

收入延续高增长, 费用投放拖累短期盈利能力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报和 2017 年一季报。2016 年实现收入 11.8 亿元, 同比+38%, 归母净利润 2.2 亿元, 同比+156%。其中 Q4 单季实现收入 3.8 亿元, 同比+62%, 归母净利润 7569 元, 同比+341%, 较前三季度增速呈现量级式提升。17Q1 收入端延续高增长态势, 实现收入 4.0 亿元, 同比+33%, 营业利润 1.3 亿元, 同比+23%, 归母净利润 9215 万元, 同比+18%, 利润增速低于收入端增速, 主要受销售费用和所得税费用大幅增加影响。同时每 10 股拟派现 4.6 元(含税)。
- **Q1 收入和核心市场延续高增长, 井台和八号动销良好价格坚挺, 新典藏铺货顺利。** 公司核心品类井台和八号依然保持高速增长, Q1 井台增速略高于八号(16 年下半年井台渠道利润空间上调); 同时核心市场依然保持高速增长, 东区增长 50%、南区增长 52%、北区增长 38%, 估计 Q1 河南增速 30%左右、江苏增速 60%以上、湖南 40%以上, 福建和广东也保持较高增速, 但新型渠道(KA、电商、团购)受政策方面的调整, 较去年同期基本持平。Q1 井台和臻酿八号终端价坚挺, 淡季也鲜有回调, 目前井台维持在 450 元左右, 八号在 330 元左右。终端动销良好, 经销商库存较低。同时, 3 月底推出新典藏, 终端价在 700 多元, 目前几个核心市场均反映动销良好, 顺利实现铺货。
- **毛利率提升, 短期费用投放拖累盈利能力, 着眼于长期高增长。** Q1 毛利率提升超过 2 个百分点, 主要受益于销量大幅增加。但费用率增加明显, 主要是销售费用率上升将近 7 个百分点(销售费用同比+83%): 1、公司加强渠道终端把控, 核心门店建设投入增加, 今年一季度末已达 5000 多家, 较 16 年底增加 2000 多家; 2、品牌宣传力度加强和市场推广, 广告费用大幅增加; 3、销售人员增加明显; 4、新典藏三月份投放市场, 新品推广产生大量费用; 5、预提部分绩效。Q1 费用投放超出市场预期, 短期内侵蚀利润明显, 但公司着眼于未来, 积极开拓市场, 升级产品结构和终端门店, 为长远持续增长奠定基础。同时, 由于今年春节提前导致季度数据同比略有偏差, 16Q4 与 17Q1 数据叠加后对比, 收入同比+46%, 归母净利润同比+76%, 平滑之后业绩增速依旧可观。
- **核心单品与市场渠道共振驱动业绩高增长, 继续看好长期成长性。** 1、受益消费升级和高端白酒持续提价, 次高端白酒市场扩容, 行业空间和估值均已打开。2、公司聚焦井台和臻酿八号两大核心单品, 布局典藏, 三大拳头产品协同发展。3、聚焦核心市场, 新总代模式加强对渠道精细化管理, 效果明显(16 年来看, 新总代模式下增速快于原有总代), 持续推动渠道管理和精细化运作, 为长期增长和持续放量做好准备。4、管理层激励(虚拟股票)提高积极性。
- **盈利预测与投资建议。** 维持原有观点, 依然强烈看好水井坊未来的高增长和发展空间, 预计 2017-2019 年收入分别为 16.3 亿元、22.2 亿元、29.9 亿元, 归母净利润分别为 3.5 亿元、4.9 亿元、7.1 亿元, 对应动态 PE 分别为 36 倍、25 倍、18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 白酒行业政策风险, 产品销售或不及预期, 诉讼风险。

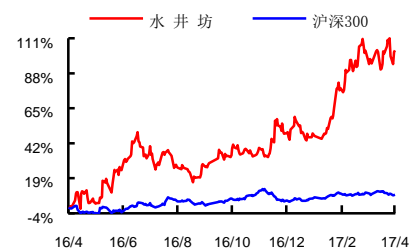
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1176.37	1630.09	2224.56	2990.59
增长率	37.61%	38.57%	36.47%	34.44%
归属母公司净利润(百万元)	224.79	346.52	490.86	709.85
增长率	155.52%	54.15%	41.66%	44.61%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.71	1.00	1.45
净资产收益率 ROE	15.30%	21.78%	25.72%	29.91%
PE	56	36	25	18
PB	8.51	7.86	6.55	5.27

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.89
流通 A 股(亿股)	4.89
52 周内股价区间(元)	12.6-26.68
总市值(亿元)	125.41
总资产(亿元)	19.58
每股净资产(元)	2.85

