1.19	1.69	1.80	2.17	2.55
P/E	68	39	27	26	21	18

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2020 年 4 月 26 日收盘价)

图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动

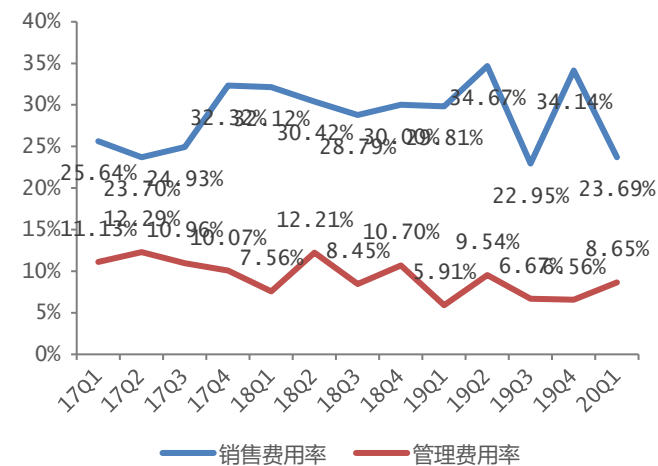
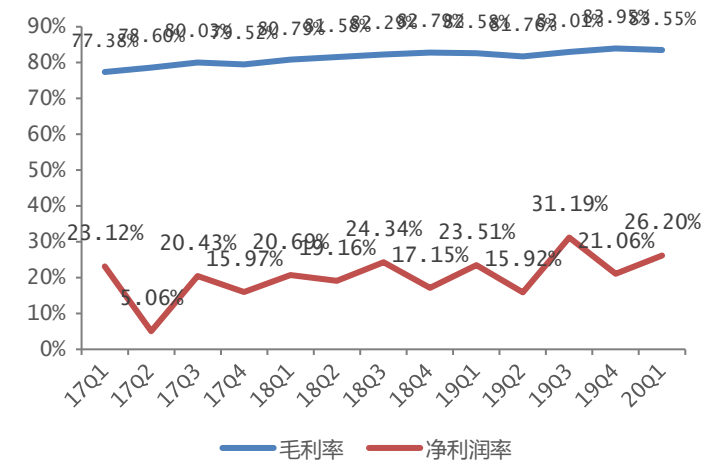


