

## 二季度淡季不淡，期待 2018Q3 财年开门红

半年报点评

马浩博 (分析师)      袁雨曦 (联系人)  
010-69004650      010-69004650  
证书编号: S0280518060002      证书编号: S0280118010037

### ● 事件:

2018年7月24日公司公布2018年中报: 实现营收13.36亿元, 同比增长58.97%; 归母净利润2.67亿元, 同比增长133.59%。单二季度实现营收5.88亿元, 同比增长33.03%; 归母净利润1.13亿元, 同比增长404.01%。

### ● 战略聚焦“5+5+5”区域和“核心门店”工程推进, 驱动上半年营收增长:

白酒结构性扩容持续, 100-300元中高端及300-600元次高端增长快, 未来3-5年次高端市场容量有望突破千亿。分区域看, 公司聚焦“5+5+5”核心省区, 导入“新总代模式+核心门店工程”, 强化厂家前端管理; 上半年北区、南区分别增长102%、85%, 高于西区、东区分别增长52%、35%; 核心市场江苏主流价位上升至300-400元, 上半年江苏营收增速超70%; 5个新兴市场开拓效果显现, 持续放量带动业绩增长。分产品看, 高档营收12.77亿元, 同比增长60%; 中档产品销售下滑21%, 拖累营业收入。

### ● 发力高端产品、产品结构上移, 毛利率持续改善:

2018年上半年, 水井坊聚焦高端典藏大师版和超高端产品水井坊菁翠门店营销活动推广及消费者品鉴培育, 产品结构稳步上移, 去年两次提价效应显现, 单二季度高端产品增速37%, 总体毛利率达到81.14%, 同比提高3.11pct。费用端, 公司加大广告宣传、节庆促销以及核心门店、品鉴会等投入, 上半年销售费用率31.37%, 管理费用率9.66%, 合计同比提高4.67pct; 净利率20.02%, 同比提高6.39pct。单二季度计提4500万的诉讼损失, 扣除损失和所得税影响, 二季度净利率仍高于20%。

### ● 未来三年复合增速44%, 维持“强烈推荐”评级:

实控人帝亚吉欧豪掷61.46亿元, 以62.00元/股溢价22.63%要约收购水井坊20.29%股权, 比例由39.71%提高至60.00%, 彰显长期信心。我们预计2018-2019年收入分别为32亿、46亿, 同比增长57%、43%, EPS分别为1.25元、1.87元, 同比增长81%、50%, 当前股价对应PE 44x、29x, 维持“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示: 费用投放高于预期; 新市场拓展不达预期; 食品安全风险。

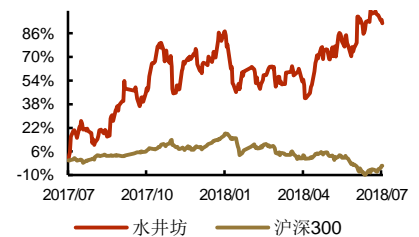
#### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1176	2,048	3,211	4,605	6,176
增长率(%)	37.6	74.1	56.8	43.4	34.1
净利润(百万元)	224.8	335	610	914	1,244
增长率(%)	155.5	49.2	81.7	49.9	36.1
毛利率(%)	76.2	79.1	79.6	79.3	78.0
净利率(%)	19.1	16.4	19.0	19.8	20.1
ROE(%)	15.3	21.2	32.3	34.4	33.4
EPS(摊薄/元)	0.46	0.69	1.25	1.87	2.55
P/E(倍)	119.51	80.1	44.1	29.4	21.6
P/B(倍)	18.28	17.0	14.2	10.1	7.2

## 强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.07.25
收盘价(元):	54.31
一年最低/最高(元):	28.45/60.17
总股本(亿股):	4.89
总市值(亿元):	265.33
流通股本(亿股):	4.89
流通市值(亿元):	265.33
近3月换手率:	78.53%

### 股价一年走势



### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	13.14	34.07	93.97
绝对	12.39	27.26	89.65

