

投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

|          |       |
|----------|-------|
| 收盘价(元)   | 54.45 |
| 52周最高(元) | 60.17 |
| 52周最低(元) | 24.09 |
| 总市值(亿元)  | 266   |
| 流通市值(亿元) | 266   |
| 总股本(亿股)  | 4.89  |
| 流通股本(亿股) | 4.89  |
| 每股净资产(元) | 3.55  |
| 资产负债率(%) | 41.99 |

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏  
SAC 执业证书编号：S1340511010001  
Email: chengyimin@cnpsec.com

相关研究报告

水井坊 (600779.SH):

国际酒业巨头发起要约收购，公司迎接新增长阶段

核心观点：

- **实际控制人帝亚吉欧以 62 元/股价格，要约收购公司 20% 股权**  
6月25日晚间，水井坊公告：实际控制人 Diageo Pic 发起要约收购，拟通过子公司以 62 元/股的价格收购上市公司 20.29% 股份，总收购金额 61.46 亿元，收购完成后控制上市公司 60% 股份。

- **国际酒业巨头加速布局白酒业务意义非凡**

帝亚吉欧在 2006 年通过受让上市公司控股股东的 43% 股权，间接成为了水井坊股东，后在 2008 年、2010 年、2013 年通过受让等方式持有了控股股东 100% 股权，实现对上市公司的实际控制。帝亚吉欧 (Diageo)，分别在纽约和伦敦交易所上市，产品涵盖蒸馏酒（白兰地、威士忌、朗姆酒、白酒等）、葡萄酒、啤酒，2017 年财年营业额约 1000 亿元，净利润约 225 亿元，市值约 7500 亿元。

- **2013 公司销售改革成功，期待帝亚吉欧绝对控股后带来新变化**

2012 年至 2014 年，公司经历巨变，收入从 16 亿下滑至 4 亿元，利润由 3 亿变为亏损 3 亿。业绩下降一方面与当时高端白酒市场环境有关，另一方面由于公司运营模式进行扁平化直营改革，退出部分地方总代所致。2015 年至今，公司经营重新进入正轨，加之白酒行业复苏，近三年营业收入复合增长率 77%，2017 年营业收入 20.84 亿元，净利润 3.35 亿元。

- **产品线布局合理，核心产品售价 800 元、500 元、350 元三档**

公司的核心产品是水井坊典藏大师版、水井坊井台、水井坊臻酿八号，京东无折扣售价分别为 799 元、519 元、359 元，公司酒类产品目标客户定位明确，即满足中高端日常消费。公司产品向上有 1500 元的菁翠、向下布局了 169 元小水井作为补充。

- **盈利预测与投资评级**

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.27 元、1.72 元和 2.15 元，对应的动态市盈率分别为 42.58 倍、31.70 倍和 25.34 倍，给予

“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险提示

经济下滑，消费行业需求下降；行业政策风险；发生食品安全问题。

### 盈利预测

| 会计年度     | 2017A   | 2018E   | 2019E  | 2020E   |
|----------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入（百万） | 2048.38 | 3303.83 | 4464.8 | 5565.82 |
| 增长率（%）   | 74.13   | 61.29   | 35.14  | 24.66   |
| 净利润（百万）  | 335.56  | 620.77  | 839.06 | 1049.89 |
| 增长率（%）   | 49.24   | 85.00   | 35.16  | 25.13   |
| EPS（元）   | 0.69    | 1.27    | 1.72   | 2.15    |
| PE       | 79.29   | 42.85   | 31.70  | 25.34   |

数据来源：水井坊公告、中邮证券研发部

### 实际控制人帝亚吉欧以 62 元/股价格，要约收购公司 20% 股权

6 月 25 日晚间，水井坊公告：实际控制人 Diageo Pic 发起要约收购，拟通过子公司以 62 元/股的价格收购上市公司 20.29% 股份，总收购金额 61.46 亿元，收购完成后控制 60% 股份。这是帝亚吉欧第一次通过二级市场增持来实现增加对水井坊的持股比例。

帝亚吉欧 (Diageo)，分别在纽约和伦敦交易所上市，产品涵盖蒸馏酒（白兰地、威士忌、朗姆酒、白酒等）、葡萄酒、啤酒，2017 年财年营业额约 1000 亿元，净利润约 225 亿元，市值约 7500 亿元。

