

水井坊 (600779)

业务反转，预计 16 年收入超目标规划，有望增长 30-40%

投资评级：买入（首次）

事件：我们近期草根调研了水井坊的经销商。

投资要点

■ **预计 16 年收入有望增 30-40%，超目标规划。**2016 年公司主营业务收入目标 9.4 亿，同比增长 15% 左右，我们判断这仅是保底目标。根据草根调研判断，现阶段各主销区经销商计划目标和完成率都很高，预计 16 年收入有望增 30-40%。

■ **销售体系逐步回归总代模式，但有所改进，以加强终端掌控力。**水井坊的渠道模式包括总代、扁平化、帝亚吉欧合作三种模式。我们认为扁平化和帝亚吉欧合作模式是市场环境变化下的临时举措，总代模式更适合公司的能力定位，类似于牛栏山酒的大商制。15 年推行扁平化模式的有江西、湖北、四川、辽宁等省；广东、福建是帝亚吉欧合作销售模式。当前公司正推动部分区域回归总代模式，包括四川、江西、广东、福建地区。与以前不同的是，现在与总代合作中，更加强调对终端的掌控，预防市场出现大的风险。

■ **销售和市场总监改由中国人担任，预计销售团队内部沟通效率将提高。**范总代替米总后，销售和市场总监近期也出现调整。张福钧已接任销售总监一职，有丰富的啤酒从业经验。市场总监则由原总监的副手舒扬暂代，对公司内部业务很熟悉。

■ **聚焦资源，重点关注核心省份的发展。**公司的主销区包括河南、湖南、江苏、四川四大核心市场，另外江西和广西 16 年增长也不错。公司对四大重点市场重点投入，费用比例更高。以江苏为例，公司将在江苏投入更多的人员以加强市场掌控力，2015 年主要在苏南发展，2016 年开始会延伸到苏北。

■ **预计水井坊价格采取跟随策略，可能随茅五而动。**16 年茅台、五粮液持续挺价，若茅台、五粮液中秋前一批价能回升至 900 元、650 元，则我们判断公司可能会采取跟随策略，提高井台装和臻酿八号的市场成交价。

■ **我们认为公司当前业务已出现反转，而不仅是低基数上的反弹，四个因素将驱动水井坊未来 3 年收入维持年均 30-40% 的高增长：**(1) 需求增长&茅台挺价，行业环境将继续改善；(2) 250-400 元主力产品的性价比高，且大单品突出，是水井坊最大的亮点；(3) 高管和销售团队趋于稳定，外国投资方也能做好白酒；(4) 营销宣传、渠道模式、区域思路务实合理。

■ **盈利预测与投资建议：**预计 16-17 年 EPS 分别为 0.27、0.49 元，同比增 50%、80%，未来存在持续上调的可能性。若公司能延续现有的产品、营销、区域思路，依托水井坊原有的品牌基础，未来 3 年收入复合增速有望达到 30-40%，规模达到 20 亿。我们给与“买入”评级，12 个月目标市值 100 亿。

■ **风险提示：**强势竞品放量超预期。

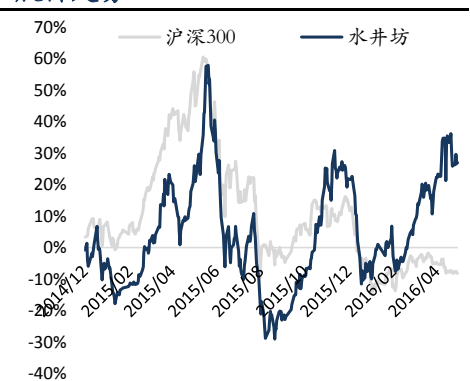
2016 年 5 月 25 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	13.17
一年最低价/最高价	7.37/16.40
市净率	4.74
流通市值 (百万元)	64.44

基础数据

每股净资产	2.61
资产负债率	27.48
总股本 (百万股)	488.55
流通股 A 股 (百万股)	488.55

图表 1: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1184.9	1466.1	1871.8	2464.9	营业收入	854.9	1167.5	1565.0	2053.3
现金	364.2	361.0	405.1	551.3	营业成本	211.1	283.7	376.0	490.2
应收款项	71.7	97.9	131.3	172.2	营业税金及附加	123.5	168.7	226.2	296.7
存货	717.3	963.9	1277.5	1665.3	营业费用	188.3	326.9	391.2	431.2
其他	31.7	43.2	58.0	76.0	管理费用	163.9	223.8	259.8	279.2
非流动资产	609.8	674.3	678.6	680.3	财务费用	-2.8	-5.4	-7.7	-9.6
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	463.7	530.9	538.1	542.6	其他	-62.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	55.8	53.0	50.2	47.4	营业利润	108.2	169.8	319.4	565.5
其他	90.3	90.3	90.3	90.3	营业外净收支	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
资产总计	1794.8	2140.3	2550.4	3145.2	利润总额	105.9	167.4	317.1	563.1
流动负债	505.8	731.7	916.6	1101.7	所得税费用	17.9	35.2	79.3	140.8
短期借款	0.1	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	125.9	169.1	224.1	292.2	归属母公司净利润	88.0	132.2	237.8	422.3
其他	379.8	562.6	692.5	809.5	EBIT	291.6	333.0	537.9	852.6
非流动负债	7.6	-5.0	-17.6	-30.2	EBITDA	326.7	372.1	579.9	897.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	7.6	-5.0	-17.6	-30.2	每股收益(元)	0.18	0.27	0.49	0.86
负债总计	513.4	726.7	899.0	1071.5	每股净资产(元)	2.62	2.89	3.38	4.24
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	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	1281.4	1413.6	1651.4	2073.7	ROIC(%)	11.3%	9.7%	16.1%	24.8%
负债和股东权益总计	1794.8	2140.3	2550.4	3145.2	ROE(%)	6.9%	9.4%	14.4%	20.4%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	75.3%	75.7%	76.0%	76.1%
经营活动现金流	234.0	43.0	90.5	193.0	EBIT Margin(%)	34.1%	28.5%	34.4%	41.5%
投资活动现金流	30.6	-46.1	-46.5	-46.8	销售净利率(%)	10.3%	11.3%	15.2%	20.6%
筹资活动现金流	0.0	-0.1	0.0	0.0	资产负债率(%)	28.6%	34.0%	35.2%	34.1%
现金净增加额	264.7	-3.2	44.1	146.2	收入增长率(%)	134.3%	36.6%	34.1%	31.2%
折旧和摊销	35.1	39.0	42.0	45.1	净利润增长率(%)	-121.8%	50.3%	79.8%	77.6%
资本开支	60.3	-46.1	-46.5	-46.8	P/E	73.14	48.65	27.06	15.24
营运资本变动	105.6	-128.3	-189.3	-274.4	P/B	5.02	4.55	3.90	3.10
企业自由现金流	450.5	127.7	209.7	363.4	EV/EBITDA	21.27	19.25	12.65	8.36

资料来源: 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>

