

水井坊 (600779)

白酒中少有的成长股，全国化速度最快的品牌

投资评级：买入（维持）

2017年05月04日

投资要点：

■ **中高端白酒供给侧改革完成，茅台18年提价预期增强或将继续带动中高端白酒成长。**1) 300元价位以上中高端白酒品牌和产能集中度提升，供给侧改革完成。上轮周期300元以上品牌超过50家，经过行业挤压和价格去泡沫化，目前全国化中高端品牌仅有茅五泸剑、梦之蓝、水井坊等少数品牌，竞争格局显著优化。2) 茅台批价16Q3以来快速上涨，17年春节后维持在1200以上高位，打开中高端白酒价格天花板，带动中高端白酒整体放量增长。3) 茅台17年上半年限量提价，经销商和终端对限量+提价预期增强，加大补库存和囤货力度。茅台18年有望迎来提价窗口，如果茅台提价或将进一步带动中高端白酒价格提升。

■ **公司维持收入高增速，中高端白酒放量提升产品结构。**1) 公司收入维持高速增长，16年酒类收入11.8亿，销量超3600吨，同比增45.0%和35.9%。2) 17Q1虽受到春节提前备货周期提前影响，收入同比依然+32.8%，符合市场预期。3) 公司中高端酒提价+放量，推动16年和17Q1毛利率达76.2%和77.4%的历史最高。公司3月推出新典藏对标500以上高端产品，有望继续提升产品结构。

■ **短期费用高投入影响业绩增长，17Q1利润增长低于预期。**1) 16年为新管理层上任后首个完整年度，16Q1费用基数低，17Q1销售费用1.0亿(+82%)，费用率25.6%(+7.0pct)，导致17Q1净利润0.92亿，同比增17.7%低于预期。2) 受17年春节提前影响，收入确认和广告促销费用错配。16Q4+17Q1收入和净利同比+46%和77%，增速相对合理。3) 17Q1经营活动现金流入5.28亿元，同比+91.6%，创历史单季度新高，实际经营状况向好。4) 16年年报披露1.48亿元待抵扣进项税额，未来可根据实际经营情况抵扣。5) 公司16年计提低端酒存货跌价损失0.56亿，后续可根据实际情况处理，冲回或者处理不定。

■ **聚焦核心市场成长路径清晰，全国化步伐速度最快。**公司16年聚焦5+5核心市场，实现全国化扩张放量。16年公司省内收入1.5亿，占比13%，同比增33%；省外收入9.9亿，占比84%，同比增51%，全国化扩张速度在中高端白酒品牌中最快。

■ **盈利预测与投资建议：我们认为水井坊是少数具备全国化放量能力的品牌，聚焦核心市场放量，全国化速度最快，是白酒中的成长股。**同时收入规模提升+费用投放稳定，理论净利率有望提升至20%的水平。预计17-19年收入16.5/22.3/29.1亿，同比+40%/35%/31%，EPS 0.63/0.90/1.27元，同比+37%/43%/42%，对应17-19PE为35/25/17x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**竞争加剧费用高于预期；新市场开发不达预期。

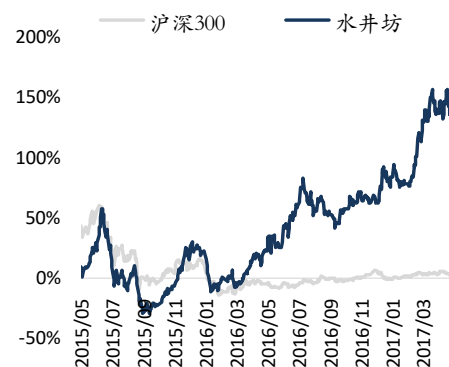
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.79
一年最低价/最高价	11.66/27.48
市净率	6.82
流通市值(亿)	106

基础数据

每股净资产	3.20
资产负债率	33.40
总股本(百万股)	488.55
流通股A股(百万股)	488.55

相关研究

1. 水井坊：需求给力，春节提前，业绩再超预期——20170124
2. 水井坊：臻酿八号放量增长，业绩超预期——20150824

图表 1: 水井坊三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1594.8	2075.6	2786.2	3638.5	营业收入	1176.4	1647.0	2230.2	2909.4
现金	724.9	791.7	1119.4	1512.6	营业成本	280.4	386.8	498.7	633.6
应收款项	20.1	112.8	152.8	199.3	营业税金及附加	155.1	238.8	334.5	436.4
存货	803.2	1107.9	1428.6	1815.1	营业费用	249.7	420.0	557.6	698.3
其他	46.6	63.1	85.4	111.5	管理费用	180.9	263.5	356.8	465.5
非流动资产	608.8	686.7	703.7	717.6	财务费用	-6.1	-11.4	-14.3	-19.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	444.2	525.6	546.0	563.1	其他	-57.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	54.1	50.6	47.2	44.0	营业利润	258.5	349.3	496.9	695.3
其他	110.5	110.5	110.5	110.5	营业外净收支	9.8	50.0	50.0	50.0
资产总计	2203.5	2762.2	3489.9	4356.0	利润总额	268.3	399.3	546.9	745.3
流动负债	724.9	1004.3	1349.6	1695.0	所得税费用	43.5	65.9	90.2	123.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	26.7	18.3	0.0
应付账款	277.9	306.9	445.0	534.1	归属母公司净利润	224.8	306.7	438.4	622.3
其他	447.0	697.4	904.6	1160.9	EBIT	310.2	337.9	482.6	675.6
非流动负债	9.1	9.1	9.1	9.1	EBITDA	344.1	390.9	539.3	736.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	9.1	9.1	9.1	9.1	每股收益(元)	0.46	0.63	0.90	1.27
负债总计	734.0	1013.4	1358.7	1704.1	每股净资产(元)	3.01	3.53	4.28	5.35
少数股东权益	0.0	22.7	38.2	38.2	发行在外股份(百万股)	488.5	488.5	488.5	488.5
归属母公司股东权益	1469.5	1726.2	2093.0	2613.7	ROIC(%)	18.9%	19.9%	28.1%	35.4%
负债和股东权益总计	2203.5	2762.2	3489.9	4356.0	ROE(%)	15.3%	17.8%	20.9%	23.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	76.2%	76.5%	77.6%	78.2%
经营活动现金流	381.9	189.9	473.0	569.4	EBIT Margin(%)	26.4%	20.5%	21.6%	23.2%
投资活动现金流	-204.6	-73.0	-73.7	-74.6	销售净利率(%)	19.1%	18.6%	19.7%	21.4%
筹资活动现金流	-36.7	-50.1	-71.6	-101.6	资产负债率(%)	33.3%	36.7%	38.9%	39.1%
现金净增加额	140.6	66.9	327.7	393.2	收入增长率(%)	37.6%	40.0%	35.4%	30.5%
折旧和摊销	33.9	53.0	56.7	60.7	净利润增长率(%)	155.5%	36.5%	42.9%	42.0%
资本开支	51.4	-74.7	-75.4	-76.3	P/E	47.86	35.07	24.54	17.29
营运资本变动	146.5	-192.4	-37.6	-113.7	P/B	7.32	6.23	5.14	4.12
企业自由现金流	501.1	68.0	346.6	434.9	EV/EBITDA	31.26	26.51	18.79	13.29

资料来源: wind 资讯, 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：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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。

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>

