

水井坊 (600779)

报告日期：2021年07月06日

轻装上阵，高端可期

——水井坊深度报告

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 联系人：张潇倩
zhangxiaoqian@stocke.com.cn

报告导读

水井坊为川酒“六朵金花”之一，出身系名门，具备高端酒基因，此前曾因管理层变动频繁、战略调整等原因逐步跌出高端酒阵营。疫情后公司重新出发轻装上阵，在新任领导带领下，提出“产品高端化”、“高端酒平台”、“狮王荟”、“加大消费者培育力度”、“重视团购”等新战略，同时牵手国威或将增厚利润，我们认为公司高端化速度或超预期。

投资要点

□ 看过去：出身系名门，具备高端酒基因

公司前身为老八大名酒之一的全兴大曲，为“川酒六朵金花”之一，其拥有全世界最古老的酿酒作坊，故又被业界称之为中国白酒第一坊。自2000年水井坊推出之时，价格一度超越贵州茅台、泸州老窖，出身即高端，后因管理层变动频繁、公司战略调整等原因跌落高端酒阵营。疫情过后，公司积极管控与经销商共度难关，21年轻装上阵。

□ 论当下：次高端为基本盘，新总代助力扩张

股权结构方面，公司目前为唯一外资控股白酒上市公司，近期新任领导上任后，水井坊“水土不服”问题逐步得到解决，同时由于此前股权激励解锁条件受疫情影响或难以达成，公司近期将再次启动回购以保障长效机制的建立；**产品结构方面**，公司聚焦中高档产品，其中位居次高端价位的臻酿八号及井台收入占比接近90%，随着产品结构的稳步提升、核心产品价格上移，高档酒毛利率从17年的80.78%提升至20年的84.79%，未来典藏及以上产品（高端产品）及酱酒产品将为业绩两大增长极；**渠道市场方面**：新总代模式助力公司走出困境，未来公司将聚焦核心市场，推进核心门店5.0模式，推动核心点重点省份覆盖率增长。

□ 未来看点：高端化发展+切入酱酒赛道，盈利表现或超预期

公司2021重点为发力典藏及以上产品，以拉动臻酿八号及井台品牌价值/价盘提升，引导价位升级，我们认为公司高端化速度或超预期，典藏及以上高端产品收入占比有望从当前的不足10%提升至双位数，主因：1) 基因：公司高端基因为实现高端化战略的必要基础；2) 渠道：高端酒平台的成立将有效激活渠道，同时让高端产品投入更灵活；3) 营销：弥补此前消费者培育弱项，将消费者培育作为当前工作重点，成立“狮王荟”以锁定意见领袖，匹配高端化战略进行圈层营销。考虑到高端化战略成效将逐步显现，与国威（酱酒）的合作框架即将落地，预计公司盈利端将迎来优异表现。

□ 盈利预测及估值

我们认为水井坊将受益于高端化战略逐步落地（运作高端酒平台以推动700元以上价位产品迅速发展、加大消费者培育力度、成立狮王荟等）+或与国威牵手，同时考虑到2020年受疫情影响公司业绩基数较低、2021年公司收入/净利润目标为43%、35%，预计2021-2023年收入增速分别为46.6%、27.2%、20.7%；归母净利润增速分别为49.3%、30.4%、23.5%；EPS分别为2.2、

评级

买入

上次评级 首次评级
 当前价格 145.00

单季度业绩

元/股

2Q/2020	-0.18
3Q/2020	0.82
4Q/2020	0.47
1Q/2021	0.86



公司简介

水井坊历史悠久，为川酒“六朵金花”之一。水井坊酒具有“窖香幽雅、陈香飘逸、绵甜醇厚、圆润爽口、香味谐调、尾净悠长”的独特风格，是中国浓香型白酒的典范。

相关报告

2.9、3.6 元/股；PE 分别为 65X、50X、40X。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂：**消费升级持续、高价位产品导入顺利；

