

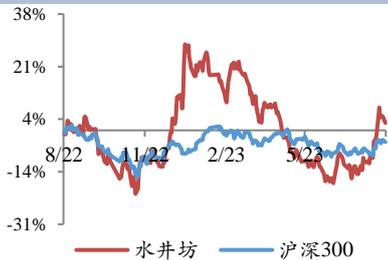
轻装上阵再出发，静候复苏佳音

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-08-08

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 71.08 |
| 近12个月最高/最低(元) | 89.02/54.82 |
| 总股本(百万股) | 488 |
| 流通股本(百万股) | 488 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 347 |
| 流通市值(亿元) | 347 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 从“川酒六朵金花”到“天下第一坊”

水井坊前身为“国营成都酒厂”，主营老八大名酒之一的全兴大曲，与五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、沱牌大曲并称“川酒六朵金花”。公司“水井坊”地下古代酿酒遗迹距今已有600年，拥有“中国白酒第一坊”的至高美誉。公司目前拥有菁翠、典藏、井台、臻酿八号、天号陈等多款核心产品，成为高端白酒新代表。

● 井台有望乘风500-800元次高端扩容之路

500-800元价格带尚处发展成长期，缺乏百亿级的大单品。该价格带由于售价高、场景特殊，对品牌力的要求显著高于300-500元价格带，因此普通地产酒难以形成规模效应。全国化名酒和扩张期地产酒龙头是该价格带的核心竞争者，当前水井坊·井台成交在500-600+元，且为老牌全国化名酒，未来有望享受高线次高端发展红利迅速扩容。

● 产品端：积极管理价值链，提升产品组合势能

公司高端白酒基因深厚，曾于2000年率先推出600元价位水井坊产品。自2021年来，公司先后对高端产品典藏、次高端产品井台及中端产品天号陈从品质、包装、营销、价格等多个方面进行了产品升级，维护了价值链体系。相较于竞品，公司次高端化特质明显，因此短期受产品结构影响业绩有所承压，目前经过去库调整已经实现Q2营收正增长，公司有望在下半年迎来弹性反转。长期来看，未来在经济复苏的大背景下，结构升级仍是主要趋势，水井坊由于较为完善的次高端布局 and 高端形象认知，有望率先受益次高端扩容升级。

● 渠道端：资源聚焦重点市场，高端酒平台助力势能提升

公司灵活布局全国化市场，根据自身发展需要，从“三大销售区域+五大核心市场”再到“5+5+5”再到“八大重点市场”，通过的合理资源聚焦与持续的核心区域深耕，实现了重点城市逐步向周边辐射的同时，全国化进程逐步推进。渠道模式上推行新/老总代模式并行模式，实现了销售环节的不断优化。高端白酒销售公司的落地，通过将经销商与公司的利益一体化，大大提升了渠道端的积极性，伴随疫后经济逐步恢复正轨，高端酒销售有望突破式发力。

● 品牌端：深耕高端化建设，文化体育双赋能

费用投放上坚持高举高打，通过广告宣传等形式直接触达C端消费者，通过持续的形象塑造，水井坊逐步在目标用户心中不断加固高端印象。同时坚持体育赛事与文化营销双绑定，拓宽高质量客群的同时，不断深化了文化内涵。美学馆等场景的推出充分展示了水井坊丰富的品牌内涵、文化底蕴和核心产品，有效扩大了水井坊高端产品在当地高端圈层的影响力。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为48.55/57.38/68.68亿元，同比+3.9%/18.2%/19.7%。归母净利润分别为12.59/14.91/17.99

亿元，同比+3.5%/+18.5%/+20.6%，对应 EPS 分别为 2.58/3.05/3.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

消费复苏不及预期，省外拓张速度放缓，费用投放产出降低。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4673 | 4855 | 5738 | 6868 |
| 收入同比 (%) | 0.9% | 3.9% | 18.2% | 19.7% |
| 归属母公司净利润 | 1216 | 1259 | 1491 | 1799 |
| 净利润同比 (%) | 1.4% | 3.5% | 18.5% | 20.6% |
| 毛利率 (%) | 84.5% | 85.2% | 85.2% | 85.5% |
| ROE (%) | 35.2% | 29.0% | 27.7% | 27.1% |
| 每股收益 (元) | 2.50 | 2.58 | 3.05 | 3.68 |
| P/E | 33.80 | 28.12 | 23.74 | 19.69 |
| P/B | 11.92 | 8.16 | 6.58 | 5.33 |
| EV/EBITDA | 23.15 | 18.62 | 15.49 | 12.14 |

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 2023 年 8 月 7 日

正文目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1 中国白酒第一坊 | 6 |
| 1.1 发展历程：历史悠久，不断探索创新 | 6 |
| 1.2 股权结构：唯一外资控股上市白酒企业 | 7 |
| 1.3 管理层变动：中西结合下的波折试探 | 9 |
| 1.4 股权激励：完善激励机制，与员工共享公司发展红利 | 9 |
| 2 次高端白酒：500-800 元仍有充分扩容空间 | 11 |
| 2.1 行业现状：“少喝酒喝好酒”下的马太效应 | 11 |
| 2.2 次高端格局：扩容格局仍在，井台有望享受升级红利 | 12 |
| 3 水井坊：三路打通高端浓香王者 | 15 |
| 3.1 产品端：积极管理价值链，提升产品组合势能 | 15 |
| 3.1.1 代系升级拉动价值提升，产品矩阵持续优化 | 15 |
| 3.1.2 长期有望优先受益结构升级，毛销差提升空间巨大 | 19 |
| 3.1.3 启动“1 号菌群”研究工程，解锁品质密码 | 22 |
| 3.1.4 环峡扩产稳步推进，保证长期供给能力 | 23 |
| 3.2 渠道端：资源聚焦重点市场，高端酒平台助力势能提升 | 24 |
| 3.2.1 核心市场持续深耕，灵活推进全国化进程 | 24 |
| 3.2.2 渠道模式不断优化，新老总代模式并行 | 26 |
| 3.2.3 终端管理先行者，核心门店迭代升级 | 27 |
| 3.2.4 高端白酒销售公司落地，打造利益一体化团队 | 28 |
| 3.3 品牌端：深耕高端化建设，文化体育双赋能 | 29 |
| 3.3.1 坚持 C 端长期培育，恪守高端战略根基 | 29 |
| 3.3.2 高端落地方案：体育赛事绑定+文化营销破圈 | 30 |
| 4、盈利预测与关键假设 | 33 |
| 风险提示： | 34 |
| 财务报表与盈利预测 | 35 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1 川酒六朵金花..... | 6 |
| 图表 2 水井街酒坊..... | 6 |
| 图表 3 水井坊各主要阶段业绩及营收增速（亿元）..... | 7 |
| 图表 4 水井坊公司股权结构及对外投资..... | 7 |
| 图表 5 帝亚吉欧涵盖蒸馏酒七大品类..... | 8 |
| 图表 6 帝亚吉欧净收入稳定增长（亿英镑）..... | 8 |
| 图表 7 水井坊公司历任总经理..... | 9 |
| 图表 8 2019 年股权激励分配情况..... | 10 |
| 图表 9 2019 年股权激励解锁条件及实际完成情况..... | 10 |
| 图表 10 2021 年员工持股计划股权分配情况..... | 10 |
| 图表 11 2021 年员工持股计划解锁条件及实际完成情况..... | 10 |
| 图表 12 2019 年股权激励计划（第二期）顺利解锁..... | 11 |
| 图表 13 2021 年员工持股计划（第一期）顺利解锁..... | 11 |
| 图表 14 规上白酒企业产量（万千升）..... | 11 |
| 图表 15 规上白酒企业销售收入与利润总额（亿元）..... | 11 |
| 图表 16 重点上市酒企产量占比稳步提升..... | 12 |
| 图表 17 重点上市酒企量价均呈上升趋势（吨；万元/吨）..... | 12 |
| 图表 18 次高端白酒营收增速（%）..... | 13 |
| 图表 19 飞天茅台/城镇居民单月可支配收入（元）..... | 13 |
| 图表 20 水井坊公司主要产品矩阵..... | 13 |
| 图表 21 白酒各价格带规模（亿元）..... | 14 |
| 图表 22 白酒各价格带规模增速..... | 14 |
| 图表 23 中国高净值人群持续攀升（万人）..... | 14 |
| 图表 24 人均可支配收入复合增速高于人均 GDP..... | 14 |
| 图表 25 水井坊公司主要产品矩阵..... | 16 |
| 图表 26 臻酿八号近期批价走势强于 300 元其他竞品（元）..... | 17 |
| 图表 27 井台近期批价走势强于 400 元其他竞品（元）..... | 17 |
| 图表 28 公司产品提价情况..... | 17 |
| 图表 29 2021-2022 年公司产品升级情况..... | 19 |
| 图表 30 次高端酒企主力产品单瓶均价（元/瓶）..... | 19 |
| 图表 31 次高端酒企主力产品占比..... | 19 |
| 图表 32 次高端酒企主力产品近年 CAGR..... | 20 |
| 图表 33 一季度营收水井坊、酒鬼酒继续承压..... | 20 |
| 图表 34 各酒企主要产品批价分布（元/瓶）..... | 21 |
| 图表 35 水井坊毛利率位居前列（%）..... | 22 |
| 图表 36 水井坊毛销差仍有较大进步空间（%）..... | 22 |
| 图表 37 水井坊广告促销类费用占总费用比高..... | 22 |
| 图表 38 水井坊广告促销类费用占总营收比高..... | 22 |
| 图表 39 《水井坊窖泥研究报告》..... | 23 |
| 图表 40 水井坊“1 号菌群”研究工程正式启动..... | 23 |
| 图表 41 2016-2022 年产销率保持高位（千升）..... | 24 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 42 2016-2022 年产能利用率（千升） | 24 |
| 图表 43 邛崃产能扩建项目规划（一期+二期） | 24 |
| 图表 44 公司“5+5+5”三梯队市场格局 | 25 |
| 图表 45 公司“蘑菇战术”下营收取得较快增长 | 25 |
| 图表 46 水井坊全国重点区域变化 | 25 |
| 图表 47 省外收入占比逐步提高至 93% | 26 |
| 图表 48 2021H1 公司分区域收入结构 | 26 |
| 图表 49 2016 年-2023H1 经销商数量变化情况 | 27 |
| 图表 50 水井坊的经营模式变化 | 27 |
| 图表 51 成都水井坊高端白酒销售有限公司 25 家经销商发起人 | 28 |
| 图表 52 酒鬼酒内参收入经历了快速增长期（百万元） | 29 |
| 图表 53 F23 财年各产品销售占比 | 29 |
| 图表 54 2012-2022 年销售费用率保持高位 | 30 |
| 图表 55 2017-2022 年广告及促销费占比超 75% | 30 |
| 图表 56 水井坊牵手上海劳力士网球大师赛 | 30 |
| 图表 57 2021 年中国网球人口数量 1992 万人 | 30 |
| 图表 58 水井坊签约中国冰雪 | 31 |
| 图表 59 “水井坊乒了”抖音挑战赛引发 C 端联动 | 31 |
| 图表 60 水井坊“传世盛典”太庙现场 | 31 |
| 图表 61 水井坊美学馆开业现场 | 31 |
| 图表 62 水井坊典藏推出冰雪纪念款 | 32 |
| 图表 63 水井坊典藏推出三星堆纪念款 | 32 |
| 图表 64 水井坊 2017 年-2022 年重点营销活动汇总 | 32 |
| 图表 65 水井坊营收拆分与预测（单位：百万元） | 33 |
| 图表 66 可比公司一致预期与 PE（截至 20230806） | 34 |
| 图表 67 水井坊 PETTM | 34 |

1 中国白酒第一坊

1.1 发展历程：历史悠久，不断探索创新

水井坊前身为“国营成都酒厂”，主营老八大名酒之一的全兴大曲，与五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、沱牌大曲并称“川酒六朵金花”。1999年在生产车间改造过程中发现了“水井坊”地下古代酿酒遗迹，该发现被评为当年十大考古发现之一。据考证，该遗址存在距今已有600年，被吉尼斯世界纪录认定为全世界最古老的酿酒作坊，“水井坊”因此得名，在业界更获得“中国白酒第一坊”的至高美誉。公司目前拥有菁翠、典藏、井台、臻酿八号、天号陈等多款核心产品，其中水井坊街蕴育的“水井坊一号菌群”更是奠定了新一代典藏陈香圆润的独特风格，成为高端白酒新代表。

图表 1 川酒六朵金花



资料来源：百度，华安证券研究所

图表 2 水井街酒坊



资料来源：公司官网，华安证券研究所

1999-2004 年：剥离药业，体制改革。2000 年全兴股份成立子公司水井坊，并开发出售价 600 多元的“水井坊”，此时茅台价格仅 300 元左右。自此，“水井坊”成为白酒板块的后起之秀，收入一度超过茅台、泸州老窖，跻身高端酒行列。自酒业资产注入后，公司主营业务为“生物制酒+酒类制造销售”，但受 2001 年开始实施的白酒税改及 2003 年青霉素价格暴跌影响，公司业绩出现亏损；2004 年公司为了保全上市平台，开始剥离医药业务，聚焦白酒主业。体制上，在国改浪潮下，公司启动管理层 MBO，并成功改制成为民营企业。

2005-2012 年：帝亚吉欧入股，水土不服。2006 年后，全兴集团将全兴大曲完全剥离，仅保留水井坊品牌；帝亚吉欧在此期间分别多次增持全兴集团，直至 2013 年 100% 控股全兴集团，并成为水井坊实际控制人。虽然公司依靠高端品牌打响知名度，但帝亚吉欧入主后管理层出现变动、渠道模式相对落后、地产业务剥离等因素对业绩造成较大影响，05-12 年收入在同业中表现平平。

2013-2015 年：行业深度调整，公司业绩进入低谷。帝亚吉欧收购初期，正处行业深入调整之时，公司在产品、渠道、体制等战略选择方面均出现了一些问题。产品方面，公司暂时放弃高端市场，分别推出了 400 元的井台和 300 元的臻酿八号，进军 300-400 元价位带以扭转亏损态势；渠道方面，公司此前采用单一的总代模式，对大商依赖性过高，行业调整期间大商的退出对渠道造成了巨大打击；体制方面，虽然帝亚吉欧是全球高端酒集团，但其拥有的主要是海外资源，短期内难以应用到国内的市场拓展中。管理层的频繁变动叠加外资入股产生的水土不服也一定程度上影响了水井坊的发展。

2016-2019 年：重新定位次高端，业绩迅速回暖。2015 年，拥有 26 年啤酒行业管理经验的范祥福接棒水井坊总经理，他带领公司从产品、渠道、体制等多方面进行大刀阔斧的改革。2016-2019 年公司通过重新定位次高端酒、加大品牌文化宣传、重新梳理产品体系、启动新总代模式等措施使得收入迅速回暖。

2020 年-至今：疫情影响下一波三折，23H2 有望重启复苏。2020 年受疫情影响，公司收入有所下降，管理层及时调整市场策略；2021 年开始，公司继续执行产品升级创新、品牌高端化、营销突破三大战略。产品升级方面，公司于 21-22 年间分别对典藏、井台及天号陈进行了品质升级、包装升级、营销升级；品牌高端化方面，公司坚持以体育营销为主，艺术美学为辅的策略，将典藏与井台打造成为水井坊核心形象大单品，强化水井坊高端白酒品牌地位。同时，产能方面，公司布局未来，持续扩充供应链产能与长远储酒规模；加强科研创新投资，持续提升品质工艺；进一步优化经销系统，突破团购、企业、圈层业务发展，多维度加强消费者培育、提升消费者体验。23 年二季度，公司经过前两个季度的社会库存消化，实现了省代+T1 与门店库存回到健康水平，同时在二季度实现了营业收入转正。公司目标 23Q3-Q4 实现营收双位数成长，有望重回增长快车道。

