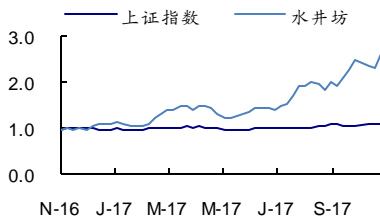


**证券研究报告—动态报告**
**食品饮料**
**饮料**
**水井坊(600779)**
**买入**
**2017年三季度点评**

(维持评级)

2017年10月30日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 489/489       |
| 总市值/流通(百万元)  | 21,589/21,589 |
| 上证综指/深圳成指    | 3,417/11,445  |
| 12个月最高/最低(元) | 45.10/16.57   |

**相关研究报告:**

《水井坊-600779-事件快评: 加力团购渠道, 短期费用压力大》——2012-06-18  
 《水井坊-600779-主品牌恢复增长, 期待管理改善》——2011-08-29  
 《水井坊中报点评: 白酒短期有压力 地产长期有潜力》——2009-08-31  
 《地产业务 以丰补歉》——2009-04-30  
 《水井坊: 高端消费下行压力凸显》——2009-01-19

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266  
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001  
**联系人: 张祯**  
 电话: 021-60933164  
 E-MAIL: zhangzhen1@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 高筑墙, 广积粮, 进击 2.0 时代

**● Q3 营收利润增速略超预期, 前三季度收入已完成全年目标 92%**

水井坊公告 17 年前三季度实现营业收入 14.71 亿元, 同比增长 85.18%, 依旧延续了上半年收入高增速, 前三季度公司酒业销量 5649 吨, 同比增长 129%; 实现归母净利润 2.43 亿元, 同比增长 63.22%, 折合 EPS0.5 元, 业绩略超预期; 其中 Q3 营业收入 6.31 亿元, 同比增长 108.93%, Q3 归母净利润 1.29 亿元, 同比增长 122.25%。17 前三季度年毛利率 78.88%, 同比增加 4%, 系公司推动产品结构高端化。预收账款 0.49 亿元, 同比下降 30.85%, 前三季度销售费用 3.64 亿元, 同比增加 105.3%, 管理费用 1.68 亿元, 同比增加 35.21%, 系公司加大品牌宣传和人才培养投入, 规模经济以后, 未来费用率占比会下降, 长期来看利润增幅将快于收入增幅。受车位、散酒等业务计提减值影响, 公司前三季度资产减值损失达 1.03 亿元; 受消费税税基提升影响, 税金及附加同比增长 136.9%, 达到 2.08 亿元。

**● 新型总代模式成效明显, 迈向 5+5+5 市场**

公司目前采用以动销为导向的新总代模式, 有利于增加市场覆盖的广度和深度, 同时在终端层面, 公司帮助加强门店与消费者的对话和沟通, 动销效率得到极大提升。16 年公司确定了以“5+5”的核心市场布局, 贡献收入 80% 以上, 相关区域表现出业绩高速增长: 第一核心市场保持两位数的强劲增长, 超过 50%, 次核心市场, 实现三位数增长。同时公司计划开发第三梯队市场, 预计未来增速将超过次核心市场。随着未来核心门店的增长以及同店销量的增加, 公司业务将保持强劲增长态势。

**● 聚焦中高端品牌, 加快重返高端市场步伐**

从产品看, 前三季度高档酒实现收入 13.69 亿元, 占营业收入 93%, 同比增长 89%。中档酒实现收入 5249.42 万元, 同比增长 27.59%, 中高端策略成效显著。目前井台与臻酿 8 号增速已接近, 新典藏增速比井台、臻酿 8 号高, 未来新典藏的营收占比预计能达 15% 左右。公司以 300-900 元三大核心品牌为主, 发力次高端的同时, 把握高端消费群多元化需求, 打开高端市场公司。随着未来渠道扩张, 高端品牌价值竖立, 水井坊将实现量价齐升, 预计 17-19 年归母净利润 3.88/5.44/7.32 亿元, EPS0.79/1.11/1.50 元, 维持买入评级。

