

水井坊 (600779)

四个因素驱动业务反转，未来3年收入增速将维持年均30%以上

买入（维持）

2016年6月23日

投资要点

- 业务反转，而不仅是低基数上的反弹。**2012-2014年，水井坊在白酒上市公司中收入降幅最大，高达78%。从3Q14开始，公司出现了向好的迹象，2015年收入同比增134%至8.5亿。我们判断水井坊15年的高增长并非仅是低基数上的反弹，而且基本面已经发生了巨大变化，未来3年高增长可以延续。
- 四个因素将驱动水井坊未来3年收入维持年均30-40%的高增长：**
 - 需求增长&茅五挺价，行业环境将继续改善。**预计未来3年300元左右价格带需求可保持15%以上的增长。2016年，茅五沪相继挺价，对次高端酒的挤压程度继续减轻。
 - 200-400元主力产品性价比高，且大单品突出，是水井坊最大的亮点。**水井坊品牌知名度高，主力产品价格降至合理位置，一方面井台装降至350-400元，另一方面向下推出新品臻酿8号250-300元，性价比高于天之蓝、剑南春等同价位竞品。这两个品种15年占比提升80%左右，大单品突出。
 - 外方团队也能做好白酒。**中外高管团队已于14年下半年转换完成，主要高管由帝亚吉欧委任，内部意见统一。过去半年总经理和销售总监改由中国人担任，预计团队内部沟通效率可得到提高。帝亚吉欧体系下激励充分，能够充分调动高管的积极性。
 - 营销宣传、渠道模式、区域思路务实合理。**一是营销活动更接地气，预计16年品鉴会仍是主要营销宣传形式。二是渠道库存不高，经销商盈利情况较好，回归总代模式适合能力定位。三是聚焦重点省份，16年费用投入正常化。
- 若帝亚吉欧对水井坊定位发生变化，则可能带来新的惊喜。**古井收购黄鹤楼拉开了新一轮白酒行业并购的序幕。考虑到外资对名酒并购的限制有所放松，我们猜测帝亚吉欧有可能以水井坊为平台，来整合国内的名酒资源。同时，水井坊经营持续改善，可提高帝亚吉欧继续并购国内白酒企业的信心。
- 盈利预测与投资评级。**预计16-17年EPS分别为0.27、0.49元，同比增50%、80%，未来存在持续上调的可能性。若公司能延续现有的产品、渠道的思路，未来3年收入复合增速有望达到30-40%，2018年收入规模达到20亿。我们维持买入评级，12个月目标市值100亿。
- 风险提示：**强势竞品放量超预期。

证券分析师 马浩博

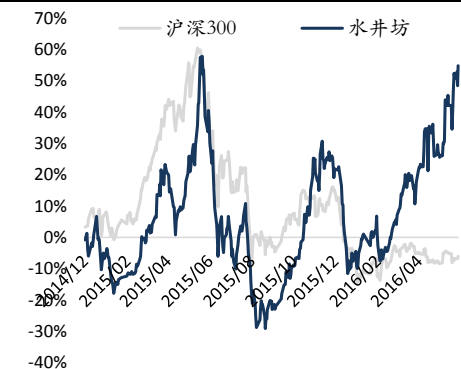
执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@dwzq.com.cn

联系人 汤玮亮

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.85
一年最低价/最高价	7.33/16.48
市净率	5.7
流通市值(亿)	77.43

基础数据

每股净资产	2.78
资产负债率	28.60
总股本(百万股)	488.55
流通股A股(百万股)	488.55

相关研究

- 水井坊：业务反转，预计16年收入超目标规划，有望增长30-40% ——20160526**

目录

1. 公司简介-唯一一家外资控股的白酒上市公司...	4
2. 行业回暖+内部调整, 3Q14-1Q16 收入快速增长 .	5
3. 200-400 元价格带需求反弹, 水井坊单品突出 ..	7
3.1. 200-400 元价位品种受益于行业格局企稳和需求反弹 ...	7
3.2. 产品思路清晰, 水井坊单品突出	8
4. 外方团队已经步入正轨, 大股东正面影响多...	10
4.1. 中外高管转换完成, 主要高管均由帝亚吉欧委任.....	10
4.2. 大股东帝亚吉欧对公司正面影响较多	12
5. 营销宣传、渠道模式、区域思路务实合理.....	14
5.1. 营销理念趋于务实	14
5.2. 销售思路持续调整	14
6. 水井坊可能成为帝亚吉欧白酒的整合平台.....	16
7. 盈利预测与投资评级	18
8. 风险提示	19

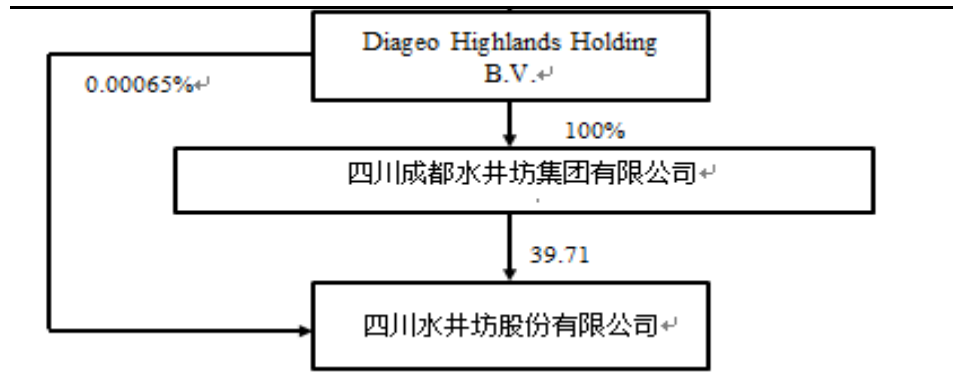
图表目录

图表 1: 水井坊股权结构图.....	4
图表 2: 水井坊控制权变化过程.....	4
图表 3: 2006-2015 年水井坊酒业收入.....	5
图表 4: 2014 年水井坊分业务营收占比.....	5
图表 5: 2015 年水井坊分业务营收占比.....	5
图表 6: 水井坊是白酒上市公司中 2012-2014 年收入降幅最大的公司.....	6
图表 7: 15 年、1Q16 水井坊收入同比增 134%、14%.....	6
图表 8: 茅台、五粮液一批价变化趋势.....	7
图表 9: 水井坊产品价格带.....	8
图表 10: 水井坊酒类总销量.....	9
图表 11: 井台装和臻酿八号是公司的主力产品.....	9
图表 12: 主要竞品终端零售价对比.....	10
图表 13: 上市公司最大单品销售收入占比 (2015 年).....	10
图表 14: 水井坊董事会和高管已基本由帝亚吉欧委派.....	11
图表 15: 2015 年薪酬制度下 CEO 完成目标情况与对应收入.....	12
图表 16: 递延奖金计划将调动高管的积极性.....	12
图表 17: 帝亚吉欧营收情况.....	13
图表 18: 2012 年水井坊国内外营收占比.....	13
图表 19: 2015 年水井坊国内外营收占比.....	13
图表 20: 广告促销费用持续下降.....	14
图表 21: 水井坊销售人员数量 12-14 年持续下降, 15 年增长 45%.....	15
图表 22: 水井坊主要省份收入构成估算 (2015 年).....	16
图表 23: 1997-2015 帝亚吉欧收购情况.....	16
图表 24: 帝亚吉欧旗下酒类品牌.....	18
图表 25: 重点白酒公司盈利预测与估值 (更新时间 2016-6-23).....	18
图表 26: 水井坊三年预测财务报表.....	20

