

# 水井坊 (600779.SH)

## 核心单品放量与渠道改革驱动业绩高增长

### ● 高端白酒价格上涨打开次高端白酒增长空间。

个人消费升级驱动白酒第三轮结构性牛市。本轮是个人消费驱动的白酒第三轮结构性牛市，主要由于个人实际购买力的提升与富裕人群的增长，典型特征是行业低增长，白酒消费向名优白酒迅速集中，龙头集中度提升。

高端白酒价格上涨，次高端白酒出现成长机会。09-12年白酒牛市中，高端酒价格上移后次高端普遍迎来量价齐升快速发展时期，次高端行业收入占比达15%左右，13-15年受三公消费影响，高端白酒下压造成次高端白酒量价崩盘，15年次高端行业收入占比降至2.6%。16年开始的本轮白酒牛市中，个人消费升级带动飞天茅台等高端酒不断提价，次高端白酒性价比优势凸显，充分受益消费升级，增长空间被打开，次高端将迎来量价齐升。

### ● 水井坊核心单品放量与渠道改革驱动业绩高增长

水井坊是帝亚吉欧控股A股白酒公司，15-16年新上任的管理层具备丰富的消费品运营经验，对公司进行了有效改革：**(1) 核心单品聚焦次高端，受益消费升级实现快速增长。**公司主推核心单品突出，井台与珍酿八号分别定位400-500、300-400次高端价位带，性价比高并充分受益消费升级，两者收入占比达80%，公司核心资源聚焦两大单品，未来仍将推动业绩高速增长。17年公司推出定位高端的另一核心单品典藏，有助于提高公司品牌形象。**(2) 渠道模式革新+深耕市场，驱动业绩增长。**1) 公司渠道模式逐渐向新总代模式转变，新省代模式一方面能够有效利用大经销商的资源进行市场开发，另一方面增强了渠道价格管控力度，有助于保障经销商和终端门店各环节利润率，大幅提升经销商和终端店积极性。同时新省代模式下公司对终端管理力度也进一步加大。2) 公司增加销售团队与市场费用投放，通过举办品鉴会、核心门店项目等方式推动品牌推广和渠道建设，费用使用效率高。3) 14、15年公司通过补差价解决渠道高价库存，提高经销商、终端店的粘性和忠诚度，对公司16年渠道拓展起了重要作用。

**水井坊渠道扩张和下沉潜力大，17年收入增速有望继续保持高增长。**公司16年受益核心单品放量和渠道改革，在全国23个省增长超20%，12个省增长超50%，其中核心市场增速较快。河南、江苏、湖南是公司销售前三市场，17年春节增长势头非常好，核心门店与覆盖区域均不断增加。17年公司将增加广东、上海等四大核心市场，力争多个上亿市场，我们预计公司17年全国收入增速有望继续保持高增长。

● **投资建议：**由于两大单品受益消费升级，新省代模式下渠道扩张和下沉，我们预计16-18年报表收入11.97/18.34/26.76亿元，增速40%/53%/46%，净利润2.29/4.06/6.36亿元，增速160%/77%/57%，对应EPS为0.47/0.83/1.3元/股，对应估值51/29/18，维持买入评级。

● **风险提示：**新产品推广低于预期，新市场开拓低于预期，市场开拓费用增长超预期，食品安全问题。

识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格 23.85元

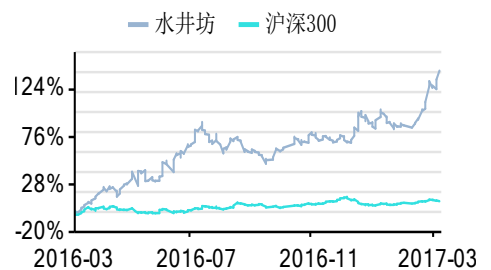
前次评级 买入

报告日期 2017-03-06

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	489/489
流通A股市值(百万元)	11,652
每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	28.60
一年内最高/最低(元)	24.05/9.68

### 相对市场表现



分析师: 王永锋 S0260515030002

01059136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师: 王文丹 S0260516110001

01059136617

wangwendan@gf.com.cn

### 相关研究:

水井坊(600779.SH): 核心单品持续放量, 渠道改革卓有成效 2016-10-31

水井坊(600779.SH): 两大单品和渠道改革带动收入高速增长 2016-08-24

水井坊: 两大单品及渠道变革将推动收入可持续高增长 2016-06-17

联系人: 张志遂

zhangzhisui@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	364.87	854.87	1197.47	1833.69	2676.45
增长率(%)	-24.88%	134.29%	40.08%	53.13%	45.96%
EBITDA(百万元)	-209.57	204.30	314.57	518.50	793.90
净利润(百万元)	-402.81	87.97	228.97	405.56	636.00
增长率(%)	-121.60%	121.84%	160.27%	77.12%	56.82%
EPS(元/股)	-0.82	0.18	0.47	0.83	1.30
市盈率(P/E)	—	70.75	51.31	28.97	18.47
市净率(P/B)	4.00	4.86	7.78	6.13	4.60
EV/EBITDA	-22.26	28.68	36.80	21.82	13.75

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、高端白酒一批价上涨打开次高端白酒增长空间.....	5
1、个人消费升级驱动白酒第三轮结构性牛市.....	5
2、高端白酒价格上涨，次高端白酒出现成长机会.....	6
二、核心单品放量与渠道改革驱动业绩高增长.....	9
1、外资控股上市公司，管理层消费品运营经验丰富.....	9
2、核心单品聚焦次高端，受益消费升级实现快速增长.....	11
3、渠道模式革新+深耕市场，驱动业绩增长.....	14
4、核心市场潜力仍大，2017年收入增速有望继续高增长.....	17
投资建议.....	21
风险提示.....	21

## 图表索引

图 1: 12 年之前白酒消费类型占比: 以政商务消费为主.....	5
图 2: 16 年开始白酒消费类型占比: 以个人消费为主.....	5
图 3: 人均可支配收入与飞天茅台、普五终端价之比处于历史高位.....	6
图 4: 2016 年起茅台一批价不断上涨.....	7
图 5: 2015 年次高端空间被挤压, 未来次高端空间将不断扩大.....	8
图 6: 帝亚吉欧是水井坊控股股东.....	9
图 7: 公司中高档白酒收入占比保持在 80% 以上.....	11
图 8: 井台 15 年开始进入恢复性增长.....	12
图 9: 臻酿八号助力 15 年业绩扭亏为盈.....	13
图 10: 我们预计 16 年臻酿八号同比增长 60% 以上.....	13
图 12: 水井坊美学品鉴会 (郑州) 现场.....	16
图 13: 水井坊各个核心市场增速较快 (2016 年).....	17
图 15: 河南省消费以浓香型为主.....	20
图 16: 郑州市烟酒店渠道占比高.....	20
表 1: 各收入阶层家庭户数情况分析: 未来五年富裕人群增速最快 (单位: 百万户).....	6
表 2: 16 年年初以来高端白酒价格不断上涨.....	7
表 3: 次高端白酒年初以来进入阶段性价格回升.....	8
表 4: 次高端白酒行业未来五年增速预测.....	8
表 5: 帝亚吉欧通过多次交易后控股水井坊.....	9
表 6: 水井坊总经理、销售总监于 2015 年底至 16 年初上任.....	10
表 7: 井台同等价位 (400-500 元) 主要竞品.....	12
表 7: 臻酿八号价格带主要竞品.....	13
表 7: 典藏一批经销商渠道利润高于同价位其他产品.....	14
表 8: 2013 年 9 月至 2015 年底实施 “省代+扁平化+合作” 模式.....	14
表 9: 水井坊销售渠道模式变动情况.....	15
表 10: 省代的专业性提升渠道管控力度.....	15
表 11: 水井坊重点区域渠道发展状况.....	17
表 12: 湖南省次高端品牌渠道对比.....	18

