

水井坊(600779.SH)

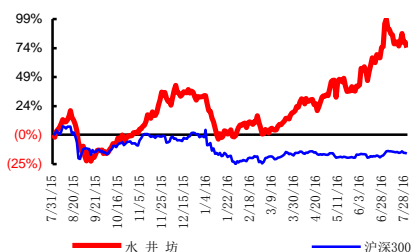
臻酿八号持续放量，二季度收入加速成长，
重申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**20.1**
 分析师 联系人
 胡彦超 范劲松
 S0740512070001
 021-20315176 021-20315138
 huyc@r.qlzq.com.cn fanjs@r.qlzq.com.cn
 2016年07月31日

基本状况

总股本(百万股)	489
流通股本(百万股)	489
市价(元)	16.68
市值(百万元)	8,149
流通市值(百万元)	8,149

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	364.87	854.87	1,104.4	1,406.8	1,698.6
营业收入增速	-24.8%	134.3%	29.20%	27.38%	20.74%
净利润增长率	-162%	121.8%	151.9%	47.86%	28.75%
摊薄每股收益(元)	-0.82	0.18	0.45	0.67	0.86
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	—	70.75	32.58	22.04	17.12
PEG	—	0.58	0.21	0.46	0.60
每股净资产(元)	2.44	2.62	2.98	3.53	4.28
每股现金流量(元)	-0.22	0.48	0.56	0.66	0.82
净资产收益率	-33.8%	6.87%	15.24%	19.01%	20.15%
市净率	4.00	4.86	4.97	4.19	3.45
总股本(百万元)	488.55	488.55	488.55	488.55	488.55

投资要点

- 核心观点：**我们最新的调研数据显示，公司二季度销售收入同比增长**30%**以上，比一季度的**14%**的增长明显加速，**8-10**月份铺货有望发力，三季度业绩增长有望持续加速。公司业绩的加速向好得益于中高端白酒的不断向好以及公司营销的大力推进，目前公司渠道机制、价格策略灵活，代理商推广动力十足，我们预估公司拳头产品臻酿八号和井台瓶未来**3**年收入复合增速分别达**35%**、**10%**，公司收入和利润也将大幅提升，重申“买入”。
- 二季度收入加速成长，三季度有望再度加速。**我们最新的调研数据显示，受益于中高端白酒的不断向好（飞天茅台二季度的量价不断超预期，拉动中高端白酒的成长）以及公司营销的大力推进，二季度收入同比增长普遍超过**30%**，比一季度的**14%**的增长明显加速，上半年我们保守预估可实现**20%**以上增长。目前是销售淡季，还没开始大力铺货，**8-10**月份铺货有望发力，三季度业绩增长有望持续加速。
- 渠道体系的不断优化，代理商推广动力十足，公司业绩持续成长有保障。**公司的渠道模式演变一共经历了三个阶段，由**2012**年的区域总代理模式（模式比较落后但资金流量大）过渡到**2013-2015Q4**年（相对混乱）的总代+扁平化模式，再到现在的省级总代+扁平化模式，省级总代的优势是人员成本低、资金风险好控制，部分地区没有合适的总代，比如四川、吉林、河北、北京，公司采取扁平化的模式来弥补，公司的管理在不断的精细化，目前公司的省级代理毛利率约**15%**，远高于行业平均水平（行业不足**10%**），代理商推广动力十足。推广方式上借鉴国外高端消费品品鉴会方式，已被验证有效，目前公司在持续加大品鉴会的推广力度。我们认为，公司渠道在不断优化，经销商积极性高，持续增长有保障。

- **公司短期增长靠放量，长期靠量价齐升。**8号与井台是公司的拳头产品，8号的批发价是200多元，终端成交价280到310，井台终端价410-450元。现在正在开展“六送一”活动。最新调研显示，上海地区的臻酿八号降价50元来加大促销，销量同比增长40%以上。产品结构来看，八号的销量占比已超过井台，长期来看，臻酿八号可以替代井台瓶。我们认为产品的品牌价值是流通出来的，目前公司的拳头产品体量较小，短期的降价来换得流通量的大幅增加是值得的，长期增长得靠量价齐升。
- **综合而言，臻酿八号目前还处于高速成长期，2013-2016年公司在广告投入、品鉴会宣传、渠道体系（扁平化）以及经销商团队建设方面依旧处于加大投入期，我们认为前期投入带来的红利可在未来2-3年逐步释放。**臻酿八号目前基数小，新品增速快，未来收入有望突破10亿元。即未来三年保持年均复合增速35%以上。在公司营销战略以及渠道架构大幅调整的背景下，井台瓶也有望在未来三年实现10%以上的增长。
- **投资建议：目标价20.1元，维持“买入”评级。**整体来看，我们看好大单品臻酿8号在未来2-3年可实现加速放量增长。根据盈利预测，预计2016-2018年公司分别实现净利润2.22、3.28、4.22亿元，同比增长151.89%、47.86%、28.75%，对应EPS为0.45、0.67、0.86元。参考可比公司的估值水平以及公司历史市盈率，看好公司大单品未来高成长潜力，给予目标价20.1元，对应2017年30xPE，维持“买入”评级。
- **风险提示：打压三公消费力度继续加大、中高端酒动销不及预期、食品安全事件风险。**