1. 公司简介-唯一一家外资控股的白酒上市公司

水井坊是国内唯一一家外资控股的上市公司。公司的实际控制人是 Diageo plc (帝亚吉欧)，帝亚吉欧是全球最大的烈性酒生产企业，通过旗下全资子公司水井坊集团持有公司 39.7% 的股权。2003 年全兴集团 18 名高管、124 位中层干部合计 142 人为实现 MBO，共同出资成立了成都盈盛投资控股公司，然后以盈盛投资为载体，全兴集团管理层于 2003 年完成了 MBO。2010 年帝亚吉欧进一步收购盈盛投资所持有的全兴集团 4% 的股权，其所持有的全兴集团股权增加至 53%，实现控股。2013 年 7 月，帝亚吉欧收购了水井坊集团剩余 47% 股份，成为公司唯一股东。2014 年 7 月，黄建勇离任董事长，帝亚吉欧委派陈寿祺接任董事长，中外方完成董事长更替。

图表 1：水井坊股权结构图



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

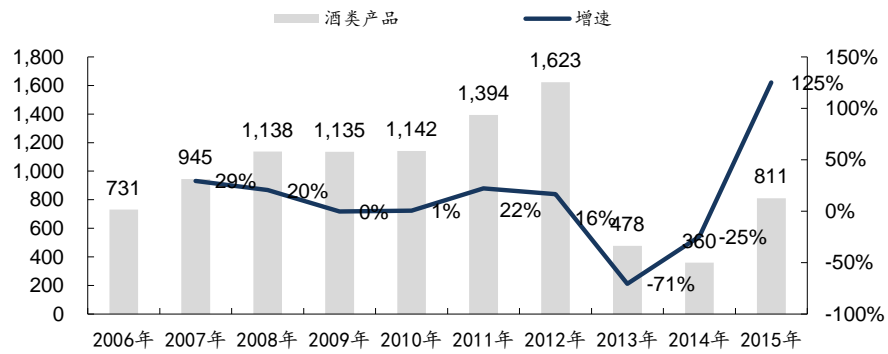
图表 2：水井坊控制权变化过程

时间	事件
2003 年	全兴集团 18 名高管、124 位中层干部合计 142 人为实现 MBO，共同出资成立成都盈盛投资控股公司。以盈盛投资为载体，全兴集团管理层于 2003 年完成了 MBO
2007 年	帝亚吉欧收购全兴集团 43% 股权。
2010 年 3 月	帝亚吉欧进一步收购盈盛投资所持有的全兴集团 4% 的股权，帝亚吉欧所持有的全兴集团股权增加至 53%。
2013 年 7 月	帝亚吉欧收购四川成都水井坊集团有限公司剩余 47% 股份，成为四川成都水井坊集团有限公司唯一股东。
2014 年 7 月	黄建勇离任董事长，帝亚吉欧委派陈寿祺接任董事长，中外方完成董事长更替。

资料来源：公司资料，东吴证券研究所

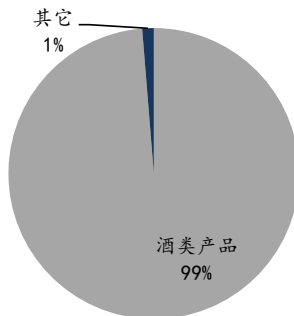
公司的业务结构相对简单，白酒业务是公司营收的主要来源，2014 年、2015 年酒业占收入比重 99%、95%，主要产品包括水井坊和系列酒两大类，估计水井坊系列产品占酒类收入比重超过 90%，单品十分突出。

图表 3: 2006-2015 年水井坊酒业收入 单位: 百万元



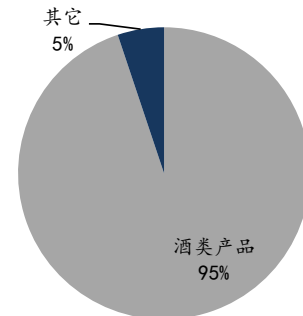
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 2014 年水井坊分业务营收占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 5: 2015 年水井坊分业务营收占比

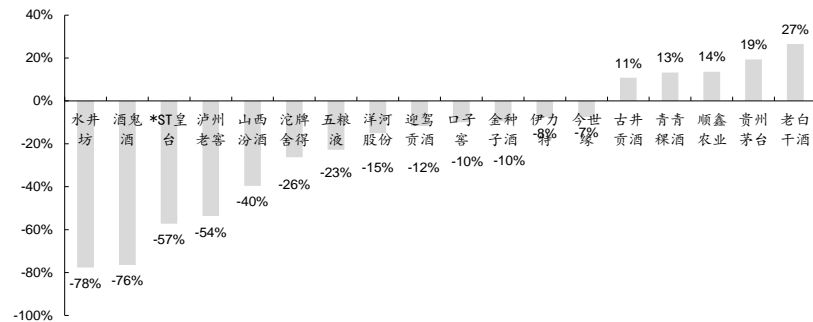


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 行业回暖+内部调整, 3Q14-1Q16 收入快速增长

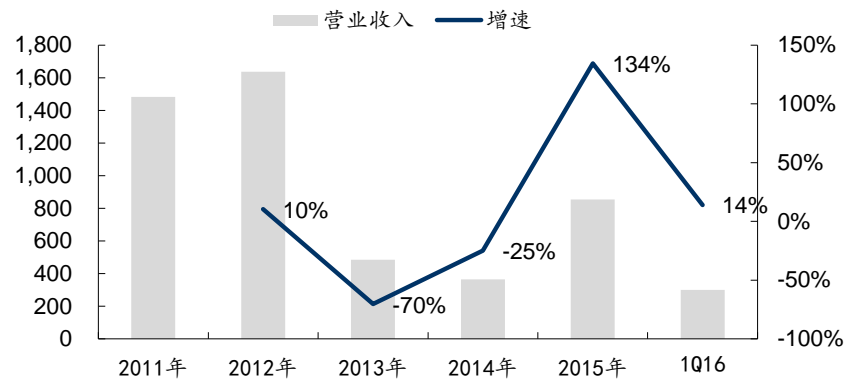
由于产品价格偏高、内部管理和销售体系调整, 水井坊是白酒上市公司中 2012-2014 年收入降幅最大的公司, 幅度高达 78%, 远高于行业平均水平。从 3Q14 开始, 公司出现了向好的迹象, 收入出现快速增长, 2015 年收入同比增 134% 至 8.5 亿。1Q16 收入增 14%, 增速不快, 我们判断主要由于春节提前, 且公司做了适当的季度间盈余管理以保证顺利摘帽, 若将 4Q15 和 1Q16 合在一起看, 收入增幅则高达 53%。2016 年公司目标收入 9.4 亿元, 酒业收入同比增长 15%, 我们判断这仅是保底目标。根据草根调研判断, 现阶段各主销区计划目标和完成率都很高, 预计 16 年收入有望增 30-40%。