## 一、高端白酒一批价上涨打开次高端白酒增长空间

### 1、个人消费升级驱动白酒第三轮结构性牛市

个人消费升级驱动白酒第三轮牛市。12年以前两轮白酒牛市是投资拉动需求，主要以政务和商务消费为主，我们估计12年之前白酒政务和商务消费占比分别40%左右，个人消费占比20%左右。12年受八项规定影响，政务消费逐步下降。根据媒体报道，茅台董事长袁仁国2016年表示，茅台公务消费已降至1%，由于不同价位段酒政务消费略有不同，我们预计目前政务白酒消费平均占5%左右，而个人和商务消费估计分别占65%、30%。目前三公消费占比已经极低，白酒消费主要由个人消费以及正常的商务消费驱动，高端白酒作为面子消费，成为带有精神文化属性的消费品。其中，个人需求是白酒行业调整以来主要推动力，人均可支配收入提升是个人需求提升的基础，消费结构升级是主要趋势。

图1：12年之前白酒消费类型占比：以政商务消费为主

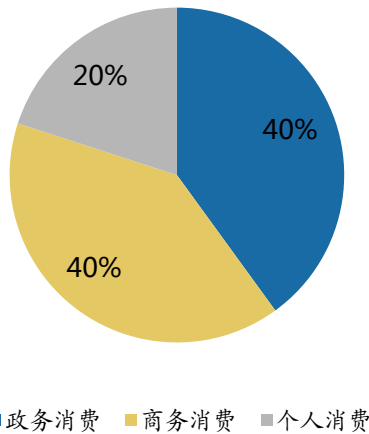
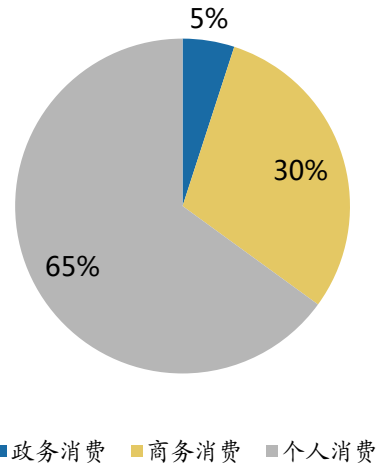


图2：16年开始白酒消费类型占比：以个人消费为主



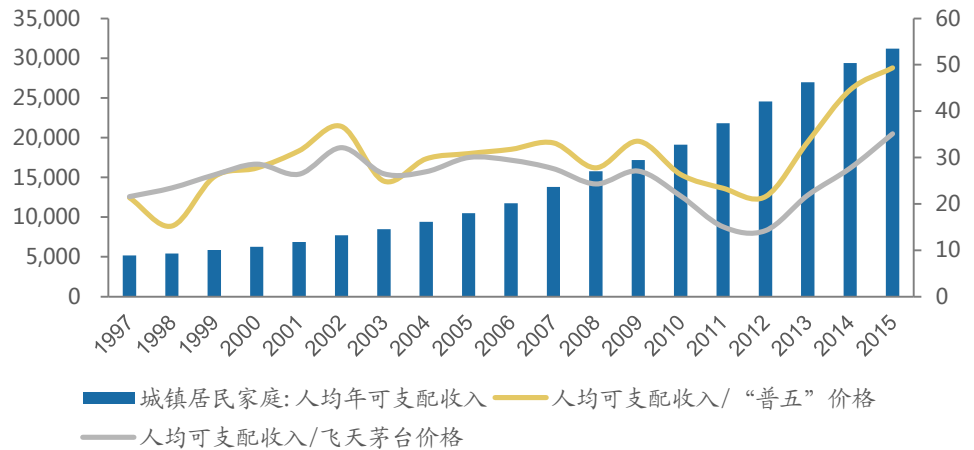
资料来源：糖酒快讯、广发证券发展研究中心

资料来源：糖酒快讯、广发证券发展研究中心

第三轮白酒牛市是个人消费升级推动的结构化牛市，典型特征是行业低增长，白酒消费向名优白酒迅速集中，龙头集中度提升。

(1)从人均可支配收入与高端酒价格之比处于历史高位可知，居民高端酒实际购买力较高。近几年白酒行业调整导致产品价格下降变相提升了居民购买力，刺激了个人消费量。2012年八项规定等措施出台后，政务消费与商务消费受到较大程度的影响，而个人消费受影响较小，同时，由于白酒价格的下降变相提升了个人购买力，反而带动了个人消费增长。五粮液52度的“普五”零售价由高点的1100元降至660元附近、“飞天茅台”由1500元-2000元降至900元附近、“国窖1573”由1530元降至650元附近等。在高端白酒价格下降的同时，人均可支配收入不断增加，目前人均可支配收入与高端酒终端价之比处于历史高位，如人均可支配收入与“普五”、飞天茅台等高端白酒大单品的价格之比已超过2002年的高点，居民对高端白酒的实际购买力较高，高端白酒的市场需求潜力与提价潜力同样较高。

图3: 人均可支配收入与飞天茅台、普五终端价之比处于历史高位



数据来源: Wind, 糖酒快讯, 广发证券发展研究中心

(2) 根据波士顿咨询数据分析可知, 未来5年我国富裕人群和上层中产阶级人数增长最快, 这将是中高白酒个人消费升级最有力的推动力。

表1: 各收入阶层家庭户数情况分析: 未来五年富裕人群增速最快 (单位: 百万户)

阶层	2010	2015	2020E	未来五年复合增速	2010 占比	2015 占比	2020E 占比	
准中产与低收入阶层	133.4	100.5	73.1	-6.2%	53%	34%	22%	(家庭月均可支配收入 5200 元以下)
新兴中产阶层	65.8	84.1	85.9	0.4%	26%	28%	25%	(家庭月均可支配收入 5200-8300 元)
中产阶层	33.8	61.2	81.3	5.8%	14%	20%	24%	(家庭月均可支配收入 8300-12500 元)
上层中产阶层	14.6	43.0	76.8	12.3%	6%	14%	23%	(家庭月均可支配收入 12500-24000 元)
富裕人群	1.8	10.1	21.9	16.9%	1%	3%	6%	(家庭月均可支配收入 24000 元以上)
上层中产阶层和富裕人群合计	16.45	53.0	98.7	13.2%	7%	18%	29%	(家庭月均可支配收入 12500 以上)

数据来源: 波士顿咨询, 广发证券发展研究中心

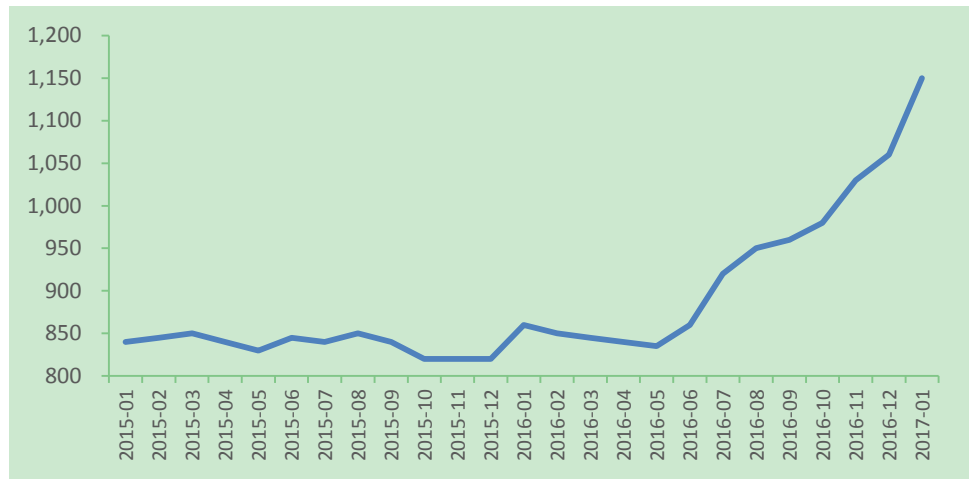
## 2、高端白酒价格上涨, 次高端白酒出现成长机会

个人消费拉动需求, 高端白酒价格不断上涨。随着个人消费拉动需求增长, 飞天茅台供需关系发生变化, 2016年年初以来, 个人消费升级需求增长拉动飞天茅台一批价和终端价上涨, 进而带动高端白酒价格体系不断上涨: 飞天茅台一批价不断上涨, 从850元/瓶上涨至1200元/瓶, 零售价从870元/瓶上涨至1300元以上; 普通五