早在 2006 年，帝亚吉欧在通过受让盈盛投资持有的上市公司控股股东全兴集团的 43% 股权，间接成为了水井坊股东，后在 2008 年、2010 年、2013 年分别通过受让等方式获得了工会持有的 6%、盈盛投资持有的 4%、盈盛投资持有的 49% 的全兴集团，实现对上市公司控股股东 100% 持股，成为上市公司实际控制人。

### 实际控制人帝亚吉欧以 62 元/股价格，要约收购公司 20% 股权

2012 年至 2014 年，公司经历巨变，收入从 16 亿下滑至 4 亿元，利润由 3 亿变为亏损 3 亿。业绩下降一方面与当时高端白酒市场环境有关，另一方面由于公司运营模式进行扁平化直营改革有关，同时回收部分地方总代库存冲减了销售收入。

2015 年至今，公司经营重新进入正轨，加之白酒行业复苏，近三年营业收入复合增长率 77%，2017 年营业收入 20.84 亿元，净利润 3.35 亿元。

图 1 公司近五年营业收入与净利润（亿）

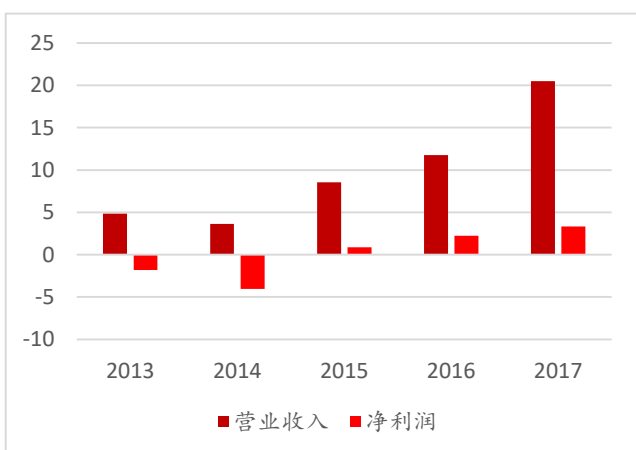
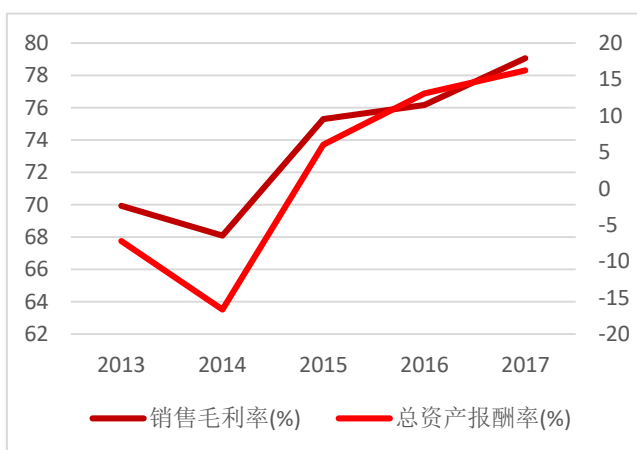


图 2 公司近五年毛利率与总资产回报率



数据来源：水井坊公告、中邮证券研发部

我们认为，公司的复苏一方面取决于市场因素，另一方面与管理层做出改革努力有很大关系，全兴集团酿酒大师黄建勇于 2014 年离任，迎来了精通管理的帝亚吉欧集团董事总经理陈寿祺，带领公司实现复兴。

2018 年 6 月 7 日，曾任嘉士伯（香港）总经理的范祥福替代陈寿祺成为水井坊新一任董事长。我们相信新董事长的到来，会带来一点不一样的东西。

### 产品线布局合理，核心产品售价 800 元、500 元、350 元三档

公司的核心产品是水井坊典藏大师版、水井坊井台、水井坊臻酿八号，京东无折扣售价分别为 799 元、519 元、359 元，公司酒类产品目标客户定位明确，即满足中高端日常消费。公司产品向上有 1500 元的菁翠、向下布局了 169 元小水井作为补充。

图 3 水井坊的三款主力白酒典藏大师版、井台、臻酿八号



数据来源：互联网、中邮证券研发部

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.27 元、1.72 元和 2.15 元，对应的动态市盈率分别为 42.58 倍、31.70 倍和 25.34 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

