

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

## 业绩延续高增长, 高增长覆盖高估值

### ——水井坊(600779) 2018 年中报点评

## 证券研究报告-中报点评

## 增持(调降)

市场数据(2018-08-10)

发布日期: 2018年08月13日

收盘价(元)	53.09
一年内最高/最低(元)	60.17/30.80
沪深300指数	3405.02
市净率(倍)	16.41
流通市值(亿元)	259.37

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	3.16
每股经营现金流(元)	-0.02
毛利率(%)	81.14
净资产收益率_摊薄(%)	17.31
资产负债率(%)	50.16
总股本/流通股(万股)	48854.57/48854.57
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《水井坊(600779)中报点评: 大幅投入催生高端产品放量》 2017-08-18

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

**投资要点:**

- 20181H, 公司的销售收入继续保持高增长。20181H, 公司的销售商品收到现金14.66亿元, 同比增52.39%; 营业收入13.36亿元, 同比增58.86%, 两项销售指标的增幅基本一致。两项指标较上年同期略有下滑, 分别下降58.11和11.73个百分点, 但是公司销售高增长的势头继续得以保持。
- 20181H, 公司销售收入的高增势头得益于成品酒和基酒的较高增长。其中, 我们判断, 鉴于基酒市场的行情, 基酒的销量大概率增长较快, 预计达到2500至3000吨; 而同时, 考虑到基酒和成品中档酒的毛利率相当, 且基酒在费用方面的投入小于成品酒, 故基酒的盈利能力至少不低于中档成品酒。成品酒方面, 由于今年的经济稳定性不及去年, 但是如果吨价能够持稳, 提价对销量造成的负面影响已经消除, 高中档成品酒的销量或会改变上年的下滑态势, 录得了一定的增长。
- 20181H, 公司的营业成本增幅小于收入增幅, 综合毛利率提升。20181H, 公司的营业成本增幅为36.22%, 较营业收入增幅低16.17个百分点, 营业成本维持较低水平是公司录得高毛利率的主要原因。20181H, 公司的综合毛利率81.14%, 较上年同期高出3.12个百分点。我们看到, 当期购买商品支付的现金远远高于20181H营业成本的确认, 故在今天的通胀行情中, 公司基本锁定了全年的原材料价格, 全年的营业成本有望维持在较低水平。
- 截至6月30日, 公司的存货达到12.29亿元, 同比增59.82%。半成品的增加是存货增加的主要原因。从结构看, 存货中的83.22%是半成品, 半成品较期初增加36.78%, 而其他存货的变化不大。存货一方面反映销售的进度和滞畅, 一方面反映公司对下半年销售的预期。我们认为, 公司对下半年成品酒的销售持有积极预期, 其下半年的节日较多, 公司备货的成分更大。
- 20181H, 公司的销售费用继续大幅增长。20181H, 公司的销售费用达到4.19亿元, 同比增1.02倍。公司的销售费用已经连续两期翻番增

长：2017H，公司的销售费用为 2.07 亿元，较 2016 年同期增长 1.01 倍。较高的销售投入下，2018H，公司的销售费用率达到 31.37%，同比增加 6.75 个百分点。中高档成品酒市场竞争之激烈从销售费用中可见一斑。公司九成以上的市场在川外，避开了川内白酒的竞争，上半年重点开拓的五大核心市场包括：河北、山东、陕西、江西和广西。销售费用中占比最大、增幅最大的是广告和市场推广费，达到 3.38 亿元，同比增长 1.83 倍，占同期销售费用的 81%。

