东兴证券
DONGXING SECURITIES

抓紧核心市场，营收快速增长

——水井坊（600779）2017 年半年报点评

2017 年 07 月 30 日

强烈推荐/维持

水井坊 | 财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	
范垄基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件：

2017 年 1-6 月公司累计实现营业收入 8.4 亿元，同比增长 70.62%，归属上市公司股东的净利润为 1.14 亿元，同比增长 25.66%，EPS 0.23 元。其中 2017Q2 实现营业收入 4.42 亿元，同比增长 130%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	235.96	300.21	192.4	301.93	381.84	398.62	441.88
增长率（%）	172.44%	13.88%	53.64%	31.23%	61.83%	32.78%	129.67%
毛利率（%）	80.38%	75.02%	73.19%	75.36%	79.20%	77.38%	78.60%
期间费用率（%）	37.94%	28.25%	53.92%	36.10%	33.25%	36.01%	35.44%
营业利润率（%）	0.26%	34.59%	7.43%	26.23%	16.02%	32.06%	5.54%
净利润（百万元）	17.18	78.31	12.81	57.98	75.69	92.15	22.35
增长率（%）	-106.53%	62.71%	521.55%	181.33%	340.70%	17.68%	74.44%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.16	0.03	0.12	0.15	0.19	0.05
资产负债率（%）	28.60%	27.18%	27.71%	28.81%	33.31%	33.40%	40.73%
净资产收益率（%）	1.34%	5.76%	0.96%	4.16%	5.15%	5.90%	1.64%
总资产收益率（%）	0.96%	4.19%	0.69%	2.96%	3.44%	3.93%	0.97%

观点：

- **公司大力推进核心市场销售，业绩快速增长。**公司二季度销售收入 4.42 亿元较去年 Q2 增长 2.5 亿元，增长 130%。**公司紧抓第一梯队核心市场**（河南、江苏、四川、湖南和广东）并**加快推进布局第二核心市场**（北京、天津、上海、福建和浙江）。第一梯队中江苏、广东和四川是新总代模式，第二梯队核心市场全部采用新总代模式，新总代模式牢牢抓住了终端市场，提高了对终端的把控力度，保证了市场信息传递的及时性和准确性。由于第二梯队市场前期基数较低，今年增速很快。**核心门店大幅增加**，从去年的 3000 家到现在发展到 5000-6000 家。与此同时，**公司扩大了销售队伍**，销售人员从去年初的 180 人增加到上半年的 240 人，预计年底能到 300 人。销售人员的配备以及总代模式的变化推动了公司产品销量的快速增加，使得公司实现上半年营收增长 70%的惊人业绩。

- **市场投入加大费用提高，支撑了收入和利润的快速增长。**公司上半年销售费用 2.07 亿元，较去年同期增长 101%。公司销售费用涨幅较大是因为推行新总代模式后，核心门店迅速增加，就需要增加对核心门店渠道建设的经费支持力度，使得投入有所增加。另一方面，公司加大了对产品广告的投放力度，不仅在传统电视媒体投放，还在新媒体、品鉴会已经户外广告投入等方面加大了投入力度，使得公司的投入加大。也正是因为公司销售费用的增加，支持了收入和利润的快速增长，待产品渠道和客户稳定后会进一步促进提升公司的盈利水平。

- **计提低端酒存货减值损失，明确定位次高端。**公司 2017H1 资产减值计提 9060 万资产减值损失，较去年同期 1107 万有大幅增加。主要是因为公司明确定位次高端，专注 300 元以上的白酒，以后逐步淘汰低端产品，将酒体市场价格与成本比较，导致资产减值损失大幅上升。但是，这也明确了公司对于产品的定位，重点打造臻酿八号、井台和新典藏，精准定位次高端市场的战略布局。

- **产品结构不断升级优化，有利于提升毛利率空间。**2016年公司对核心单品进行了提价并且重塑了产品价值链，今年3月成功推出了新典藏，并且实现了单品营收的快速大幅提升。7月10日，再次下发价格调整的通知，典藏、井台和臻酿八号出厂价从8月起每瓶分别上涨15元、10元、10元。在营收快速增加的背景下，公司主力单品的提价提升了产品毛利率空间，提高了公司盈利能力。