相关研究

1. 水井坊(600779): 业绩超预期, 高速增长拉开序幕 (2017-01-24)
2. 水井坊(600779): 高速增长依然持续, 继续推荐不改预期 (2016-12-27)
3. 水井坊(600779): 产品和渠道协同, 高速增长可期 (2016-12-19)
4. 水井坊(600779): 定位于中高端产品, 聚焦重点市场 (2016-06-14)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1176.37	1630.09	2224.56	2990.59	净利润	224.79	346.52	490.86	709.85
营业成本	280.40	383.30	515.27	685.33	折旧与摊销	34.82	23.82	26.19	29.02
营业税金及附加	155.13	228.34	308.05	413.42	财务费用	-6.13	-7.15	-7.84	-10.11
销售费用	249.68	322.76	433.79	532.32	资产减值损失	57.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	180.91	260.81	344.81	442.61	经营营运资本变动	137.17	-136.53	-109.52	-184.78
财务费用	-6.13	-7.15	-7.84	-10.11	其他	-66.63	-22.18	13.49	4.33
资产减值损失	57.88	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	381.91	204.48	413.19	548.32
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	64.78	-40.00	-68.00	-42.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-269.34	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-204.57	-40.00	-68.00	-42.00
营业利润	258.50	442.02	630.48	927.02	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.80	8.00	7.00	7.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	268.30	450.02	637.48	934.02	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	43.50	103.50	146.62	224.16	支付股利	0.00	-224.79	-173.26	-245.43
净利润	224.79	346.52	490.86	709.85	其他	-36.71	7.15	7.84	10.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-36.71	-217.65	-165.42	-235.32
归属母公司股东净利润	224.79	346.52	490.86	709.85	现金流量净额	140.64	-53.17	179.77	271.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	724.89	671.72	851.49	1122.48	成长能力				
应收和预付款项	33.50	108.95	126.18	162.46	销售收入增长率	37.61%	38.57%	36.47%	34.44%
存货	803.23	996.96	1254.67	1559.35	营业利润增长率	138.85%	71.00%	42.64%	47.03%
其他流动资产	33.16	45.95	62.71	84.30	净利润增长率	155.52%	54.15%	41.66%	44.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	102.71%	59.72%	41.45%	45.79%
投资性房地产	14.96	14.96	14.96	14.96	获利能力				
固定资产和在建工程	444.22	457.07	498.31	507.86	毛利率	76.16%	76.49%	76.84%	77.08%
无形资产和开发支出	60.63	64.54	65.69	69.71	三费率	36.08%	35.36%	34.65%	32.26%
其他非流动资产	88.97	88.39	87.80	87.21	净利率	19.11%	21.26%	22.07%	23.74%
资产总计	2203.54	2448.53	2961.81	3608.33	ROE	15.30%	21.78%	25.72%	29.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.20%	14.15%	16.57%	19.67%
应付和预收款项	476.30	503.23	683.18	814.77	ROIC	25.12%	38.28%	44.23%	52.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.41%	28.14%	29.17%	31.63%
其他负债	257.72	354.06	369.78	420.29	营运能力				
负债合计	734.02	857.29	1052.95	1235.05	总资产周转率	0.59	0.70	0.82	0.91
股本	488.55	488.55	488.55	488.55	固定资产周转率	2.63	3.68	4.76	6.08
资本公积	399.51	399.51	399.51	399.51	应收账款周转率	83.95	78.41	79.73	78.60
留存收益	581.47	703.20	1020.80	1485.22	存货周转率	0.33	0.39	0.43	0.46
归属母公司股东权益	1469.52	1591.25	1908.85	2373.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1469.52	1591.25	1908.85	2373.27	资产负债率	33.31%	35.01%	35.55%	34.23%
负债和股东权益合计	2203.54	2448.53	2961.81	3608.33	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.20	2.15	2.20	2.39
					速动比率	1.09	0.97	1.00	1.12
					股利支付率	0.00%	64.87%	35.30%	34.57%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.71	1.00	1.45
					每股净资产	3.01	3.26	3.91	4.86
					每股经营现金	0.78	0.42	0.85	1.12
					每股股利	0.00	0.46	0.35	0.50
业绩和估值指标									
EBITDA	287.19	458.70	648.84	945.93					
PE	55.62	36.08	25.47	17.61					
PB	8.51	7.86	6.55	5.27					
PS	10.63	7.67	5.62	4.18					
EV/EBITDA	40.56	25.51	17.76	11.89					
股息率	0.00%	1.80%	1.39%	1.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn