



中航证券金融研究所

分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

研究助理：刘庆东

证券执业证书号：S0640117120027

电话：010-64818395

邮箱：penghl@avicsec.com

水井坊（600779）17 年年报及 18 年一季报 点评：业绩亮眼，发展步入快车道

行业分类：食品饮料

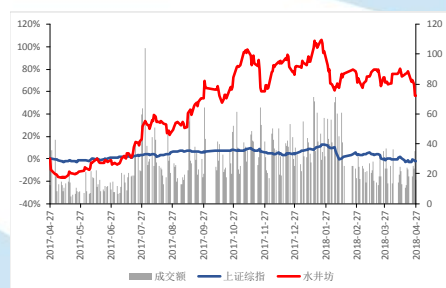
2018 年 4 月 27 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	56.28
当前股价（18.4.27）	40.04

基础数据

上证指数	3082.23
深证综指	1776.13
总股本（亿）	4.89
流通 A 股（亿）	4.89
流通 A 股市值（亿）	195.61
每股净资产（元）	3.23
ROE	21.23%
资产负债率	43.34%
动态市盈率	61.31
市净率	13.14

近一年公司与指数走势对比



资料来源：wind

2017 年年度报告及 2018 年一季度报告：

- 17 年，公司实现营业收入 20.48 亿元，同比增 74.13%；实现营业利润 4.46 亿元，同比增 72.97%；实现归母净利润 3.35 亿元，同比增 49.24%。
18 年第一季度，公司实现营收 7.48 亿元，比上年同期增 87.73%。归属于上市公司股东的净利润 1.55 亿元，比上年同期增 68.01%。
- 17 年气势如虹，18 年值得期待。17 年公司营收、净利润大幅增长分别达到 70% 以上及 50% 左右，超越历史最好水平。分产品看，典藏大师版由于 16 年较低的基数，17 年销量达 16 年的 3.5 倍，井台和臻酿 8 号分别同比增 60%、80%。17 年公司三大核心单品销售收入增速远高于行业平均水平，规模效应带来毛利率有所上升。18 年第一季度公司营收及利润继续大踏步增长，分别达 7.48 亿元及 1.55 亿元，同比分别增 87.73% 及 68.01%。排除春节较晚对入表业绩的推高，18 年一季度营收增长动力仍然在 60% 到 70% 之间，可谓表现优异。分产品，核心品井台和臻酿八号销售分别增长 70% 及 100%。
- 品牌建设、渠道扩张、分销模式转型三管齐下，公司发展步入快车道。公司 17 年及 18 年一季度的亮眼业绩，主要得益于公司在品牌、渠道和分销模式三个方面的明晰战略。品牌建设上，一方面，公司接连推出水井坊典藏大师版及水井坊菁翠，以直接推出高端及超高端产品的方式彰显公司中高端酒类品牌的定位。另一方面，公司通过不断创新品鉴会项目，以独家官方白酒身份亮相 2017《财富》全球论坛，冠名央视节目《国家宝藏》等方法扩大品牌影响力。渠道上，公司的门店数量从 16 年的大概 6、7 千家，扩张到 17 年的 2 万多家，持续的渠道扩张为公司的营收规模扩大提供了强大驱动力。分销模式上，公司 17 年继续稳步推进由原有的扁平化分销模式向新型总代模式转变，新模式下所有前台销售工作由水井坊业务人员自己负责，新总代仅负责后台工作。由于新分销模式的推进，17 年直接与公司发生持续供销关系的经销商数量净减少 29 个，公司对销售终端的掌控力得到进一步加强。
- 产品结构持上移叠加规模扩大，18 年业绩值得期待。公司在 17 年已经明确了未来以发展毛利高的中高端以上产品为主的产品战略，主攻 300 元以上市场。17 年次高端酒臻酿八号同比增 80%，高端酒井台和典藏大师分别增 60% 及 350%，三大核心单品在 2017 年占比有所提升，达 90% 以上。分地区看，17 年公司在各地区销售规模持续扩大，10 大核心市场均高两位数增长，22 个省收入超越历史巅峰。产品的整体上移叠加销售规模的持续扩大，18 年公司业绩大概率迎来进一步的高增长。
- 风险因素：白酒行业景气度下滑，高端酒销售不及预期，食品安全风险。
- 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.34 元、1.95 元和 2.76 元，对应的动态市盈率分别为 29.81 倍、20.53 倍和 14.51 倍，考虑到公司良好的上升势头，18 年给予 42 倍动态市盈率的目标价，对应 56.28 元，给予买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道 3024 号航空大厦 29 楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

