

首次消除淡季洼地，全年收入预测大幅上调

■半年报大幅超预期，2季度收入翻倍增长。公司披露2017半年度业绩，1-6月实现营业收入8.41亿元，同比增长70.62%；实现归属上市公司股东净利润1.15亿元，同比增长25.66%；其中2季度收入4.42亿元，同比增长129.67%，归属上市公司股东净利润2,235万元，同比增长74.44%，2季度受消费税政策调整、资产减值计提影响较大，后续资产减值计提影响预计会因公司成本分摊政策调整而减弱。

■次高端整体强势扩容，水井坊增速最领先，且以量增为主。结合渠道调研及已发布的业绩预告，公司上半年收入增速预计居白酒上市公司增速首位，次高端整体增速居各价格带首位。从行业调研反馈来看，上市和未上市白酒企业次高端业务上半年收入增速均高于35%，且以量增为主，水井坊上半年收入增速约71%，其中销量增速为59%。次高端处于整体强势扩容状态，主要原因是消费升级驱动，另外高端供给偏紧，价格上移，也使得次高端价格带容量弹性放大。我们认为茅台供给偏紧状态不能逆转，大众消费升级不停的情况下，次高端扩容脚步不会停止。

■首次消除淡季洼地，水井坊呈现加速态势，未来增长主要来自区域扩张和结构升级。公司以往2季度淡季特征十分明显，2017年首次消除2季度淡季洼地，2季度收入规模和1季度处同一数量级，我们认为这反映公司实际上进入规模加速提升阶段，构成提高全年收入预测的有力支撑。公司新老市场接力高增，上半年前五大传统市场增长50%，其后五大次新市场增长75%左右，区域精耕和扩张看好，同时公司典藏营销对提升品牌形象，带动整体销售均有贡献，2季度典藏收入占比约10%，结构预计可持续优化。

■值得注意的地方：资产减值处理和所得税率波动；下半年贡献收入增长，但净利润率提升不明显。2季度影响利润最重要因素包含资产减值计提，减值依据是成本和公允价值比较，成本和销售产品分摊关系直接。后续公司将调整相关政策以减弱资产减值影响。7月公司提高全品项出厂价，预估不能完全消化5月1日调整的消费税率影响。

■投资建议：提高目标价，维持买入-A评级。公司收入加速增长态势良好，估值主要以PEG和市销率相对更合理。以2011和2012年酒类成长股酒鬼酒市销率较高位估值得8-12倍，如此参考，本轮酒类成长股水井坊2017年市销率8-11倍估值，市值空间在150-205亿元，205亿对应股价42元，我们基于公司高成长性，给予42元的较高目标价。

■风险提示：行业复苏低于预期；次高端酒竞争加剧；市场开拓不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	854.9	1,176.4	1,874.2	2,608.7	3,508.8
净利润	88.0	224.8	302.9	518.3	808.3
每股收益(元)	0.18	0.46	0.62	1.06	1.65
每股净资产(元)	2.62	3.01	3.44	4.18	5.34

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	164.4	64.3	47.7	27.9	17.9
市净率(倍)	11.3	9.8	8.6	7.1	5.5
净利润率	10.3%	19.1%	16.2%	19.9%	23.0%
净资产收益率	6.9%	15.3%	18.0%	25.4%	31.0%
股息收益率	0.3%	1.6%	0.6%	1.1%	1.7%
ROIC	8.6%	25.6%	45.9%	38.5%	79.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

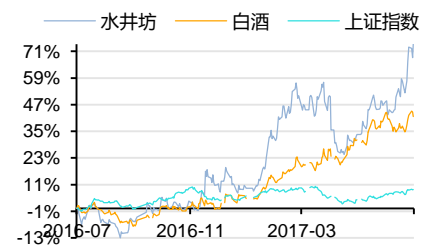
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**42.00元**
股价(2017-07-26) **29.60元**

交易数据

总市值(百万元)	14,460.95
流通市值(百万元)	14,460.95
总股本(百万股)	488.55
流通股本(百万股)	488.55
12个月价格区间	14.76/29.60元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.46	11.91	64.33
绝对收益	17.41	15.31	70.81

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

水井坊：次高端放量兑现，Q2 强表现带动预期修复/苏铖	2017-07-06
水井坊：成长路径清晰，高增长趋势不改/苏铖	2017-04-28
水井坊：六大举措护航 2017 增长，旺季次高端表现抢眼/苏铖	2017-02-16
水井坊：水井坊点评报告/苏铖	2017-01-24
水井坊：水井坊跟踪点评/苏铖	2016-12-30

