



2017-07-26

公司点评报告

增持/维持

水井坊 (600779)

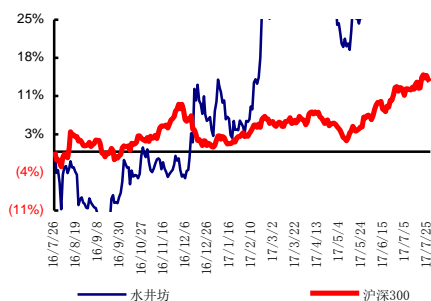
目标价: 35

昨收盘: 29.6

食品饮料 饮料制造

水井坊 2017 年中报点评: 收入继续高增长, 二季度业绩超预期

■ 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)	14,461/14,461
12 个月最高/最低(元)	29.60/14.76

相关研究报告:

《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》
—2017/06/14

《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

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: 蔡雪显

电话: 010-88695135

事件:

公司公布 2017 年中报, 上半年公司实现收入 8.40 亿, 同比增长 70.62%; 归母净利润 1.14 亿, 同比增长 25.66%; 经营性活动现金流 1.07 亿, 同比增长 21.81%。其中, 单二季度, 公司收入和归母净利润同比增速分别为 129.67% 和 74.44%。

投资要点:

核心单品放量+市场拓展, 二季度业绩超预期

上半年, 公司实现收入 8.40 亿, 同比增长 70.62%, 归母净利润 1.14 亿, 同比增长 25.66%; 单二季度来看, 公司收入和归母净利润同比增长 129.67% 和 74.44%, 超市场预期。分产品来看, 公司三大核心单品中按销售额排名依次是臻酿 8 号、井台和典藏, 预计占比分别约 60%/30%/5%, 按增速来看排名依次是典藏、臻酿 8 号、和井台; 分市场来看, 公司仍然重点围绕“5+5”市场布局。其中五大核心市场(包括河南、湖南、江苏、四川和广州), 上半年增速基本上都在 50% 左右; 另外五大非核心市场(北京、上海、天津、浙江和福建)增速在 70% 左右, 整体 10 大市场占收入比值在 75% 左右。

销售费用率处于可控范围, 管理费用率仍有降低空间

上半年公司销售费用投入为 2.07 亿, 同比增长 100.91%, 其中广告及促销费投入增加了 7740.6 万。主要是因为公司总经理范福祥于 2015 年底上任, 核心门店等改革措施主要是从 2016 年二季度推出, 导致去年二季度费用基数相对较低; 另外, 过去公司主要在春节、中秋等时间点促销, 今年公司增加了平时时间段的促销和广告投入。虽然公司销售费用投入大幅增加, 但是如果从销售费用率来看, 公司销售费用投放节奏仍然合理。2016 年 Q1-2017 年 Q2, 公司单季度销售费用率分别为 18.66%、24.41%、24.65%、18.93%、25.64% 和 23.70%, 可以看出, 公司销售费用率自 2016Q2 以来, 一直较为稳定(除了 2016 年 Q4, 由于 2017 年春节提前, 导致收入和费用确认存在一定程度错配)。因此, 我们认为, 2017 年全年公司销售费用率水平有望控制在 24% 左右。2018 年后, 随着公司收入继续维持高增长, 公司销售费用率有望维持或者有所降低。

从管理费用率来看, 上半年管理费用率为 11.74%, 同比降低 6.18 pcts, 主要是因为管理费用中职工薪酬、业务咨询和会务办公费占比

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1440513090001

证券分析师: 管嘉琪

电话: 021-61376554

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117060044

联系人: 郑汉镇

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

较高, 而公司管理人员及日常开支水平较为稳定, 不会随着销售收入增长而增长。因此, 我们认为, 随着公司收入增长, 未来管理费用率仍有提升空间。

上半年计提存货跌价准备影响净利润增速, 未来影响有望逐渐降低

2017年上半年, 公司计提存货跌价准备 9138.8 万元, 较去年同期增加了 7969.4 万元, 这是导致上半年净利润增速低于收入增速的最主要原因。如果维持存货跌价准备不变, 公司上半年税前利润同比增长为 86.40%。

公司计提存货跌价准备的, 主要是一些生产过程中酒质较低的酒体, 因为这些酒体与公司成为国内成长最快的高端品牌的愿景不符。由于这次计提是公司基于战略将过去累计的存货跌价准备一次性计提, 因此未来持续的可能性不大, 从而有望增强公司明年业绩弹性。

税金及附加增加源于政策调整, 明年边际影响有望降低

2017年上半年, 公司税金及附加为 1.13 亿, 同比增 133.42%, 销售百分比同比提升 3.61 pcts 至 13.41%。主要原因是 5 月 1 号开始地方政策调整, 公司消费税税基有一个幅度的调整, 导致消费税支出占比提升。因此, 从报表来看, 影响最大的是今年以及明年 1-4 月份, 之后边际影响有望消除。

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 8 号位于次高端价位, 增长空间大且势头好, 是公司业绩增长的主要动力。另外, 2017 年, 公司确立了 5+5 重点市场, 同时逐渐推行新省代模式, 加强对终端消费数据的掌控。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理效益逐渐显露作用下, 净利润仍有望维持较快增长。我们预计 2017-19 年公司 eps 分别为 0.63/0.84/1.10, 维持公司“增持”评级, 目标价 35 元。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,176	1,705.2	2,216.76	2,881.79
同比增长	38%	45%	30%	30%
净利润(百万元)	225	306	413.1	537.03
同比增长	156%	36%	35%	30%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.63	0.84	1.10
PE	64.35	47.31	35.05	26.96
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。