

食品饮料

2017年08月01日

水井坊 (600779)

——收入大超预期，次高端驶入快车道，维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2017年07月31日

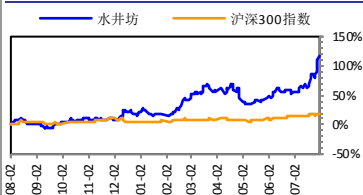
收盘价(元)	34.31
一年内最高/最低(元)	35.4/14.68
市净率	12.3
息率(分红/股价)	1.34
流通A股市值(百万元)	16762
上证指数/深证成指	3273.03 / 10505.04

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	2.78
资产负债率%	40.73
总股本/流通A股(百万)	489/489
流通B股/H股(百万)	-/-

· 一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《水井坊(600779)深度：经营驶入快车道 极具成长潜力的次高端品牌》2017/05/12
《全兴股份(600779)调研报告》2004/11/04

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

周彪 A0230116110005
zhoubiao@swsresearch.com

联系人

周彪
(8621)23297818x010-66500562
zhoubiao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 事件：公司公布半年报，2017年上半年营业收入8.41亿，同比增长71%，归母净利润1.14亿，同比增长26%。单二季度收入4.42亿，同比增长130%，归母净利润0.22亿，同比增长74%。我们在17年业绩前瞻中预测公司17年上半年收入增速38%，净利润增速20%，17年单二季度收入增长45%，净利润增长35%，公司收入利润均大幅超预期。
- 投资建议与估值：我们上调盈利预测，预测17-19年EPS为0.61、0.93、1.30元，同比增长33%、53%、39%（前次EPS分别为0.6、0.81和1.08元，分别增长31%、34%和33%），目前股价对应PE为56、37、26倍，维持买入评级。
- 行业复苏+渠道深耕+新品推广带动Q2收入超预期。二季度收入4.42亿增长130%，环比一季度增长11%，淡季收入超过春节旺季，上半年产品销量2429吨，同比增长59%。收入超预期主要原因，一是受益于次高端白酒整体增速加快，包括剑南春、老窖的窖龄酒、汾酒等主要次高端品牌二季度均增幅明显；二是公司渠道下沉，终端门店增加，人员队伍扩大，团队数量从年初的不到200人增加到300人。三是2016Q2收入基数较低，新总代模式5月后才恢复；四是3月底公司推出高端产品水井坊·典藏，Q2开始对渠道进行铺货，带来一定增长；五、期末预收款6881万，较一季度末下降3229万。从产品层面来看，主要集中在三大核心单品：臻酿八号、井台和典藏，典藏自今年3月底推出以来，通过渠道铺货增速最快，典藏重回高端白酒对于公司品牌形象的提升作用巨大，同时未来放量增长对于收入和净利润的弹性也非常明显，值得高度关注。
- 消费税基上调致使营业税金及附加大幅提高 资产减值损失大幅计提 利润增速慢于收入。Q2营业税金及附加同比增长248%，营业税金及附加的收入占比接近17%，而去年为13.2%，主要受消费税基上调影响。另外，二季度资产减值损失为9163万，影响净利润8802万，由于水井坊目前定位中高端产品，使用质量高的酒体，对于不适合核心产品的低质量酒体做减值处理。我们估计本次减值主要是对过去累积的低质量酒体进行的减值，因此今后类似的减值将会很少。除了减值和税金增加外，Q2销售费用同比增长123%，上半年销售费用同比增长101%，主要原因是公司市场推广费用大幅增长，广告及促销费1.57亿同比增长96%。Q2管理费用下降12%，主要由销售规模扩大管理费率下降所致。毛利率方面，由于提价及产品结构优化，Q2毛利率达到78.6%，环比提升1.2pct，同比提升5.4pct。
- 股价表现的催化剂：收入增速超预期
- 核心假设风险：调整复苏低于预期，地产诉讼案不确定性

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,176	841	1,894	2,642	3,537
同比增长率(%)	37.61	70.62	61.00	39.49	33.88
净利润(百万元)	225	114	299	457	637
同比增长率(%)	155.53	25.66	33.01	52.84	39.39
每股收益(元/股)	0.46	0.23	0.61	0.93	1.30
毛利率(%)	76.2	78.0	77.2	78.2	79.0
ROE(%)	15.3	8.4	16.9	20.5	22.3
市盈率	75		56	37	26

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	365	855	1,176	1,894	2,642	3,537
营业收入同比增长率 (yoy)	-24.89%	134.29%	37.61%	61.00%	39.50%	33.90%
减: 营业成本	116	211	280	432	577	742
毛利率 (%)	68.09%	75.30%	76.16%	77.20%	78.20%	79.00%
减: 营业税金及附加	51	124	155	302	476	637
主营业务利润	197	520	741	1,160	1,589	2,158
主营业务利润率 (%)	54.11%	60.85%	62.98%	61.20%	60.10%	61.00%
减: 销售费用	259	188	250	436	661	902
减: 管理费用	185	164	181	237	317	407
减: 财务费用	-2	-3	-6	-2	-8	-10
经营性利润	-246	171	316	489	619	859
经营性利润同比增长率 (yoy)	-13.43%	-169.59%	85.17%	54.60%	26.60%	38.80%
经营性利润率 (%)	-67.29%	19.99%	26.89%	25.80%	23.40%	24.30%
减: 资产减值损失	62	63	58	100	20	20
加: 投资收益及其他	0	0	0	0	0	0
营业利润	-307	108	258	389	599	839
加: 营业外净收入	5	-2	10	10	10	10
利润总额	-303	106	268	399	609	849
减: 所得税	100	18	44	100	152	212
净利润	-403	88	225	299	457	637
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-403	88	225	299	457	637
净利润同比增长率 (yoy)	121.60%	-121.84%	155.52%	33.00%	52.80%	39.40%
全面摊薄总股本	489	489	489	489	489	489
每股收益 (元)	-0.82	0.18	0.46	0.61	0.93	1.30
归属母公司所有者净利润率 (%)	-110.40%	10.29%	19.11%	15.80%	17.30%	18.00%
ROE	-33.75%	6.87%	15.30%	16.90%	20.50%	22.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。