图表 6：水井坊是白酒上市公司中 2012-2014 年收入降幅最大的公司



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 7：15 年、1Q16 水井坊收入同比增 134%、14% 单位：百万元



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

但市场对水井坊的快速增长仍有较大分歧，部分投资者认为仅是报表低基数上的反弹，而非基本面的反转，持续性不强。我们判断水井坊 15 年的高增长不仅是低基数上的反弹，而且是基本面已经发生了巨大变化，四个因素将驱动水井坊未来 3 年收入维持年均 30-40% 的高增长：

1. 需求增长&茅台挺价，行业环境将继续改善。2015 年开始，高端酒行业需求恢复增长，消费升级背景下，预计未来 3 年 300 元左右价格带需求可保持 15% 以上的增长，增速快于行业平均水平。2016 年，茅五泸相继挺价，对次高端酒的挤压程度继续减轻。

2. 200-400 元主力产品性价比高，且大单品突出，是水井坊最大的亮点。水井坊品牌知名度高，主力产品价格降至合理位置，一方面井台装降至 350-400 元，另一方面向下推出新品臻酿 8 号 250-300 元，性价比高高于天之蓝、剑南春等同价位竞品。依托臻酿 8 号放量，估计水井坊系列销量 15 年已超过历史高位 1700 吨。我们认为公司的产品思路清晰，超高端仅是树形象，真正的发力点在 200-400 元的井台装和臻酿 8 号，这两个品种 14 年占比 60% 左右，15 年超过 70%，大单品突出。

3. 外方也能做好白酒。市场对水井坊有一个普遍误区，认为外方不

熟悉中国国情，做不好中国白酒。我们认为 14 年前水井坊经营不善是多种原因造成的，并不能简单归因于外方团队。随着 14 年下半年中外高管团队转换完成，内部经营理念分歧消除，外方团队持续给市场带来惊喜。近期销售和市场总监改由中国人担任，预计团队内部沟通效率又将得到提高。帝亚吉欧体系下激励充分，能够充分调动高管的积极性。

4. 营销宣传、渠道模式、区域思路务实合理。（1）营销活动更接地气，持续密集开展品鉴活动，效果很好。15 年举办品鉴会 400-500 场，接触的人群超过 1 万，16 年品鉴会仍是主要营销宣传形式。（2）渠道库存不高，经销商盈利情况较好，回归总代模式适合能力定位。公司 14-15 年的销售思路做了较大调整，包括降低库存、扁平化渠道模式等，以应对行业环境的变化，我们认为扁平化模式是市场环境变化下的临时举措，总代更适合公司的能力定位。当前公司正逐步回归总代模式，但有所改进，以加强终端掌控力。当前经销商库存水平不高，结合价差和费用支持情况判断，臻酿 8 号和井台装渠道有利润，且好于茅台和五粮液，渠道有动力推。（3）聚焦重点省份，16 年费用投入正常化。14 年开始，公司确立了重点市场，费用投入不再撒胡椒面，包括河南、湖南、四川、江苏等，但 15 年摘帽压力导致费用倾斜不明显，预计 16 年这些重点市场将恢复正常投入，协助经销商在重点区域精耕细作。

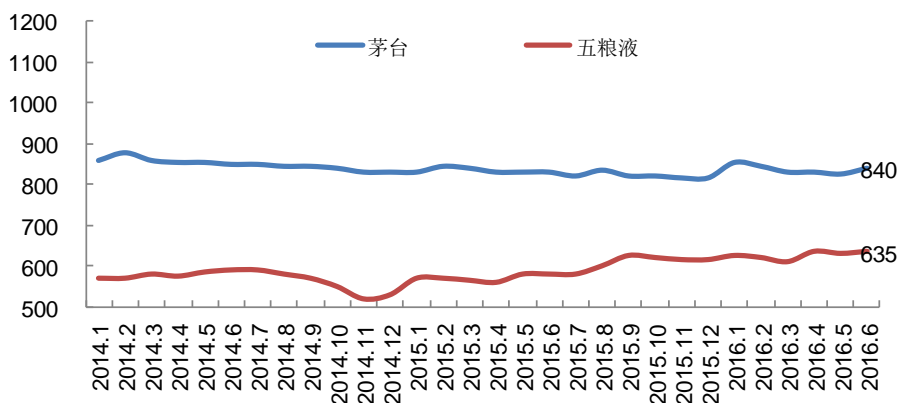
3. 200-400 元价格带需求反弹，水井坊单品突出

3.1. 200-400 元价位品种受益于行业格局企稳和需求反弹

我们认为，200-400 元价位品种可受益于茅五稳价带来的竞争格局企稳和消费升级后的需求增长。

1. 受益于茅台和五粮液挺价，竞争格局改善。15 年五粮液挺价，16 年茅五相继挺价，茅五沪对 200-400 元价格品种的挤压大幅减轻，竞争格局改善。而随着高端酒整体需求回暖，2016 年 200-400 元价位酒面临的外部环境继续向好。

图表 8：茅台、五粮液一批价变化趋势 单位：元/瓶



资料来源：东吴证券研究所

2. 消费升级背景下，预计未来 3 年 200-400 元价格带需求可保持 15%

以上的增长，增速快于行业平均水平。由于白酒销量呈现“倒漏斗”形的结构，可以看到处于漏斗接口处的市场容量扩张速度最快，包括了 200-400 元价格带。因此该价格带占比较高的公司，如山西汾酒、水井坊、洋河股份、古井贡酒、剑南春等可明显受益，特别是水井坊。

3.2. 产品思路清晰，水井坊单品突出

公司产品总体定位高端，估计水井坊系列收入占比 90% 以上。公司主要产品包括水井坊和系列酒两大类。2014 年产品销量仅为 1655 吨，吨酒均价 22 万/吨，2015 年产品销量为 2702 吨，吨酒均价 30 万/吨。由于水井坊占比较高，产品均价在上市公司中排名较高。估计水井坊系列收入占比超过 90%，包括超高端精英人士的元明清系列、艺术家酒、菁翠等产品，有适合高端成功人士的典藏、井台和臻酿八号，有适用于婚寿宴请场合的鸿运装以及纪念人生经典时刻的金典装等。依托臻酿 8 号放量，估计水井坊系列销量 15 年已超过历史高位 1700 吨，井台装和臻酿八号合计超过 70%，2016 年占比有望继续提高。系列酒包括往事、天号陈、小水井等，销售规模较小，估计占比不到 10%，主要在四川、河南等部分区域销售。

