

强烈推荐-A (维持)

水井坊 600779.SH

目标估值: 31 元
 当前股价: 25.54 元
 2017 年 04 月 09 日

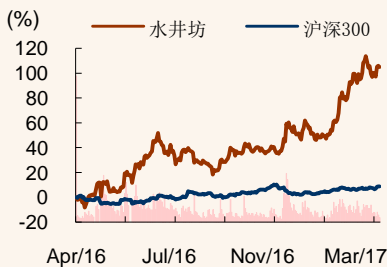
品牌势能大释放, 增长前景更明朗

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 上证综指 | 3287 |
| 总股本 (万股) | 48855 |
| 已上市流通股 (万股) | 48855 |
| 总市值 (亿元) | 125 |
| 流通市值 (亿元) | 125 |
| 每股净资产 (MRQ) | 2.9 |
| ROE (TTM) | 11.9 |
| 资产负债率 | 28.8% |
| 主要股东 | 四川成都水井坊集团 |
| 主要股东持股比例 | 39.71% |

股价表现

| | | | |
|------|----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 6 | 58 | 105 |
| 相对表现 | 4 | 49 | 96 |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《水井坊 (600779) — 受益内外改善, 继续高速增长》2017-02-14

董广阳

021-68407471
 donggy1@cmschina.com.cn
 S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
 yangys5@cmschina.com.cn
 S1090514060001

研究助理

李晓峥
 021-68407571
 lixiaozheng@cmschina.com.cn

公司的增长不仅仅是一次性的品牌兑现, 其市场运作和渠道开发更为成熟和深入, 随着高端价格继续上行, 井台和臻酿的定位也逐步清晰, 增长的空间和时间都会拉长。我们维持 17-18 年净利 3.60 亿和 5.26 亿, 上调 1 年目标价至 31 元, 对应 18 年 30 倍 PE 及 150 亿市值, 继续看 25% 空间, 维持 “强烈推荐-A” 评级。

- **糖酒会交流反馈: 增长良性, 信心满满。**春节后我们调研渠道数据开启最高 40% 涨幅的序幕, 此次参与交流投资者超过 150 人, 热情之高有些始料未及, 公司也从几个方面坚定市场信心。产品层面: 糖酒会期间推出新典藏大师版, 一为抢占高端市场, 一为树立品牌形象, 井台瓶的占比未来也逐步提升。市场层面: 五大核心区域继续深耕, 第二梯队核心市场将达到亿元规模, 未来逐步扩展其他空白区域。渠道层面: 利润高于多数产品, 渠道推力较强, 销售团队增加 30% 配合总代开发市场, 当前核心门店开发已达 3700 家, 终端超过 1 万家门店, 消费氛围逐步起来。社会库存: 总代库存不足 1 个月, 维持在较低水平。
- **终端渠道不断扩大, 营销模式利于长期增长。**在新总代模式下, 渠道精细化和营销多元化扩大商务和大众消费者, 核心门店持续扩张, 终端网络更完善, 费用落实更到位, 我们草根调研, 今年上海、江苏、广东核心门店预计有一倍以上增长, 且标准和服务也在提升。传统的总代模式很容易初期增长较快, 随后进入一个瓶颈期, 新的模式对终端开发深度更广, 掌控力加强。今年 10 个比较核心的市场仍有继续深耕的空间, 竞争比较激烈的四川、河南、上海等地增长 30%, 江浙、广东增速更高, 在市场环境支持、渠道动力十足, 继续深耕和开发空白市场下, 未来能占据次高端 10% 的份额并非难事, 次高端本身也有较快增长, 水井的空间广阔且增长扎实。
- **产品区分随着市场价格带上行更为清晰, 品牌势能继续释放。**臻酿 8 号和井台分别在 300 和 450 的成交价格, 当前 8 号的确对井台瓶产生影响, 但随着高端价格上行和主力消费价格带上移, 原先 300-500 之间比较模糊的界限会变得清晰, 300、500 和 800 会形成不同的消费需求, 如何在终端营销上做好区分度的工作尤为重要, 当前公司的管理和营销有能力也有计划去应对。这轮水井的高增长不仅仅是受益于高端拉开的行业空间, 更在于经过上轮调整后公司进行深度的反思和调整, 这样的恢复不会是降价后一次性的品牌兑现。茅台未来一年的批价乃至出厂价格都可能超预期上涨, 五粮液和国窖势必跟随, 这一上涨更长期和稳定, 水井的性价比继续提高, 渠道做的很扎实, 品牌势能将释放。
- **一年看 150 亿市值, 维持 “强烈推荐-A” 评级。**随着茅台五粮液价格继续上行, 公司产品定位也越发清晰, 性价比凸显, 且内部已经理顺, 销售人员和总代对公司管理层信心满满, 空白市场有待开发, 渠道不断深化, 核心门店保持高增长。17-18 年保持收入 30-40% 增长难度不大, 利润弹性更大, 维持 17-18 年预测净利 3.60 亿和 5.26 亿。我们之前 26 元目标价提前实现, 上调 1 年目标价至 31 元, 对应 18 年 30 倍估值和 150 亿市值, 看 25% 空间, 维持 “强烈推荐-A” 评级。

