

2016年12月19日  
证券研究报告·深度报告

水井坊(600779) 食品饮料

买入(维持)

当前价: 19.46元

目标价: 31.00元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 产品和渠道协同, 高速增长可期

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 看好水井坊从小酒成长为大酒的潜力, 未来三年收入复合增长超过30%, 归母净利润复合增速超70%: 1、产品位于最具爆发力价格带, 未来三年300-500元价格带空间有望翻番; 2、品牌定位高端, 产品性价比高, 新总代模式带动销量高速增长; 3、管理层更新, 净利率有望大幅提升。
- **行业层面: 300-500元成为白酒行业最具爆发力价格带。** 基于两方面原因: 1、行业大调整高端白酒重新洗牌, 茅台、五粮液、国窖继续垄断高端市场, 二线白酒高端系列降价进入300-500元次高端价格带, 次高端白酒规模迅速扩张; 2、收入增长和消费理念提升共同推动白酒消费升级, 次高端白酒已进入部分发达地区消费者主流选择, 带动销量增长。茅台、五粮液等连续提价为次高端白酒打开成长空间, 消费升级创造新的需求, 未来三到五年次高端白酒市场规模有望翻番。次高端白酒竞争格局良好, 全国性大单品少, 相对更容易培育出新的强势品牌。
- **公司层面: 水井坊是次高端白酒中兼具品牌、产品、渠道等各方面优势, 未来三到五年业绩具有高成长性。** 1、品牌: 水井坊享有“中国白酒第一坊”的美誉, 一直坚持高端定位, 具有较强品牌力。2、产品: 水井坊主动降价后突显性价比, 品牌力和酒质均优于同价位竞品: 1) 核心单品臻酿八号放量增长, 抢占竞争对手市场份额; 目前核心市场终端铺货率30%左右, 非核心市场尚未大规模铺货, 渠道渗透和扩张将带动销量持续增长。2) 另一核心单品井台装销量增速逐季提升, 趋势向好。明年重点推广的新典藏将进一步推动产品结构升级。未来三款核心单品齐发力, 共同打造水井坊300-700元价格带绝对优势品牌。3、销售模式与渠道: 新总代模式加强终端掌控, 渠道效率大幅提升。五大核心市场精耕细作重点打造, 目前动销表现良好, 持续高速增长可期。二级恢复性市场渠道已梳理完毕, 呈现高速增长。公司全国化布局稳步推进。核心产品放量以及市场渠道的开拓推动公司新一轮高速增长, 未来三到五年收入端将保持30%左右的增速。
- **净利率改善空间巨大。** 公司经历两年亏损后重新踏上发展正轨, 新管理层入主后有效理顺管理体系, 新总代模式加强对终端掌控, 有效提升销售效率, 未来公司管理费用率和销售费用率可逐步下降至8%和13%的行业正常水平, 净利率有望稳步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2016-2018年归母净利润2.1亿元、3.2亿元、4.6亿元, 未来三年归母净利润复合增长73%, 核心产品促使业绩高速增长已经拉开序幕, 全国化布局已日渐成熟, 未来空间巨大。公司处于高速增长阶段, 给予2017年47倍PE, 对应目标价31元, 维持“买入”评级。

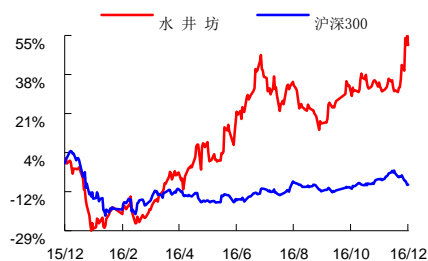
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	854.87	1108.55	1469.64	1916.21
增长率	134.29%	29.68%	32.57%	30.39%
归属母公司净利润(百万元)	87.97	212.85	323.37	456.28
增长率	121.84%	141.95%	51.93%	41.10%
每股收益EPS(元)	0.18	0.44	0.66	0.93
净资产收益率ROE	6.87%	14.41%	18.40%	21.23%
PE	108	45	29	21
PB	7.42	6.44	5.41	4.42

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.89
流通A股(亿股)	4.89
52周内股价区间(元)	9.19-20.0
总市值(亿元)	95.07
总资产(亿元)	19.58
每股净资产(元)	2.85

### 相关研究

1. 水井坊(600779): 定位于中高端产品, 聚焦重点市场 (2016-06-14)

## 投资要件

### 关键假设

1、臻酿八号处于放量增长阶段，目前在核心城市终端铺货率仍然较低，随着渠道拓展未来三年将继续保持高速增长，预计 2016 年-2018 年销量分别是 1141 吨、1540 吨、2002 吨，吨价分别是 50 万元/吨、52 万元/吨、54 万元/吨，对应销售收入分别为 5.7 亿元、8.0 亿元、10.8 亿元；

2、井台装是公司大力打造的另一核心单品，目前保持两位数增长，公司逐步提高渠道利润促销量，增速逐季递增，预计 2016 年-2018 年销量分别是 526 吨、637 吨、770 吨，吨价分别是 80 万元/吨、83 万元/吨、86 万元/吨，对应销售收入分别为 4.2 亿元、5.3 亿元、6.6 亿元；

3、2017 年公司大力推广典藏，带来新的收入增长点，预计 2016 年-2018 年典藏及其他高端酒销量分别是 54 吨、70 吨、91 吨，吨价分别是 100 万元/吨、110 万元/吨、120 万元/吨，对应销售收入分别为 5400 万元、7700 万元、1.1 亿元；

4、公司管理效率、销售效率大幅改善，随着收入规模效应，费用率逐年递减。

### 我们区别于市场的观点

市场认为水井坊当前的高增长是受益于白酒行业回暖，是业绩恢复行情。我们认为水井坊现在不仅仅是业绩恢复，更是新一轮成长的开始。经过调研，我们发现水井坊原有主打产品井台装保持较好的恢复性增长，而新单品臻酿八号呈现爆发式增长，其中有很少一部分是承接原有井台装消费，更多的是抢占同价位竞品市场份额（洋河和剑南春），在河南、江苏、湖南趋势明显，这一部分属于增量收入。臻酿八号定位 300-400 元价格带，既与 400-500 元价格的井台装形成错位竞争，又可强势打开新的市场。

我们认为市场低估了臻酿八号的爆发力和水井坊业绩高增长的可持续性。臻酿八号在五大核心市场终端铺货率仅为 30%，远低于井台装，未来渠道渗透空间大，未来三年保持 40% 以上的复合增长。另一方面，从调研中发现五大核心市场动销表现良好，销量高速增长，经销商对未来三年业绩表现出强烈的信心。二级恢复性市场消费者基础好，短期内能快速放量，接力核心市场贡献收入；鉴于水井坊收入基数相对较低，未来三年有望持续高速增长。

### 股价上涨的催化因素

春节期间白酒消费旺季，高端酒一批价和终端价持续上行；2017 年一季度估值切换；业绩持续超预期。

### 估值和目标价格

预计公司 2016-2018 年归母净利润为 2.1 亿元、3.2 亿元、4.6 亿元，未来三年归母净利润复合增长 73%，三大核心单品促使业绩高速增长已经拉开序幕，全国化布局已日渐成熟，未来空间巨大。公司处于高速成长阶段，给予 2017 年 47 倍 PE，对应目标价 31 元，维持“买入”评级。

### 投资风险

单品增速或不达预期；二级市场渠道恢复或不及预期；诉讼风险。

## 目录

<b>1 水井坊：中国白酒第一坊，专注高端白酒</b>	<b>1</b>
<b>2 行业分析：300-500 元是白酒未来最具爆发力的价格带</b>	<b>3</b>
2.1 高端白酒价值回归叠加消费升级，打造 300-500 元最具爆发力价格带	3
2.2 竞争格局：次高端白酒未来将是品牌、渠道、产品的全面竞争	7
<b>3 公司分析：次高端白酒中兼具品牌、产品、渠道优势</b>	<b>9</b>
3.1 品牌：中国白酒第一坊，六百年传承，高端白酒典范	9
3.2 产品：核心单品高速增长，抢占竞品份额趋势明显	10
3.3 渠道：全国化+国际化，打造全方位市场渠道	13
3.4 销售模式：新总代模式让渠道重新焕发活力	16
3.5 管理层：看好新管理团队，带领水井坊到新的高度	18
<b>4 财务分析：费用控制改善，净利率未来有较大提升空间</b>	<b>20</b>
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>22</b>
5.1 盈利预测	22
5.2 绝对估值	23
5.3 相对估值	24
<b>6 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图 目 录

图 1: 水井坊公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2012 年以来主营业务收入结构情况.....	2
图 4: 估计 2016 年中期公司产品收入占比.....	2
图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速.....	2
图 7: 高端白酒价格纷纷腰斩.....	4
图 8: 高端白酒需求结构发生改变, 政务消费大幅减少.....	4
图 9: 2012 年和 2015 年高端白酒市场份额构成.....	4
图 10: 高净值消费者占比不断提升.....	5
图 11: 高净值人群拥有强大的消费能力.....	5
图 12: 茅台、五粮液价格大幅回升.....	6
图 13: 茅台、五粮液三季度完成全年 90% 计划 (万吨).....	6
图 14: 2015 和 2020 年次高端和高端白酒销量预计 (万吨).....	7
图 15: 2015 和 2020 年次高端和高端白酒销售额预计 (亿元).....	7
图 16: 六百年水井坊遗址.....	9
图 17: 水井坊博物馆.....	9
图 18: 2013 年各白酒企业收入同比情况.....	10
图 19: 水井坊臻酿八号产品图.....	11
图 20: 水井坊井台装产品图.....	11
图 21: 估计 2015 年各产品收入占比.....	12
图 22: 估计臻酿八号收入增长趋势.....	12
图 23: 次高端强势品牌规模对比 (2015 年销售数据: 亿元).....	13
图 24: 预计三大单品未来销量占比.....	13
图 25: 一二级市场划分.....	13
图 26: 估计各大市场销售收入占比.....	13
图 27: 五大核心市场预计 2016 年收入及增速 (亿元).....	14
图 28: 公司 2016 年中期出口占比为 4%.....	16
图 29: 2011 年以来公司出口收入变化情况.....	16
图 30: 新总代模式示意图.....	17
图 31: 销售费用 2016 年大幅回升.....	18
图 32: 水井坊品鉴会模式现场图.....	18
图 33: 2012 年以来销售毛利率、净利率变化趋势.....	20
图 34: 行业内公司销毛利率、净利率对比.....	20
图 35: 2012 年以来公司三费率变化情况.....	20
图 36: 行业内企业三费率对比.....	20
图 37: 水井坊广告推广费用费用投入产出比偏低 (指标=广告推广费用/销售收入).....	21

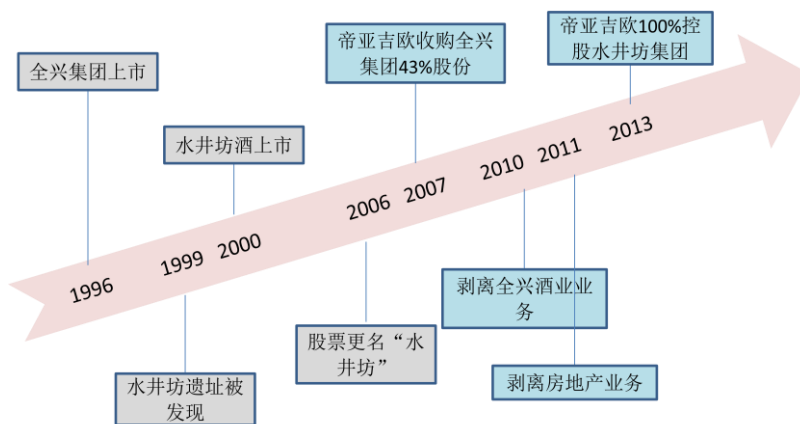
## 表 目 录

表 1: 各层次白酒规模估算.....	6
表 2: 次高端白酒比较（规格为 52 度 500ml 产品）.....	7
表 3: 剑南春、洋河、水井坊综合比较（最高五星）.....	8
表 4: 水井坊所获六大荣誉.....	9
表 5: 产品结构层次清晰.....	11
表 6: 三种经销模式优劣比较.....	16
表 7: 公司新任管理团队成员.....	18
表 8: 递延奖金计划实施方案.....	19
表 9: 水井坊各类产品收入整体预测表（百万元）.....	23
表 10: 绝对估值假设条件.....	24
表 11: FCFE 估值结果.....	24
表 12: FCFE 估值敏感性分析.....	24
表 13: 可比公司估值情况.....	25
附表: 财务预测与估值.....	26

