



2017-04-29

公司点评报告

增持/调低

水井坊 (600779)

目标价: 30

昨收盘: 23.03

食品饮料 饮料制造

水井坊简评：年报业绩兑现，季报增速下滑，正向强化的市场预期出现松动

■ 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)	11,251/11,251
12个月最高/最低(元)	26.68/12.60

相关研究报告：

《水井坊(600779)：白酒领涨新龙头的未来空间》--2017/03/13

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

■ 点评事件：

公司公告 2016 年报，全年实现营收 11.76 亿元，同增 37.61%；归母净利润 2.25 亿元，同增 155.52%；扣非归母净利润 2.15 亿元，同增 139.43%。EPS 为 0.46，同增 155.47%。销售毛利率和销售净利率分别为 76.16% 和 19.11%，同比提升 0.86pct 和 8.82pct。单四季度，实现营收 3.82 亿元，同增 61.83%；归母净利润 0.76 亿元，同增 340.70%；销售毛利率和销售净利率分别为 79.20% 和 19.82%。公司基于成品酒和散酒的库存，以及过期的包装物等，计提资产减值准备 5578.16 万元，对 2016 年归母净利润的影响金额为 5236.68 万元。公司拟每 10 股派送现金红利 4.60 元（含税）。

公司公告 2017 年一季报，报告期内实现营收 3.99 亿元，同增 32.78%；归母净利润 0.92 亿元，同增 17.68%；扣非归母净利 0.92 亿元，同增 9.33%；EPS 为 0.19，同增 17.65%；销售毛利率为 77.38%，同比提升 2.36pct，环比下滑 1.82pct；销售净利率为 23.12%，同比下滑 2.96pct，环比提升 3.3pct。

年报和季报披露后，公司股价于次日早盘迅速下挫至跌停。

■ 核心观点：

水井坊是春节后涨幅最明显的次高端白酒股，市场关注度很高。公司 2016 年业绩高增长，恰逢白酒行情高涨，市场预期打得很高。我们前期提示过，当时公司的股价已充分反映出对公司较高的估值，估值继续提升的空间有限，股价能否继续上涨，主要还得看业绩的增长。我们认为水井坊一季报增速回落还算健康，而股价反应强烈主要基于预期差，前期在乐观情境下正向强化的市场预期开始出现松动。当前公司的体量，收入和利润规模都不算大，改善的空间比较充分。渠道模式的改善和市场策略的推进实施预期将收到比较明显的效果，公司的业绩在 2017Q1 的基础上持续向上是相对确定的。经历暴跌后，公司估值有望回归合理，未来看业绩增长支撑市值稳步上涨。

公司 2017Q1 利润增速下滑，经梳理可归因于几点：

（一）春节日期提前导致收入和费用的确认出现时间差。

春节备货及销售期大约 45-55 天，对应 2017 年 1 月 28 日春节，部分春节的货在 12 月初开始销售，收入确认在 2016 年；而销售的线上投入按照传统大部分发生在 2017 年 1 月。确认上的时间差造成 2017Q1

利润增速下滑。刨除春节提前造成的影响，综合来看，2016Q4+2017Q1 对比上期，收入增长 46%、净利润增长 77%，更能反映真实业绩。

(二) 2016Q1 的费用基数低，销售策略调整后费用率上升。

2016Q1 公司开始做销售策略调整，也是交接过渡期，线上线下费用及销售人员都处在阶段性低点。2016Q2 基于调整后的新战略制定了长期规划，更偏重长期盈利目标，主动加码费用再投资，目的是提高业务量和市场份额。公司 4 月份重回省代模式，合同期避开 Q1 高峰旺季，而 Q3 之后开始逐渐运作核心门店。与之对应，A&P 投放加大，内部设定的目标是 20% 以上。从数据上看，2016Q4+2017Q1 是 22%，对比前期（2015Q4+2016Q1）的 17% 提升了 5pct，逐步接近公司认为的合理化目标。销售团队的规模也在扩大，2016 年底商务团队共 180 人，2017Q1 末增加到 240 人，2017 年底预计在 300 人以上。全年费用投放的规划是线上 60%、线下 40%，会根据费用效率和收入真实增长情况做调整。

(三) 信息系统 SAP 的升级和人才发展规划拖累了短期利润。

SPA 系统的升级从 2016Q3 开始，预计 2017Q3 开始运行，由此造成费用支出加大而影响了短期利润。另外，公司基于长远发展的需要进行了人才挽留和扩充，这也造成成本和费用的上升。

(四) 2017Q1 的所得税率未做亏损抵扣。

公司在 2013-14 年期间亏损，2015-16 年利用亏损抵扣来降低税率，执行的是 16%-17% 左右的税率。2016 年年报披露还有 1.5 亿元左右的额度可以抵扣税，不排除 2017 年进行抵扣的可能。但是基于谨慎原则，公司在一季报中未考虑能抵扣的情况。