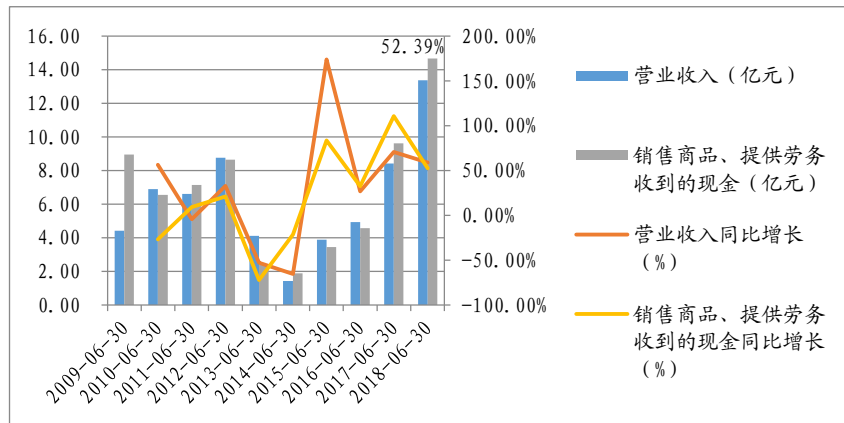
- **超高的销售费用支出减少了公司的经营性现金流。**2018H，公司“支付与经营有关的现金”项下达到 3.93 亿元，同比增 1.28 倍，与广告和市场推广费用支出基本一致。超高的费用支出增加了现金流出，导致上半年公司的经营性现金流净额四年来出现负值。
- **由于提价传导和低营业成本，公司维持了较高的毛利率，故尚能承担较高的销售费用。**随着提价效应结束，通胀如期而至，如此高的销售费用将会侵蚀公司的净利率和股东回报率。
- **公司目前采取了较为激进的打法：用基酒打“量”、用高档酒拉“价”，经营扩张迅猛。**公司去年开发了基酒销售，当年整体销量增长近两倍。由于基酒的毛利率低于高档成品酒，大概在 50%至 53%区间，与中档酒相当；基酒的大量开发使得公司的产品结构下沉。因此，公司通过拉升高档酒的价位来保障产品结构和盈利水平：2017 年公司分若干次大幅提价，使得高档酒的毛利率恢复到了之前 80%的水平。2018 年，我们认为，公司会延续目前积极的策略，表现为：费用高投入和销售高增长。但是，我们认为，白酒持续提价或很难被市场接受。
- **投资评级。**我们预测公司 2018、2019、2020 年的 EPS 分别为 1.15 元、1.87 元、2.74 元，分别同比增长 67.6%、62.2%和 46.9%，对应 8 月 10 日收盘价 53.09 元，PE 分别为 46.2、28.4 和 19.4 倍。短期内，公司股价估值过高，为了避免市场风险，我们调降公司的评级为“增持”。

**风险提示：**市场对白酒持有报复性情绪，导致白酒板块下半年持续下跌，转变成为系统性风险；经济恶化减少白酒消费；食品安全等“黑天鹅”事件。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1176.4	2048.4	3277.4	4752.2	6653.1
增长比率	37.6%	74.1%	60.0%	45.0%	40.0%
净利润(百万元)	224.8	335.5	562.8	913.4	1340.9
增长比率	155.5%	49.2%	67.6%	62.2%	46.9%
每股收益(元)	0.46	0.69	1.15	1.87	2.74
市盈率(倍)	115.4	77.3	46.2	28.4	19.4

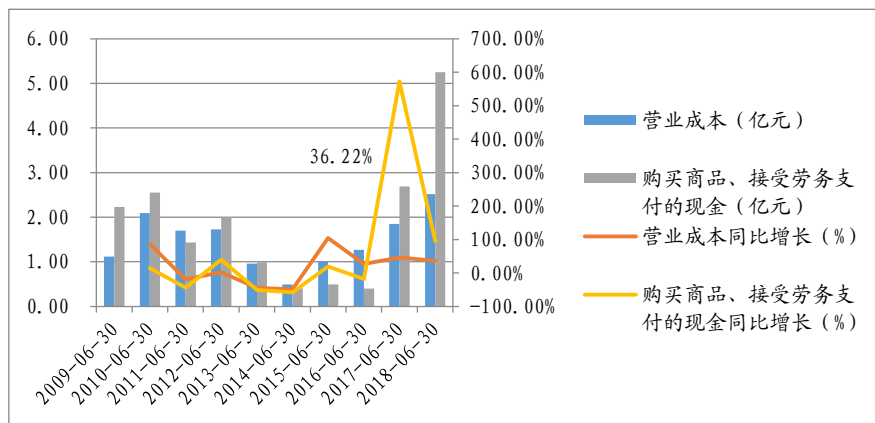
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 20181H 公司销售保持高增长



