东兴证券
DONGXING SECURITIES

次高端的领跑者

——水井坊（600779）2017 年报及 2018 一季度财报点评

2018 年 04 月 28 日

强烈推荐/维持

水井坊 | 财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn 010-66554017	
范垄基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件：

公司发布 2017 年年报及 2018 年一季报。

2017 年全年公司营业收入 20.48 亿元，同比增长 74.13%，实现归属于母公司所有者的净利润 3.35 亿元，同比增长 49.24%，EPS 为 0.83 元/股。利润分配方案为，每 10 股派送现金红利 6.2 元(含税)。

2018 年第一季度公司营业收入 7.48 亿元，同比增长 87.73%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.55 亿元，同比增长 68.01%，EPS 为 0.32 元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	301.93	381.84	398.62	441.88	630.83	577.05	748.34
增长率（%）	31.23%	61.83%	32.78%	129.67%	108.93%	51.12%	87.73%
毛利率（%）	75.36%	79.20%	77.38%	78.60%	80.03%	79.52%	80.79%
期间费用率（%）	36.10%	33.25%	36.01%	35.44%	35.51%	41.88%	39.18%
营业利润率（%）	26.23%	15.90%	32.06%	5.55%	27.42%	20.98%	28.09%
净利润（百万元）	57.98	75.69	92.15	22.35	128.86	92.13	154.83
增长率（%）	181.33%	340.70%	17.68%	74.44%	122.25%	21.71%	68.01%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.15	0.19	0.05	0.26	0.19	0.32
资产负债率（%）	28.81%	33.31%	33.40%	40.73%	39.83%	43.34%	41.99%
净资产收益率（%）	4.16%	5.15%	5.90%	1.64%	8.66%	5.83%	8.92%
总资产收益率（%）	2.96%	3.44%	3.93%	0.97%	5.21%	3.30%	5.18%

观点：

- **“中国白酒第一坊”，品牌底蕴丰富，优化产品结构，巩固品牌高端定位。**在行业调整期，公司对产品结构进行梳理，推出臻酿八号和井台装，为水井坊在中高端市场发力奠定基础。通过核心单品的放量增长，公司走出了调整期的困境，在16年和17年实现了收入和利润的高速增长。2017年，公司陆续推出高端战略性单品水井坊典藏大师和超高端战略性单品水井坊菁翠，阐明公司占位高端、超高端的信心和决心。两款产品的推出，使公司在中高端以上价格段均布局有战略性单品，进一步丰富和优化了公司产品结构，从而对稳固公司高端白酒形象，有效提升品牌价值产生积极的影响。未来公司将继续深耕高端市场，推

出高端新品，有效拉动公司业绩和毛利。水井坊未来战略的核心价格带在500-700元，核心产品将持续升级，重塑品牌力。毛利率方面，2017年三季度公司毛利率上升至80%，在行业中仅次于茅台，充分印证公司产品结构升级的增长逻辑。2018年公司将继续加大次高端在线上和线下的投入，60%费用将投放在线上，并且主要针对品牌形象大师典藏版，以提升品牌形象，40%投在线下的资源主要针对井台和臻酿八号。

- **聚焦“5+5”核心市场，新老总代并行，强化前端管理。**公司16年确定了“5+5”的市场布局，以五大第一梯队核心市场（河南、湖南、江苏、广东、四川），和五大第二梯队市场（北京、上海、浙江、天津、福建）为重心，集中优势资源，精耕细作和重点培养，实现核心市场的快速增长。2017年，十大核心区域均取得较好成绩，已成为公司业绩增长的主要来源。在销售环节，公司实行传统总代模式、新型总代模式相结合的销售模式。新、老总代并行模式，有效发挥了不同区域经销商的优势，充分调动了经销商的积极性，公司对市场变化的反应速度更加直观。该模式是目前最符合公司实际情况的销售模式，从2017年的运行效果来看，公司十大核心市场均实现高增长，全国大部分省份收入亦超越历史最高峰。2018年至2019年，公司将加大销售费用的投入力度，继续推广普及较早的河北、山东、江西、陕西和广西五省作为第三梯队的新兴核心市场，在“5+5”的基础上向“5+5+5”战略推进。