结论：

公司产品定位清晰，三大单品主打次高端和高端白酒，受益于消费升级背景对次高端白酒的带动以及公司大力投入销售费用对新总代模式以及核心门店计划的支持，促进了公司产品品牌形象和销售业绩双丰收。我们预计公司 2017-2019 年归属上市公司的净利润分别为：3.10 亿元、4.15 亿元和 5.48 亿元，对应 EPS 分别为 0.64 元、0.83 元和 1.08 元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：市场竞争的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1185	1595	1971	2578	3320	**营业收入**	855	1176	1781	2470	3179
货币资金	364	725	973	1235	1621	**营业成本**	211	280	417	568	723
应收账款	8	17	24	34	44	营业税金及附加	124	155	303	416	530
其他应收款	46	3	4	6	8	营业费用	188	250	472	687	876
预付款项	6	13	13	13	13	管理费用	164	181	240	327	412
存货	717	803	915	1244	1586	财务费用	-3	-6	-8	-11	-14
其他流动资产	26	32	32	32	32	资产减值损失	62.63	57.88	95.00	80.00	70.00
非流动资产合计	610	609	540	482	424	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	110.00	90.00	70.00
固定资产	460	436	391	339	286	**营业利润**	108	258	372	494	652
无形资产	56	54	49	43	38	营业外收入	6.91	13.04	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	4	0	0	0	营业外支出	9.27	3.24	8.00	6.00	5.00
资产总计	1795	2204	2431	2979	3664	**利润总额**	106	268	373	497	656
流动负债合计	506	725	769	964	1179	所得税	18	44	63	82	108
短期借款	0	0	0	5	0	**净利润**	88	225	310	415	548
应付账款	120	193	240	327	416	少数股东损益	0	0	0	10	20
预收款项	43	89	160	259	386	归属母公司净利润	88	225	310	405	528
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	193	337	422	541	696
非流动负债合计	8	9	2	2	2	**EPS（元）**	0.18	0.46	0.64	0.83	1.08
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	513	734	771	965	1181	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	10	30	营业收入增长	134.29	37.61%	51.43%	38.68%	28.70%
实收资本(或股本)	489	489	489	489	489	营业利润增长	-135.20	138.85	43.98%	32.62%	32.16%
资本公积	400	400	400	400	400	归属于母公司净利润	38.12%	155.52	38.12%	30.33%	30.49%
未分配利润	38	226	397	619	910	**获利能力**					
归属母公司股东权	1281	1470	1733	2077	2526	毛利率(%)	75.30%	76.16%	76.57%	77.02%	77.25%
负债和所有者权	1795	2204	2431	2979	3664	净利率(%)	10.29%	19.11%	17.43%	16.79%	17.24%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	4.90%	10.20%	12.77%	13.58%	14.41%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	6.87%	15.30%	17.91%	19.48%	20.90%
经营活动现金流	234	382	259	297	456	**偿债能力**					
净利润	88	225	310	415	548	资产负债率(%)	29%	33%	32%	32%	32%
折旧摊销	87.68	84.83	0.00	58.17	58.17	流动比率	2.34	2.20	2.56	2.68	2.82
财务费用	-3	-6	-8	-11	-14	速动比率	0.92	1.09	1.37	1.38	1.47
应收账款减少	0	0	-7	-9	-10	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	71	99	127	总资产周转率	0.50	0.59	0.77	0.91	0.96
投资活动现金流	31	-205	27	10	0	应收账款周转率	87	92	85	85	82
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.65	7.54	8.24	8.72	8.56
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	0	110	90	70	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.46	0.64	0.83	1.08
筹资活动现金流	0	-37	-38	-45	-71	每股净现金流(最新	0.54	0.29	0.51	0.54	0.79
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.62	3.01	3.55	4.25	5.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	164.35	64.33	46.57	35.74	27.39
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	11.29	9.84	8.34	6.96	5.72
现金净增加额	265	141	248	262	386	EV/EBITDA	73.01	40.74	31.97	24.46	18.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5 年食品饮料行业研究经验。

范垄基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015 年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017 年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。