图表 9：水井坊产品价格带 单位：元/瓶

系列	产品	价格
水井坊	菁翠	758
	典藏	460
	鸿运装	362
	井台	419
	臻酿八号	299
	臻酿八号（光瓶）	274
系列品牌	往事	139
	往事（光瓶）	108
	天号陈（红运装）	129
	天号陈（陶瓷装）	268
	天号陈（和字号）	79
	小水井（黄盒装）	178

资料来源：京东，东吴证券研究所

主力产品性价比高，产品思路清晰。由于公司 14 年推出了较多超高端酒，给市场造成错觉，似乎公司产品思路混乱。事实上，我们判断公司的产品思路较为明确，超高端仅是树产品形象，真正的发力点在 200-400 元的井台装和臻酿八号。这个价格带一方面避开了茅台、五粮液、1573 的直接竞争，同时性价比显著好于天之蓝、剑南春等同价位竞品，另一方面未来市场需求增速较快。

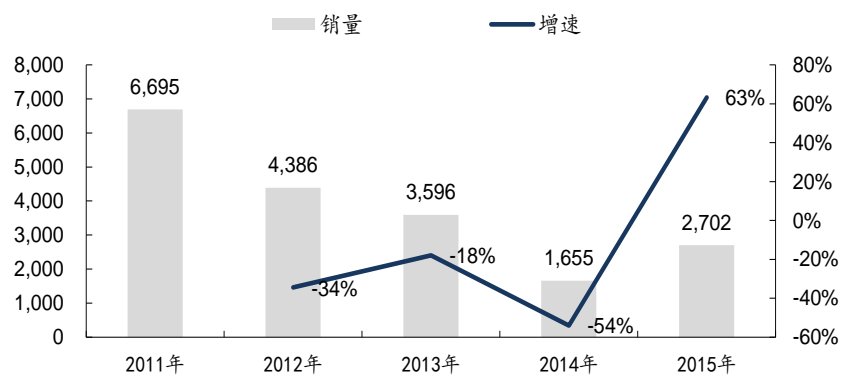
1. 井台装是水井坊系列中收入规模最大的品种。根据我们草根调研，估计水井坊井台装一批价 350 元左右，零售价 400-500 元，与五粮液、1573 等竞品形成了一定的差异。而在消费者的传统认知中，产品定位明

显高于天之蓝、剑南春等其它竞品，因此有较高的性价比。

2. 臻酿八号有效承接了原有水井坊主力品种的降级，是 15-16 年最重要增长点。臻酿八号终端价 250-300 元，虽然 13 年下半年才推出，产品营销理念定位于适合在任何时刻、任何场合轻松分享。由于价格定位合理，避开了五粮液、1573 的直接竞争，产品形象一脉相承，有效承接了典藏和井台装消费群体的降级。估计 2015 年收入占比 40% 左右，16 年占比将继续提升。

3. 其它高端酒品种，包括典藏、菁翠等，由于直接面对茅五的竞争，估计未来保持平稳增长。

图表 10：水井坊酒类总销量 单位：吨



资料来源：东吴证券研究所

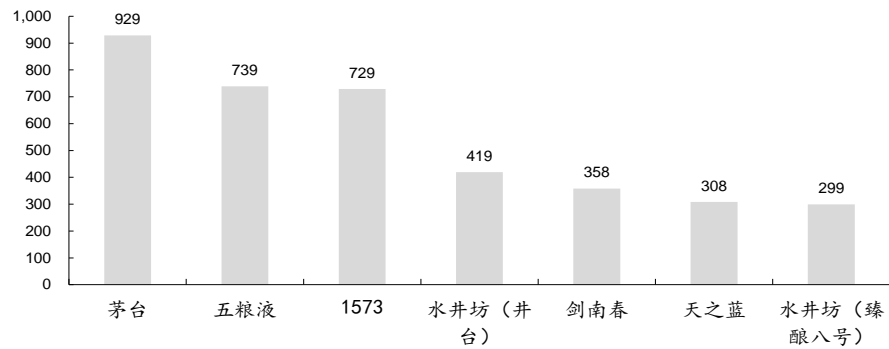
图表 11：井台装和臻酿八号是公司的主力产品



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

水井坊的品牌基础较好，降价后高性价比体现。由于水井坊曾经是与茅台、五粮液、1573 同一价位的品牌，在井台装降价和臻酿八号推出，主力产品价格段降至 200-400 元后，性价比高于天之蓝、剑南春等同价位竞品。根据年报数据，14 年电商内部收入占比达到 9%，也显示公司的品牌自点率较高，消费者认可度高。

图表 12：主要竞品终端零售价对比 单位：元/瓶



资料来源：京东，东吴证券研究所

水井坊大单品突出。估计 15 年水井坊系列收入占比可以超过 90%。井台装和臻酿 8 号，这两个品种 14 年占比 60% 左右，15 年超过 70%，大单品突出。因此，虽然水井坊缺乏强势的根据市场，但强势单品有助于全国扩张。

图表 13：上市公司最大单品销售收入占比（2015 年）

证券简称	最大单品	2015 年占比
贵州茅台	茅台	95%
水井坊	水井坊	90%
五粮液	五粮液	75%
洋河股份	蓝色经典	70%
古井贡酒	年份原浆	70%
山西汾酒	老白汾系列	60%
金种子酒	柔和种子	55%
牛栏山	光瓶陈酿	40%
老白干酒	十八酒坊	40%
沱牌舍得	舍得	45%
泸州老窖	1573	20%

资料来源：东吴证券研究所估算 注：我们这里单品的定义是产品形象整体性较强的产品系列

4. 外方团队已经步入正轨，大股东正面影响多

4.1. 中外高管转换完成，主要高管均由帝亚吉欧委任

市场对水井坊有一个普遍认识，外方不熟悉中国白酒市场，做不好中国白酒。我们认为 14 年前水井坊经营不善是多种原因造成，并不能简单归因于外方团队。随着 14 年下半年中外高管团队转换完成，外方团队持续给市场带来惊喜。近期总经理和销售总监改由中国人担任，预计团队内部沟通效率又将得到提高。

2010-2014 年是中外高管团队转换期，2014 年下半年才最终完成转换。2010 年帝亚吉欧持有全兴集团股权达到 53%，取得了水井坊控制权，其后进入中外高管团队转换期。2014 年下半年，黄建勇离任董事长，帝

亚吉欧委派陈寿祺接任董事长，中外方完成最高领导的更替，财务总监也换成外方人员。我们判断，在中外方转换期间，由于经营理念有差异和冲突，决策效率可能不高，随着外方高管团队完全接管水井坊，理念差异减少，内部的经营效率有望提升。