粮液一年内涨价三次，出厂价从659元/瓶上涨至739元/瓶，零售价格从829元/瓶上涨至899元/瓶；国窖1573计划外配额价格从为660元/瓶上涨80元至740元/瓶。

图4：2016年起茅台一批价不断上涨



数据来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

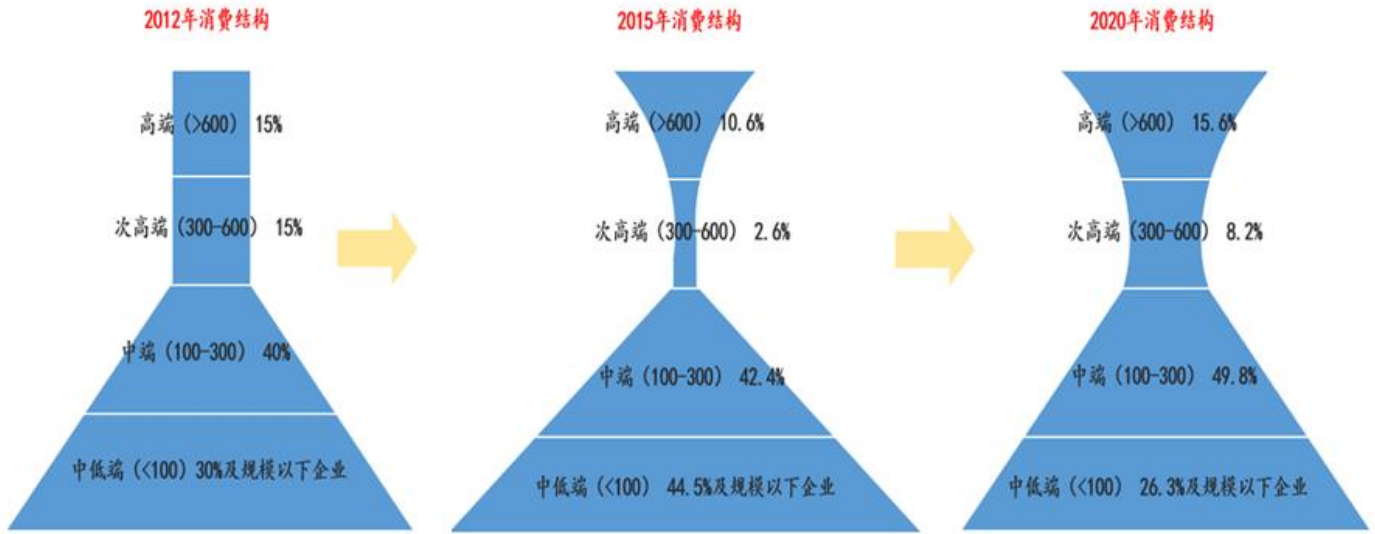
表2：16年年初以来高端白酒价格不断上涨

高端白酒	时间	政策
飞天茅台	2016年1月-2017年2月	一批价从850元/瓶上涨至1200元/瓶，零售价格从870元/瓶上涨至1300元/瓶以上
普通五粮液	2016年3月	普五出厂价从659元/瓶上涨至679元/瓶
	2016年8月	普五出厂价从679元/瓶上涨至739元/瓶，零售价格为829元/瓶
	2017年2月	商超供应价调整为809元/瓶，零售单价从829元/瓶上涨至899元/瓶。
国窖1573	2016年5月	对1573系列的超高端产品“中国品味”进行提价，涨价幅度为15%左右
	2016年10月	国窖1573经典装计划内配额结算价保持不变，计划外配额价格为660元/瓶，计划内结算价加收20元/瓶保证金。
	2016年12月	国窖四川片区经销商会上提到，国窖经典装统一将经销商打款价调整至700元，其中包含40元/瓶的保证金，计划外配额调整至740元/瓶。

资料来源：公司公告、经销商调研、广发证券发展研究中心

高端白酒提价后，次高端白酒将打开成长空间，实现量价齐升。2009-2012年高端白酒茅台一批价不断上调至1500、终端价上调至2000元等，五粮液和国窖1573也顺势上涨，与次高端白酒拉开了空间，次高端得以快速上涨，12年次高端白酒销量与高端白酒规模相当，在4万多吨，次高端收入规模15%。但是2013-2015年受三公消费影响，茅台、五粮液、1573等高端酒一批价和终端价不断下降，次高端白酒崩盘，空间被大幅压缩，收入占比下降到2.6%。目前处于第三轮白酒牛市，随着高端白酒不断提价，次高端白酒性价比优势凸显，增长空间被打开，将充分受益消费升级，需求端出现增长，我们预计2020年次高端白酒收入占比将回升到8%以上。目前次高端白酒从量价两端看都已出现回暖，17年春节销售数据普遍高于预期，16年年初以来主要次高端白酒价格也已经开始回升。

图5：2015年次高端空间被挤压，未来次高端空间将不断扩大



数据来源：新食品，广发证券发展研究中心

表3：次高端白酒年初以来进入阶段性价格回升

时间	公司及品牌	政策
2016年1月1日起	红花郎全线产品	“九赠一”和模糊返利、认购返利都已取消，单瓶出厂价从252元涨到280元，加上返利政策的取消，涨价幅度大约15%左右。
2016年春节	剑南春	水晶剑南春和东方红将其出厂价分别上调40元和60元
2016年2月7日起	洋河股份	海之蓝、天之蓝的出厂价分别上调2元、4元
2016年4月2日起	山西汾酒	青花20年的发票执行价每瓶上涨10元
2016年11月	水井坊	终端零售价方面，臻酿八号价格每瓶上涨10元，而井台则相对高一点
2017年1月	沱牌舍得	舍得酒全渠道提价20元

数据来源：公司公告、经销商调研、广发证券发展研究中心

表4：次高端白酒行业未来五年增速预测

价格段	2015年销量估算 (万吨)	2015年收入规模估算 (亿元)	预估未来5年行业销量复合增速	预估未来5年行业收入复合增速	预估2020行业销量规模 (万吨)	预估2020行业收入规模 (亿元)
高端(>600)	3.7	600	13%	15.3%	6.8	1220.5
次高端(>300<600)	2.2	145	25%	28%	6.8	488.6
中端(>100<300)	185	2400	10%	10%	297.3	3865.2
中低端(>50<100)	1094.9	2521.6	-5.0%	-5.0%	847.2	1951.2
低端(<50)						

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明



合计	1285.4	5666.6	-2.1%	5.8%	1158.2	7525.5
----	--------	--------	-------	------	--------	--------

数据来源：行业调研、广发证券发展研究中心

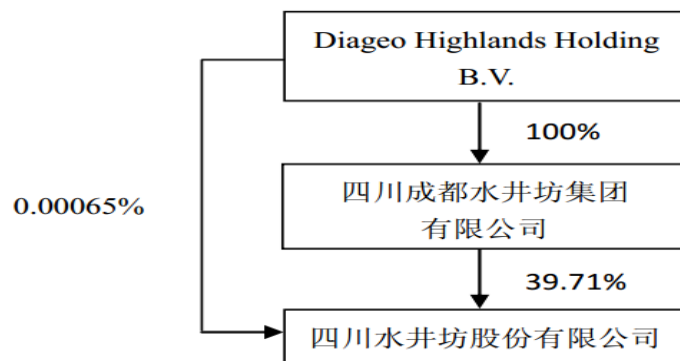
15、16年是高端白酒恢复成长时期，高端白酒在陆续提价后，将打开次高端发展空间，因此我们认为未来三到五年次高端将迎来新一轮高速成长时期，而其中次高端收入占比较高的公司或者正在重点发展次高端白酒的公司将迎来快速发展。