### 风险提示

经济下滑，消费行业需求下降；行业政策风险；发生食品安全问题。

**财务报表预测**

| 利润表 (百万元)         |               |               |                |                | 资产负债表 (百万元)        |                |                |                |                |
|-------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                   | 2017A         | 2018E         | 2019E          | 2020E          |                    | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
| 营业收入              | 2048.38       | 3303.83       | 4464.80        | 5565.82        | 货币资金               | 1029.57        | 1396.23        | 1819.13        | 2653.51        |
| 减:营业成本            | 428.85        | 765.08        | 1033.92        | 1288.89        | 应收和预付款项            | 129.85         | 105.17         | 212.44         | 183.49         |
| 营业税金及附加           | 300.76        | 485.09        | 655.55         | 817.21         | 存货                 | 920.41         | 1264.39        | 1536.76        | 1760.23        |
| 营业费用              | 550.68        | 888.20        | 1200.31        | 1496.31        | 其他流动资产             | 23.98          | 23.98          | 23.98          | 23.98          |
| 管理费用              | 225.92        | 364.39        | 492.44         | 613.87         | 长期股权投资             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 财务费用              | -10.80        | -26.62        | -36.17         | -50.32         | 投资性房地产             | 14.30          | 12.27          | 10.25          | 8.23           |
| 资产减值损失            | 106.50        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 固定资产和在建工程          | 444.39         | 461.02         | 475.14         | 486.77         |
| 加:投资收益            | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 无形资产和开发支出          | 72.45          | 77.97          | 83.79          | 89.70          |
| 公允价值变动损益          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 其他非流动资产            | 153.93         | 127.94         | 123.60         | 123.60         |
| 其他经营损益            | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | <b>资产总计</b>        | <b>2788.89</b> | <b>3468.97</b> | <b>4285.09</b> | <b>5329.51</b> |
| <b>营业利润</b>       | <b>446.46</b> | <b>827.69</b> | <b>1118.75</b> | <b>1399.85</b> | 短期借款               | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 加:其他非经营损益         | -29.11        | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 应付和预收款项            | 979.38         | 1292.33        | 1502.30        | 1788.25        |
| <b>利润总额</b>       | <b>417.35</b> | <b>827.69</b> | <b>1118.75</b> | <b>1399.85</b> | 长期借款               | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 减:所得税             | 81.80         | 206.92        | 279.69         | 349.96         | 其他负债               | 229.23         | 147.89         | 147.89         | 147.9          |
| <b>净利润</b>        | <b>335.56</b> | <b>620.77</b> | <b>839.06</b>  | <b>1049.89</b> | <b>负债合计</b>        | <b>1208.61</b> | <b>1324.80</b> | <b>1534.76</b> | <b>1820.71</b> |
| 减:少数股东损益          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 股本                 | 488.55         | 488.55         | 488.55         | 488.55         |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>335.56</b> | <b>620.77</b> | <b>839.06</b>  | <b>1049.89</b> | 资本公积               | 399.51         | 399.51         | 399.51         | 399.51         |
|                   |               |               |                |                | 留存收益               | 692.23         | 1140.69        | 1746.85        | 2505.31        |
| <b>财务指标</b>       | <b>2017A</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | <b>归属母公司股东权益</b>   | <b>1580.28</b> | <b>2028.74</b> | <b>2634.90</b> | <b>3393.36</b> |
| 毛利率               | 79.06%        | 76.84%        | 76.84%         | 76.84%         | 少数股东权益             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 销售净利率             | 16.38%        | 18.79%        | 18.79%         | 18.86%         | <b>股东权益合计</b>      | <b>1580.28</b> | <b>2028.74</b> | <b>2634.90</b> | <b>3393.36</b> |
| ROE               | 21.23%        | 30.60%        | 31.84%         | 30.94%         | 负债和股东权益合计          | 2788.89        | 3468.97        | 4285.09        | 5329.51        |
| ROA               | 15.54%        | 23.78%        | 25.87%         | 25.81%         |                    |                |                |                |                |
| ROIC              | 44.32%        | 95.23%        | 121.99%        | 117.64%        | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2017A</b>   | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   |
| 资产负债率             | 38.80%        | 39.32%        | 36.67%         | 34.82%         | 经营性现金净流量           | 612.66         | 639.03         | 688.63         | 1146.49        |
| 流动比率              | 2.02          | 2.11          | 2.34           | 2.54           | 投资性现金净流量           | 138.34         | -67.00         | -69.00         | -71.00         |
| 股利支付率             | 66.97%        | 27.76%        | 27.76%         | 27.76%         | 筹资性现金净流量           | -225.13        | -145.69        | -196.73        | -241.11        |
| 总资产周转率            | 0.79          | 0.98          | 1.07           | 1.06           | <b>现金流量净额</b>      | <b>525.87</b>  | <b>426.34</b>  | <b>422.90</b>  | <b>834.38</b>  |

数据来源: wind、水井坊公告、中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。