外方团队有望持续给市场带来新的惊喜，新的销售团队内部沟通效率将提高。外方高管中，大米任总经理、马威廉担任商务总监的两年多时间，根据我们调研情况来看，外方高管和销售团队很敬业，效率也高，全国各地跑过很多市场，已经较为熟悉国内白酒行业，并对水井坊进行了一系列营销改革，目前看改革的效果较好。过去半年总经理和销售总监改由中国人担任，预计销售团队内部沟通效率将提高。范总代替米总后，销售和市场总监近期也出现调整。张福钧已接任销售总监一职，有丰富的啤酒从业经验。市场总监则由原总监的副手舒扬暂代，对公司内部业务很熟悉。

图表 14：水井坊董事会和高管已基本由帝亚吉欧委派

董事会			
姓名	职务	任职日期	国籍
陈寿祺	董事长, 董事	2014/8/28	英国
Samuel A. Fischer (费毅衡)	董事	2013/9/17	澳大利亚
Vinod Rao	董事	2013/9/17	印度
Danny Ho (何荣辉)	董事	2016/6/17	英国
范祥福	董事	2015/10/16	中国
朱镇豪	董事	2015/10/16	中国
郑欣淳	独立董事	2014/8/28	美国
戴志文	独立董事	2015/6/30	中国
冯渊	独立董事	2015/6/30	中国
高管			
姓名	职务	任职日期	国籍
范祥福	总经理	2015/10/5	中国
徐斌	副总经理	2008/8/25	中国
许勇	副总经理	2008/8/25	中国
Danny Ho (何荣辉)	财务总监	2016/6/17	英国
田冀东	董事会秘书	2015/6/30	中国

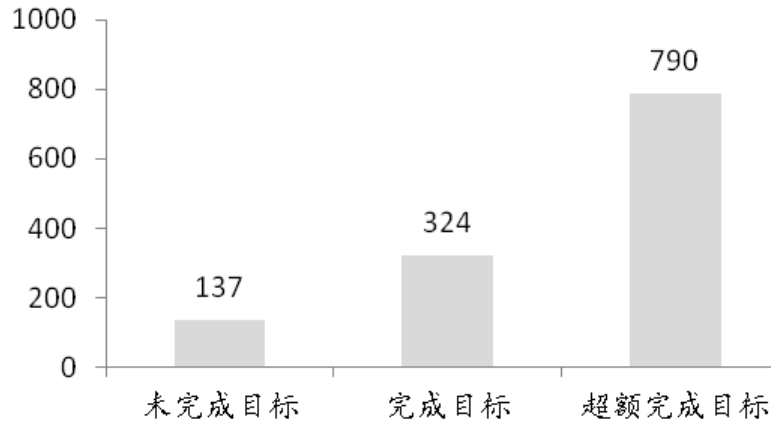
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

新总经理酒水从业经验丰富，熟悉中国市场，值得期待。新任总经理范祥福拥有 26 年啤酒从业经验，曾任健力士啤酒总经理、喜力中国高管职位，熟悉中国酒水市场。目前还担任帝亚吉欧新加坡 PTE 有限公司董事一职，熟悉外资工作环境。个人能力强，担任十七八年总经理，只有一年完不成指标。

帝亚吉欧体系下激励充分，能够充分调动高管的积极性。2015 财年帝亚吉欧高管总薪酬发放共计 1400 万英镑，CEO 若完成考核或超额完成目标，可以获得薪酬 324 万或 790 万英镑。因此，对于水井坊高管，若

能较好完成业绩目标，上升至帝亚吉欧公司高层担任要职，则薪酬水平有望出现大幅提升。

图表 15：2015 年薪酬制度下 CEO 完成目标情况与对应收入
单位：百万英镑



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

水井坊近期也推出了递延奖金计划，预计也可更好地提升高管动力。

图表 16：递延奖金计划将调动高管的积极性

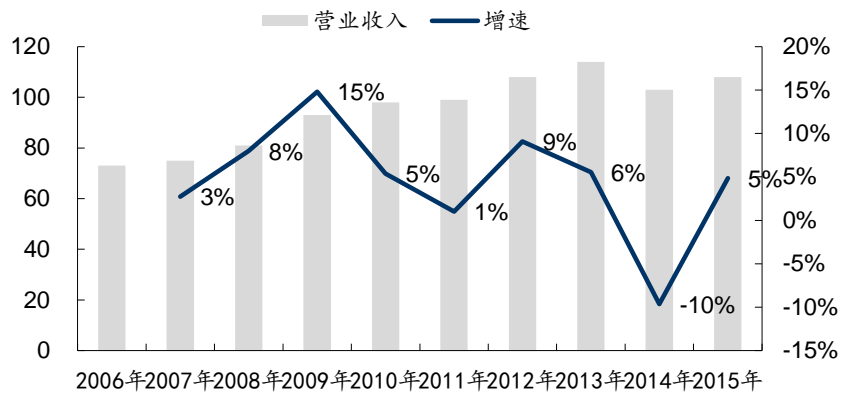
覆盖范围	1. 与公司建立不低于三年的劳动（聘用）关系 2. 董事长、董事、总经理、直线汇报给总经理的副总经理、总监和核心高级经理，及董事会秘书
计算方式	$\text{递延奖金} = \text{实际授予虚拟股数} * \text{授予当年全年的平均收盘价} * \text{支付系数}$ 1. 仅当公司综合业绩指标达标率 > 90% 时才可获得奖金 2. 递延奖金金额不得超过当年净利润的 3%
意义	绑定个人中长期利益与公司中长期利益

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 大股东帝亚吉欧对公司正面影响较多

大股东实力强，能够有效助力公司成长。公司实际控制人帝亚吉欧是全球最大的烈性酒企业，在全球 180 多个国家和地区都有酒类经营业务。

图表 17: 帝亚吉欧营收情况 单位: 亿英镑

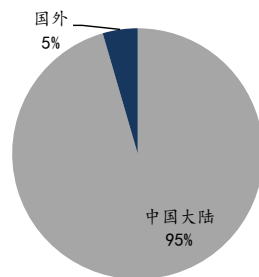


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

我们认为帝亚吉欧作为大股东, 对水井坊有三个方面的正面影响:

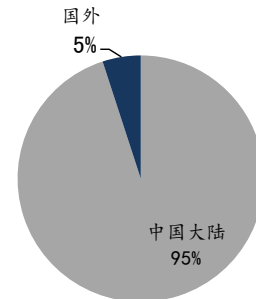
1. 海外市场带来想象空间。公司利用帝亚吉欧在全球重点城市零售渠道及餐饮渠道, 开展针对消费者品鉴活动, 吸引更多的消费者购买水井坊产品, 产品也已进入全球 30 多个国家和地区进行销售。2012-2014 年海外市场下滑幅度小于国内, 收入占比从 5% 提升至 9%, 2015 年国内市场快速恢复, 占比重新降回 5%。我们认为, 长期来看, 随着中国国力的提升, 白酒行业出口占比有望持续提升, 水井坊相对受益于这个趋势。

