

食品饮料

2017年05月12日

水井坊 (600779)

——经营驶入快车道 极具成长潜力的次高端品牌

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2017年05月11日

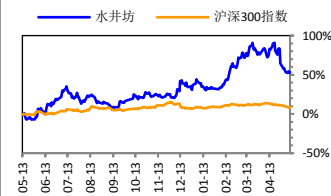
收盘价(元)	21.39
一年内最高/最低(元)	27.48/12.55
市净率	6.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10450
上证指数/深证成指	3061.50/9776.45

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	3.2
资产负债率%	33.40
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

《白酒行业深度报告：筑底复苏分化中国白酒再起航》2016/07/07

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

周彪
(8621)23297818×010-66500562
zhoubiao@swsresearch.com

投资要点：

- **关键假设点：**预测井台装17-19年营收增长28%、29%和24%，臻酿8号17-19年营收增长43%、39%和29%。
- **投资评级与估值：**我们预测公司2017-2019年收入分别增长37%、34%和27%，净利润分别增长31%、34%和33%，EPS分别为0.6、0.81和1.08元，对应17-19年PE分别为36、26、20倍，目标价27元，首次覆盖给予买入评级。公司受益于高端酒复苏+自身团队及经营理念变革，在品牌、产品、渠道、管理等方面都具备了竞争优势，是增长潜力很大的次高端品种。我们看好公司的核心逻辑是：1、公司股东是国际酒业巨头帝亚吉欧，15年组建的新管理团队具有极强的执行力与丰富的快消品运作经验，用快消品理念运作白酒；2、公司拥有厚重的品牌文化历史优势，并传承了中国名酒基因；3、公司由多品类战略转向聚焦资源发展大单品，并且主动降价提高产品性价比，具有极强的爆发力；4、公司正积极向厂商主导的渠道模式转型，市场空间有望全面打开；5、递延奖金计划的实施将有效调动公司管理层的积极性。
- **高端品牌，具备名酒基因。**水井坊是中国高端白酒的典型代表，拥有“中国白酒第一坊”等诸多美誉，水井坊的前身全兴大曲早在上世纪六十年代即跻身中国八大名酒之列，传承了中国名酒基因，在次高端白酒中具备非常强的品牌力。
- **产品聚焦，主动降价提高性价比。**水井坊始终定位高端，主要有井台与臻酿八号两大拳头产品，并推出定位高端提升品牌力的典藏大师，打造有竞争力的产品组合。由于次高端市场呈现挤压式增长的特点，公司由多品类战略转变为聚焦资源发展大单品的战略具有极强的爆发力。价格上，公司主动降价，避开了与一线白酒的直接竞争，同时水井坊的品牌力与良好的酒质足以支撑次高端的价位段，性价比充分凸显。
- **渠道变革，“新总代”模式有助于市场空间全面打开。**2016年公司渠道模式升级为新的总代模式，公司负责销售前端管理，总代负责后端维护，加强对终端的把控和渠道的下沉。新的总代模式下，公司借助于省代，让利于渠道，强化了对渠道利润与渠道管理的掌控力，同时有利于市场空间的全面打开。
- **管理团队拥有丰富快消品经验，执行力强。**公司管理团队在经历了多次变动后已经稳定，并且拥有丰富的本土化运作经验与极强的执行力。新任总经理范祥福在啤酒行业有26年从业经验，拥有辉煌的战绩，范总上任后对水井坊的产品战略、渠道模式、决策机制都进行了调整，在2016年带领公司实现了全面复苏与超预期的增长。
- **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	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,176	399	1,611	2,165	2,760
同比增长率(%)	37.61	32.78	36.95	34.39	27.48
净利润(百万元)	225	92	295	395	527
同比增长率(%)	155.53	17.67	31.23	33.90	33.42
每股收益(元/股)	0.46	0.19	0.60	0.81	1.08
毛利率(%)	76.2	77.4	76.4	76.8	77.5
ROE(%)	15.3	5.9	16.7	18.3	19.6
市盈率	47		36	26	20

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



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2017-2019 年收入分别增长 37%、34%和 27%，净利润分别增长 31%、34%和 33%，EPS 分别为 0.6、0.81 和 1.08 元，对应 17-19 年 PE 分别为 36、26、20 倍，目标价 27 元，首次覆盖给予买入评级。公司受益于高端酒复苏+自身团队及经营理念变革，在品牌、产品、渠道、管理等方面都具备了竞争优势，是增长潜力很大的次高端品种。我们看好公司的核心逻辑是：1、公司股东是国际酒业巨头帝亚吉欧，15 年组建的新管理团队具有极强的执行力与丰富的快消品运作经验，用快消品理念运作白酒；2、公司拥有厚重的品牌文化历史优势，并传承了中国名酒基因；3、公司由多品类战略转向聚焦资源发展大单品，并且主动降价提高产品性价比，具有极强的爆发力；4、公司正积极向厂商主导的渠道模式转型，市场空间有望全面打开；5、递延奖金计划的实施将有效调动公司管理层的积极性。

关键假设点

预测井台装 17-19 年营收增长 28%、29%和 24%，臻酿 8 号增长 43%、39%和 29%。

有别于大众的认识

高端品牌，具备名酒基因。水井坊的前身全兴大曲早在上世纪六十年代即跻身中国八大名酒之列，水井坊不仅自身拥有厚重的品牌历史文化优势，还传承了中国名酒基因，在次高端白酒中具备非常强的品牌力。

产品聚焦，主动降价提高性价比。水井坊始终定位高端，主要有井台与臻酿八号两大拳头产品，由于次高端白酒市场呈现挤压式增长的特点，公司由多品类战略转变为聚焦资源发展大单品的战略具有极强的爆发力。公司主动降价，避开了与一线白酒的直接竞争，同时水井坊的品牌力与良好的酒质足以支撑次高端的价位段，性价比充分凸显。

渠道变革，“新总代”模式有助于市场空间全面打开。2016 年公司将渠道模式升级为新的总代模式，公司负责销售前端管理，总代负责后端维护，强化了对渠道利润与渠道管理的掌控力，同时有利于市场空间的全面打开。

管理团队拥有丰富快消品经验，执行力强。公司管理团队已经稳定，拥有丰富的本土化运作经验与极强的执行力。新任总经理范祥福在啤酒行业有 26 年从业经验。

通过递延奖金计划实施有效的激励。递延奖金计划覆盖了公司高管团队，奖金直接与绩效挂钩，支付周期三年，将充分调动管理层的积极性。

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

目录

1. 水井坊：具有悠久历史与外资背景的名酒企业	6
1.1 拥有悠久历史：从国营到外资，从全兴大曲到水井坊	6
1.2 强大的外资背景：帝亚吉欧的全球战略与中国战略.....	7
1.3 全面的战略布局：六大关键举措促进 2017 年持续增长	10
2. 行业逻辑：2017 年次高端白酒蕴藏确定性机会	11
2.1 消费升级打开大众消费需求空间.....	11
2.2 次高端白酒价格天花板被打开	12
2.3 次高端白酒市场集中度有提升空间	13
3. 公司分析：五大优势，未来增长潜力巨大	13
3.1 高端品牌：中国白酒第一坊，具备名酒基因	13
3.2 产品聚焦：聚焦三大产品，主动降价提高产品性价比.....	14
3.3 营销方式：用快消品理念做白酒	16
3.4 管理团队：啤酒出身，快消品行业经验丰富	18
3.5 激励机制：递延奖金计划有效调动管理层的积极性	19
4、盈利预测与估值	20

图表目录

图 1: 水井坊历史沿革: 从国营成都酒厂到水井坊.....	6
图 2: 帝亚吉欧的全球战略之一: 诞生于并购, 成长于并购.....	8
图 3: 2002 年至今, 帝亚吉欧主营收入并无显著增长.....	9
图 4: 帝亚吉欧成立至今净利率增长了三倍.....	9
图 5: 帝亚吉欧 14 个战略性品牌均为同类排名第一/第二的高端品牌.....	9
图 6: 2017 年, 水井坊将实施六大关键举措促进高速增长.....	11
图 7: 水井坊营业收入增速远超行业平均水平.....	11
图 8: 到 2016Q3 增长超过 20% 的省份数量有 23 个.....	11
图 9: 中产及以上阶级数量与购买力将大幅提升.....	12
图 10: 城镇居民人均消费支出增速跑赢 GDP 增速.....	12
图 11: 高端白酒提价为次高端白酒释放了价格空间.....	12
图 12: 次高端白酒与高端白酒价差扩大, 提价空间较大.....	12
图 13: 2016 年次高端品牌收入规模预测 (亿).....	13
图 14: 次高端行业集中度较低, CR2 约 30%.....	13
图 15: 水井坊中高端白酒营业收入占比超 90%.....	15
图 16: 聚焦三大拳头产品, 打造有竞争力的产品组合.....	15
图 17: 水井坊典藏大师版, 京东预售价 899 元.....	15
图 18: 典藏大师发布会.....	15
图 19: 次高端白酒品牌中, 水井坊降价幅度最大.....	16
图 20: 臻酿 8 号在次高端白酒市场最具性价比.....	16
图 21: 白酒行业渠道模式三进阶.....	17
图 22: 水井坊渠道变革: 经销商主导向厂商主导过渡.....	17
图 23: 范福祥总经理的经营理念主要体现在五个方面.....	19
图 24: 支付系数与综合业绩指标达成率挂钩.....	20
图 25: 公司 2016 - 2018 各年度业绩考核指标.....	20
表 1: 水井坊历史沿革: 公司名称、控股股东、实际控制人及所有制形式变化.....	7
表 2: 水井坊在帝亚吉欧的品牌组合中具有超高的溢价.....	10