- **中国管理团队改革卓有成效，消费品管理经验丰富。**公司总经理为原嘉士伯啤酒公司总经理，具有26年的啤酒行业从业经验，酒类营销经验丰富。中国籍团队重新接受水井坊后，公司在运营模式、营销策略上均发生了明显变化。公司坚守高端品牌，在毛利率高、前景好的高端市场站稳脚跟；聚焦消费者，获得消费者的认同感以保证产品销量；规范科学合理的渠道模式，围绕核心市场下沉渠道。目前，公司的高管团队已基本稳定，并有丰富的快消品管理经验。在优秀的管理团队的带领下，继续看好水井坊未来的快速发展。

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2018年业绩将持续稳定增长，预计公司2018-2020年归属上市公司的净利润分别为：6.42亿元、9.28亿元和13.68亿元，对应EPS分别为1.31元、1.9元和2.8元，给予公司2018年40倍估值，对应目标价52.4元。维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：食品安全的风险、市场竞争的风险、白酒行业政策的风险

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	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1595	2104	2949	4216	5989	**营业收入**	1176	2048	2998	4437	6300
货币资金	725	1030	1637	2323	3375	**营业成本**	280	429	619	907	1264
应收账款	17	82	41	61	86	营业税金及附加	155	301	431	626	871
其他应收款	3	2	3	4	5	营业费用	250	551	839	1296	1821
预付款项	13	40	40	40	40	管理费用	181	226	366	530	738
存货	803	920	1188	1739	2424	财务费用	-6	-11	-13	-20	-28
其他流动资产	32	24	24	24	24	资产减值损失	57.88	106.50	95.00	80.00	70.00
非流动资产合计	609	685	593	534	475	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	436	417	392	339	286	**营业利润**	258	446	771	1108	1635
无形资产	54	64	57	51	45	营业外收入	13.04	1.25	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	4	24	0	0	0	营业外支出	3.24	30.36	8.00	6.00	5.00
资产总计	2204	2789	3462	4670	6383	**利润总额**	268	417	772	1111	1639
流动负债合计	725	1191	1405	1835	2399	所得税	44	82	130	183	270
短期借款	0	0	0	0	0	**净利润**	225	335	642	928	1368
应付账款	193	276	356	522	727	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	89	169	289	466	718	归属母公司净利润	225	335	642	928	1368
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	337	535	816	1147	1665
非流动负债合计	9	18	2	1	1	**EPS（元）**	0.46	0.69	1.31	1.90	2.80
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	734	1209	1407	1836	2400	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	37.61%	74.13%	46.36%	47.99%	41.98%
实收资本(或股本)	489	489	489	489	489	营业利润增长	138.85	72.67%	72.62%	43.80%	47.53%
资本公积	400	400	400	400	400	归属于母公司净利润	91.33%	49.24%	91.33%	44.52%	47.49%
未分配利润	226	307	140	-102	-457	**获利能力**					
归属母公司股东权	1470	1580	2119	2899	4048	毛利率(%)	76.16%	79.06%	79.35%	79.56%	79.94%
负债和所有者权	2204	2789	3453	4661	6375	净利率(%)	19.11%	16.38%	21.41%	20.91%	21.72%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	10.20%	12.03%	18.54%	19.86%	21.43%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	15.30%	21.23%	30.29%	32.00%	33.80%
经营活动现金流	382	611	649	806	1242	**偿债能力**					
净利润	225	335	642	928	1368	资产负债率(%)	33%	43%	41%	39%	38%
折旧摊销	84.83	99.13	0.00	59.19	59.19	流动比率	2.20	1.77	2.10	2.30	2.50
财务费用	-6	-11	-13	-20	-28	速动比率	1.09	0.99	1.25	1.35	1.49
应收账款减少	0	0	41	-20	-26	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	120	177	252	总资产周转率	0.59	0.82	0.96	1.09	1.14
投资活动现金流	-205	138	48	10	0	应收账款周转率	92	41	49	87	86
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.54	8.75	9.49	10.11	10.09
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)	0.46	0.69	1.31	1.90	2.80
筹资活动现金流	-37	-225	-90	-129	-191	每股净现金流(最新	0.29	1.07	1.24	1.41	2.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.01	3.23	4.34	5.93	8.29
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	87.02	58.31	30.47	21.09	14.30
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	13.31	12.38	9.23	6.75	4.83
现金净增加额	141	525	607	687	1051	EV/EBITDA	55.86	34.66	21.96	15.02	9.72

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017 年 11 月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范垒基

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。