## 1 水井坊：中国白酒第一坊，专注高端白酒

水井坊出身名门，前身是成都全兴，老八大名酒之一，有着“川酒六朵金花”美誉。1999年随着水井坊酒坊遗址被发现，“水井坊”品牌横空出世，凭借“中国白酒第一坊”的悠久历史，水井坊酒定位于高端市场，曾是中国四大高端白酒品牌之一，核心系列产品主要有水井坊典藏、水井坊井台装、水井坊臻酿八号。在发展过程中，公司逐步剥离全兴酒业以及房地产业务，专注“水井坊”系列酒的经营。2007年全球烈酒生产巨头帝亚吉欧收购全兴集团43%股份，2013年完成对剩余股份的收购，实现对水井坊集团100%控股。目前水井坊是中国唯一一家外资控股的白酒上市公司。

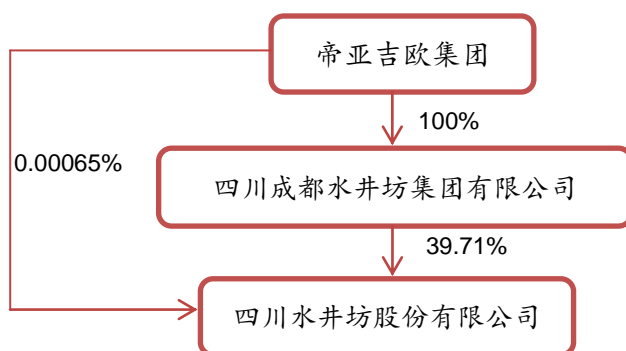
图 1：水井坊公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

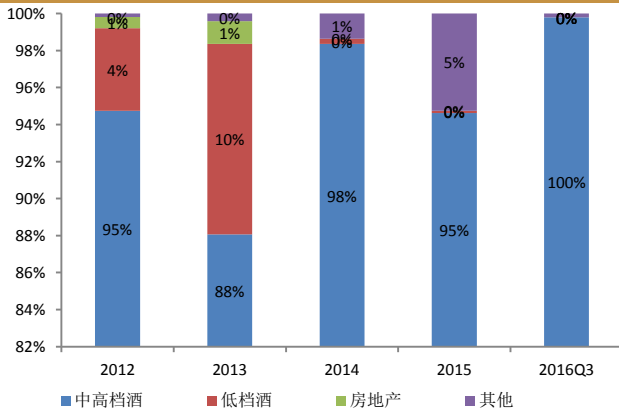
公司的实际控制人帝亚吉欧集团，目前通过全资控股水井坊集团持有上市公司 39.71% 的股份。管理层尚未持有股份。

图 2：公司股权结构

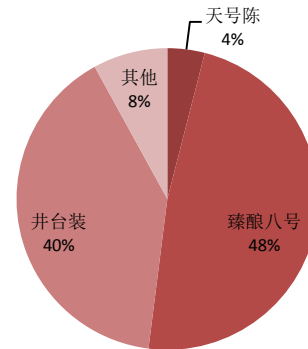


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：**剥离房地产业务之后，公司专注中高档白酒的生产销售，酒类产品收入基本上贡献所有的收入和利润。从产品结构上看，公司主要经营水井坊和系列酒两大类，其中定位中高档的水井坊系列占比超 90%，两大核心单品井台装和臻酿八号合计超 80%，单品十分突出。

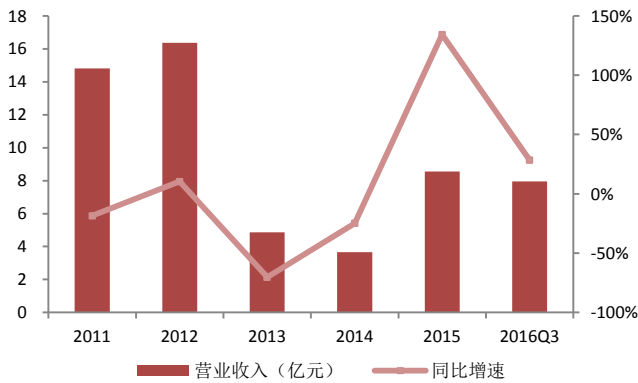
**图 3: 公司 2012 年以来主营业务收入结构情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

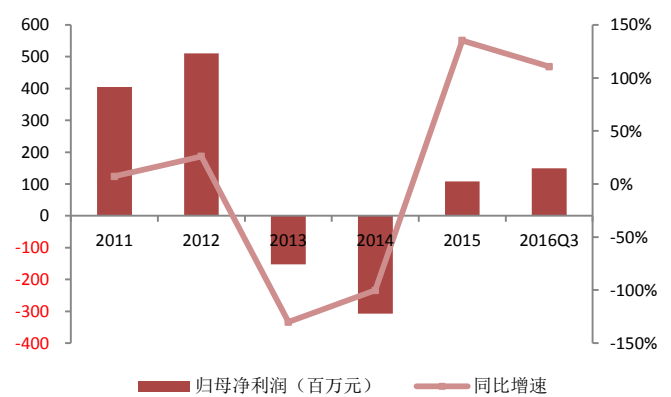
**图 4: 估计 2016 年中期公司产品收入占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司业绩状况:** 在白酒行业黄金十年期间, 公司营业收入和净利润呈现逐年快速增长。2013 年“三公消费禁令”使得高端白酒需求骤减, 水井坊酒主要以高端系列为主, 因此销售受到较大冲击。加之公司中外管理层交接, 未能就市场变化做出及时反应, 公司当年业绩出现断崖式下滑, 营业收入减少 75%, 连续两年亏损。随后公司调整产品价格体系并着重推出战略性大单品-臻酿八号, 瞄准 300-500 元次高端价格带, 业绩大幅好转, 2015 年顺利扭亏为盈。2016 年前三季度公司实现营业收入 8.0 亿元, 同比+28%, 归母净利润 1.5 亿元, 同比+111%, 预计未来有望继续保持高速增长。

**图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理



## 2 行业分析：300-500 元是白酒未来最具爆发力的价格带

本轮白酒行业复苏呈现明显的“弱复苏，强分化”的特点。不同于以往的“一荣俱荣”，本次不同层次的白酒企业业绩出现了明显的分化。一方面，受三公消费限制影响，高端白酒需求迅速萎缩，加速行业洗牌，二线白酒品牌高端系列纷纷出局。茅台、五粮液和国窖 1573 凭借过硬的品牌力进一步巩固在高端白酒市场地位。二线白酒品牌旗下高端产品纷纷降价，进入次高端市场竞争。另一方面，受益消费升级，中低端白酒逐渐被淘汰，主流消费选择已经进入 100-300 元的中高端白酒价格带。在东部沿海等发达区域，一些自饮、聚餐、商务用酒已经升级到 300 元以上的次高端区间。未来绝大多数的二线品牌高端白酒价格回归理性，下降到次高端市场竞争，部分中高端白酒消费人群率先完成消费升级，提升消费价位。在上述两股力量的作用下，300-500 元的次高端白酒市场将迅速扩容，具备强大爆发力。目前 300-500 元的次高端白酒是所有价位带白酒中市场容量最小的，竞争环境相对而言不是那么激烈，除了洋河天/梦之蓝和剑南春水晶剑，能真正称得上全国性大单品的数量并不多，有较大机会培育出新的强势品牌。次高端白酒中品牌力强、产品有竞争力、渠道优秀的企业有望脱颖而出，在未来三到五年内保持业绩高速增长。

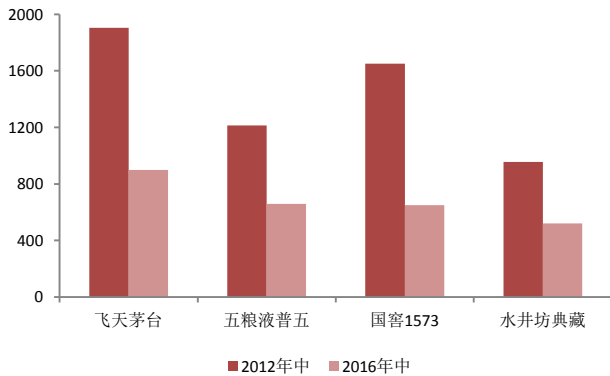
### 2.1 高端白酒价值回归叠加消费升级，打造 300-500 元最具爆发力价格带

#### 2.1.1 高端白酒价值回归，绝大多数二线品牌高端系列重新定位次高端市场

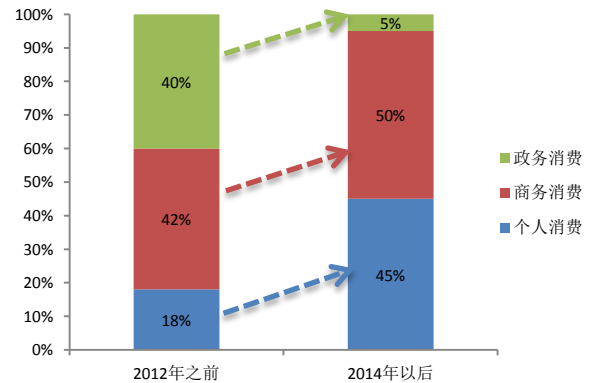
**高端白酒长期价格畸形，政商消费需求成最大推手。**在很长一段时间内，高端白酒都已经偏离消费本质，而是作为一种消费符号存在，高端白酒所承载的“面子、地位、圈子”等附加意义愈演愈烈，价格也被推上天际，茅台一度突破 2000 元，五粮液也高达 1200 元以上。政务消费和商务消费是高端白酒消费的主力军，在 2012 年之前大概有近 80% 的高端白酒消费来自政府和企业。

**三公消费受限，高端白酒需求迅速萎缩，呈现量价齐跌。**反腐严重遏制了三公消费，高端白酒政务消费大幅度缩水，一线白酒价格也随之腰斩。行业经过三年的深度调整，白酒的需求结构发生巨大改变，2012 年前高端白酒需求构成中政务消费占比 40%，商务消费占比 42%，个人消费占比 18%，2014 年以后政务消费占比降至 5%，商务消费占比 51%，个人消费占比增至 45%。商务消费和个人消费（尤其是后者）有效承接了政务消费减少后留出的市场份额，白酒的消费也开始向理性回归，向白酒消费本质回归。高端白酒结束高速增长期，逐步回归正常消费领域。



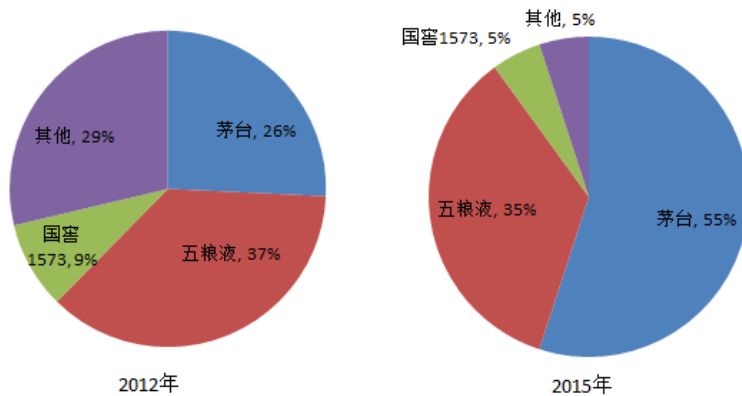
**图 7：高端白酒价格纷纷腰斩**


数据来源：京东商城，西南证券整理

**图 8：高端白酒需求结构发生改变，政务消费大幅减少**


数据来源：微酒，西南证券整理

**高端白酒分化明显，总体正逐步回归消费本质。** 高端白酒作为高端社交场合的润滑剂，有其特有的刚性需求。尽管政务消费需求的萎缩对高端白酒的打击很大，但高端商务和个人需求依旧存在，同时对品质和品牌提出更高的要求，推进高端白酒回归消费本质。经过三年的深度调整，白酒行业逐步复苏，高端白酒市场也开始回暖，同时重新完成洗牌，出现明显分化。茅台、五粮液、国窖 1573 凭借强大的品牌力和过硬的品质进一步巩固高端白酒市场地位，且优势愈发明显，销量和价格也有明显的回升。二线品牌高端白酒较多依赖当地的政务消费，由于缺乏相应的品牌力和品质的支撑，高价难以维持，纷纷降价进入 300-500 元的次高端市场，试图通过差异化和满足消费者多元化情感需求来竞争。2012 年其他品牌合计在高端白酒市场份额占比为 29%，到 2015 年降至 5%，绝大多数的二线白酒品牌都退出高端市场的竞争。此轮白酒调整，理顺了白酒市场的价格体系，价格畸形的市场得到明显改善，各大二线品牌的高端白酒重新找准自身定位。

