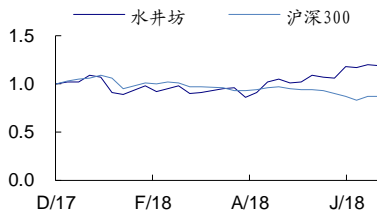


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
水井坊(600779)
2018 年中报点评
买入

(维持评级)

2018 年 07 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	489/489
总市值/流通(百万元)	26,865/26,865
上证综指/深圳成指	2,906/9,466
12 个月最高/最低(元)	60.17/28.07

相关研究报告:

《水井坊-600779-2017 年年报及 2018 年一季报点评: Q1 收入靓丽, 高端化+区域拓张提速》——2018-05-02

《水井坊-600779-2017 年三季报点评: 高筑墙, 广积粮, 进击 2.0 时代》——2017-10-30

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 郭尉

电话: 15210587234

E-MAIL: guoweil@guosen.com.cn

:

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩符合预期, 高端化+区域拓张持续
● 业绩回顾: 业绩符合预期, 毛利率创新高

公司 2018 上半年收入 13.36 亿元(+58.97%), 归母净利润 2.67 亿元(+133.59%), 扣非净利润 2.95 亿(+150.30%)。单 Q2 收入 5.88 亿元(+33%), 归母净利润 1.13 亿元(+404%), 收入淡季环比有所下降, 业绩在去年同期低基数影响下大幅提升, 整体符合预期。18H1 毛利率 81.6%(+3pcts) 创新高, 反映产品结构升级持续及提价效应顺畅; 消费税率 11.5%保持稳定。H1 销售费用率 31.4%(+6.8pcts), 其中广告促销费 3.38 亿同增 115%, 国家宝藏等电视广告、节庆促销以及品鉴会投入较多所致, 18Q2 销售费用率 30.4%环减 1.7pcts 有所回落。H1 管理费用率 9.6%同减 2.1pcts。综合影响下, 18H1 净利率 20.02%(+6.4pcts)。18H1 销售收现 14.7 亿同增 52.4%, 与收入匹配。诉讼事件影响在年报计提 3000 万元预计负债基础上再计提约 4000 万元, 目前处于二审阶段, 后续影响有限。

● 看产品及区域: 高端化延续, 区域战略成效明显

在大众消费升级的背景下, 公司持续推动水井坊品牌高端化工作, 调研显示井台增速较臻酿 8 号更快, 典藏和菁翠高端升级拉升产品均价。18 年 H1 高档酒收入 12.77 亿元同增 60.2%, 毛利率 82.35%同增 2.8pcts; 中档酒收入 3330 万元同减 21.17%, 毛利率 55%同增 5.7pcts。目前井台+臻酿 8 号整体占比销售 80%, 随着旺季销售增长动力延续, 渠道库存消化后有望再获增长动力。区域来看, 18 年 H1 省外收入 11.9 亿元, 同增 61.43%, 毛利率 82.45%同增 3.38pcts, 销售表现靓丽。公司继续将江苏、河南、湖南、四川、广东、北京、上海、浙江、天津、福建等 5+5 核心市场作为运营重心, 集中优势资源, 精耕细作, 新总代模式下加强与省代和分销商建立渠道共赢合作关系。采取“蘑菇战术”, 有效带动周边市场发展, 加速拓展河北、山东、江西、陕西和广西五省作为第三梯队的新兴核心市场。H1 东区/南区/西区/北区销售收入 3.9/3.0/2.6/2.2 亿元同增 39.4/84.7/52.0/101.9%; 其中东区、北区、西区均价分别提升 16.3/12.5/8.5%显示较强的结构升级趋势。

盈利预测与估值。公司产品价位段清晰, 品牌高度及消费者口碑强, 看好未来区域拓张获得持续高增长, 大股东溢价要约收购彰显对公司长期发展信心, 要约收购价 62 元较现价仍有 12.7%空间。维持公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.40/2.08/2.80 元, 对应 39/26/20 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示。白酒行业景气度下滑; 高档酒增速回落; 区域拓展不及预期

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1176	2048	3253	4213	5276
(+/-%)	37.61%	74.13%	58.79%	29.53%	25.24%
净利润(百万元)	225	335	684	1014	1366
(+/-%)	155.52%	49.24%	103.92%	48.29%	34.66%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.69	1.40	2.08	2.80
EBIT Margin	22.2%	19.8%	25.7%	29.7%	32.0%
净资产收益率(ROE)	15.3%	21.2%	41.5%	58.0%	72.4%
市盈率(PE)	119.5	79.7	39.3	26.4	19.6
EV/EBITDA	63.7	41.8	22.5	14.8	11.2
市净率(PB)	13.3	12.4	11.9	11.2	10.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	970	647	982	724	营业收入	2048	3253	4213	5276
应收款项	88	79	137	133	营业成本	429	638	773	910
存货净额	920	1645	1463	2196	营业税金及附加	301	472	590	728
其他流动资产	66	69	85	89	销售费用	551	894	1116	1372
流动资产合计	2044	2440	2666	3143	管理费用	226	351	434	528
固定资产	417	393	342	290	财务费用	(12)	(18)	(18)	(19)
无形资产及其他	64	72	72	71	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	107	50	50	50
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2608	2947	3118	3542	营业利润	446	865	1268	1708
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(29)	(10)	0	0
应付款项	419	618	638	841	利润总额	417	855	1268	1708
其他流动负债	591	663	712	797	所得税费用	82	171	254	342
流动负债合计	1010	1281	1350	1638	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	335	684	1014	1366
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	2	2	2	2	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1012	1283	1352	1640		2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	335	684	1014	1366
股东权益	1580	1649	1750	1887	资产减值准备	107	50	50	50
负债和股东权益总计	2608	2947	3118	3542	折旧摊销	40	6	6	2
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(12)	(18)	(18)	(19)
					营运资本变动	358	277	(5)	288
					其它	(215)	(716)	182	(734)
					经营活动现金流	613	283	1229	953
					资本开支	(86)	0	0	0
					其它投资现金流	225	(8)	0	0
					投资活动现金流	138	(8)	0	0
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(225)	(598)	(895)	(1210)
					其它融资现金流	0	0	0	0
					融资活动现金流	(225)	(598)	(895)	(1210)
					现金净变动	526	(323)	335	(257)
					货币资金的期初余额	504	970	647	982
					货币资金的期末余额	970	647	982	724
					企业自由现金流	482	224	1173	896
					权益自由现金流	491	239	1188	912

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.69	1.40	2.08	2.80
每股红利	0.62	1.26	1.87	2.52
每股净资产	3.23	3.37	3.58	3.86
ROIC	44%	107%	97%	167%
ROE	21%	41%	58%	72%
毛利率	79%	80%	82%	83%
EBIT Margin	20%	26%	30%	32%
EBITDA Margin	22%	26%	30%	32%
收入增长	74%	59%	30%	25%
净利润增长率	16%	21%	24%	26%
资产负债率	39%	44%	43%	46%
息率	1.5%	3.1%	4.7%	6.3%
P/E	79.7	39.3	26.4	19.6
P/B	12.4	11.9	11.2	10.4
EV/EBITDA	41.8	22.5	14.8	11.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032