表 3: 全兴大曲多次获得“中国名酒”称号	14
表 4: 新省代模式下, 井台与臻酿 8 号价格体系保持稳定, 各层级都留有合理的渠道利润	17
表 5: 帝亚吉欧成为水井坊实际控制人以来, 先后由柯明思、大米、范祥福担任总经理职务	18
表 6: 目前, 公司的高管团队已基本稳定, 并拥有丰富的快消品管理经验	18
表 7: 递延奖金计算方式	20
表 8: 白酒行业主要上市公司估值表	21

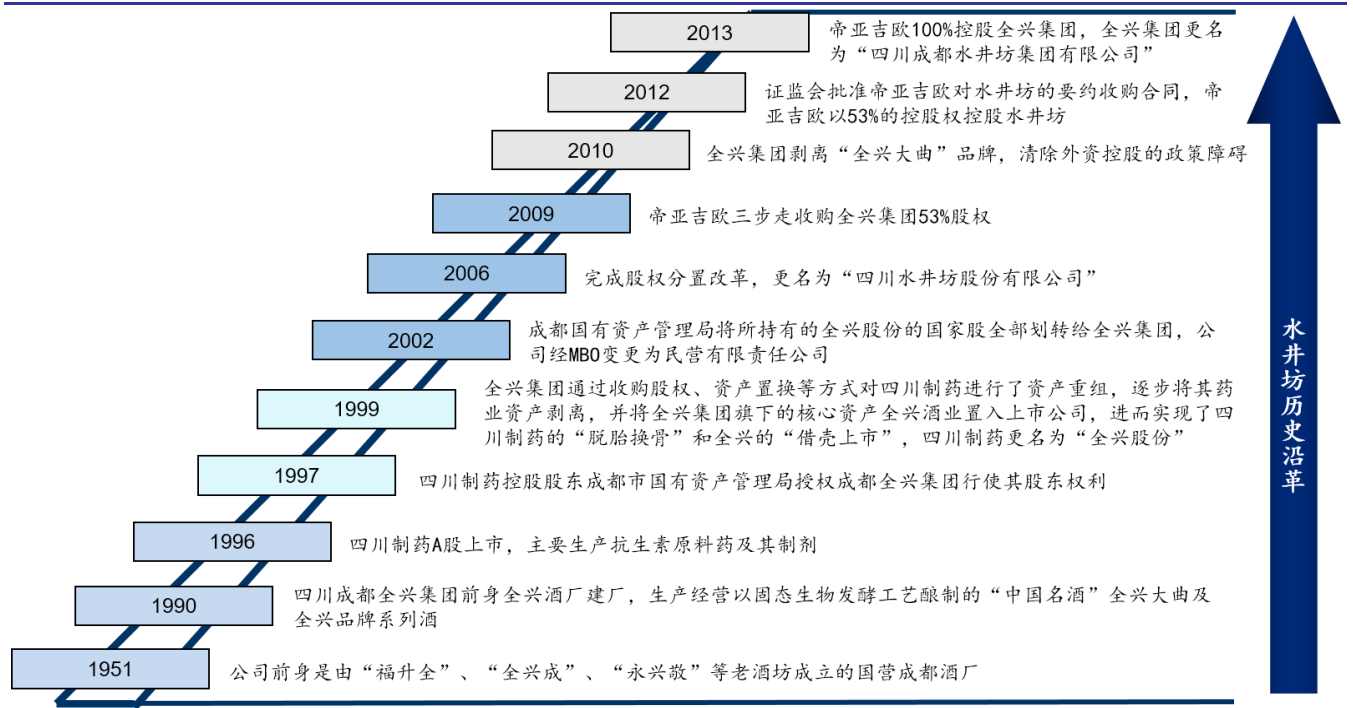
1. 水井坊：具有悠久历史与外资背景的名酒企业

1.1 拥有悠久历史：从国营到外资，从全兴大曲到水井坊

水井坊是中国高端白酒的典型代表，是由全兴集团以其核心资产四川成都全兴酒业有限公司为主体，在原四川制药股份有限公司的基础上，经过资产置换形成的上市公司。全兴酒业前身是由“福升全”、“全兴成”、“永兴敬”等老酒坊在 1951 年成立的国营成都酒厂，生产的全兴大曲曾获三届“中国名酒”称号，具有良好的品质基础。从 1951 年的国营成都酒厂到今天的水井坊，公司拥有悠久的历史，从国营企业逐步转变为中国唯一一家外资控股的白酒企业，公司品牌也从曾经的“中国名酒”全兴大曲转变为“中国白酒第一坊”水井坊。

纵观水井坊的悠久历史，其历史沿革是非常复杂的。1996 年，四川制药 A 股上市；1997 年，公司控股股东四川成都水井坊集团的前身全兴集团通过对四川制药进行资产重组，经历两年时间实现了全兴酒业的借壳上市，四川制药于 1999 年更名为“全兴股份”。2002 年，全兴集团经 MBO 变更为民营有限责任公司。2006 年，全兴股份完成了股权分置改革，更名为“四川水井坊股份有限公司”。而后，帝亚吉欧分三步走分别于 2006 年、2008 年、2009 年购买了全兴集团 43%、6%、4% 的股权，实现了对全兴集团的直接控股，并且间接成为了水井坊的实际控制人。在此过程中，由于我国的外商投资目录上明确规定名优白酒必须由中方控股，为绕开障碍，全兴集团将全兴大曲完全剥离，仅保留水井坊品牌。2013 年，帝亚吉欧 100% 控股水井坊的大股东全兴集团，全兴集团的名称更改为“四川成都水井坊集团有限公司”，至此，水井坊成为了我国唯一一家外资控股的白酒上市公司。

图 1：水井坊历史沿革：从国营成都酒厂到水井坊



资料来源：公司公告，申万宏源研究

在水井坊的发展历史中，其所有制形式经历了从国营到国有、从国有到民营、从民营到合资、最后成为外资控股的多次转变，与此同时，公司控股股东与实际控制人也不断变化。主营业务方面，公司始终以提高盈利能力为目标，逐步剥离了药业资产与房地产业务，集中资源经营白酒业务，全力打造高端白酒品牌。

表 1: 水井坊历史沿革：公司名称、控股股东、实际控制人及所有制形式变化

时间	公司名称	控股股东	实际控制人	所有制形式
1996	四川制药股份有限公司	成都市国有资产管理局	成都国有资产管理局	国有企业
1997		成都市国有资产管理局(授权四川成都全兴集团代行股东权利)		
1998				
1999	四川全兴股份有限公司	全兴集团	成都盈盛	民营企业
2000				
2001				
2002				合资企业
2003				
2004				
2005	四川水井坊股份有限公司	水井坊集团	帝亚吉欧	外资企业
2006				
2007				
2008				
2009				
2010				
2011				
2012				
2013				
2014				
2015				
2016				

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 强大的外资背景：帝亚吉欧的全球战略与中国战略

作为我国 A 股市场上唯一一家外资控股的白酒公司，水井坊拥有强大的外资背景：实际控制人帝亚吉欧。帝亚吉欧是全球最大的洋酒公司，成立于 1997 年，来自英国，分别在纽约和伦敦交易所上市，目前总市值 823 亿美元。帝亚吉欧的业务横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒三大品类，公司洋酒业务占据了全球约 30% 的市场份额，公司旗下汇聚了一系列杰出的品牌，包括 Johnnie Walker（尊尼获加）、Windsor（温莎）、Smirnoff（皇冠）、Baileys（百利）、Guinness（健力士）、The Singleton（苏格登）等知名品牌。