图表 3 水井坊各主要阶段业绩及营收增速（亿元）

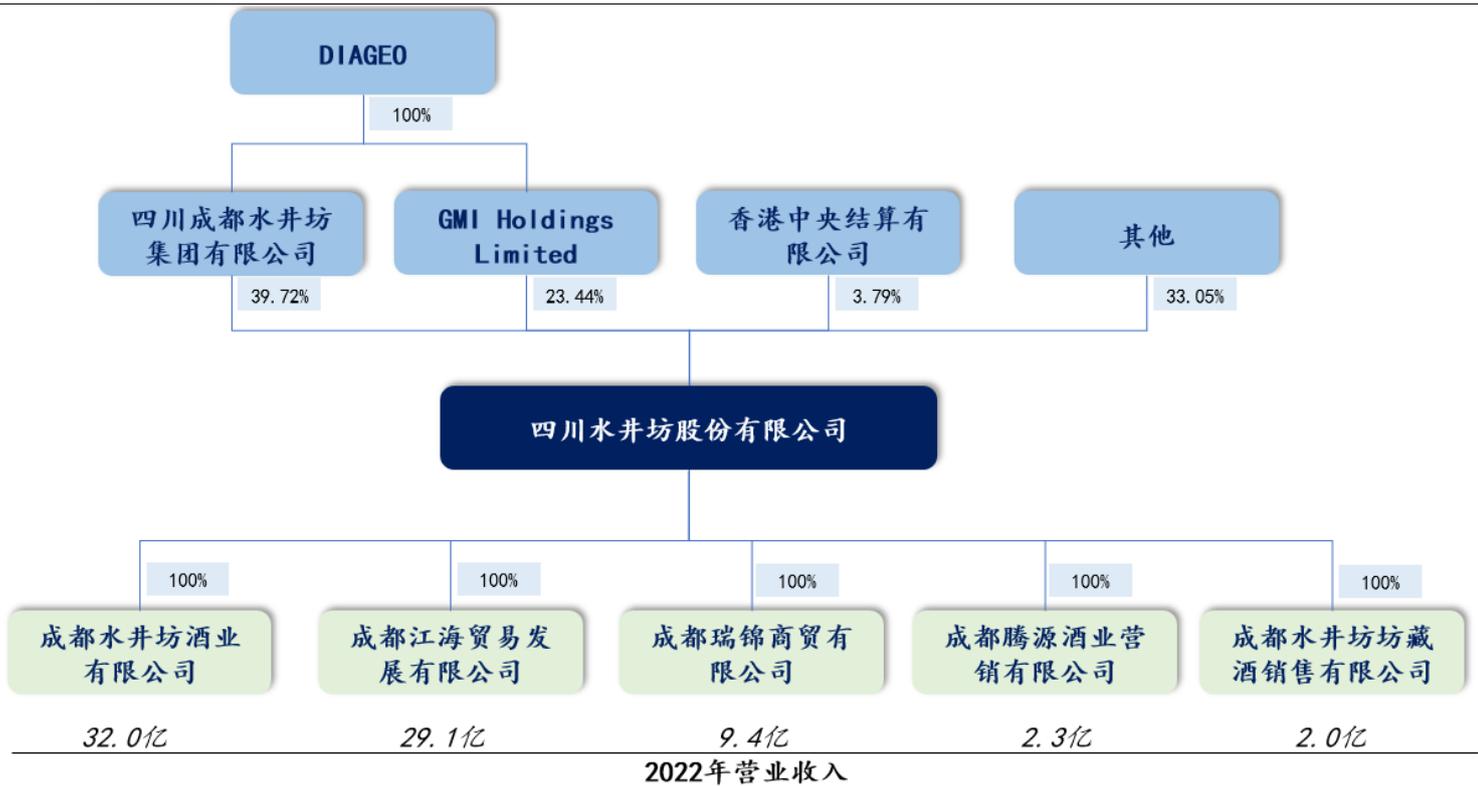


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构：唯一外资控股上市白酒企业

2006 年起，帝亚吉欧开始入股水井坊，经过近 13 年的增持，成为水井坊控股股东。2006 年 12 月，帝亚吉欧以 5.7 亿元收购了水井坊第一大股东全兴集团 43% 的股份，从而间接持有水井坊 16.87% 的股份，成为水井坊第二大股东。2010 年 3 月，帝亚吉欧又以 1.4 亿元购入全兴集团 4% 股权，合计持有全兴集团 53% 股份，成为水井坊的间接控股股东。2013 年 7 月，帝亚吉欧再以 22 亿元收购全兴集团剩余的 47% 股份，对水井坊的间接持股由 21.05% 增至 39.72%。2018 至 2019 年，帝亚吉欧再次以要约收购形式收购水井坊股份，2019 年至今，帝亚吉欧合计持有水井坊约 63% 股份，为水井坊的控股股东。

图表 4 水井坊公司股权结构及对外投资



资料来源：公司年报，华安证券研究所

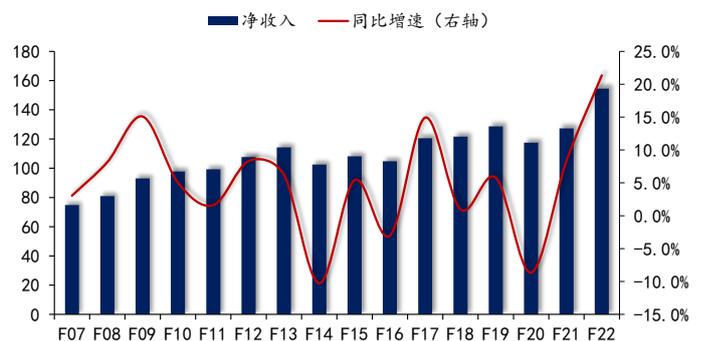
水井坊作为中国白酒上市公司中唯一的外资控股公司，未来发展潜力巨大。帝亚吉欧作为全球领先的高端酒集团，在蒸馏酒赛道上实现了七大品类（威士忌、伏特加、利口酒、金酒、朗姆酒、龙舌兰、白酒）全覆盖，同时还拥有啤酒等合计200个优质酒水品牌，销售网络遍布180多个国家及地区，享有先进的经营管理经验和内部控制制度。公司2022财年实现净销售额154.5亿英镑（合计人民币1278亿元），同比增长21.4%。

图表5 帝亚吉欧涵盖蒸馏酒七大品类



资料来源：帝亚吉欧官网，华安证券研究所

图表6 帝亚吉欧净收入稳定增长（亿英镑）



资料来源：Wind，华安证券研究所

帝亚吉欧入主水井坊后，分别在经营管理、内部控制、合规内控等方面开展了多项改革。以数字化提升内部控制水平和经营效率；通过银杏项目规范产品生产和开发流程，建立科学系统的产品质控体系，提高车间和库房管理水平；新设合规主管、法务主管以加强合规、法务方面的管理；推进“第一时间做正确的事”的合规文化等等。这些措施缩小了水井坊与一线品牌的管理差距，也为后面进一步的改进

打下基础。

1.3 管理层变动：中西结合下的波折试探

入主之初遭遇低谷；而后乘行业之风顺势向上。帝亚吉欧入主之初正值行业调整之时，两位外籍高管上任后提出了各项改革，但由于对于中国国情缺乏深度认知，未能帮助水井坊完全摆脱困境。2015年，经验丰富的范祥福总经理上任后，推出新版典藏和菁翠，聚焦300元以上产品，恢复品牌高端化战略，并推行新老总代相结合的渠道模式，持续加强终端门店建设，乘着行业回暖的春风带领公司实现恢复性增长。2019年，危永标总经理延续范祥福的基本理念，继续优化核心门店建设，使公司平稳过渡。2021年，朱镇豪总经理上任后执行产品升级创新、品牌高端化、营销突破三大战略，并重视研发、提前布局产能，公司业绩实现进一步回升。2023年3月1日至今，Mark Anthony Edwards（艾恩华）暂代总经理一职。

图表 7 水井坊公司历任总经理

| 姓名 | 任职时间 | 主要工作经历 |
|----------------------|-------------|--|
| 柯明思 | 2010年-2013年 | 首位洋经理，上任后致力于提高水井坊综合管理能力，在内控、效率等方面提出多项管理变革。在任期间推出了一系列超高端产品，重营销，轻渠道建设。在任期间收入增速一度落后于上市公司平均水平，行业深度调整后辞职。 |
| 大米 | 2013年-2015年 | 第二位洋经理，拥有丰富的食品领域从业经历，上任后提出“像卖快消品一样卖白酒”进军300-400价位，着手调整水井坊营销体系和渠道模式，以扁平化和合作模式取代老总代模式，但仍挡不住公司下滑势头。 |
| 范祥福 | 2015年-2019年 | 首位中国经理，上任后推出新版典藏和菁翠，重启高端化战略，品牌定位也调整为“600年，每一杯都是活着的传承”。渠道模式上推行新老总代和老总代相结合模式，并加强终端门店建设，在任期间使公司实现恢复性增长。 |
| 危永标 | 2019年-2020年 | 延续范祥福的基本理念，继续优化核心门店建设，疫情期间主动控货，取消部分任务考核，对经销商和门店进行帮扶，使公司平稳过渡。 |
| 朱镇豪 | 2021年至2023年 | 朱镇豪有啤酒、洋酒工作经历，从2015年起担任水井坊董事，对白酒和公司有较深刻的理解，他延续了品牌高端化的基本理念，执行产品升级创新、品牌高端化、营销突破三大战略，并重视研发、提前布局产能，在此基础上公司业绩有望实现进一步提升。 |
| Mark Anthony Edwards | 2023年3月至今 | Mark Anthony Edwards（艾恩华），英国牛津布鲁克斯大学法律及商科荣誉学士学位，拥有普通话文凭。曾任联合利华英国及欧洲地区品类组品牌经理，帝亚吉欧韩国市场和创新总监，帝亚吉欧亚太区臻选品牌(Reserve)品牌总监。来中国已超过二十年，曾在联合利华和帝亚吉欧担任市场经理、市场总监、总经理等。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.4 股权激励：完善激励机制，与员工共享公司发展红利

股权激励计划：2019年7月公司发布公告，计划向15名核心员工授予限制性股票25.62万股，激励对象包括董事长、总经理、财务总监以及12名其他核心技术管理骨干，授予价格为25.56元/股，单期解锁50%，分两期解锁。该方案的解锁要求包括公司业绩考核与员工个人考核两个方面。其中，公司业绩考核条件要求公司2019年、2020年（第一次解锁）以及2019年、2020年、2021年（第二次解锁）的平均营收增长率不低于对标企业（按2018年上市公司年报披露的营业收入排名前10）平均水平的110%；员工个人考核条件要求个人考核等级为合格及以上。同年8月两名核心骨干由于个人原因自愿放弃认购全部公司拟授予的1.4万股限制性股票。最终公司董事长范总及其余8名核心骨干达成第二次解锁限售条件。

员工持股计划：2021年9月，公司再次向66名核心员工授予72.37万股，包含董事长、总经理、财务总监和63名中基层管理人员及核心技术（业务）骨干，

授予价格为 55 元/股, 同样单期解锁 50%, 分两期解锁。其中, 公司业绩考核条件要求公司 2021 年、2022 年 (第一次解锁) 以及 2021 年、2022 年、2023 年 (第二次解锁) 的平均营收增长率在 9 家对标企业中 (白酒行业上市公司 2020 年营业收入排名前十, 不含贵州茅台) 排名前 5; 员工个人考核条件要求个人考核等级为合格及以上。目前公司顺利达成第一期解锁条件, 2021-2022 年度营业收入增长率平均值在 9 家对标企业中排名前 2, 彰显良好的激励作用

图表 8 2019 年股权激励分配情况

| 姓名 | 职务 | 获授限制性股票数量 (万股) | 占授予限制性股票总数的比例 | 目前职务 |
|-----------------|---------|-------------------|---------------|------|
| 范祥福 | 董事长 | 3.87 | 15.98% | 董事长 |
| 危永标 | 总经理/董事 | 3.87 | 15.98% | 已离职 |
| HODANNYWINGFI | 财务总监/董事 | 3.38 | 13.95% | 已离职 |
| 其他核心技术管理骨干(10人) | | 13.10 | 54.09% | |
| 总计 | | 24.22 | 100.00% | |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 9 2019 年股权激励解锁条件及实际完成情况

| 解锁安排 | 考核年度 | 解锁比例 | 营业收入增长率目标 | 实际完成情况 |
|-------|----------------|--------|------------------------------|-------------------|
| 第一期解锁 | 2019、2020 | 50.00% | 营业收入增长率的平均值不低于对标企业平均水平的 110% | 公司业绩不达标, 未解锁 |
| 第二期解锁 | 2019、2020、2021 | 50.00% | 营业收入增长率的平均值不低于对标企业平均水平的 110% | 公司业绩达标, 范总等 9 人达标 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 10 2021 年员工持股计划股权分配情况

| 姓名 | 时任职务 | 持有份额上限(万份) | 持有份额占持股计划比例 |
|-------------------------|--------------|------------|-------------|
| 范祥福 | 董事长 | 185.93 | 4.67% |
| 朱镇豪 | 副董事长/总经理 | 572.09 | 14.37% |
| 蒋磊峰 | 董事/财务总监/代理董秘 | 155.13 | 3.90% |
| 中基层管理人员及核心技术(业务)骨干(63人) | | 3067.85 | 77.06% |
| 总计 | | 3981 | 100.00% |

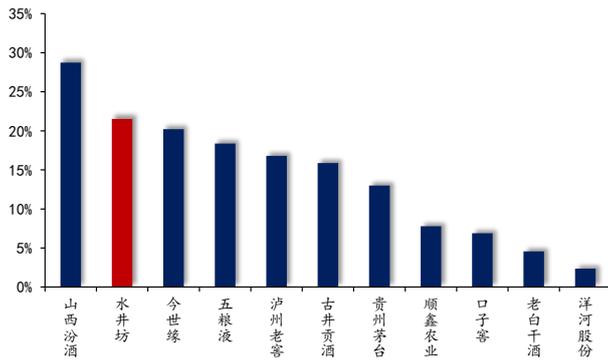
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 11 2021 年员工持股计划解锁条件及实际完成情况

| 解锁安排 | 考核年度 | 解锁比例 | 营业收入增长率目标 |
|-------|----------------|--------|----------------------------|
| 第一期解锁 | 2021/2022 | 50.00% | 营业收入增长率的平均值在 9 家对标企业中排名前 5 |
| 第二期解锁 | 2021/2022/2023 | 50.00% | 营业收入增长率的平均值在 9 家对标企业中排名前 5 |

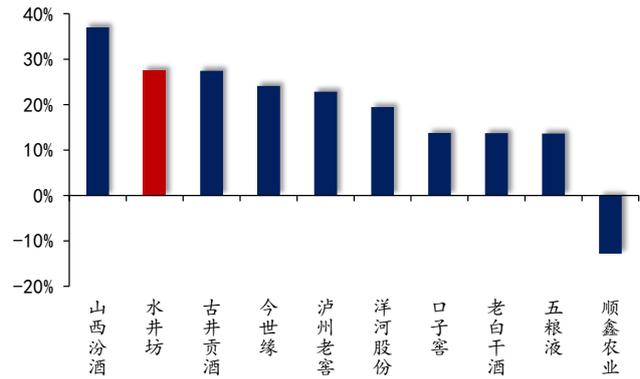
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 12 2019 年股权激励计划 (第二期) 顺利解锁



