

水井坊（600779）动态点评

成本上升、高端白酒涨价双轮驱动公司 次高端白酒价格上涨

2017 年 07 月 14 日

【事项】

- ◆ 水井坊于 7 月 10 日向全国省级总代发出了“关于产品价格调整的通知”，该通知显示，水井坊将上调产品价格，其中主力高档及中高档产品典藏、井台及臻酿八号出厂价分别上调 15 元/瓶、10 元/瓶和 10 元/瓶，其他产品如晶莹装等价格也有所上涨，此次价格调整将不晚于今年 8 月 10 日进行。这次水井坊的提价完成了次高端品牌全线提价，次高端阵营竞争更加白热化。

 **东方财富证券**
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：马建华

证书编号：S1160516090001

联系人：张加代

电话：021-23586479

相对指数表现

基本数据

总市值（百万元）

流通市值（百万元）

52 周最高/最低（元）

52 周最高/最低（PE）

52 周最高/最低（PB）

52 周涨幅（%）

52 周换手率（%）

相关研究

【点评】

成本上升和一线白酒涨价双轮驱动次高端白酒价格上涨。我们认为，白酒行业正处于景气复苏期，次高端白酒涨价一方面源于包装等原材料架构上涨，一方面是由于茅五等一线白酒涨价让出了价格空间。酒瓶、包装等原材料的上涨是酒企涨价的直接原因。据生意社数据显示，今年上半年，废纸已提价12.98%，同比上涨45.69%；玻璃则在半年期内上涨3.53%，同比上升15.07%。同时，今年4月以来，茅台开始供不应求，也加大了对次高端白酒的市场需求，为其涨价提供了支撑，一线白酒的上升态势为想稳固自身地位的次高端白酒也留出了涨价空间。次高端白酒价格弹性预计将于今年中秋之后及明后年逐步显现。我们认为，现阶段的涨价一是为了促进经销商消化库存，二是为中秋节等节日价格做好准备，随着下半年白酒传统销售旺季的到来，次高端白酒的涨价态势有望延续。

公司定位准确，打造次高端白酒企业。水井坊成长路径清晰，2017年动销旺盛，渠道库存低，费用投入精准可控，未来三年收入利润将呈现高速复合增长，同时，水井坊产品结构不断提升，400—500元井台装恢复30%+高速增长，占比逐步提升至30%以上，700元以上高端产品继续增产增销，打造高端品牌形象；增量方面，其重回“新省代”模式后直接掌控3000余家终端核心门店，根据2017年一季报显示，核心门店已扩大至1/3。3000余家核心门店政策推动终端产品放量，2016年省外占比高端84%，全国化布局领先，5+5核心市场加速全国化扩张，在今年6月召开的水井坊年度股东大会上，公司总经理范祥福表示，水井坊将采取蘑菇营销战略，在一地出现销售大幅度增长时，便在该地区周边加大力度销售。而管理层虚拟股权激励+销售团队梯度奖金，内部激励到位。我们认为公司成长路径清晰，未来成长可期，给予“增持”评级。

图表 1：水井坊盈利预测

项目\年度	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	854.87	1,176.37	1,609.62	2,099.93
增长率（%）	134.29	37.61	36.83	30.46
EBITDA（百万元）	139.12	296.38	437.32	638.83
净利润（百万元）	87.97	224.79	318.89	442.47
增长率（%）	121.84	155.52	41.86	38.75
EPS（元/股）	0.18	0.46	0.65	0.90
市盈率（P/E）	70.75	41.53	39.19	28.24
市净率（P/B）	9.87	8.61	7.53	6.31
EV/EBITDA	41.29	34.58	29.44	14.84

【风险提示】

竞争加剧费用高于预期；
宏观经济波动风险。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大势：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大势：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。