

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

大幅投入催生高端产品放量

——水井坊(600779)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

市场数据(2017-08-17)

收盘价(元)	33.76
一年内最高/最低(元)	36.95/14.68
沪深300指数	3721.28
市净率(倍)	11.34
流通市值(亿元)	166.69

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	2.78
每股经营现金流(元)	0.22
毛利率(%)	78.02
净资产收益率-摊薄(%)	8.42
资产负债率(%)	40.73
总股本/流通股(万股)	48854.57/48854.57
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

投资要点:

- 公司发布 2017 年中期报告: 2017H, 公司实现营业收入 8.41 亿元, 同比增长 70.62%; 同期, 公司营业成本 1.85 亿元, 同比增长 45.67%; 税金及附加 1.13 亿元, 同比增长 135.42%; 销售费用 2.07 亿元, 同比增长 100.97%; 同期, 公司实现营业利润 1.52 亿元, 同比增长 28.81%; 实现扣非净利润 1.18 亿元, 同比增长 37.24%。
- 受益于公司三大单品即典藏、井台和臻酿的价量齐升, 公司 2017 年的全年收入有望保持高增长势头。
- 2017H, 公司的销售投入猛增, 其增幅超出收入增长; 因此同期, 公司的扣非净利润虽保持较高增长, 但幅度仍低于销售规模的扩张。公司销售费用投入大、销售费用率飙升的这种情况, 预计将会延续至未来的两至三年; 2019 年后, 随着公司的市场逐步稳固和收入规模逐步扩大, 销售费用将会下降和摊薄。
- 由于三大单品提价, 以及典藏和井台的放量, 公司的产品结构和毛利率大幅提升, 并且预计未来两年, 公司的产品结构和毛利率将会不断持续提升, 回至并超越公司的历史高点。
- 公司的高端单品放量要求较大的销售投入, 因而公司的净利率水平将会受到费用制约。后期, 随着市场的巩固, 公司的净利率水平将会加快提升。

风险提示: 宏观环境恶化。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	854.9	1176.4	1611.7	2123.3	2731.5
增长比率	134.3%	37.6%	37.0%	31.7%	28.6%
净利润(百万元)	88.0	224.8	296.5	417.0	619.3
增长比率	-121.0%	155.5%	31.9%	40.6%	48.5%
每股收益(元)	0.18	0.46	0.61	0.85	1.27
市盈率(倍)	188.8	73.9	56.0	39.8	26.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

1. 事件

公司发布 2017 年中期报告：20171H，公司实现营业收入 8.41 亿元，同比增长 70.62%；同期，公司营业成本 1.85 亿元，同比增长 45.67%；税金及附加 1.13 亿元，同比增长 135.42%；销售费用 2.07 亿元，同比增长 100.97%；同期，公司实现营业利润 1.52 亿元，同比增长 28.81%；实现扣非净利润 1.18 亿元，同比增长 37.24%。20171H，公司实现产品毛利率 78.02%，提升显著。

2. 点评

- 受益于公司三大单品即典藏、井台和臻酿的量价齐升，公司 2017 年的全年收入有望保持高增长势头。

2016 年 11 月，井台和臻酿的每瓶出厂价上涨 10 元，提价幅度约 2.5%至 3.5%；此外，由于旧典藏升级至新典藏，典藏隐性提价 8%。2017 年 7 月，公司再次提价：典藏每瓶出厂价提高 15 元，井台和臻酿的每瓶出厂价提高 10 元，分别上涨 3%、2.4%和 3%。经过两次提价，典藏、井台和臻酿的出厂价上半年累计涨幅分别达到 11%、5%和 6.5%。

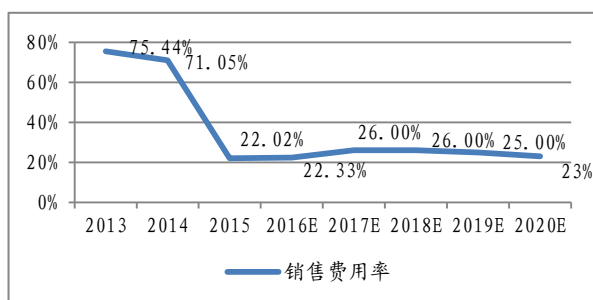
2017 年以来，公司投入大量费用，致力于典藏和井台的推广，促进了两大单品的销量大幅增长：我们预计，上半年典藏销量增长达到 50%，而井台的销量增幅达到 35%。典藏的市场卡位在 800 至 900 元，井台卡位在 500 至 600 元，公司以高端白酒形象著世，主要代表产品即典藏和井台，2017 年公司着力在两大单品上加大投入，一是为了拉动业绩，二是为了拉高形象。

在量价齐升的情况下，2017 年公司的收入增长有望达到 35%至 40%，维持 2016 年的高增长水平。

- 20171H，公司的销售投入猛增，其增幅超出收入增长；因此同期，公司的扣非净利润虽保持较高增长，但幅度仍低于销售规模的扩张。公司销售费用投入大、销售费用率飙升的这种情况，预计将会延续至未来的两至三年；2019 年后，随着公司的市场逐步稳固和收入规模逐步扩大，销售费用将会下降和摊薄。