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 13 2021 年员工持股计划 (第一期) 顺利解锁



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 次高端白酒: 500-800 元仍有充分扩容空间

2.1 行业现状: “少喝酒喝好酒” 下的马太效应

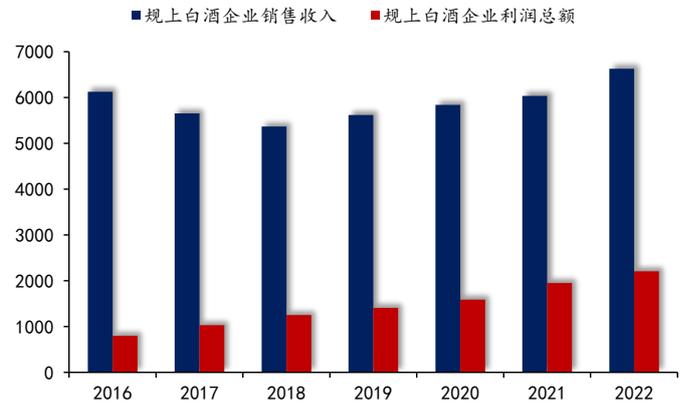
白酒行业“量减价升”格局多年, 未来预计仍将持续。黄金十年与深度调整过后, 白酒迎来了新一轮的发展周期, 2016 年规上产量触顶后开始持续减量, 2022 年完成酿酒总产量 671 万千升, 同比下降 5.58%; 而规上白酒企业销售收入与利润总额则整体呈现持续增长的格局, 2022 年累计完成产品销售收入 6626.45 亿元, 同比增长 9.64%; 累计实现利润总额 2201.72 亿元, 同比增长 29.36%。“少喝酒喝好酒”的消费环境下, 伴随居民消费能力的不断提升, 决定了白酒消费升级为发展方向。

图表 14 规上白酒企业产量 (万千升)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 15 规上白酒企业销售收入与利润总额 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

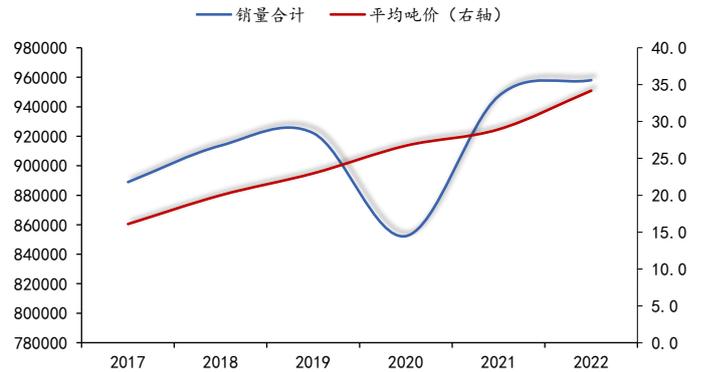
头部名酒具备“量升价升”的马太效应。在白酒行业持续缩量的同时, 头部名酒企业产量占比保持增势, 以重点上市公司为例 (高端酒、次高端酒、苏酒、徽酒), 合计产量从 2016 年的 88.4 万千升提升至 2022 年的 106.6 万千升, 产量增幅为 4.06%, 占规上白酒企业产量占比从 2016 年的 6.51% 提升至 2021 年的 13.71%。量价关系方面, 2017-2022 年, 重点上市酒企合计销量从 88.9 万吨提升至 95.8 万吨, CAGR 为 1.26%, 而平均吨价则从 16.09 万/吨提升至 34.19 万/吨, CAGR 为 13.38%。龙头酒企不仅能够实现“量价齐升”, 其“提价能力”尤为突出。

图表 16 重点上市酒企产量占比稳步提升



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17 重点上市酒企量价均呈上升趋势（吨；万元/吨）



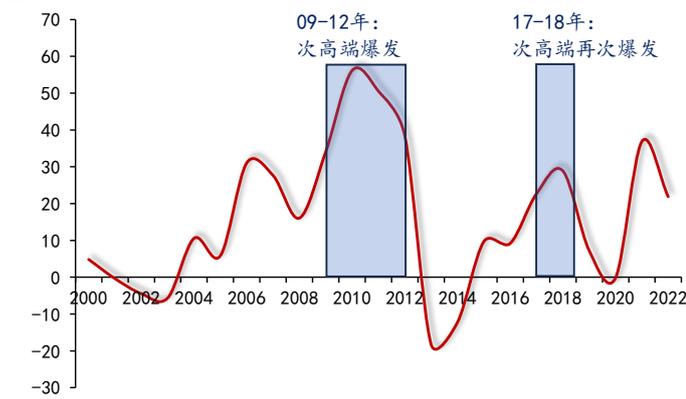
资料来源：Wind，华安证券研究所

头部名优酒企具备持续受益行业集中度提高的逻辑。“提价权”的特殊优势一方面来自于消费升级带来的“少喝酒、喝好酒”概念深入人心，另一方面源自于马太效应下品牌溢价的正向循环反馈，因此我们认为未来头部名企仍将长期享受挤压式竞争下的集中度提升逻辑。

2.2 次高端格局：扩容格局仍在，井台有望享受升级红利

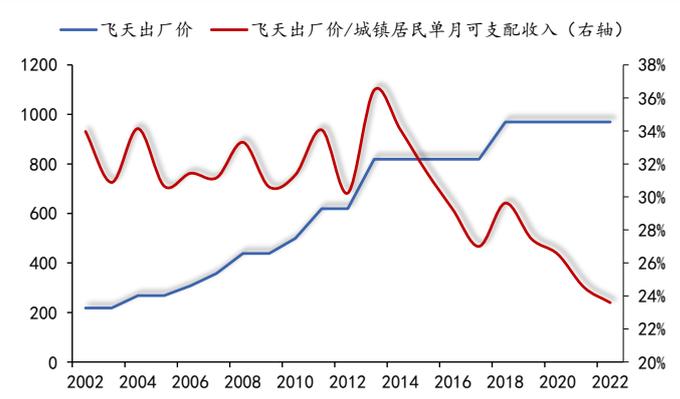
茅五两轮提价打开次高端成长空间。通常而言，当前次高端白酒指的是成交价在 300-800 元/瓶的白酒品牌。过去十多年来，伴随白酒周期与经济变化，次高端价格带主要经历了两轮景气周期。一是 2009-2012 年，这一阶段发迹于 08 年全球金融危机之后，在“四万亿”政策的强刺激之下，政务消费/礼赠需求等带动高端白酒消费走强。2010 年元旦飞天率先提价至 499 元/瓶，随后同月五粮液出厂价升至 509 元/瓶，次年元旦飞天再度提价至 619 元/瓶，9 月五粮液再度跟进出厂价提升至 659 元/瓶。标杆酒企的连续提价为次高端价格带打开了上涨空间，这一阶段上市次高端酒企（洋河、汾酒、舍得、酒鬼、水井）收入增速在 30%以上，归母净利润增速接近 50%以上，随后行业在三公政策和塑化剂风波的影响下，进入了下行周期；第二轮爆发周期为 2017-2018 年，这一阶段消费结构发生了显著变化，政务消费在政策调控下被高端商务消费代替，大众消费快速起势，同时茅台价格伴随行业回暖逐步提升，2016 年站上千元价位，2017 年普五/国窖 1573 纷纷突破 800 元，次高端价格带再次被释放成长空间。

图表 18 次高端白酒营收增速 (%)



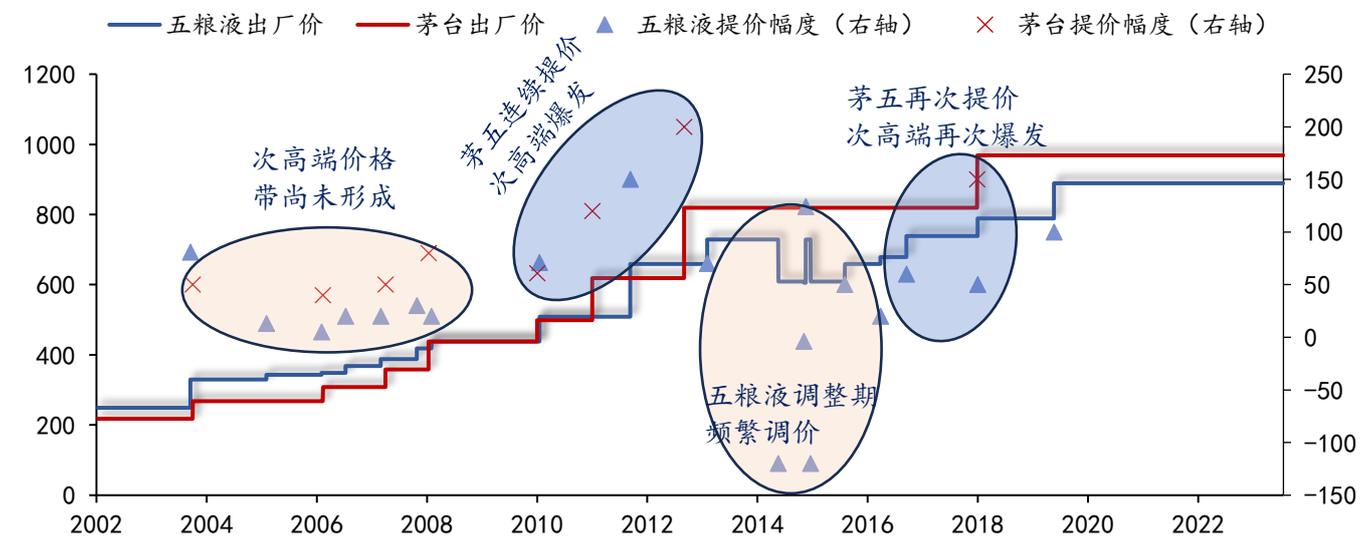
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 飞天茅台/城镇居民单月可支配收入 (元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 水井坊公司主要产品矩阵

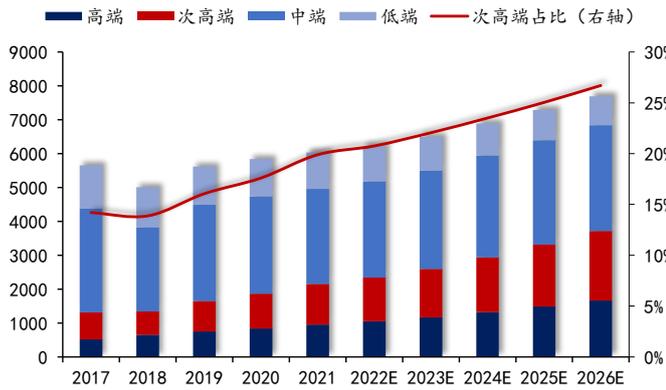


资料来源: wind, 华安证券研究所整理

当前飞天茅台出厂价/城镇居民单月可支配收入降低至 25%以下, 从居民收入角度来看, 飞天已经具备未来提价的条件, 伴随经济不断修复、消费能力提升、行业格局改善, 预计飞天茅台或将进一步打开次高端成长空间。

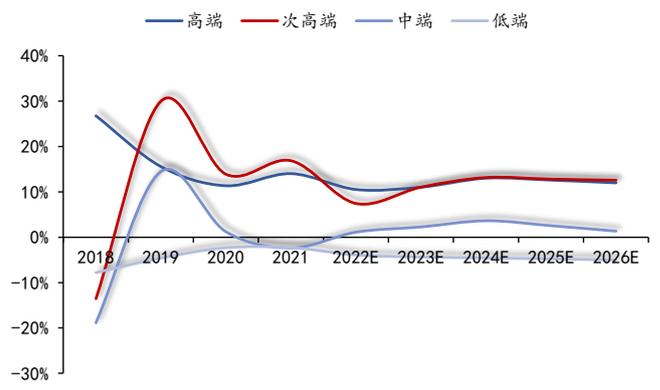
次高端未来有望冲击 2000 亿规模, 复合增速酒类中 fastest。 据弗若斯特沙利文预测, 2026 年中国白酒规模有望达到 7695 亿元, 其中次高端规模或突破 2000 亿, CAGR (2022-2026 年) 达到 12.4%, 成长性有望超越 2017-2021 年 10.6% 的复合增速, 同时超过高端、中端及低端白酒增速。

图表 21 白酒各价格带规模 (亿元)



资料来源: Frost & Sullivan, 华安证券研究所

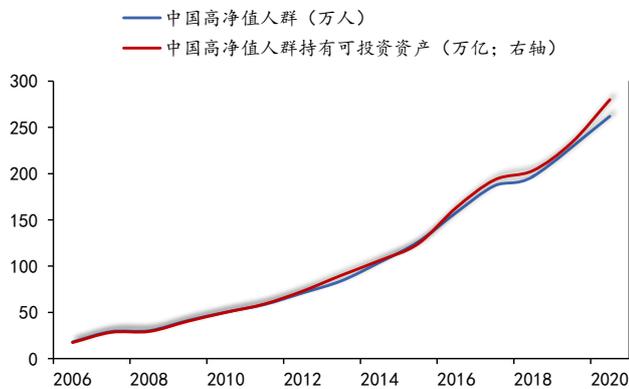
图表 22 白酒各价格带规模增速



资料来源: Frost & Sullivan, 华安证券研究所

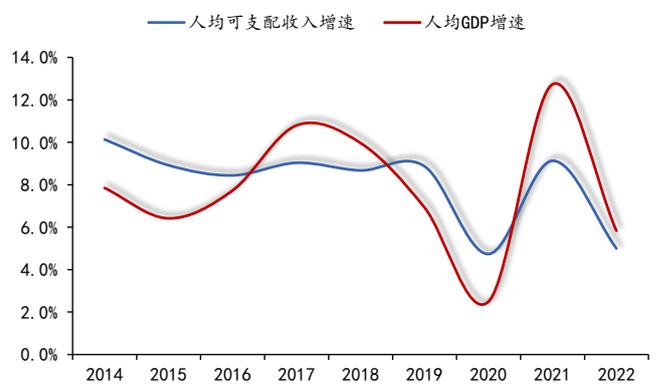
中产扩容叠加消费场景升级, 创造次高端持续扩容动力。伴随经济的持续发展与居民消费能力的不断升级, 次高端的消费群体得到有效扩大。2013-2022 年全国居民人均可支配收入 CAGR 达到 8.09%, 超越人均 GDP 7.83%的复合增速, 说明不仅价值创造环节实现快速增长, 而且在价值分配环节也更加倾向于居民端, 将更有利于收入水平的提升, 预计未来居民消费能力有望进一步增加, 带动次高端白酒价格带实现持续升级。此外从消费场景来看, 宴席场景占比的不断提升, 催生了“面子属性”下对于次高端白酒的需求攀升, 当前全国宴席用酒价格带差距较大, 未来伴随二三线城市用酒水平率先提升, 预计次高端仍有较大扩容空间。

图表 23 中国高净值人群持续攀升 (万人)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 24 人均可支配收入复合增速高于人均 GDP



资料来源: wind, 华安证券研究所

进一步细分次高端价格带, 其属性也差异较大。其中 300-500 元价格带竞争相对红海, 除剑南春规模领先外 (销售额超 150 亿), 其余全国化名酒和地产品牌呈现充分竞争格局。其原因在于这一价格带门槛相对不高, 消费者对品牌力、酒体酒质等要求相对客观理性、包容度较高, 因此一线名酒和具备渠道优势的地产品牌均能取得一定份额。全国化单品包括水晶剑、天之蓝、青 20、品味舍得、红花郎 10 年、臻酿八号、国台国标、珍 15 等, 安徽地区的古 8/16、洞 16、口 20 型等, 江苏地区的梦三水晶版、国缘 2K/4K, 湖南地区的酒鬼红坛, 河南地区的彩陶坊, 湖北地区的白云边 20 年等等也都是地产酒中这一价格带的本土代表。从消费场景来看, 大众宴席和普通商务宴请占比较大。

