

2018年06月26日

公司研究

评级：买入（维持）

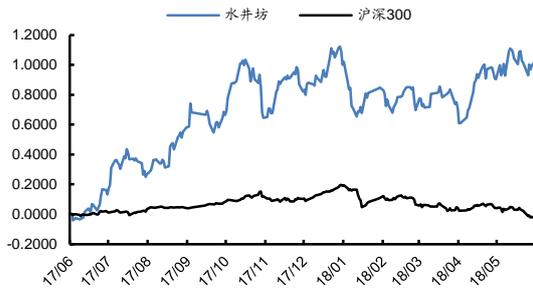
研究所

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

## 要约收购彰显信心，核心产品快速增长

### ——水井坊（600779）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
水井坊	6.7	19.8	105.6
沪深 300	-6.7	-8.2	-2.9

市场数据

2018-06-25

当前价格（元）	50.56
52 周价格区间（元）	23.77 - 54.86
总市值（百万）	24700.87
流通市值（百万）	24700.87
总股本（万股）	48854.57
流通股（万股）	48854.57
日均成交额（百万）	284.31
近一月换手（%）	23.10

相关报告

《水井坊（600779）动态点评：核心单品放量，区域扩张提速》——2018-06-19

《水井坊（600779）业绩预告点评：Q4 收入增速放缓，非经常损益拖累业绩》——2018-01-26

《水井坊（600779）三季报点评：收入超市场预期，毛利率稳步提升》——2017-10-30

《水井坊（600779）调研简报：核心产品快速增长，区域扩张稳步推进》——2017-10-16

《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

## 事件：

水井坊于 2018 年 6 月 25 日接到实际控制人 Diageo Plc（帝亚吉欧）书面通知，帝亚吉欧拟通过要约收购的方式将其持有的四川水井坊股份有限公司的股份比例从目前 39.71% 提高至最多不超过 60.00%，要约价格 62.00 元/股。

## 投资要点：

■ **水井坊重要性凸显。**帝亚吉欧是全球最大的洋酒公司，业务横跨蒸馏酒、葡萄酒、啤酒三大品类，帝亚吉欧在全球 21 个地区超过 180 个国家进行业务布局，业务主要分布在北美洲、拉丁美洲、亚太地区、非洲和欧洲五大区域。随着欧美地区成熟后业绩增速逐步放缓，受益消费升级，国内中高端白酒市场空间依旧较大，水井坊业绩持续快速增长，水井坊在帝亚吉欧体系内变得越来越重要，是未来驱动增长的重要引擎，帝亚吉欧要约收购进一步提升控制权。

■ **溢价收购彰显信心。**要约收购价格为 62.00 元/股，溢价 23% 收购表明帝亚吉欧长期看好公司发展，对水井坊的未来发展充满信心。外延并购是帝亚吉欧做大做强核心方式，帝亚吉欧的并购主要侧重于对优势品牌的整合，依托帝亚吉欧的管理输出与整合能力，水井坊自身具备品牌、渠道、产品性价比优势，公司新总代模式已然成熟，核心市场梯队完善，未来 5+5+5 市场战略清晰，核心门店继续加快扩张，继续看好公司全国化布局。

■ **核心产品快速增长。**水井坊核心产品主要有井台装、臻酿八号和典藏，井台装为公司传统高端单品之一，目前井台装占公司整体份额的 30% 左右，2017 年井台同比增长 60%。臻酿八号于 2013 年底推出，产品性价比高，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，2017 年同比增长 80%，目前支撑起公司近 60% 左右的销售收入。公司在 2017 年 3 月底上市新典藏系列，结构升级，基数小增速快。

■ **区域扩张稳步推进。**公司“5+5+5”市场全面发力，核心门店持续增加，区域扩张空间巨大。2016 年公司确定了以 5+5 的核心市场布局，即 5 个核心市场（江苏、河南、湖南、四川、广东），5 个次核心市场（北京、上海、浙江、天津、福建），集中优势资源，精耕细作和重点培养。2017 年下半年再增加 5 个新兴市场（河北、山东、江

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%。

西、陕西、广西)，2017 年前五大核心市场超两位数增长，后五大市场和新兴市场增速更快。公司核心门店数量从 2016 年底的约 7000 家增加到 2017 年底的 2 万多家，预计 2018 年底达到 3 万多家。2017 年公司核心门店销售收入占比 70%以上，未来增长空间将主要来源于新兴市场。

- **投资建议：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.45 元、2.08 元、2.69 元。对应当前股价 PE 分别为 35X、24X、19X。次高端竞争格局好，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“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；食品安全事件；市场拓展的不确定性；新品不达预期；限制三公消费力度加大；公司被起诉结果的不确定性；要约收购的不确定性