图表1：水井坊财务预测三张表（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	486	365	855	1,104	1,407	1,699	货币资金	253	108	364	659	983	1,372
增长率	-70.31%	-24.9%	134.3%	29.2%	27.4%	20.7%	应收账款	158	58	72	115	166	209
营业成本	-146	-116	-211	-280	-347	-414	存货	765	776	717	690	722	772
%销售收入	30.1%	31.9%	24.7%	25.3%	24.6%	24.4%	其他流动资产	47	35	32	38	40	42
毛利	340	248	644	825	1,060	1,284	流动资产	1,223	979	1,185	1,502	1,909	2,395
%销售收入	69.9%	68.1%	75.3%	74.7%	75.4%	75.6%	%总资产	59.3%	60.3%	66.0%	73.9%	80.9%	85.8%
营业税金及附加	-78	-51	-124	-161	-203	-246	长期投资	29	27	18	18	18	18
%销售收入	16.0%	14.0%	14.5%	14.6%	14.4%	14.5%	固定资产	561	494	464	409	356	306
营业费用	-366	-259	-188	-254	-295	-340	%总资产	27.2%	30.5%	25.8%	20.1%	15.1%	11.0%
%销售收入	75.4%	71.0%	22.0%	23.0%	21.0%	20.0%	无形资产	116	96	63	37	11	7
管理费用	-183	-185	-164	-175	-194	-226	非流动资产	839	644	610	530	451	396
%销售收入	37.6%	50.8%	19.2%	15.8%	13.8%	13.3%	%总资产	40.7%	39.7%	34.0%	26.1%	19.1%	14.2%
息税前利润（EBIT）	-287	-247	168	236	368	473	资产总计	2,062	1,622	1,795	2,031	2,360	2,791
%销售收入	-59.1%	-67.7%	19.7%	21.3%	26.1%	27.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	4	2	3	10	16	24	应付款项	280	352	383	423	439	462
%销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.3%	-0.9%	-1.2%	-1.4%	其他流动负债	56	56	123	146	190	229
资产减值损失	3	-62	-63	0	0	0	流动负债	336	409	506	570	629	690
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	127	0	0	21	11	12	其他长期负债	93	20	8	8	8	8
%税前利润	-80.2%	0.0%	0.0%	8.0%	2.7%	2.4%	负债	429	429	513	577	637	698
营业利润	-153	-307	108	267	395	509	普通股股东权益	1,624	1,193	1,281	1,454	1,723	2,093
营业利润率	-31.6%	-84.3%	12.7%	24.2%	28.1%	30.0%	少数股东权益	8	0	0	0	0	0
营业外收支	-5	5	-2	0	0	-1	负债股东权益合计	2,062	1,622	1,795	2,031	2,360	2,791
税前利润	-159	-303	106	267	395	508	比率分析						
利润率	-32.7%	-82.9%	12.4%	24.2%	28.1%	29.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	7	-100	-18	-45	-67	-86	每股指标						
所得税率	—	-33.1%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益(元)	-0.314	-0.825	0.180	0.454	0.671	0.863
净利润	-152	-403	88	222	328	422	每股净资产(元)	3.325	2.443	2.623	2.976	3.527	4.284
少数股东损益	2	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	-0.902	-0.217	0.479	0.560	0.657	0.819
归属于母公司的净利润	-154	-403	88	222	328	422	每股股利(元)	2.010	2.000	1.800	0.100	0.120	0.150
净利率	-31.6%	-110.4%	10.3%	20.1%	23.3%	24.8%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	-9.45%	-33.75%	6.87%	15.24%	19.01%	20.15%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	-7.45%	-24.83%	4.90%	10.91%	13.88%	15.11%
净利润	-152	-403	88	222	328	422	投入资本收益率	-20.31%	-31.10%	15.53%	25.13%	42.23%	55.84%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	33	99	99	31	28	25	营业总收入增长率	-70.31%	-24.88%	134.29%	29.20%	27.38%	20.74%
非经营收益	-177	87	-68	-21	-11	-12	EBIT增长率	-154.98%	13.95%	167.99%	40.17%	56.14%	28.62%
营运资金变动	-145	111	115	42	-24	-35	净利润增长率	-145.47%	-162.29%	121.84%	151.89%	47.86%	28.75%
经营活动现金净流	-441	-106	234	273	321	400	总资产增长率	-22.27%	-21.31%	10.64%	13.18%	16.18%	18.26%
资本开支	83	23	-22	-49	-51	-51	资产管理能力						
投资	226	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	51.1	62.0	4.2	7.0	8.0	8.0
其他	-3	-6	9	21	11	12	存货周转天数	2,494.4	2,416.1	1,291.0	900.0	760.0	680.0
投资活动现金净流	140	-29	31	71	62	63	应付账款周转天数	697.3	456.5	193.1	180.0	170.0	160.0
股权筹资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	388.7	504.5	202.8	143.1	98.4	70.0
债权筹资	427	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-119	-6	0	-50	-59	-73	净负债/股东权益	-15.49%	-9.07%	-28.43%	-45.29%	-57.03%	-65.56%
筹资活动现金净流	308	-6	0	-50	-59	-73	EBIT利息保障倍数	80.0	153.7	-59.3	-23.0	-22.4	-20.1
现金净流量	7	-141	265	294	324	390	资产负债率	20.83%	26.43%	28.60%	28.42%	26.99%	25.01%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。