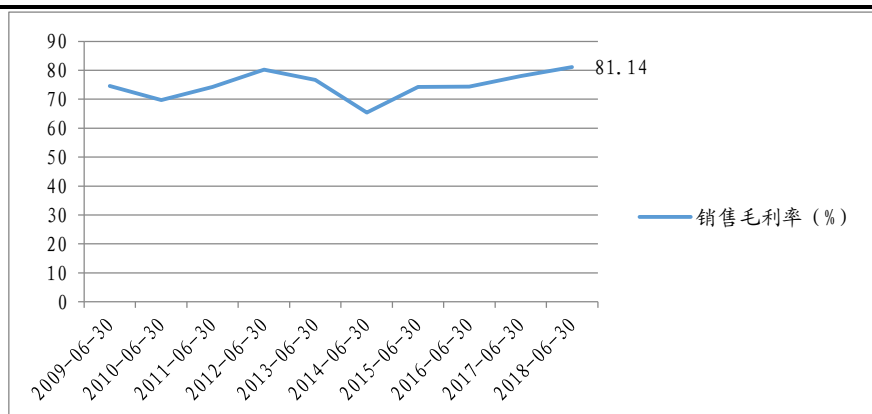
资料来源: 中原证券 WIND

图 2: 20181H 公司营业成本控制较好



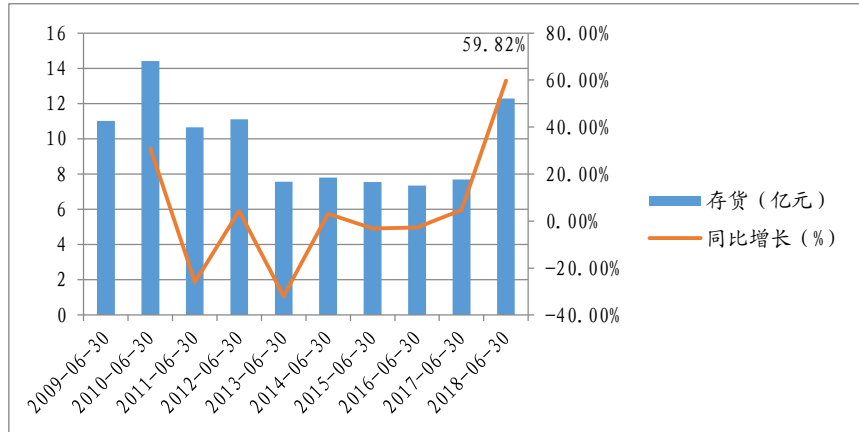
资料来源: 中原证券 WIND

图 3: 20181H 公司毛利率同比提高



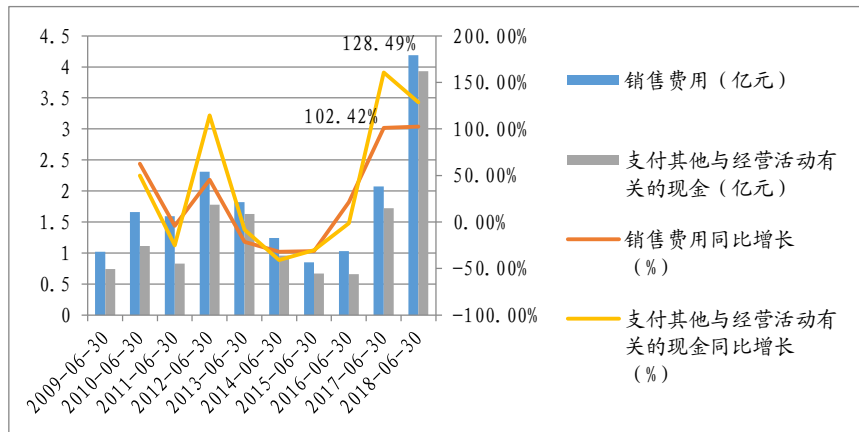
资料来源: 中原证券 WIND

图 4: 20181H 公司存货提高



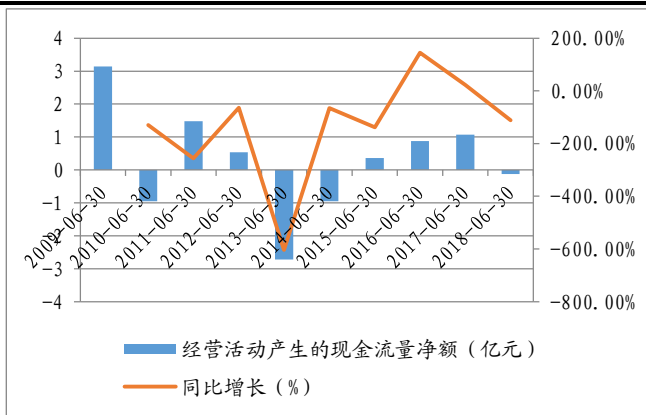
资料来源: 中原证券 WIND

图 5: 公司的销售费用大增



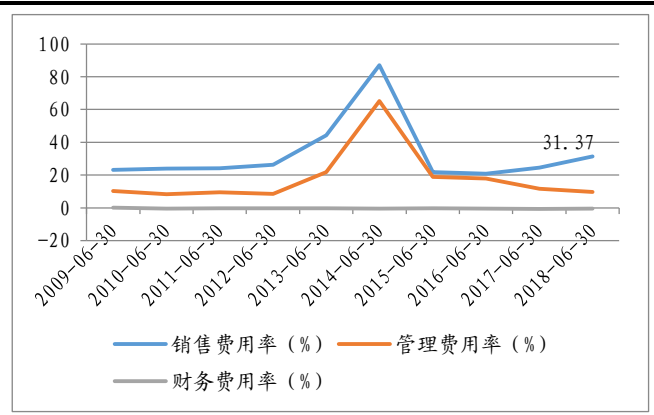
资料来源: 中原证券 WIND

图 6: 公司的经营性现金流净额录得负值



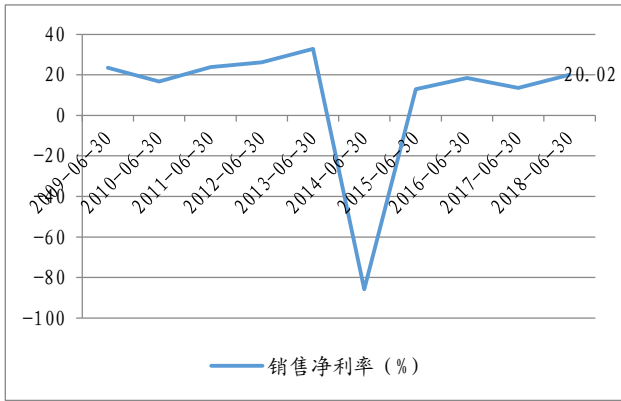
资料来源: 中原证券 WIND

图 7: 公司的三大费用率



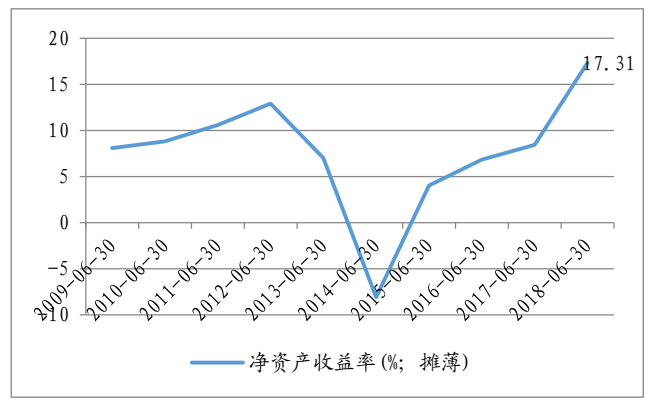
资料来源: 中原证券 WIND

图 8: 公司的净利率



资料来源: 中原证券 WIND

图 9: 公司的 ROE



资料来源: 中原证券 WIND

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1176.4</b>	<b>2048.4</b>	<b>3277.4</b>	<b>4752.2</b>	<b>6653.1</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	280.4	428.9	655.5	950.4	1,330.6	营业收入增长率	37.6%	74.1%	60.0%	45.0%	40.0%
营业税费	155.1	300.8	483.4	703.3	988.0	营业利润增长率	138.8%	72.7%	68.1%	62.3%	46.8%
销售费用	249.7	550.7	966.8	1,368.6	1,889.5	净利润增长率	155.5%	49.2%	67.8%	62.3%	46.8%
管理费用	180.9	225.9	316.6	380.2	465.7	EBITDA 增长率	103.7%	65.9%	56.5%	57.6%	46.2%
财务费用	-6.1	-10.8	-54.7	-99.4	-132.0	EBIT 增长率	139.5%	72.6%	59.7%	60.8%	48.0%
资产减值损失	57.9	106.5	159.4	231.1	323.5	NOPLAT 增长率	141.4%	65.6%	49.0%	60.8%	48.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-23.3%	-41.0%	336.5%	-15.5%	61.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.7%	7.5%	174.9%	14.4%	24.2%
<b>营业利润</b>	<b>258.5</b>	<b>446.4</b>	<b>750.4</b>	<b>1,217.9</b>	<b>1,787.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	9.8	-29.1	-	-	-	毛利率	76.2%	79.1%	80.0%	80.0%	80.0%