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	2048.38	3089.72	4185.81	5221.97
增长率(%)	74.13%	50.84%	35.48%	24.75%
净利润（百万元）	335.60	707.68	1014.27	1314.89
增长率(%)	49.29%	110.87%	43.32%	29.64%
摊薄每股收益（元）	0.69	1.45	2.08	2.69
ROE(%)	22.01%	30.93%	30.71%	28.48%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表：水井坊盈利预测表

证券代码:	600779.SH				股价:	50.56	投资评级:	买入	日期:	2018-06-25
<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	22.01%	30.93%	30.71%	28.48%	EPS	0.69	1.45	2.08	2.69	
毛利率	79.06%	79.00%	79.00%	79.00%	BVPS	3.23	4.68	6.76	9.45	
期间费率	37.39%	36.09%	34.50%	33.36%	<b>估值</b>					
销售净利率	16.38%	22.90%	24.23%	25.18%	P/E	73.60	34.90	24.35	18.79	
<b>成长能力</b>					P/B	15.63	10.80	7.48	5.35	
收入增长率	74.13%	50.84%	35.48%	24.75%	P/S	12.06	7.99	5.90	4.73	
利润增长率	49.29%	110.87%	43.32%	29.64%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
总资产周转率	0.82	0.91	0.88	0.81	营业收入	2048.38	3089.72	4185.81	5221.97	
应收账款周转率	41.34	30.11	28.81	27.80	营业成本	428.85	648.84	879.02	1096.61	
存货周转率	0.50	0.56	0.54	0.52	营业税金及附加	300.76	432.56	586.01	731.08	
<b>偿债能力</b>					销售费用	550.68	787.88	1004.59	1201.05	
资产负债率	0.43	0.43	0.40	0.37	管理费用	225.92	340.78	461.67	574.42	
流动比	1.77	1.96	2.20	2.47	财务费用	-10.80	-13.69	-22.07	-33.56	
速动比	0.99	1.14	1.35	1.61	其他费用/(-收入)	40.47	39.82	38.79	37.76	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	营业利润	446.46	893.35	1276.58	1652.37	
现金及现金等价物	1029.57	1707.92	2705.80	4005.37	营业外净收支	-29.11	-8.75	-8.75	-8.75	
应收款项	87.68	132.25	179.17	223.52	利润总额	417.35	884.60	1267.83	1643.61	
存货净额	920.41	1392.56	1886.57	2353.57	所得税费用	81.75	176.92	253.57	328.72	
其他流动资产	23.98	23.98	23.98	23.98	净利润	335.60	707.68	1014.27	1314.89	
<b>流动资产合计</b>	<b>2104.11</b>	<b>3320.80</b>	<b>4882.24</b>	<b>6714.56</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	416.85	414.83	396.70	380.00	归属于母公司净利润	335.60	707.68	1014.27	1314.89	
在建工程	27.55	10.00	10.00	10.00	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	
无形资产及其他	63.80	61.54	58.88	55.82	经营活动现金流	769.59	690.41	1001.57	1291.76	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	335.60	707.68	1014.27	1314.89	
<b>资产总计</b>	<b>2788.89</b>	<b>3982.76</b>	<b>5522.41</b>	<b>7333.97</b>	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	40.47	39.82	38.79	37.76	
应付款项	418.51	633.19	857.81	1070.16	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	
预收帐款	169.06	255.01	345.47	430.99	营运资金变动	260.05	-36.73	-38.17	-36.09	
其他流动负债	30.14	30.14	30.14	30.14	投资活动现金流	-250.87	-25.75	-25.75	-25.75	
<b>流动负债合计</b>	<b>1190.85</b>	<b>1692.47</b>	<b>2217.86</b>	<b>2714.52</b>	资本支出	-35.50	-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	-17.69	-2.00	-2.00	-2.00	
其他长期负债	2.32	2.32	2.32	2.32	其他	-62.07	0.00	0.00	0.00	
<b>长期负债合计</b>	<b>17.75</b>	<b>2.32</b>	<b>2.32</b>	<b>2.32</b>	筹资活动现金流	10.80	13.69	22.07	33.56	
<b>负债合计</b>	<b>1208.61</b>	<b>1694.79</b>	<b>2220.18</b>	<b>2716.85</b>	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	1580.28	2287.96	3302.23	4617.12	其它	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2788.89</b>	<b>3982.76</b>	<b>5522.41</b>	<b>7333.97</b>	现金净增加额	529.52	678.35	997.88	1299.57	

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。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现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。本报告清晰准确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。