风险提示：法律诉讼可能面临失败，高端市场价格波动

图 1：水井坊典藏大师版上市



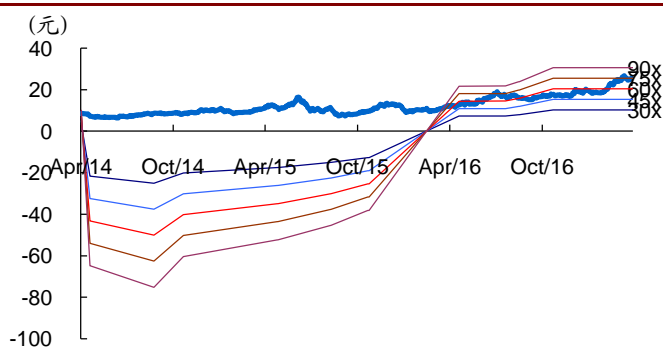
资料来源：招商证券

图 2：水井坊典藏大师版上市



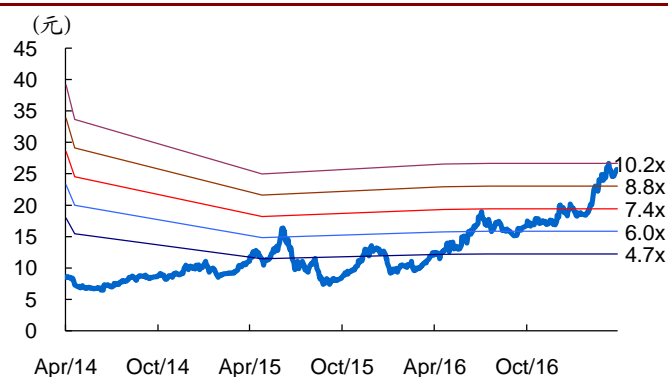
资料来源：招商证券

图 3：水井坊历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：水井坊历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《水井坊（600779）—受益内外改善，继续高速增长》2017-02-14