**图 9：2012 年和 2015 年高端白酒市场份额构成**


数据来源：产业信息网，西南证券整理

### 2.1.2 受益消费升级，次高端白酒已进入高净值消费者主流选择

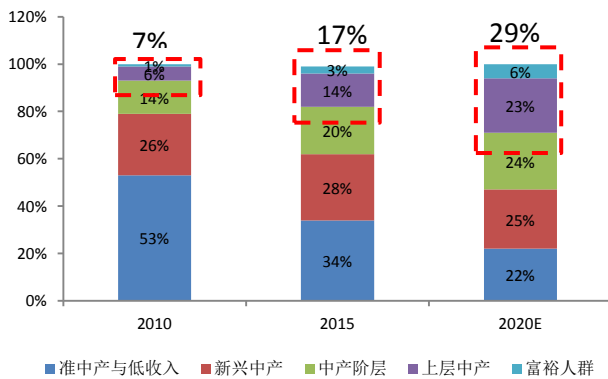
本轮白酒行业复苏的另一个逻辑就是消费升级。在经济高速发展和社会财富迅速积累的时代背景下，消费者对白酒的品质和品牌提出更高要求。消费理念改变和消费能力提升带来白酒消费价位升级，次高端白酒已进入部分高净值消费者的主流选择。

**驱动力一：消费理念的改变，消费者倾向于饮用好酒。**白酒消费回归本质，消费者饮酒趋于理性，对于健康、品质、品味的追求成为新的需求。

- **追求健康：**“少喝酒，喝好酒”的理念已经深入人心，高品质白酒越来越受消费者青睐。
- **追求品味：**高端白酒代表身份、地位的意义越来越淡，消费者更加注重白酒本身，包括口感、文化、凸显的品味，能否满足自身的情感需求。

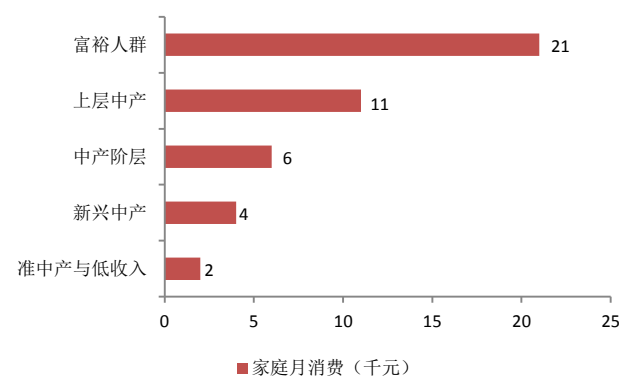
**驱动力二：消费能力的提升，为消费升级提供可能。**随着中国可支配收入的提升，近些年消费者正逐渐提升白酒消费档次。农村从低档向中低档过渡，城镇向中高档过渡。我国的消费人群结构也发生明显变化，中产阶级及以上人口占比不断提升。中产阶级规模迅速发展，精英阶层迅速成长，提高次高端白酒消费群体规模。中产阶层和高收入人群拉动白酒消费从100-300元向300-500元价格带的升级趋势十分明显。尤其是上层中产阶级和富裕消费人口规模持续扩大，在总人口中的占比从2010年7%将增长到2020年的29%。这部分群体拥有较强的消费能力，是消费高端、次高端白酒的主要人群，他们在高端白酒上私人消费将有效替代政务消费，保证高端白酒未来五年至少能保持两位数的增速。在部分发达地区，如江苏、浙江市场主流消费价格已经从100-300元提升到300元以上。受益消费升级，次高端白酒已进入高净值消费者主流选择。

**图 10：高净值消费者占比不断提升**



数据来源：产业信息网，西南证券整理

**图 11：高净值人群拥有强大的消费能力**

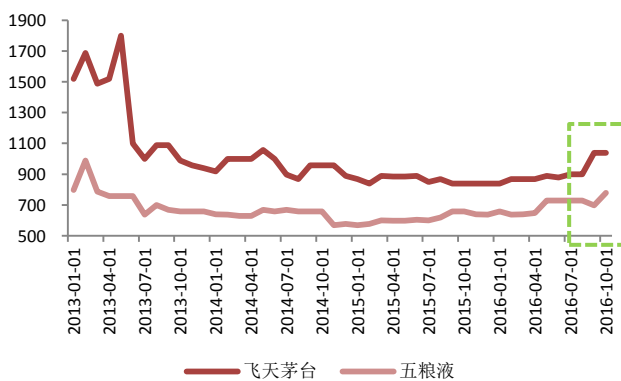


数据来源：产业信息网，西南证券整理

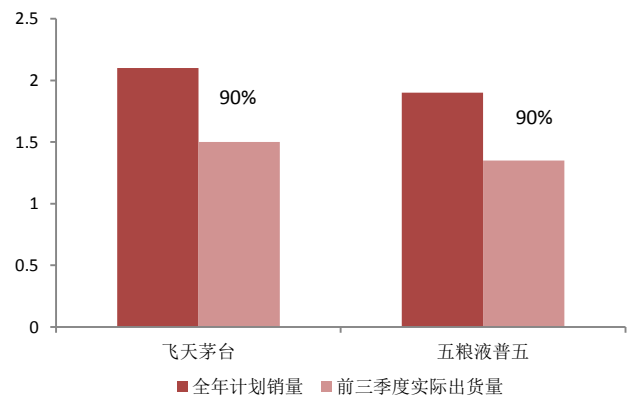
### 2.1.3 双重作用下 300-500 元成最具爆发力白酒价格带

在高端白酒价值回归以及中高端白酒消费升级的双重力量驱使下，300-500元的次高端价格带有望快速扩容，具备强大爆发力。次高端白酒市场是基于高端白酒不断提价后形成的空白市场，其市场空间与高端白酒价格密切相关。在过去三年的高端白酒调整期间，次高端白酒市场受到严重挤压，艰难地在夹缝中求生。一方面，高端白酒降价将会对次高端价格体系和生存空间形成挤压，另一方面如果次高端白酒降价又会陷入和区域性品牌的激烈竞争，使得次高端白酒陷入两难境地。随着白酒行业的复苏，茅台、五粮液等高端白酒持续提价为次高端白酒让出足够的成长空间，同时消费升级让次高端白酒成了部分地区主流消费选择，不用主动去和区域性品牌抢占消费者，300-500元的次高端白酒的需求有望持续扩张。就整个外部环境而言，可以说对次高端白酒是最有利的。

根据我们的测算，300-500 元次高端价格带白酒当前销量在 3 万吨，白酒总销量占比 0.23%，销售额为 180 亿元左右，白酒总销售额占比仅为 3.2%，较最高时候的 15% 下滑严重。目前中国整个白酒消费结构呈现“头宽、颈窄、身大”类似玉壶春瓶的形状。500 元以上高端白酒需求将会持续增加，但是由于高端白酒的稀缺性和产能限制，未来价格增速将远大于销量增速，出现供不应求的局面，而其中一部分未能得到满足的需求将转移到次高端白酒，带来次高端白酒需求的增加，我们估计未来将有 20% 的需求会向下转移，对应着至少 100 亿元的空间。300 元以下的市场空间有 4824 亿元，其中 200-300 元的中高端市场规模近千亿元，如果未来有 20% 的消费者实现消费升级，可以给次高端白酒带来至少 200 亿的需求增量。未来次高端白酒市场保守估计有 300 亿左右的市场增量。

**图 12: 茅台、五粮液价格大幅回升**


数据来源: WIND 资讯, 西南证券整理

**图 13: 茅台、五粮液三季度完成全年 90% 计划 (万吨)**


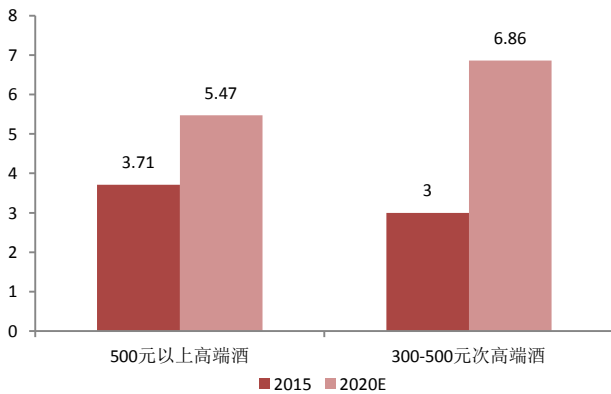
数据来源: 糖酒资讯网, 西南证券整理

**表 1: 各层次白酒规模估算**

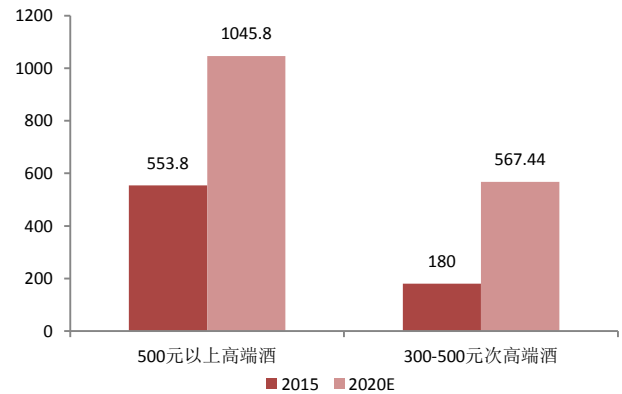
层次	主要产品	价格带	吨酒价格 (万元/吨)	估计销售量 (万吨)	收入规模 (亿元)
高端酒	茅台、五粮液、国窖 1573、 洋河梦 6/梦 9	500 元以上	149.3	3.71	553.8
次高端白酒	剑南春水晶剑、洋河梦 1/梦 3、水 井坊井台装/臻酿八号、 红花郎 15 年、汾酒青花系列、红 西凤、舍得等	300-500 元	60	3	180
中高端及低端白酒	古井原浆、牛栏山二锅头、 口子窖、金六福、泸州老窖特曲、 枝江大曲等	0-300 元	3.76	1280	4824.2
合计	--	-	-	1287	5558

数据来源: 西南证券整理

进一步测算，我们假设未来五年白酒行业销量保持 3% 的增速，营业收入保持 5% 的增速，那么到 2020 年，整个白酒销量将达到 1491 万吨，收入达 7093 亿元。届时次高端白酒销售规模赶超高端白酒规模，达到 6.8 万吨，年复合增长达 18%，销售额占比达 8%，达到 567 亿元，年复合增长达 25%，较现在有两倍以上空间。

**图 14：2015 和 2020 年次高端和高端白酒销量预计（万吨）**


数据来源：西南证券整理

**图 15：2015 和 2020 年次高端和高端白酒销售额预计（亿元）**


数据来源：西南证券整理

## 2.2 竞争格局：次高端白酒未来将是品牌、渠道、产品的全面竞争

### 2.2.1 次高端白酒竞品较少，竞争环境较好

次高端白酒指的是价格位于茅台、五粮液等高端白酒之下，但在区域性品牌之上的白酒群体。放眼全国白酒市场，定位在此价格中间地带的产品并不多，常见的有剑南春（水晶剑）、洋河（天之蓝/梦之蓝 M3）、汾酒（青花瓷 30 年/25 年）、水井坊（井台装/臻酿八号）、酒鬼酒（红坛十五年）、郎酒（红花郎十年/十五年）、沱牌舍得（品味舍得）等。其中一部分产品本身瞄准的就是次高端价格带，如剑南春、洋河，另外绝大多数都是二线高端白酒降价后进入该价格带的，如水井坊、舍得。在次高端价格带，除了洋河天/梦之蓝和剑南春水晶剑，能真正称得上全国性大单品的数量并不多。大部分的产品都是区域性品牌的高端系列，有着各自核心的市场，因此次高端白酒之间的竞争并不是十分激烈。300-500 元正成为大众消费升级一个重要的价格带，目前在各个价位白酒中市场规模是最小的，保持相对较快的增速，在各个白酒细分板块中最有机会培育出新的强势品牌。