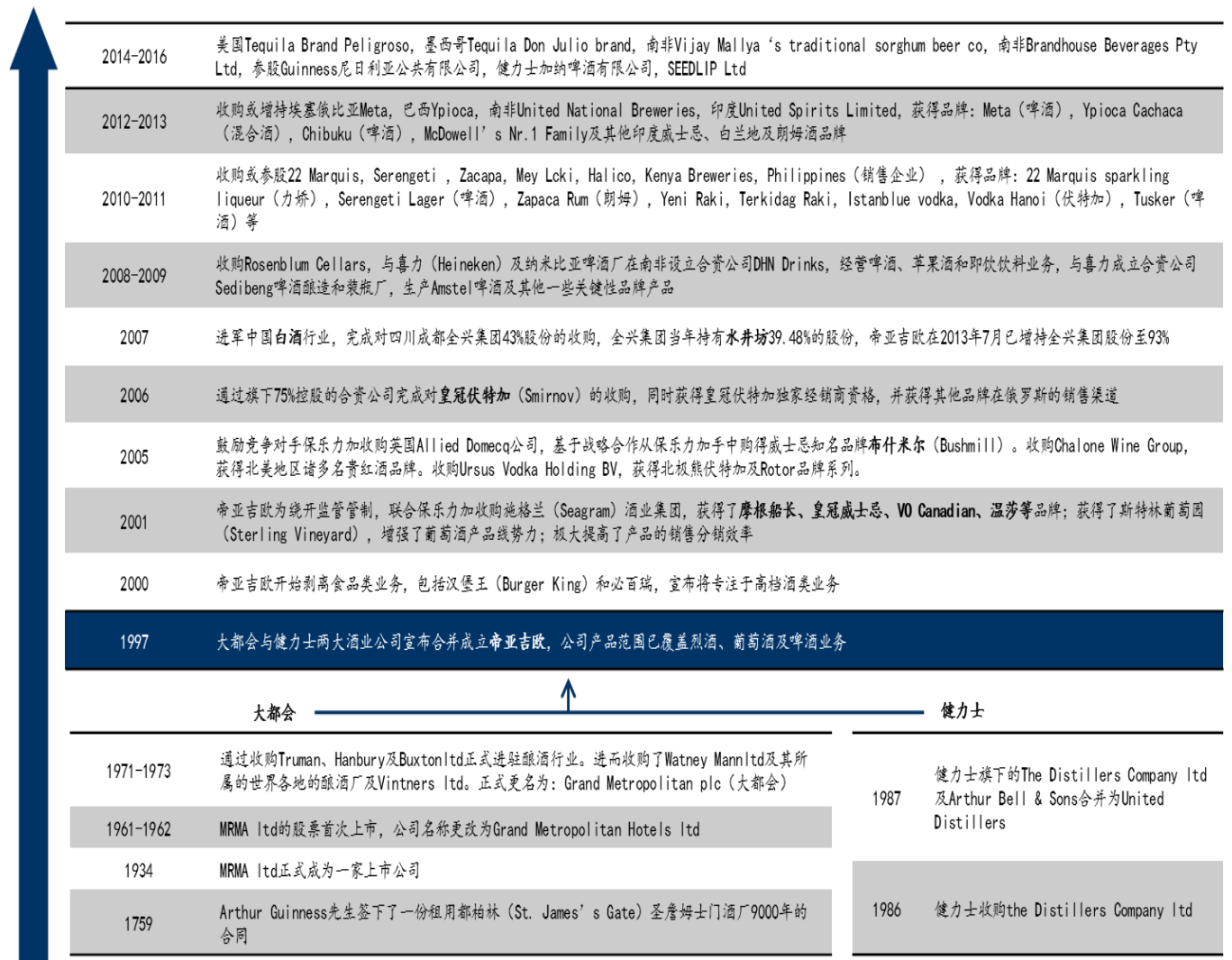
帝亚吉欧的全球战略之一：诞生于并购，成长于并购。

帝亚吉欧是一家带着并购基因成立的公司，它由 Guinness 与 Grand Metropolitan 合并而成，Guinness 由酿酒业起家，专注于烈酒和啤酒业务，在并入帝亚吉欧之前先后收购了西班牙啤酒商 Cruzcampo、加拿大烈酒领导者 Schenley Canada、德国领先高端酒

品牌Asbach等诸多酒类品牌。Grand Metropolitan由酒店业起家,通过收购逐步向餐饮、食品、酿酒等领域进军,通过收购Heublein wines and spirits成为最大的葡萄酒及烈酒生产商之一,实施多元化的发展战略。Guinness与Grand Metropolitan的结合使得帝亚吉欧成立之初就拥有雄厚的实力和横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒一系列顶级品牌。

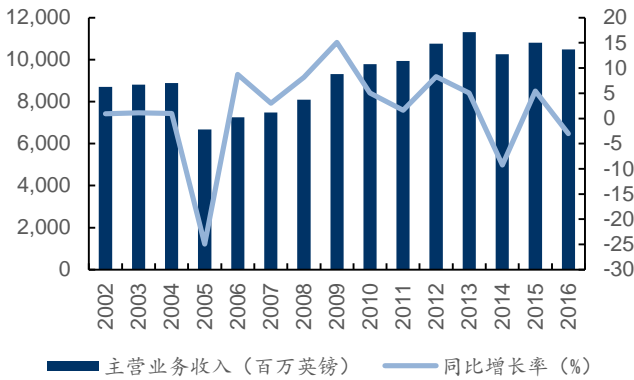
纵观帝亚吉欧的成长历史,不难发现,兼并收购是帝亚吉欧最擅长的本领,通过资本手段来并购高端品牌是其进入新市场并取得优势地位的主要手段。19年来,帝亚吉欧收购了覆盖全球约30家酒类公司,在不到20年的时间里公司拥有超过300个高端酒类品牌。外延并购是帝亚吉欧做大做强的核心方式,19年来,帝亚吉欧通过外延并购带来的并非是收入规模的扩大,而是净利率的大幅提升。帝亚吉欧通过并购整合了优势品牌资源,通过发挥协同效应降低运营成本,提升了盈利能力。

图 2: 帝亚吉欧的全球战略之一: 诞生于并购, 成长于并购



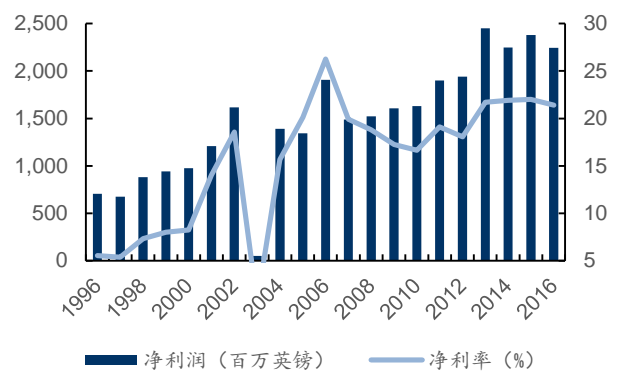
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 2002 年至今, 帝亚吉欧主营收入并无显著增长



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 4: 帝亚吉欧成立至今净利率增长了三倍



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

帝亚吉欧的全球战略之二: 坚守高端品牌。

2000 年, 曾管理 GrandMet 食品餐饮业务的 Paul S. Walsh 出任帝亚吉欧的 CEO, 确立了专注做高端品牌的公司战略。对帝亚吉欧而言, 打造高端品牌比单纯购买公司更为重要, 帝亚吉欧的并购主要侧重于对优势品牌的整合, 而不是以规模增长为核心, 它收购了大量具有潜力但又未得到充分发展的烈酒和葡萄酒品牌, 提升产品组合, 依靠一系列的品牌运作手段, 将这些品牌发扬光大, 最终带来丰厚的利润回报。在帝亚吉欧的品牌组合中, 14 个战略性品牌均为同类排名第一/第二的高端品牌, “以阵容坚强的高端产品组合, 带动市场自上而下的增长” 是帝亚吉欧的核心策略。

图 5: 帝亚吉欧 14 个战略性品牌均为同类排名第一/第二的高端品牌

品牌	尊尼获加	皇冠	珍宝	布坎南	温莎	布什米尔	皇冠	坎特一号	诗洛珂	摩根船长	百利	快活	添加利	健力士
种类	苏格兰威士忌	加拿大威士忌	苏格兰威士忌	苏格兰威士忌	苏格兰威士忌	爱尔兰威士忌	伏特加	伏特加	伏特加	朗姆	力娇	龙舌兰	金酒	黑啤
同类排名	1 (全球)	1 (全球)	5 (全球)	2 (高档/拉美)	1 (名贵/亚太)	N/A	1 (高档/全球)	2 (名贵/美国)	2 (顶级/全球)	2 (全球)	1 (全球)	1 (高档/全球)	1 (进口/美国)	1 (全球)
主要市场	美国 亚洲 中东 巴西 中国 泰国 墨西哥 澳大利亚	美国 加拿大 法国	西班牙 法国 南非 美国 葡萄牙	委内瑞拉 墨西哥 美国 哥伦比亚 巴西	韩国 中国	美国 爱尔兰 俄罗斯 法国 英国	美国 英国 加拿大 巴西 南非 澳大利亚	美国 加拿大 巴西 澳大利亚 英国	美国 巴西	美国 加拿大 英国 德国 南非	美国 英国 德国 加拿大 意大利	美国 加拿大 西班牙 希腊 英国	美国 西班牙 加拿大 英国 希腊	尼日利亚 爱尔兰 英国 美国 喀麦隆 印尼

资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

帝亚吉欧的中国战略：坚持水井坊的高端品牌定位，深耕中国烈酒市场。

2016年11月23日，在厦门2016帝亚吉欧大中华区威士忌高峰论坛上，帝亚吉欧大中华区及亚洲总裁费毅衡表示：“我们现在在中国排名第二，但未来帝亚吉欧威士忌一定会成为中国威士忌品类消费的第一名”。对帝亚吉欧而言，收购水井坊的主要目的在于借助水井坊的渠道资源实现帝亚吉欧在中国烈酒市场的战略布局，同时借助帝亚吉欧的全球酒业资源和渠道网络将水井坊推向国际市场。

在帝亚吉欧的品牌组合中，水井坊是具有最高溢价的品**牌**，根据帝亚吉欧的品牌战略，将优先把资源投入到具有更高溢价的**品牌**中。此外，帝亚吉欧看好中产阶级的消费潜力，认为中国市场具有巨大的增长空间，因此，水井坊在帝亚吉欧的品牌组合中占据了非常重要的地位。未来，帝亚吉欧将坚持对水井坊的高端定位，投入更多资源在水井坊的品牌运作及经营上，借助水井坊深耕中国烈酒市场。

