

水井坊 (600779.SH)

现金流好于利润表，期待业绩逐季加速

● 现金流量表好于利润表，期待业绩逐季加速

公司 2016 年全年实现营业收入 11.76 亿元，同比增长 37.61%，单四季度收入增长 61.8%，2016 年收入逐季加速增长。2016 年销量同比增长 35.87%，产品均价略有提升，其中占比 98% 的中高端水井坊品牌系列同比增长 45%。2016 年销售商品提供劳务收到的现金 12.93 亿元，同比增长 56%，经营活动现金流量净额同比增长 63%。公司 2016 年收入保持高增长主要由于臻酿八号和井台两大单品放量和渠道改革，新型总代模式成效显著。

2017Q1 营业收入 3.97 亿元，同比增长 32.78%。Q1 公司预收账款 1.01 亿元，同比增长 24%，销售商品、提供劳务收到的现金 5.21 亿元，同比增长 90.21%，经营性现金流量净额 1.69 亿元，同比增长 124%，公司 Q1 现金流状况大幅好于利润表。从销售区域来看，北区、东区、南区、西区分别增长 69%/39%/55%/5.58%，但是出口和新渠道分别下降 13%/9.7%。

● 毛利率创 14 年以来新高，Q1 利润增长低于预期源于费用率上升

2016 年公司归母净利润 2.25 亿元，同比增长 155.5%；2016 年利润高增长一方面源于收入的快速增长和产品结构升级带动毛利率提升，另一方面资产减值损失减少、费用率下降及递延所得税费用抵扣等影响也较大。2016 年公司毛利率 76.16%，同比提高 0.86 个 PCT。期间费用率下降 4.78 个 PCT，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别下降 0.8/3.79/0.32 个 PCT。

17Q1 归母净利润 9215 万元，同比增长 17.68%，扣非后净利润 9201 亿元，同比增长 9.3%。一季度净利润低于预期主要由于费用率尤其是销售费用率大幅上升。Q1 期间费用率大幅提高 7.75 个 PCT，主要由于公司增加市场费用投入导致销售费用率提高 6.98 个 PCT 至 25.64%。

● 投资建议

我们预计 17-19 年收入 16.42/23.18/32.28 亿元，增速 39.6%/41%/39%，预计 17-19 年净利润 3.26/5.08/7.25 亿元，增速 45%/56%/43%，对应 EPS 为 0.67/1.04/1.48，目前股价对应估值 38/25/17，维持买入评级。

● 风险提示：区域拓展不及预期；费用率上升超预期；食品安全问题。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	854.87	1,176.37	1,641.69	2,317.76	3,228.15
增长率(%)	134.29%	37.61%	39.55%	41.18%	39.28%
EBITDA(百万元)	204.30	345.07	413.75	625.18	889.89
净利润(百万元)	87.97	224.79	326.05	507.54	725.19
增长率(%)	121.84%	155.52%	45.04%	55.67%	42.88%
EPS（元/股）	0.180	0.460	0.667	1.039	1.484
市盈率（P/E）	70.75	41.53	38.34	24.63	17.24
市净率（P/B）	4.86	6.35	6.96	5.43	4.13
EV/EBITDA	28.68	24.95	28.22	17.73	11.73

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

25.59 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-28

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002



01059136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：王文丹 S0260516110001



01059136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

水井坊 (600779.SH)：核心 2017-03-06

单品放量与渠道改革驱动业绩高速增长

水井坊 (600779.SH)：核心 2016-10-31

单品持续放量，渠道改革卓有成效

水井坊 (600779.SH)：两大 2016-08-24

单品和渠道改革带动收入高速增长

公司公告2016年全年实现营业收入11.76亿元，同比增长37.61%，归母净利润2.25亿元，同比增长155.5%，归属于上市公司扣非后净利润2.14亿元，同比增长139%；2017年一季度实现营业收入3.97亿元，同比增长32.78%，归母净利润9215万元，同比增长17.68%，归属于上市公司扣非后净利润9201万元，同比增长9.3%，点评如下：

1、现金流量表好于利润表，期待业绩逐季加速

公司2016年全年实现营业收入11.76亿元，同比增长37.61%，单四季度收入增长61.8%，2016年收入逐季加速增长。2016年销量同比增长35.87%，产品均价略有提升，其中占比98%的中高端水井坊品牌系列同比增长45%，新渠道及团购收入增长12%，批发代理同比增长51%。2016年销售商品提供劳务收到的现金12.93亿元，同比增长56%，经营活动现金流量净额同比增长63%。公司2016年收入保持高增长主要由于臻酿八号和井台两大单品放量和渠道改革，公司将原有的扁平化分销模式逐步转变为新型总代模式，16年经销商数量大幅减少151个，新总代模式成效显著。

2017Q1营业收入3.97亿元，同比增长32.78%。Q1公司预收账款1.01亿元，同比增长24%，销售商品、提供劳务收到的现金5.21亿元，同比增长90.21%，经营性现金流量净额1.69亿元，同比增长124%，公司Q1现金流状况大幅好于利润表。公司Q1收入增长主要来源于批发代理，批发代理收入3.67亿元，同比增长40%，销量1097万吨，同比增长39%，新渠道及团购业务占比较少，预计公司收缩团购业务，收入同比下降17.6%，销量同比下降26.9%。从销售区域来看，北区、东区、南区、西区分别增长69%/39%/55%/5.58%，但是出口和新渠道分别下降13%/9.7%。

