



2017-11-06

公司点评报告

增持/维持

水井坊 (600779)

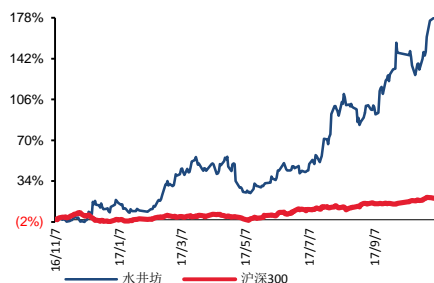
目标价: 54.45

昨收盘: 47.01

日常消费 食品、饮料与烟草

水井坊跟踪点评: 收入、利润超预期, 净利率提升, 上调目标价至 54.45 元

■ 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)	22,967/22,967
12 个月最高/最低(元)	47.01/16.85

■ 相关研究报告:

水井坊 (600779)《水井坊 2017 年中报点评: 收入继续高增长, 二季度业绩超预期》--2017/07/26

水井坊 (600779)《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 (600779)《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

■ 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: 郑汉镇

电话: 13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117070027

■ 新总代模式、核心市场打造、旺季热销多因素带动收入超预期增长

公司单三季度销量增长 241%, 销售收入增长 109%。因为公司从三季度开始销售不适合做水井坊核心产品的散酒, 刨除散酒的影响, 公司单三季度销量增长 77%, 销售收入增长 103%。公司单三季度收入延续二季度高增长的态势, 大幅超出此前市场的预期, 主要有几方面的原因: 第一、新总代模式基本上调整到位, 确保销售收入持续增长; 第二、核心市场打造比较顺利, 主核心市场和次核心市场高速增长、新开发市场贡献增量; 第三、中秋国庆旺季热销; 第四、前期市场增加投放, 逐步产生效果。从驱动力上看, 目前公司销量和收入增长的主要驱动力还是三个核心单品: 新典藏、井台和臻酿八号。三大单品的增速均明显好于预期, 其中新典藏的增速最快, 预计在基数较小的情况下可保持持续高增长, 预期未来高端产品总体在产品线中的合理占比为 [10%, 15%]; 井台的增速与臻酿八号的增速越来越接近, 差距渐收窄, 符合公司产品高端化, 逐步做大井台规模的思路。分区域来看, 因为基数的问题, 目前新开发市场的增速最快, 其次是 5 个次核心市场 (接近三位数)、5 个主核心市场 (均有两位数强劲增长)。总体上看, 目前核心省份的销售占比达到 81% 左右。未来公司不排除在 “5+5+5” 基础上进一步拓展核心门店和核心省份, 支撑销量和收入持续高增长。

四季度, 公司高端新品菁翠上市, 卡位千元以上价格带, 对产品线进一步补充, 也有望成为收入增长的新的驱动力。尽管 2018 年春节延后, 但最终还是淡季加长还是旺季延长, 还要观察市场最真实的状况。除了销量, 公司 7 月份提价后真实体现到报表上是在四季度; 通过产品结构的持续升级, 公司核心产品的吨价进一步提升, 也能贡献部分价格弹性。所以综合起来判断, 预计公司四季度仍然保持较快增长, 全年收入增速有望达到 68%。

■ 毛利率提升、费用可控、减值损失减少, 净利率快速提升

公司单三季度利润增速高于收入增速, 达到 122.25%。一方面, 随着规模扩大、高端产品占比提升、部分核心产品提价等因素, 毛利率环比增加 1.43pct 至 80.03%, 预计未来随着核心高端产品品项增加以及

占比提升，毛利率还将进一步提升；另一方面，尽管公司持续增加费用投放，但在销售收入快速增长的情况下，销售费用率和管理费用率都保持相对平稳，属于可控范围内。预计未来销售费用率维持在当前中枢、小幅改善；而管理费用率趋低改良，总体费用率进入缓慢下降通道。同时，消费税等增加，使得税金及附加的占比同比提升 2.02pct，一定程度上影响了净利润；但本期计提减值损失减少（Q3 计提的减值损失中有 1200 万左右是车位减值造成的），推升净利率快速提升，恢复到 20%以上水平。从目前公司非核心业务的剥离情况来看，未来预计不会出现太显著的减值。

盈利预测与评级：

产品方面，菁翠和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，在基数较小的情况有望快速增长，预计未来 2-3 年的发展会渐趋稳健；而井台和臻酿八号位于次高端价位，增长空间大且势头好，是公司业绩增长的主要动力。公司确立“5+5+5”重点市场，并且有望进一步拓展；同时新总代模式基本调整到位，加强了对终端消费数据的掌控。虽然短期费用投放持续增加，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，净利润仍有望维持较快增长。

测算 2017~2019 年收入增速分别为 68% / 38% / 32%，净利润增速分别为 62% / 62% / 40%，对应 EPS 分别为 0.75 / 1.21 / 1.68。综合考虑公司收入持续高增长、盈利能力提升等，根据业绩情况，上调 2018 年目标价至 54.45 元，“增持”评级。

风险提示：

市场拓展不及预期；次高端白酒竞争加剧；高端化不达预期等。

■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1176	1979	2729	3602
净利润(百万元)	225	364	589	823
摊薄每股收益(元)	0.46	0.75	1.21	1.68

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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyng@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



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。