## 二、核心单品放量与渠道改革驱动业绩高增长

### 1、外资控股上市公司，管理层消费品运营经验丰富

帝亚吉欧通过多次收购控股水井坊，水井坊成为国内首家外资控股白酒上市公司。帝亚吉欧从2007年开始通过收购水井坊大股东全兴集团43%入股水井坊，又分别在2008年和2010年分别再次收购全兴集团6%和4%的股权，累积持有水井坊53%的股份，通过全兴集团实现间接控制水井坊。水井坊成为国内首家外资控股白酒上市公司。2013年又通过购买全兴集团剩余47%的股权，达到对于全兴集团100%的控制，间接持有水井坊39.71%的股份。

图6：帝亚吉欧是水井坊控股股东



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表5：帝亚吉欧通过多次交易后控股水井坊

收购历程	间接持有水井坊股份	收购价	对应股价(元/股)	收购时点股价(元/股)
2007年1月27日收购全兴集团43%股权	16.98%	5.17亿元	6.23	14.16
2008年7月28日再次收购6%全兴集团股权，持股比例达到49%	19.46%	约2亿元	17.2	23.72
2010年3月2日再次收购4%全兴集团股权，持股比例达到53%	21.05%	1.4亿元	18.04	23.74
2013年7月21日再次收购47%全兴集团股权，持股比例达到100%，全兴集团更名为四川成都水井坊集团有限公司	39.71%	2.33亿英镑	23.93	12.22

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**公司管理层具备丰富的消费品运营经验。**公司在2013-2014年销售的大幅下滑，管理层的混乱也是原因之一。董事长陈寿祺、总经理范祥福与销售总监于2014年下半年至2016年初逐步就任，管理层具备多年消费品运营经验，为公司在营销和渠道等领域推行多项改革，成就2016年业绩爆发。具体改革措施包括：

**(1) 回归新省代模式，推行核心门店计划。**公司渠道原采用总代理制、扁平化分销、与其他公司合作三种模式。2016年公司逐步改成新省代模式，同时加强营销考核机制及增加30%以上销售人员深耕渠道；同时公司于2016年3月起推进核心门店计划，在终端陈列、品鉴会方面重点支持，均加强了公司对终端的管控力度，以及对市场信息的及时反应能力。

**(2) 重视市场营销，线上线下齐发力。**公司改变营销策略，直接投入费用并负责线下活动，对终端，尤其是核心门店，加强与消费者的互动，举办一系列有针对性的促销活动，例如美酒之旅，节庆活动，小型品鉴会等，公司还率先举办高端圈层品鉴会，由意见领袖带动销量。线上方面，公司开始增大在全国媒体如浙江、江苏、东方卫视等上的投放，也加大了在新媒体如微信微博上的投入。

**(3) 激励机制改革到位。**公司在2016年4月底发布递延奖金计划，采用虚拟股票的方式，实施周期三年。实际计算方式按“实际授予虚拟股数×授予当年全年的平均收盘价×支付系数”计算（税前），其中支付系数与公司综合业绩指标达成率挂钩，综合指标达成率（%）=（实际净销售额/目标净销售额）×30%+（实际净利润/目标净利润）×30%+（实际OCC/目标OCC）×40%（OCC为现金转换率）。激励机制改革将公司中长期绩效目标与个人激励紧密结合，将有效调动管理层积极性。调研了解到，基层与管理层沟通顺畅，管理层注重市场基础工作，多次深入一线走访市场，经销商对管理层信心十足。

**表6：水井坊总经理、销售总监于2015年底至16年初上任**

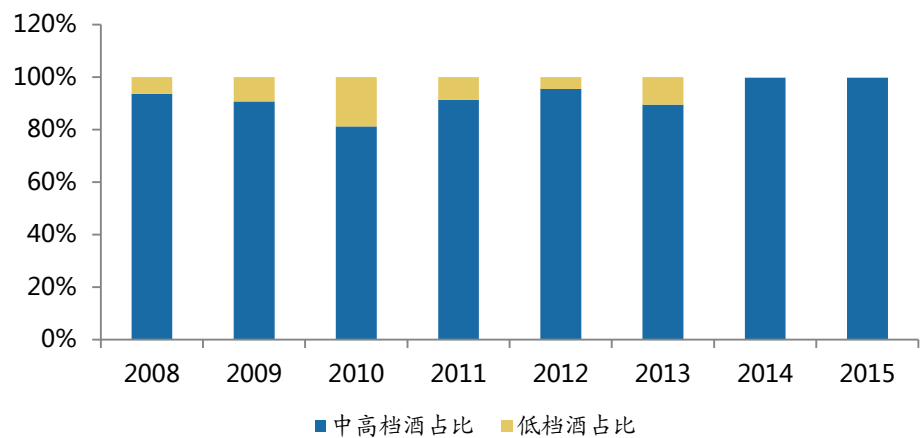
姓名	职位	入职日期	经历
陈寿祺	董事长	2014年8月28日	历任菲利普·莫里斯中国公司主席，帝亚吉欧东南亚公司董事总经理，帝亚吉欧大中华区董事总经理。现任四川水井坊股份有限公司第八届董事会董事长，白马户外媒体有限公司董事会主席。
范祥福	董事、总经理	2015年10月5日	历任嘉士伯啤酒（香港）有限公司大理啤酒总经理、中图节能科技（常州）有限公司总经理、伟志控股有限公司集团采购总监。现任帝亚吉欧新加坡 PTE 有限公司董事，四川水井坊股份有限公司第八届董事会董事、总经理。
张福钧	销售总监	2016年初	具有丰富的啤酒运营经验

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## 2、核心单品聚焦次高端，受益消费升级实现快速增长

主推核心单品聚焦次高端，井台与臻酿八号收入占比达80%。公司自2000年推出高端“水井坊”品牌，高端品牌形象深入人心，中高档白酒收入占比保持在80%以上。公司产品主要分两大体系：中高端的水井坊系列和低端的天号陈系列。水井坊系列定位次高端市场，有两大核心单品井台和臻酿八号，2017年3月将推出另一核心单品典藏，定位高端白酒市场。公司产品价格带清晰，臻酿八号定位300-400元价格带，井台定位400-500元价格带，都处于300-600次高端价位，二者目前收入占比高达80%，典藏价格定位600-700元高端市场。

图7：公司中高档白酒收入占比保持在80%以上



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表1：水井坊三大核心单品：井台+臻酿八号+典藏

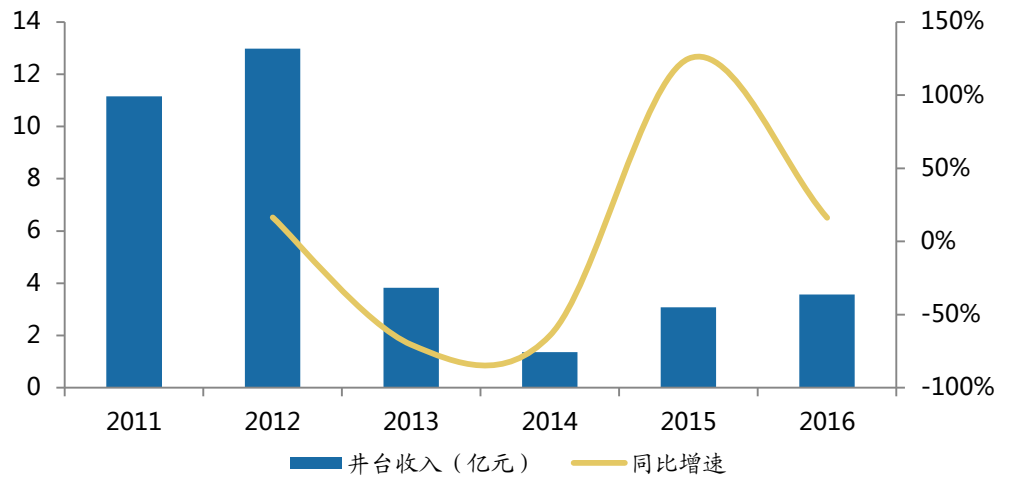
产品系列	核心大单品	市场定位	产品图例	产品价格带
水井坊	臻酿八号	次高端		300-400元
	井台	次高端		400-500元
	典藏	高端		600-700元