20171H，公司的销售费用主要投向了：与杂志合作、线上数字传媒广告、微电影及其传播、线上会员体系建设、线下品鉴会、线下品牌传播、区域市场营销投入。其中，区域市场营销投入包括：对传统总代理市场加强掌控，比如增派销售、扩展分销；对新总代理市场加强管理；针对核心门店聚焦资源，包括增加核心门店的覆盖率、增强销售激励等。整体来看，公司在销售领域的“动销”特征更加显著，对市场的反应更加敏捷；同时配合高端产品（水井典藏大师版）的推出，动销的针对性愈发强，即旨在提升品牌定位和动销高端产品。

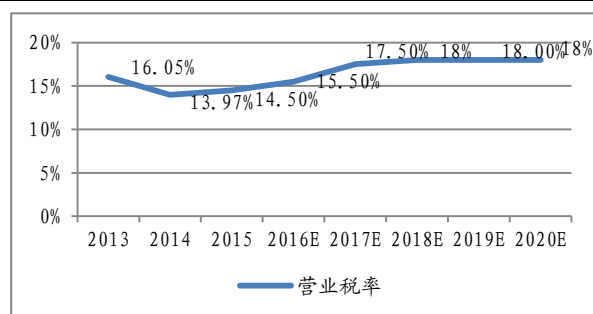
图 1: 预计公司的销售费用率将大幅上升



资料来源: 中原证券 WIND

- 此外, 当期税金大幅增加, 主要由消费税增长所致; 消费税大增也印证了销售增长的真实性。当前, 高端白酒出现了量价齐升的普遍趋势, 这将会导致消费税的持续上升。

图 2: 预计公司的营业税率将大幅上升



资料来源: 中原证券 WIND

- 由于三大单品提价, 以及典藏和井台的放量, 公司的产品结构和毛利率大幅提升, 并且预计未来两年, 公司的产品结构和毛利率将会不断持续提升, 回至并超越公司的历史高点。

公司的高端单品放量要求较大的销售投入, 因而公司的净利率水平将会受到费用制约。后期, 随着市场的巩固, 公司的净利率水平将会加快提升。

图 3: 预计公司的毛利率稳步大幅上升

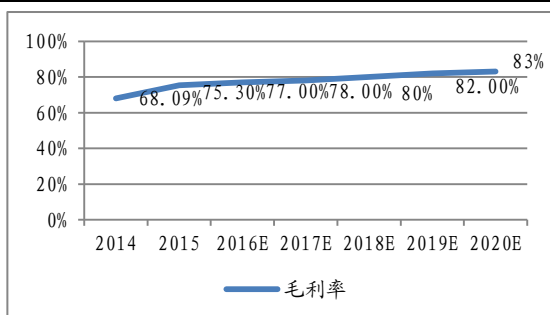
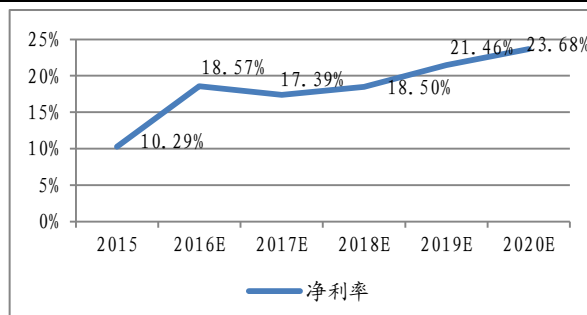


