

2021年11月01日

顧向君

H70420@capitalcom.tw

目標價(元)

144

公司基本資訊

產業別	食品饮料		
A 股價(2021/10/29)	126.66		
上证指数(2021/10/29)	3547.34		
股價 12 個月高/低	160.57/59.98		
總發行股數(百萬)	488.37		
A 股數(百萬)	488.30		
A 市值(億元)	618.49		
主要股東	四川成都水井坊集團有限公司(39.73%)		
每股淨值(元)	4.98		
股價/賬面淨值	25.45		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	5.1	23.2	74.9

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2017-10-27	38.54	買入
2017-08-08	28.21	買入
2017-06-30	30.14	買入

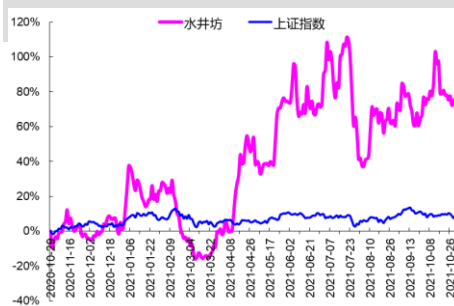
產品組合

高檔酒	97.61%
中檔酒	2.39%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	12.0%
一般法人	69.7%

股價相對大盤走勢



水井坊(600779.SH)

TRADING BUY 区间操作

发力高端市场，3Q 净利润表现出色

结论与建议：

业绩概要：

公告前三季度实现收入34.2亿，同比增75.9%，录得净利润10亿，同比增99.4%，三季度实现收入15.9亿，同比增39%，录得净利润6.2亿，同比增56.3%。

- 三季度公司业绩表现出色，高端酒实现收入15.6亿，同比增39.6%，中档酒收入0.25亿，同比增5.3%，实现酒类销量372万千升，同比增29%，吨酒价格同比上升7.4%，毛利率同比上升1.5个百分点至85.8%，主要受益结构优化和提价。三季度经销商回款积极，公司现金流亦表现出色，单季净流入11.7亿。随着次高端市场竞争加剧，公司重新聚焦高端化市场，并在渠道和组织架构方面进行调整，8月，由大商组建的高端白酒销售公司成立，销售典藏等高端产品，厂商利益绑定深化，随着品牌定位转向和终端市场培育加码，公司品牌高度有望持续提升。
- 费用上，三季度期间费用率同比下降5.49个百分点至16.98%，主要由于费用前置，公司于二季度加大市场投放，提升品牌曝光率，因此三季度销售费用同比仅增2.5%，促使期间费用率有明显回落。
- 9月中旬公司发布员工持股计划，拟以回购的72.37万库存股，受让价55元/股的价格，对中高层管理人员及技术骨干总计不超过66人进行激励，业绩考核年度为2021-2023年，考核目标为考核期内公司营收增长率的平均值在9家对标企业中排名前5，激励指标设置合理，除激发经营活力外，我们认为公司管理层也将趋于稳定。从目前来看，公司产品具有一定的知名度和认可度，但作为唯一一家外资控股的白酒上市企业，公司渠道方面还是较为薄弱。未来通过持股计划绑定管理层利益以及组织架构上的调整，发展基础将逐渐夯实。
- 9月底公司下发调价通知，井台系列、臻酿八号全系列建议零售价分别上调30元和20元，10月中旬井台系列暂停发货和接单，通过调价控量，核心产品价值定位稳步提升。展望四季度，9月底合同负债余额8.7亿，同比增22%，环比增36%，表现积极，业绩有望保持较快增长。
- 预计2021-2022年将分别实现净利润12.6亿和16.8亿，分别同比增72%和33%，EPS分别为2.57元和3.43元，当前股价对应PE分别为49倍和37倍，予以“区间操作”的投资建议。
- 风险提示：终端销售不及预期，费用投放超预期

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	579	826	731	1257	1676
同比增減	%	72.72	42.60	-11.49	71.84	33.37
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.19	1.69	1.50	2.57	3.43
同比增減	%	72.72	42.63	-11.50	71.87	33.37
市盈率(P/E)	X	106.79	74.87	84.60	49.22	36.91
股利 (DPS)	RMB 元	1.14	1.45	1.20	2.06	2.75
股息率 (Yield)	%	0.90	1.14	0.95	1.63	2.17

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潜在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并損益表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
營業收入	2819	3539	3006	5122	6992
經營成本	511	606	475	794	1049
營業稅金及附加	428	562	468	806	1106
銷售費用	854	1064	841	1435	2021
管理費用	270	250	280	403	600
財務費用	-13	-23	-23	-37	-39
資產減值損失	0			0	0
投資收益		0		0	0
營業利潤	780	1102	965	1724	2271
營業外收入	1	3	3	2	2
營業外支出	50	4	9	36	39
利潤總額	732	1100	958	1691	2235
所得稅	153	274	227	434	559
少數股東損益				0	0
歸屬於母公司所有者的淨利潤	579	826	731	1257	1676

附二：合并資產負債表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
貨幣資金	1026	1243	1330	1765	2500
應收賬款	34	29	2	2	2
存貨	1345	1520	1879	1936	1994
流動資產合計	2449	3043	3265	3984	4780
長期股權投資	0	0	0		
固定資產	522	531	534	561	589
在建工程	13	82	230	344	482
非流動資產合計	749	903	1102	1267	1393
資產總計	3198	3946	4367	5250	6174
流動負債合計	1310	1810	2216	2848	3436
非流動負債合計	31	24	15	15	16
負債合計	1341	1834	2231	2863	3452
少數股東權益	0	0	0		
股東權益合計	1857	2112	2136	2387	2722
負債及股東權益合計	3198	3946	4367	5250	6174

附三：合并現金流量表

百萬元	2018	2019	2020	2021F	2022F
經營活動產生的現金流量淨額	431	868	845	1460	1993
投資活動產生的現金流量淨額	-132	-214	-218	-256	-350
籌資活動產生的現金流量淨額	-303	-436	-545	-768	-909
現金及現金等價物淨增加額	-4	217	83	435	734

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)有限公司及其任何之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會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之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。