当前臻酿八号成交于 300-400 元价格带，广泛用于宴席等消费场景，除成都大本营外，在苏南、湖南、河南等地均有较高的认可度。我们认为臻酿八号将在保持优势市场的同时，凭借全国化推力不断扩宽区域市场。

500-800 元价格带尚处发展成长期，缺乏百亿级的大单品。该价格带于 2021 年前后伴随提价潮被打开空间，次高端也由 300-500 元扩宽至 300-800 元。目前 700-800 元的低度五粮液、低度国窖，600-700 元的洋河 M6+，500-600 元的窖藏 1988、古 20 均是较为成熟的代表产品。从消费场景来看，高端商务与部分礼赠需求占比较大，此外长三角等经济发达地区也存在部分高端宴席场景。

我们认为，该价格带由于售价高、场景特殊，对品牌力的要求显著高于 300-500 元价格带，因此普通地产酒难以形成规模效应。全国化名酒和扩张期地产酒龙头是该价格带的核心竞争者，当前水井坊·井台成交在 500-600+元，且为老牌全国化名酒，未来有望享受高线次高端发展红利迅速扩容。

3 水井坊：三路打通高端浓香王者

3.1 产品端：积极管理价值链，提升产品组合势能

3.1.1 代系升级拉动价值提升，产品矩阵持续优化

高端白酒基因深厚，核心单品持续升级。2000 年，公司率先推出 600 元价位水井坊产品，以超过茅台和五粮液的售价抢先占位高端白酒市场；2011 年，公司推出超高端产品菁翠，定位千元以上，但由于品牌影响力不足，产品推广效果不佳；2013 年底，行业进入调整期，高端产品动销受阻，公司推出次高端品牌臻酿八号，布局 300-400 元价格带，以聚饮和婚宴场合为主，赢得了消费者的广泛接受；2017 年随着核心单品臻酿八号和井台渠道利润逐渐透明化，消费升级持续加速，公司相继推出典藏大师和新版菁翠两款高端产品，发力更高价格带，拉高品牌形象的同时增强渠道推力；2021 年公司针对典藏、井台分别进行了一次产品升级；2022 年公司从完善产品矩阵角度出发，对中端产品天号陈系列进行了升级。

图表 25 水井坊公司主要产品矩阵

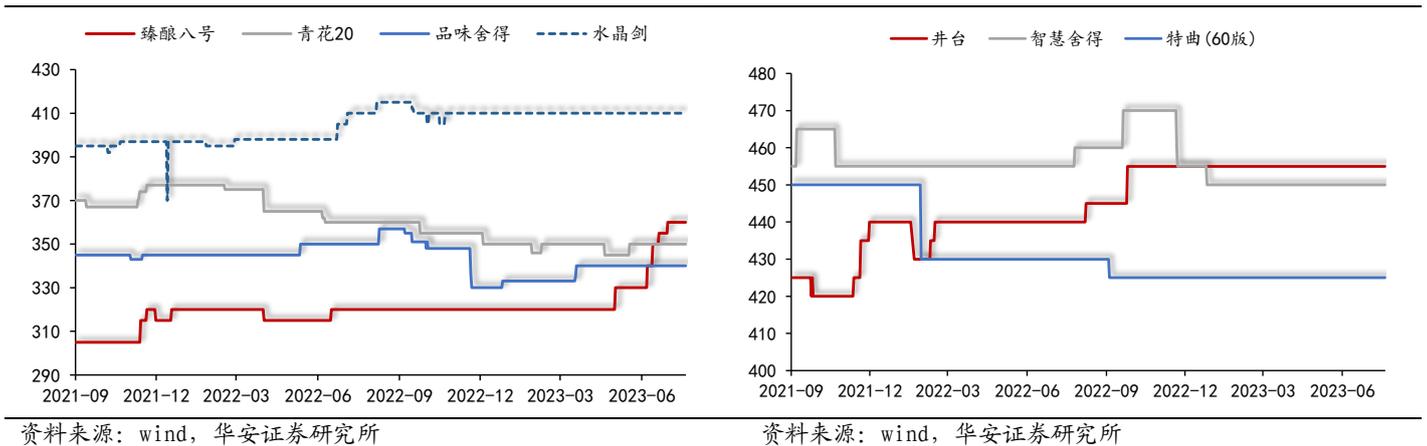
| 品类 | 产品 | 酒精度 | 规格 | 建议零售价 | 特点 | 展示 |
|----------------------|--------------------|--------|-------|---|---|---|
| 超高端系列 | 水井坊·元 | 58%vol | 2L | 109988 | 瓶身再现陶瓷顶尖工艺『青花釉里红』，成品率不足10%，盒身以元朝观星台为型，登台而上，见证元朝恢弘大业。 |  |
| | 水井坊·明 | 56%vol | 1L | 51899 | 瓶身采用延传600余年余年的明代皇家御用『景泰蓝工艺』，酒盒扇形开启，展现瑞鹤伴飞，郑和下西洋之盛景，致敬睿智求索之智慧。 |  |
| | 水井坊·清 | 53%vol | 500ml | 3299 | 包装重现清代御制琉璃工艺，延续水井坊经典内烧画工艺，呈现“酒中有画，画中有城”，赏一杯酒，品一座城。 |  |
| | 水井坊·博物馆壹号 | 53%vol | 1L | 16998 | 由平均超过18年酿酒经验的“非遗班组”手工酿造，精心挑选不足1%珍稀酒体，水井坊博物馆年度限量文化之作。 |  |
| 高端系列 | 水井坊·菁翠 | 52%vol | 500ml | 1999 | 每一滴皆由竹炭萃炼，历经十年时光酝酿，菁华之作。口感陈香隽永，醇净绵甜。 |  |
| | 水井坊·典藏金狮版 | 52%vol | 500ml | 1599 | 在典藏基础之上经非遗大师特调，让酒体陈香圆润口感更为凸显，瓶身璀璨金狮点缀，彰显尊贵气度。 |  |
| | | 38%vol | 500ml | 1199 | | |
| 水井坊·典藏 | 52%vol | 500ml | 1399 | 2003年，初代典藏上市，历经三次迭代，2021年，第三代典藏惊艳亮相。以“陈香圆润”的口感，致敬人生境界。 |  | |
| | 38%vol | 500ml | 999 | | | |
| 大单品系列 (包含典藏) | 水井坊·井台 | 52%vol | 500ml | 808 | 开创了中国高端白酒市场，也开创了浓香白酒“一独双香”的崭新工艺。是醇甜与醇厚巧妙融合的酒体，展现600年九代大师传承与创新的匠心精髓。 |  |
| | | 38%vol | 500ml | 768 | | |
| | 水井坊·井12 | 42%vol | 500ml | 558 | 19年底苏州首发，以“三甘三柔”为的主要卖点征战江苏市场。入口甘甜柔和，入喉甘润柔顺，回味甘醇柔润。 |  |
| | 水井坊·臻酿八号 | 52%vol | 500ml | 558 | 精心挑选水井街酒坊八号古窖的窖泥，进行专业的接种扩大培养后酿造，是水井坊入门级的代表作。 |  |
| | | 42%vol | 500ml | 528 | | |
| 38%vol | 500ml | 518 | | | | |
| 宴席系列 (包含井台、臻酿八号) | 水井坊·珍藏系列(龙凤) | 53%vol | 500ml | 778 | 大师特调升级酒体，香味层次丰富，入口倍感柔顺。 |  |
| | | 38%vol | 500ml | 699 | | |
| | 水井坊·臻酿八号(喜庆版) | 42%vol | 500ml | 498 | 非遗剪纸风格，呈现人生五福吉祥图案。 |  |
| | | 38%vol | 500ml | 488 | | |
| IP系列 | 水井坊·典藏(冰雪纪念版) | 52%vol | 500ml | 1499 | 将600年水井街酒坊展露的“文化自信”，与中国冰雪彰显的“强国自信”融于酒中，集合东方文化的底蕴和与时俱进的格调，为冰雪赛道上不断超越的巅峰时刻庆功。 |  |
| | | 38%vol | 500ml | 1099 | | |
| | 水井坊·典藏(国家宝藏三星堆纪念版) | 53%vol | 500ml | 1699 | | |
| 系列酒 | 水井坊·典藏(敬网球人生) | 52%vol | 500ml | 1699 | 上海劳力士大师赛合作系列。 |  |
| | | 52%vol | 500ml | 798 | | |
| | 水井坊·井台(冰雪纪念版) | 38%vol | 500ml | 758 | | |
| 水井坊·臻酿八号(WTT世界乒联庆功酒) | 52.1%vol | 500ml | 608 | 在经典臻酿八号“甘甜净爽”的基础上，融入“永不放弃每一分”的国球精神，特调出的52.1度这一富有寓意的度数，充分展现其作为WTT世界乒联全球指定庆功酒的风采。 |  | |
| | 52%vol | 500ml | 268 | | | |
| | 42%vol | 500ml | 285 | | | |
| 天号陈帝王黄 | 38%vol | 500ml | 248 | 四香合一，高粱醇香、米香、玉米甜香与小麦烘焙香；五味天成，醇，绵，厚，甘，爽；入口柔，回味久。 |  | |

资料来源：水井坊微信小程序，华安证券研究所

核心单品价格稳步上行。价格方面，公司坚定次高端及以上站位，近年来通过不断对核心单品的出厂价、终端零售价提价，持续布局消费升级前沿价格带。2019-2021 年公司每年对主要单品臻酿八号、典藏、井台分别提了一次价，不断推动产品价盘稳定向上，维护公司价值链体系。当前臻酿八号、井台、典藏市场批价分别为 360 元、455 元、680 元，占据了次高端主要价格带。当前公司主要销售仍以八号和井台为主，渠道反馈三款产品的销售占比基本保持在大于 1/2，接近 1/3，以及接近 1/10 的水平。

图表 26 臻酿八号近期批价走势强于 300 元其他竞品 (元)

图表 27 井台近期批价走势强于 400 元其他竞品 (元)



图表 28 公司产品提价情况

| 时间 | 产品提价措施 |
|------------|--|
| 2017/07/10 | 典藏、井台、臻酿八号出厂价分别上涨 15 元/瓶, 10 元/瓶, 10 元/瓶 |
| 2019/11/12 | 1) 52 度典藏大师上涨 60 元/瓶, 价格为 1039 元 2) 52 度臻酿八号、臻酿八号禧庆版、鸿运装均上涨 20 元/瓶, 零售价分别为 478 元、498 元、518 元 |
| 2020/09/02 | 1) 臻酿八号 42 度 500ml 由 448 元/瓶上调至 468 元/瓶, 提价幅度 20 元/瓶 2) 38 度 500ml 由 438 元/瓶上调至 458 元/瓶, 提价幅度 20 元/瓶 |
| 2020/12/16 | 臻酿八号 52 度 500ml 由 478 元/瓶上调至 498 元/瓶, 涨价幅度为 20 元/瓶 |
| 2020/12/31 | 1) 52 度典藏大师版零售价上调至 1199 元, 上调幅度 160 元/瓶 2) 38 度典藏大师版零售价上调至 899 元, 上调幅度 120 元/瓶 |
| 2021/01/30 | 52 度臻酿八号涨价 20 元/瓶 |
| 2021/04/01 | 1) 井台供货价与零售价均上涨 20 元 2) 臻酿八号供货价与零售价同时上涨 10 元 |
| 2021/09/30 | 井台全系列零售价上调 30 元/瓶, 臻酿八号全系列零售价上调 20 元/瓶 |
| 2021/11/01 | 1) 52 度典藏大师版整箱团购价提高 50 元至 920 元/瓶, 建议零售价提高 200 元至 1399 元/瓶 2) 38 度典藏大师版提高 40 元至 660 元/瓶, 建议零售价提高 100 元至 999 元/瓶 |
| 2022/04/01 | 新一代井台发布, 产品升级的同时价格同步提升 70 元/瓶 |
| 2023/06/20 | 即日起臻酿八号 (52 度 500ml、42 度 500ml、38 度 500ml) 建议零售价上调 30 元/瓶。 |

资料来源: 水井坊高端浓香微信公众号, 华安证券研究所

持续优化高端势能，新典藏奠定品牌站位。自 2021 年来，水井坊先后对高端产品典藏、次高端产品井台及中端产品天号陈从品质、包装、营销、价格等四大方面进行了产品升级。公司率先于 2021 年 9 月升级新一代典藏，夯实高端定位基础。新一代典藏“1+3+5”工艺密码充分奠定水井坊成为高端浓香的品质基础，在关键

的发酵、蒸馏、储存和勾调等方面实现了工艺的全面创新，带来了陈香圆润的独特风味。其中，“1”是指“水井坊 1 号菌群”，其奠定了典藏香味丰富的高端特征；“3”是指基酒升级三大要诀：双重蒸馏（酒体更圆滑柔顺）、以老带新（酒体陈香更突出）、只存半坛（酒体陈香更丰富）；“5”是指陈酿调味酒五大工艺：八月伏天制曲、三月春分入窖、两轮精粮肥糟、五倍超长发酵时间、一年空窗养窖。

井台跟随升级，锚定扩容潜力最大价格带。在新一代典藏上市的同时，公司也为新一代井台上市做好了相应准备。2022 年 4 月，“新井台”线上发布，38 度与 52 度建议零售价分别升至 768 元和 808 元，价格带锚定 500-800 元这一市场扩容最为明显的价格带，有望重新夯实井台“高端化”属性。井台是高端白酒的开山经典作品，而新一代井台以品质升级为核心，以“一独双香”为基础，通过三大加强工艺，酿造出“六更”品质：“一独双香”指以水井坊古窖独有“一号菌群”为基础，进行了醇甜、醇厚双香工艺创新。“三加六更”是指加入更多老酒，酒体更陈更柔；加长发酵时间，酒体香味更醇更厚；加强原粮脱脂工艺，品饮更加净爽。

“帝黄瓶”天号陈问世，产品矩阵更加完善。2022 年 9 月，公司全新推出 100-300 价位中端酒“天号陈帝皇瓶”，产品结构向下延伸，发力大众酒赛道。早在 2012 年，公司就推出了初代“天号陈”，但仅进行了小范围的销售运作，而渠道反馈目前“帝黄瓶”天号陈已在四川、江苏进行动销，上半年将逐步推广至各个省份。品质方面，升级版天号陈与水井坊品牌核心产品一脉相承，延续了水井坊酿造的酒体特有风味，延长发酵周期，形成了“四香合一、五味天成”的品质特征。包装方面，“帝黄瓶”整体设计采用象征尊荣华贵的帝王黄为主色调，为呼应“天号”二字。融入龙纹、皇家独有的海水江崖纹等纹样，将中国传统文化中独具魅力的图腾与人们追求吉祥幸福的心理需求相结合，为消费者带来全新的价值感受。消费场景方面，天号陈则重点瞄准大众消费和普通宴请。我们认为，此次“天号陈帝皇瓶”有助于公司对冲次高端及以上消费场景缺失，同时不保留“水井坊”字样有助于维持公司高端白酒调性。

