



2017-06-14

公司点评报告

增持/维持

水井坊(600779)

目标价: 30

昨收盘: 25.7

食品饮料 饮料制造

## 水井坊跟踪点评：业绩高增长有望维持，费用投入增加志在长远

## ■ 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)	12,556/12,556
12个月最高/最低(元)	26.68/14.68

## 相关研究报告：

《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》——2017/05/01

《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

证券分析师：蔡雪星

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

## 投资要点：

## ■ 基本面日趋改善，全年营收有望维持较快增长

经过近几年来对产品结构和渠道的调整，公司核心门店数量和动销不断好转，带动营收快速增长。2016年，公司实现营收11.76亿，同比增长37.61%；2017年Q1，公司实现营收3.99亿元，同比增长32.78%；如果不考虑今年春节时较短影响，将2016Q4营收+2017Q1营收，公司营收同比增长45.56%。

目前公司的主要产品包括臻酿八号、井台和新典藏大师版。其中臻酿八号主打性价比优势，是近两年拉动公司业绩增长的主要来源；井台装作为公司旗舰产品，未来是公司重回中高端阵营的主力，增速有望加快；2017年3月，公司推出了新典藏大师版，重新进军500元以上的市场。这一价格带白酒市场增速最快，目前部分地区新典藏经销商都处于供不应求的状态。当然这也与公司控制发货有关系，公司现阶段对新典藏的定位仍是站稳高端白酒市场，以拉升品牌形象为主，带动其他系列产品的增长。

## ■ 费用投入增加志在长远，净利率水平有望维持稳定

2017年Q1，公司实现净利润为9215.40万，同比增长17.68%；净利率为23.12%，同比降低2.97pcts。净利率下滑的原因主要是因为2016Q1基数较低，以及今年销售费用投入增加导致。一方面，公司高端产品新典藏大师版上市后，公司全年广告费用投入有望增加，2017Q1公司已经开始在央视打广告；另一方面，今年公司推行新省代模式，新省代模式下，销售主要由公司负责，有助于加强公司对终端消费数据的把握，公司费用投放的效率也有望得到提升。

很多投资者担心新省代模式下会提高公司费用率，从而影响公司净利率。我们认为，目前公司正处于发展的黄金机遇期，从公司全年营收目标(+35%)高于净利润(+20%)目标来看，说明对公司而言抢市场优先于盈利。但是，从16年业绩目标来看，公司年初订下的目标都是偏保守的，因此2017年出现净利率大幅下降的可能性也不大。首先，公司过去收入规模小，导致销售费用率在同行中偏高，未来随着收入规模提升，规模经济有望逐渐显露；其次，公司是外资企业，对于费用投入的管控十分严格，公司每个月都考察投入和销量是否匹配，从而对投入进行调整，也会避免费用非理想投入；最后，公司于2016年底对旗下主要产品进行了提价，同时推出高端单品新典藏，因

此 2017 年毛利率有望有所提升。

**盈利预测与评级：**

产品方面，新典藏大师版定位高端，短期目标是卡位以及拉升品牌形象，预计未来 2-3 年发展会比较稳健；井台和臻酿八号位于次高端价位，增长空间大且势头较好，是公司业绩增长的主要动力。另外，2017 年，公司确立了四川、江苏、河南、湖南和广东等五大核心市场以及北京、上海、天津、浙江和福建等五大次核心市场；同时逐渐推行新省代模式，加强公司对终端消费数据的掌握。虽然短期费用投放有望增加，但是在提价带动毛利率提升以及规模经济效益逐渐显露的作用下，净利率水平有望维持稳定。我们预测 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：**

新品推广不及预期，市场拓展不及预期。

**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	53.87	39.33	30.59	24.29
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。