**表 2：次高端白酒比较（规格为 52 度 500ml 产品）**

品牌	产品系列	价位	基本情况	销售区域
剑南春	水晶剑	358 元	水晶剑作为剑南春最核心的产品，是全国性次高端白酒绝对龙头品牌，水晶剑的年营收超 50 亿元。	面向全国市场销售，目前已经形成了北京、天津、上海、安徽、江苏、河南等重点市场。
洋河	天之蓝/梦之蓝 M1、M3	308-499 元	天之蓝作为洋河次高端系列酒品牌，年销售额突破 30 亿元。梦之蓝作为高端品牌，其部分系列价格在 500 元内，在次高端市场极具竞争力。	以江苏（约占收入 60%）为大本营，积极的对外扩张，打造包括河南、安徽、山东、浙江、上海为省外重点的新江苏市场，积极分步分层布局全国市场。
水井坊	臻酿八号/井台装	320/450 元	作为水井坊两大核心单品，收入占比高达 80%，近 8 亿规模，处于快速成长阶段。酒质佳，品牌力强，降价后在同档次白酒中颇具竞争力。	五大核心市场：河南、江苏、四川、湖南、广东
沱牌舍得	品味舍得	320-350 元	公司未来核心主打舍得品牌，具备品牌、品质差异化和基酒资源三大竞争优势，全国化高增长的条件已经	形成了川渝、河南、京津冀、山东、西北、华东、华南及东北销售区域，全国

品牌	产品系列	价位	基本情况	销售区域
			具备。舍得系列酒为公司核心产品，收入占公司整体比重保持在 50%-60%左右。	化运作基本成熟，四川省内销售占比仅有 15%。
酒鬼酒	红坛十五年	350 元	红坛 15 年作为酒鬼酒首个战略大单品，继承了酒鬼酒“名称独特、包装独特、香型独特、工艺独特、洞藏独特、环境独特”等传统品格和文化基因，市场体量在 1 亿元左右。	以湖南省为主的华中市场是酒鬼酒大本营，其他市场逐步拓展
汾酒	青花系列	30 年 400 元左右，25 年 350 元左右	青花系列 2015 年销量增长 40%，其中定价 260 元左右的 20 年青花占比超 50%。公司的大单品战略在高端商务消费市场开始发力，调整结束后，这一品牌全国化的空间开始打开。	山西省是汾酒的主力市场，收入占比在 60%左右，省外市场主要是具备清香型白酒消费基础的北京、河南、天津、河北、山东、陕西、内蒙古等环山西市场
郎酒	红花郎	10 年在 300 左右，15 年在 450 左右	2015 年红花郎全国市场完成 15.1 亿元，较上年同期 11.5 亿元增长 3.6 亿元，增幅为 32%。	面向全国市场销售

数据来源：西南证券整理

### 2.2.2 次高端未来将是品牌、渠道、产品的全面竞争

随着市场扩容和全国化市场开拓，次高端白酒未来竞争将会愈发激烈，是品牌力、渠道力、产品力的全面比拼。品牌力是支撑高端白酒高溢价的重要因素，像茅台、五粮液这样的高端白酒，可以靠品牌力提升价格和带动销量。但是对于品牌力较弱的区域性白酒而言，则需要更多的依靠渠道力推动来实现产品的市场开拓。次高端白酒刚好卡在两个价格带之间，因此次高端白酒的竞争将是“品牌+渠道”的双重比拼。兼具强品牌力和强渠道力的竞品，才能在激烈的竞争中脱颖而出。

经过综合分析，我们认为在次高端领域，剑南春、洋河和水井坊是最有机会的。1) **剑南春：绝对王者**。剑南春是唯一在这个价格带拥有全国化大单品的企业，全国市场渠道开拓较完备，其主力产品水晶剑一直精准定位次高端市场，凭借较高的性价比，保持高速增长，表现十分突出。也是因为剑南春产品一直定位在次高端，所以消费者往往不会和高端白酒相联系，所以在品牌张力上略有欠缺。2) **洋河：渠道是最大优势**。虽然洋河是地方性名酒，但凭借强大的渠道开拓和营销能力，丝毫不影响洋河向全国市场进军。蓝色经典系列定位清晰，竞争力极强。但是在品质和口感上则见仁见智，同优质川酒相比可能略逊一筹。3) **水井坊：中国白酒第一坊强势归来**。凭借战略性的新品臻酿八号的快速成长，水井坊业绩实现反转，上演王者归来。作为曾经的四大高端白酒品牌之一，水井坊在品牌上优势明显，酒质也无可挑剔。目前成功打造五大核心市场，并逐步推进全国化。考虑到目前基数较低，未来有望持续高速增长。三大产品各有优点，剑南春和洋河体量更大，在较长一段时间内能保持行业前二的绝对优势地位，但从业绩增速的角度考虑，我们更看好水井坊。

表 3：剑南春、洋河、水井坊综合比较（最高五星）

品牌	产品系列	品牌力	品质	渠道力
剑南春	水晶剑	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆
洋河	天之蓝/梦之蓝 M1、M3	★★★★☆	★★★★	★★★★★
水井坊	臻酿八号/井台装	★★★★★	★★★★★	★★★★

数据来源：西南证券整理



### 3 公司分析：次高端白酒中兼具品牌、产品、渠道优势

#### 3.1 品牌：中国白酒第一坊，六百年传承，高端白酒典范

水井坊历史悠久，传承六百年。水井坊酒的历史可追溯到元末明初，直到 1998 年才被考古家们重新发现。水井坊的遗址历经元、明、清三代，凭借其宏大的规模、悠久的历史、保存完整而被誉为“中国白酒第一坊”，是国宝级文化遗产。水井坊不仅是中国现存最古老的酿酒作坊，而且是中国浓香型白酒酿造工艺的源头。她集中体现了川酒醇香隽永的特色，也代表了中国白酒酿造的至高水平，在国内外曾获无数荣誉。

图 16：六百年水井坊遗址



数据来源：西南证券整理

图 17：水井坊博物馆



数据来源：西南证券整理

表 4：水井坊所获六大荣誉

荣誉	事件
价值勋章	水井坊酒坊遗址被国务院列为“全国重点文物保护单位”
品质勋章	水井坊酒成为中国第一个获得“原产地域保护”的浓香型白酒
文化勋章	水井坊酒被中国食品工业协会授予“中国历史文化名酒”001 号
文明勋章	水井坊酒坊遗址被国家文物局授予“1999 年全国十大考古新发现”
历史勋章	水井坊遗址被评为吉尼斯之最-“世界最古老的酿酒作坊”
艺术勋章	水井坊荣获国际包装艺术最高奖-“莫比”金奖及全场大奖。

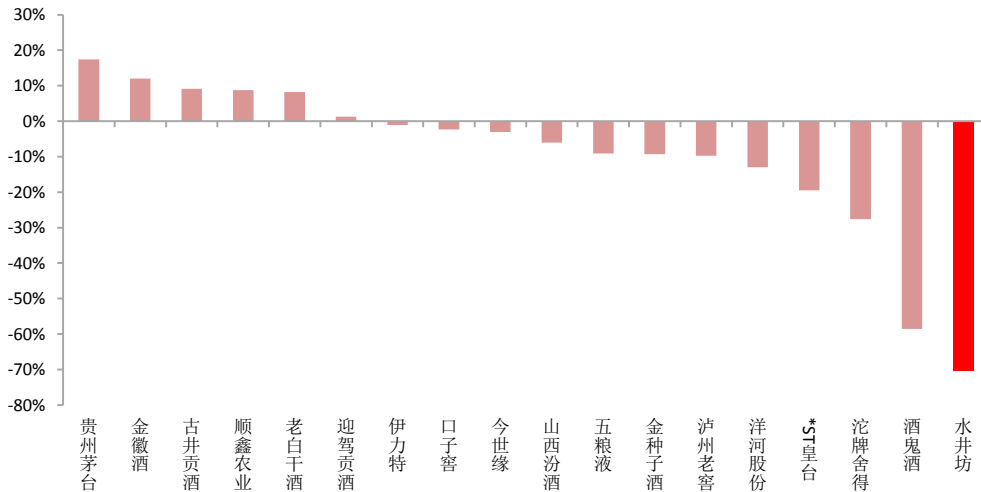
数据来源：公开资料、西南证券整理

**出身名门铸就品质，水井坊酒定位高端。**依托“中国白酒第一坊”的尊贵出身，水井坊酒于 2000 年一经推出便定位于超高端路线。当时水井坊的母公司成都全兴也是全国知名酒企，有“川酒六朵金花”之美誉，旗下全兴大曲曾获三届中国名酒称号，品质优良，酿造工艺精湛。出生名门之中，保证了水井坊优良的酒质。当时公司主打产品井台装就定位在 500-700 元的高端白酒价格带，随后又推出更高端的典藏系列（售价 800-1000 元），以及超高端的“元明清”系列（售价分别是 65999 元/瓶、29999 元/瓶、2500 元/瓶）。水井坊通过推出超高端产品，不断拔高品牌整体形象，高档精品白酒形象深入人心，与茅台、五粮液、国窖 1573 并称中国白酒一线品牌，堪称高端白酒典范。

**业绩曾一度下滑，水井坊仍坚持高端定位。**2013 年随着政企消费受到限制，白酒行业遭遇大调整，高端白酒首当其冲，销量出现严重下滑，售价腰斩。很多白酒品牌纷纷减少高

端品牌的投入，降价走量以缓解业绩下滑压力。水井坊并没有对原有产品大幅降价损坏品牌形象，而是对产品结构进行调整，战略性推出臻酿八号新品，仍坚持将代表高端和超高端的水井坊系列在销售额方面做到整体占比 80%以上的份额。虽然业绩承受巨大压力连年亏损，但守住了水井坊在消费者心中的高端品牌形象。

**图 18：2013 年各白酒企业收入同比情况**



数据来源：公司公告、西南证券整理

我们认为，正是这种坚持使得水井坊得以延续高端品牌形象，在竞争中能保持强品牌力。向下进入次高端价格带（300-500 元）竞争，水井坊比同档次竞品在品牌力方面更具优势，向上重回高端价格带（500 元以上），水井坊品牌力也不弱。我们看好水井坊在 300-700 价格带的品牌竞争优势。

## 3.2 产品：核心单品高速增长，抢占竞品份额趋势明显

### 3.2.1 产品结构层次清晰，坚持一贯高端定位

公司目前拥有水井坊和天号陈两大产品系列。水井坊系列主要定位高端产品，销售收入占比达 95%以上。天号陈系列销售的是中低端产品，定位大众消费市场。公司没有沿用水井坊品牌，而是开发新品牌销售中低端产品，保证水井坊纯正的高端白酒品牌基因。在水井坊系列产品中，“元明清”系列属于珍藏级，代表水井坊巅峰工艺水准，用于树立水井坊“中国白酒第一坊”形象；典藏和菁翠系列定位高端，直接和茅台、五粮液竞争；井台装和臻酿八号是水井坊两大核心单品，降价后进入次高端市场，是公司主要收入来源。

公司产品结构层次清晰，超高端、高端产品树立品牌形象，井台装、臻酿八号两大核心单品以亲民的价格走量抢占市场，既保持了水井坊一贯的高端定位，同时也推动高端白酒回归大众消费本质。



**表 5：产品结构层次清晰**

	元明清系列	典藏、菁翠系列	井台装	臻酿八号
定位	超高端	高端	次高端	次高端
终端定价	元：65999 元/瓶 明：29999 元/瓶 清：2500 元/瓶	典藏：530 元/52 度 菁翠：788 元/52 度	439 元/52 度	349 元/52 度
产品图片				

