

水井坊(600779)/饮料制造

利润低于预期, 中长期增长潜力仍足

评级: 增持(下调)

市场价格: 25.59

目标价格: 28

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

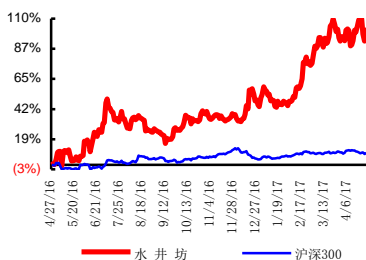
联系人: 龚小乐

电话: 021-20315138

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	489
流通股本(百万股)	489
市价(元)	25.59
市值(百万元)	125,14
流通市值(百万元)	125,14

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 水井坊(600779.SH)_公司点评: 收入增速略超预期, 看好单品持续高增长
- 2 水井坊(600779.SH)_三季报点评: 高成长再次验证, 优质的弹性品种
- 3 短期动销好于预期, 长期看好300-500价位带的发展机遇, 重申“买入”

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	854.87	1,176.37	1,552.65	1,956.21	2,386.49
增长率 yoy%	134.29%	37.61%	31.99%	25.99%	22.00%
净利润	87.97	224.79	291.82	392.69	522.83
增长率 yoy%	121.84%	155.52%	29.82%	34.57%	33.14%
每股收益(元)	0.18	0.46	0.60	0.80	1.07
每股现金流量	0.00	0.00	-0.15	0.93	1.03
净资产收益率	6.87%	15.30%	19.24%	23.93%	27.95%
P/E	70.75	41.53	42.84	31.84	23.91
PEG	0.58	0.27	1.44	0.92	0.72
P/B	4.86	6.35	8.24	7.62	6.68

备注:

投资要点

- **事件: 水井坊公布 2016 年年报, 报告期内公司实现营业收入 11.76 亿元, 同比增长 37.61%; 归属于上市公司股东的净利润 2.25 亿元, 同比增长 155.52%, 基本每股收益 0.46 元, 同比增长 155.47%, 每 10 股派发现金红利 4.60 元(含税)。同时公布 2017 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 3.99 亿元, 同比增长 32.78%; 归属于上市公司股东的净利润 0.92 亿元, 同比增长 17.68%。**
- **收入符合预期, 利润低于预期。2016Q4 公司实现收入 3.82 亿元, 同比增长 61.83%, 环比提高 30.60pct, 主要受春节提前因素影响。全年公司实现营业收入 11.76 亿元, 同比增长 37.61%; 分产品来看, 中高档酒收入 11.76 亿元, 同比增长 45.22%, 主要由井台和臻酿八号高增长驱动; 低档酒收入 26.40 万元, 同比减少 81.43%。分市场来看, 省内收入 1.54 亿元, 同比增长 33.40%; 省外收入 9.87 亿元, 同比增长 50.81%, 省外新总代模式效果逐步显现。2016Q4 公司实现净利润 0.76 亿元, 同比增长 340.70%; 全年实现净利润 2.25 亿元, 同比增长 155.52%, 我们认为利润增速快于收入增速主要得益于毛利率提升和费用使用效率的提高。17Q1 公司实现收入 3.99 亿元, 同比增长 32.78%, 预计省外市场增速仍快于省内, 预收账款为 1.01 亿元, 同比增长 24.69%。17Q1 公司实现净利润 0.92 亿元, 同比增长 17.68%, 我们认为利润增速略慢于收入增速主要是市场投入加大所致。**
- **毛利率继续提升, 费用率大幅提高。2016 年公司毛利率为 76.16%, 同比提高 0.86pct; 其中 Q4 毛利率为 79.20%, 同比下降 1.18pct。2016 年公司期间费用率为 36.08%, 同比下降 4.78pct; 其中销售费用率为 21.22%, 同比下降 0.80pct; 管理费用率为 15.38%, 同比下降 3.79pct; 财务费用率为 -0.52%, 同比下降 0.19pct; 2016 年公司净利率为 19.11%, 同比大幅提高 8.82pct。公司现金流表现良好, 全年经营活动产生的现金流量净额为 3.82 亿元, 同比增长 63.25%。17Q1 公司毛利率为 77.38%, 同比提高 2.36pct; 期间费用率为 36.01%, 同比大幅提高 7.76pct, 其中销售费用率为 25.64%, 同比大幅提高 6.98pct, 管理费用率为 11.13%, 同比提高 1.11pct, 财务费用率为 -0.76%, 同比下降 0.32pct; 净利率为 23.12%, 同比下降 2.96pct; 经营活动产生的现金流量净额为 1.69 亿元, 同比增长 125.33%。**
- **短期投入加大利于开拓省外市场, 高端品鉴推出进一步拉升品牌力, 看**

好核心产品在次高端市场高增长潜力。目前 300-500 元价位次高端白酒市场处于高增发展阶段，公司核心产品井台和臻酿八号具有高性价比和渠道利润相对优势，短期加大费用投入有助于省外市场开拓，随着新总代模式持续推进和核心门店数量的不断增加，我们中长期看好公司产品在次高端市场的高增长潜力。3 月糖酒会上高端新品典藏重新上市，定位 800 元价位，且在广告和促销方面给予全方位支持，我们认为典藏的推出将进一步强化整体品牌力，中高端核心产品亦将受益，综合来看预计 2017 年公司收入仍有望实现 30%增长。