<b>利润总额</b>	<b>268.3</b>	<b>417.2</b>	<b>750.4</b>	<b>1,217.9</b>	<b>1,787.8</b>	营业利润率	22.0%	21.8%	22.9%	25.6%	26.9%
减: 所得税	43.5	81.8	187.6	304.5	447.0	净利润率	19.1%	16.4%	17.2%	19.2%	20.2%
<b>净利润</b>	<b>224.8</b>	<b>335.5</b>	<b>562.8</b>	<b>913.4</b>	<b>1340.9</b>	EBITDA/营业收入	24.3%	23.2%	22.7%	24.6%	25.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	21.5%	21.3%	21.2%	23.5%	24.9%
货币资金	724.9	1,029.6	2,949.7	4,277.0	5,322.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	137	75	47	34	24
应收帐款	20.1	83.5	43.9	140.9	117.9	<b>流动营业资本周转天数</b>	70	3	55	76	71
应收票据	-	5.9	85.2	46.8	138.0	流动资产周转天数	425	325	389	434	399
预付帐款	13.4	40.5	68.8	89.6	132.2	应收帐款周转天数	11	9	7	7	7
存货	803.2	920.4	1,810.8	1,885.4	2,550.0	存货周转天数	233	151	150	140	120
其他流动资产	33.2	24.3	25.0	30.0	30.0	总资产周转天数	612	439	457	476	428
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	224	89	110	114	98
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	15.3%	21.2%	13.0%	18.4%	21.7%
投资性房地产	15.0	14.3	14.3	14.3	14.3	ROA	10.2%	12.0%	10.2%	13.0%	15.2%
固定资产	435.8	416.8	443.5	445.2	435.2	ROIC	25.6%	55.2%	139.5%	51.4%	90.0%
在建工程	8.4	27.5	5.3	3.0	2.5	<b>费用率</b>					
无形资产	54.1	63.8	61.5	59.1	56.5	销售费用率	21.2%	26.9%	29.5%	28.8%	28.4%
其他非流动资产	95.5	162.3	30.2	28.6	4.1	管理费用率	15.4%	11.0%	9.7%	8.0%	7.0%
<b>资产总额</b>	<b>2,203.5</b>	<b>2,788.9</b>	<b>5,538.1</b>	<b>7,020.0</b>	<b>8,803.1</b>	财务费用率	-0.5%	-0.5%	-1.7%	-2.1%	-2.0%
短期债务	-	-	283.0	731.7	1,404.2	三费/营业收入	36.1%	37.4%	37.5%	34.7%	33.4%
应付帐款	439.4	667.6	607.0	818.7	733.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	85.4	142.8	75.7	135.5	86.3	资产负债率	33.3%	43.3%	21.6%	29.2%	29.9%
