

强烈推荐-A (维持)

水井坊 600779.SH

目标估值: 27 元
 当前股价: 23.03 元
 2017 年 05 月 01 日

全年逻辑未改, 短期波动勿忧

基础数据

上证综指	3155
总股本 (万股)	48855
已上市流通股 (万股)	48855
总市值 (亿元)	113
流通市值 (亿元)	113
每股净资产 (MRQ)	3.2
ROE (TTM)	15.3
资产负债率	33.4%
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



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《水井坊 (600779) — 品牌势能大释放, 增长前景更明朗》2017-04-09

2、《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

公司年报一季度收入均保持 30% 以上高增长, 费用激增拖累业绩, 显著低于市场预期, 17 年公司虽将加大品牌投入, 但公司的总代模式决定费用率提升空间有限, 渠道调研一季度公司发货量整体增长超过 30%, 且仍有所保留, 进入 4 月发货继续加快, 市场健康良性。给予 17-18 年 0.65 和 0.91 元, 给予 18 年 30 倍, 对应 27 元目标价, 维持“强烈推荐-A”评级。

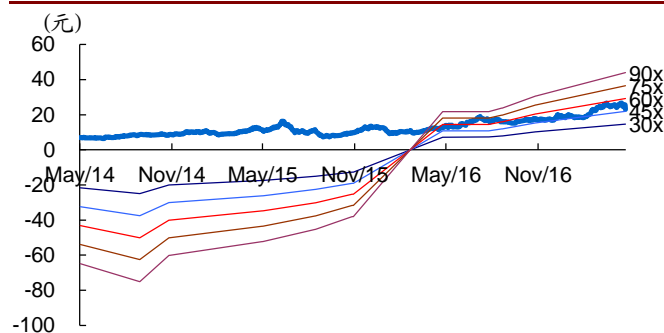
- 一季报披露, 收入 30% 高增长, 费用侵蚀业绩, 低于市场预期。公司 2016 年收入利润 11.76 亿和 2.25 亿, 同比增长 37.6% 和 155.5%, 其中 16 年 Q4 收入利润分别增长 62% 和 340%。17 年 Q1 收入利润 3.99 亿和 0.92 亿, 同比增长 32.78% 和 17.68%, 收入基本符合预期, 费用侵蚀业绩, 低于市场预期。17Q1 预收账款 1.0 亿, 现金回款 5.2 亿, 同比显著增长, 账面现金 8.64 亿再创新高。
- 产品升级提升毛利率, 费用受基数等因素大幅增加, 净利率同比略降。受益结构升级和提价, 公司毛利率不断上升, 16Q4 及 17Q1 分别为 79.2%、77.4%。17Q1 销售费用率 25.6%, 同比增长 6.9%, 受费用拖累, 17Q1 利润率 23.1%, 同比下降 3.0%。费用激增系季节性因素及基数效应, 由于 16 年 Q1 团队刚开始组建, 未投入大量费用, 导致基数较低, 另外 17 年春节较早, 经销商去年底即开始打款, 但费用计入 17Q1。合并最近两个季度, 销售费用率 22.7%, 同比增长 5.3%, 更为合理。
- 渠道调研反馈积极, 核心市场增速 30% 以上。公司一季度在没有确认预收账款的基础上收入增长 33% (由于春节提前, 多企业将 Q4 平滑到 Q1), 若将 Q4 和 Q1 合并, 17 年相比 16 年各项指标均大幅增长。草根调研显示, 1-3 月河南市场增长 30%, 湖南 35% 以上, 江苏、广东 40%, 核心市场全年规划 30% 以上, 其他市场受基数较低因素, 增速更快。渠道反馈 1-2 月就已经完成一季度任务, 部分市场 4 月未完就已完成二季度过半任务。公司产品结构不断升级, 在新典藏上推广力度较大, 核心门店速度仍保持高增长。
- 发展战略: 升级品牌, 费用管控, 立足长远。短期费用受季节及基数因素, 但公司走的是总代模式, 已给渠道较丰厚利润, 整个链条毛利 40% 左右, 总代 15%, 经销商 10%, 终端 20%, 远高于竞品, 高费用投入模式并非公司核心策略。2017 年, 公司仍将积极树立品牌内涵, 继续产品结构升级, 增加线上投入, 立足更长远增长。随着湖北、安徽、陕西等新增市场逐渐发力, 空白市场继续开发, 叠加高端白酒景气度提升, 未来两年公司收入复合增速 25-30%, 结构升级毛利 80%, 25% 以上利润率并非难事。
- 全年逻辑未变, 短期波动勿忧, 维持“强烈推荐-A”。公司一季报收入符合预期, 受费用激增影响, 利润增速低于预期。17 年公司虽将加大品牌投入, 但公司的总代模式决定费用率提升空间有限, 渠道调研一季度公司发货量整体增长超过 30%, 且仍有所保留, 进入 4 月发货继续加快, 市场健康良性。给予 17-18 年 0.65 和 0.91 元, 给予 18 年 30 倍, 对应 27 元目标价, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 竞品加大终端门店投入