数据来源：西南证券整理

### 3.2.2 臻酿八号高速增长，抢占竞品份额趋势明显

井台装和臻酿八号是目前公司两大核心单品，主打 300-500 元的次高端白酒市场。随着消费升级和高端酒回归理性消费，该价格带市场容量不断扩张，将成为最具爆发力的价格带。井台装 2000 年推出，定位政企商务用酒，售价一度高达近千元，曾是水井坊系列主打产品，目前终端实际售价为 450 元左右。臻酿八号于 2013 年年末推出，定位“自买自用”的个人消费市场，适合在更多场合轻松分享。臻酿八号“大家臻酿，大家共享”的理念，能清晰地感知水井坊引导高端白酒向主流价值回归的战略思想。目前终端实际售价为 300-350 元，价格极具竞争力。

两大核心单品定位清晰，分工明确，合理的价差保证两者不存在明显的竞争替代关系。产品包装典雅，媚而不俗，保持了水井坊一如既往的高端品牌形象，降价后在同档次竞品中更加凸显性价比，受市场欢迎。估计两大核心单品目前收入占比超 80%，估计 2016 年上半年销量同比增长 30%，二季度同比增长 53%，处于快速放量成长阶段。

**图 19：水井坊臻酿八号产品图**

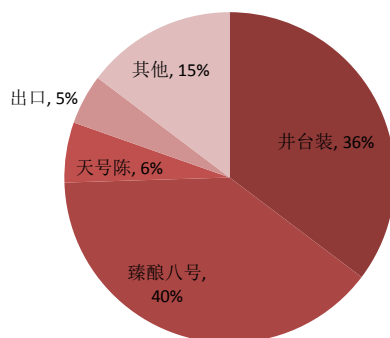

数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 20：水井坊井台装产品图**

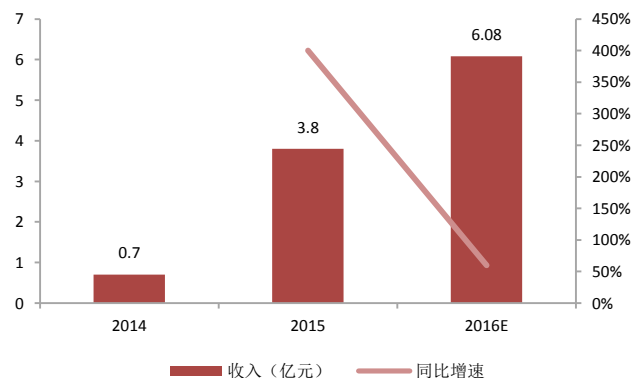

数据来源：公司官网，西南证券整理

臻酿八号高速增长，抢占同价位竞品趋势明显。臻酿八号 2013 年年末一经推出便呈现爆发式增长，估计 2015 年收入占比达到 36%，未来仍将继续提升。臻酿八号的快速增长一方面是承接部分井台装和典藏消费，更多的是抢占同价位竞品的市场份额，属于增量市场。在 300-500 元价位段，水井坊主要竞争对手是洋河梦系列、剑南春水晶剑、沱牌品味舍得、汾酒青花系列、郎酒红花郎等。除了洋河梦系列、剑南春水晶剑，能真正称得上全国性大单品的数量并不多。虽然在销售规模上水井坊不及洋河和剑南春，但是作为四大高端酒品牌之一的水井坊无论是在酒质还是品牌力上均要优于二者。根据我们的调研，主动降价后的水井坊产品在 300-500 的价位段显示出极强的竞争力，在江苏、河南、湖南等市场抢占竞品趋势明显。预计臻酿八号在河南地区的销量今年有望翻番，湖南地区保持 50% 以上的增速。

我们认为臻酿八号的高增长基于以下三个原因：1) **臻酿八号在一定程度上彰显了水井坊的品牌力**。臻酿八号虽然是水井坊系列的低端产品，但在包装和酒质上延续了水井坊的高标准，花 300 多元能买到水井坊确实物超所值。2) **臻酿八号在同价位竞品中性凸显性价比**。水井坊原来做高端酒，虽然销量下滑严重，但是品牌力并未出现较大的下滑，消费者认可度较高。因此降价后和同价位的舍得、剑南春、洋河相比品牌力略胜一筹，而且臻酿八号的酒体也好于其他竞品。3) **渠道利润高**。公司在推出臻酿八号之前做了大量的市场调研，在渠道上确保给足经销商高出同价位竞品的利润空间，经销商销售臻酿八号的积极性更高。

**图 21：估计 2015 年各产品收入占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 22：估计臻酿八号收入增长趋势**


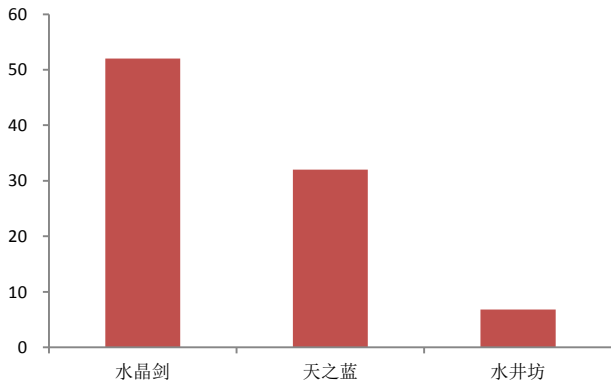
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2.3 聚集消费者需求，打造多元化价格体系

臻酿八号的高速增长带来市场份额的提升，会进一步带动井台装和典藏的推广，对水井坊整个品牌知名度和议价能力提升起到巨大作用。井台装的增长速度略慢于八号，主要原因是渠道利润率低于八号，经销商卖井台装不如卖臻酿八号积极性高。在公司未来的规划中，井台装依旧是重点打造的单品。公司逐步提高井台装的渠道利润，刺激销量增长。目前井台装销量增速逐季提高，趋势向好。

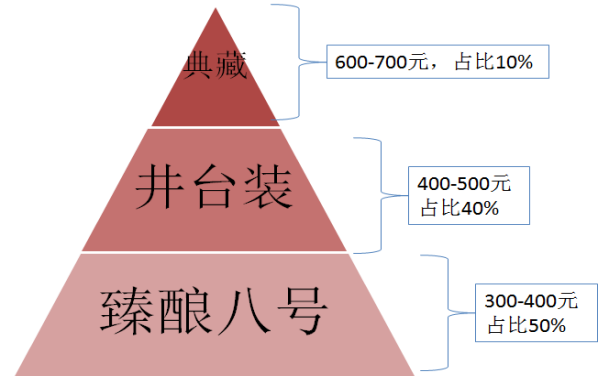
另外，公司计划于明年大力推广新典藏。新典藏仍属于典藏系列，但是酒质包装从里到外都会重新打造，指导零售价在 600-700 元。新典藏的推出，将重新抢回高端酒市场份额，与五粮液、国窖 1573 形成竞争。届时公司将形成水井坊一个系列，三个核心单品的格局，确保在每个价格带都有竞争力极强的单品，打造 300-700 元价格带绝对优势品牌。水井坊在次高端市场占比较低，未来提升空间巨大。同时，在更高端的市场，公司将借助菁翠、元明清系列树立形象，在白酒的金字塔顶尖占据一席之地。

图 23: 次高端强势品牌规模对比 (2015 年销售数据: 亿元)



数据来源: 西南证券整理

图 24: 预计三大单品未来销量占比



数据来源: 西南证券整理

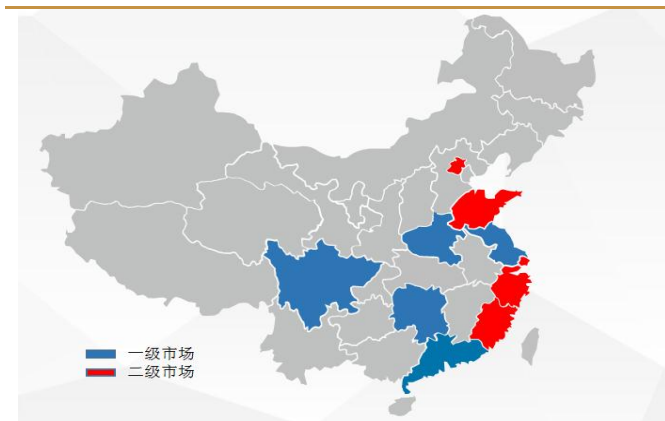
我们认为, 水井坊之所以在 300-700 元区间的各个价位带打造自己的核心单品, 不仅仅为了扩大销量, 更是一种聚焦消费者需求, 回归高端白酒价值的体现。即使是高端白酒, 其本质是拿来“喝”的, 单一讲排场要面子的消费会渐行渐远。随着三公消费逐渐转向家庭聚会和朋友聚会, 白酒也应该回归满足消费者多元化情感需求的消费本质。不同价格档次的产品具有清晰的价值体系和分级, 目的是为了契合不同消费者, 在不同场合的多元需求。水井坊做到了聚焦消费者的真正需求, 回归高端白酒消费本质。

### 3.3 渠道: 全国化+国际化, 打造全方位市场渠道

#### 3.3.1 一级市场核心打造, 未来尚有较大空间

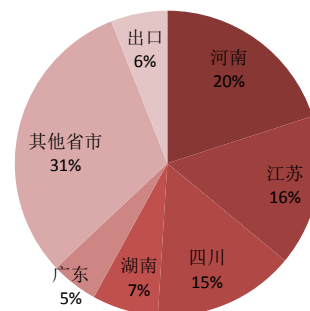
目前公司确定了河南、江苏、湖南、四川、广东五大核心市场, 未来将进一步增加核心市场的数量, 将从 5 个增加到 8 个。经过长期的精耕细作和重点培育, 核心市场近些年增长速度很快, 2015 年五大核心市场收入占比已经超过 60%。今年上半年五大核心中有两个市场增速略低于 30%, 其余 3 个保持 40% 以上, 整体收入增速可观。

图 25: 一二级市场划分



数据来源: 西南证券整理

图 26: 估计各大市场销售收入占比



数据来源: 西南证券整理

河南是水井坊第一大市场，估计 2015 年销售额达 1.6 亿元，在总收入中占比 20%。在对河南市场的调研中我们发现，河南市场是 2012 年以后才培育出来的，并非水井坊传统强势区域，但是近些年成长速度非常迅速。今年上半年郑州市场增长 70%-80%，其中臻酿八号今年刚开始发力，销量有望实现翻番。随着河南地区渠道全面覆盖、各大地级市招商布局的完成，河南市场未来几年都将处于持续高增长期，三年内有望做到 3 亿规模。

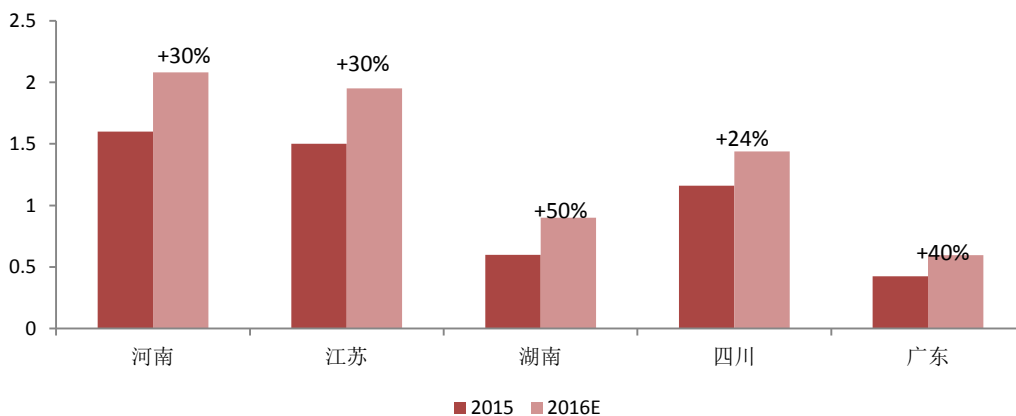
江苏市场水井坊销量估计从 2014 年的 4000 万增长到 2015 年的 1.5 亿元，增幅达 275%，主要是臻酿八号在南京、苏州等地的放量。江苏是洋河的大本营，市场占有率达到了 60%-70%。在这样强势的市场臻酿八号都能抢占洋河的份额，充分体现了臻酿八号强大的竞争力。苏南地区市场培育已逐步完成，随着未来苏北、苏中市场的打开，江苏市场有望进入增长爆发期，预计今年也能保持 30%-40% 的高速增长。