- **投资建议：目标价 28 元，下调至“增持”评级。**我们调整盈利预测，预计公司 2017-19 年营业收入分别为 15.53/19.56/23.86 亿元，同比增长 31.99%/25.99%/22.00%，2017-19 年净利润分别为 2.92/3.93/5.23 亿元，同比增长 29.82%/34.57%/33.14%，对应 EPS 分别为 0.60/0.80/1.07 元。给予目标价 28 元，对应 2018 年 35 倍 PE，考虑短期估值偏高，下调至“增持”评级。
- **风险提示：限制三公消费力度加大、中高端酒竞争加剧、食品品质事故。**

图表 1: 水井坊三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	365	855	1,176	1,553	1,956	2,386
增长率	-24.88%	134.3%	37.6%	32.0%	26.0%	22.0%
营业成本	-116	-211	-280	-355	-426	-481
% 销售收入	31.9%	24.7%	23.8%	22.9%	21.8%	20.2%
毛利	248	644	896	1,198	1,530	1,905
% 销售收入	68.1%	75.3%	76.2%	77.1%	78.2%	79.8%
营业税金及附加	-51	-124	-155	-213	-268	-325
% 销售收入	14.0%	14.5%	13.2%	13.7%	13.7%	13.6%
营业费用	-259	-188	-250	-404	-499	-597
% 销售收入	71.0%	22.0%	21.2%	26.0%	25.5%	25.0%
管理费用	-185	-164	-181	-248	-313	-382
% 销售收入	50.8%	19.2%	15.4%	16.0%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	-247	168	310	332	451	602
% 销售收入	-67.7%	19.7%	26.4%	21.4%	23.1%	25.2%
财务费用	2	3	6	14	17	22
% 销售收入	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-62	-63	-58	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-307	108	258	347	468	624
营业利润率	-84.3%	12.7%	22.0%	22.3%	23.9%	26.1%
营业外收支	5	-2	10	5	5	6
税前利润	-303	106	268	352	473	630
利润率	-82.9%	12.4%	22.8%	22.6%	24.2%	26.4%
所得税	-100	-18	-44	-60	-80	-107
所得税率	—	16.9%	16.2%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	-403	88	225	292	393	523
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-403	88	225	292	393	523
净利率	-110.4%	10.3%	19.1%	18.8%	20.1%	21.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	108	364	725	706	961	1,238
应收款项	58	72	20	133	125	157
存货	776	717	803	1,291	1,410	1,588
其他流动资产	35	32	47	48	51	54
流动资产	979	1,185	1,595	2,178	2,547	3,046
% 总资产	60.3%	66.0%	72.4%	79.7%	83.2%	86.6%
长期投资	27	18	15	15	15	15
固定资产	494	464	444	409	381	352
% 总资产	30.5%	25.8%	20.2%	15.0%	12.4%	10.0%
无形资产	96	63	66	48	35	23
非流动资产	644	610	609	555	514	473
% 总资产	39.7%	34.0%	27.6%	20.3%	16.8%	13.4%
资产总计	1,622	1,795	2,204	2,733	3,061	3,518
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	352	383	614	786	930	1,100
其他流动负债	56	123	111	421	481	539
流动负债	409	506	725	1,207	1,410	1,639
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	8	9	9	9	9
负债	429	513	734	1,216	1,419	1,648
普通股股东权益	1,193	1,281	1,470	1,517	1,641	1,871
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,622	1,795	2,204	2,733	3,061	3,518

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.825	0.180	0.460	0.597	0.804	1.070
每股净资产 (元)	2.443	2.623	3.008	3.105	3.359	3.829
每股经营现金净流 (元)	-0.217	0.000	0.000	-0.146	0.930	1.025
每股股利 (元)	0.000	0.080	0.460	0.500	0.550	0.600
回报率						
净资产收益率	-33.75%	6.87%	15.30%	19.24%	23.93%	27.95%
总资产收益率	-24.83%	4.90%	10.20%	10.68%	12.83%	14.86%
投入资本收益率	-31.10%	15.53%	35.62%	34.65%	56.30%	80.85%
增长率						
营业总收入增长率	-24.88%	134.29%	37.61%	31.99%	25.99%	22.00%
EBIT 增长率	13.95%	167.99%	84.64%	7.13%	35.73%	33.44%
净利润增长率	-162.29%	121.84%	155.52%	29.82%	34.57%	33.14%
总资产增长率	-21.31%	10.64%	22.78%	24.03%	11.98%	14.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.0	4.2	4.0	13.7	8.9	9.7
存货周转天数	2,416.1	1,291.0	989.6	1,327.8	1,209.0	1,212.0
应付账款周转天数	456.5	193.1	203.1	242.0	220.9	225.0
固定资产周转天数	504.5	202.8	138.9	98.8	72.8	55.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.07%	-28.43%	-49.33%	-46.54%	-58.56%	-66.16%
EBIT 利息保障倍数	153.7	-59.3	-50.6	-23.2	-27.1	-27.4
资产负债率	26.43%	28.60%	33.31%	44.49%	46.38%	46.83%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-403	0	0	292	393	523
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	99	0	0	5	2	2
非经营收益	87	0	0	-5	-5	-6
营运资金变动	111	0	0	-363	65	-18
经营活动现金净流	-106	0	0	-71	454	501
资本开支	23	-22	-15	-53	-45	-45
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-6	9	-220	0	0	0
投资活动现金净流	-29	31	-205	53	45	45
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	0	0	0	0	0	0
其他	-6	0	-37	-1	-244	-269
筹资活动现金净流	-6	0	-37	-1	-244	-269
现金净流量	-141	31	-241	-19	255	277

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。