图表 18: 2012 年水井坊国内外营收占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 19: 2015 年水井坊国内外营收占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 通过国内洋酒的渠道销售部门, 促进水井坊产品销售。2014-2015 年, 福建、广东的帝亚吉欧团队帮助水井坊卖酒, 并收取很低的渠道费用, 帮水井坊走出困境。虽然 2016 年这两个区域回归总代模式, 但不排除未来有其它形式合作的可能性。

3. 外方在经营上更注重合规, 有助于降低经营风险, 实现更长远的稳健发展。一方面, 与国内企业相比, 公司报表反映相对真实的经营情况, 对业绩的调控较少。另一方面, 合规要求严格, 较少涉及国内白酒行业操作的灰色地带。当然, 外方控股的体制下, 公司对业绩和股价的诉求不如部分国内公司。

5. 营销宣传、渠道模式、区域思路务实合理

5.1. 营销理念趋于务实

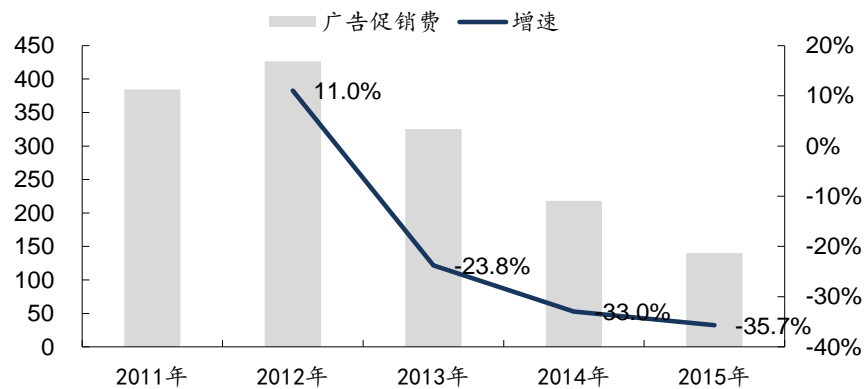
公司 14-15 年对营销理念做了一些调整，包括品牌宣传口号、营销活动思路，总体来讲营销理念更趋于务实。

1. 品牌宣传口号改变，虽然新意不足，但体现了差异化，可将主要对手区分开。在品牌定位上，水井坊过去一年多最大的变化就是将品牌的口号从“中国高尚生活元素”调整成为“水井坊·第一坊”，主打其有着 600 年历史的酒坊文化。“中国高尚生活元素”类似的概念，已经被国内多家白酒企业用于宣传，缺乏差异，此次将宣传回归至“水井坊·第一坊”，可体现出差异化，提高广告宣传投入的有效性。

2. 营销活动更接地气，持续密集开展品鉴活动。15 年举办品鉴会 400-500 场，接触的人群超过 1 万，预计 16 年品鉴会仍是主要营销宣传形式。目的是与消费者建立深入的沟通，重点在核心市场。虽然，以前也有做品鉴会，但数量少，同时由于产品价格高，总体效果不明显。

15 年因摘帽压力，销售费用降低，预计 16 年将重新加大费用投入，重塑品牌影响力。公司 14-15 年继续在重点市场媒体投放广告，主要瞄准高端圈层全面渗透。不过由于公司有摘帽压力，我们估计 15 年资金投入不足，广告费进一步下降，对品牌知名度有影响。不过，从 16 年开始，预计随着收入的大幅改善，公司可能会在几个重点省份加大营销投入，恢复水井坊的品牌影响力。

图表 20：广告促销费用持续下降 单位：百万元



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

5.2. 销售思路持续调整

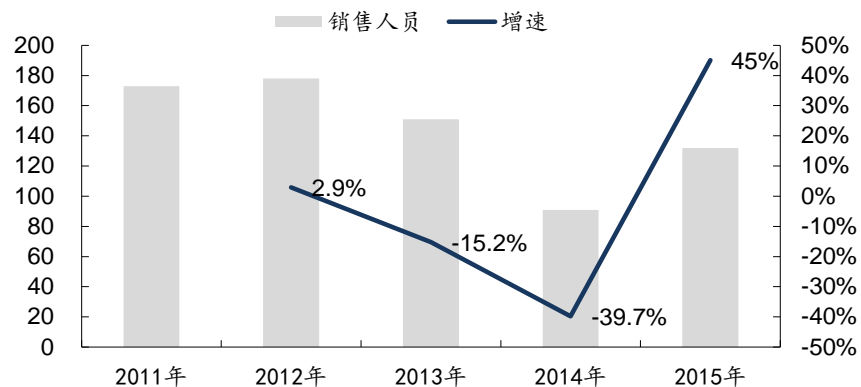
公司过去两年的销售思路持续调整，以应对行业环境的变化，目前看效果不错。

1. 渠道库存维持低位，渠道体系健康。2014 年初渠道库存最高超过 18 个月的存货，2014 年公司清理库存，开展了经销商卖 4 箱送 1 箱等促

销活动，同时允许经销商退货，到 2014 年底，库存低于 2 个月，现阶段并未出现上升。另外，草根调研中看到，公司的经销商总体不亏，盈利情况好于现阶段的茅台和五粮液经销商，渠道体系健康。

2. 销售体系回归总代模式，但有所改进，以加强终端掌控力。水井坊的渠道模式包括总代、扁平化、帝亚吉欧合作三种模式。我们认为扁平化和帝亚吉欧合作模式是市场环境变化下的临时举措，总代更适合公司的能力定位，类似于牛栏山酒的大商制。15 年推行扁平化模式有江西、湖北、四川、辽宁等省，广东、福建是帝亚吉欧合作销售模式。当前公司正推动部分区域回归总代模式，包括四川、江西、广东、福建。不过与以前纯粹把市场交给总代不同，现在与总代的合作前提是需要能够掌控终端，预防市场出现大的风险。

图表 21：水井坊销售人员数量 12-14 年持续下降，15 年增长 45%

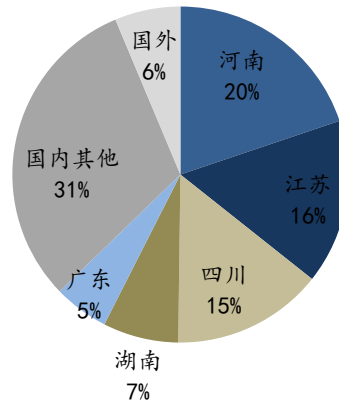


资料来源：公司资料，东吴证券研究所

3. 推英雄汇 APP，掌握客户资源，提高对终端的掌控力。公司 14 年推出了一个终端服务 APP 英雄汇，由公司直接对终端客户进行奖励，如送酒等。对水井坊而言，可以提升客户忠诚度，同时获得客户资源，直接掌控终端。估计现阶段参与英雄汇的门店，销售情况好于其它门店。

