

水井坊 (600779)

需求给力，春节提前，业绩再超预期

投资评级：买入（维持）

2017年1月23日

事件：水井坊16年业绩预告，预计营收、净利分别同比增40%左右、160%左右。公司在全国范围内推行的新总代模式与核心门店活动开始显现效果，市场销售形势良好。另外，受2017年春节提前的影响，公司2016年12月销售收入同比增加较多，对2016年度业绩形成较为正面影响。

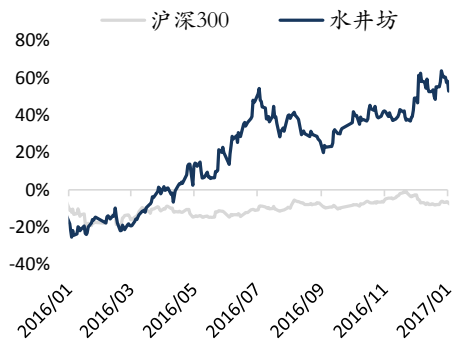
投资要点：

- **2016年收入增40%，达到12亿左右，远超年初9.4亿目标规划，4Q16收入增70%左右，超出市场预期，主要原因：**17年春节提前了12天，备货周期提前，16年12月收入同比增加较多；价格定位好，新省代模式效果体现，推动了水井坊需求超预期。
- **2016年聚焦于井台与臻酿八号，2017年井台要提速，新典藏将重新上市，打造臻酿、井台、典藏次高端产品群。**茅五挺价，次高端受益，井台装和臻酿八号均位于300-500元次高端价格带。其中臻酿八号性价比高，同时部分区域回归总代模式后，经销商拿货成本降低，销售积极性提高，估计在主要品类中增速最快。井台是消费者最熟悉的水井坊产品，17年公司可能加大资源投入，推动井台收入提速。根据微酒报道，2017年3月新典藏将上市，价格定位在700元左右，构建更具竞争力的产品组合。
- **2016年核心市场增速较快，2017年将新增5家核心市场。**根据草根调研，估计2016年前三季度全国23个省增长超过20%，12个省增长超过50%，核心市场都实现高双位数增长，包括河南、湖南、江苏、四川、广东等。根据微酒报道，2017年水井坊将增加北京、天津、福建、上海、浙江五个新核心市场。
- **新总代模式提高了市场管控力，渠道体系健康，窜货减少，库存合理。**根据微酒报道，2016年，公司将14个扁平化运作市场中的12个优化为新省代合作模式市场。新的总代模式下，公司可实现对终端的掌控和开拓。根据经销商的反馈，窜货问题明显减少。当前库存不高，估计一批商库存低于半个月。
- **盈利预测与投资建议：**预计16-18年EPS分别为0.47、0.68、0.98元，同比增160%、45%、45%，若公司能把握住300-600元价格带消费升级，打造好臻酿、井台、典藏次高端产品群，新总代模式下真正做好终端动销，未来2年收入复合增速有望超过30%，2018年收入规模达到20亿。若帝亚吉欧对水井坊定位发生变化，又可能带来新的惊喜。维持买入评级。
- **风险提示：**由于春节提前，2017年1季度收入增速可能不快。

证券分析师 马浩博
 执业资格证书号码：S0600515090002
mahb@research.dwstock.com.cn
 021-60199762

证券分析师 汤玮亮
 执业资格证书号码：S0600516070002
tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	18.47
一年最低价/最高价	9.19/19.00
市净率	6.62
流通市值（亿）	90.23

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

相关研究

1. 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)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1184.9	1499.2	1982.5	2633.4	营业收入	854.9	1196.9	1573.8	2016.3
现金	364.2	379.7	520.1	765.7	营业成本	211.1	287.0	374.5	478.0
应收款项	71.7	100.4	132.0	169.1	营业税金及附加	123.5	173.0	227.4	291.4
存货	717.3	974.8	1272.1	1623.9	营业费用	188.3	257.3	306.9	352.8
其他	31.7	44.3	58.3	74.7	管理费用	163.9	193.5	230.9	265.5
非流动资产	609.8	674.3	678.6	680.3	财务费用	-2.8	-5.6	-9.0	-12.9
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	291.7	443.1	641.3
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	2173.5	2661.2	3313.7	利润总额	105.9	289.3	440.8	639.0
流动负债	505.8	668.5	838.2	1024.1	所得税费用	17.9	60.8	110.2	159.7
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	171.0	223.2	284.9	归属母公司净利润	88.0	228.6	330.6	479.2
其他	379.8	497.4	615.0	739.2	EBIT	291.6	459.1	661.6	919.9
非流动负债	7.6	-5.0	-17.6	-30.2	EBITDA	326.7	498.1	703.6	964.9
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	0.47	0.68	0.98
负债总计	513.4	663.5	820.6	994.0	每股净资产(元)	2.62	3.09	3.77	4.75
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	1510.0	1840.5	2319.8	ROIC(%)	11.3%	16.6%	21.3%	27.1%
负债和股东权益总计	1794.8	2173.5	2661.2	3313.7	ROE(%)	6.9%	15.1%	18.0%	20.7%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	75.3%	76.0%	76.2%	76.3%
经营活动现金流	234.0	61.7	186.9	292.4	EBIT Margin(%)	34.1%	38.4%	42.0%	45.6%
投资活动现金流	30.6	-46.1	-46.5	-46.8	销售净利率(%)	10.3%	19.1%	21.0%	23.8%
筹资活动现金流	0.0	-0.1	0.0	0.0	资产负债率(%)	28.6%	30.5%	30.8%	30.0%
现金净增加额	264.7	15.4	140.5	245.6	收入增长率(%)	134.3%	40.0%	31.5%	28.1%
折旧和摊销	35.1	39.0	42.0	45.1	净利润增长率(%)	-121.8%	159.8%	44.6%	45.0%
资本开支	60.3	-46.1	-46.5	-46.8	P/E	102.57	39.48	27.30	18.83
营运资本变动	105.6	-206.0	-185.6	-231.9	P/B	7.04	5.98	4.90	3.89
企业自由现金流	450.5	149.6	306.1	456.2	EV/EBITDA	29.19	19.45	13.99	10.38

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>