资料来源：公司调研，公司公告，广发证券发展研究中心

井台是水井坊的标志性核心单品，目前定位400-500元价位带，受益行业消费升

级实现快速增长。井台作为水井坊的标志性核心单品，2012年之前收入占比高达80%以上，2012年水井坊收入达到16.23亿元顶峰，其中井台收入13亿左右。2013年行业进行深度调整，水井坊收入下降至3.6亿，井台收入下滑至1.4亿。14年水井坊重新调整产品价格带，井台终端标价从800元以上降至400-500元，清晰定位次高端，同时性价比凸显。在低基数下，15年井台收入同比增长96%，上升至2.7亿，预计16年持续上至3.5亿左右，受益于行业消费升级，未来有望持续快速增长。

图8：井台15年开始进入恢复性增长



数据来源：经销商调研，公司公告、广发证券发展研究中心

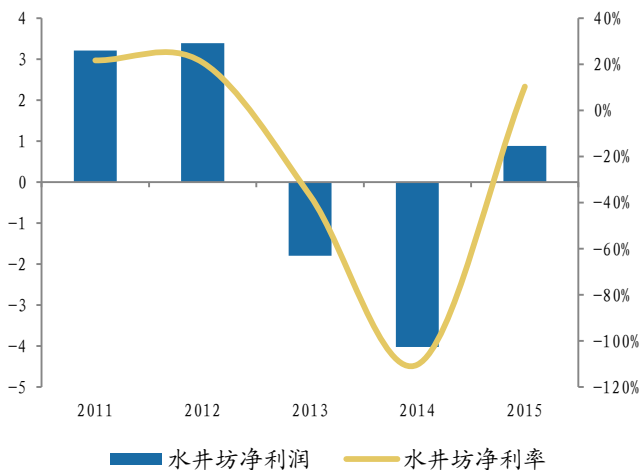
表7：井台同等价位（400-500元）主要竞品

品牌	产品	终端标价	体量	优势区域
剑南春	珍藏级剑南春	468元		主要优势区域是河南、浙江、江苏
洋河	梦之蓝M3	459元	2015年洋河白酒收入达153亿，梦之蓝约15亿	主要优势区域是江苏省、河南、安徽。
郎酒	红花郎15年	458元	2016年估算郎酒销售额应该在50—60亿，红花郎约20亿。	全国性，核心市场是川渝
沱牌舍得	品味舍得	476元	2016年品味舍得销售额约为4.8亿	主要优势区域是四川、重庆、河南、江浙、山东、甘肃
山西汾酒	青花瓷30年	469元	2016年青花系列预计9.2亿元左右，其中三十年4亿多	核心市场是山西、河南、北京
水井坊	井台	469元	2016年井台约3.5亿	核心市场：河南、江苏、湖南、四川、广东
酒鬼酒	52度高度柔和红坛	498元	2016年新老红坛共实现收入约1.2亿	主要市场是湖南本省

资料来源：经销商调研，京东，广发证券发展研究中心

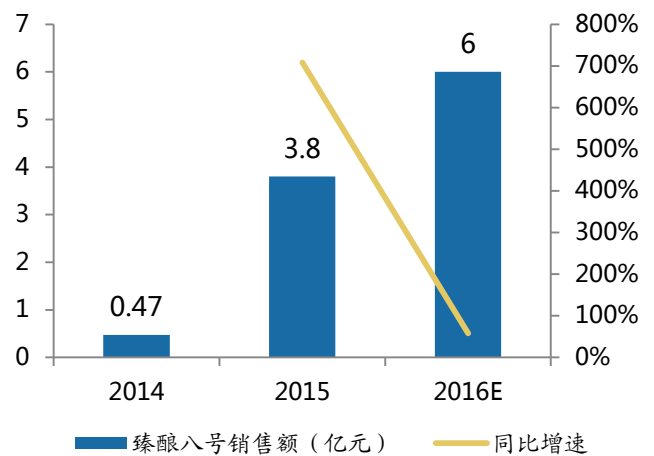
**臻酿八号定位300-400元价格带，具备较高性价比凸显，过去两年实现高速增长。**2013年白酒行业开始进入调整期，公司重新梳理产品结构，13年年底推出新品臻酿八号，价格300-400元。依靠水井坊高端白酒的品牌形象，相较井台价格更低的臻酿八号具备极高的性价比，充分迎合个人消费升级需求，销售收入从14年的4700万增长至15年的3.8亿元，再到预计16年的6亿元，为2015-2016年公司业绩扭亏为盈并实现高增长做出贡献。2016年臻酿八号已经超过了整个水井坊收入的50%，在湖南等省的收入占水井坊在该地区总收入的70%，具备较高的消费者认可度。

图9: 臻酿八号助力15年业绩扭亏为盈



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图10: 我们预计16年臻酿八号同比增长60%以上



资料来源: 公司公告, 经销商调研, 广发证券发展研究中心

表8: 臻酿八号价格带主要竞品

产品	标价	体量	优势区域
臻酿八号	339元/52度	16年收入预计约6亿	核心市场: 河南、江苏、湖南、四川、广东
水晶剑南春	398元/52度	16年销售收入近50亿	主要优势区域是河南、浙江、江苏
洋河天之蓝	318元/52度	销售收入约30亿	主要优势区域是江苏省、河南、安徽。
青花汾酒20年	318元/52度	16年预计接近5亿	主要优势区域是山西、河南、北京。
52度酒鬼酒	328元/52度	16年预计近1亿	主要是湖南省

资料来源: 经销商调研, 广发证券发展研究中心

**另一核心单品新典藏定位高端市场，有助于提升水井坊高端品牌形象。**公司于17年3月重新推出新典藏系列，提升产品的包装和品质，出厂价500以上，终端价为600-700元，定位高端白酒市场，有助于提升水井坊高端白酒品牌形象。典藏在以前年度推出期间以良好的酒水品质、高端的产品包装以及典雅的文化内涵得到了较好的消费者认可度，其主要竞品是水晶五粮液和国窖1573，除价格略低外，典藏渠道利润预计可达20%左右，水晶五粮液一批经销商渠道利润部分地区仅为2%左右，部分地区甚至出现倒挂，国窖1573相应渠道利润预计为8%，典藏渠道利润远高于水晶五粮液和国窖1573，保证经销商的利润空间，有利于其进入高端白酒市场。



表9: 典藏一批经销商渠道利润高于同价位其他产品

产品	终端价格	渠道利润 (一批经销商)	优势区域	销量 (万吨)
五粮液	750-800元	部分地区出现小幅倒挂, 部分地区2%左右	全国性	1.4
国窖1573	680-700元	8%	全国性	0.3
典藏	680-700元	20%左右	水井坊核心市场: 河南、江苏、湖南、四川、广东	---

资料来源: 经销商调研, 广发证券发展研究中心

我们认为, 水井坊核心大单品臻酿八号和井台定位次高端, 定位清晰性价比高, 迎合白酒行业消费升级趋势, 17-18年仍将持续快速增长, 另一核心单品典藏定位高端, 有助于提高公司品牌形象。

### 3、渠道模式革新+深耕市场, 驱动业绩增长

#### (1) 采用新省代模式, 利用经销商资源并提升渠道积极性

2013年9月至2015年底公司渠道模式由省代模式向“省代+扁平化+合作”模式转变。公司在2013年之前一直采取省代模式, 随着行业的深度调整, 大批经销商不愿继续和水井坊合作, 渠道逐渐向扁平化转变, 逐渐形成三种模式并存的局面: 总代模式、扁平化模式与帝亚吉欧合作的模式(在广东、福建市场由帝亚吉欧合作辐射), 其中, 省代模式销售收入占比60%以上。