4. 销售区域上，集中资源到重点省份。历史上，水井坊习惯营销资源平摊到各个省区，从 14 年开始，公司有了清晰的重点省份战略，确立了 6 个重点市场，包括河南、湖南、四川、江苏、广东等，其中四川作为家乡省份，费用投入会进一步倾斜。根据我们草根调研，估计 15 年河南、江苏、广东、四川这几个市场增长速度较快。但 15 年摘帽压力导致费用倾斜不明显，预计 16 年这些重点市场将恢复正常投入，协助经销商在重点区域精耕细作。水井坊由于缺乏大本营市场，行业调整期市场难守，因此收入降幅较大，但行业重回增长后，则与其他企业又重回同一起跑线，重点省份重新布点推进后，弹性反而可能好于其它企业。另外，水井坊单品较为强势，也有助于公司在全国范围推广。

图表 22：水井坊主要省份收入构成估算（2015 年）



资料来源：东吴证券研究所

6. 水井坊可能成为帝亚吉欧白酒的整合平台

若帝亚吉欧对水井坊定位发生变化，则可能带来新的惊喜。古井收购黄鹤楼拉开了新一轮白酒行业并购的序幕。考虑到外资对名酒并购的限制有所放松，我们猜测帝亚吉欧有可能以水井坊为平台，整合国内的名酒资源。同时，水井坊经营持续改善，又将提高帝亚吉欧继续并购国内白酒企业的信心。

根据帝亚吉欧战略分析，若水井坊持续经营好转，帝亚吉欧以水井坊为平台进行国内白酒并购的概率将增加。在过去 20 年间，帝亚吉欧通过每年约 4 个资产出售与并购案，在各烈酒品类中都形成了强势品牌。如苏格兰威士忌品类下的尊尼获加品牌，伏特加品类下的诗路珂。根据帝亚吉欧 2015 年年报，水井坊已被定位为地区酒强势品牌。我们推测若水井坊经营状况进一步改善，帝亚吉欧在国内以水井坊为平台进行的白酒并购将拉开序幕。

图表 23：1997-2015 帝亚吉欧收购情况

公布时间	标的	受让方	区域	酒种	拟购比例	收购价格 (M USD)	状态
2015/1/7	健力士加纳啤酒有限公司	帝亚吉欧	加纳	啤酒	20%		完成
2015/9/9	尼日利亚公共有限公司 (Guinness)	帝亚吉欧	尼日利亚	啤酒	15.70%	209.62	已提议 (初步报价)
2015/7/28	Brandhouse Beverages Pty Ltd Vijay Mallya's traditional sorghum beer	帝亚吉欧	南非	啤酒、葡萄酒			未决
2015/4/2	co	帝亚吉欧	南非	啤酒	50%	22	未决
2014/11/3	Tequila Don Julio Brand	帝亚吉欧	墨西哥	龙舌兰	100%		完成
2014/4/15	United Spirits Ltd Tequila BrandPeligroso (Peligroso spirits	帝亚吉欧	印度	酒精饮料公司	26%	3192.29	完成
2014/1/27	co llc)	帝亚吉欧	美国	龙舌兰	100%		完成

2013/7/23	四川成都全兴集团有限公司	帝亚吉欧	中国	白酒	47%	358.24	完成
2013/7/4	Pioneer Distilleries Ltd	帝亚吉欧为首银团	美国	酒精饮料公司	4.77%	0.68	完成
2012/11/9	联合酒业有限公司	帝亚吉欧	印度	酒精饮料公司	24.98%	956.07	完成
2012/11/9	联合就业有限公司少数股权	帝亚吉欧	印度	酒精饮料公司	0.04%	1.57	完成
2012/6/7	Cabin fever maple flavored whisky	帝亚吉欧	美国	威士忌	100%		完成
2012/5/28	Cachaca brand Ypioca 以及一些资产	帝亚吉欧	巴西	朗姆酒	100%	454.59	完成
2011/10/3	Meta ABO Brewery	帝亚吉欧	埃塞俄比亚	啤酒	100%	225	完成
2011/8/24	Hanoi Liquor JSC 少数股权	帝亚吉欧	越南	白酒	5.07%	10.49	完成
2011/6/27	四川成都全兴集团有限公司	帝亚吉欧	中国	白酒	4%	21.61	完成
2011/6/16	Zacapa Rum	帝亚吉欧	危地马拉	朗姆酒	100%		完成
2011/2/21	Mey Icki Sanayi Ve Ticaret AS	帝亚吉欧	土耳其	酒精饮料公司	100%	2072.8	完成
2011/1/26	Hanoi Liquor JSC 少数股权	帝亚吉欧	越南	白酒	18.67%	62	完成
2010/6/29	London Group llc	帝亚吉欧					完成
2010/5/14	Daiti Sake brand	帝亚吉欧		啤酒	100%	3.22	完成
2010/3/2	水井坊	帝亚吉欧	中国	白酒	0%	0.01	完成
2010/3/1	四川成都全兴集团有限公司	帝亚吉欧	中国	白酒	4%	21.01	完成
2009/6/16	Stirrings LLC	帝亚吉欧	美国	鸡尾酒	80%		完成
	global distribution rights for Windhoek						
2009/2/26	Beer (Namibia Breweries Ltd)	帝亚吉欧	纳米比亚	啤酒	100%		完成
2008/12/19	D distribution ZAO	帝亚吉欧			25%		完成
2008/5/20	distillery and bottling facility	帝亚吉欧			100%		完成
2008/1/28	Rosenblum Cellars	帝亚吉欧	美国	葡萄酒	100%	105	完成
2006/12/12	四川成都全兴集团有限公司少数股权	帝亚吉欧	中国	白酒	43%		完成
2005/6/6	Old Bushmills Distillery Co Ltd	帝亚吉欧	北爱尔兰	威士忌	100%	362.11	完成
2005/6/6	Allied Domecq's Montana Wine business	帝亚吉欧	新西兰	葡萄酒	100%	575.7	终止
2004/12/20	The Chalone Wine Group Ltd	帝亚吉欧	美国	葡萄酒	100%	255.02	完成
2004/11/19	Ursus Vodka Holding BV	帝亚吉欧	希腊	伏特加	100%	189.11	完成
2003/1/20	Dorval Plant	帝亚吉欧	加拿大		100%		完成
2001/11/26	Lehigh Valley plant	帝亚吉欧	美国	葡萄酒	100%		完成
2000/12/19	Seagram Liquor business	帝亚吉欧	加拿大			5000	完成
2000/12/6	Bunfaberg Rum	帝亚吉欧	澳大利亚	朗姆酒	50%		完成
2000/9/28	Udv Industrial E Comercio Ltda	帝亚吉欧			30%		完成
1999/6/29	Grupo Cruzcampo SA	帝亚吉欧	西班牙	酒精饮料公司	10.53%		完成
1998/12/7	Productos Kikuet Inc	帝亚吉欧	卢森堡		100%		完成
1998/11/26	75% Int better brands a/s	帝亚吉欧					完成
1998/12/7	Productos Kikuet Inc	帝亚吉欧	卢森堡		100%		完成
1997/5/12	Grand Metropolitan Ltd	帝亚吉欧	英格兰		100%	23222.74	完成

