

研究所

证券分析师：
021-68591576
联系人：

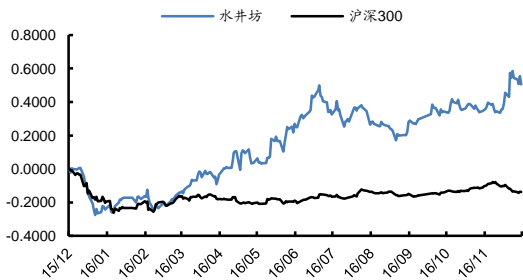
余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn
管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

聚焦高增长次高端白酒，明年新品上市有望提升

品牌定位

——水井坊（600779）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
水井坊	11.3	17.5	46.5
沪深300	-4.0	1.8	-13.7

市场数据	2016/12/23
当前价格(元)	18.99
52周价格区间(元)	8.79 - 20.21
总市值(百万)	9277.48
流通市值(百万)	9277.48
总股本(万股)	48854.57
流通股(万股)	48854.57
日均成交额(百万)	112.57
近一月换手(%)	48.56

相关报告

《水井坊（600779）调研简报：管理理念先进，业绩平稳增长（增持）*食品饮料*刘金沪》——2012-12-11

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **聚焦300-500元白酒价格带，业绩高增长有保障** 2016年，公司臻酿8号和井台系列白酒实现快速增长，带动前三季度营收增长超过28%；目前，两款产品在公司营收中合计占比约80%。我们认为，增长原因主要有以下几方面：（1）过去，公司的核心产品是井台，价格与五粮液相当。受业绩下滑影响，2014年公司主动降低井台售价（目前零售价仅为五粮液2/3）；并于2013年底推出定位更低的臻酿8号，满足300元左右需求。因此性价比优势明显，加上给予渠道的利润较有竞争力，动销得以快速恢复。（2）随着茅、五价格快速提升，300-500元的次高端价格带空间被打开，增速居于各价格带的前列。公司产品聚焦于此价格带（臻酿8号在320-350元之间，井台在460-500元之间），因此能够充分受益于行业增长。
- 我们认为，未来几年公司上述核心产品仍有望维持较快增长。一方面，随着消费升级持续，300-500元次高端价格带白酒仍有增长潜力；预计未来5年市场规模有望增加250亿，公司有望获得提升。另一方面，目前公司在核心市场（河南、江苏、湖南、四川、广东）的渗透率仍然不高，未来有望稳步提升。同时全国范围内还有66%的未开发县级市场，未来新市场拓展也有望给公司业绩增长带来增量。
- **2017年将重推新典藏系列，有望为业绩增长再添动力** 基于对600元左右价格带白酒的看好，公司计划于2017年推出新典藏系列。典藏的价格定位于680-700元，明年将通过线上线下进行全面支持。线上方面，公司计划将广告投放逐渐向全国性电视台倾斜，从而提高公司品牌形象，有助于典藏酒的推广。线下方面，公司通过举办品鉴会等形势进行宣传，同时强化对售点的管控，维持价格稳定。综上所述，我们看好典藏系列对公司品牌形象的提升，同时有望为业绩增长再添动力。
- **公司推行“新总代”模式，渠道管理更精细化** “新总代”与“旧总代”不同。“新总代”模式下由公司负责销售前段管理，实现对售点的掌控和开拓，总代理商作为销售服务平台。今年，公司销售人员增长30%以上，对终端的把控能力显著提升；同时，公司得以掌握数据做精细化管理。2016年，“新总代”区域销售增长速度高于非“新总代”区域的水平，说明公司渠道改革方向是正确的。

- **盈利预测和投资评级：首次给予公司“增持”评级** 我们预测公司 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.37/0.54/0.74 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 50.73/34.95/25.70 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**新品推广不达预期，渠道改革效果不达预期，市场拓展不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	855	1106	1420	1800
增长率(%)	134%	29%	28%	27%
净利润（百万元）	88.0	183	265	361
增长率(%)	-122%	108%	45%	36%
摊薄每股收益（元）	0.18	0.37	0.54	0.74
ROE(%)	6.87%	12.49%	15.35%	17.27%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 水井坊盈利预测表

证券代码:	600779.SH				股价:	18.99	投资评级:	增持		日期:	2016/12/23
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标						
ROE	6.87%	12.49%	15.35%	17.27%	EPS		0.18	0.37	0.54	0.74	
毛利率	75%	75%	76%	76%	BVPS		2.62	3.00	3.54	4.28	
期间费率	55%	48%	48%	48%	估值						
销售净利率	10%	17%	19%	20%	P/E		105.46	50.73	34.95	25.70	
成长能力					P/B		7.24	6.34	5.36	4.44	
收入增长率	134%	29%	28%	27%	P/S		10.85	8.39	6.53	5.16	
利润增长率	-122%	108%	45%	36%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.48	0.55	0.61	0.65	营业收入	855	1106	1420	1800		
应收账款周转率	11.92	11.92	11.92	11.92	营业成本	211	279	347	434		
存货周转率	0.47	0.54	0.65	0.79	营业税金及附加	124	122	156	198		
偿债能力					销售费用	188	247	317	401		
资产负债率	29%	27%	26%	24%	管理费用	164	170	216	274		
流动比	2.34	2.49	2.73	3.04	财务费用	(3)	(7)	(10)	(15)		
速动比	0.92	1.11	1.43	1.84	其他费用/(-收入)	(63)	(63)	(63)	(63)		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	108	233	333	446		
现金及现金等价物	364	471	684	1004	营业外净收支	(2)	(13)	(13)	(11)		
应收款项	72	93	119	151	利润总额	106	220	319	434		
存货净额	717	746	771	796	所得税费用	18	37	54	73		
其他流动资产	32	41	53	67	净利润	88	183	265	361		
流动资产合计	1185	1351	1628	2018	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	460	514	562	606	归属于母公司净利润	88	183	265	361		
在建工程	4	4	4	4	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	56	56	50	45	经营活动现金流	234	138	205	284		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	88	183	265	361		
资产总计	1795	2015	2334	2763	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	35	52	57	61		
应付款项	126	151	189	238	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	43	55	71	90	营运资金变动	111	(96)	(118)	(138)		
其他流动负债	337	337	337	337	投资活动现金流	31	(54)	(49)	(44)		
流动负债合计	506	543	597	665	资本支出	27	(54)	(49)	(44)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	8	8	8	8	其他	3	0	0	0		
长期负债合计	8	8	8	8	筹资活动现金流	(158)	0	0	0		
负债合计	513	551	605	672	债务融资	0	0	0	0		
股本	489	489	489	489	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1281	1464	1730	2091	其它	(158)	0	0	0		
负债和股东权益总计	1795	2015	2334	2763	现金净增加额	107	84	156	241		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。