表 1、水井坊单季度利润表

单位: 百万元	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	15H	16H	15Q1-3	16Q1-3
一、营业总收入	236	300	192	302	382	399	389	493	619	795
二、营业总成本	235	196	178	223	321	271	312	374	511	597
其中: 营业成本	46	75	52	74	79	90	100	127	165	201
营业税金及附加	47	27	21	39	67	38	49	48	77	88
营业费用	35	56	47	74	72	102	85	103	153	177
管理费用	55	30	58	36	57	44	74	88	109	124
财务费用	-1	-1	-1	-1	-2	-3	-1	-3	-2	-4
资产减值损失	52	10	1	0	47	-1	6	11	10	11
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	1	104	14	79	61	128	77	118	108	197
加: 营业外收入	2	0	11	0	2	0	4	11	5	11
减: 营业外支出	4	6	1	0	-4	0	4	6	5	7
五、利润总额	-2	98	25	79	66	128	77	123	108	202
减: 所得税	-19	20	12	21	-9	36	26	32	37	53
六、净利润	17	78	13	58	76	92	50	91	71	149
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	17	78	13	58	76	92	50	91	71	149
EPS	0.04	0.16	0.03	0.12	0.15	0.19	0.10	0.19	0.14	0.31
主要比率										
毛利率	80.4%	75.0%	73.2%	75.4%	79.2%	77.4%	74.2%	74.3%	73.4%	74.7%
主营税金率	19.9%	8.9%	11.1%	13.1%	17.7%	9.6%	12.5%	9.8%	12.4%	11.0%
营业费率	14.9%	18.7%	24.4%	24.6%	18.9%	25.6%	21.9%	20.9%	24.7%	22.3%
管理费率	23.5%	10.0%	30.2%	11.9%	14.9%	11.1%	18.9%	17.9%	17.5%	15.6%
营业利润率	0.3%	34.6%	7.4%	26.2%	16.0%	32.1%	19.7%	24.0%	17.4%	24.8%
实际税率	1052.0%	20.1%	48.3%	26.7%	-13.9%	28.0%	34.4%	25.8%	34.2%	26.1%
净利率	7.3%	26.1%	6.7%	19.2%	19.8%	23.1%	12.9%	18.5%	11.4%	18.8%
YoY										
收入增长率	172.4%	13.9%	53.6%	31.2%	61.8%	32.8%	174.1%	26.7%	122.4%	28.4%
营业利润增长率	-100.4%	44.0%	218.0%	155.6%	9746.7%	23.1%	-151.2%	54.2%	-164.3%	83.4%
净利润增长率	-106.5%	62.7%	521.6%	181.3%	340.7%	17.7%	-141.2%	81.6%	-150.6%	110.6%

