

水井坊(600779.SH)

高成长再次验证，优质的弹性品种

 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

fanjs@r.qlzq.com.cn

021-20315176

龚小乐

huyc@r.qlzq.com.cn

gongxl@r.qlzq.com.cn

2016年10月30日

基本状况

总股本(百万股)	489
流通股本(百万股)	489
市价(元)	17.66
市值(百万元)	8,360
流通市值(百万元)	8,360

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%
归属于母公司的净利润	-162%	21.8	151.9%	47.86%	28.75%
净利润增长率	-0.82	0.18	0.45	0.67	0.86
摊薄每股收益(元)					
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
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	-0.22	0.48	0.56	0.6	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(百万股)	488.55	488.55	488.55	488.55	488.55

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：水井坊公布 2016 年 Q3 季报，2016 年 1-9 月公司实现营收 7.94 亿元，同比增长 28%。归属上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长 103%，实现每股收益 0.31 元。其中 Q3 实现营收 3 亿元，同比增长 31%，扣非后净利润 0.58 亿元；预收账款金额 0.71 亿元，比今年 Q2 环比增长 0.35 亿元，较年初增加 66%。**
- **Q3 收入增长符合预期，利润增速略超预期。**我们一直强调水井坊在三线白酒中基本面最为扎实，7 月份我们就预估公司业绩有望在 3、4 季度加速。9 月中旬我们的报告《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”》中更是明确提出“我们认为公司中秋动销好于预期，三季度可实现 40% 以上的增长”，目前来看观点进一步得到有效验证（收入 3 亿+预售价的环比增量 3500 万来匡算）。16Q3 公司实现收入 3 亿元，同比增长 31%，收入加速增长主要由臻酿八号和井台为核心的中高档酒驱动。分地区来看，我们调研的江苏、上海、湖南等地，增速分别可达 50%、50%、30%。16Q3 公司净利润 5800 万，同比增长 190%，略超预期。公司账目上的现金 6.2 亿元，较年初增加 3.3 亿元，现金流不断好转。
- **毛利率微升，期间费用小幅下滑。**16Q1-Q3 公司整体毛利率为 74.7%，同比增 1.4 个百分点，其中 16Q3 的毛利率为 75.36%，同比提高 3.5 个百分点，环比提高 2.2 个百分点。公司产品毛利率的进一步提升主要是因为核心大单品井台和臻酿八号占比的提升所致。同时公司费用率水平稳步下滑，16Q1-Q3 整体期间费用率为 37.4%，同比下降 4.5%。其中销售费用率 22.26%，同比下降 2.4%；管理费用率为 15.60%，同比下降 2 个百分点。单就 Q3 来看，公司期间费用率为 36.1%，同比下降 8.2 个百分点；销售费用率为 24.5%，同比下降 5.1 个百分点，管理费用率为 11.9%，同比下降 3.3 个百分点。16Q3 公司净利率达

- 到 19.2%，同比大幅提高 12.5 个百分点，盈利能力提升除受毛利率提升和期间费用率下降因素影响外，去年同期所得税率较高也是重要原因。
- **长期看好 300-500 价位带的发展机遇，公司持续受益。**我们认为 300-500 价位带的产品具备较高的门槛，300-500 价位带的产品比较迎合商务消费以及婚宴市场。白酒行业消费升级趋势明显，推动千亿市场规模的 100-300 元产品消费逐步升级，假定有 20% 的 100-300 元产品消费升级至 300-500 元，次高端酒的市场规模将提升近 1 倍。目前次高端白酒市场占比仅为 4.5%，具备高弹性，2015 年增速普遍达到 30% 以上，在消费升级以及高档酒景气度持续回升（茅台、五粮液、老窖一批价格不断上涨）的前提下，我们认为此价位带是上有拉力，下有消费升级的推力，次高端 300-500 元产品有望迎来放量良机，公司的核心产品臻酿八号和井台瓶有望持续受益。我们预估未来 2-3 年臻酿八号收入有望突破 10 亿元，年均复合增速 35% 以上，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）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	486	365	855	1,104	1,407	1,699
增长率	-70.31%	-24.9%	134.3%	29.2%	27.4%	20.7%
营业成本	-146	-116	-211	-277	-344	-411
% 销售收入	30.1%	31.9%	24.7%	25.1%	24.4%	24.2%
毛利	340	248	644	827	1,063	1,288
% 销售收入	69.9%	68.1%	75.3%	74.9%	75.6%	75.8%
营业税金及附加	-78	-51	-124	-160	-203	-245
% 销售收入	16.0%	14.0%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
营业费用	-366	-259	-188	-243	-283	-329
% 销售收入	75.4%	71.0%	22.0%	22.0%	20.1%	19.4%
管理费用	-183	-185	-164	-158	-190	-221
% 销售收入	37.6%	50.8%	19.2%	14.3%	13.5%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	-287	-247	168	266	387	492
% 销售收入	-59.1%	-67.7%	19.7%	24.1%	27.5%	29.0%
财务费用	4	2	3	10	16	24
% 销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.3%	-0.9%	-1.2%	-1.4%
资产减值损失	3	-62	-63	-9	-8	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	127	0	0	0	0	0
% 税前利润	-80.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-153	-307	108	267	395	510
营业利润率	-31.6%	-84.3%	12.7%	24.2%	28.1%	30.0%
营业外收支	-5	5	-2	0	0	-1
税前利润	-159	-303	106	267	395	509
利润率	-32.7%	-82.9%	12.4%	24.2%	28.1%	30.0%
所得税	7	-100	-18	-46	-68	-87
所得税率	—	-33.1%	16.9%	17.2%	17.2%	17.2%
净利润	-152	-403	88	222	328	422
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-154	-403	88	222	328	422
净利率	-31.6%	-110.4%	10.3%	20.1%	23.3%	24.8%

