

水井坊 (600779)

2017年7月26日

投资评级: 买入 (维持)

事件: 公司公布 17 年中报, 17H1 营收 8.41 亿同比+70.6%, 实现归母净利润 1.14 亿, 同比+25.7%, 扣非后净利 1.18 亿, +37.2%。其中 Q2 单季度营收 4.42 亿, 净利 0.22 亿, 同比分别+130.0% 和 74.4%。

投资要点:

■ 全国化加速放量收入大幅超预期, 产品结构再升级。

1) Q2 淡季渠道拓展, 带来收入大幅超预期。Q2 收入 4.4 亿, 同比+130%, 大幅超市场预期。主要由于核心市场渠道拓展带来。同时 Q2 为传统淡季, 公司 16 年 5 月开始实施核心门店策略, 同期核心门店数和收入基数仍然较低。2) 核心市场快速放量, 全国化加速。预计 5 个老核心市场增速同比 50%+, 5 个新核心市场增速平均在 75% 以上, 全国化放量明显! 3) 产品结构继续提升。17H1 收入同比+71%, 高于销量增速 (同比+59%), 同时产品毛利率达到 78%, 同比增 3pct。草根调研, 井台装恢复高增速, 产品占比接近 30%。高端产品新典藏三月上市后, 二季度在核心市场上市和铺货, 预计二季度收入占比已经提升至 10% 左右, 继续带动产品结构提升。

■ 扩张期费用投入高, 消费税调整和计提存货跌价损失影响短期利润。17H1 实现归母净利润 1.14 亿, 同比+26%, Q2 净利 0.22 亿, +74%, 低于市场预期。主要影响因素: 1) 销售费用大幅增长。17H1 销售费用 2.06 亿, 同比+123%。但, Q2 费用率 23.7%, 同比下降 0.95pct, 环比 Q1 下降 1.9pct。预计随着未来销售规模的增加, 费用将趋于稳定并逐步下降。2) 营业税金大幅增加, 其中消费税同比增加 129%, 占营收 10.2%, +2.6pct (16H1 消费税率 7.6%)。为 5 月 1 日开始公司调整消费税缴纳影响。公司公布 8 月提高出厂价格, 产品结构提升毛利, 账面仍有 1.58 亿元待抵扣进项税额可供调节, 预计全年可逐步抵消消费税影响。3) 计提存货跌价损失影响短期利润。17H1 公司计提存货跌价损失 0.9 亿, 同比增 0.8 亿, 系低端基酒改变会计核算方法导致。公司 5 月已经改变低端基酒会计核算方法, 按照市场公允价值分摊基酒成本, 预计未来由于低端基酒存货跌价损失带来影响将逐步消除。

■ 次高端竞争格局历史最优, 公司全国化成长路径清晰。次高端行业品牌减少供给收缩, 行业竞争格局历史最优! 消费升级带来需求扩容, 同时高端酒价格上涨打开次高端白酒价格空间。公司核心单品渠道利润充足, 抢占竞品份额快速放量。同时公司全国化布局领先, 预计未来核心市场渠道深耕+下沉, 新市场通过核心门店战略快速突破。同时渠道精细化管理, 渠道库存控制合理, 未来规模效应费用投放经侦, 费用率有望稳定。

■ 盈利预测与投资建议: 我们认为水井坊聚焦核心产品, 全国化速度最快, 是白酒中的成长股。收入规模提升+费用投放稳定, 消费税和存货减值影响短期利润因素逐步消除, 预计 17 年全年收入和净利仍然维持稳定增长。预计 17-19 年收入同比+40%/35%/31%, EPS 0.63/0.90/1.27 元, 同比+37%/43%/42%, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 市场竞争加剧费用高于预期; 新市场和新品开发不达预期; 消费税大幅增加

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码: S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	29.60
一年最低价/最高价	27.7/34.04
市净率	9.26
流通市值 (亿)	144.61

基础数据

每股净资产	2.78
资产负债率	40.73
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: 聚焦次高端, 加速全国化, 未来成长性可期——20170704
2. 水井坊: 白酒中少有的成长股, 全国化速度最快的品牌——20170504
3. 水井坊: 需求给力, 春节提前, 业绩再超预期——20170124
4. 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)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1594.8	2075.6	2786.2	3638.5	营业收入	1176.4	1647.0	2230.2	2909.4
现金	724.9	791.7	1119.4	1512.6	营业成本	280.4	386.8	498.7	633.6
应收款项	20.1	112.8	152.8	199.3	营业税金及附加	155.1	238.8	334.5	436.4
存货	803.2	1107.9	1428.6	1815.1	营业费用	249.7	420.0	557.6	698.3
其他	46.6	63.1	85.4	111.5	管理费用	180.9	263.5	356.8	465.5
非流动资产	608.8	686.7	703.7	717.6	财务费用	-6.1	-11.4	-14.3	-19.7
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	444.2	525.6	546.0	563.1	其他	-57.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	54.1	50.6	47.2	44.0	营业利润	258.5	349.3	496.9	695.3
其他	110.5	110.5	110.5	110.5	营业外净收支	9.8	50.0	50.0	50.0
资产总计	2203.5	2762.2	3489.9	4356.0	利润总额	268.3	399.3	546.9	745.3
流动负债	724.9	1004.3	1349.6	1695.0	所得税费用	43.5	65.9	90.2	123.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	26.7	18.3	0.0
应付账款	277.9	306.9	445.0	534.1	归属母公司净利润	224.8	306.7	438.4	622.3
其他	447.0	697.4	904.6	1160.9	EBIT	310.2	337.9	482.6	675.6
非流动负债	9.1	9.1	9.1	9.1	EBITDA	344.1	390.9	539.3	736.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	9.1	9.1	9.1	9.1	每股收益(元)	0.46	0.63	0.90	1.27
负债总计	734.0	1013.4	1358.7	1704.1	每股净资产(元)	3.01	3.53	4.28	5.35
少数股东权益	0.0	22.7	38.2	38.2	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	1469.5	1726.2	2093.0	2613.7	ROIC(%)	18.9%	19.9%	28.1%	35.4%
负债和股东权益总计	2203.5	2762.2	3489.9	4356.0	ROE(%)	15.3%	17.8%	20.9%	23.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	76.2%	76.5%	77.6%	78.2%
经营活动现金流	381.9	189.9	473.0	569.4	EBIT Margin(%)	26.4%	20.5%	21.6%	23.2%
投资活动现金流	-204.6	-73.0	-73.7	-74.6	销售净利率(%)	19.1%	18.6%	19.7%	21.4%
筹资活动现金流	-36.7	-50.1	-71.6	-101.6	资产负债率(%)	33.3%	36.7%	38.9%	39.1%
现金净增加额	140.6	66.9	327.7	393.2	收入增长率(%)	37.6%	40.0%	35.4%	30.5%
折旧和摊销	33.9	53.0	56.7	60.7	净利润增长率(%)	155.5%	36.5%	42.9%	42.0%
资本开支	146.5	-74.7	-74.4	-76.3	P/E	64.33	47.15	32.99	23.24
营运资本变动	146.5	-192.4	-37.6	-113.7	P/B	9.84	8.38	6.91	5.53
企业自由现金流	501.1	68.0	346.6	434.9	EV/EBITDA	42.02	35.98	25.66	18.32

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>