图表 29 2021-2022 年公司产品升级情况

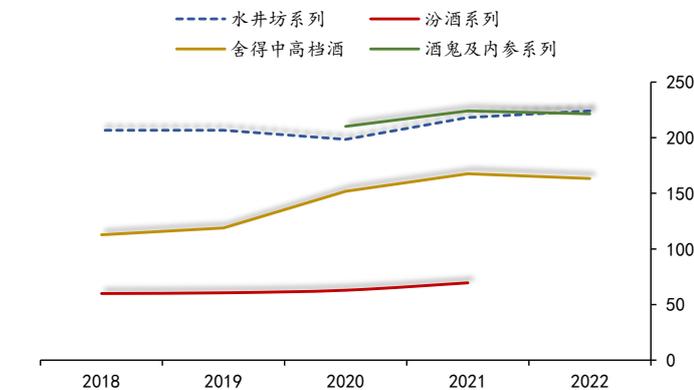
| 升级时间 | 产品 | 品质升级 | 包装升级 | 价格升级 | 营销升级 | 初代上线时间 | 升级产品展示 |
|-------|---------|---|--|--------------------------------|---|--------|--|
| 2021年 | 水井坊·典藏 | 全新典藏的品质密码可以概括成“1+3+5”：1即是指水井坊存活600年的1号菌；3是水井坊全新典藏基酒酿造的三条要诀，包括双重蒸馏、以老带新、半坛储存；5是在陈酿调味酒上做到了5大工艺的集合，不惜用时用料，包括：八月制曲、三月入窖、五倍发酵、两轮肥槽、一年空窗养窖。 | 新典藏的包装上有两处核心变化，综合运用了琥珀金和宝藏蓝，延续着水井坊一贯的美学优势，除了代表稀缺性和档次感，更重要的是典藏内涵的延伸，展现出“陈香圆润典藏人生”的精神境界。 | 新典藏产品建议零售价为1399元 | 强调“陈香圆润，典藏人生”的品牌新主张。发布会现场，水井坊宣布与世界一流商学院中欧国际工商学院建立战略合作关系，每年捐赠100万推动社会责任课题研究。 | 2003年 |  |
| 2022年 | 水井坊·井台 | 以“一独双香”为基础，通过“三加”工艺，酿造出新一代井台“六更”品质特点。“一独双香”指的是以水井坊古窖独有“一号菌群”为基础，进行“双重蒸馏”择优提香 | 在包装升级方面，新一代井台延续了水井坊对产品视觉美学一贯严苛要求。以立体全息图景呈现的天府宝地山川风物、瓶底焕新的烧画图等，既利用前卫的包材新工艺彰显了美学的迭代，也体现了水井坊一脉相承绵延不断的传承和创新故事。 | 52° 建议零售价808元 38° 建议零售价768元 | 水井坊在新井台线上发布会“官宣”了成为WTT世界乒联全球顶级合作伙伴，以“国球”IP为新一代井台赋能。 | 2000年 |  |
| 2022年 | 天号陈·帝王黄 | 在秉承传统酿造技艺的基础上加以科学配比，加入更多粮香和优质老酒，形成了“四香合一、五味天成”的品质特征，是消费者“质优价宜的理想选择”，堪当“天号”级品质。 | 包装方面，全新天号陈又称“帝黄瓶”，整体设计以帝王黄为主色调，采用象征尊荣华贵的中国皇家代表元素，呼应“天号”二字。 | 建议零售价268元 | | 2002年 |  |

资料来源：水井坊高端浓香微信公众号，华安证券研究所

3.1.2 长期有望优先受益结构升级，毛销差提升空间巨大

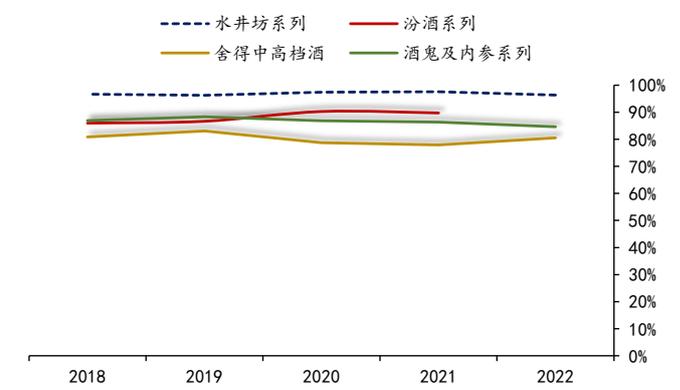
产品结构次高端化显著。从收入构成来看，水井坊品牌系列为代表的高档酒近五年占比均超 95%，天号陈、系列酒等中档酒占比呈下降趋势。相比其他次高端上市酒企，水井坊在产品结构上次高端化更加突出，舍得酒业主力品牌单瓶（500ml）均价在 160-180 元，山西汾酒在 60-70 元（2021 年），而“水井坊”品牌单瓶均价向 250 元靠拢，和酒鬼及内参系列均价相似。同时由水井坊主力品牌的占比显著高于其他三家次高端酒企，因此带动了产品结构的整体价格上移最为明显。

图表 30 次高端酒企主力产品单瓶均价（元/瓶）



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 31 次高端酒企主力产品占比

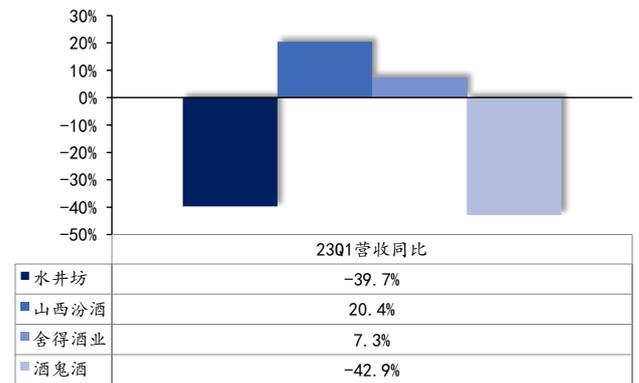
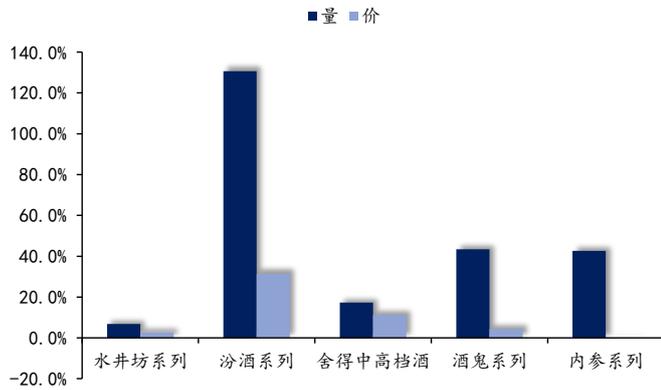


资料来源：公司年报，华安证券研究所

近年来营收增长受产品结构抑制。较高的产品定位在近三年的行业生态下，对水井坊增长造成了一定的冲击，量价拆分来看，水井坊系列销量 CAGR 为 6.8%，明显低于其余次高端主力品牌；价 CAGR 为 2.7%，仅高于内参系列的复合增速。今年一季度宴席及聚饮场景呈现报复性反弹，大众白酒价格带相对火爆，次高端价格带则继续承压，因此单价较高的水井坊和酒鬼酒营收表现较弱。

图表 32 次高端酒企主力产品近年 CAGR

图表 33 一季度营收水井坊、酒鬼酒继续承压



资料来源：公司年报，华安证券研究所

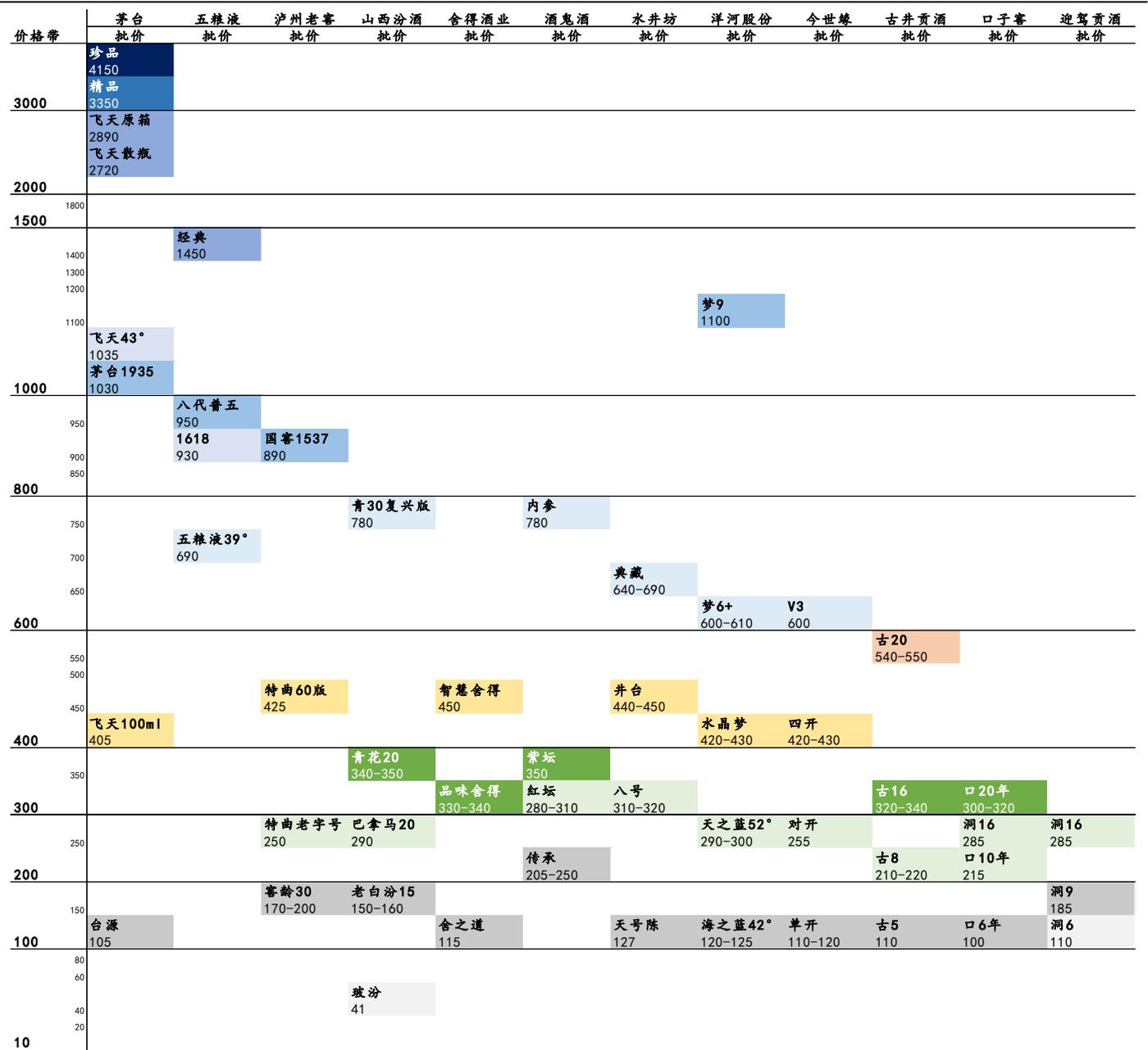
资料来源：公司年报，华安证券研究所

注①：汾酒系列指青花汾酒系列、巴拿马金奖系列、老白汾酒系列和普通汾酒系列；舍得中高档酒主要包括舍得系列和沱牌天曲；酒鬼及内参系列为酒鬼系列和内参系列。按照 2000 瓶/吨或千升计算单瓶均价。

注②：由于公司披露情况不同，计算 CAGR 时汾酒系列为 2019-2021 年，酒鬼/内参系列为 2020-2022 年，其余为 2019-2022 年。

短期受产品结构高端化影响，长期结构升级有望受益先发优势。公司战略定位始终锚定高端，产品结构向 300 元以上次高端倾斜严重，短期内导致整体动销受影响程度较大；但长期我们依旧看好升级逻辑下的先发优势，公司目前典藏、井台、臻酿八号三款主力产品批价早已集中分布在 300-800 元次高端价格带，相比竞品而言，纵向来看水井坊具备价格带连续不断的特点，横向来看井台、八号两款单品在各自价格带上都具备全国化维度的品牌及口碑优势。我们认为，未来在经济复苏的大背景下，结构升级仍是主要趋势，水井坊由于较为完善的次高端布局 and 高端形象认知，有望率先受益次高端扩容升级。

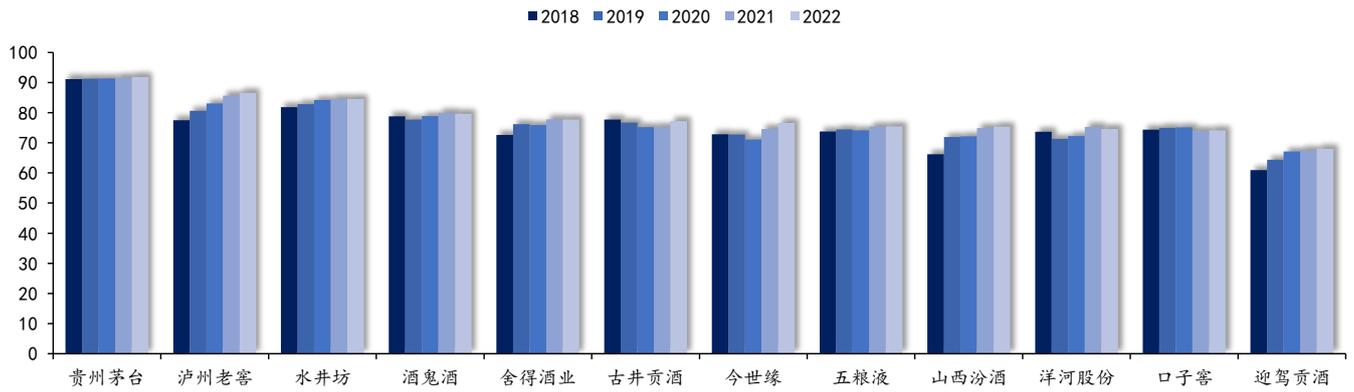
图表 34 各酒企主要产品批价分布 (元/瓶)



资料来源：今日酒价、酒价参考、实时酒价、百荣酒价、华安证券研究所

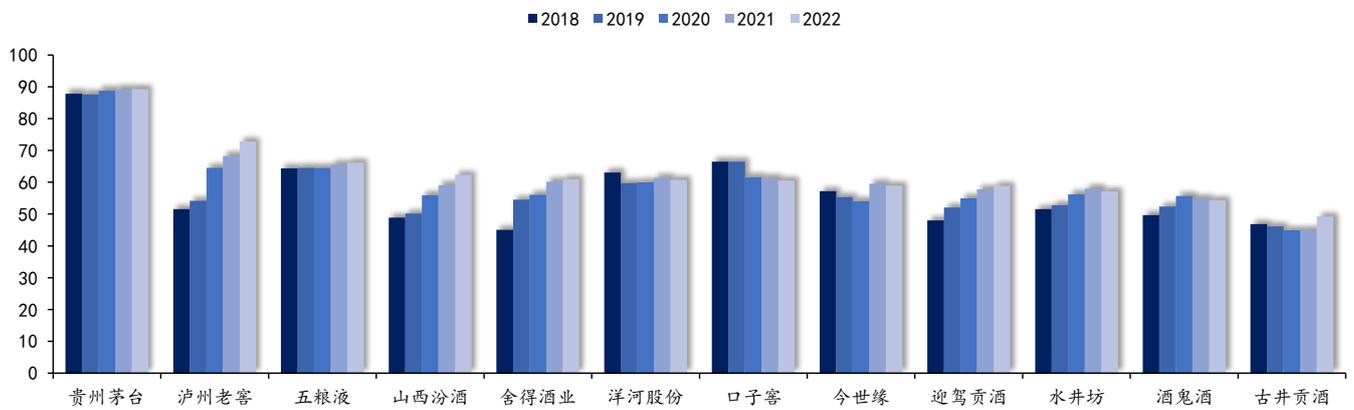
高端战略下毛利率优势突出，毛销差仍有较大进步空间。长期的高端战略，持续的价值链维护，以及纺锤形的产品结构，使得公司毛利率始终维持高位。2022年公司综合销售毛利率为84.49%，在主要白酒企业中仅次于贵州茅台和泸州老窖，连续多年位居前列；但同时也可以看到，2022年水井坊毛销差仅为57.1%，排在上市酒企靠后位置，广告开发类费用占比较高是核心原因，2022年水井坊和酒鬼酒相关费用支出占营收比例均超过20%。我们认为，当前公司总体体量仍不足50亿，叠加公司全国化和高端化的战略定位，尚处在需要费用高举高打的阶段，未来伴随整体收入规模提升、品牌认知不断加深、产品势能累积释放，预计相关广宣类费用率有望逐步下降，带动公司毛销差回升。

