

全国化进展顺利，持续高速增长

——水井坊（600779）三季度财报点评

2017年10月29日

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	
范堃基	分析师	执业证书编号: S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件:

2017年1-9月公司累计实现营业收入14.71亿元，同比增长85.18%，归属上市公司股东的净利润为2.43亿元，同比增长85.18%。其中2017Q3实现营业收入6.31亿元，同比增长108.93%，归属上市公司股东的净利润为1.29亿元，同比增长122.25%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入(百万元)	300.21	192.4	301.93	381.84	398.62	441.88	630.83
增长率(%)	13.88%	53.64%	31.23%	61.83%	32.78%	129.67%	108.93%
毛利率(%)	75.02%	73.19%	75.36%	79.20%	77.38%	78.60%	80.03%
期间费用率(%)	28.25%	53.92%	36.10%	33.25%	36.01%	35.44%	35.51%
营业利润率(%)	34.59%	7.43%	26.23%	16.02%	32.06%	5.54%	27.42%
净利润(百万元)	78.31	12.81	57.98	75.69	92.15	22.35	128.86
增长率(%)	62.71%	521.55%	181.33%	340.70%	17.68%	74.44%	122.25%
每股盈利(季度,元)	0.16	0.03	0.12	0.15	0.19	0.05	0.26
资产负债率(%)	27.18%	27.71%	28.81%	33.31%	33.40%	40.73%	39.83%
净资产收益率(%)	5.76%	0.96%	4.16%	5.15%	5.90%	1.64%	8.66%
总资产收益率(%)	4.19%	0.69%	2.96%	3.44%	3.93%	0.97%	5.21%

观点:

- 公司产品终端需求强劲，收入快速增长。**伴随公司全国化战略的推进，产品需求强劲，实现了第一梯队核心市场（河南、江苏、四川、湖南和广东）50%以上的增速，与此同时公司加快推进布局第二核心市场（北京、天津、上海、福建和浙江），增速达到100%以上。分产品来看，今年1-9月，公司高中低档白酒收入全面开花：以典藏、井台和臻酿八号等为代表的高档酒实现营业收入13.63亿元，同比增长89.28%；其次是低档酒实现营业收入4836.87万元，增长66.11%；中档白酒实现营业收入5249.42万元，增长27.59%。公司销售渠道以批发代理为主，占88.51%，新渠道及团购和其他方式占比较少，批发代理和

新渠道及团购销售增速都在80%左右。公司省外收入达12.93亿元，同比增长96.93%，省内1.51亿元，增长33.52%，出口0.26亿元，也实现了8.38%的增长。

- **市场投入加大费用提高，支撑收入和利润的快速增长。**公司1-9月销售费用3.64亿元，较去年同期增长105%。公司17年来销售费用持续增长较快，主要是因为推行新总代模式后，核心门店迅速增加，对核心门店渠道建设支持力度也增大，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。
- **产品结构不断升级，扩张效应促进公司发展。**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。8月典藏、井台和臻酿八号出厂价每瓶分别上涨15元、10元、10元。受益于主力单品的提价，提升了产品毛利率空间。17Q3公司毛利率达80.03%环比增长1.43pct，销售费用率和管理费用率环比变化不大，随着公司扩张的规模效应形成和高端产品占比提高，公司未来发展空间很大。

结论：

公司产品定位清晰，三大单品主打高端和次高端白酒，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。随着公司扩张的规模效应显现和高端产品占比逐渐提高，公司发展空间巨大。我们预计公司2017-2019年归属上市公司的净利润分别为：3.67亿元、5.62亿元和7.7亿元，对应EPS分别为0.75元、1.13元和1.54元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：扩张不达预期的风险、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	2123	2891	3822	营业收入	855	1176	1939	2820	3754
货币资金	364	725	1067	1410	1877	营业成本	211	280	438	622	821
应收账款	8	17	27	39	51	营业税金及附加	124	155	330	475	625
其他应收款	46	3	5	7	9	营业费用	188	250	485	691	911
预付款项	6	13	18	24	32	管理费用	164	181	264	372	485
存货	717	803	960	1364	1800	财务费用	-3	-6	-6	-7	-13
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	445	677	924
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	2583	3292	4166	利润总额	106	268	446	680	928
流动负债合计	506	725	873	1103	1319	所得税	18	44	79	118	158
短期借款	0	0	85	92	38	净利润	88	225	367	562	770
应付账款	120	193	252	358	473	少数股东损益	0	0	0	10	20
预收款项	43	89	167	280	430	归属母公司净利润	88	225	367	552	750
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	193	337	496	728	970
非流动负债合计	8	9	2	2	1	BPS (元)	0.18	0.46	0.75	1.13	1.54
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	875	1105	1321	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%	64.86%	45.39%	33.14%
实收资本(或股本)	489	489	489	489	489	营业利润增长	-135.20	138.85	72.01%	52.23%	36.49%
资本公积	400	400	400	400	400	归属于母公司净利润	63.16%	155.52	63.16%	50.57%	35.83%
未分配利润	38	226	171	88	-25	获利能力					
归属母公司股东权	1281	1470	1781	2251	2888	毛利率(%)	75.30%	76.16%	77.42%	77.92%	78.12%
负债和所有者权	1795	2204	2583	3292	4166	净利率(%)	10.29%	19.11%	18.91%	19.94%	20.52%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	4.90%	10.20%	14.20%	16.77%	18.01%	
经营活动现金流	234	382	278	403	622	偿债能力					
净利润	88	225	367	562	770	资产负债率(%)	29%	33%	34%	34%	32%
折旧摊销	87.68	84.83	0.00	58.17	58.17	流动比率	2.34	2.20	2.43	2.62	2.90
财务费用	-3	-6	-6	-7	-13	速动比率	0.92	1.09	1.33	1.38	1.53
应收账款减少	0	0	-9	-12	-13	营运能力					
预收帐款增加	0	0	78	113	150	总资产周转率	0.50	0.59	0.81	0.96	1.01
投资活动现金流	31	-205	27	10	0	应收账款周转率	87	92	88	87	83
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.65	7.54	8.73	9.24	9.04
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	0.75	1.13	1.54
筹资活动现金流	0	-37	36	-70	-154	每股净现金流(最新)	0.54	0.29	0.70	0.70	0.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.62	3.01	3.65	4.61	5.91
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	245.36	96.04	58.86	39.09	28.78
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	16.85	14.69	12.12	9.59	7.47
现金净增加额	265	141	342	343	467	EV/EBITDA	109.93	61.87	41.51	27.85	20.37

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

范堃基

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。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。