表10: 2013年9月至2015年底实施“省代+扁平化+合作”模式

渠道模式	要点	优势	劣势	主要应用区域
总代理制	以一省或多省为单位, 由公司指定某一经销商自行发展其产品销售网络和销售事务, 通过省级市场整体运营创造板块市场	水井坊选择省级代理平台可以对一个省级市场运筹帷幄, 决策效率大幅度提升	无法掌握市场需求和动态, 水井坊和市场被隔离	河南、江苏、四川、湖南
扁平化分销	在一些地区开始自建销售队伍, 直接供货给终端, 渠道下沉, 直接卖给小店和小的代理商, 由他们覆盖到其他名烟名酒行和酒楼	有利于市场的深耕与精细化运作	需要耗费相当的人力、物力、财力资源	四川、北京、江西、湖北、内蒙古、吉林、辽宁、河北等
与其他公司合作	在部分区域, 公司的产品通过该合作伙伴的分销网络进入市场, 公司向该合作伙伴支付服务费。	占用人员少、费用低	不能直接对销售终端进行操控	广东、福建

资料来源: 经销商调研, 广发证券发展研究中心



**2015年底实行扁平化渠道模式的省份逐渐向新省代模式转变，利用经销商资源，同时提升经销商积极性。**2015年底白酒行业逐渐回暖，经销商愿意和水井坊继续合作且水井坊在实行扁平化模式时存在着人员的限制问题，公司开始实施渠道改革：以原有省代模式为基础，改扁平化模式为新省代模式，即公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，省代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。目前，水井坊实施扁平化的14个省份有12个（江浙沪、湖南、江西、北京等地域）实行新省代模式，13个走原有省代模式的省市也加强了终端人员的开拓。新省代模式一方面继承了总代模式的优点，有效利用大经销商的资源进行市场开发，另一方面增强了渠道价格管控，提升全渠道的利润，经销商积极性大幅提升。

**表11：水井坊销售渠道模式变动情况**

时间	渠道模式	模式特点	优点	不足之处
2013年9月前	省级总代理经销模式	建立5个大区平台，除了西藏之外，每个省都有总代，主销华北、华东、华南等地	利用经销商的渠道，较低人工成本，可发挥本地化、专业化的分销优势	可能出现经销商和厂商利益冲突；对终端控制和了解程度较低
2013年9月-2015年底	省级总代理经销模式+扁平化模式+与帝亚吉欧合作的模式	北京、广州、武汉、成都等总代主动退出，推行扁平化直销模式，借助帝亚欧豪渠道在广东福建销售	直销模式有利于提升渠道利润、促使渠道的下沉	直销模式渠道成本高，人力需求大，扩张速度慢；帝亚欧豪渠道主攻洋酒和白酒销售有差异
2015年底以来	逐渐向新总代模式转变	在广东、福建以及之前扁平化的几个区域实行新总代模式，河南目前依然实行老总代模式	和原本总代模式相比，新总代模式下，公司和经销商利益联系更紧密，经销商积极性高。	人力和推广成本提升

数据来源：经销商调研，中国食品安全网，广发证券发展研究中心

**新省代模式增强价格管控，减少窜货，提升全渠道积极性。**16年公司重新跟所有省代落实管理的措施，明确划定了销售区域并交纳保证金，对违反相关销售条款的进行处理和管理。

①**减少窜货。**扁平化模式虽然更容易迎合各区域市场容量的不均衡，但经销商为了提升任务指标或高出市场的消化能力，会把货低价甩向市场容积相对大一些的区域，形成窜货。管理严格的省代模式下窜货的情况不容易发生。

②**提升全渠道积极性。**新省代模式中公司销售人员进行销售前段管理，可以避免有太多利润空间留在一批商手中，不能传导到终端，以提升从一批商到终端全渠道的积极性。

**表12：省代的专业性提升渠道管控力度**

	适应市场性	渠道利润	区域深耕	专业性
扁平化	更细化运做区域市场，迎合经济发展的不均衡	缩短供应链、维持利润	厂商直接控制市场开拓，容易实现渠道深耕	厂商直接运作市场，缺乏专业性

省代	统一政策	利润多层次	省代可能为了完成厂商指标，选择一二线市场冲击销量、放弃三四线市场的开拓下沉	在渠道管控的经验、资金等方面，总代具备长期的专业性，运做销售业务比厂商专业。只要考核制定的合理，奖罚等激励措施得当，省代可以把类似窜货等风险规避到最小程度。
----	------	-------	---------------------------------------	--

数据来源：经销商调研、广发证券发展研究中心

## (2) 全方位渠道和品牌建设支持，精耕细作市场

**增加销售团队与市场费用投放，推动品牌推广和渠道建设。**新省代模式下，公司加大销售投入力度，推进渠道下沉和品牌推广，积极抢占市场份额。2016年公司增加了30%销售团队人手配备以适应新模式下的业务发展，协助各省省代和公司搭配的经销商去开拓市场，预计17年将增加40%以上销售人员开拓新区域。相较扁平化模式，省代更有动力培育消费者、树立品牌：

**①公司通过举办品鉴会等活动树立品牌形象。**水井坊的品牌基因较好，从2000年开始做品牌，消费者对品牌的认可程度较高。目前公司加强品牌形象的建立，通过举办尊享品鉴会、美学品鉴会等在多个重点市场进行品牌与产品的宣传，参会人员包括各界精英为主的高端客户以及各地经销商等，同时邀请行业相关的美食家艺术家等参与，在提高品牌知名度、宣传产品的同时，也吸引了客户与经销商。2015年公司共举办数百场高端品鉴会，16、17年次数与投入不断增加。

图11：水井坊美学品鉴会（郑州）现场



数据来源：糖酒快讯，广发证券发展研究中心

**②全国范围内实行“核心门店”项目，点对点推广拉动市场。**公司为核心门店提供一系列针对消费者促销活动和陈列支持，在终端层面加强对消费者的激励，促进核心门店的动销效率，并且严格划定门店（有效设点、核心设点、还有不同级别的核心设点），不同级别给予不同的支持，包括业务维护一周去几次。从重点区域上来看，成效显著，在湖南，各区域均有业务员挨家挨户推销，甚至覆盖到卖酒的小店，16年在湖南核心门店达1000余家，预计17年会增加20%-30%；在江苏，目前，已覆盖省内所有县级市，苏南地区已经覆盖到乡镇。

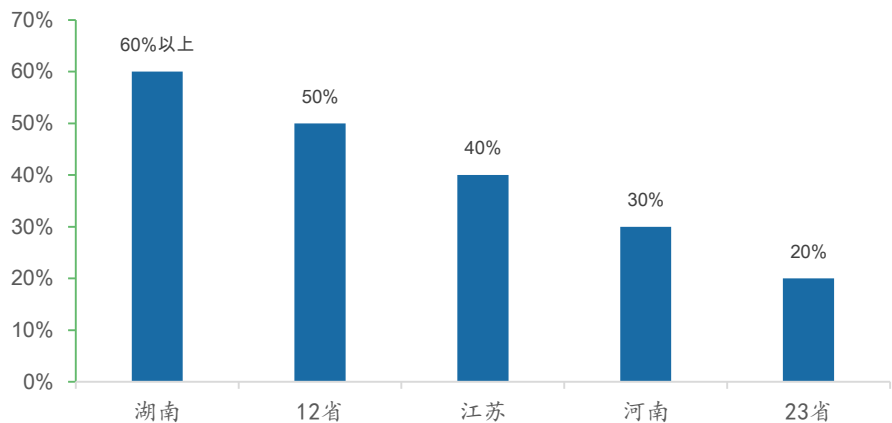
**(3) 补差价解决高价库存问题，提高经销商粘性**

通过渠道补差价解决高价库存问题，提高经销商粘性。2013-2014年井台进货价700-800元，由于五粮液、国窖1573等高端白酒终端价格回落至500-600元，井台终端价被迫调整至400-500元/瓶，导致井台终端价倒挂，渠道库存高且亏损严重。在这段时期，公司主要通过补贴经销商、经销商补贴终端的方式帮助渠道在减少损失的情况下去除库存，一方面快速去库存使产品恢复动销，另一方面提升了经销商的粘性，使公司在众多经销商和终端门店赢得高美誉度和忠诚度。