我们认为公司渠道的扩张和深耕仍能保障17、18年收入快速增长，同时随着消费升级，公司今年3月重新推出高端酒典藏系列将提高公司品牌形象和新增收入增长点。公司公告2017年收入目标增长35%左右，净利润增长20%左右，17年收入目标高于一季度，预计未来三季度业绩将逐季加速增长。

2、毛利率创14年以来新高，Q1利润增长低于预期源于费用率上升

2016年公司归母净利润2.25亿元，同比增长155.5%；2016年利润高增长一方面源于收入的快速增长和产品结构升级带动毛利率提升，另一方面资产减值损失减少、费用率下降及递延所得税费用抵扣等影响也较大。2016年公司毛利率76.16%，同比提高0.86个PCT，新渠道及团购收入毛利率64.64%，同比下降2.32个PCT，批发代理同比增长51%，毛利率77.75%，同比下降1.19个PCT。期间费用率下降4.78个PCT，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别下降0.8/3.79/0.32个PCT。

17Q1归母净利润9215万元，同比增长17.68%，扣非后净利润9201万元，同比增长9.3%。一季度净利润低于预期主要由于费用率尤其是销售费用率大幅上升。Q1期间费用率大幅提高7.75个PCT，由于公司增加市场费用投入导致销售费用率提高6.98PCT至25.64%，我们认为主要由于一季度典藏上市集中投入市场费用增加较多所致；Q1管理费用率提高1.1个PCT主要由于业务增长后人员费用、会务费和出差费用增加；财务费用率下降0.32个PCT主要由于银行存款和利息收入增加；另外由于16年递延所得税资产降低所得税费用，去年同期基数较低，因此17Q1所得税增长82%。

产品结构升级及渠道优化，毛利率创2014年以来新高。2017Q1由于低端酒不销售以及毛利率较低的团购渠道收入下滑，毛利率较高的批发代理业务收入占比提高，公司Q1毛利率提高2.38个PCT至77.38%。

3、投资建议

我们预计17-19年收入16.42/23.18/32.28亿元，增速39.6%/41%/39%，预计17-19年净利润3.26/5.08/7.25亿元，增速45%/56%/43%，对应EPS为0.67/1.04/1.48，目前股价对应估值38/24/17，维持买入评级。

4、风险提示

区域拓展不及预期；费用率上升超预期；食品安全问题。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1185	1595	2389	3295	4586
货币资金	364	725	827	1414	2060
应收及预付	77	33	157	169	241
存货	717	803	1406	1711	2285
其他流动资产	26	33	0	0	0
非流动资产	610	609	447	379	315
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	460	436	381	327	276
在建工程	4	8	5	5	4
无形资产	63	66	46	32	19
其他长期资产	84	98	15	15	15
资产总计	1795	2204	2836	3674	4901
流动负债	506	725	1034	1364	1866
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	506	724	1034	1364	1866
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	8	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	9	7	7	7
负债合计	513	734	1041	1371	1873
股本	489	489	489	489	489
资本公积	400	400	400	400	400
留存收益	393	581	908	1415	2140
归属母公司股东权益	1281	1470	1796	2303	3028
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1795	2204	2836	3674	4901

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	855	1176	1642	2318	3228
营业成本	211	280	386	517	688
营业税金及附加	124	155	181	255	367
销售费用	188	250	408	568	784
管理费用	164	181	284	381	525
财务费用	-3	-6	-14	-6	-5
资产减值损失	63	58	10	0	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	108	258	387	602	867
营业外收入	7	13	11	12	11
营业外支出	9	3	5	5	5
利润总额	106	268	393	610	874
所得税	18	44	67	102	149
净利润	88	225	326	508	725
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	88	225	326	508	725
EBITDA	204	345	414	625	890
EPS (元)	0.18	0.46	0.67	1.04	1.48

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	234	382	47	540	601
净利润	88	225	326	508	725
折旧摊销	36	35	31	28	26
营运资金变动	115	77	-393	12	-146
其它	-5	45	83	-7	-4
投资活动现金流	31	-205	58	47	45
资本支出	22	15	58	47	45
投资变动	0	0	0	0	0
其他	9	-220	0	0	0
筹资活动现金流	0	-37	-3	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-2	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	0	-37	-1	0	0
现金净增加额	265	141	102	587	646
期初现金余额	108	364	725	827	1414
期末现金余额	373	505	827	1414	2060

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	134.3	37.6	39.6	41.2	39.3
营业利润增长	135.2	138.8	49.7	55.6	43.9
归属母公司净利润增长	121.8	155.5	45.0	55.7	42.9
获利能力(%)					
毛利率	75.3	76.2	76.5	77.7	78.7
净利率	10.3	19.1	19.9	21.9	22.5
ROE	6.9	15.3	18.2	22.0	23.9
ROIC	15.5	35.6	33.4	56.9	75.3
偿债能力					
资产负债率(%)	28.6	33.1	36.5	37.2	38.1
净负债比率	-0.3	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7
流动比率	2.34	2.20	2.31	2.42	2.46
速动比率	0.91	1.07	0.94	1.15	1.22
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.59	0.65	0.71	0.75
应收账款周转率	86.55	91.59	26.59	41.03	37.68
存货周转率	0.28	0.37	0.27	0.30	0.30
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.46	0.67	1.04	1.48
每股经营现金流	0.48	0.78	0.10	1.11	1.23
每股净资产	2.62	3.01	3.68	4.71	6.20
估值比率					
P/E	70.7	41.5	38.3	24.6	17.2
P/B	4.9	6.4	7.0	5.4	4.1
EV/EBITDA	28.7	25.0	28.2	17.7	11.7

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 2 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。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。

广发证券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。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。