表 2：水井坊在帝亚吉欧的品牌组合中具有超高的溢价

	Ultra premium	Super premium	Premium	Standard	Value
Scotch whisky	Johnnie Walker Blue Label	The Singleton of Glen Ord	Buchanan's	Johnnie Walker Red Label	VAT 69
North American whisk(e)y	Crown Royal Extra Rare	Bulleit Bourbon	Crown Royal	Seagram's 7 Crown	NA
Vodka	Cîroc	Ketel One vodka	Smirnoff Sourced	Smirnoff	Istanblue
Rum	Ron Zacapa Centenario XO	Pampero Aniversario Ron Extra Añejo	Captain Morgan Private Stock	Captain Morgan	
Liqueur	NA	NA	Sheridan's Original Layered Liqueur	Baileys	Emmets
Tequila	Tequila Reserva de Don Juilo	Peligroso Tequila	NA	NA	NA
Gin	Tanqueray No. TEN	Jinzu	Tanqueray	Gordon's	Gilbey's
Local spirits	Shui Jing Fang	NA	Yeni Raki	Ypióca	McDowell's No. 1
Beer	NA	Kilkenny	Guinness	Tusker Finest Quality Lager	Dubic Extra Lager

资料来源：公司年报，申万宏源研究

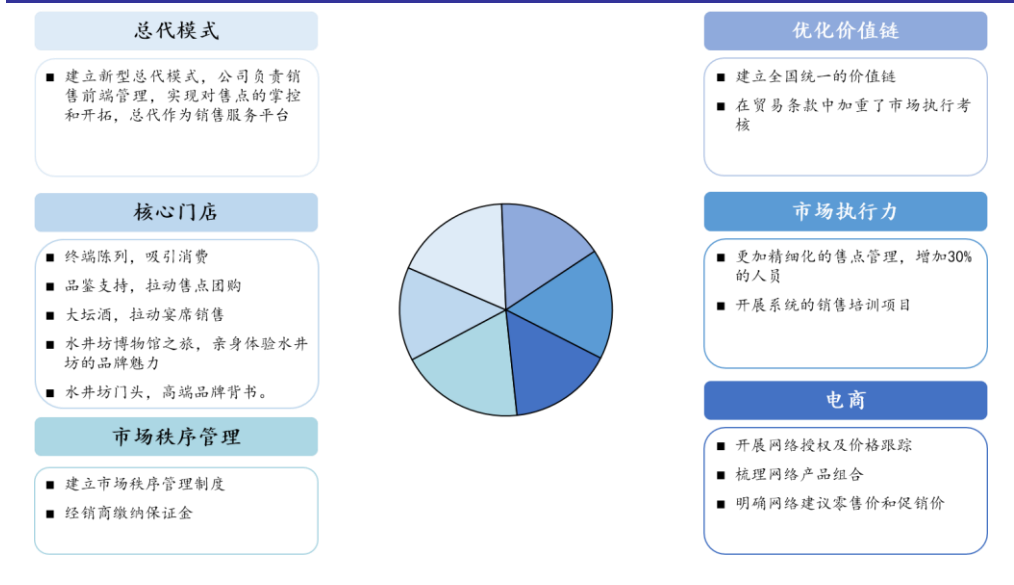
1.3 全面的战略布局：六大关键举措促进 2017 年持续增长

16年公司实现营收11.76亿，同比增长38%，归母净利润2.24亿，同比增长156%。17Q1实现营收4亿，同比增33%，归母净利润9215万，同比增长18%，低于市场预期。但合并16Q4和17Q1，收入增速46%，净利润增速76%，业绩呈现加速增长态势。

2017年，公司将聚焦次高端白酒市场，实施六大关键性举措，促进2017年的持续高速增长：（1）总代模式：2016年全国新总代区域增速高于公司平均增长，2017年将深化推行新总代模式，加强对售点的把控；（2）价值链：为避免低价产品冲击市场，2016年公司市场执行指标基本达标，2017年将建立全年统一价值链，在贸易条款中加强对市场执行的

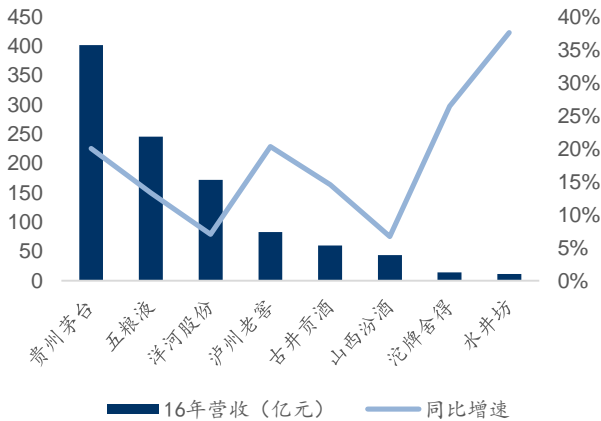
考核；(3) 核心门店：2016 年公司已锁定全省所有有潜力的重要售点实施核心门店政策且效果显著，2017 年将加大对核心门店的支持和推广力度，吸引更多消费；(4) 市场执行力：增加 30% 的销售人员，开展系统性的销售培训项目，通过更加精细化的售点管理提高市场执行力；(5) 市场秩序：建立经销商缴纳保证金制度，加强对经销商跨区销售的控制；(6) 电商：2016 年公司网络低价门店减少了 80%，2017 年将开展网络授权及价格跟踪，明确网络建议零售价与促销价，维护好价格体系。

图 6：2017 年，水井坊将实施六大关键举措促进高速增长



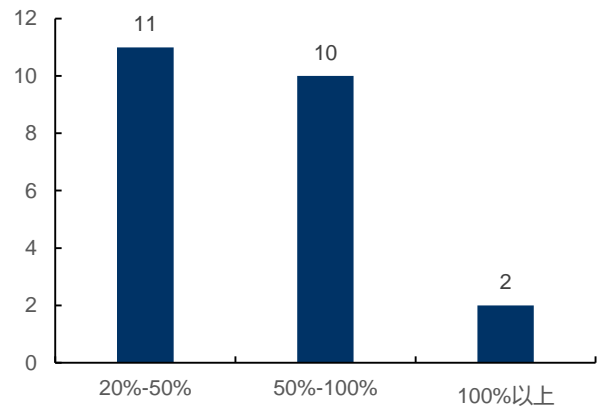
资料来源：公开资料，申万宏源研究

图 7：水井坊营业收入增速远超行业平均水平



资料来源：Wind,申万宏源研究

图 8：到 2016Q3 增长超过 20% 的省份数量有 23 个



资料来源：公开资料，申万宏源研究

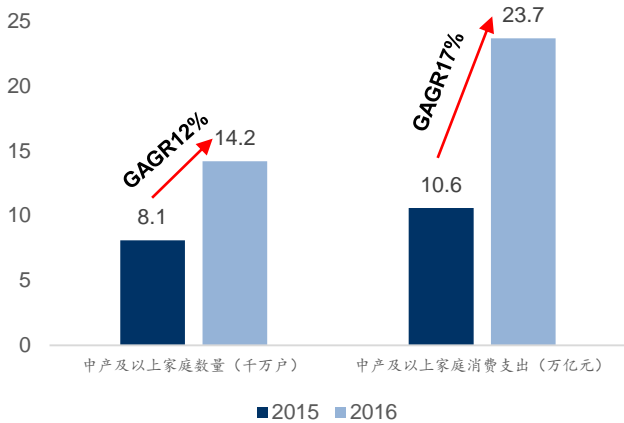
2. 行业逻辑：2017 年次高端白酒蕴藏确定性机会

2.1 消费升级打开大众消费需求空间

根据观研天下的研究数据，我国白酒消费中的政商务消费占比已由 2012 年的 60% 下降到 2015 年的 27%，大众需求成为白酒核心消费需求，消费升级打开大众消费需求空间。一方面，根据波士顿咨询的研究报告，我国中产阶级及以上家庭队伍日益壮大，从 2015 年到

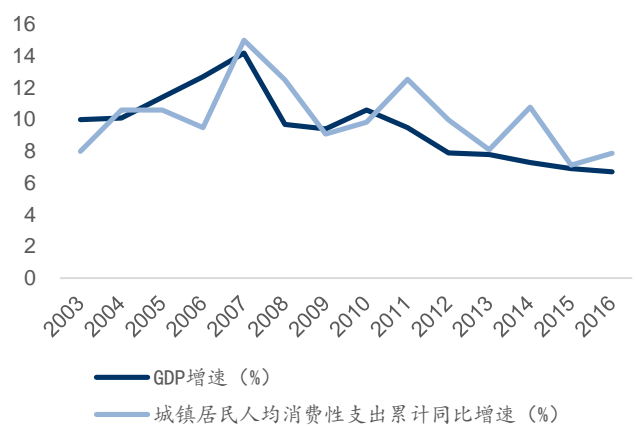
2020年,我国中产阶级(月收入8000-12000元)、上层中产阶级(月收入12000-23000元)、富裕家庭(月收入超过23000元)的总数将从8100万户增加到1.42亿户,复合增速达到12%;中产及以上家庭的消费总支出预计从10.6万亿增加到23.7万亿,复合增速达到17%,中产及以上阶级的数量和购买力将大幅度提升。另一方面,城镇居民人均消费支出累计同比增速跑赢GDP增速,长期来看居民购买力稳步提升。