四川市场虽然是水井坊的大本营，但是由于川内名酒众多，竞争激烈，所以水井坊整个川内市场销售收入占比并不高，仅为 14%，且逐年走低，这和水井坊走出去的战略相符合。即使如此，水井坊川内市场也呈现了良好的增长态势，随着未来在家乡省份费用投放相对有所倾斜，预期未来三年能保持一个较为较快的增长速，估计 2016 年上半年增速为 24%，基本与整体增速保持一致。

湖南市场从 2000 年就开始销售水井坊的产品，有较好的群众基础，过去一直是水井坊的核心市场。2014 年渠道串货现象严重，价格体系崩坏，导致销量出现大幅下滑。经过对渠道的整顿，2015 年湖南市场开始恢复，2016 年销量差不多恢复到了历史巅峰时刻。从整体业绩上来看，湖南地区 2015 年比 2014 年翻了一番，2016 年前三季度增长 50% 以上。分产品销量占比来看，臻酿八号占比 60% 以上，井台装占比 20%，典藏不到 10%，其他还有菁翠等。从分项的增速来看，几款产品基本属于同步增长，都在 40%-50% 左右。预期未来三年湖南市场都能保证 30% 以上的增速。

广东市场虽然也是核心市场，但是销量表现欠佳。2000 年水井坊刚上市时主攻的就是广东市场，以超高端的定位曾一度大获成功。在白酒行业调整期间影响很大，销量也一落千丈，2015 年市场回暖时也才 4000 多万的收入。尽管收入不高，但是公司依旧把广东当做核心市场对待，今年 6 月份加强了对广东市场的投入，费用将有所倾斜。考虑到良好的消费者基础和较低的基数，预期未来三年广东市场将保持高速增长，复合增速看到 40% 以上。

**图 27：五大核心市场预计 2016 年收入及增速（亿元）**



数据来源：西南证券整理



我们认为，五大核心市场在未来的三到五年内有望继续保持 30%以上的高速增长，增量主要来自两方面：1) **依托品牌和酒质竞争优势，继续抢占竞品市场份额**。这点趋势十分明显，在江苏洋河如此强势的市场尚且能抢占市场份额，在非名酒产区省市，臻酿八号将更具市场竞争力；2) **进一步挖掘空白市场**。目前井台装产品终端烟酒店铺设程度较广，城市渠道相对已经下沉，但八号和典藏终端铺设空间仍然较大，估计臻酿八号在核心市场终端铺设率不超过 30%。今年才是八号在一级市场快速放量的第一年，未来八号和典藏渠道下沉空间极其广阔。同时，中东部经济发展水平较强的县市依然是未来大力开拓的重点，为公司产品提供广阔的市场空间。目前公司在各大核心市场的基数依然较小，未来成长空间巨大。

### 3.3.2 二级恢复性市场呈现高速增长态势，全国性布局可期

**二级恢复性市场呈现高速增长态势，增速在 70-80%**。在 2012 年之前，水井坊在山东、北京、上海、浙江、福建等地均具有较强的品牌力，且动销较高，消费群体基础好。在遭遇白酒行业此轮调整之后，这几个市场下滑较大，市场出现混乱，渠道丧失。经过去年和今年上半年上半年的梳理整顿，终端库存清理完毕，渠道理顺，今年重新呈现出高速增长态势，个别市场（如福建）增长 2-3 倍。在对水井坊有原有记忆的市场，未来 3 年时间里将会呈现爆发性增长。

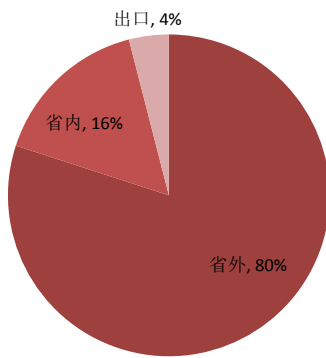
同时，一二级市场的高速增长势必会带动其他培育性市场的销量提升。公司在全国 90% 的省市均有总代，在五大核心城市和二级恢复性市场高速增长的带动下，势必会促进水井坊在其他省市品牌形象的推广和销量的提升。

我们认为，水井坊未来有望在全国市场实现扩张，主要理由有二：1) 水井坊高端品牌自带全国化基础，不存在知名度低，区域扩张困难的问题；2) 渠道可复制性强，核心市场的运作模式可以其他地方推广，二级恢复性市场水井坊消费者群众基础好，渠道理顺后有望实现快速增长，培育成核心市场潜力极大。最后以点带动面，在三级培育性市场全面铺开，实现全国市场的扩张。

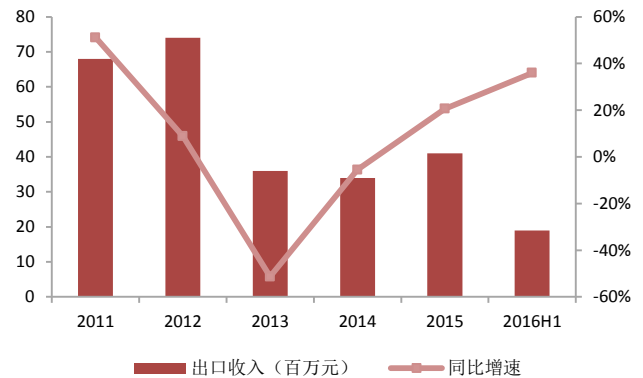
### 3.3.3 牵手帝亚吉欧，稳步拓展白酒国际市场

帝亚吉欧入主水井坊之初，就是希望将水井坊打造成国际一流的中国白酒品牌，计划在五到十年内出口销量超千吨，销售占比达 40%。帝亚吉欧是全球最大的烈酒生产企业，在 180 多个国家和地区从事酒类产品销售，渠道优势明显。借助帝亚吉欧的渠道，水井坊目前已经进入全球 30 多个国家和地区以及 72 个机场免税店销售，取得了不错的成绩，在韩国已经成长为第一大白酒品牌。

虽然整个白酒行业国际化进程较慢，但是水井坊凭借帝亚吉欧的渠道优势抢占先机，这种优势是其他白酒企业所不具备的。目前公司白酒出口占比不足 5%，但 2014 年业绩见底后呈现快速增长趋势。从长期看，未来想象空间巨大。

**图 28：公司 2016 年中期出口占比为 4%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 29：2011 年以来公司出口收入变化情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.4 销售模式：新总代模式让渠道重新焕发活力

#### 3.4.1 公司销售模式回归创新型总代模式

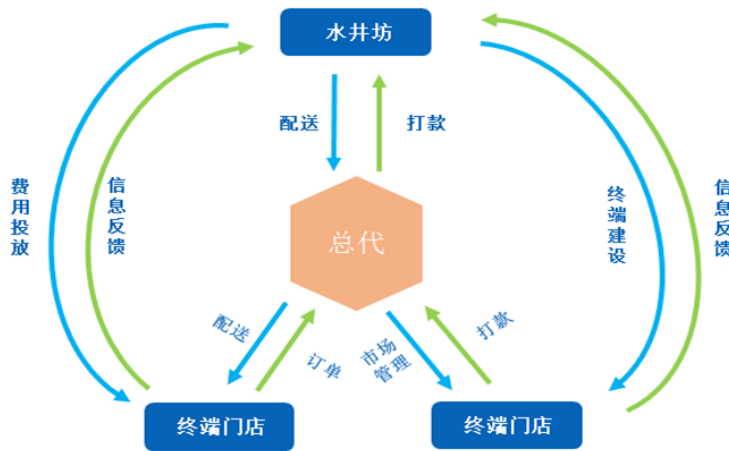
公司原有三种销售模式并行：总代模式、扁平化分销模式和与帝亚吉欧合作模式。原先水井坊统一采取总代模式，在 2012 年以来白酒行业调整期间，部分区域总代退出，公司被迫自己直接去参与终端的销售，实行扁平化的分销模式。在广东等部分市场，则采取和帝亚吉欧合作的模式。三种经销模式各有利弊，后两者在一定程度上是公司在市场环境变化下的临时举措。

**表 6：三种经销模式优劣比较**

经销模式	形式	优缺点	主要区域
总代模式	一个省份选取一家总经销商，全权负责产品的销售	优点：能迅速实现市场扩张； 缺点：过度依赖总代，对终端控制力差	多数省份市场，如河南、湖南
扁平化分销模式	公司直接参与终端的销售	优点：对市场掌控能力更强，反应更快； 缺点：对人力财力消耗较大，渠道扩张速度较慢	如江苏、北京、四川、湖北等地，并逐步向新总代模式转变
与帝亚吉欧合作模式	利用帝亚吉欧的分销渠道销售	优点：帝亚吉欧渠道资源广，可有效增加终端铺货； 缺点：洋酒主要销售场所和群体和白酒有差异	以前在广东、福建等地实行，目前也逐渐转向新总代模式

数据来源：西南证券整理

经过探索，公司在去年开始回归更适合自身定位的新总代模式，并进行一定创新。与此前不同，公司改变了省代负责整个省的销售模式。水井坊设想在省代的市场，由公司的管理团队来覆盖和掌控零售终端，其它物流、后台给经销商做。在新总代模式下，省代变成渠道流通和终端价格管控者，起到配送功能，公司则能加强对终端的把控。同时终端直接将销售、库存等信息向公司反馈，公司掌握数据做精细化管理。新总代模式最初在江苏试行，现在上海、浙江、福建、广东、北京、江西等市场也逐步转变为新总代模式。实施新总代模式的区域今年已经体现出业绩高速增长，预期新总代模式未来将在全国范围内推广。

**图 30：新总代模式示意图**


数据来源：西南证券

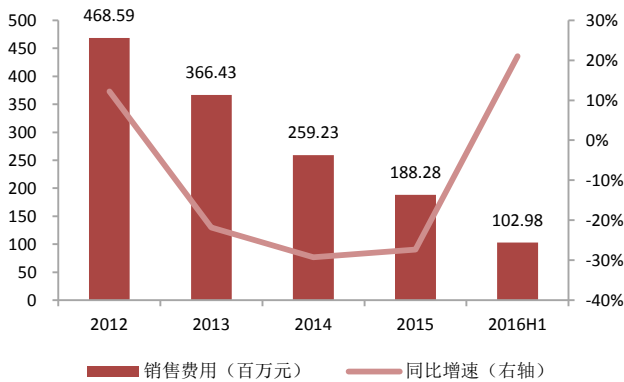
### 3.4.2 新总代模式下，渠道更加高效健康

**新总代模式下，渠道更加健康。**水井坊前些年销量的下滑不是产品和品牌的问题，更多的是因为大量窜货行为直接影响经销商的利益。在新模式下，门店终端及时将价格信息反馈给公司，公司实时监控各个渠道价格，严禁跨区窜货行为，保证产品顺价销售。同时公司通过终端数据，精细化管理渠道库存，减少经销商资金占用。目前渠道运行高效，体系健康，产品库存维持低位，终端门店库存基本在 2-3 周，省代库存在 1-1.5 个月，公司内部库存在 2 个月，远好于行业平均水平（行业大概 3 个月左右）。

**费用投放更加注重对终端和线下体验活动的支持。**公司以往更注重品牌形象的塑造，用品牌的拉力来带动销售，所以销售费用更多地投向传统媒体广告。而终端的宣传推广活动由经销商直接负责，结果往往是经销商缺乏动力，导致之前这块一直做得不好。目前，公司改变策略，线上广告有针对性地逐步转移至终端和新媒体，同时公司直接负责终端线下活动，包括核心门店的建设、活动的策划，借助渠道推力促销量。现在费用的投放是由厂家直接分配到终端门店，大力支持核心门店的活动，效果显著，效率更高。今年 2 月份，公司启动核心门店工程。目前公司已经拥有 2000 多家核心终端门店，对核心门店的支持力度也要强于其他终端。公司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。