风险提示：国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

财务摘要

（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	3005.7	4407.6	5605.4	6765.8
(+/-)	-15.1%	46.6%	27.2%	20.7%
净利润	731.3	1092.0	1424.0	1759.1
(+/-)	-11.5%	49.3%	30.4%	23.5%
每股收益（元）	1.5	2.2	2.9	3.6
P/E	96.8	64.9	49.7	40.3

正文目录

1. 看过去：出身系名门，具备高端酒基因	7
1.1. 曾跻身高端酒行列，现再提“高端化”目标	8
1.1.1 99年前：四川制药资产重组，全兴酒业借壳上市	8
1.1.2 99-04年：聚焦白酒主业，管理层MBO成功改制民营	8
1.1.3 05-12年：帝亚吉欧逐步入局，公司进入稳健发展阶段	9
1.1.4 13-15年：白酒行业深度调整，公司短暂进入低谷阶段	9
1.1.5 16-19年：乘行业回暖春风，水井坊增速居前列	9
1.1.6 20-至今：业绩低谷已过，公司轻装重新上阵	10
1.2. 再探水井坊高端基因来源/跌落高端阵营原因	11
2. 论当下：次高端为基本盘，新总代助力拓张	13
2.1. 股权结构：帝亚吉欧控股白酒第一坊，回购启动再次跟进	13
2.1.1 帝亚吉欧控股中西合璧，新任总经理焕发新气象	13
2.1.2 股权激励绑定多方利益，回购启动再次跟进	14
2.2. 产品结构：基本盘表现稳健，典藏及酱酒为两大增长极	15
2.3. 渠道市场：新总代理渠道模式创新，助推公司聚焦核心业务	17
2.3.1 新总代模式助力走出困境，未来有望进一步优化	17
2.3.2 核心市场收敛积蓄力量，坚持“蘑菇”战术辐射周边	19
3. 行业：次高端酒持续扩容，尽享消费升级红利	20
3.1. 次高端酒：处于快速扩容阶段，仍有较大增长空间	20
3.1.1 行业规模：水井坊所处的次高端酒规模约740亿元，扩容速度或超预期	20
3.1.2 行业格局：处于战国时代竞争激烈，集中度有望进一步提高	21
3.1.3 行业趋势：价格带动态上移，布局高价位带以实现“占位”	22
3.2. 酱酒：酱酒热趋势无法逆转，渠道利润丰厚	23
4. 看点：高端化发展+切入酱酒赛道，盈利端或超预期	25
4.1. 高端化：水井坊有底气再次冲击高端阵营背后的原因	25
4.1.1 基础：高端基因为当前实现高端化战略的必要基础	25
4.1.2 发力点：高端酒平台成立，典藏及以上产品表现或超预期	26
4.1.3 必要项：消费者培育为当下重点，“狮王荟”锁定圈层营销	27
4.2. 酱酒：携手国威涉足酱酒赛道，强强联手打造高端酱酒	30
4.3. 产能：邛崃扩建项目进行时，为未来发展奠定基础	31
5. 盈利预测	32
5.1. 盈利预测	32
5.2. 估值分析	33