其他流动负债	200.2	380.5	226.0	363.8	407.2	负债权益比	49.9%	76.5%	27.5%	41.3%	42.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.20	1.77	4.18	3.16	3.15
其他非流动负债	9.1	17.8	2.0	2.0	2.0	速动比率	1.09	0.99	2.66	2.24	2.18
<b>负债总额</b>	<b>734.0</b>	<b>1,208.6</b>	<b>1,193.7</b>	<b>2,051.7</b>	<b>2,633.4</b>	利息保障倍数	-41.17	-40.33	-12.72	-11.26	-12.54
少数股东权益	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
股本	488.5	488.5	488.5	488.5	488.5	DPS(元)	0.46	0.62	0.69	1.12	1.65
留存收益	981.0	1,091.7	3,855.8	4,479.8	5,681.2	分红比率	100.0%	90.3%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,469.5</b>	<b>1,580.3</b>	<b>4,344.4</b>	<b>4,968.3</b>	<b>6,169.7</b>	股息收益率	0.9%	1.2%	1.3%	2.1%	3.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	224.8	335.5	562.8	913.4	1,340.9	EPS(元)	0.46	0.69	1.15	1.87	2.74
加: 折旧和摊销	34.8	40.5	47.4	52.5	56.9	BVPS(元)	3.01	3.23	8.89	10.17	12.63
资产减值准备	57.9	106.5	-	-	-	PE(X)	115.4	77.3	46.2	28.4	19.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.6	16.4	6.0	5.2	4.2
财务费用	0.1	-2.4	-54.7	-99.4	-132.0	P/FCF	62.1	43.6	-62.8	16.1	22.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	22.0	12.7	7.9	5.5	3.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	87.7	52.1	31.3	19.1	12.8
营运资金的变动	39.8	190.7	-1,124.9	251.7	-841.5	CAGR(%)	59.6%	58.7%	85.6%	59.6%	58.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>381.9</b>	<b>611.4</b>	<b>-569.4</b>	<b>1,118.3</b>	<b>424.3</b>	PEG	1.9	1.3	0.5	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-204.6	138.3	-49.5	-49.5	-43.8	ROIC/WACC	3.4	7.3	18.6	6.8	12.0
融资活动产生现金流量	-36.7	-225.1	2,539.0	258.6	665.0	REP	11.6	9.0	0.8	2.4	0.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。