图表 35 水井坊毛利率位居前列 (%)



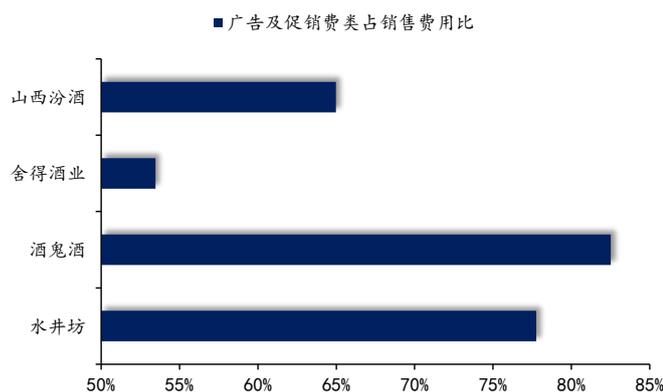
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 36 水井坊毛销差仍有较大进步空间 (%)



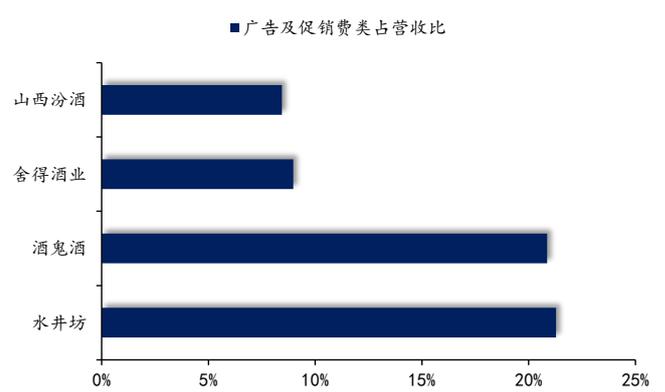
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 37 水井坊广告促销类费用占总费用比高



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 38 水井坊广告促销类费用占总营收比高



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

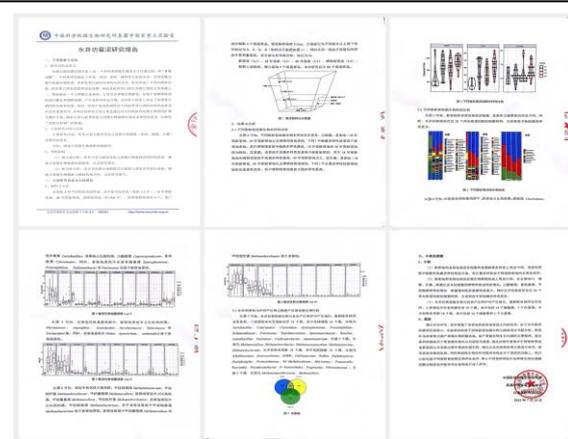
3.1.3 启动“1号菌群”研究工程, 解锁品质密码

“1号菌群”蕴含历史遗产和品质密码, 亦是品质创新的核心。从 20 年前作为开创中国高端白酒新格局产品横空出世的井台, 到最近发布的升级款新典藏, “1号菌群”依然发挥着基础性的作用。

2021年9月公司开展了与中科院的战略合作，中科院微生物研究所领衔的水井坊“1号菌群”研究工程正式启动。浓香型白酒采用泥窖固态发酵，窖泥是浓香型白酒生香微生物的主要来源之一。窖泥中复杂的菌群结构对中国浓香型白酒的风味和品质具有极其重要的作用。本次“1号菌群”研究，将着力研究新菌种及其在菌群中的作用，结合酿造工艺的优化，对其加以深层次分析和利用，意在提升水井坊白酒口感的独特性和酒体品质。

2022年7月，中科院白逢彦教授团队发表的《水井坊窖泥研究报告》中详细披露了目前取得的研究成果，并初步得出三点结论：（1）“一号菌群”是一座有益于酿酒的微生物宝库，菌种丰富，数量多，活性强。在水井坊窖泥中，业内公认对浓香白酒呈香呈味有直接关联的己酸菌属、为生香菌群产生创造环境的甲烷细菌，以及帮助增香提味的喜热菌等潜在生香微生物，汇聚在“一号菌群”中协同作用，奠定了水井坊酒体更为甘甜润泽的口感和丰富的香味。（2）“一号菌群”中的微生物配比接近“黄金比例”，较为理想。600多年来，传统酿造工艺的长期驯化，让“一号菌群”能够协调不同的微生物各司其职、各占其位、相互配合，保证了幽雅香味始终占据“C位”，“发挥”出水井坊酒的“黄金风味”。（3）此次研究发现的微生物特有类群18个属和近20个从未被报道的新菌种，可能正是水井坊产品风味独特的关键。

图表 39 《水井坊窖泥研究报告》



资料来源：酒业家，华安证券研究所

图表 40 水井坊“1号菌群”研究工程正式启动

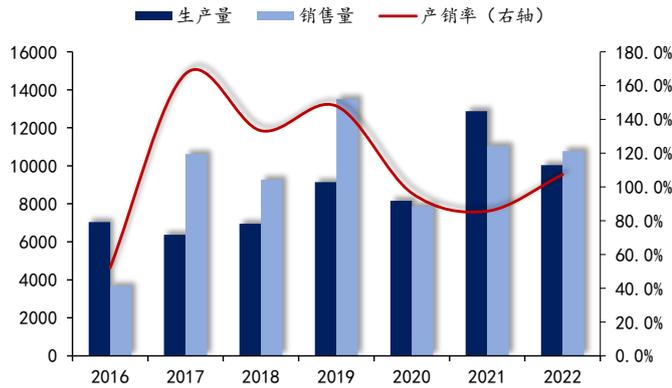


资料来源：水井坊 高端浓香公众号，华安证券研究所

3.1.4 邛崃扩产稳步推进，保证长期供给能力

核心单品快速放量，产能扩建箭在弦上。自2017年以来，水井坊核心大单品臻酿八号和井台装快速放量，销量大幅超过其生产量，2017-2019年平均产销比为150%，2020及2021年因疫情影响产销比下滑至96.34%、85.69%，2022年再度回升至100%以上。此外，公司产能利用率近年呈震荡态势，2019年达到历年峰值92.21%，2020年有所下滑，2021年再次回升至89.23%，2022年受疫情影响再度下滑至70%以下。当前公司正处于发展黄金期，销量已接近产能极限，长期发展下产能改建势在必行。

图表 41 2016-2022 年产销率保持高位 (千升)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 42 2016-2022 年产能利用率 (千升)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

追加邛崃二期扩产计划, 进一步增加原酒生产与储存能力。水井坊 2011 年曾计划在成都邛崃投资 22.8 亿元建设新产品开发基地及技改项目, 拟建设 2.8 万吨基酒酿造设施、10 万吨出酒设施、年包装 2 万吨的酒类产品包装设施, 2013 年行业调整期间公司进入低谷, 业绩同比大幅下滑, 经管理层研判后该项目于 2015 年 6 月暂时终止。历经 3 年的调整发展后, 水井坊产销量逐年大幅上升, 于 2018 年邛崃项目再次启动。2022 年 5 月, 公司发布《水井坊邛崃全产业链基地项目第二期投资意向书》。本次项目预计总投资约 40.48 亿元, 项目建成后, 预计将形成曲药生产能力 35,000 吨/年、酿酒生产能力 13,000 吨/年、罐区储存能力 64,000 吨、陶坛库储存能力 52,700 吨、包装车间生产能力 33,000 吨/年。公司扩大产能旨在深化供给侧改革, 提高中高端固态酿造白酒的产量, 持续调整产品结构, 进一步占领市场份额。

图表 43 邛崃产能扩建项目规划 (一期+二期)

| 时间 | 总投资额 | 建设规模 | 完成情况 |
|----|----------|---|---|
| 一期 | 27.56 亿元 | 新增 2 万吨原酒酿造能力, 增加 6 万吨储存能力 | 2020 年 5 月开工, 2022 年 11 月已取得生产许可证 |
| 二期 | 40.48 亿元 | 形成曲药生产能力 3.5 万吨/年、酿酒生产能力 1.3 万吨/年、罐区储存能力 6.4 万吨、陶坛库储存能力 5.27 万吨、包装车间生产能力 3.3 万吨/年 | 已于 2023 年 3 月取得项目地块一 309 亩土地使用证, 目前正针对此地进行前期规划设计工作。 |

资料来源: 2023 年中报业绩会, 华安证券研究所

3.2 渠道端: 资源聚焦重点市场, 高端酒平台助力势能提升

3.2.1 核心市场持续深耕, 灵活推进全国化进程

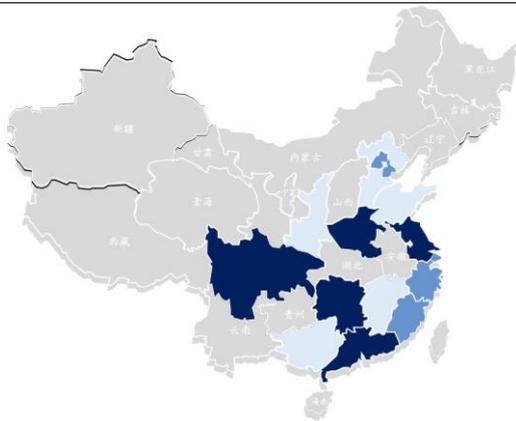
2015 年及之前: 三大销售区域, 五大核心市场。2016 年之前, 公司主要涵盖三大销售区域, 确立了河南、湖南、江苏、广东和四川等五个核心市场。

2016 年: 四大销售区域, “5+5” 两级核心市场。2016 年, 公司在对市场容量及品牌历史积淀等因素综合考虑的基础上, 明确了河南、湖南、江苏、广东、四川、北京、上海、浙江、天津、福建等十大核心市场。同时, 公司对销售部门组织架构也进行了优化调整, 将原有的三个销售大区加新渠道调整为四个销售大区加新渠道。

自此，公司形成“四大销售区域，‘5+5’核心市场”的战略布局。

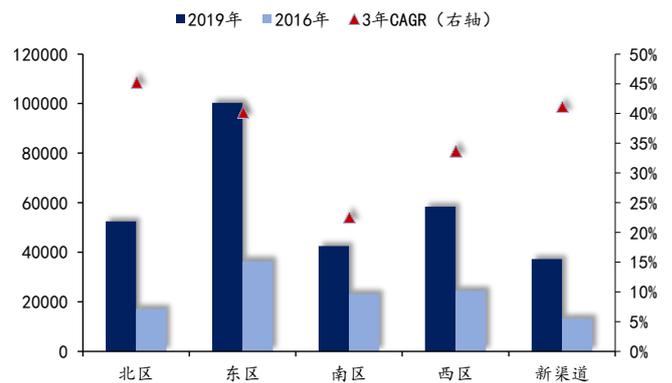
2017-2019年：“5+5+5”格局逐步形成，核心市场精细化深耕带动周边扩张。2017年，公司在传统十大核心市场的具体开拓上，采取了“蘑菇战术”，取得了较好成绩的同时，也有效带动了周边市场的发展。在此基础上，公司进一步确立河北、山东、陕西、江西和广西五大新兴市场为第三梯队，形成了“5+5+5”聚焦核心市场与加快区域扩张并举的格局。2018-2019年，公司持续贯彻“蘑菇战术”，在高潜力市场取得了较好的成绩，北区、东区、新渠道等重点市场取得三年复合增长率40%以上的优秀增长。

图表 44 公司“5+5+5”三梯队市场格局



资料来源：公司年报，华安证券研究所

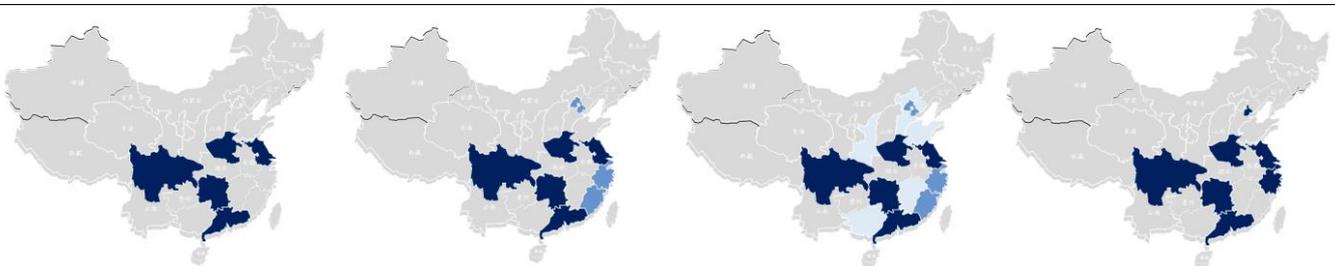
图表 45 公司“蘑菇战术”下营收取得较快增长



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2020年到现在：疫情影响下精简为“5+3”核心市场。2020年疫情冲击下，公司顺势调整核心区域策略，在第一梯队5大核心市场的基础上加上上海、天津和浙江三个潜力市场，共同作为“5+3”格局的八大核心市场，进一步精简实现资源与战略聚焦。2021年，八大核心市场中6个持续高速增长，整体收入同比增长61%，高于44%的非核心市场收入同比增速。2023年上半年，八大市场和重点城市从招商到动销等方面，也得都好于全国其他市场。显示出了核心市场的相对优势。

图表 46 水井坊全国重点区域变化

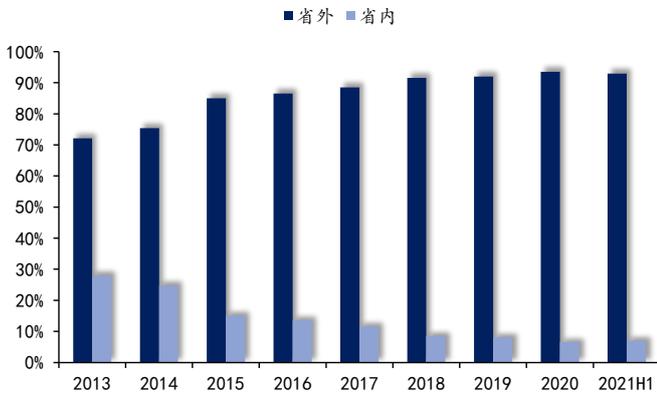


资料来源：公司年报，华安证券研究所整理

公司通过灵活的资源聚焦与持续的核心区域深耕，实现了重点城市逐步向周边辐射的同时，全国化进程逐步推进。截止2021年上半年，省内收入占比已从2013年的72.1%提升至92.9%；结构方面，公司在东区收入占比最高，达到了29%（主要包括江苏、浙江、山东等地），其余各个大区比例较为近似，占比在14至16%之间，其中南区（广东等地）产品结构最为优异，吨价可达48.2万元/吨。整体来看，公司区域分布侧重大本营和经济发达地区，在东部及沿海地区有着相对强势的占比和