图9: 中产及以上阶级数量与购买力将大幅提升



资料来源: 波士顿咨询, 申万宏源研究

图10: 城镇居民人均消费支出增速跑赢GDP增速

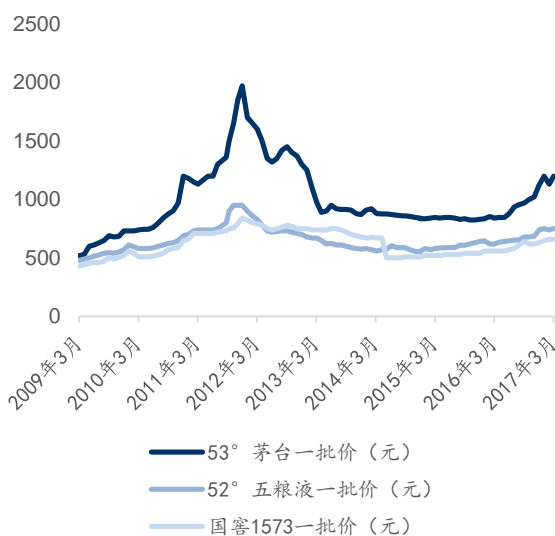


资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.2 次高端白酒价格天花板被打开

本轮白酒行业的复苏由以茅五泸为代表的高端白酒引领,消费升级加上高端白酒价格带的主动下移,刺激了大众需求,使以茅台为代表的高端白酒重新找到了新的量价平衡点,进入提价周期。目前,茅台一批在1280-1300元高位;五粮液一批价780元;国窖1573一批价660元。高端白酒提价为次高端白酒释放了价格空间,未来随着高端酒价格带不断抬升,以及企业自身的调整到位,次高端及地方龙头的弹性也会逐步显现。

图11: 高端白酒提价为次高端白酒释放了价格空间



资料来源: 公开资料, 申万宏源研究

图12: 次高端白酒与高端白酒价差扩大, 提价空间较大

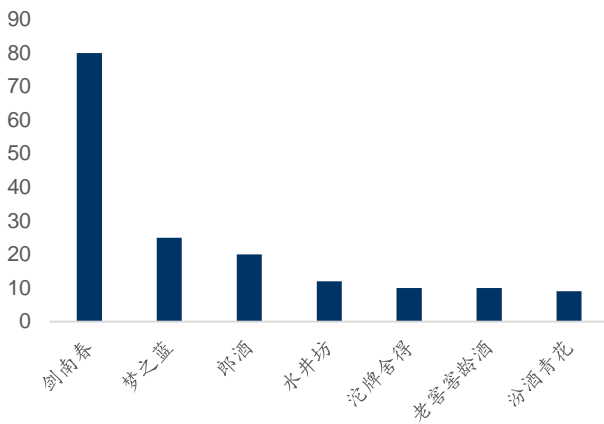
	代表品牌	零售价 (元)
高端	飞天茅台 (53度): 500ml	1199
	五粮液 (52度): 500ml	899
	国窖1573 (52度): 500ml	799
次高端	梦之蓝 (M3) (52度): 500ml	499
	水井坊井台装 (52度): 500ml	469
	红花郎15年 (53度): 500ml	458
	30年青花汾酒 (53度): 500ml	390
	老窖窖龄90年 (52度): 500ml	378
	剑南春 (52度): 500ml	345
	品味舍得 (52度): 500ml	338
	水井坊臻酿8号 (52度): 500ml	338
	红花郎10年 (53度): 500ml	338
天之蓝 (52度): 480ml	318	

资料来源: 京东, 申万宏源研究

2.3 次高端白酒市场集中度有提升空间

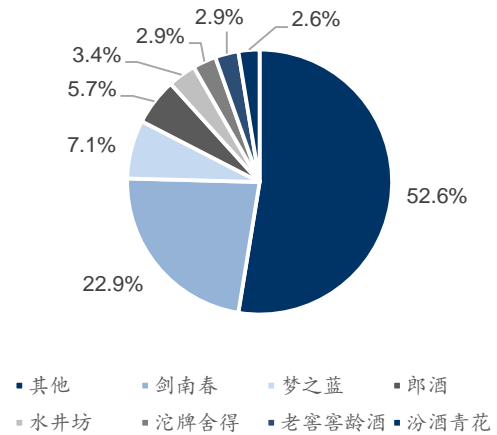
从次高端白酒市场的行业格局看，行业的集中度较低，未来将呈现加速整合的趋势。目前，我国高端白酒市场行业集中度最高，CR2 达到 80%以上，茅台、五粮液、国窖 1573 位列行业前三，行业格局非常稳定，相比之下，次高端白酒市场的行业集中度则明显低于高端白酒市场。我国次高端白酒主要品牌包括剑南春、梦之蓝、汾酒青花、郎酒、水井坊、沱牌舍得、老窖窖龄酒系列，结合渠道了解及我们测算，次高端行业收入规模大约为 300-400 亿元，CR2 约 30%，行业未来将呈现加速整合的趋势，而在行业整合的过程中，龙头企业将获取更多的市场份额。

图 13：2016 年次高端品牌收入规模预测（亿）



资料来源：公开资料，申万宏源研究

图 14：次高端行业集中度较低，CR2 约 30%



资料来源：公开资料，申万宏源研究

3. 公司分析：五大优势，未来增长潜力巨大

3.1 高端品牌：中国白酒第一坊，具备名酒基因

“水井坊”是中国高端白酒的典型代表，是中国第一个浓香型白酒原产地域保护产品，拥有厚重的品牌历史文化优势。2002 年，水井坊成为首家获得“中国历史文化名酒”称号的品牌；2007 年，“水井坊”注册商标为“中国驰名商标”。

作为“中国白酒第一坊”的水井坊，不仅自身拥有厚重的品牌文化历史优势，还具备了名酒基因。水井坊的前身国营成都酒厂主要生产全兴大曲，全兴大曲早在二十世纪六十年代即跻身我国“八大名酒”之列，多次荣获国家质量金奖和中国名酒称号。虽然全兴大曲品牌已于 2010 年从水井坊剥离，但水井坊依然传承了中国名酒基因，具有较强的品牌力。

表 3：全兴大曲多次获得“中国名酒”称号

时间	届次	称号	品牌
1952	第一届	老四大名酒	贵州茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、四川泸州老窖特曲
1963	第二届	八大名酒	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲酒 、西凤酒、汾酒、董酒
1979	第三届	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984	第四届	老十三优名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲 、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989	第五届	十七大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲酒 、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：公开资料，申万宏源研究

3.2 产品聚焦：聚焦三大产品，主动降价提高产品性价比

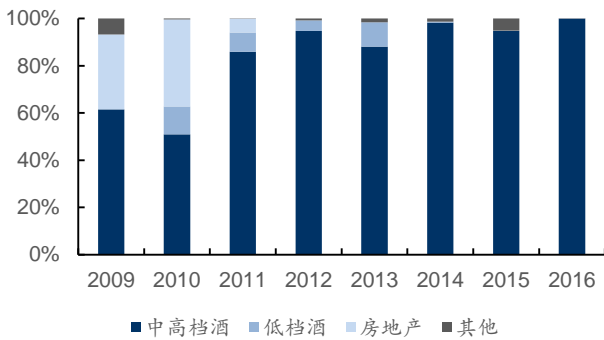
结构上，聚焦井台、臻酿 8 号、典藏三大拳头产品，打造有竞争力的产品组合。

公司生产的白酒类产品主要有水井坊与天号陈两大系列，其中，典藏大师、井台装、臻酿八号是公司核心拳头产品，在三大拳头产品中，井台和臻酿八号大约各占 35%-40%。近年来，公司对产品结构进行了调整，大幅减少产品种类并精简产品结构，2015 年基本上确立了聚焦资源发展单品的产品战略，由于次高端市场呈现挤压式增长的特点，聚焦资源有利于公司在有限的资源情况下抢占更多的市场份额，提高资源的利用效率。

公司在品牌上定位高端，为重回高端白酒行列，未来将倾向更多在井台和典藏上。井台目前是消费者最熟悉的水井坊产品，2017 年公司将加大对井台的支持力度，在各类市场动销计划中提高对井台的倾向性投入水平，提升渠道销售井台的毛利，品鉴会、商会营销也将以井台为主要推广产品。

为提升水井坊品牌高端定位，满足 800 元以上高端价位段，为售点和客户带来更好的利润空间，今年 3 月公司推出了新品典藏大师，目前京东预售价 899 元，在核心十大市场重点推广。典藏大师作为水井坊的核心战略单品，剑指高端消费市场，是公司重回高端白酒阵营、提升高端白酒品牌形象的重要举措，在丰富产品线的同时将强化水井坊的高端品牌属性。去年 9 月公司开始清理旧版典藏库存，17 年新典藏仍处于推广阶段，在去年基数相对比较低的情况下，预计今年典藏会有较好的增速。