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	854.9	1,176.4	1,874.2	2,608.7	3,508.8	成长性					
减:营业成本	211.1	280.4	431.1	573.9	747.4	营业收入增长率	134.3%	37.6%	59.3%	39.2%	34.5%
营业税费	123.5	155.1	281.1	391.3	526.3	营业利润增长率	-135.2%	138.8%	52.2%	71.5%	56.8%
销售费用	188.3	249.7	449.8	613.0	736.8	净利润增长率	-121.8%	155.5%	34.7%	71.1%	55.9%
管理费用	163.9	180.9	224.9	313.0	421.1	EBITDA 增长率	-151.4%	103.7%	47.5%	66.4%	54.1%
财务费用	-2.8	-6.1	-6.2	-7.6	-11.4	EBIT 增长率	-134.1%	139.5%	53.5%	72.3%	56.9%
资产减值损失	62.6	57.9	100.0	50.0	30.0	NOPLAT 增长率	-121.3%	141.4%	39.2%	72.3%	56.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-19.3%	-22.5%	105.8%	-23.8%	62.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.4%	14.7%	14.4%	21.6%	27.7%
营业利润	108.2	258.5	393.5	675.0	1,058.6	利润率					
加:营业外净收支	-2.4	9.8	5.0	7.0	5.0	毛利率	75.3%	76.2%	77.0%	78.0%	78.7%
利润总额	105.9	268.3	398.5	682.0	1,063.6	营业利润率	12.7%	22.0%	21.0%	25.9%	30.2%
减:所得税	17.9	43.5	95.6	163.7	255.3	净利润率	10.3%	19.1%	16.2%	19.9%	23.0%
净利润	88.0	224.8	302.9	518.3	808.3	EBITDA/营业收入	16.4%	24.3%	22.5%	26.9%	30.8%
						EBIT/营业收入	12.3%	21.5%	20.7%	25.6%	29.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	200	137	81	54	37
						流动营业资本周转天数	164	70	97	99	94
						流动资产周转天数	456	425	355	332	333
						应收账款周转天数	15	11	5	5	5
						存货周转天数	315	233	230	220	213
						总资产周转天数	719	612	466	405	384
						投资资本周转天数	390	225	188	160	135
						投资回报率					
						ROE	6.9%	15.3%	18.0%	25.4%	31.0%
						ROA	4.9%	10.2%	11.4%	16.1%	18.9%
						ROIC	8.6%	25.6%	45.9%	38.5%	79.2%
						费用率					
						销售费用率	22.0%	21.2%	24.0%	23.5%	21.0%
						管理费用率	19.2%	15.4%	12.0%	12.0%	12.0%
						财务费用率	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
						三费/营业收入	40.9%	36.1%	35.7%	35.2%	32.7%
						偿债能力					
						资产负债率	28.6%	33.3%	36.6%	36.6%	38.9%
						负债权益比	40.1%	49.9%	57.8%	57.7%	63.6%
						流动比率	2.34	2.20	2.19	2.31	2.29
						速动比率	0.92	1.09	0.53	0.94	0.74
						利息保障倍数	-37.18	-41.17	-62.03	-87.33	-92.11
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.46	0.19	0.32	0.50
						分红比率	41.6%	100.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.3%	1.6%	0.6%	1.1%	1.7%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	88.0	224.8	302.9	518.3	808.3	EPS(元)	0.18	0.46	0.62	1.06	1.65
加:折旧和摊销	36.3	34.8	34.8	34.8	34.8	BVPS(元)	2.62	3.01	3.44	4.18	5.34
资产减值准备	62.6	57.9	-	-	-	PE(X)	164.4	64.3	47.7	27.9	17.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.3	9.8	8.6	7.1	5.5
财务费用	-	0.1	-6.2	-7.6	-11.4	P/FCF	50.7	35.2	-38.6	17.4	80.8
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	16.9	12.3	7.7	5.5	4.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	41.1	29.7	33.4	19.1	12.5
营运资金的变动	146.0	46.4	-687.2	268.6	-664.4	CAGR(%)	80.6%	53.2%	-190.9%	80.6%	53.2%
经营活动产生现金流量	234.0	381.9	-355.7	814.2	167.3	PEG	2.0	1.2	-0.3	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	30.6	-204.6	-	-	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-	-36.7	-84.6	-147.9	-231.1	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034