5.3. 投资建议	34
风险提示	34

图表目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 水井坊收入一度超过茅台、泸州老窖	8
图 3: 药业收入在 02-03 年一度占据公司营收半壁江山	8
图 4: 2011 年剥离全兴对公司收入端造成了较大影响	9
图 5: 在 11 年剥离全兴低端酒后, 公司盈利能力有所提高	9
图 6: 公司 05-12 年年均复合增速不如其他主要上市酒企亮眼	9
图 7: 19-21Q1 单季业绩, 20Q3-21Q1 强势反弹	11
图 8: 公司 20 年削减广告费用, 严控费用投入	11
图 9: 13 年公司中高端酒收入占比下降	12
图 10: 13 年公司中高端酒收入增速大幅下降	12
图 11: 水井坊采取主动降价策略, 产品性价比优势凸显	12
图 12: 13 年公司在重点区域用扁平化直营取代原总代模式	12
图 13: 帝亚吉欧并购情况一览	13
图 14: 水井坊当前股权结构图	13
图 15: 水井坊董事长及总经理更替情况	14
图 16: 2009-2020 中高档与低档产品收入占比及同比增速	15
图 17: 2017-2020 高档中档收入占比	15
图 18: 2017-2020 中高档吨价	17
图 19: 水井坊毛利率稳定较高	17
图 20: 2011 年公司与行业龙头相比业绩尚有较大差距	18
图 21: 补充扁平化渠道后, 公司费用率在 13-14 年间大幅上升	18
图 22: 16-21Q1 销售费用率维持正常区间, 管理费用率下降	19
图 23: 14-20 年省外收入占比持续提升	20
图 24: 16-20 年公司各区域收入占比	20
图 25: 17-19 年公司各区域基本保持较高增速	20
图 26: 近年核心门店升级情况, 有力支持高端化策略	20
图 27: 次高端酒扩容速度或超预期	21
图 28: 2020 年次高端各产品市占率一览	22
图 29: 2010-2020 年酱酒规模情况一览	23
图 30: 2010-2020 年酱酒产量情况一览	23
图 31: 2010-2020 年酱酒收入占比情况一览	24
图 32: 2010-2020 年酱酒产量占比情况一览	24
图 33: 2016-2019 广告宣传费用投入增加	26
图 34: 水井坊品牌价值不断提升 (亿元)	26
图 35: 2018 年以来内参系列收入高速增长	27
图 36: 2019 年内参系列销量实现翻番	27
图 37: 水井坊品鉴会逐渐升级	29
图 38: 近年新渠道收入虽有上升趋势, 但收入占比无明显提升	30
图 39: 国威酒业历史沿革	30
图 40: 水井坊设计产能逐年提升	31
图 41: 2020 年水井坊产能利用率位居酒企前列 (%)	31
图 42: 水井坊邛崃产能扩张情况一览	32

图 43：次高端二线名酒估值情况	33
图 44：酒鬼酒与水井坊估值差	33
表 1：水井坊品牌荣誉	7
表 2：公司前身全兴大曲三次荣获全国名酒称号	8
表 3：公司于 2004 年决定剥离药业，专注酒类业务	8
表 4：帝亚吉欧入主时间表	9
表 5：公司在产品、渠道、体制等方面进行改革	10
表 6：当前公司管理层在酒水行业经验丰富	14
表 7：两期股权激励方案一览	15
表 8：水井坊主要产品结构	16
表 9：产品提价情况	16
表 10：公司从自身实力和市场实际情况出发，逐步构建了老总代+新总代相结合的渠道模式	18
表 11：15-20 年公司经销商数量大幅减少，北区西区减幅最大	19
表 12：公司市场策略由原来的“5+5+5”收敛至现在的“5+3”	19
表 13：规模以上酒企发展情况	21
表 14：主要次高端大单品情况一览	22
表 15：次高端产品在高端价格带的布局情况	23
表 16：各主要地区酱酒发展情况	24
表 17：主要次高端白酒企业纷纷布局高端产品	27
表 18：此前水井坊主要营销方式包括大事件、小体验、数字化营销	28
表 19：次高端升级价格带及千元价格带产品均推出系列品鉴会 IP	29
表 20：公司近年推出诸多圈层营销及团购举措	30
表 21：水井坊与国威酒业成立合资公司情况一览	31
表 22：水井坊白酒板块业务拆分表	33
表 23：可比上市公司盈利预测及估值表	34