图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

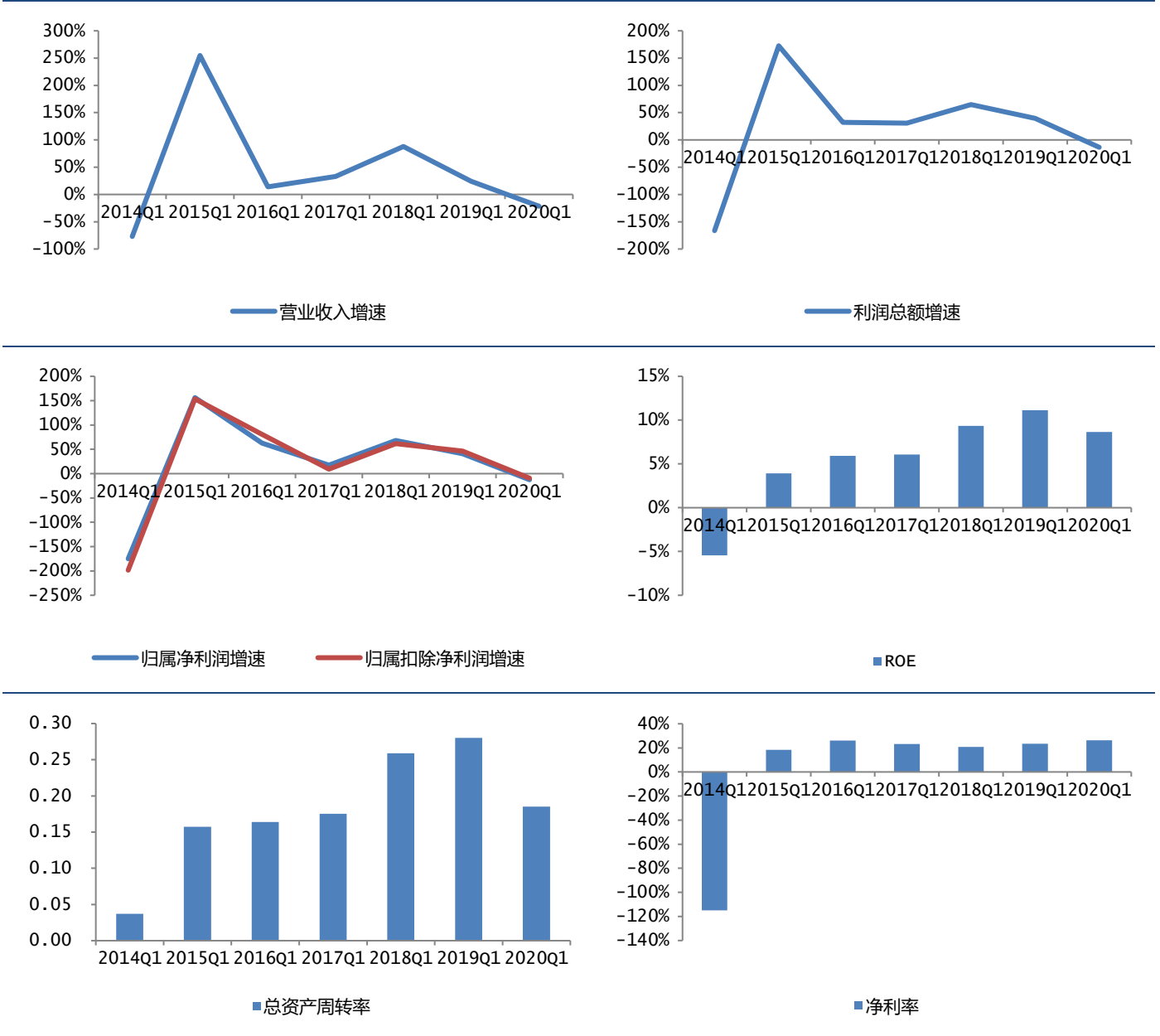
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 关键财务指标 (一季报比较)

	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1
<b>成长能力</b>							
营业收入增速	-77.03%	254.73%	13.88%	32.78%	87.73%	24.25%	-21.63%
利润总额增速	-166.37%	172.51%	31.97%	30.65%	64.56%	39.65%	-13.47%
归属净利润增速	-174.95%	156.30%	62.71%	17.68%	68.01%	41.16%	-12.64%
归属扣除净利润增速	-198.40%	153.64%	80.85%	9.33%	61.42%	46.54%	-9.49%
<b>盈利、营运能力</b>							
ROE	-5.45%	3.93%	5.93%	6.08%	9.34%	11.12%	8.65%
总资产周转率	0.04	0.16	0.16	0.18	0.26	0.28	0.19
净利率	-115.03%	18.26%	26.08%	23.12%	20.69%	23.51%	26.20%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (一季报)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