**● 风险提示: 新市场拓展不及预期; 食品安全风险。**
**盈利预测和财务指标**

|             | 2015    | 2016   | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 855     | 1,176  | 2,141 | 3,101 | 4,217 |
| (+/-%)      | 134.3%  | 37.6%  | 82.0% | 44.9% | 36.0% |
| 净利润(百万元)    | 88      | 225    | 388   | 544   | 732   |
| (+/-%)      | -121.8% | 155.5% | 72.6% | 40.3% | 34.5% |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.18    | 0.46   | 0.79  | 1.11  | 1.50  |
| EBIT Margin | 12.1%   | 22.3%  | 24.5% | 24.2% | 23.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 6.9%    | 15.3%  | 21.7% | 24.3% | 25.7% |
| 市盈率(PE)     | 245.4   | 96.0   | 50.6  | 36.0  | 26.8  |
| EV/EBITDA   | 158.6   | 75.2   | 37.4  | 27.4  | 21.5  |
| 市净率(PB)     | 16.8    | 14.7   | 10.95 | 8.74  | 6.88  |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |             |              |             |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
|                  | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |                  | 2016         | 2017E       | 2018E        | 2019E       |
| 现金及现金等价物         | 725         | 1257         | 1454         | 2002         | 营业收入             | 1176         | 2141        | 3101         | 4217        |
| 应收款项             | 20          | 176          | 255          | 347          | 营业成本             | 280          | 461         | 667          | 906         |
| 存货净额             | 803         | 1697         | 2510         | 3456         | 营业税金及附加          | 155          | 364         | 530          | 725         |
| 其他流动资产           | 47          | 75           | 109          | 148          | 销售费用             | 250          | 492         | 716          | 978         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1595</b> | <b>3205</b>  | <b>4327</b>  | <b>5952</b>  | 管理费用             | 181          | 300         | 437          | 599         |
| 固定资产             | 444         | 348          | 216          | 42           | 财务费用             | (6)          | (11)        | (10)         | (19)        |
| 无形资产及其他          | 54          | 53           | 52           | 51           | 投资收益             | 0            | 0           | 0            | 0           |
| 投资性房地产           | 110         | 110          | 110          | 110          | 资产减值及公允价值变动      | (58)         | (88)        | (127)        | (173)       |
| 长期股权投资           | 0           | 0            | 0            | 0            | 其他收入             | 0            | 0           | 0            | 0           |
| <b>资产总计</b>      | <b>2204</b> | <b>3716</b>  | <b>4705</b>  | <b>6155</b>  | 营业利润             | 258          | 447         | 633          | 855         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0           | 800          | 700          | 800          | 营业外净收支           | 10           | 20          | 19           | 22          |
| 应付款项             | 278         | 530          | 784          | 1080         | <b>利润总额</b>      | <b>268</b>   | <b>467</b>  | <b>652</b>   | <b>877</b>  |
| 其他流动负债           | 447         | 813          | 1194         | 1639         | 所得税费用            | 44           | 79          | 108          | 145         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>725</b>  | <b>2144</b>  | <b>2678</b>  | <b>3519</b>  | 少数股东损益           | 0            | 0           | 0            | 0           |
| 长期借款及应付债券        | 0           | (230)        | (230)        | (230)        | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>225</b>   | <b>388</b>  | <b>544</b>   | <b>732</b>  |
| 其他长期负债           | 9           | 11           | 13           | 15           |                  |              |             |              |             |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>9</b>    | <b>(219)</b> | <b>(217)</b> | <b>(215)</b> | 现金流量表 (百万元)      |              |             |              |             |
| <b>负债合计</b>      | <b>734</b>  | <b>1925</b>  | <b>2462</b>  | <b>3304</b>  | 净利润              | 225          | 388         | 544          | 732         |
| 少数股东权益           | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备           | (5)          | (12)        | (18)         | (23)        |
| 股东权益             | 1470        | 1792         | 2243         | 2851         | 折旧摊销             | 34           | 53          | 55           | 57          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2204</b> | <b>3716</b>  | <b>4705</b>  | <b>6155</b>  | 公允价值变动损失         | 58           | 88          | 127          | 173         |
|                  |             |              |              |              | 财务费用             | (6)          | (11)        | (10)         | (19)        |
| 关键财务与估值指标        |             |              |              |              | 营运资本变动           | 147          | (469)       | (306)        | (358)       |
| 每股收益             | 0.46        | 0.79         | 1.11         | 1.50         | 其它               | 5            | 12          | 18           | 23          |
| 每股红利             | 0.08        | 0.14         | 0.19         | 0.25         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>463</b>   | <b>59</b>   | <b>420</b>   | <b>604</b>  |
| 每股净资产            | 3.01        | 3.67         | 4.59         | 5.84         | 资本开支             | 51           | (31)        | (31)         | (31)        |
| ROIC             | 19%         | 28%          | 37%          | 46%          | 其它投资现金流          | 0            | 0           | 0            | 0           |
| ROE              | 15%         | 22%          | 24%          | 26%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>51</b>    | <b>(31)</b> | <b>(31)</b>  | <b>(31)</b> |
| 毛利率              | 76%         | 78%          | 78%          | 79%          | 权益性融资            | 0            | 0           | 0            | 0           |
| EBIT Margin      | 26%         | 24%          | 24%          | 24%          | 负债净变化            | 0            | (230)       | 0            | 0           |
| EBITDA Margin    | 29%         | 27%          | 26%          | 25%          | 支付股利、利息          | (37)         | (66)        | (93)         | (124)       |
| 收入增长             | 38%         | 82%          | 45%          | 36%          | 其它融资现金流          | (80)         | 800         | (100)        | 100         |
| 净利润增长率           | 156%        | 73%          | 40%          | 34%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(154)</b> | <b>504</b>  | <b>(193)</b> | <b>(24)</b> |
| 资产负债率            | 33%         | 52%          | 52%          | 54%          | <b>现金净变动</b>     | <b>361</b>   | <b>532</b>  | <b>197</b>   | <b>548</b>  |
| 息率               | 0.2%        | 0.3%         | 0.5%         | 0.6%         | 货币资金的期初余额        | 364          | 725         | 1257         | 1454        |
| P/E              | 87.3        | 50.6         | 36.0         | 26.8         | 货币资金的期末余额        | 725          | 1257        | 1454         | 2002        |
| P/B              | 13.3        | 10.9         | 8.7          | 6.9          | 企业自由现金流          | 492          | (12)        | 344          | 510         |
| EV/EBITDA        | 59.1        | 37.4         | 27.4         | 21.5         | 权益自由现金流          | 411          | 567         | 252          | 626         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

