水井坊（600779）

主动调整迎阵痛，立足长远再出发

买入（维持）

2020 年 07 月 27 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,539	3,531	4,085	4,618
同比（%）	25.5%	-0.2%	15.7%	13.1%
归母净利润（百万元）	826	836	961	1,091
同比（%）	42.6%	1.2%	14.9%	13.6%
每股收益（元/股）	1.69	1.71	1.97	2.23
P/E（倍）	39.60	39.14	34.06	29.99

事件

公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 8.04 亿元 （-52.41%），归母净利 1.03 亿元（-69.64%），扣非净利 0.96 亿元（-71.66%）。20Q2 实现营收 0.75 亿元 （-90.08%），归母净利-0.88 亿元（-172.59%），扣非净利-1.01 亿元（-182.39%）。

投资要点

- **公司 20Q2 以去化库存为主，业绩/盈利水平继续承压：**20H1 公司实现营收 8.04 亿（同减 52.4%），20Q2 实现营收 0.75 亿（同减 90.0%），公司 20H1 吨酒价格为 3395.5 元（同增 77%），主要系新冠疫情影响下主要消费场景与需求收缩，公司二季度继续以消化库存作为核心目标，主动控制发货节奏导致业绩承压，销量大幅下滑所致。**1）收入端，从产品结构看，**20H1 公司高档酒实现营收 7.8 亿元，同比下滑 51.2%，公司高档产品以次高端单品井台+臻酿 8 号为主（二者合计收入占比约 8 成），疫情影响下以政商宴请、高端聚会等聚集性消费为主要消费场景的次高端白酒受到较大影响，亦使公司承压。**从区域看，**公司省内/省外均面临下滑压力，但如江苏等市场表现相对出色，整体增长高于全国平均水平，公司前五大市场（江苏/河南/湖南/四川/广东）作为核心市场表现相对抗压。**2）利润端：**公司 20H1 净利率为 12.8%(-7.28pct)，20Q2 净利率为 71.1%（-10.67pct），公司毛利率相对稳定，盈利水平下滑主因规模压缩下销售及管理费用率的大幅提升，其中销售/管理费用率同+4.57/8.87pct。现金流方面，公司 20H1 预收账款约为 0.48 亿（合同负债总计为 5.03 亿元，其中包含 4.56 亿市场支持费余额）。
- **20H2 或迎高增，期待公司触底反弹：短期看，**展望 20H2 公司有望迎来高增，主因 1）公司去化库存执行到位，库存趋于良性，主要消费市场疫后环比加速改善，中秋国庆旺季叠加婚宴等补偿性需求将加速催化终端动销；2）下半年新财年考核期下增速有望换挡。同时，在 20 年低基数效应下，21 年公司业绩存在较大弹性。**长期看，**当前次高端白酒规模保持快速扩容态势（近 3 年复合增速超 20%），公司核心单品井台+臻酿 8 号保持高增态势；渠道端加速全国化布局，已成为少数基本完成泛全国化的次高端酒企，其他目标市场仍具备较大成长潜力，期待触底反弹。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年收入为 35.3/40.9/46.2 亿元，分别同比-0.2/+15.7/+13.1%，归母净利 8.36/9.61/10.91 亿元，分别同比增长 1.2/14.9/13.6%，对应 EPS 为 1.71/1.97/2.23 元。对应当前股价，PE 分别为 39/34/30X，维持“买入”投资评级。
- **风险提示：**白酒需求回落，行业竞争加剧。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.98
一年最低/最高价	37.74/86.49
市净率(倍)	21.70
流通 A 股市值(百万元)	32706.57

基础数据

每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	60.89
总股本(百万股)	488.55
流通 A 股(百万股)	488.30

相关研究

1、《水井坊（600779）：19 高端+全国化进程顺利，20Q1 短暂承压不改长期逻辑》2020-04-27
2、《水井坊（600779）：收入符合预期，降费提振盈利》2019-10-27
3、《水井坊（600779）：收入符合预期，期待管理层换届年表现》2019-07-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

水井坊三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3043**	**2325**	**3971**	**3661**
现金	1243	792	1747	1715
应收账款	29	34	39	44
存货	1520	1280	1928	1677
其他流动资产	251	220	257	226
非流动资产	**903**	**858**	**880**	**896**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	531	505	531	547
在建工程	82	66	58	52
无形资产	123	122	128	134
其他非流动资产	167	165	164	162
资产总计	**3946**	**3183**	**4851**	**4557**
流动负债	**1810**	**920**	**2076**	**1195**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	329	292	420	380
其他流动负债	1481	628	1656	815
非流动负债	**24**	**24**	**24**	**24**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	24	24	24	24
负债合计	**1834**	**944**	**2099**	**1218**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2112	2240	2752	3338
负债和股东权益	**3946**	**3183**	**4851**	**4557**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	868	263	1466	538
投资活动现金流	-214	-5	-76	-76
筹资活动现金流	-436	-710	-435	-494
现金净增加额	217	-452	955	-32
折旧和摊销	63	50	54	61
资本开支	215	-45	22	16
营运资本变动	1	-620	465	-603

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3539**	**3531**	**4085**	**4618**
减:营业成本	606	593	679	763
营业税金及附加	562	561	648	733
营业费用	1064	1006	1185	1330
管理费用	250	251	290	328
财务费用	-23	-2	-14	-10
资产减值损失	-7	7	-3	14
加:投资净收益	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**1102**	**1116**	**1299**	**1461**
加:营业外净收支	-2	-32	-37	-37
利润总额	**1100**	**1084**	**1262**	**1424**
减:所得税费用	274	248	301	333
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**826**	**836**	**961**	**1091**
EBIT	1063	1053	1224	1372
EBITDA	1125	1103	1278	1432

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.69	1.71	1.97	2.23
每股净资产(元)	4.32	4.58	5.63	6.83
发行在外股份(百万股)	489	489	489	489
ROIC(%)	37.3%	35.9%	33.6%	31.3%
ROE(%)	39.1%	37.3%	34.9%	32.7%
毛利率(%)	82.9%	83.2%	83.4%	83.5%
销售净利率(%)	23.3%	23.7%	23.5%	23.6%
资产负债率(%)	46.5%	29.6%	43.3%	26.7%
收入增长率(%)	25.5%	-0.2%	15.7%	13.1%
净利润增长率(%)	42.6%	1.2%	14.9%	13.6%
P/E	39.60	39.14	34.06	29.99
P/B	15.49	14.61	11.89	9.80
EV/EBITDA	28.00	28.96	24.26	21.66

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn