

2017年10月16日

公司研究

评级：增持（维持）

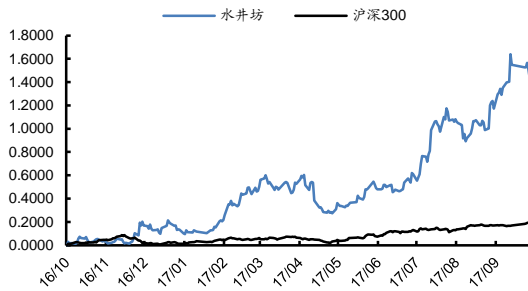
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师：陈鹏 S0350517070001
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

核心产品快速增长，区域扩张稳步推进

——水井坊（600779）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
水井坊	12.0	51.2	135.2
沪深300	2.3	5.9	18.6

市场数据

2017-10-13

当前价格（元）	39.94
52周价格区间（元）	16.23 - 43.34
总市值（百万）	19512.52
流通市值（百万）	19512.52
总股本（万股）	48854.57
流通股（万股）	48854.57
日均成交额（百万）	184.65
近一月换手（%）	27.41

相关报告

《水井坊（600779）调研简报：聚焦高增长次高端白酒，明年新品上市有望提升品牌定位》——2016-12-23

《水井坊（600779）调研简报：管理理念先进，业绩平稳增长（增持）*食品饮料*刘金沪》——2012-12-11

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **受益次高端市场扩容：**在高端酒持续提价及大众消费升级的背景下，次高端白酒市场将稳步扩容。次高端聚焦300-500元价位段，与高端酒茅台和五粮液700元以上价位相比，具有更高性价比，虽然近期茅台一批价有所回落，但是仍然在1350-1380元左右，并没有大幅下跌，高端酒价格越坚挺，次高端性价比越突出。同时，在“少喝酒，喝好酒”的大趋势下，居民白酒消费升级趋势仍在持续，大众日常聚餐以及商务餐饮场景下的白酒消费水平正逐步提升，一部分大众和商务白酒消费将从原先中低端区域进入次高端区域。水井坊主打300-500元的次高端白酒市场，公司是全国老八大名酒，川酒六朵金花之一，品牌知名度高，核心单品具备性价比，将充分受益于次高端市场的扩容。

■ **核心产品快速增长：**水井坊核心产品主要有水井坊井台装、水井坊臻酿八号和水井坊典藏。井台装为公司传统高端单品之一，售价曾突破千元，同五粮液、国窖1573处于同等价位。经历白酒行业深度调整后，井台装定位在450元左右的商务用酒，目前井台装占公司整体份额的30%左右。臻酿八号于2013年底推出，终端零售价格在300-350元，定位“自买自用”的个人消费，产品定位清晰、性价比高，同时公司注重臻酿八号相对竞品的渠道利润，通过提供相对竞品更高的渠道利润，增加经销积极性，臻酿八号快速增长，目前支撑起公司近60%左右的销售收入。公司在2017年3月推出典藏大师版，目前新典藏一批价在600元左右，终端价格成交价格700元以上，保证终端利润至少100元/瓶的利润。目前在已有销售典藏的网点中，90%左右的门店有动销，50%-70%的门店已经会产生二次进货，逐步带动周边门店的销售和铺货。

■ **区域扩张稳步推进：**公司上半年收入同比增长70%，主要是公司新省代渠道的扩张、核心门店大幅增长以及同店销量的增加。2016年公司确定了以5+5的核心市场布局，以河南、湖南、江苏、广东、四川、北京、上海、浙江、天津、福建等十大市场为重心，集中优势资源，精耕细作和重点培养，上半年前五大核心市场增长50%以上，五大次核心市场增长接近100%。目前公司在各大核心市场的基数依然较小，依托品牌优势和高性价比、较高的渠道利润以及渠道下沉，核心市场未来可以保持稳健增长。新核心市场均为潜力市场，规模在亿元左右，市场份额提升空间很大。

- **新总代模式焕发活力：**公司原有三种销售模式，即总代理制模式、扁平化分销模式、与其他公司合作模式。根据市场情况的变化，公司正逐步将上述后两种模式转换为新的总代模式。在新总代模式下，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。新总代模式的推行，有利于公司理顺市场价格、集中投放市场费用清理渠道库存，进而改善渠道价值链和利润。实施新总代模式的区域今年已经体现出业绩高速增长，新总代模式正在全国范围内推广。
- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.64 元、1.03 元、1.42 元。对应当前股价 PE 分别为 63X、39X、28X。次高端竞争格局好，高端一批价上行打开次高端价格上升空间，公司品牌力强，渠道利润充足，核心单品快速增长，5+5 核心市场加速全国化扩张，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场拓展的不确定性；新品不达预期；食品安全事件