### 相关报告

《白酒的渠道, 洋酒的品位, 战略聚焦下的次高端轮回》2018-07-15

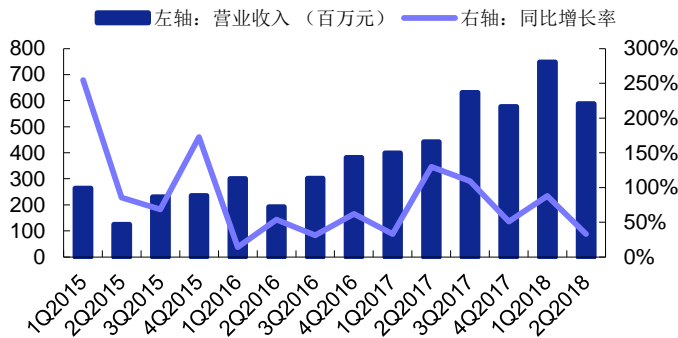
表1: 水井坊近三年来财务数据

单位: 百万元

	单季数据		中报数据		原因分析
	2017Q2	2018Q2	2017H1	2018H1	
营业收入	442	588	841	1336	本期高端产品销量增长, 导致收入相应增加所致。
同比增长率	130%	33%	71%	59%	
营业成本	95	108	185	252	提价+高端产品推高毛利率
毛利率	79%	82%	78%	81%	
销售费用	105	179	207	419	公司强化品牌知名度和信誉度, 增加有效的电视和户外广告、节庆促销以及核心门店、品鉴会等投入; 同时为支持业务增长和人才储备战略, 导致职工薪酬增加所致
%营业收入	24%	30%	25%	31%	
管理费用	54	72	99	129	为支持业务增长以及人才储备战略, 而增加人员导致职工薪酬增加所致
%营业收入	12%	12%	12%	10%	
财务费用	-2	-3	-5	-7	销售增加导致银行存款余额及利息收入的增加
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	
营业利润	24	152	152	362	2017年二季度基数较小
同比增长率	71%	522%	29%	144%	
利润总额	21	107	149	318	
同比增长率	-15%	406%	21%	113%	
所得税费用	-1	-6	35	50	本年计提法律诉讼预计负债所致
实际税率	-6%	-5%	23%	16%	
净利润	22	113	114	267	
同比增长率	74%	404%	26%	134%	
归母净利润	22	113	114	267	
同比增长率	74%	404%	26%	134%	

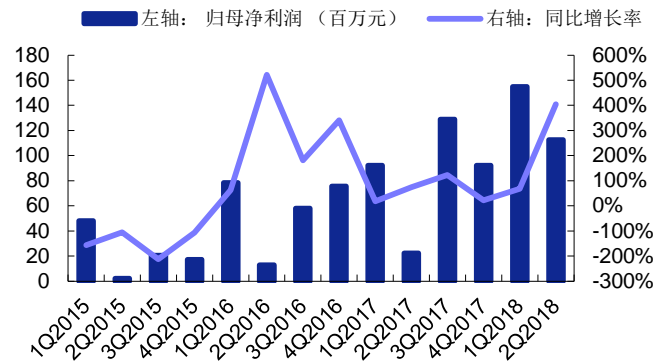
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图1: 2015Q1-2018Q2 单季度营业收入及其同比



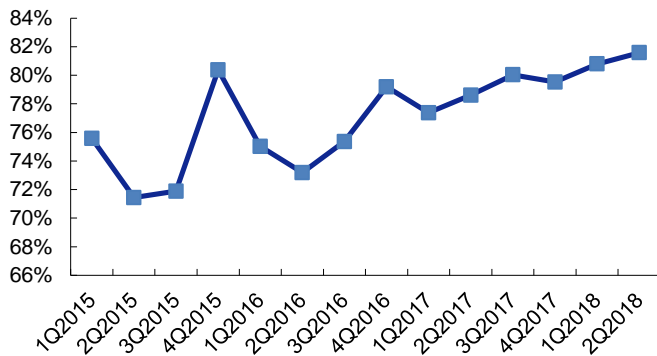
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图2: 2015Q1-2018Q2 单季度归母净利润及其同比



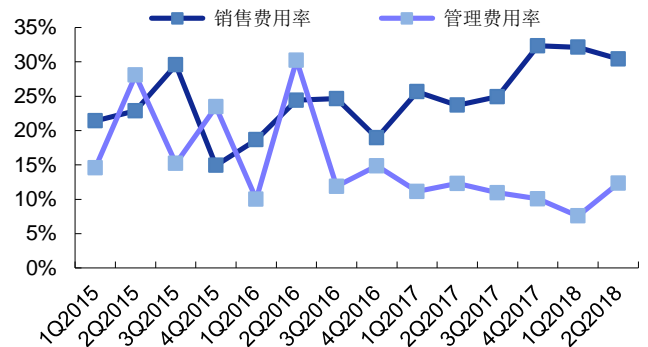
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图3: 2015Q1-2018Q2 单季度公司毛利率



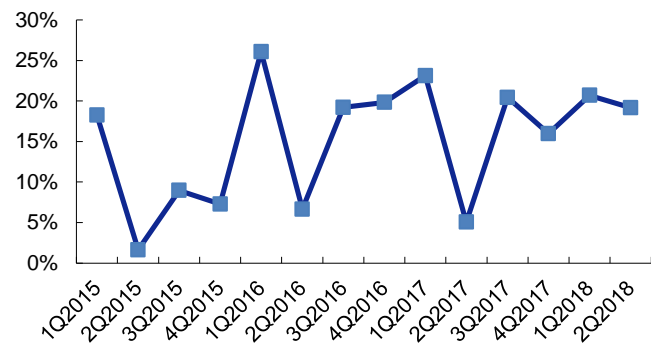
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 2015Q1-2018Q2 单季度销售费用率和管理费用率



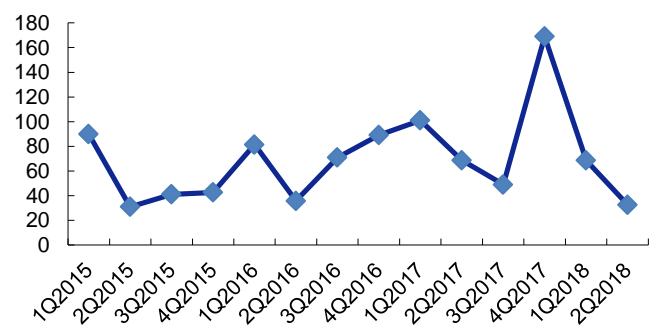
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图5: 2015Q1-2018Q2 单季度公司净利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图6: 2015Q1-2018Q2 公司预收账款 (百万元)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**马浩博**，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7年从业经验，14-17年获新财富最佳分析师，2018年加入新时代证券。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>