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 979 | 1185 | 1341 | 1572 | 1893 |
| 现金 | 108 | 364 | 333 | 452 | 748 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 40 | 18 | 24 | 33 | 42 |
| 应收款项 | 11 | 8 | 14 | 19 | 24 |
| 其它应收款 | 7 | 46 | 12 | 8 | 10 |
| 存货 | 776 | 717 | 914 | 1000 | 992 |
| 其他 | 35 | 32 | 44 | 60 | 76 |
| 非流动资产 | 644 | 610 | 676 | 737 | 794 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 490 | 460 | 529 | 593 | 653 |
| 无形资产 | 88 | 56 | 54 | 52 | 50 |
| 其他 | 65 | 94 | 93 | 92 | 91 |
| 资产总计 | 1622 | 1795 | 2017 | 2309 | 2687 |
| 流动负债 | 409 | 506 | 515 | 557 | 589 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 104 | 120 | 81 | 107 | 132 |
| 预收账款 | 57 | 43 | 92 | 101 | 100 |
| 其他 | 247 | 344 | 341 | 349 | 357 |
| 长期负债 | 20 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 20 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 负债合计 | 429 | 513 | 522 | 564 | 597 |
| 股本 | 489 | 489 | 489 | 489 | 489 |
| 资本公积金 | 400 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 留存收益 | 305 | 393 | 607 | 856 | 1202 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1193 | 1281 | 1495 | 1744 | 2090 |
| 负债及权益合计 | 1622 | 1795 | 2017 | 2309 | 2687 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|------------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | (106) | 234 | 72 | 323 | 564 |
| 净利润 | (403) | 88 | 220 | 360 | 526 |
| 折旧摊销 | 38 | 36 | 34 | 38 | 43 |
| 财务费用 | 0 | 0 | (3) | (6) | (12) |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 173 | 146 | (183) | (73) | 4 |
| 其它 | 86 | (37) | 4 | 4 | 4 |
| 投资活动现金流 | (29) | 31 | (100) | (100) | (100) |
| 资本支出 | (25) | (8) | (100) | (100) | (100) |
| 其他投资 | (4) | 38 | (0) | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (6) | 0 | (3) | (104) | (168) |
| 借款变动 | 57 | 83 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (73) | (73) | (6) | (110) | (180) |
| 其他 | 10 | (10) | 3 | 6 | 12 |
| 现金净增加额 | (141) | 265 | (31) | 119 | 296 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|--------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 365 | 855 | 1186 | 1611 | 2060 |
| 营业成本 | 116 | 211 | 305 | 400 | 497 |
| 营业税金及附加 | 51 | 124 | 171 | 233 | 298 |
| 营业费用 | 259 | 188 | 226 | 266 | 299 |
| 管理费用 | 185 | 164 | 189 | 233 | 277 |
| 财务费用 | (2) | (3) | (3) | (6) | (12) |
| 资产减值损失 | 62 | 63 | 10 | 10 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | (307) | 108 | 288 | 474 | 696 |
| 营业外收入 | 22 | 7 | 15 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 17 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 利润总额 | (303) | 106 | 293 | 479 | 701 |
| 所得税 | 100 | 18 | 73 | 120 | 175 |
| 净利润 | (403) | 88 | 220 | 360 | 526 |
| 少数股东损益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | (403) | 88 | 220 | 360 | 526 |
| EPS (元) | (0.82) | 0.18 | 0.45 | 0.74 | 1.08 |

主要财务比率

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -25% | 134% | 39% | 36% | 28% |
| 营业利润 | 100% | -135% | 166% | 65% | 47% |
| 净利润 | 122% | -122% | 150% | 64% | 46% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 68.1% | 75.3% | 74.3% | 75.1% | 75.9% |
| 净利率 | -110.4% | 10.3% | 18.5% | 22.3% | 25.5% |
| ROE | -33.8% | 6.9% | 14.7% | 20.6% | 25.1% |
| ROIC | -34.5% | 6.8% | 14.3% | 20.1% | 24.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 26.4% | 28.6% | 25.9% | 24.4% | 22.2% |
| 净负债比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 2.4 | 2.3 | 2.6 | 2.8 | 3.2 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 存货周转率 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 应收帐款周转率 | 5.9 | 86.6 | 105.5 | 97.0 | 94.4 |
| 应付帐款周转率 | 0.8 | 1.9 | 3.0 | 4.3 | 4.2 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | -0.82 | 0.18 | 0.45 | 0.74 | 1.08 |
| 每股经营现金 | -0.22 | 0.48 | 0.15 | 0.66 | 1.15 |
| 每股净资产 | 2.44 | 2.62 | 3.06 | 3.57 | 4.28 |
| 每股股利 | 0.15 | 0.01 | 0.22 | 0.37 | 0.54 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | -31.0 | 141.8 | 56.8 | 34.7 | 23.7 |
| PB | 10.5 | 9.7 | 8.3 | 7.2 | 6.0 |
| EV/EBITDA | -8.8 | 17.7 | 7.6 | 4.8 | 3.4 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。