关于 2017 年业绩指引（收入增长 35% 左右，利润增长 20% 左右）的说明及判断：

(一) 考虑基数变大和 2018 年春节推后等因素，收入增长 35% 算是比较理想的设定。

逻辑上次高端爆发仍有空间，目前公司的 8 号、井台和典藏运作得都不错，占比次高端价格带约 4%，未来持续增长是趋势；另外，公司的销售策略调整后偏向进取型，新总代模式成效逐渐显现，聚焦核心门店、核心省份的必赢计划也逐步体现成果。预计 2017 年收入增长目标达成的概率比较大。

(二) 利润增长的指引在 20% 左右，低于收入增长的幅度，也低于市场先前的预期。

结合公司 2016 年做的业绩指引和最终实现的情况，可以认定公司在业绩指引方面始终都是偏保守的。根据公司调整后的新战略，费用驱动的扩张模式还将延续。当前公司的费用率已接近预设目标，预计全年会维持在这个比例左右，但线上投入的占比会有所提升，井台和典藏的投入也会继续加强。根据一季报情况可推测，全年真实业绩应该在一季度基础上持续向上；如果所得税率发生相应调整，存货跌价

减值在年末有所冲回，那么全年利润增长的目标有望超预期达成。

投资要点：

产品销售模式优化，批发代理渠道恢复

2016 年公司进行销售模式调整，将扁平化分销模式、与其他公司合作模式逐步转变为新总代模式。在新总代模式下，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓；总代作为销售服务平台负责销售后端工作。新总代模式的实施对公司及时掌握市场信息、准确投放资金资源等起到了积极的作用。从 2016 年实施的效果来看，新总代模式下的业务增速高于全国平均。2017 年公司将继续深入推行。

销售渠道方面，2016 年公司在批发代理渠道的销售收入增长 50.58%，明显高于新渠道及团购销售的收入增速（12.94%）；而公司一季度销售收入的增长主要也来自批发代理渠道的增量。批发代理渠道快速恢复，该渠道毛利率更高，有利于提升整体毛利率。目前，核心经销商恢复盈利，大部分省份出现双位数增长，批发价显著回升，而渠道总库存保持在较低水平。

今年公司还会继续优化产品销售模式，进一步完善以动销为导向的新总代模式，增加市场覆盖的广度和深度；同时加强市场维护，保证渠道的合理利益；另外，公司也将重新梳理新渠道业务方向，减少与传统渠道的重叠冲突。

推行核心门店项目，强化市场动销效果

2016 年公司积极推动核心门店项目，强调“动销为本”营销理念，将销售团队的注意力重心转向门店的开发、维护、激励和促销等。与之匹配，公司在相应市场增加了足够的销售人员对其进行有效管理。2016 年末销售团队有 180 人，2017 年预计增加到 300 人。目前公司的重视售点总共有二万多家，其中核心门店约 3700 家，部分潜力门店会逐步发展成核心门店。2017 年公司会继续聚焦核心门店，提升核心门店的数量和质量，以优质的资源如品鉴会，激活核心门店动销，使渠道库存维持在合理水平，确保业务持续健康增长。

公司会多方面强化市场动销的效果：新增的销售人员负责新售点开拓和核心门店及潜力门店的维护；同时，公司也将不断加强信息化，并对自身业务人员，以及经销商、分销商进行全面系统培训支持。目标是营造健康的轻库存模式，重动销不压货，强化市场动销效果。

生产效能不断提升，产品结构优化升级

公司通过对生产工艺设备革新升级来持续推动产品质量提升，并通过管理系统升级、人员能力提升等一系列措施，全面提升生产效能。生产供应链也在逐步提高，2016 年的出酒率和优酒率都高于预期，原酒生产质量得到进一步提升。未来根据公司的发展战略，还将积极推动曲酒产能提升工作。

臻酿 8 号的价格低于主导品牌井台，臻酿 8 号快速扩张可能会对

水井坊品牌的高端性产生一定的影响。长远看，做好高端市场更符合消费升级趋势和公司的战略定位，公司 2017 年目标是重回行业高端。因此，公司将继续调整和升级产品结构，在新典藏基础上推出更加高端化的产品，不断丰富产品线，强化水井坊高端品牌形象；公司持续聚焦中高端市场，清晰品牌定位，加大核心产品市场投入力度，不断提升井台、8 号、新典藏三个拳头产品的销量，着力打造水井坊典藏大师版，突出高端属性。

盈利预测与评级：

预测 2017-19 年的收入增速分别为 35%、25%、21%，净利润增速分别为 38%、28%、26%，对应 EPS 分别为 0.63、0.81、1.02。给予目标价 30.00 元，“增持”评级。

风险提示：

诉讼风险；市场竞争加剧；原材料价格波动风险；产业政策风险；食品安全风险等。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,176	1,588	1,985	2,402
同比增长	38%	35%	25%	21%
净利润(百万元)	225	310	396	500
同比增长	156%	38%	28%	26%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.63	0.81	1.02
PE	50.05	36.32	28.43	22.48
资料来源：Wind，太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。