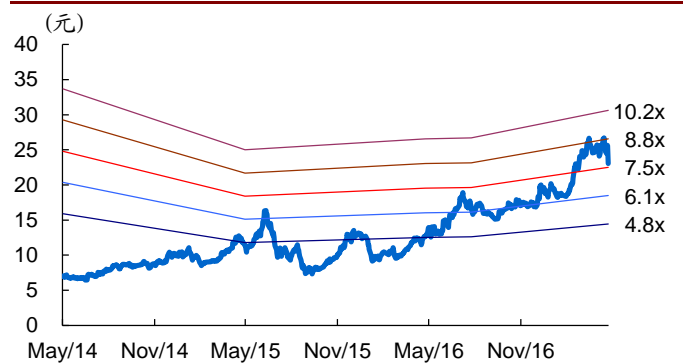
资料来源: 公司报表

图 1: 水井坊历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 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）—品牌势能大释放，增长前景更明朗》2017-04-09
- 2、《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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1185	1595	1959	2311	2779
现金	364	725	1132	1503	1790
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	18	0	0	0	0
应收款项	8	17	18	23	29
其它应收款	46	3	8	10	13
存货	717	803	739	695	847
其他	32	47	63	80	100
非流动资产	610	609	679	741	799
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	460	436	506	570	631
无形资产	56	54	52	51	49
其他	94	119	121	120	119
资产总计	1795	2204	2638	3052	3578
流动负债	506	725	954	1082	1242
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	120	193	254	319	389
预收账款	43	89	229	264	322
其他	344	443	471	500	531
长期负债	8	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	9	9	9	9
负债合计	513	734	963	1091	1251
股本	489	489	489	489	489
资本公积金	400	400	400	400	400
留存收益	393	581	787	1073	1439
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1281	1470	1675	1961	2327
负债及权益合计	1795	2204	2638	3052	3578

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	234	382	609	603	577
净利润	88	225	318	444	589
折旧摊销	36	35	33	37	42
财务费用	0	0	(14)	(26)	(33)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	146	133	273	146	(23)
其它	(37)	(10)	(1)	2	2
投资活动现金流	31	(205)	(103)	(100)	(100)
资本支出	(8)	(26)	(100)	(100)	(100)
其他投资	38	(179)	(3)	0	0
筹资活动现金流	0	(37)	(98)	(133)	(189)
借款变动	83	(38)	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)	(6)	(112)	(159)	(222)
其他	(10)	8	14	26	33
现金净增加额	265	141	407	371	288

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	855	1176	1605	2063	2575
营业成本	211	280	370	464	566
营业税金及附加	124	155	212	272	340
营业费用	188	250	389	490	572
管理费用	164	181	231	286	344
财务费用	(3)	(6)	(14)	(26)	(33)
资产减值损失	63	58	30	10	10
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	108	258	388	567	775
营业外收入	7	13	13	13	13
营业外支出	9	3	3	3	3
利润总额	106	268	397	577	785
所得税	18	44	79	133	196
净利润	88	225	318	444	589
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	88	225	318	444	589
EPS (元)	0.18	0.46	0.65	0.91	1.21

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	134%	38%	36%	29%	25%
营业利润	-135%	139%	50%	46%	37%
净利润	-122%	156%	41%	40%	32%
获利能力					
毛利率	75.3%	76.2%	76.9%	77.5%	78.0%
净利率	10.3%	19.1%	19.8%	21.5%	22.9%
ROE	6.9%	15.3%	19.0%	22.7%	25.3%
ROIC	6.8%	14.4%	17.8%	21.3%	23.9%
偿债能力					
资产负债率	28.6%	33.3%	36.5%	35.8%	35.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2
速动比率	0.9	1.1	1.3	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
应收帐款周转率	86.6	91.6	90.6	99.4	98.1
应付帐款周转率	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.18	0.46	0.65	0.91	1.21
每股经营现金	0.48	0.78	1.25	1.24	1.18
每股净资产	2.62	3.01	3.43	4.01	4.76
每股股利	0.01	0.23	0.33	0.45	0.60
估值比率					
PE	127.9	50.1	35.4	25.3	19.1
PB	8.8	7.7	6.7	5.7	4.8
EV/EBITDA	18.5	9.0	6.3	4.4	3.2

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 在中研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。

欧阳予：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 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。