**4、核心市场潜力仍大，2017 年收入增速有望继续高增长**

16年水井坊受益核心单品放量和渠道改革，12个省增长超50%，核心市场增速较快。根据微酒报道和公司公开调研，16年水井坊在全国23个省增长超20%，12个省增长超50%。其中，河南、江苏、湖南是公司销售前三市场，2017年春节增速快速，预计2017水井坊在全国的增速有望超过50%。湖南市场核心门店达1000余家，预计17年继续增加20%-30%；江苏市场渠道已覆盖省内所有县级市，苏南地区已经覆盖到乡镇，今年也将继续增加核心门店；河南市场渠道覆盖18个地级市、100多个县，核心门店逐季加速增长，目前接近1000家。

**图12：水井坊各个核心市场增速较快（2016年）**



数据来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

**表13：水井坊重点区域渠道发展状况**

区域	渠道深耕情况
河南	渠道覆盖全省 18 个地级市、100 多个县；二级经销商六十多家；核心门店逐季加速增长，目前接近 1000 家
湖南	各区域均有业务员挨家挨户推销，甚至覆盖到卖酒的小店；16 年在湖南核心门店达 1000 余家
江苏	公司员工 30 人，经销商 50 多人；已覆盖省内所有县级市，苏南地区已经覆盖到乡镇。
全国	增加的 30% 销售人员，公司渠道目前只铺到全国 34% 县

数据来源：经销商调研，广发证券发展研究中心

**(1) 湖南市场：业绩增速领跑湖南次高端白酒**

水井坊业绩增速领跑湖南次高端白酒，在渠道快速扩张、核心门店增加以及品鉴会加强下16年及17年春节湖南增长高达60%-70%。我们调研了湖南经销商与终端

门店，湖南省近几年经济发展迅速，受益消费水平的快速提升以及湖南人爱面子、爱喝好酒的消费习惯，白酒市场扩容、白酒价格中枢上移，促使次高端白酒市场空间不断上升。湖南省次高端市场外省产品体量较大的主要是剑南春和水井坊，其中剑南春在株洲、湘潭和望城均有优势，而水井坊主要市场在长沙（收入占比1/4-1/3）；湘酒品牌中酒鬼酒和湘窖两个品牌依托本土品牌优势和多年湖南市场的运作，在次高端表现较好。根据经销商调研（经销商与终端调研数据并不能代表全国数据），2016年和2017年春节水井坊增长势头非常好。水井坊在湖南认可度高，有较大竞争优势，未来有望持续扩大其次高端市场的份额。

**表10: 湖南次高端市场主要品牌**

品牌	产品	终端价格（元）	体量（终端规模）	优势区域
剑南春	水晶剑	300-400	5亿	株洲、湘潭、望城
洋河	天之蓝、梦之蓝M3	300-500	1亿	市场渗透较广
水井坊	臻酿八号、井台	300-500	3-4亿	长沙收入占比1/4-1/3，是核心市场
酒鬼酒	52度酒鬼酒和高度柔红坛	498	3亿	长沙收入占比3/10、剩下12个地级市均有布局
湘窖	湘窖	400	5亿	湘南地区
沱牌舍得	品味舍得	476	几千万	长沙

资料来源：经销商调研、广发证券发展研究中心

**渠道利润空间大，继续增加销售人员与核心门店数量，我们预计2017年水井坊在湖南市场收入增速仍保持60%以上高速增长：**（1）水井坊在湖南省销量的70%来自臻酿八号，主要是因为其终端定价300-350元/瓶，与湖南省次高端其他竞品形成差异化竞争（大部分定位400-500元/瓶），且臻酿八号渠道利润20%左右，高于同类竞品剑南春和洋河等品牌，可以有效带动经销商的积极性；（2）16年公司实施新省代制并增加30%以上销售人员开拓市场，公司直接实施终端建设，实现了空白市场的填充和老市场的渠道下沉：渠道下沉至县级程度，目前已经覆盖了34%的县，仍有较大的开拓空间，公司仍在持续投入销售人员开拓新市场；（3）采取核心门店制度和品鉴会来实现消费者培育，对核心门店实施销售额指标制度，保证业绩成长性，预计17年继续增加20-30%的核心门店数量，有望推动次高端大单品臻酿八号和井台进一步放量增长，我们预计2017年水井坊在湖南市场的收入增速仍保持高速增长。

**表14: 湖南省次高端品牌渠道对比**

公司(品牌)	渠道模式	渠道情况(促销)	消费场景	渠道利润	渠道下沉程度	渠道开拓情况	终端覆盖类型
水井坊(臻酿八号,井台)	新省代模式	品鉴会和核心门店建设品牌	宴席+市场流通	臻酿八号21%左右	县级市均已覆盖,34%县已覆盖	16年开始开拓空白市场	门店为主,16年在湖南核心门店有1000家。预计17年会增加20%-30%
剑南春	总代直	2008年开始	主要做宴席	渠道利润30	-	近期无明显	市场流通较少



(水晶剑)	供,长沙总代	着力打造地方办事处队伍,渠道扁平化。	(占比70%)。	块/瓶左右		开拓举措	
洋河股份(M3)	扁平化	强攻消费者战略(品鉴、赠送)。	市场流通	渠道利润较低	2000个县,333个地级市,基本全覆盖。	近期无明显开拓举措	市场流通渠道
沱牌舍得(品味舍得)	扁平化	16年开始进行促销活动以及网络建设,比如品鉴会、赠饮、年夜饭会之类。	市场流通	利润较低,不到10%	-	不断招商:招聘新的人员要带2个客户。	市场流通渠道
酒鬼酒(新红坛)	地级市代理制,扶持大经销商	赠酒活动	目前以市场流通为主,16年下半年开始重视宴席场景的开发。	新红坛一批价260-280,终端价380。经销商福利提升50%,积极性明显提升。	以市县市场为平台,渗透乡镇市场。	17年市场开拓费用投入增长20%	市场流通为主,附加宴席
湘窖(湘窖)		品鉴、赠饮、邀请村主任、村支书等核心人物参观酒厂等活动	中端产品开口笑15年重心转向宴席市场。湘窖进商超。	一批价350,终端价380-390	乡镇	近期无明显开拓举措	市场流通渠道+宴席渠道

资料来源:经销商调研、广发证券发展研究中心

### (3) 江苏市场:有望通过渠道扩张提升市场份额

江苏省竞争激烈,水井坊占比较小,市场份额仍有较大提升空间。我们调研了江苏经销商与终端门店(经销商与终端调研数据并不能代表全国数据),在300-500元的次高端价格带上,江苏省体量为70亿元。江苏是水井坊全国第三大市场,而对于江苏省而言,水井坊占比仍然较小。洋河、剑南春等品牌在江苏销量均大于水井坊,洋河作为江苏地产品牌,目前已经全面覆盖到江苏省各区县,2015年洋河在江苏省营业收入达95亿,而水井坊目前覆盖度依然较低,仅布局到苏南地区的乡镇,在苏北市场表现较差,未来在新省代模式下,有望在江苏市场上继续深耕细作,水井坊在江苏市场份额仍有较大的提升空间。

新省代模式更能迎合江苏激烈的竞争环境,在渠道快速扩张、核心门店增加以及品鉴会加强下,我们预计2017年江苏市场增速可达到50%。精细化管理以及快消品理念有利于深耕渠道和确保核心产品价格体系稳定,推动水井坊业绩复苏。管理层专业务实,采用精细化管理模式,深入一线考察终端销售状况,严格划定核心门店,定期提供业务维护,有利用提振经销商信心。公司提出快消品模式推广白酒,加大业务团队介绍,协助业务团队往下做经销商的延伸,控制库存处于合理状况,

