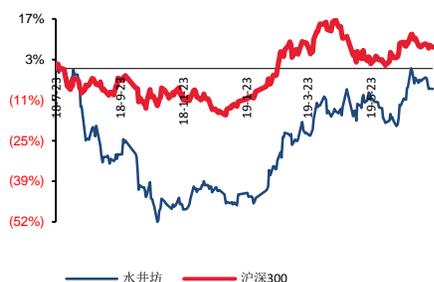


日常消费 食品、饮料与烟草

水井坊中报点评：收入较快增长，净利润受税费挤压

■ 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)	24,110/24,110
12个月最高/最低(元)	55.19/25.83

相关研究报告：

水井坊(600779)《单品放量业绩维持高增长，费用率环比稳中有降》

水井坊(600779)《水井坊年报及一季报点评：收入创造历史新高，利润高速增长》

水井坊(600779)《扣非后业绩符合预期，基本面向好趋势不变》

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：S1190518010003

点评事件：公司公告2019年中报，上半年实现营业收入16.90亿元，同比增长26.47%；归母净利润3.40亿元，同比增长26.97%；扣非后归母净利润3.40亿元，同比增长15.03%，EPS为0.70。单算二季度，实现营业收入7.60亿元，同比增长29.30%；归母净利润1.21亿元，同比增长7.46%；扣非后归母净利润1.22亿元，同比下滑16.83%。

一、收入继续保持较快增长，产品结构不断优化，新品密集铺市

单二季度收入增长29.30%，相比一季度的24.25%有所提速，继续保持较快增长。渠道增长相对均衡，总体仍以批发代理为主，占比87.5%。分销售区域看，按增速快慢排序，中区、北区、新渠道、南区、东区、西区的同比增速分别为41.87%、40.60%、29.69%、24.96%、19.58%、12.64%，核心市场继续保持稳健，中区和北区加速发展。

酒类产品按照高、中、低档进行归类，同比增速分别为25.69%、21.13%、77.75%，其中高档酒（主要代表品牌为水井坊品牌系列）占比为95%，低档酒（包含基酒销售）尽管增长较快，但因为其毛利率同比提升了6.23pct，对盈利能力提升有所贡献。仅从成品酒角度看，高端产品的增速领先，产品结构不断优化。其中，臻酿八号得益于300-400元价格带的市场容量大，持续放量保持高增长；但公司继续坚持高端化的品牌策略，既考虑资源的均衡投放，也会继续加大对高端产品的投入和聚焦。上半年公司的吨酒价格同比提升3%，而销售毛利率同比提升1.07pct至82.21%

公司在二季度陆续上市多款新品，包括井台丝路版、臻酿八号禧庆装和井台龙凤系列等，丰富高端产品组合，满足更多消费场景的消费。新品的密集铺市加大了营销强度，但因为铺货主要在季度末，二季度的收入体现不明显，未来有望从三季报开始逐步显现。

二、消费税税基上调、营销活动和费用投入增加等，挤压净利润

单二季度净利润显著低于预期，仅个位数增长。主要有几方面的原因：第一、宏观不景气叠加次高端白酒竞争加剧，盈利能力回落；第二、报告期内，公司缴纳消费税的税基有所上调；第三，因为二季度新品

上市以及营销活动增加等因素，费用投入加大，收入贡献暂不明显，导致销售费用率升高；第四，过去多年经营亏损，但截至 2018 年底，所得税补亏已基本补完，今年所得税基本恢复正常，税后净利润同比基数高；第五，考虑 2018 年上半年受铸信诉讼的非经常性损益影响，今年上半年扣非净利润表现更差，同比下滑 16.83%。

展望后续，今年下半年和将来，伴随高端化和产品结构的持续升级，毛利率和盈利能力有望进一步提升；且随着收入持续做大，规模经济将会扩大，管理费用率有望在今年上半年同比改善 2.07pct 的基础上继续边际改善。消费税基和所得税率的上调预计会产生持续的影响，但销售费用率随着营销活动的正常化，未来还会回落并保持相对稳定，季度波动比较正常，不必过分解读。

盈利预测与评级：

近几年，公司坚持品牌高端化的路线，打造“5+5+5”核心市场的战略也取得明显的成果，收入持续快速增长，产品结构不断优化和升级，盈利能力和核心竞争力增强。未来再结合“蘑菇战术”进行市场拓展及深耕，还能继续保持明显领先于行业的、较快的增速。

公司在白酒行业的集中度提升及马太效应中显著受益，是快速成长的次高端白酒龙头，未来还有较大的成长和改善空间。根据我们的测算，2019-2021 年公司的收入增速分别为 25%、21%、18%；净利润增速分别为 30%、26%、24%；对应的 EPS 分别为 1.54、1.93、2.40 元/股。

考虑公司的成长性并对标行业当前的估值水平，对应公司 2019 年 EPS 给 35 倍左右的 PE，对应目标价 53.90 元，对应 2020 年 EPS 的动态 PE 为 28 倍。维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧，产品结构升级和市场拓展不及预期等。

■ 盈利预测和核心财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2819	3538	4281	5051
同比增长	38%	25%	21%	18%
净利润(百万元)	579	752	945	1171
同比增长	73%	30%	26%	24%
摊薄每股收益(元)	1.19	1.54	1.93	2.40
PE	39.51	30.46	24.22	19.55

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。