资料来源：彭博资讯，东吴证券研究所

图表 24：帝亚吉欧旗下酒类品牌

	超高级	特优精品	高级	标准型	经济型
苏格兰威士忌	尊尼获加<蓝牌>威士忌	The singleton of Glen Ord	尊尼获加<黑牌>威士忌	J & B	VAT 69
其它威士忌	Crown Royal Extra Rare	布莱特波本威士忌	皇冠威士忌	Seagram's 7 Crown	
伏特加	诗路珂伏特加	坎特 1 号伏特加	Smirnoff Iced Cake Flavoured Vodka	斯米诺伏特加	Istanblue
朗姆酒	Ron Zacapa Centenario XO	Pampero Aniversario Ron Extra Añejo	摩根船长私人典藏系列	摩根船长	
利口酒	柑曼怡 150 周年香橙力 娇酒	Grand Marnier Cuve´ e Louis Alexandre	Sheridan's Original Layered Liqueur	百利甜酒	Emmets
龙舌兰	Deleon Tequila	唐胡里奥珍藏龙舌兰酒			
杜松子酒	添加利十号金酒		添加利金酒	哥顿	杰彼斯
地区酒	水井坊		Yeni Raki	Ypioca	麦克道威尔庆祝一号
啤酒		Kilkenny	吉尼斯	Meta Beer	Dubic Extra Lager

资料来源：帝亚吉欧公司公告，东吴证券研究所

7. 盈利预测与投资评级

预计 16-17 年 EPS 分别为 0.27、0.49 元，同比增 50%、80%，未来存在持续上调的可能性。若公司能延续现有的产品、营销、区域思路，依托水井坊原有的品牌基础，未来 3 年收入复合增速有望达到 30-40%，规模达到 20 亿。长远来看，水井坊可能成为帝亚吉欧对外并购的平台。我们给予买入评级，12 个月目标市值 100 亿。

股价上涨的催化剂关注两点：2Q16 收入继续快速增长，基本面反转得到市场认可；帝亚吉欧对水井坊定位发生变化。

图表 25：重点白酒公司盈利预测与估值 单位：元（更新时间 2016-6-23）

A 股简称	股价	每股收益			市盈率		
	6 月 23 日	15A	16E	17E	15A	16E	17E
水井坊	15.9	0.18	0.27	0.49	88.0	58.6	32.6
金种子酒	11.0	0.09	0.20	0.30	122.1	53.7	36.2
贵州茅台	276.4	12.34	13.86	15.11	22.4	19.9	18.3
五粮液	32.0	1.63	1.94	2.17	19.6	16.5	14.7
泸州老窖	28.7	1.05	1.27	1.40	27.3	22.5	20.4
古井贡酒	44.9	1.42	1.60	1.81	31.6	28.0	24.7
酒鬼酒	23.5	0.27	0.35	0.50	86.2	67.2	47.0
顺鑫农业	23.2	0.66	0.90	1.08	35.2	25.8	21.5
山西汾酒	22.2	0.60	0.73	0.84	36.8	30.2	26.2
洋河股份	72.1	3.56	3.71	4.04	20.3	19.4	17.8
老白干酒	55.1	0.43	0.75	1.13	128.6	73.5	49.0

资料来源：东吴证券研究所

8. 风险提示

1. 茅五量价策略出现摇摆，继续降价挤压水井坊的市场份额。
2. 总代和大批模式可能造成收入波动较大。

图表 26: 水井坊三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1184.9	1466.1	1871.8	2464.9	营业收入	854.9	1167.5	1565.0	2053.3
现金	364.2	361.0	405.1	551.3	营业成本	211.1	283.7	376.0	490.2
应收款项	71.7	97.9	131.3	172.2	营业税金及附加	123.5	168.7	226.2	296.7
存货	717.3	963.9	1277.5	1665.3	营业费用	188.3	326.9	391.2	431.2
其他	31.7	43.2	58.0	76.0	管理费用	163.9	223.8	259.8	279.2
非流动资产	609.8	674.3	678.6	680.3	财务费用	-2.8	-5.4	-7.7	-9.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	463.7	530.9	538.1	542.6	其他	-62.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	55.8	53.0	50.2	47.4	营业利润	108.2	169.8	319.4	565.5
其他	90.3	90.3	90.3	90.3	营业外净收支	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
资产总计	1794.8	2140.3	2550.4	3145.2	利润总额	105.9	167.4	317.1	563.1
流动负债	505.8	731.7	916.6	1101.7	所得税费用	17.9	35.2	79.3	140.8
短期借款	0.1	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	125.9	169.1	224.1	292.2	归属母公司净利润	88.0	132.2	237.8	422.3
其他	379.8	562.6	692.5	809.5	EBIT	291.6	333.0	537.9	852.6
非流动负债	7.6	-5.0	-17.6	-30.2	EBITDA	326.7	372.1	579.9	897.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	7.6	-5.0	-17.6	-30.2	每股收益(元)	0.18	0.27	0.49	0.86
负债总计	513.4	726.7	899.0	1071.5	每股净资产(元)	2.62	2.89	3.38	4.24
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	发行在外股份(百万股)	488.5	488.5	488.5	488.5
归属母公司股东权益	1281.4	1413.6	1651.4	2073.7	ROIC(%)	11.3%	9.7%	16.1%	24.8%
负债和股东权益总计	1794.8	2140.3	2550.4	3145.2	ROE(%)	6.9%	9.4%	14.4%	20.4%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	75.3%	75.7%	76.0%	76.1%
经营活动现金流	234.0	43.0	90.5	193.0	EBIT Margin(%)	34.1%	28.5%	34.4%	41.5%
投资活动现金流	30.6	-46.1	-46.5	-46.8	销售净利率(%)	10.3%	11.3%	15.2%	20.6%
筹资活动现金流	0.0	-0.1	0.0	0.0	资产负债率(%)	28.6%	34.0%	35.2%	34.1%
现金净增加额	264.7	-3.2	44.1	146.2	收入增长率(%)	134.3%	36.6%	34.1%	31.2%
折旧和摊销	35.1	39.0	42.0	45.1	净利润增长率(%)	-121.8%	50.3%	79.8%	77.6%
资本开支	60.3	-46.1	-46.5	-46.8	P/E	85.69	57.00	31.70	17.85
营运资本变动	105.6	-128.3	-189.3	-274.4	P/B	5.88	5.33	4.56	3.64
企业自由现金流	450.5	127.7	209.7	363.4	EV/EBITDA	24.65	22.21	14.55	9.59

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