图 15: 水井坊中高端白酒营业收入占比超 90%



资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 聚焦三大拳头产品, 打造有竞争力的产品组合



资料来源: 京东官网, 申万宏源研究

图 17: 水井坊典藏大师版, 京东预售价 899 元



资料来源: 京东, 申万宏源研究

图 18: 典藏大师发布会



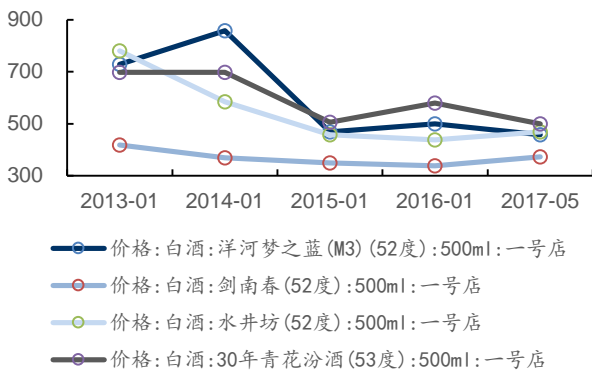
资料来源: 公开资料, 申万宏源研究

价格上, 主动降价迎合市场需求, 凸显产品性价比。

水井坊自推出之时定位就是高端, 甚至是超高端产品, 价格一度与茅台、五粮液、国窖 1573 相当。2005 年之后, 水井坊退出了白酒第一阵营, 但一直坚守高端白酒的定位。2012 年-2015 年, 行业进入调整期, 公司在外资实际控制后也经历了一段调整期。在价格战略上, 水井坊主动降低姿态, 主动降价, 避开了与一线白酒的直接竞争, 同时水井坊又拥有高端品牌的影响力和良好的酒质, 足以支撑 300 元价位段, 因此产品的性价比得以提升。在主要次高端白酒品牌中, 水井坊的降价幅度最大, 价格优势最明显, 品牌力相对较强, 因此产品性价比充分凸显。

2013 年, 公司推出了定位 300 元次高端市场的臻酿 8 号, 主要面向商务宴请市场需求, 推出后获得了巨大的成功。臻酿 8 号成功的主要原因在于: (1) 酒质好, 口感好; (2) 定价合适, 零售价 329 元, 迎合了市场需求; (3) 相比于同价位的剑南春、汾酒青花、品味舍得, 臻酿 8 号的定位及影响力更高; (4) 包装盒品牌宣传上突出水井, 发挥水井的品牌效应; (5) 通过开展品鉴会进行大力的宣传, 吸引了更多消费。臻酿 8 号是水井坊产品组合中最具性价比的产品, 其成功也表明水井坊主动降价的战略成效显著。臻酿 8 号是水井坊占比最高、增速最快的单品, 预计 17 年仍将继续放量, 维持高增长。

图 19: 次高端白酒品牌中, 水井坊降价幅度最大



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 20: 臻酿 8 号在次高端白酒市场最具性价比

产品	价格 (2017.05.05 京东零售价)
剑南春	358 元
梦之蓝 (M3)	478 元
汾酒青花 30 年	445 元
郎酒红花郎 15 年	478 元
品味舍得	358 元
泸州老窖窖龄 90 年	448 元
臻酿 8 号	349 元
水井坊井台	469 元

资料来源: 京东官网, 申万宏源研究

3.3 营销方式: 用快消品理念做白酒

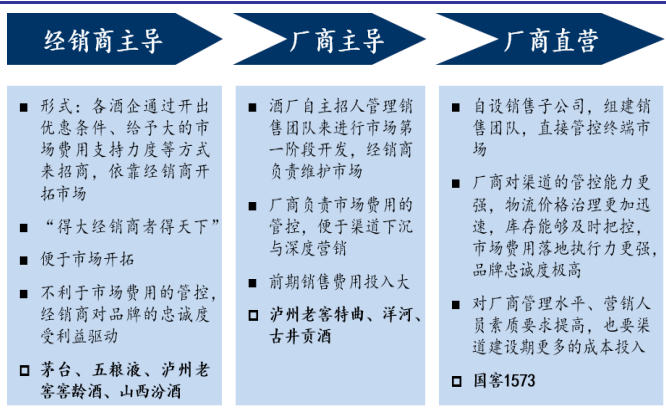
渠道变革: 采用新总代模式, 加强对终端的把控与渠道下沉。

渠道模式对白酒行业有着至关重要的影响, 由于行业消费需求由政商务消费转向大众消费承接, 行业渠道模式也发生着变革。目前, 白酒行业主要有三种渠道模式: 经销商主导模式、厂商主导模式、厂商直营模式, 大部分酒企仍然采用第一种渠道模式, 洋河与古井贡酒率先进入了渠道模式的第二阶段, 并且取得了显著的成效, 国窖 1573 采用了直营的销售模式。

2015 年, 水井坊在销售环节主要有三种销售模式: 总代理制模式 (重点省份采用这种模式)、扁平化分销模式、与其他公司合作模式, 总体上仍然处于渠道模式第一阶段, 这一模式的形成主要是 2014 年为了应对行业调整带来的区域省代流失而采取的临时措施, 客观上造成了渠道政策、价格的不一致与混乱。2016 年, 公司对渠道网络进行了梳理, 将渠道模式升级为新的总代模式。在新的总代模式下, 公司负责销售前端管理, 实现对售点的掌控和开拓, 总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。强化销售团队服务和管控市场终端, 有利于公司对白酒价格的管控和市场费用的执行落地, 保障价格体系的稳定和提高市场占有率。目前, 公司重点省份已经实行了新的总代模式, 2017 年起公司将把新总代的模式逐步地向其他市场推进。

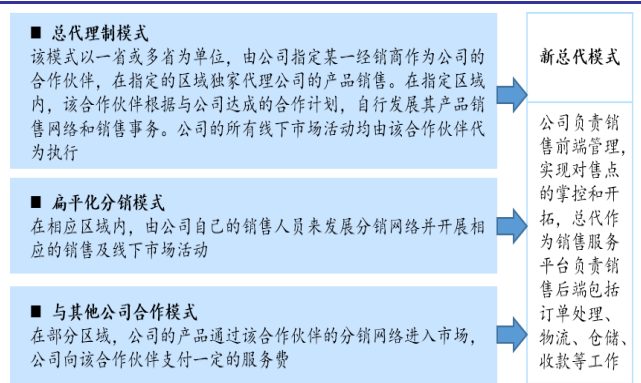
水井坊的渠道模式正处于经销商主导向厂商主导的过渡阶段, 这种变革是正向的, 符合行业的发展趋势, 相对于其他主要的次高端酒企, 水井坊的渠道变革走在了行业的较前列。2016 年, 公司实施新总代渠道模式的区域增速高于水井坊的整体增速, 也验证了水井坊渠道变革的良好成效。此外, 公司总经理范福祥在啤酒行业有丰富的深度分销经验, 对公司销售渠道的下沉有重要的借鉴意义。

图 21：白酒行业渠道模式三进阶



资料来源：公司公告，公开资料，申万宏源研究

图 22：水井坊渠道变革：经销商主导向厂商主导过渡



资料来源：公司公告，申万宏源研究

新省代模式下，水井坊核心产品井台和臻酿 8 号渠道价格体系保持稳定，每个层级都留有合理的利润率。

表 4：新省代模式下，井台与臻酿 8 号价格体系保持稳定，各层级都留有合理的渠道利润

省份	井台					臻酿 8 号				
	出厂价	一批价	终端价	总代毛利率	渠道毛利率	出厂价	一批价	终端价	总代毛利率	渠道毛利率
全国	320-330	350-360	400-450	10%左右	20%左右	210-220 (扣除费用后的实际出厂价)	250	300 左右	15%左右	20%左右
广东	385 (不含政策)	385	400-450	15%左右	15%左右	255	255 (返 20 元/瓶)	300 左右	15%左右	20%左右
山东	320-330	350 (不含政策)	400-450	10%左右	20%左右	258	268 (返 10 元)	300 左右	15%左右	20%左右

资料来源：公开资料，申万宏源研究

动销为本：推进核心门店项目，强化消费者培育。

为了强化对售点的开拓和管理，公司在全国范围内实施了“核心门店”项目，为核心终端门店提供一系列针对消费者的促销计划和陈列支持，在终端层面加强与消费者的对话和激励，帮助提升核心终端门店的动销效率。2016 年，公司锁定了全省所有有潜力的重要售点，建设了一批核心门店，在核心门店实施后，第二、季度的增长率超过了第一季度。公司将积极推进核心门店项目，预计在全国建设 2000 家核心门店，集中投入打造形象门店，辅以博物馆之旅及其它促销活动激发消费者对品牌的热爱，进一步加强对终端市场的把控力。

品牌推广：全面升级品鉴会模式，扩大消费群体。

品鉴会是水井坊进行品牌推广的主要方式，公司通过打造具有全方位感官艺术冲击的品牌盛宴，持续对核心消费者进行品牌深度沟通，并通过公关传播的开展，将水井坊品牌信息渗透到目标消费群。2015 年，公司在主要核心市场开展了五百多场品鉴会，接触到的消费者超过 1 万人，品鉴会的推出，极大地提升了消费者对水井坊的品牌认