1. 看过去：出身系名门，具备高端酒基因

公司前身为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、沱牌曲酒并称川酒六朵金花。现名“水井坊”因老酒厂内水井街酒坊遗址而得名，该遗址据考证已有 600 年历史，被吉尼斯世界纪录认定为全世界最古老的酿酒作坊，其悠长的酿酒历史得到了世界的肯定，故被业界称之为中国白酒第一坊。公司目前主营水井坊品牌系列浓香型白酒，以菁翠、典藏大师版、井台、臻酿八号为主要核心产品，2020 年营收占比达 97.4%，定位 300-800 元的次高端价格带。

"中国白酒第一坊"，文化底蕴深厚。 1) **厚重的物质文化遗产：**水井坊遗址距今 600 余年，是中国现存最古老的酿酒作坊； 2) **精湛的非物质文化遗产：**水井坊酒传统酿制技艺以老窖菌群为根本，采用泥窖固态发酵，精选优质多粮，严格遵循国家级非物质文化遗产-水井坊酒传统酿造技艺（起窖拌料、上甑蒸馏、量质摘酒、摊晾下曲、入窖发酵、勾兑储存等）生产，成为中国浓香型白酒的典范。 3) **独特的地域环境优势：**地域环境特别利于窖池微生物群的富集与繁衍，水井街酒坊 600 余年来从未间断生产，蕴育出独特的“水井坊一号菌”，加之岷山雪水提供优质水源，为酿酒提供了天然条件。传统酿造工艺叠加得天独厚的自然环境酿就了水井坊酒“窖香幽雅、陈香飘逸、绵甜醇厚、圆润爽口、香味谐调、尾净悠长”的独特风格。

表 1：水井坊品牌荣誉

时间	主体	品牌荣誉
1999		中国 10 大考古发现之一
2001	水井坊遗址	全国重点文物保护单位
2001		吉尼斯之最“最古老的酿酒作坊”
2001	水井坊酒	被中国食品工业协会评为“中国历史文化名酒”(ZSBJ01-01号)
2001		“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
2008	水井坊传统酿造工艺	被列入首批国家“非物质文化遗产”名录，并被国务院列入“世界文化遗产”预备名录

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.1. 曾跻身高端酒行列，现再提“高端化”目标

1.1.1 99年前：四川制药资产重组，全兴酒业借壳上市

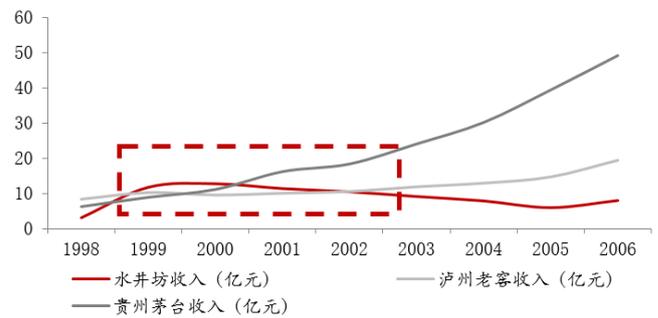
水井坊前身为经公私合营、社会主义改造组成的“国营成都酒厂”，主营名酒全兴大曲，1998年公司酒业收入达13亿元，净利润为1.8亿元，仅次于五粮液、贵州茅台。1999年全兴集团将全兴酒业注入四川制药，并上市更名为全兴股份，同时在生产车间改造过程中，“水井坊”地下古代酿酒遗迹的发现被评为当年十大考古发现之一，2000年全兴股份成立子公司水井坊，杨肇基任公司董事后开始“水井坊”的开发，售价600多元“水井坊”的推出填补了公司高端酒价位带（此时茅台价格在300元左右），“水井坊”成为白酒板块的后起之秀，收入一度超过茅台、泸州老窖，跻身高端酒行列，此后水井坊高中低端酒共同发力。

表 2：公司前身全兴大曲三次荣获全国名酒称号

时间	全国名酒
1952年	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1963年	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979年	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984年	汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：水井坊收入一度超过茅台、泸州老窖