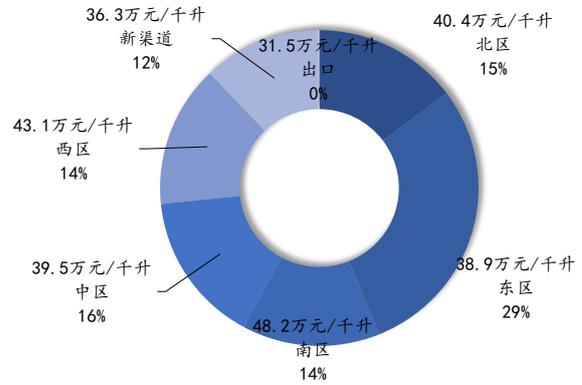
结构，高端化特点明显。

图表 47 省外收入占比逐步提高至 93%



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 48 2021H1 公司分区域收入结构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

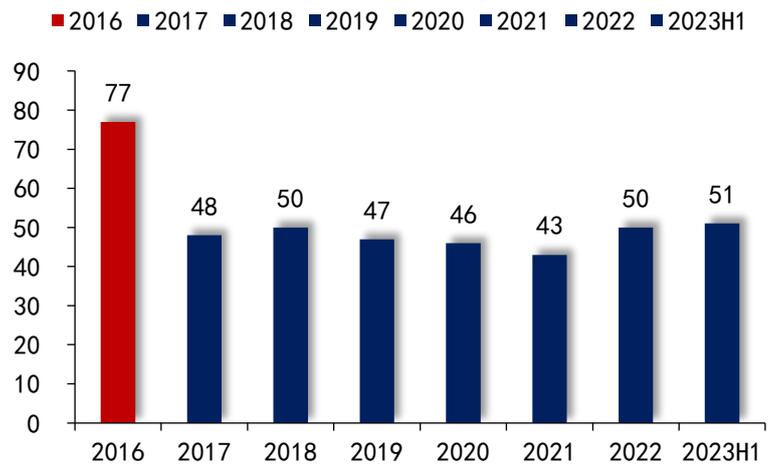
3.2.2 渠道模式不断优化，新老总代模式并行

2012 年前：公司实行单一传统总代制。该模式以一省或多省为单位，由公司指定某一经销商作为公司的合作伙伴，在区域内独家代理公司产品销售。在区域内，该合作伙伴根据与公司达成的合作计划，按公司要求发展其产品销售网络和销售事务，加强对终端的服务和管理。公司部分线下市场活动由该合作伙伴代为执行。该模式在公司规模较小、市场环境向上的背景下，帮助公司以较低的成本实现了业务的迅速扩张。然而该模式对经销商的依赖性过高。随着行业 2013 年进入深度调整期，大经销商择时退出品牌经营，使得公司面临大商甩货批价下跌或者回购库存的艰难选择，总代模式下的剧烈震荡对公司业绩产生了较大的负面影响。

2013-2015 年：扁平化分销与合作模式相结合，并进一步完善总代制。传统总代模式缺点的暴露使得公司开始新渠道模式的探索。2013 年，公司首先在总代退出的区域推行扁平化直营模式，在相应区域内，由公司自己的销售人员来发展分销网络并开展相应的销售及线下市场活动；同时在尚未开发或者基础较薄弱的区域，积极招募合作伙伴以恢复在当地的分销网络，公司向该合作伙伴支付一定的服务费。

2016 年至今：新/老总代模式并行。2016 年开始，公司逐步将扁平化分销与合作模式转换为新总代模式。在新的总代模式下，公司负责销售前端管理，实现对零售点的掌控和开拓，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。同时，公司也在核心区域相应增加了销售团队人手配备以适应新模式下的业务发展，加强对终端的服务和管理。新总代模式下经销商数量得到进一步优化，2016 年公司各区合计经销商 77 家，较 2015 年大幅减少 151 家，而 2017 年之后，经销商数量稳定在 50 家以内，截止 2022 年 9 月底，经销商共计 49 家。随着经销商数量的减少，公司对于各个渠道的价格、跨区窜货行为进行了更为有效的管控，保证了产品的顺价销售的同时并将有限的资源投放至一线核心区域，加强渠道和价格管理能力。

图表 49 2016 年-2023H1 经销商数量变化情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

积极培育八号潜力市场，拓展井台团购业务，新渠道发展潜力巨大。2021 年，公司启动井台团购项目及八号潜力市场拓展项目。精挑全国各地次高端容量较大的城市，细选发展意愿强、能力出众和精力专注的客户，制订区域差异化和增量专项投资方案，满足企业团购用酒的需求，从而推动这些城市的生意快速发展。电商渠道方面，选择行业领先的合作伙伴共同开拓抖音等流量趋势平台，并将电商作为品销合一的平台，实现销售目的的同时，传播水井坊最新市场活动及新品推广信息。公司截至 2022 年前三季度，新渠道口径营业收入仅为 2.0 亿元，占比下降至 5.3%，疫情扰动对团购客户的开发也起到的一定抑制作用。未来伴随商务活动的逐步修复，公司典藏及以上高端产品团购渠道仍有巨大发展空间。

图表 50 水井坊的经营模式变化

| 经营模式 | 施行年份 | 经营模式特点 |
|--------|-------------|---|
| 传统总代模式 | 2012 年前至今 | 经销商负责一个地区内部全部事宜，包括分销、市场推广等。经销商体量大，负责范围广，扩张速度快，成本低。但公司对渠道掌控力低，对经销商依赖性过高。 |
| 扁平化直营 | 2013-2015 年 | 由自己的销售人员来发展区域内的分销网络并开展销售及线下活动。经销商体量大，负责范围小，扩张速度慢，成本高。 |
| 合作公司模式 | 2013-2015 年 | 在尚未开发或者基础较薄弱的区域招募合作伙伴，公司向该合作伙伴支付一定的服务费。 |
| 新总代模式 | 2016 年至今 | 经销商承担服务平台职能、日常打款、仓储物流等后端公司，公司负责市场开拓、消费者培育和品牌推广。 |
| 团购渠道 | 2012 年至今 | 公司通过品鉴会、品牌行等活动促使团购客户萌生购买意向，而后经销商或门店负责送货，达成团购业务。 |
| 电商渠道 | 2013 年至今 | 公司交付产品与运营商，运营商负责在电商平台开店和日常运营等，公司主要负责电商平台的价值链管理，并与运营商共同做好平台上的相关活动等。 |

资料来源：公司年报，华安证券研究所

3.2.3 终端管理先行者，核心门店迭代升级

公司是业内率先聚焦终端门店管理维护的先行者。早在 2016 年 5 月，公司凭借直控终端的管理优势，在全国范围内率先推出了“核心门店”概念，通过在中高端酒价格带的渠道利润优势，以及服务和政策上的支持，吸引了终端的充分关注，经

过半年多的尝试，2017 年年初核心门店数量已达 3000 家，销售额占到水井坊整体销售的 70%，为后续增长打下良好的基础；2017 年，水井坊在此基础上继续升级核心门店计划，通过信息化系统对门店工作进行规范管理，从结果来看，门店费用虚报问题得到缓解，终端价格战问题有所控制，同时确保核心门店能够第一顺序推荐水井坊产品；2018 年，核心门店 3.0 版本问世，业务模式全面导入“八大升级服务”，主要包括单店增长、门店形象、促销礼品、宴席增值服务、标准化小品会、AI 识别陈列奖励兑付、物料直到门店等方面，终端反馈政策支持和门店服务效率都得到了较大提升；2019 年，公司按照每年一级的节奏继续升级核心门店至 4.0，通过数字化手段助力门店业务拓展，在鼓励门店继续提高产出的同时，吸引更多优质目标门店加入分销网络；2020 年，公司核心门店步入 5.0 时代，这一版本在渠道经营上进行简化，更加注重区域化差异和产品间的梯度感，并将进一步优化宴席体系。

3.2.4 高端白酒销售公司落地，打造利益一体化团队

25 位大商成立新公司，高端战略突破新维度。2021 年 7 月，水井坊成立了成都水井坊高端销售公司，注册资本 1.02 亿。高端销售公司完全由 25 位经销商持股，其中 24 位经销商为公司省代。经销商入股门槛分为 300 万和 600 万两个级别，仅参与利润分红，不参与平台销售公司的销售权，每一名股权商只能选择本省一个地级市场经营。其中，8 大核心区域经销商均入股 600 万元。从产品上来说，高端销售公司主要经营典藏、菁翠及以上产品，通过将经销商与公司的利益一体化，大大提升了渠道端的积极性；从战略层面来看，高端公司实现了资源聚焦，可以针对重点机会市场，加强在团购渠道实现突破，推动销量提升。

图表 51 成都水井坊高端白酒销售有限公司 25 家经销商发起人

| 股东 | 投资金额 (万元) | 出资比例 (%) | 股东 | 投资金额 (万元) | 出资比例 (%) |
|---|--------------|-------------|---------------|--------------|-------------|
| 湖南新鸿基贸易有限公司 | 600 | 5.8824 | 厦门真旺进出口有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 浙江华源商贸有限公司 | 600 | 5.8824 | 陕西锦翔酒业有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 广州盈香贸易有限公司 | 600 | 5.8824 | 新疆福锦水酒业有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 天津润茂百盛酒类销售有限公司 | 600 | 5.8824 | 石家庄航秀商贸有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 云飞酒业有限公司 | 600 | 5.8824 | 武汉市康美副食品有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 南京元合丰商贸有限公司 | 600 | 5.8824 | 南宁悦远商贸有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 四川省壹天丰商贸有限公司 | 600 | 5.8824 | 上海康联酒业发展有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 山东德仁宝真酒业有限公司 | 600 | 5.8824 | 南昌市隆酒鑫商贸有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 张家口杰诺商贸有限公司 | 600 | 5.8824 | 安徽省黄海商贸有限公司 | 300 | 2.9412 |
| | | | 昆明隆云经贸有限公司 | 300 | 2.9412 |
| 经销商省份：包括河南、湖南、江苏、四川、广东、浙江等传统核心市场，以及河北、山东、陕西、广西等新兴核心市场 | | | 内蒙古锦豪天成商贸有限公司 | 300 | 2.9412 |
| | | | 吉林省柏晟酒业有限公司 | 300 | 2.9412 |
| | | | 聊城市华樽商贸有限公司 | 300 | 2.9412 |
| | | | 湖州中糖酒业有限公司 | 300 | 2.9412 |
| | | | 苏州狮心荟聚酒业有限公司 | 300 | 2.9412 |
| | | | 邢台福伟商贸有限公司 | 300 | 2.9412 |

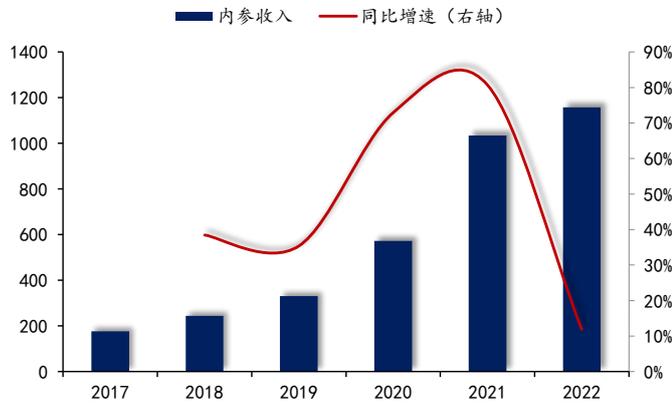
资料来源：Wind，华安证券研究所

作为国窖 1573 和内参高端销售平台后的又一次尝试，水井坊高端白酒销售公司在前人的基础上有望带来两方面的提升。首先是加速团购及圈层运作效率，带动典藏及以上高端产品销量快速增长。从内参的表现来看，自 2018 年 12 月成立内参销售公司以来，经历了 2019-2021 年连续三年高速增长期，CAGR 高达 62%，收入规模从 2.4 亿迅速突破 10 亿大关；而水井坊高端销售公司成立于 21 年下半年，整体

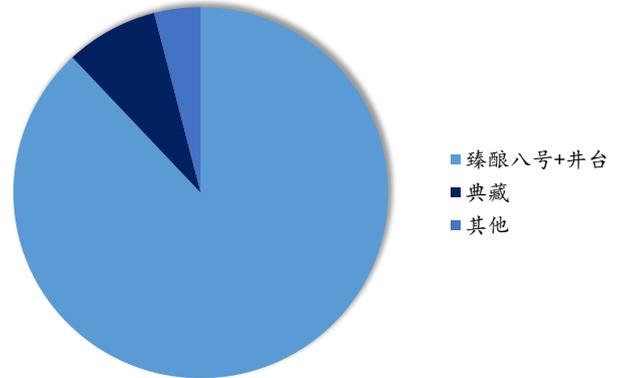
发展受疫情扰动较大，因此体量上来看尚未有快速增长，数据显示典藏系列收入规模占比仅为 8%，主力产品仍是臻酿八号和井台（占比 88%）。未来伴随商务活动的加速改善，公司高端产品有望进入增长快车道。

图表 52 酒鬼酒内参收入经历了快速增长期（百万元）

图表 53 典藏系列收入占比不足 10%



资料来源：酒鬼酒公司年报，华安证券研究所



资料来源：渝酒餐谋，华安证券研究所

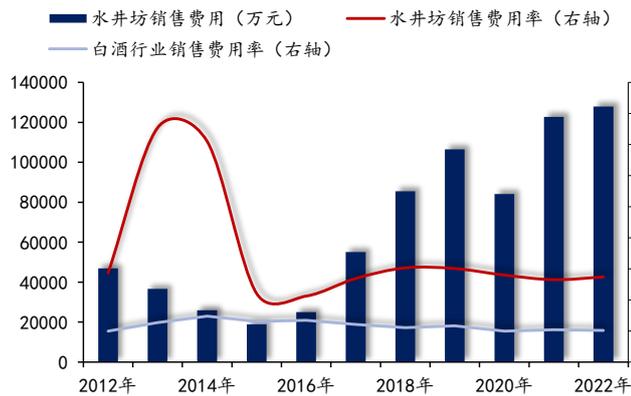
此外，高端产品势能提升有望带动中间价格带产品跟随性走强。高端产品的运作成功与否对于次高端价格带产品往往具有重要的引导作用。对比内参批价走势，紫坛等 300-500 价格带产品通常呈现伴随性的波动，主要系品牌溢价、经销商信心、消费者认知等会产生同步的变化。因此高端销售公司通过组建独立、专业团队操盘，可升级渠道销售体系，更好地维护旗舰产品的形象、价格与运作体系，带动中间价格带产品势能同步提升。

