



水井坊(600779.SH)

【联讯食品饮料公司点评】水井坊：中报收入超预期，期待未来业绩弹性

2017年07月27日

投资要点

增持(首次评级)

当前价：29.6元
目标价：34元

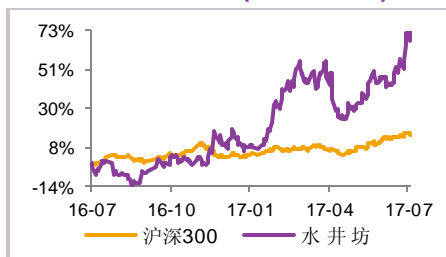
分析师：石山虎

执业编号：S0300517060001
电话：021-51782237
邮箱：shishanhu@lxsec.com

研究助理：刘宸倩

电话：021-51782335
邮箱：liuchenqian@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,176	1,774	2,379	3,114
(+/-)	37.6%	50.8%	34.1%	30.9%
净利润	225	279	472	653
(+/-)	155.5%	24.1%	69.0%	38.5%
EPS(元)	0.46	0.57	0.97	1.34
P/E	62	50	30	21

资料来源：联讯证券研究院

◇ 事件：水井坊 2017 年半年报

营业收入 8.4 亿元，同比增长 70.62%；归母净利润 1.1 亿元，同比增长 25.66%；毛利率 78.02%，同比增加 3.71%；净利率 13.62%，同比下降 4.88%。17Q2 营收 4.4 亿元，同比增长 129.67%，归母净利润 2,235 万元，同比增长 74.44%。

◇ 收入增长超预期，资产减值计提和消费税基影响净利润增速

受益于次高端放量和渠道扩张，公司上半年收入增长大超市场预期。随着茅台五粮液批价和终端价上行，300-500 元白酒性价比凸显。价格方面，2016 年底和 2017 年 7 月份，公司核心产品均有价格上调。销量方面，次高端白酒市场整体增速约 20%。由于高性价比和渠道利润相对优势，公司上半年销量增速达到 60% 左右。消费税政策调整下，公司上半年营业税金比率达到 13.41%，同比提升 3.6%。同时，二季度资产减值计提也拖累了净利润提升。

◇ 老牌名酒品牌力强，销售模式改革见成效

水井坊是中国八大名酒之一，享有“中国白酒第一坊”的美誉，在次高端白酒中具备很强的品牌力。公司的核心产品包括定位次高端的井台与臻酿八号，两者收入占比超 80%。臻酿八号终端成交价 320 元左右，井台装终端成交价 420-450 元，价格坚挺，渠道推动力强。2017 年上半年，公司推出高端的新典藏大师，定价 680-700 元，产品线梯队合理。2016 年，公司进行销售模式改革，推出新总代模式。在新的总代模式下，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代负责后端维护，加强对终端的把控和渠道的下沉，公司强化了对渠道利润与渠道管理的掌控力。核心门店数量已经达到 4000-5000 家，稳步推进全国化布局。

◇ 管理层经验丰富，员工激励措施到位

帝亚吉欧成为水井坊控制人以来，公司管理层多次调整。2015 年帝亚吉欧启用了新的总经理范祥福，其在啤酒行业有丰富的管理经验，并取得了辉煌的成绩。公司在 2016 年发布递延奖金计划，采用授予虚拟股权方式，将公司中长期绩效目标与管理层个人激励紧密结合，有效调动管理积极性，实现公司未来三年每年净利润增长不低于 15% 的目标。

◇ 盈利预测及估值

2017-19 年，归母净利润分别为 2.8、4.7 和 6.5 亿元，对应 EPS 为 0.57、0.97 和 1.34 元。给予 18 年 PE35 倍，目标价为 34 元，给予“增持”评级。

风险提示

新市场扩展不及预期；次高端竞争激烈；行业复苏低预期



附录：公司财务预测表

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,176	1,774	2,379	3,114	净利润	225	279	472	653
营业成本	280	404	530	679	折旧摊销	35	51	51	49
营业税金及附加	155	239	314	411	财务费用	-6	-25	-35	-48
销售费用	250	443	523	685	经营性应收项目变动	223	-52	245	-17
管理费用	181	213	290	389	经营活动净现金流	376	-202	773	71
财务费用	-6	-25	-35	-48	投资活动净现金流	-205	-6	-5	-4
资产减值损失	58	120	120	120	筹资活动净现金流	-37	-33	-59	-80
营业利润	258	372	629	871	现金净增加额	135	-240	709	-14
营业外收入	10	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
利润总额	268	372	629	871	成长能力				
所得税	44	93	157	218	营业收入增长率	38%	51%	34%	31%
净利润	225	279	472	653	营业利润增长率	139%	44%	69%	38%
少数股东损益	0	0	0	0	归属母公司净利润增长率	156%	24%	69%	38%
归属母公司净利润	225	279	472	653	获利能力				
EPS (元)	0.46	0.57	0.97	1.34	毛利率	76.16%	77.20%	77.70%	78.20%
					净利率	19.11%	15.73%	19.82%	20.97%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	12.82%	15.13%	20.55%	23.39%
货币资金	0	-240	469	455	ROE	15.30%	16.38%	22.48%	24.69%
应收账款	33	133	89	200	偿债能力				
存货	803	1,390	1,487	2,195	资产负债率	29%	28%	29%	27%
流动资产合计	1,564	2,009	2,772	3,577	流动比率	254%	304%	321%	373%
固定资产	444	286	127	-32	营运能力				
无形资产	61	57	53	47	总资产周转率	0.56	0.75	0.80	0.86
资产总计	2,093	2,374	2,971	3,611	应收账款周转率	68.03	36.99	60.16	41.52
应付账款	614	661	863	957	每股指标(元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.46	0.57	0.97	1.34
流动负债合计	614	661	863	957	每股经营现金	0.77	-0.41	1.58	0.14
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.29	5.41	0.00	0.00
负债合计	617	664	867	960	估值比率				
所有者权益	1,470	1,703	2,098	2,644	P/E	62.09	50.03	29.60	21.38
负债和所有者权益合计	2,087	2,367	2,964	3,604	P/B	9.50	8.20	6.65	5.28

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

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。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com