资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	253	108	364	658	990	1,387
应收账款	158	58	72	115	166	209
存货	765	776	717	683	716	765
其他流动资产	47	35	32	38	39	42
流动资产	1,223	979	1,185	1,494	1,911	2,403
% 总资产	59.3%	60.3%	66.0%	73.9%	81.0%	85.8%
长期投资	29	27	18	18	18	18
固定资产	561	494	464	409	356	306
% 总资产	27.2%	30.5%	25.8%	20.2%	15.1%	10.9%
无形资产	116	96	63	34	7	7
非流动资产	839	644	610	527	447	396
% 总资产	40.7%	39.7%	34.0%	26.1%	19.0%	14.2%
资产总计	2,062	1,622	1,795	2,021	2,358	2,800
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	280	352	383	414	434	458
其他流动负债	56	56	123	146	190	228
流动负债	336	409	506	560	623	685
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	93	20	8	8	8	8
负债	429	429	513	567	631	693
普通股股东权益	1,624	1,193	1,281	1,454	1,726	2,107
少数股东权益	8	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,062	1,622	1,795	2,021	2,358	2,800

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.314	-0.825	0.180	0.454	0.671	0.864
每股净资产 (元)	3.325	2.443	2.623	2.976	3.534	4.312
每股经营现金净流 (元)	-0.902	-0.217	0.479	0.595	0.686	0.845
每股股利 (元)	2.010	2.000	1.800	0.100	0.120	0.150
回报率						
净资产收益率	-9.45%	-33.75%	6.87%	15.24%	18.98%	20.03%
总资产收益率	-7.45%	-24.83%	4.90%	10.96%	13.90%	15.07%
投入资本收益率	-20.31%	-31.10%	15.53%	28.34%	44.61%	58.11%
增长率						
营业总收入增长率	-70.31%	-24.88%	134.29%	29.20%	27.38%	20.74%
EBIT 增长率	-154.98%	13.95%	167.99%	58.48%	45.31%	27.20%
净利润增长率	-145.47%	-162.29%	121.84%	151.89%	47.86%	28.75%
总资产增长率	-22.27%	-21.31%	10.64%	12.62%	16.64%	18.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.1	59.5	2.4	7.0	8.0	8.0
存货周转天数	2,494.4	2,431.7	1,358.8	900.0	760.0	680.0
应付账款周转天数	697.3	456.5	193.1	180.0	170.0	160.0
固定资产周转天数	388.7	504.5	202.8	143.1	98.4	70.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.49%	-9.07%	-28.43%	-45.23%	-57.35%	-65.84%
EBIT 利息保障倍数	80.0	153.7	-59.3	-26.1	-23.5	-20.7
资产负债率	20.83%	26.43%	28.60%	28.06%	26.77%	24.75%

现金流量表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-152	-403	88	222	328	422
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	99	99	39	35	30
非经营收益	-177	87	-68	0	0	1
营运资金变动	-145	111	115	30	-28	-40
经营活动现金净流	-441	-106	234	291	335	413
资本开支	83	23	-22	-53	-56	-57
投资	226	0	0	0	0	0
其他	-3	-6	9	0	0	0
投资活动现金净流	140	-29	31	53	56	57
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	427	0	0	0	0	0
其他	-119	-6	0	-50	-59	-73
筹资活动现金净流	308	-6	0	-50	-59	-73
现金净流量	7	-141	265	293	332	397

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。