目前水井坊江苏库存一般能周转4-5次，精细化管理以及快消品理念推动水井坊业绩快速增长。

### (3) 河南市场：总代模式稳固，井台与臻酿八号共同发力

河南次高端市场以省外名酒为主，烟酒店是主要消费渠道。我们调研了河南经销商与终端门店（经销商与终端调研数据并不能代表全国数据）。根据佳酿网数据，16年河南省白酒市场空间达300亿元以上，由于河南地产酒主要布局中低端价位段（200元/瓶以下），如河南地产酒第一品牌宋河的主销产品宋河粮液系列定位60-150元/瓶价格段，河南市场次高端的产品以省外名酒为主。河南是洋河、泸州老窖、古井、汾酒、西凤、沱牌、董酒等众多中国名酒的第一大市场，同时位列“茅五剑”区域市场的前三名。从香型来看，河南省主要消费浓香型，62%的消费者倾向于选择浓香型。从渠道来看，烟酒店是河南省白酒的主要消费渠道，河南红桥酒业数据显示15年河南省烟酒店超过1万个，其中郑州就有3700家。

图13：河南省消费以浓香型为主

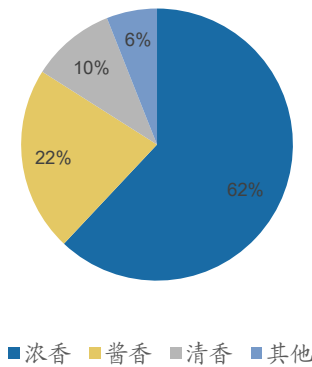
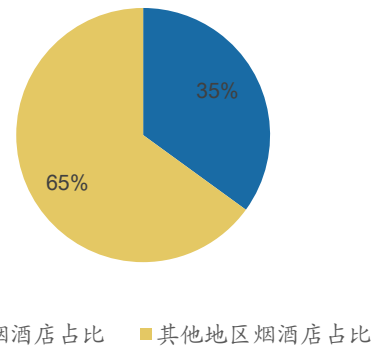


图14：郑州市烟酒店渠道占比高



资料来源：河南红桥酒业，广发证券发展研究中心

资料来源：河南红桥酒业，广发证券发展研究中心

总代模式深耕河南市场，渠道下沉至区县级，新销售团队协助总代推动业绩增长。河南省是水井坊老牌核心区域，也是销售占比最大的省份，自2004年以来，公司在河南坚持总代模式，和河南地区总代保持良好的长期合作关系，即使在行业深度调整期，也不曾调整总代模式和人选。根据经销商调研（经销商与终端调研数据并不能代表全国数据），河南省总代在当地深耕12年，通过直销至烟酒店和二级经销商的形式覆盖全省18个地级市、100多个县，渠道下沉至区县级，目前已经有60-70家经销商，近1000家核心门店，从渠道执行力而言，水井坊渠道精细程度远高于其他竞品。水井坊销售团队进驻河南后，协助总代构建通路行销，加大市场投放力度，协助总代推动业绩增长，根据经销商调研（经销商与终端调研数据并不能代表全国数据），河南作为水井坊第一市场，预计2016年已达到水井坊在河南销售额历史最高水平。

价格管控好，渠道利润高，河南井台与臻酿八号共同发力，加上渠道快速扩张、核心门店增加以及品鉴会加强下，我们预计2017年收入增速超过30%。公司市场价格管控较好，不断优化价值链，16年一批价不断回升，16年底每瓶提价10-20元，经销商利润空间放大，大大提升渠道积极性，而竞品洋河经销商一箱仅赚10-20快。受益于渠道精耕细作以及多年来井台在河南地区良好的口碑，井台八号双双高速增长，



河南省井台占整体销售额超过60%，八号在16年才进入河南市场，到今年年初销售量已经和井台差不多，井台和八号双轮渠道，推动水井坊整体业绩上升，根据经销商调研（经销商与终端调研数据并不能代表全国数据），我们预计2017年水井坊在河南省收入增速超过30%。另外，水井坊产品以浓香为主，能较好的迎合河南市场的消费习惯，且水井坊的终端铺设中烟酒店收入占比80%，与河南省渠道特征相匹配，我们看好水井坊在河南省的持续增长。

## 投资建议

由于两大单品受益消费升级，水井坊在渠道快速扩张、核心门店增加以及品鉴会加强下，17年还要再打造4个上亿核心市场，我们预计16-18年报表收入11.97/18.34/26.76亿元，增速40%/53%/46%，净利润2.29/4.06/6.36亿元，增速160%/77%/57%，对应EPS为0.47/0.83/1.3元/股，目前股价对应估值51/29/18，维持买入评级。

## 风险提示

新产品推广低于预期，新市场开拓低于预期，市场开拓费用增长超预期，食品安全问题。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	979	1185	1910	2774	3952
货币资金	108	364	172	435	833
应收及预付	64	77	220	303	414
存货	776	717	1518	2036	2705
其他流动资产	29	26	0	0	0
<b>非流动资产</b>	644	610	443	345	273
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	493	460	406	352	299
在建工程	1	4	1	3	5
无形资产	96	63	37	11	7
其他长期资产	53	84	18	18	18
<b>资产总计</b>	1622	1795	2353	3118	4203
<b>流动负债</b>	409	506	843	1203	1651
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	408	506	843	1203	1651
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	20	8	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	8	0	0	0
<b>负债合计</b>	429	513	843	1203	1651
股本	489	489	489	489	489
资本公积	400	400	400	400	400
留存收益	305	393	622	1028	1664
归属母公司股东权	1193	1281	1510	1916	2552
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	1622	1795	2353	3118	4203

**现金流量表**

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	-106	234	-254	193	330
净利润	-403	88	229	406	636
折旧摊销	38	36	31	28	25
营运资金变动	111	115	221	243	334
其它	148	-5	77	3	3
<b>投资活动现金流</b>	-29	31	70	70	68
资本支出	-23	22	70	70	68
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-6	9	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-6	0	-9	0	0
银行借款	2	0	0	0	0
债券融资	-2	0	-8	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-6	0	-1	0	0
<b>现金净增加额</b>	-141	265	-192	263	398
<b>期初现金余额</b>	253	108	364	172	435
<b>期末现金余额</b>	112	373	172	435	833

**主要财务比率**

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-24.9%	134.3%	40.1%	53.1%	46.0%
营业利润增长	-100.3	135.2%	154.9%	77.4%	56.7%
归属母公司净利润增长	-121.6	121.8%	160.3%	77.1%	56.8%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	68.1%	75.3%	75.2%	77.1%	78.6%
净利率	-110.4	10.3%	19.1%	22.1%	23.8%
ROE	-33.8%	6.9%	15.2%	21.2%	24.9%
ROIC	-31.1%	15.5%	17.8%	27.8%	37.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.4%	28.6%	35.8%	38.6%	39.3%
净负债比率	-9.1%	-28.4%	-11.4%	-22.7%	-32.6%
流动比率	2.40	2.34	2.27	2.31	2.39
速动比率	0.48	0.91	0.45	0.60	0.74
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.20	0.50	0.58	0.67	0.73
应收账款周转率	5.89	86.55	11.67	13.33	14.71
存货周转率	0.15	0.28	0.20	0.21	0.21
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.82	0.18	0.47	0.83	1.30
每股经营现金流	-0.22	0.48	-0.52	0.39	0.68
每股净资产	2.44	2.62	3.09	3.92	5.22
<b>估值比率</b>					
P/E	-11.8	70.7	51.3	29.0	18.5
P/B	4.0	4.9	7.8	6.1	4.6
EV/EBITDA	-22.3	28.7	36.8	21.8	13.8
EV/EBITDA					

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	365	855	1197	1834	2676
营业成本	116	211	297	421	574
营业税金及附加	51	124	132	202	310
销售费用	259	188	275	405	569
管理费用	185	164	210	315	455
财务费用	-2	-3	-3	0	-1
资产减值损失	62	63	11	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-307	108	276	489	767
营业外收入	22	7	12	10	11
营业外支出	17	9	12	11	11
<b>利润总额</b>	-303	106	276	488	766
所得税	100	18	47	83	130
<b>净利润</b>	-403	88	229	406	636
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-403	88	229	406	636
EBITDA	-210	204	315	519	794
EPS(元)	-0.82	0.18	0.47	0.83	1.30
EPS(元)					

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 9年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 5年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 3年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。