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1176.37	1775.62	2467.58	3232.10
增长率(%)	37.61%	50.94%	38.97%	30.98%
净利润（百万元）	224.79	311.83	504.97	696.28
增长率(%)	155.52%	38.72%	61.94%	37.89%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.64	1.03	1.43
ROE(%)	16.34%	17.82%	22.90%	24.59%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 水井坊盈利预测表

证券代码:	600779.SH				股价:	39.94	投资评级:	增持		日期:	2017-10-13
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	16.34%	17.82%	22.90%	24.59%	EPS		0.46	0.64	1.03	1.43	
毛利率	76.16%	76.00%	75.00%	76.00%	BVPS		3.01	3.58	4.51	5.80	
期间费率	36.08%	35.07%	35.11%	34.58%	估值						
销售净利率	19.11%	17.56%	20.46%	21.54%	P/E		86.80	62.57	38.64	28.02	
成长能力					P/B		13.28	11.15	8.85	6.89	
收入增长率	37.61%	50.94%	38.97%	30.98%	P/S		16.59	10.99	7.91	6.04	
利润增长率	155.52%	38.72%	61.94%	37.89%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.59	0.72	0.79	0.80	营业收入	1176.37	1775.62	2467.58	3232.10		
应收账款周转率	91.59	81.84	79.13	77.16	营业成本	280.40	426.15	616.89	775.70		
存货周转率	0.37	0.42	0.41	0.39	营业税金及附加	155.13	230.83	320.79	420.17		
偿债能力					销售费用	249.68	417.27	579.88	743.38		
资产负债率	0.33	0.35	0.38	0.37	管理费用	180.91	213.07	296.11	387.85		
流动比	2.20	2.22	2.21	2.35	财务费用	-6.13	-7.68	-9.58	-13.59		
速动比	1.09	0.94	0.90	1.03	其他费用/(-收入)	34.82	33.68	32.65	31.62		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	258.50	405.97	663.49	918.58		
现金及现金等价物	724.89	811.00	1105.81	1612.19	营业外净收支	9.80	9.80	9.80	9.80		
应收款项	17.29	26.10	36.27	47.51	利润总额	268.30	415.77	673.29	928.38		
存货净额	803.23	1220.73	1767.13	2222.05	所得税费用	43.50	103.94	168.32	232.09		
其他流动资产	31.66	31.66	31.66	31.66	净利润	224.79	311.83	504.97	696.28		
流动资产合计	1594.77	2115.58	2977.74	3959.69	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	435.80	419.94	407.10	395.68	归属于母公司净利润	224.79	311.83	504.97	696.28		
在建工程	8.41	10.00	10.00	10.00	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	54.07	52.67	50.87	48.67	经营活动现金流	474.50	206.82	342.93	569.62		
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	224.79	311.83	504.97	696.28		
资产总计	2203.54	2707.68	3554.19	4521.53	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00		
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	34.82	33.68	32.65	31.62		
应付款项	277.90	383.53	555.20	698.13	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00		
预收帐款	89.17	134.59	187.04	244.99	营运资金变动	171.45	-204.58	-175.30	-134.89		
其他流动负债	0.89	0.89	0.89	0.89	投资活动现金流	-83.35	-97.20	-7.20	-7.20		
流动负债合计	724.93	955.05	1347.09	1687.77	资本支出	-11.25	-15.00	-15.00	-15.00		
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-1.48	-2.00	-2.00	-2.00		
其他长期负债	2.46	2.46	2.46	2.46	其他	-22.54	0.00	0.00	0.00		
长期负债合计	9.09	2.46	2.46	2.46	筹资活动现金流	-218.60	-23.50	-40.91	-56.04		
负债合计	734.02	957.52	1349.55	1690.23	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00		
股本	488.55	488.55	488.55	488.55	权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00		
股东权益	1469.52	1750.17	2204.64	2831.30	其它	0.00	0.00	0.00	0.00		
负债和股东权益总计	2203.54	2707.68	3554.19	4521.53	现金净增加额	172.55	86.11	294.81	506.38		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。