**公司直接参与客户开发，开启品鉴会模式，瞄准精英消费群体。**由于摘帽压力，公司 2015 年大幅缩减销售费用开支。今年上半年公司重新加大宣传推广费用投放，同比增长 21%，志在重塑品牌形象。在推广形式上，水井坊率先展开高端圈层品鉴会，抢占行业先机。结合书画摄影，以生动化的手法，向消费者展示水井坊出众的品质、悠久的历史传承以及不断突破的态度，对水井坊的品牌推广起到积极的作用。水井坊定位高端，将目标客户瞄准具有高品位的精英消费群体，与公司形象十分契合。2015 年水井坊举办高端品鉴会 400-500 场，接触人群超万人，起到很好的消费者培育效果。2016 年公司将继续推进品鉴会举办，不断提升水井坊品牌形象，吸引更多高端消费群体。



**图 31: 销售费用 2016 年大幅回升**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 32: 水井坊品鉴会模式现场图**


数据来源: 西南证券整理

### 3.5 管理层: 看好新管理团队, 带领水井坊到新的高度

帝亚吉欧收购水井坊后, 水井坊的管理团队发生巨大变动。外籍团队入主水井坊的两年恰逢白酒行业大调整, 水井坊业绩大幅下滑, 一度面临退市风险。市场普遍不看好外籍团队, 认为外籍团队不了解中国白酒市场, 做不好白酒, 而且中外双方做事交流风格不一致, 内部效率不高。

**中国籍团队重新接手水井坊。**2015 年 10 月公司聘请范祥福先生出任总经理, 接替原先的大米先生。范祥福先生曾在嘉士伯任职, 在啤酒行业工作 20 多年, 对快消品的运营有丰富的管理经验。公司后续更换销售总监, 由有着丰富啤酒销售经验的张福钧先生接任。中国籍团队重新接管水井坊后, 公司在运行模式、营销策略上均发生明显变化。2015 年业绩顺利实现扭亏为盈, 2016 年不断好转, 公司重新焕发经营活力。

**表 7: 公司新任管理团队成员**

姓名	职务	任职日期	国籍
范祥福	总经理	2015/10/5	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
张福钧	销售总监	2016/5	中国

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

通过调研, 我们发现经销商和市场投资者普遍都看好这届的管理团队, 理由如下:

- 1) **范总和张总有着丰富啤酒营销经验, 能较好较快地弄清白酒行业, 理顺关系。**白酒行业的销售及经营理念本来就落后于其他行业, 范总和张总理念更为先进, 能为公司带来不一样的改变。
- 2) **中方管理层工作勤勉, 态度认真。**外籍高管的工作习惯与中方差异较大, 他们将工作时间和私人时间分得较为明确, 非工作时间上下沟通十分困难。而中方的新领导团队则不存在该问题, 他们工作勤勉, 态度认真。从与经销商和部分销售人员的交

谈中可以看出,基层与管理层沟通十分顺畅,非工作时间都可以随时直接电话联络,有时半夜都能收到管理层邮件回复。

- 3) **厚积才能薄发,公司上下一心,凝聚力强。**除了加强对白酒营销方面的理解,新管理层同时还逐步理顺公司上下级关系、领导体系,能够很顺利的交流沟通,齐心做事情。经过过去几年的磨合,目前这个团队是有积淀的,具有较强的战斗力和凝聚力。

另外,公司在 2016 年 4 月底发布递延奖金计划,采用虚拟股票的方式,实施周期三年,将公司中长期绩效目标与个人激励紧密结合,将有效调动管理层积极性。

**表 8: 递延奖金计划实施方案**

计划项目	实施方案
覆盖范围	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
实际授予虚拟股数	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
计算方式	递延奖金=实际授予虚拟股数×授予当年全年的平均收盘价×支付系数 1. 支付系数: 公司综合业绩达标率<90%=0、90%-100%=0.6、100%-120%=1.0、>120%=1.1 2. 递延奖金每年预算总额上限为授予当年公司净利润的 3%
意义	将公司中长期绩效目标与个人激励紧密结合,有效调动管理层积极性

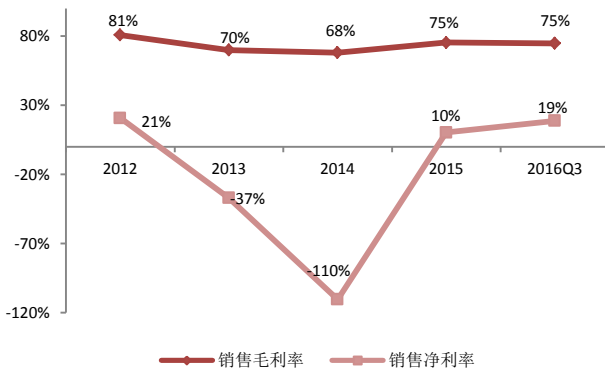
数据来源:公司公告,西南证券整理

我们有理由相信,这样一只专业、勤勉、有凝聚力的管理团队,能将水井坊带到一个新的高度。

## 4 财务分析：费用控制改善，净利率未来有较大提升空间

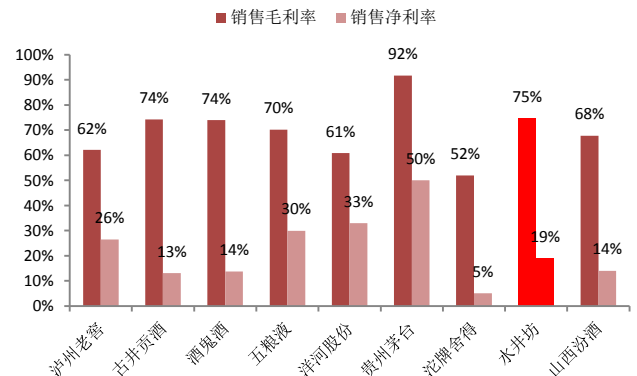
**销售毛利率高，但净利率偏低。**水井坊酒始终定位高端，保持较高的毛利率，主动降价后虽然略有下降，依旧保持在70%以上。受费用过高拖累，2013、2014两年连续亏损。2015年业绩成功扭亏为盈，2016Q3销售净利率回升至19%，并呈现逐步提升趋势。与同行企业相比，水井坊销售毛利率在茅台之后位列第二，但净利率只排在中游水平，主要是因为期间费用率过高。

图 33：2012 年以来销售毛利率、净利率变化趋势



数据来源：公司公司，西南证券整理

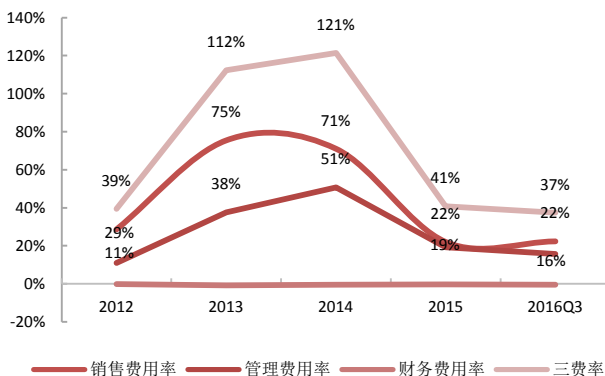
图 34：行业内公司销毛利率、净利率对比



数据来源：2016 公司三季度报，西南证券整理

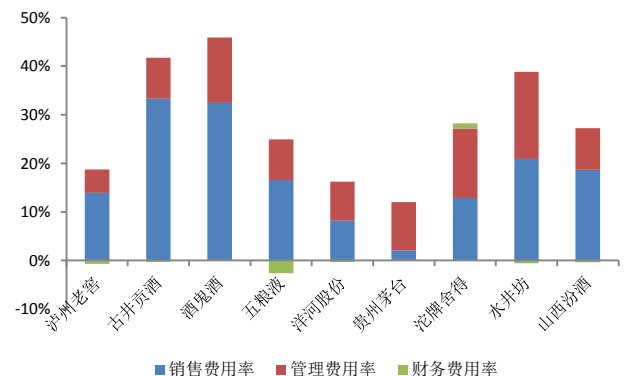
**期间费用率有较大下降空间。**2013 和 2014 年公司收入大幅下滑，但是相应的销售费用和管理费用没有减少，导致各项费用率指标大幅攀升，三费率到了 112% 和 121%，连续两年亏损。随后公司大幅收缩费用，同时销售收入开始恢复增长，三费率在 2015 年回到正常水平。2016 年前三季度销售费用率、管理费用率、三费率分别是 22%、16%、37%，均呈现明显下降趋势。

图 35：2012 年以来公司三费率变化情况



数据来源：公司公司，西南证券整理

图 36：行业内企业三费率对比

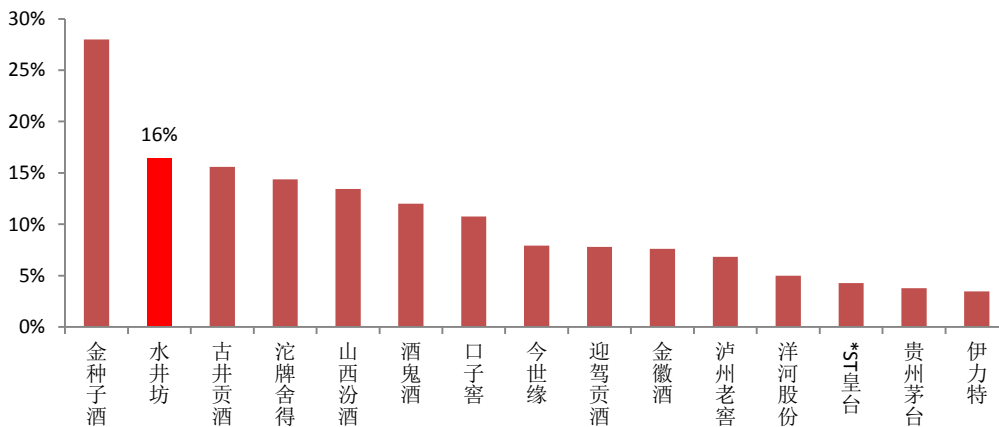


数据来源：2016 公司三季度报，西南证券整理

与同行企业对比，公司的三费率仍处于较高水平。基于以下两点考虑，我们认为未来公司的费用率还有较大的下降空间。

- **管理费用率偏高。**目前水井坊的管理费用率为 16%，远高于行业平均水平。帝亚吉欧中国籍团队入主水井坊后对公司管理机制进行大刀阔斧的改革，梳理和优化管理结构，逐步推出高管激励计划，调动管理层积极性。外资企业在内部管理和成本控制上具有较强的优势，我们认为未来公司管理费用率可逐步下降至行业正常水平 8%左右。
- **销售费用投入效率偏低。**从广告推广费用投入产出比这一指标可以看出，水井坊在广告推广上效率偏低。这跟公司以往注重通过广告宣传品牌形象而忽视终端线下推广有关，导致每单位收入的销售成本较高。新总代模式下，公司将费用投放到门店支持终端推广活动，有效增强渠道活力，提高费用收入转换率。同时，扁平化分销模式转变为新总代模式将大大节约公司部署终端销售的人力物力。

**图 37：水井坊广告推广费用投入产出比偏低（指标=广告推广费用/销售收入）**



数据来源：WIND 资讯，西南证券整理（五粮液未公开广告推广费用数据）

考虑到公司收入基数较低，期间费用率略高于同行属于正常。未来随着规模效应的体现，三费率将大幅下降，净利率有较大提升空间。根据 2016 年中报统计，所有白酒行业共 18 家上市公司，在剔除\*ST 皇台、沱牌舍得、金种子、顺鑫农业之后，14 家上市公司净利率达到 22.9%；再把国企剔除，仅考虑民营及类民营企业，剩余四家净利率 21%；高端酒剩余四家（茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊），净利率 31.5%。不管和哪个数据对比，水井坊当前 19% 的净利率都是偏低的。如果按照历史来看水井坊的净利率，2008 年做到 27% 的净利率，达到历史最高点，2011-2012 年净利率 21% 左右，我们预计未来三年公司净利率将稳步提升。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