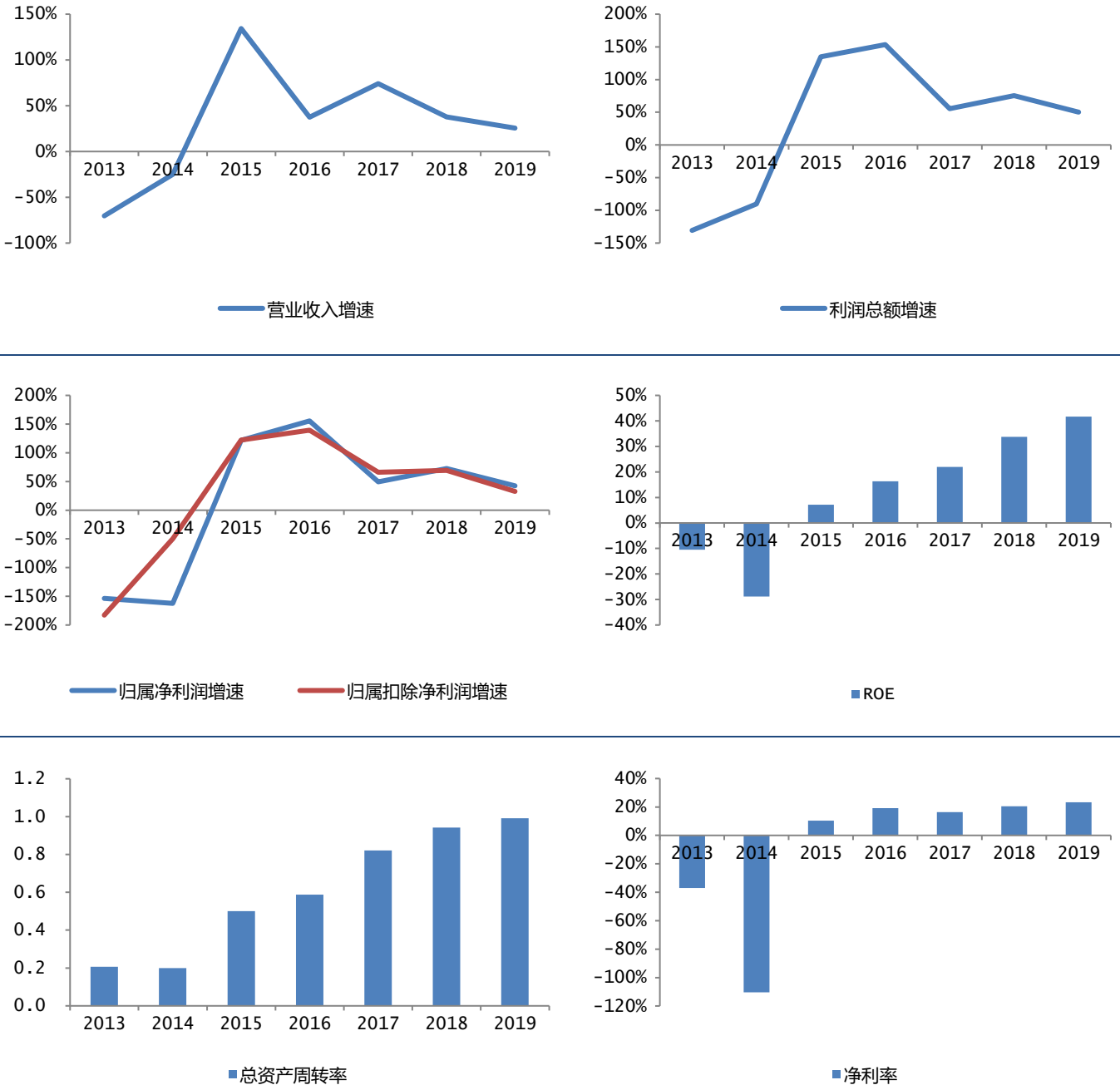
表 3: 关键财务指标 (年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>成长能力</b>							
营业收入增速	-70.31%	-24.89%	134.29%	37.61%	74.13%	37.62%	25.53%
利润总额增速	-130.64%	-90.40%	134.99%	153.42%	55.52%	75.46%	50.24%
归属净利润增速	-153.82%	-162.29%	121.84%	155.52%	49.24%	72.72%	42.60%
归属扣除净利润增速	-182.77%	-49.69%	122.00%	139.43%	66.35%	69.58%	32.89%
<b>盈利、营运能力</b>							

ROE	-10.43%	-28.88%	7.11%	16.34%	22.00%	33.72%	41.64%
总资产周转率	0.21	0.20	0.50	0.59	0.82	0.94	0.99
净利率	-37.06%	-110.40%	10.29%	19.11%	16.38%	20.55%	23.35%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**周颖，食品饮料行业分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)