| 华北区 (机构销售一部)  | 华东区 (机构销售二部)   | 华南区 (机构销售三部)                                       | 海外销售交易部  |
|---|--|--|--|
| <b>李文英</b><br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  | <b>汤静文</b><br>18602117915<br>tangjwen@guosen.com.cn    | <b>邵燕芳</b><br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn  | <b>赵冰童</b><br>13693633573<br>zhaobt@guosen.com.cn    |
| <b>许婧</b><br>18600319171<br>xujing1@guosen.com.cn   | <b>张欣慰</b><br>18701930016<br>zhangxinw@guosen.com.cn   | <b>颜小燕</b><br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn   | <b>梁佳</b><br>13602596740<br>liangjia@guosen.com.cn   |
| <b>王玮</b><br>15901057831<br>wangwei3@guosen.com.cn  | <b>梁轶聪</b><br>18601679992<br>liangyc@guosen.com.cn     | <b>刘紫微</b><br>13828854899<br>liuziw@guosen.com.cn  | <b>吴翰文</b><br>13681572396<br>wuhw@guosen.com.cn      |
| <b>王艺汀</b><br>18311410580<br>wangyit@guosen.com.cn  | <b>吴国</b><br>15800476582<br>wuguo@guosen.com.cn        | <b>赵晓曦</b><br>15999667170<br>zhaoxi@guosen.com.cn  | <b>陈俊儒</b><br>13760329487<br>chenjunru@guosen.com.cn |
| <b>陈雪庆</b><br>18911132721<br>chenxueq@guosen.com.cn | <b>金锐</b><br>13764958911<br>jinrui@guosen.com.cn       | <b>简洁</b><br>15823925035<br>jianjie1@guosen.com.cn | <b>邓怡秋</b><br>15986625526<br>dengyiq@guosen.com.cn   |
| <b>杨云崧</b><br>18610043360<br>yangys@guosen.com.cn   | <b>倪婧</b><br>18616741177<br>nijing@guosen.com.cn       | <b>牛恒</b><br>17888837219<br>niuheng@guosen.com.cn  |  |
| <b>赵海英</b><br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   | <b>林若</b><br>15618987024<br>linruo@guosen.com.cn       | <b>王灿</b><br>13247504850<br>wangcan@guosen.com.cn  |  |
| <b>詹云</b><br>15281619128<br>zhanyun@guosen.com.cn   | <b>张南威</b><br>13918188254<br>zhangnw@guosen.com.cn     | <b>欧子炜</b><br>18682182659<br>ouzww@guosen.com.cn   |  |
| <b>边祎维</b><br>13521850202<br>bianyw@guosen.com.cn   | <b>周鑫</b><br>18621315175<br>zhouxin@guosen.com.cn      |  |  |
|   | <b>丛明浩</b><br>13162040999<br>congminghao@guosen.com.cn |  |  |
|   | <b>李杨</b><br>17301786715<br>liyong10@guosen.com.cn     |  |  |