公司核心单品臻酿八号放量增长，井台装增长稳定，重新推出的新典藏将在高端市场抢占市场份额，公司业绩有望迎来新一轮的快速增长：

**(1) 产品预测：**未来公司将专注水井坊系列酒的生产，臻酿八号、井台装、典藏（含菁翠等超高端产品），天号陈系列产品占比不超过 5%。

- 臻酿八号未来三年预测：2013 年底才推出的臻酿八号凭借超高的性价比已经一跃成为公司最大单品，总收入占比超 50%，表现出极强的竞争力。考虑到臻酿八号在核心城市终端铺货率不足 30%，远低于井台装，未来渠道进一步渗透的空间还很大。2016 年是臻酿八号真正放量的第一年，预计未来三年内还能继续保持高增速。预计 2016 年-2018 年销量分别是 1141 吨、1540 吨、2002 吨，吨价分别是 50 万元/吨、52 万元/吨、54 万元/吨，对应销售收入分别为 5.7 亿元、8.0 亿元、10.8 亿元；
- 井台装系列未来三年预测：井台装在 2010 年之前是公司唯一的明星产品，单品收入超 10 亿，有着较好的消费者基础。原来定位高端市场，降价后进入次高端市场颇具竞争力，目前恢复性增长趋势良好，大概在两位数左右增速。公司正逐步提高井台装的渠道利润，促进销量增长。预计 2016 年-2018 年销量分别是 526 吨、637 吨、770 吨，吨价分别是 80 万元/吨、83 万元/吨、86 万元/吨，对应销售收入分别为 4.2 亿元、5.3 亿元、6.6 亿元；
- 典藏系列未来三年预测：典藏（含菁翠等超高端产品）系列代表水井坊的最高工艺水准，也曾在高端市场占据一席之地。随着高端白酒遇冷，典藏系列销量骤减，目前属于半隐退状态。公司将于 2017 年大力推出新典藏，定位 600-700 元的高端市场，计划五年内做到销量占比 10%。预计 2016 年-2018 年典藏及其他高端酒销量分别为 54 吨、70 吨、91 吨，吨价分别为 100 万元/吨、110 万元/吨、120 万元/吨，对应销售收入分别为 5400 万元、7700 万元、1.1 亿元；
- 天号陈和低端散酒未来三年预测：天号陈属于中端产品，不在公司未来重点打造计划内，预计未来三年保持现有销售规模。散酒处理价值较低，对整体收入规模影响较小，预期未来三年保持 140 万元的收入规模。

**(2) 利润率预测：**

- 毛利率：臻酿八号占比提升会降低毛利率，考虑到典藏高端系列的推出一定程度上能起到拔高整体价位的作用，我们预计未来三年产品的综合毛利率将维持了 76% 左右水平。
- 期间费用率：目前公司期间费用率略高，随着销售收入基数的快速增长、管理和销售状况的改善，费用率有望逐渐走低。2016 年-2018 年，预计销售费用率分别是 20.0%、18.5%、17.5%，管理费用率分别是 17.0%、15.0%、13.50%。

**表 9：水井坊各类产品收入整体预测表 (百万元)**

	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>高端酒</b>				
高端酒收入合计	751	1,045	1,406	1,853
yoy	148.5%	39.1%	34.5%	31.8%
<b>臻酿八号</b>				
臻酿八号	365	570	801	1081
yoy	409.1%	56.3%	40.4%	35.0%
<b>井台装</b>				
井台装	345	421	528	662
yoy	245.0%	22.0%	25.5%	25.4%
<b>典藏</b>				
典藏	41	54	77	109
yoy	-68.3%	30.0%	43.0%	41.8%
高端酒成本	167	232	312	411
高端酒毛利率	77.8%	77.8%	77.8%	77.8%
<b>中端酒 (天号陈)</b>				
收入	58	58	58	58
yoy	0%	0%	0%	0%
成本	34	34	34	34
毛利率	42%	42%	42%	42%
<b>低端酒 (散酒等)</b>				
收入	1.4	1.4	1.4	1.4
yoy	-4%	-1%	0%	0%
成本	1	1	1	1
毛利率	31%	31%	31%	31%
<b>其他业务收入</b>				
收入	44	4	4	4
yoy	1057%	-91%	0%	0%
成本	10	3	3	3
毛利率	78%	32%	32%	32%

数据来源：公司公告、西南证券

## 5.2 绝对估值

关键假设：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2)  $\beta$  系数选用白酒 (申万分类) 行业最近 24 个月  $\beta$  值的算术平均；
- 3) 税率：保持 18% 稳定税率。

**表 10: 绝对估值假设条件**

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	3%
市场组合报酬率 Rm	16.00%
有效税率 Tx	18.00%
过渡期增长率	12.00%
$\beta$ 系数	0.87
债务资本成本 Kd	0
债务资本比重 Wd	0
股权资本成本 Ke	14.31%
WACC	14.31%

数据来源: wind, 西南证券

**表 11: FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	3734.45
净债务价值	-665.81
股票价值	4400.26
每股价值	9.01

数据来源: wind, 西南证券

**表 12: FCFF 估值敏感性分析**

WACC \ 永续增长率	13.31%	13.81%	14.31%	14.81%	15.31%
1.5%	9.21	8.83	8.49	8.17	7.88
2.0%	9.41	9.01	8.65	8.31	8.01
2.5%	9.62	9.20	8.82	8.47	8.14
3.0%	9.86	9.41	9.01	8.63	8.29
3.5%	10.13	9.65	9.21	8.82	8.46
4.0%	10.42	9.90	9.44	9.02	8.63
4.5%	10.74	10.19	9.68	9.23	8.83

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 9.01 元。

## 5.3 相对估值

我们根据公司的产品定位和体量, 分别选择业内 8 家企业作为估值参考, 其中贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖为白酒传统龙头企业; 古井贡酒、山西汾酒、沱牌舍得、酒鬼酒是区域性白酒代表, 体量较小。



**表 13: 可比公司估值情况**

排名	代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB
				TTM	16E	17E	
	600779.SH	水井坊	95	55.4	42.0	28.0	6.4
	可比公司	最高值	4,242.9	136.8	47.5	35.1	6.4
		中位值	216.2	30.3	24.3	21.0	4.4
		平均值	873.5	46.9	28.6	22.2	4.5
1	600519.SH	贵州茅台	4,242.9	25.6	21.3	18.9	6.2
2	000858.SZ	五粮液	1,391.6	20.8	17.0	15.2	3.1
3	002304.SZ	洋河股份	1,087.6	18.9	16.7	14.7	4.3
4	000568.SZ	泸州老窖	481.3	29.1	21.7	17.9	4.5
5	000596.SZ	古井贡酒	216.2	30.3	24.3	21.0	4.5
6	600809.SH	山西汾酒	204.3	33.7	27.9	24.1	4.4
7	600702.SH	沱牌舍得	79.3	136.8	42.1	27.5	3.4
8	000799.SZ	酒鬼酒	68.2	73.3	47.5	35.1	3.7

数据来源: wind, 西南证券整理

- 从市值角度看, 公司当前市值约为 95 亿元, 处于行业较低水平, 和行业内全国性企业差距较大;
- 从 PE 角度看, 行业中位数为 30 倍, 平均值为 47 倍, 公司当前估值约为 55 倍, 高于行业平均估值水平, 但同体量增速相近的公司 (沱牌舍得、酒鬼酒) 比估值并不算高;
- 预计公司 2016-2018 年归母净利润 2.1 亿元、3.2 亿元、4.6 亿元, 未来三年归母净利润复合增速达 73%。三大核心单品促使业绩高速增长已经拉开序幕, 全国化布局已日渐成熟, 空间巨大。目前公司体量较小, 业绩基数较低, 处于高速成长阶段, 给予 2017 年 47 倍 PE, 对应目标价 31 元, 维持“买入”评级。

## 6 风险提示

- 单品增速或不达预期

次高端白酒迅速扩容导致各大品牌纷纷涌入, 推出新产品瞄准 300-500 元的次高端市场, 导致次高端价格带竞争激烈, 单品增速或不达预期。

- 二级市场渠道恢复或不及预期

由于五大核心市场增速随时间放缓, 二级市场渠道恢复或不及预期, 不能及时提供收入增量的话, 可能会造成公司业绩高速增长不可持续。

- 诉讼风险

公司及子公司水井坊营销有限公司与成都铸信地产就之前已转让土地产生纠纷的诉讼案目前正在进展中, 如果公司败诉, 将支付超 2 亿的诉讼赔偿, 直接影响当年公司的净利润。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	854.87	1108.55	1469.64	1916.21	净利润	87.97	212.85	323.37	456.28
营业成本	211.15	269.35	349.51	448.65	折旧与摊销	36.28	40.09	42.38	45.20
营业税金及附加	123.54	161.35	211.99	277.32	财务费用	-2.83	-4.74	-6.68	-9.16
销售费用	188.28	221.71	271.88	335.34	资产减值损失	62.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	163.88	188.45	220.45	258.69	经营营运资本变动	73.32	60.68	-94.55	-70.25
财务费用	-2.83	-4.74	-6.68	-9.16	其他	-23.34	-36.13	6.42	4.26
资产减值损失	62.63	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>234.04</b>	<b>272.75</b>	<b>270.96</b>	<b>426.32</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	26.04	-40.00	-68.00	-42.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	4.57	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>30.62</b>	<b>-40.00</b>	<b>-68.00</b>	<b>-42.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>108.23</b>	<b>272.43</b>	<b>422.49</b>	<b>605.37</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.36	4.00	3.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>105.87</b>	<b>276.43</b>	<b>425.49</b>	<b>608.37</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.90	63.58	102.12	152.09	支付股利	0.00	-17.59	-42.57	-64.67
净利润	87.97	212.85	323.37	456.28	其他	0.00	4.74	6.68	9.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>0.00</b>	<b>-12.85</b>	<b>-35.89</b>	<b>-55.52</b>
归属母公司股东净利润	87.97	212.85	323.37	456.28	<b>现金流量净额</b>	<b>264.65</b>	<b>219.89</b>	<b>167.06</b>	<b>328.81</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	364.25	584.14	751.21	1080.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	77.42	134.76	171.73	219.90	销售收入增长率	134.29%	29.68%	32.57%	30.39%
存货	717.30	717.74	866.75	1031.75	营业利润增长率	135.20%	151.72%	55.08%	43.29%
其他流动资产	25.95	33.65	44.61	58.17	净利润增长率	121.84%	141.95%	51.93%	41.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	152.18%	117.24%	48.87%	39.99%
投资性房地产	17.82	17.82	17.82	17.82	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	463.74	463.99	492.71	489.76	毛利率	75.30%	75.70%	76.22%	76.59%
无形资产和开发支出	55.75	56.09	53.66	54.09	三费率	40.86%	36.57%	33.05%	30.52%
其他非流动资产	72.53	71.85	71.17	70.50	净利率	10.29%	19.20%	22.00%	23.81%
<b>资产总计</b>	<b>1794.75</b>	<b>2080.04</b>	<b>2469.67</b>	<b>3022.00</b>	ROE	6.87%	14.41%	18.40%	21.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.90%	10.23%	13.09%	15.10%
应付和预收款项	290.60	353.39	459.97	596.17	ROIC	8.83%	22.41%	31.74%	39.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.57%	27.76%	31.18%	33.47%
其他负债	222.78	250.03	252.27	276.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>513.38</b>	<b>603.41</b>	<b>712.24</b>	<b>872.97</b>	总资产周转率	0.50	0.57	0.65	0.70
股本	488.55	488.55	488.55	488.55	固定资产周转率	1.80	2.42	3.14	3.99
资本公积	399.51	399.51	399.51	399.51	应收账款周转率	81.66	75.51	68.74	70.52
留存收益	393.32	588.58	869.38	1260.98	存货周转率	0.27	0.35	0.42	0.45
归属母公司股东权益	1281.37	1476.63	1757.43	2149.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1281.37</b>	<b>1476.63</b>	<b>1757.43</b>	<b>2149.03</b>	资产负债率	28.60%	29.01%	28.84%	28.89%
负债和股东权益合计	1794.75	2080.04	2469.67	3022.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.34	2.47	2.60	2.76
					速动比率	0.92	1.26	1.37	1.57
					股利支付率	0.00%	8.27%	13.16%	14.17%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.18	0.44	0.66	0.93
					每股净资产	2.62	3.02	3.60	4.40
					每股经营现金	0.48	0.56	0.55	0.87
					每股股利	0.00	0.04	0.09	0.13
业绩和估值指标									
EBITDA	141.67	307.78	458.19	641.41					
PE	108.07	44.67	29.40	20.84					
PB	7.42	6.44	5.41	4.42					
PS	11.12	8.58	6.47	4.96					
EV/EBITDA	63.69	28.60	18.85	12.95					
股息率	0.00%	0.19%	0.45%	0.68%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn