水井坊(600779.SH) HOLD 持有

2020 年 07 月 28 日

顧向君
H70420@capitalcom.tw

目標價(元) 65

公司基本資訊

產業別	食品饮料
A 股价(2020/7/27)	66.98
上证指数(2020/7/27)	3205.23
股價 12 個月高/低	86.49/37.74
總發行股數(百萬)	488.55
A 股數(百萬)	488.30
A 市值(億元)	327.07
主要股東	四川成都水井坊集团有限公司(39.71%)
每股淨值(元)	3.09
股價/賬面淨值	21.70

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	10.4	48.3	42.4

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2020-04-27	46.50	持有
2019-10-28	45.94	買入
2019-07-24	46.86	持有

產品組合

高档酒	97%
中档酒	3%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	10.9%
一般法人	70.6%

股價相對大盤走勢



2Q 控货去库存，下半年再出发

結論與建議：

业绩情况：

公司上半年实现营收8.04亿，同比下降52.4%，净利润1.03亿，同比下降70%，毛利率持平略升。2Q实现营收0.75亿，同比下降90%，净亏损0.88亿，扣非后净亏损1.01亿，毛利率下降10.7pct至71.1%。2Q业绩不及预期。

- 主动控货影响2Q业绩。从销售数据来看，上半年高档酒收入7.8亿，同比下降51.4%，中档酒收入0.23亿，同比下降42%，销量下降73%至236.7万千升。2Q公司控制发货以消耗经销商库存，因此二季度业绩显著下滑，单季度高档酒收入0.62亿，同比下降91%，中档酒收入0.13亿，同比下降20%，销量同比下降93%至46万千升（去年同期销售基酒，若扣除基酒影响，销量下降75%），吨价为339.55万元/万千升（扣除基酒影响，吨价为163.23万元/万千升，同比下降58.3%，变动较大，受产品结构变动影响）。受销售停滞影响，单季度经营净现金流出2.83亿。2Q中档酒收入受疫情影响较小，亦反映上半年家庭自饮需求较稳定，未来随着公司加速数字化转型，在品牌力塑造以及运营效率等方面将有所强化。
- 受疫情影响，公司2Q市场投入减少，销售费用下降显著，同比下降54%，使整体费用下降44%，但由于收入降幅较大，费率大幅上升至245.53%。
- 展望下半年，我们认为一方面2Q去库存工作基本完成，伴随防疫常态化，3Q旺季来临叠加补库需求，业绩预期将有回暖，另一方面，2Q中档酒收入受疫情影响较小，亦反映上半年家庭自饮需求较稳定，未来随着公司加速数字化转型，在品牌力塑造以及运营效率等方面将有所强化。但是，全年压力仍在，2Q末合同负债余额5.04亿，其中市场支持费4.6亿，经销商合同0.48亿，考虑到渠道资金压力及次高端竞争压力，复苏节奏尚待观察。
- 预计2020-2021年将分别实现净利润5.5亿和8.4亿，分别同比增34%和54%，EPS分别为1.12元和1.72元，当前股价对应PE分别为60倍和39倍，维持持有投资建议。
- 风险提示：行业竞争加剧、公司产品动销不及预期、食品安全问题

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	335	579	826	546	841
同比增減	%	49.24	72.72	42.60	-33.90	53.93
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.69	1.19	1.69	1.12	1.72
同比增減	%	49.25	72.72	42.63	-33.91	53.93
市盈率(P/E)	X	97.54	56.47	39.59	59.91	38.92
股利 (DPS)	RMB 元	0.62	1.14	1.45	0.95	1.55
股息率 (Yield)	%	0.93	1.70	2.16	1.42	2.31

預期報酬(Expected Return；ER)爲准，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	2017	2018	2019	2020F	2021F
營業收入	2048	2819	3539	2547	3661
經營成本	429	511	606	471	622
營業稅金及附加	301	428	562	409	577
銷售費用	551	854	1064	755	1079
管理費用	226	270	250	285	303
財務費用	-11	-13	-23	-24	-23
資產減值損失	107	0		0	0
投資收益			0	0	0
營業利潤	446	780	1102	683	1100
營業外收入	1	1	3	5	5
營業外支出	30	50	4	9	2
利潤總額	417	732	1100	678	1102
所得稅	82	153	274	132	261
少數股東損益				0	0
歸屬于母公司所有者的淨利潤	335	579	826	546	841

附二：合并資產負債表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
貨幣資金	1030	1026	1243	1218	1328
應收賬款	82	34	29	30	32
存貨	920	1345	1520	1566	1613
流動資產合計	2104	2449	3043	3195	3515
長期股權投資	0	0	0		
固定資產	417	522	531	558	586
在建工程	28	13	82	90	95
非流動資產合計	685	749	903	975	1053
資產總計	2789	3198	3946	4170	4568
流動負債合計	1191	1310	1810	1951	2263
非流動負債合計	18	31	24	26	27
負債合計	1209	1341	1834	1976	2290
少數股東權益	0	0	0		
股東權益合計	1580	1857	2112	2194	2278
負債及股東權益合計	2789	3198	3946	4170	4568

附三：合并現金流量表

百萬元	2017	2018	2019	2020F	2021F
經營活動產生的現金流量淨額	611	431	868	382	732
投資活動產生的現金流量淨額	138	-132	-214	-204	-183
籌資活動產生的現金流量淨額	-225	-303	-436	-204	-439
現金及現金等價物淨增加額	525	-4	217	-25	110

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證益券(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i@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i@。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。