3.3 品牌端：深耕高端化建设，文化体育双赋能

3.3.1 坚持 C 端长期培育，恪守高端战略根基

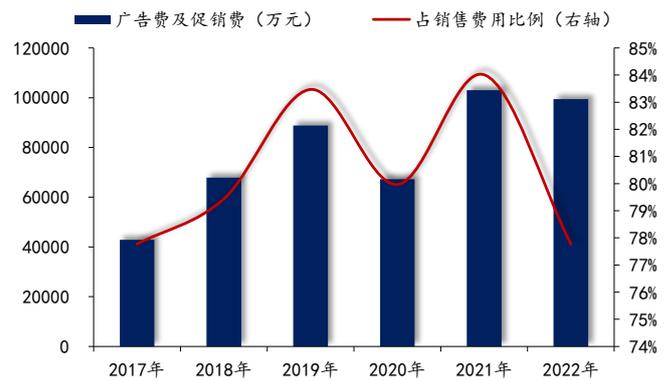
品牌建设高举高打，费投擅长 C 端直达。水井坊多年来致力于打造“中国高端浓香领导品牌”，通过积极的费用投入抢占消费者高端浓香白酒心智。从费用占比来看，2012 以来公司销售费用率始终保持高位，超过行业综合水平；从费用结构来看，公司主要通过广告宣传等形式直接触达 C 端消费者，以 2021 年为例，公司销售费用率为 26.48%，其中广告及促销费占比超过 84%。通过持续的品牌深耕，水井坊逐步在目标用户心中不断加固高端印象。

图表 54 2012-2022 年销售费用率保持高位



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 55 2017-2022 年广告及促销费占比超 75%



资料来源：公司年报，华安证券研究所

“内外”齐发力，助力高端品牌专业化运营。公司力图从多个维度坚持高端战略的有效落地。内部构架方面，2021 年公司成立了专注高端品的商务团队与消费者培育部，积极拓展高端白酒团购、企业、圈层业务发展，构建了高端圈层的会员服务体系，以更直接、周到、定制化的互动服务维系核心的水井坊高端白酒用户，实现从获新到维系的闭环，持续提升客单和裂变；外部支持方面，同年 7 月公司积极推动 25 家经销商（含 24 家省级总代）成立成都水井坊高端白酒销售有限公司，优化高端产品价值链体系，专注水井坊典藏及以上产品，实现高端产品圈层突破。公司通过“内外”共同发力，在强调高端产品调性的同时实现专业化的品牌运营支持。

3.3.2 高端落地方案：体育赛事绑定+文化营销破圈

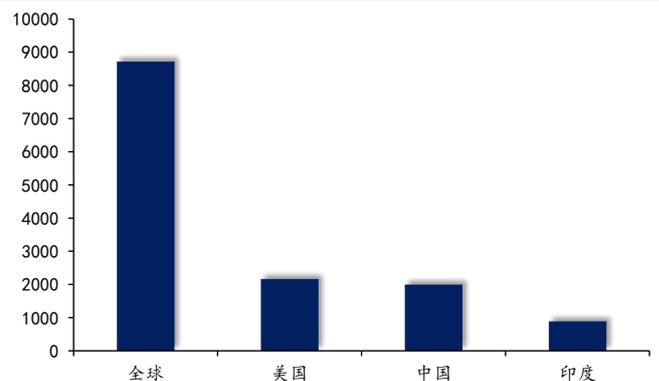
长期绑定网球赛事，突破 2000 万高质量圈层。公司与网球结缘最为深厚，早在 2000 年，“水井坊杯”中国大城市业余网球团体赛便问世，此后连办了 14 届；2008 年，水井坊与中国网球协会建立战略合作，支持顶级职业网球赛事；2011 年，水井坊成为“China Open 中国网球公开赛”白金赞助商；2021 年水井坊与上海劳力士大师赛开展战略合作，举办覆盖全国 10 个城市的水井坊杯·城市网球赛。据国际网球联合会（ITF）公开资料显示，中国网球人口数量已接近 2000 万人，仅次于美国，水井坊深度连接高端消费人群的同时，也为自身品牌接轨国际提供了良好的契机。

图表 56 水井坊牵手上海劳力士网球大师赛



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 57 2021 年中国网球人口数量 1992 万人 (万人)



资料来源：国际网球联合会，华安证券研究所

助力冰雪赛事与乒乓国球，持续深化体育营销影响。水井坊努力践行“让三亿人参与冰雪运动”的号召，响应国家战略，与中国冰雪大会合作，成为中国冰雪指定用酒，利用中国冰雪的平台提升品牌形象；2022 公司成为“WTT 世界乒联全球顶级合作伙伴”和“WTT 世界乒联全球指定庆功酒”，助力圈层营销。同时水井坊携手众多世界冠军推出了“水井坊乒了·为国球举杯”抖音挑战赛，以此广泛触达文化受众，实现品牌价值的深度传播。

图表 58 水井坊签约中国冰雪



资料来源：搜狐，华安证券研究所

图表 59 “水井坊乒了”抖音挑战赛引发 C 端联动



资料来源：抖音，华安证券研究所

文化节目赞助共鸣非遗文化，美学馆搭桥传播美学内涵。自 2017 年开始，水井坊多次独家冠名央视现象级 IP《国家宝藏》，引发圈层讨论热潮，并唤起了观众对公司“600 年活着的传承”的文化共鸣。除此之外，公司通过北京太庙“传世盛典”、发起和创立艺术大奖“第一坊金逸奖”、赞助成都国际诗歌周等文化活动，深入挖掘传统文化与水井坊内涵的共通之处。另外，水井坊美学馆在全国重点市场开始开业，这是公司培育高端圈层又一重要举措。美学馆充分展示了水井坊丰富的品牌内涵、文化底蕴和核心产品，并通过品鉴会等一系列活动，有效扩大了水井坊高端产品在当地高端圈层的影响力。

图表 60 水井坊“传世盛典”太庙现场



资料来源：中新网，华安证券研究所

图表 61 水井坊美学馆开业现场



资料来源：微酒，华安证券研究所

营销活动声势旺盛造势，IP 产品同步跟随。在与中国冰雪合作进行品牌推广时，公司同步推出水井坊典藏和水井坊井台“中国冰雪纪念版”；在与大师赛合作

举办水井坊杯·城市网球赛时，同步推出水井坊典藏 2021 “大师赛网球纪念版”；在与国家宝藏合作进行品牌推广时，同步推出水井坊典藏“国家宝藏系列，三星堆纪念版”；在与 WTT 世界乒联合作时，同步推出水井坊臻酿八号（WTT 世界乒联联合系列），在经典臻酿八号“甘甜净爽”的基础上，融入“永不放弃每一分”的国球精神，特调出的 52.1 度这一富有寓意的度数，充分展现了其作为 WTT 世界乒联全球指定庆功酒的风采。

图表 62 水井坊典藏推出冰雪纪念款



资料来源：新浪，华安证券研究所

图表 63 水井坊典藏推出三星堆纪念款



资料来源：搜狐，华安证券研究所

图表 64 水井坊 2017 年-2022 年重点营销活动汇总

| 时间 | 营销事件 | 地点 |
|-------------|------------------------------------|--------|
| 2017 年 03 月 | 水井坊·典藏大师版《久等了》微电影发布会 | 成都 |
| 2017 年 11 月 | 水井坊签约财富全球论坛，成为论坛独家官方白酒 | 广州 |
| 2017 年 12 月 | 独家赞助 2017 年央视文博综艺扛鼎之作《国家宝藏》 | |
| 2018 年 09 月 | 水井坊在“传世盛典”主题活动中发布超高端收藏系列新品“博物馆壹号” | 成都 |
| 2019 年 03 月 | 定价 688 元的“井台丝路版”在成都产区白酒战略新品发布会正式推出 | |
| 2019 年 05 月 | 水井坊·臻酿八号(禧庆版)携手华少、陈铭、蔡润进大众接“福器” | |
| 2019 年 05 月 | 水井坊·臻酿八号(禧庆版)赞助热播综艺《亲爱的，结婚吧！》 | |
| 2019 年 10 月 | 成都第七届非遗节开幕水井坊联手黄磊体验“沉浸式戏剧 | 成都 |
| 2019 年 11 月 | 水井坊新品井台 12 “突袭”江苏 | 江苏 |
| 2020 年 08 月 | “水井坊井礼特邀信使”开启江浙五城巡演 | 江浙五城 |
| 2020 年 12 月 | 水井坊再度回归，携手《国家宝藏》续“CP”情谊 | |
| 2021 年 01 月 | 水井坊与《国家宝蔬》联袂在多地奉上无人机表演 | 成都、长沙等 |
| 2021 年 04 月 | 水井坊成都论坛—城市与白酒产业发展高峰论坛 | 成都 |
| 2021 年 05 月 | 水井坊博物馆接待超 4000 人次到访打卡非遗沉浸戏剧 | 成都 |
| 2021 年 06 月 | 一“网”情深十城联动 2021 水井坊杯·城市网球赛来袭 | 北京、上海等 |
| 2021 年 06 月 | 水井坊携手上海劳力士大师赛再启新征程 | 上海 |
| 2021 年 08 月 | 水井坊启动“典藏公益行动计划” | |
| 2021 年 10 月 | 再度携手网球，利用网球赛事平台打造高端白酒圈层 | |
| 2021 年 10 月 | 三度与国家宝藏合作进行品牌推广 | |
| 2021 年 11 月 | 与中国冰雪大会合作，成为中国冰雪指定用酒 | |
| 2021 年 11 月 | 发起和创立艺术大奖“第一坊金逸奖” | 上海 |
| 2021 年 12 月 | 赞助成都国际诗歌周 | 成都 |
| 2022 年 01 月 | 春节期间推出中国全明星冰雪主题脱口秀《水井坊·冰雪中国年》 | |
| 2022 年 03 月 | 水井坊成为 WTT 世界乒联全球指定庆功酒 | |
| 2022 年 05 月 | 水井坊携手世界冠军发起“水井坊乒了”抖音挑战赛 | |

2022年07月

水井坊“以桌会友”成就美好城市论坛系列活动首站在成都拉开序幕

成都

2022年09月

水井坊成为WTT世界乒联新晋签约的全球顶级合作伙伴

资料来源：水井坊 高端浓香微信公众号，华安证券研究所

4、盈利预测与关键假设

高档酒：公司 22Q4-23Q1 主要进行社会库存清理工作，截至 23Q2 末整体库存已达良性水平，其中臻酿八号受益于宴席场景加持表现更好。我们预计今年臻酿八号能够实现收入增长，井台和典藏以维护价值链为主要工作方向，业绩上仍有承压。24-25 年伴随经济修复和消费回暖，在低基数的作用下，八号、井台、典藏能够实现双位数增长。预计 2023-2025 年高档酒营收增速分别为 2.32%/18.26%/20.00%。

中档酒：公司新品天号陈拓宽了价格带布局与产品矩阵，丰富了消费人群与场景，伴随全国化的逐步铺开，我们看好 23 年天号陈铺货下贡献增量收入，24-25 年天号陈品质优势下的快速成长；系列酒预计将保持整体稳态。预计 2023-2025 年中档酒营收增速分别为 80.15%/18.90%/14.68%。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 48.55/57.38/68.68 亿元，同比 +3.9%/18.2%/19.7%。归母净利润分别为 12.59/14.91/17.99 亿元，同比 +3.5%/+18.5%/+20.6%，对应 EPS 分别为 2.58/3.05/3.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 65 水井坊营收拆分与预测（单位：百万元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3005.71 | 4631.86 | 4672.74 | 4854.57 | 5738.31 | 6867.75 |
| yoy | -15.06% | 54.10% | 0.88% | 3.89% | 18.20% | 19.68% |
| 营业成本 | 475.30 | 717.36 | 724.68 | 719.73 | 848.46 | 997.22 |
| yoy | -21.61% | 50.93% | 1.02% | -0.68% | 17.89% | 17.53% |
| 平均毛利率 | 84.19% | 84.51% | 84.49% | 85.17% | 85.21% | 85.48% |
| 高档酒 | | | | | | |
| 收入 | 2928 | 4519 | 4503 | 4607 | 5449 | 6538 |
| yoy | -14.05% | 54.33% | -0.36% | 2.32% | 18.26% | 20.00% |
| 成本 | 446 | 675 | 668 | 662 | 781 | 921 |
| yoy | -19.40% | 51.50% | -0.96% | -1.0% | 18.0% | 18.0% |
| 毛利率 | 84.79% | 85.06% | 85.16% | 85.64% | 85.67% | 85.91% |
| 中档酒 | | | | | | |
| 收入 | 76 | 102 | 125 | 225 | 267 | 307 |
| yoy | -12.49% | 34.40% | 22.15% | 80.15% | 18.90% | 14.86% |
| 成本 | 29 | 41 | 41 | 53 | 63 | 71 |
| yoy | -18.06% | 37.86% | 1.12% | 30.0% | 18.0% | 13.0% |
| 毛利率 | 61.21% | 60.22% | 67.07% | 76.23% | 76.41% | 76.80% |

资料来源：华安证券研究所整理

估值方面，我们选择了同样作为具备全国化特质的次高端酒企作为可比估值企

业，包括洋河股份、山西汾酒、舍得酒业和酒鬼酒，对应 2023 年 PE 在 19~28 倍之间，水井坊估值 27.6 倍，属于合理估值。

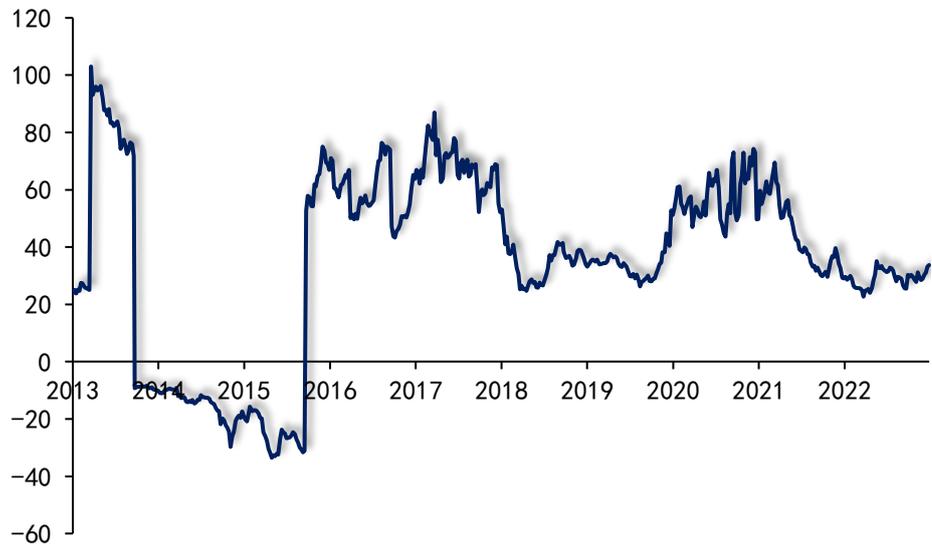
图表 66 可比公司一致预期与 PE (截至 20230807)

| 公司 | 股价 | EPS | | | PE | | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 洋河股份 | 142.37 | 6.23 | 7.52 | 8.95 | 22.87 | 18.94 | 15.90 |
| 舍得酒业 | 143.25 | 5.09 | 6.40 | 8.29 | 28.15 | 22.37 | 17.27 |
| 酒鬼酒 | 102.11 | 3.23 | 3.75 | 4.72 | 31.63 | 27.20 | 21.62 |
| 山西汾酒 | 231.93 | 6.64 | 8.56 | 10.75 | 34.92 | 27.10 | 21.57 |
| 水井坊 | 71.08 | 2.50 | 2.58 | 3.06 | 28.46 | 27.57 | 23.22 |

资料来源: wind, 华安证券研究所整理

注: 除水井坊外, 其他公司 EPS、PE 均为 wind 一致预期

图表 67 水井坊 PETTM



资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 2023 年 8 月 7 日

风险提示:

消费复苏不及预期, 省外拓张速度放缓, 费用投放产出降低

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，德国乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。目前主要覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。