知，并且有助于扩大水井坊消费群体。未来公司仍然将持续创新品鉴会模式，不断扩大品鉴会覆盖人群，并开发客户关系管理平台，加强与消费者的互动体验。

3.4 管理团队：啤酒出身，快消品行业经验丰富

帝亚吉欧成为水井坊的实际控制人以来，公司的管理团队经历了多次的调整和变动，先后由柯明思、大米、范祥福担任总经理。柯明思与大米两位外籍高管在白酒行业低迷的情况下并未让水井坊出现明显的复苏，为使水井坊的运作更加本土化，2015年帝亚吉欧启用了新的总经理范福祥。目前，公司的高管团队已基本稳定，并有丰富的快消品管理经验。在优秀的管理团队的带领下，我们看好水井坊未来的发展。

范祥福在啤酒行业有 26 年从业经验，先后服务于香港健力士、喜力中国和嘉士伯中国。一方面，范福祥并非外籍，在中国有十多年的管理经验，对中国的消费市场有深刻的了解，有利于文化认可和工作的开展；另一方面，范总在啤酒行业有丰富的管理经验，并取得了辉煌的成绩，范总过去当了 17 年总经理，只有一年没有完成任务。

表 5：帝亚吉欧成为水井坊实际控制人以来，先后由柯明思、大米、范祥福担任总经理职务

时间	总经理	个人履历
2011-2012	Kenneth Macpherson (柯明思)	历任帝亚吉欧印度洋酒业总经理，帝亚吉欧亚洲新兴市场商务总监，帝亚吉欧中国大陆和香港地区总经理，帝亚吉欧大中华区董事总经理，帝亚吉欧（上海）洋酒有限公司法定代表人，帝亚吉欧大中华区总裁，酷悦轩尼诗帝亚吉欧中国有限公司董事，帝亚吉欧 RTD 香港有限公司董事。
2013-2014	James Michael Rice (大米)	历任云南大学外教、金伯利集团亚太区财务计划及分析经理、金伯利（北京）公司高级财务经理、金伯利舒尔美集团邯郸总经理、金伯利（广州）公司总经理兼厂长、上海达能酸乳酪有限公司总经理、上海达能饼干食品有限公司销售总监、美国泰森食品公司大中华区总裁、荷兰 CSM 公司大中华区首席执行官。
2015-2016	范祥福	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。

资料来源：公司年报，申万宏源研究

表 6：目前，公司的高管团队已基本稳定，并拥有丰富的快消品管理经验

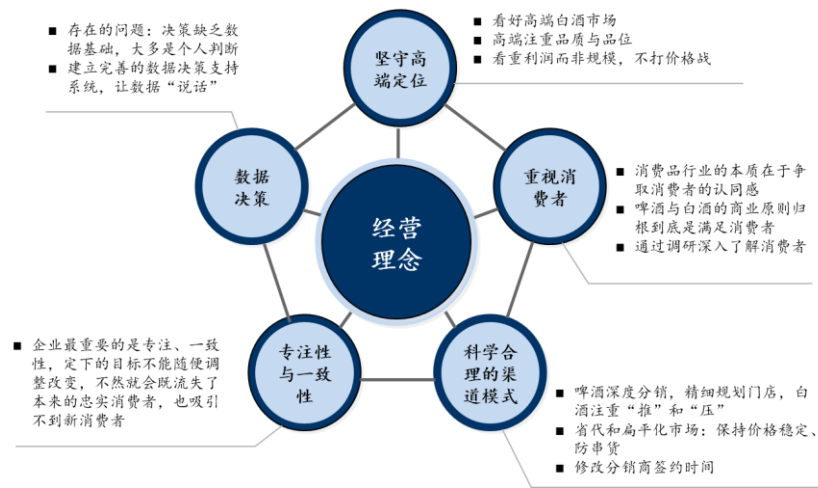
职务	姓名	个人履历
董事长	陈寿祺	历任菲利普·莫里斯中国公司主席，帝亚吉欧东南亚公司董事总经理，帝亚吉欧大中华区董事总经理。
董事	Vinod Rao	历任百事可乐公司亚太区财务总监，百事可乐公司印度区（古而冈）财务总监，百事可乐公司新业务发展（亚洲、中东、非洲）副总裁，百事可乐公司大中华区（总部上海）财务总监。
董事	Samuel A.Fischer (费毅衡)	历任高露洁越南（东南亚）公司销售总监，高露洁捷克、斯洛伐克、匈牙利公司总理，高露洁越南（东南亚）公司总经理，帝亚吉欧东南亚区执行董事，帝亚吉欧中南半岛区总经理，帝亚吉欧洋酒贸易（上海）有限公司大中华区董事总经理。
董事	Chu ChunHo (朱镇豪)	历任巴拿马商帝亚吉欧有限公司台湾分公司总经理、帝亚吉欧洋酒贸易（上海）有限公司中国大陆地区总经理。
董事 财务总监	Danny Ho (何荣辉)	历任毕马威（中国）KPMG（China）助理经理、经理、高级经理、合伙人，帝亚吉欧全球风险审计职能中国区负责人。

资料来源：公司年报，申万宏源研究

范福祥上任后，对公司的产品、渠道及决策机制都进行了深入的了解及相关调整。其经营管理理念及举措主要体现在以下几个方面：（1）坚守高端定位。范祥福在嘉士

伯任职期间，曾表示：“和中国啤酒生产企业华润雪花、燕啤相比，嘉士伯更看重利润而不是市场份额。在华东，嘉士伯不会以价格战参与厮杀，可能会从提高吨酒利润入手。”白酒跟啤酒的利润池差不多，只靠中低端也赚不了多少钱，关键要靠高端和超高端。**(2) 重视消费者。**白酒和啤酒都是消费品行业，虽然二者在文化上有区别，但商业原则是一样的，归根到底都是争取消费者的认同感。**(3) 强调数据的作用。**水井坊以前存在一个很大的问题，很多决策都缺乏数据支持，大多是个人判断，范总在管理嘉士伯时就强调数据的作用，未来将建立数据支撑的内部决策机制。**(4) 专注性与一致性。**范总认为，“企业最重要的是专注、一致性，定下的目标不能随便调整改变，不然就会既流失了本来的忠实消费者，也吸引不到新消费者”。**(5) 规范科学合理的渠道模式。**啤酒是深度分销，对门店规划精细，白酒是“推”和“压”的政策，2016年水井坊重新回归单一的省代制，重点工作放在修改分销商签约时间和保持价格稳定、防窜货两个方面。

图 23：范福祥总经理的经营理念主要体现在五个方面



资料来源：公开资料，申万宏源研究

3.5 激励机制：递延奖金计划有效调动管理层的积极性

为促进公司建立健全激励约束机制，将公司中长期绩效目标与个人激励相结合，实现公司和股东价值的最大化，确保公司经济效益持续增长，2016年6月公司推出递延奖金计划。递延奖金计划是公司为确保在一个连贯的经营周期内合理评价相关人员的绩效，并将其中长期利益与公司的中长期利益相结合的考核模式。递延奖金的计算公式为：实际授予虚拟股数*授予当年全年平均收盘价*支付系数。递延奖金计划的适用范围包括董事长、董事、总经理、直线汇报给总经理的副总经理、总监和核心高级经理，及董事会秘书，支付周期为3年（2016年-2019年）。

公司递延奖金计划直接与公司业绩挂钩，覆盖公司高管团队，因此将有效调动公司管理层的积极性，实现公司未来三年每年净利润增长不低于15%的目标。

表 7: 递延奖金计算方式

实际授予虚拟股数	目标授予虚拟股数: 董事长 100,000 虚拟股; 总经理为 60,000 虚拟股; 副总经理/总监、董事会秘书及核心高级经理为 20,000 虚拟股; 董事(不含独立董事、监事)为 15,000 虚拟股 实际授予虚拟股数=目标授予虚拟股数×直线主管或董事会建议授予百分比
授予当年全年平均收盘价	自当年 1 月 1 日(或授予日)至当年 12 月 31 日(或调离、非主动离职日)之间的每个交易日收盘价的平均值
支付系数	支付系数直接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% + (实际现金转换率/目标现金转换率) × 40%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 24: 支付系数与综合业绩指标达成率挂钩

公司综合业绩指标达成率	支付系数
<90%	0
≥90%, <100%	0.6
≥100%, <120%	1
≥120%	1.1

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 25: 公司 2016 - 2018 各年度业绩考核指标

	2016 年目标	2017 年目标	2018 年目标
净销售额	与 2015 相比增长不低于 15%	与 2016 相比增长不低于 15%	与 2017 相比增长不低于 15%
净利润	与 2015 相比增长不低于 15%	与 2016 相比增长不低于 15%	与 2017 相比增长不低于 15%
现金转化率	不低于 100%	不低于 100%	不低于 100%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4、盈利预测与估值

关键假设

预测井台装 17-19 年销量增长 25%、25%、20%，营收增长 28%、29%、24%；臻酿 8 号 17-19 年销量增长 40%、35%、25%，营收增长 43%、39%、29%。

预测公司 17-19 年营收分别增长 37%、34%、27%，净利润分别增长 31%、34%和 33%，EPS 分别为 0.6、0.8 和 1.08 元，对应 17-19 年 PE 分别为 36、26、20 倍。