图表一：盈利预测表 (单位：百万元)

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2048.38	3072.57	4301.60	6022.24	净利润	335.49	656.19	952.62	1347.92
营业成本	428.85	599.15	817.30	1144.23	折旧与摊销	40.47	38.15	38.33	38.57
营业税金及附加	300.76	451.14	631.59	884.23	财务费用	-10.80	-11.21	-13.67	-16.30
销售费用	550.68	826.03	1156.44	1619.01	资产减值损失	106.50	60.00	60.00	60.00
管理费用	225.92	338.88	474.44	664.21	经营营运资本变动	262.71	3.78	11.73	18.08
财务费用	-10.80	-11.21	-13.67	-16.30	其他	-122.94	-57.33	-56.79	-55.51
资产减值损失	106.50	60.00	60.00	60.00	经营性现金流净额	611.43	689.57	992.21	1392.76
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-15.31	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	153.65	-38.64	-39.28	-46.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	138.34	-68.64	-69.28	-76.59
营业利润	446.35	808.59	1175.51	1666.86	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-29.11	-8.17	-10.31	-15.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	417.24	800.42	1165.19	1651.74	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	81.75	144.23	212.57	303.82	支付股利	-224.73	-335.40	-656.01	-952.36
净利润	335.49	656.19	952.62	1347.92	其他	-0.40	11.08	13.54	16.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	-225.13	-324.32	-642.47	-936.20
归属母公司股东净利润	335.49	656.19	952.62	1347.92	现金流量净额	524.64	296.61	280.46	379.98
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1029.57	1326.18	1606.64	1986.62	成长能力				
应收和预付款项	129.85	190.61	264.83	370.76	销售收入增长率	74.13%	50.00%	40.00%	40.00%
存货	920.41	1324.97	1843.20	2619.83	营业利润增长率	72.67%	81.15%	45.38%	41.80%
其他流动资产	24.28	36.42	50.98	71.38	净利润增长率	49.24%	95.59%	45.17%	41.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.75%	75.52%	43.64%	40.74%
投资性房地产	14.30	14.30	14.30	14.30	获利能力				
固定资产和在建工程	444.39	442.32	440.08	437.59	毛利率	79.06%	80.50%	81.00%	81.00%
无形资产和开发支出	72.45	69.27	66.08	62.90	三费率	37.39%	37.55%	37.60%	37.64%
其他非流动资产	153.63	189.38	225.76	269.45	净利率	16.38%	21.36%	22.15%	22.38%
资产总计	2788.89	3593.45	4511.87	5832.82	ROE	21.23%	34.52%	43.35%	51.98%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.03%	18.26%	21.11%	23.11%
应付和预收款项	768.00	1100.53	1515.65	2121.92	ROIC	46.03%	84.92%	102.93%	120.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.24%	27.19%	27.90%	28.05%
其他负债	440.61	591.85	798.54	1117.66	营运能力				
负债合计	1208.61	1692.38	2314.19	3239.58	总资产周转率	0.82	0.96	1.06	1.16
股本	488.55	488.55	488.55	488.55	固定资产周转率	4.80	7.64	11.51	17.40
资本公积	399.51	399.51	399.51	399.51	应收账款周转率	39.17	28.53	27.74	27.74
留存收益	692.23	1013.02	1309.63	1705.18	存货周转率	0.45	0.49	0.49	0.49
归属母公司股东权益	1580.28	1901.07	2197.68	2593.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.53%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1580.28	1901.07	2197.68	2593.24	资产负债率	43.34%	47.10%	51.29%	55.54%
负债和股东权益合计	2788.89	3593.45	4511.87	5832.82	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.77	1.72	1.64	1.57
					速动比率	0.99	0.93	0.84	0.75
					股利支付率	66.99%	51.11%	68.86%	70.65%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	476.02	835.52	1200.16	1689.13	每股收益	0.69	1.34	1.95	2.76
PE	58.31	29.81	20.53	14.51	每股净资产	3.23	3.89	4.50	5.31
PB	12.38	10.29	8.90	7.54	每股经营现金	1.252	1.411	2.031	2.851
PS	9.55	6.37	4.55	3.25	每股股利	0.460	0.687	1.343	1.949
EV/EBITDA	38.536	21.554	14.739	10.220					
股息率	0.011	0.017	0.034	0.049					

资料来源：wind、中航证券金融研究所

资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所食品饮料行业分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们根据的研究或分析。