图 4: 公司的净利率受费用拖累较大



资料来源: 中原证券 WIND

- **投资建议：**预计公司 2017、2018、2019 年的每股收益分别为 0.55、0.80 和 1.19 元，同比分别增长 28.33%、43.92%和 49.27%。对应 8 月 17 日收盘价 33.76 元，公司的市盈率分别为 61.38、42.2 和 28.37 倍，对应的 PEG 值分别为 2.17、0.95、0.57。公司的成长性较好，好的成长一定程度上支撑估值，维持对公司的“买入”评级，6 个月内的目标价 40 元。
- **风险提示：**宏观经济恶化导致高端白酒消费下滑；销售费用投入过大，侵蚀公司利润。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	854.9	1176.4	1560.13	2110.59	2715.98	成长性					
减: 营业成本	211.1	280.4	343.23	422.12	488.88	营业收入增长率	134.3%	37.6%	37.0%	31.7%	28.6%
营业税费	123.5	155.1	273.02	379.91	488.88	营业利润增长率	-135.2%	138.8%	55.0%	40.6%	48.5%
销售费用	188.3	249.7	405.63	548.75	679.00	净利润增长率	-121.0%	155.5%	31.9%	40.6%	48.5%
管理费用	163.9	180.9	171.61	232.17	271.60	EBITDA 增长率	-151.4%	103.7%	45.0%	36.8%	46.1%
财务费用	-2.8	-6.1	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-134.1%	139.5%	50.1%	40.1%	49.2%
资产减值损失	62.6	57.9	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-120.1%	141.4%	32.6%	40.1%	49.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-20.2%	-23.3%	37.4%	-64.0%	-36.3%
投资和汇兑收益	-	-	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	6.3%	14.7%	19.6%	4.7%	6.7%
营业利润	108.2	258.5	366.63	527.65	787.64	利润率					
加: 营业外净收支	-2.4	9.8	0.00	0.00	0.00	毛利率	75.3%	76.2%	78.0%	80.0%	82.0%
利润总额	105.9	268.3	366.63	527.65	787.64	营业利润率	12.7%	22.0%	24.9%	26.5%	30.6%
减: 所得税	17.9	43.5	95.32	137.19	204.79	净利率	10.3%	19.1%	18.4%	19.6%	22.7%
净利润	88.0	224.8	271.31	390.46	582.85	EBITDA/营业收入	16.4%	24.3%	25.7%	26.7%	30.4%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	12.3%	21.5%	23.5%	25.0%	29.0%
货币资金	364.2	724.9	865.7	1,507.9	1,746.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	200	137	95	68	49
应收帐款	54.1	20.1	51.5	7.4	38.1	流动营业资本周转天数	182	70	61	23	-22
应收票据	17.6	-	9.0	2.8	4.7	流动资产周转天数	456	425	399	376	334
预付帐款	5.7	13.4	6.3	17.3	10.0	应收帐款周转天数	15	11	8	5	3
存货	717.3	803.2	1,009.1	878.3	760.6	存货周转天数	315	233	202	160	108
其他流动资产	26.0	33.2	38.0	42.0	46.0	总资产周转天数	719	612	522	457	392
可供出售金融资产	0.0	0.0	-	-	-	投资资本周转天数	392	224	168	100	34
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.9%	15.3%	16.9%	22.7%	31.5%
投资性房地产	17.8	15.0	15.0	15.0	15.0	ROA	4.9%	10.2%	12.0%	14.3%	20.4%
固定资产	459.8	435.8	417.5	389.8	360.7	ROIC	8.4%	25.6%	44.2%	45.1%	187.0%
在建工程	4.0	8.4	1.6	0.7	0.6	费用率					
无形资产	55.8	54.1	52.9	51.6	50.2	销售费用率	22.0%	21.2%	26.0%	26.0%	25.0%
其他非流动资产	72.5	95.5	5.0	4.1	3.2	管理费用率	19.2%	15.4%	11.0%	11.0%	10.0%
资产总额	1,794.8	2,203.5	2,471.5	2,916.9	3,035.6	财务费用率	-0.3%	-0.5%	-1.4%	-1.5%	-1.6%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	40.9%	36.1%	35.6%	35.5%	33.4%
应付帐款	333.7	439.4	309.2	516.5	357.6	偿债能力					
应付票据	6.3	85.4	39.4	55.0	54.3	资产负债率	28.6%	33.3%	28.9%	36.9%	35.3%
其他流动负债	165.8	200.2	365.9	505.0	659.5	负债权益比	40.1%	49.9%	40.7%	58.5%	54.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.34	2.20	2.77	2.28	2.43
其他非流动负债	7.6	9.1	-	-	-	速动比率	0.92	1.09	1.36	1.47	1.72
负债总额	513.4	734.0	714.5	1,076.5	1,071.3	利息保障倍数	-37.18	-41.17	-17.32	-16.26	-17.70
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	488.5	488.5	488.5	488.5	488.5	DPS(元)	0.08	0.46	0.49	0.68	1.01
留存收益	792.8	981.0	1,268.4	1,351.8	1,475.7	分红比率	41.6%	100.0%	80.0%	80.0%	80.0%
股东权益	1,281.4	1,469.5	1,757.0	1,840.4	1,964.2	股息收益率	0.2%	1.4%	1.4%	2.0%	3.0%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	88.0	224.8	296.5	417.0	619.3	EPS(元)	0.18	0.46	0.55	0.80	1.19
加: 折旧和摊销	36.3	34.8	36.2	37.0	37.6	BVPS(元)	2.62	3.01	3.60	3.77	4.02
资产减值准备	62.6	57.9	-	-	-	PE(X)	188.8	73.9	56.0	39.8	26.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.0	11.3	9.5	9.0	8.5
财务费用	-	0.1	-21.9	-32.6	-44.7	P/FCF	55.8	39.8	280.5	17.0	22.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	19.4	14.1	10.3	7.8	6.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	115.0	55.1	37.9	26.6	17.9
营运资金的变动	64.5	39.8	-448.0	445.9	-58.9	CAGR(%)	68.0%	40.2%	-189.1%	68.0%	40.2%
经营活动产生现金流量	234.0	381.9	-137.2	867.1	553.3	PEG	2.8	1.8	-0.3	0.6	0.7

投资活动产生现金流量	30.6	-204.6	-10.0	-7.0	-7.0	ROIC/WACC	0.8	2.4	4.2	4.3	17.8
融资活动产生现金流量	-	-36.7	288.0	-217.9	-307.7	REP	24.3	10.2	4.3	11.2	4.2

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作为本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。