相对估值

目前公司 2017 年 PE 为 36 倍，2018 年 PE 为 26 倍，可比公司 2017 年和 2018 年 PE 均值分别为 27 倍和 21 倍，估值水平高于可比公司平均水平，在白酒行业中也处于较高的水平。但我们预测公司未来三年将进入业绩加速增长通道，17-19 年预计收入利润复合增速均超 30%，收入利润增速在白酒行业主要上市公司中属于很高的水平，成长性较高，公司属于相对比较稀缺并且确定性较强的标的。此外，白酒行业处于景气复苏期，今年高端酒价格逐步上涨，目前茅台一批价已经达到 1300 元，超市场预期。我们认为，次高端白酒受益于高端酒提价，其价格弹性会在今年中秋之后以及明后年逐步显现。水井坊作为次高端白酒的稀缺性优质标的，未来两年随着销量的增长与价格弹性的显现，将真正迎来量价齐升，实现业绩的超预期增长。目前我们的盈利预测主要是基于销量弹性，对价格弹性假设比较保守，预计实际情况将好于我们的预测，所以给予公司一定的估值溢价。因此，基于公司

较高的成长性与受益于白酒行业尤其是高端酒的复苏，给予公司 18 年 33 倍 PE，对应目标价 27 元，首次覆盖给予买入评级。

公司 17 年一季报虽低于预期，但其中有春节提前因素，16Q4+17Q1 仍有 45% 的收入增长。公司经营思路清晰，产品定位明确，渠道模式对路，已步入良性增长通道，此前市场预期和估值过高，经过 17 一季报后的调整，预期和估值回归合理后，仍然值得中长期布局。

表 8：白酒行业主要上市公司估值表

公司简称	股价(05-10)	预测 EPS			增速			PE			总市值(亿)	17PEG
		17E	18E	19E	17E	18E	19E	17PE	18PE	19E		
贵州茅台	410.09	17.00	21.60	26.61	27.7%	27.1%	23.2%	24.1	19.0	15.4	5152	0.9
泸州老窖	44.69	1.84	2.39	3.02	33.7%	30.3%	26.2%	24.3	18.7	14.8	627	0.8
水井坊	21.29	0.60	0.81	1.08	31.2%	34.2%	33.1%	35.5	26.3	19.7	104	1.1
古井贡酒	46.25	2.05	2.54	3.04	24.5%	23.7%	19.8%	22.6	18.2	15.2	208	1.0
洋河股份	81.79	4.33	4.97	5.51	12.0%	14.7%	11.0%	18.9	16.5	14.8	1233	1.5
五粮液	43.49	2.18	2.69	3.28	22.2%	23.2%	22.0%	19.9	16.2	13.3	1651	0.9
山西汾酒	29.31	0.95	1.21	1.52	35.2%	28.0%	25.6%	30.9	24.2	19.3	254	1.0
酒鬼酒	19.52	0.47	0.63	0.80	40.0%	33.0%	28.0%	41.5	31.0	24.4	63	1.2
顺鑫农业	19.67	0.79	1.08	1.46	9.1%	37.1%	34.7%	24.9	18.2	13.5	112	0.9
PE 均值								27.0	20.9	16.7		

资料来源：申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	855	1,176	1,611	2,165	2,760
高档酒	724	1,078	1,509	2,057	2,647
中档酒	85	97	102	107	112
低档酒	1	0	0	0	0
其他	44	1	1	1	1
营业总成本	747	918	1,228	1,647	2,068
营业成本	211	280	380	502	621
中高档酒	201	279	378	501	620
低档酒	1	0	0	0	0
其他	10	1	1	1	1
营业税金及附加	124	155	242	325	414
销售费用	188	250	364	535	704
管理费用	164	181	225	278	331
财务费用	-3	-6	-3	-3	-3
资产减值损失	63	58	50	50	50
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	108	258	383	518	693
营业外收支	-2	10	10	10	10
利润总额	106	268	393	527	702
所得税	18	44	98	132	176
净利润	88	225	295	395	527
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	88	225	295	395	527

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

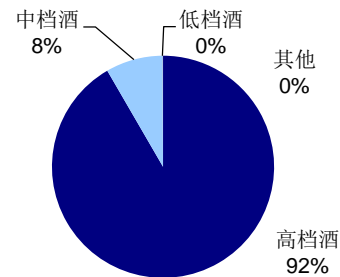
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,185	1,595	2,089	2,721	3,450
现金及等价物	364	725	940	1,216	1,600
应收款项	77	35	41	50	58
存货净额	717	803	1,076	1,424	1,760
其他流动资产	26	32	32	32	32
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	464	444	419	400	381
无形资产及其他资产	146	165	164	163	162
资产总计	1,795	2,204	2,672	3,284	3,993
流动负债	506	725	892	1,102	1,304
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	291	477	644	854	1,056
其它流动负债	0	1	1	1	1
非流动负债	8	9	16	22	2
负债合计	513	734	908	1,124	1,306
股本	489	489	489	489	489
资本公积	400	400	400	400	400
盈余公积	355	356	356	356	357
未分配利润	38	226	520	915	1,442
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,281	1,470	1,764	2,160	2,687
负债和股东权益合计	1,795	2,204	2,672	3,284	3,993

资料来源：申万宏源研究

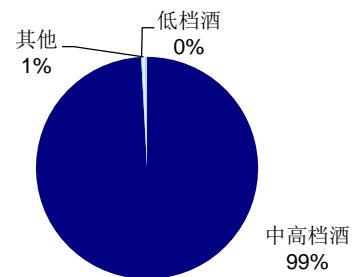
关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
井台销量增速	0.30	0.25	0.25	0.20
臻酿8号销量增速	0.50	0.40	0.35	0.25

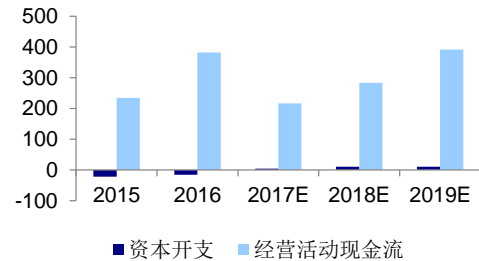
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并现金流量表

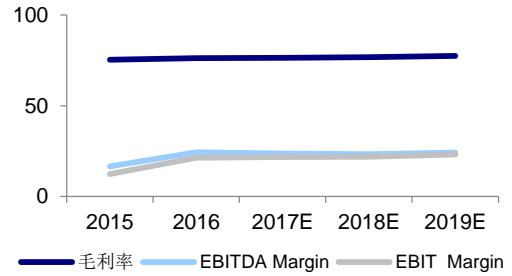
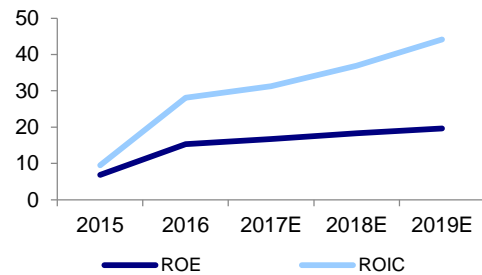
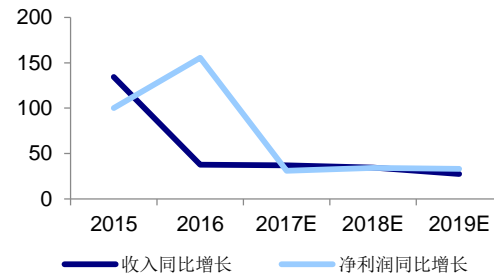
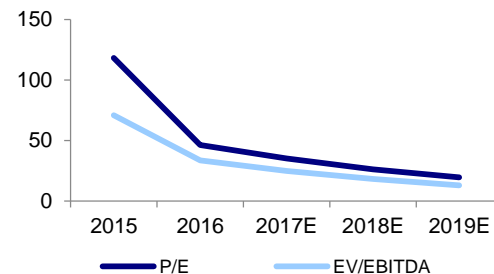
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	88	225	295	395	527
加：折旧摊销减值	99	93	80	80	81
财务费用	0	0	-3	-3	-3
非经营损失	-40	-13	0	0	0
营运资本变动	128	82	-156	-190	-213
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	234	382	216	283	391
资本开支	-22	-15	4	10	10
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	31	-205	-4	-10	-10
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	37	-3	-3	-3
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	0	-37	3	3	3
净现金流	265	141	215	276	384

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.46	0.60	0.81	1.08
每股经营现金流	0.48	0.78	0.44	0.58	0.80
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.62	3.01	3.61	4.42	5.50
关键运营指标(%)					
ROIC	9.5	28.1	31.3	36.9	44.1
ROE	6.9	15.3	16.7	18.3	19.6
毛利率	75.3	76.2	76.4	76.8	77.5
EBITDA Margin	16.6	24.4	23.7	23.3	24.3
EBIT Margin	12.3	21.5	21.8	22.0	23.2
收入同比增长	134.3	37.6	37.0	34.4	27.5
净利润同比增长	-	155.5	31.1	34.2	33.2
资产负债率	28.6	33.3	34.0	34.2	32.7
净资产周转率	0.67	0.80	0.91	1.00	1.03
总资产周转率	0.48	0.53	0.60	0.66	0.69
有效税率	16.9	16.2	25.0	25.0	25.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	118.2	46.3	35.3	26.3	19.7
P/B	8.1	7.1	5.9	4.8	3.9
EV/Sale	11.8	8.2	5.9	4.3	3.2
EV/EBITDA	70.9	33.7	24.9	18.2	13.1

资料来源：申万宏源研究


投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


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
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@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。