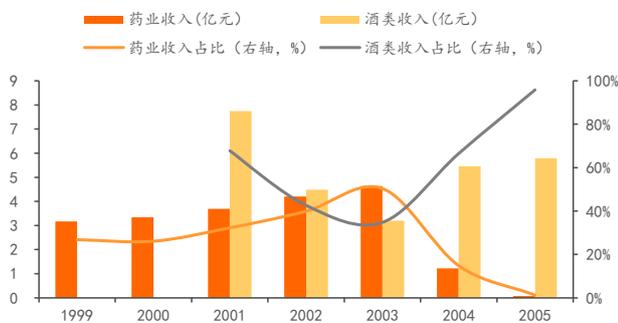


资料来源：中国国家地理，浙商证券研究所

1.1.2 99-04年：聚焦白酒主业，管理层 MBO 成功改制民营

业务上，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，2002年在全兴集团董事长杨肇基先生牵头下，启动管理层 MBO，同年成都国资委原则上同意国有资本从全兴集团退出，公司从而成功改制成为民营企业。

图 3：药业收入在 02-03 年一度占据公司营收半壁江山



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：1999、2000 年公司未披露酒业收入数据

表 3：公司于 2004 年决定剥离药业，专注酒类业务

时间	公司药业发展历程
1999年	公司依托集团优势，加快全兴药业发展，形成了阿莫西林原料药产销量位居全国前列、盐酸四环素出口量第一的市场规模优势
2000年	公司将药业资产全部剥离出来，作为全兴股份公司的对外投资，发起设立四川制药股份有限公司（公司控股50.58%）
2001年	瞄准国际青霉素生产结构的重大调整所带来的历史发展机遇，连续三次青霉素扩产，使主导产品青霉素出现重大突破。
2003年	青霉素市场价格大幅“跳水”，连创东南亚金融危机以来该项产品价格新低，造成公司药业亦出现亏损，估计短期内难以扭转和恢复
2004年	为有效减轻公司财务负担，避免业绩缩水 and 发生连续亏损，公司向控股股东四川成都全兴集团转让全部四川制药股权，剥离药业资产

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.1.3 05-12年：帝亚吉欧逐步入局，公司进入稳健发展阶段

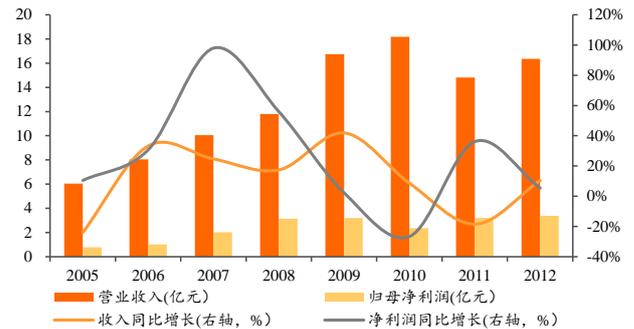
体制方面，2006年，全兴股份完成了股权分置改革，更名为四川水井坊股份有限公司；2006年后，全兴集团将全兴大曲完全剥离，仅保留水井坊品牌；帝亚吉欧在此期间分别多次增持全兴集团，直至2013年100%控股了全兴集团，并成为水井坊实际控制人。虽然公司依靠高端品牌打响知名度，但帝亚吉欧入主后管理层出现变动、渠道模式相对落后、地产业务剥离等因素对业绩造成较大影响，05-12年收入、净利润CAGR分别为15.3%、23.3%，在同行业中表现平平。

表 4：帝亚吉欧入主时间表

时间	收购进度
2002年	全兴股份进行国企改制，盈盈投资（公司高管持股平台）、全兴股份工会（员工持股平台）、矢量投资与成都财政局签订股权转让协议，管理层完成对公司的MBO。
2006年	盈盈投资转让全兴集团43%股权给帝亚吉欧高地
2008年	帝亚吉欧增持全兴集团6%股份，持股比例达到49%
2010年	帝亚吉欧受让盈盈投资所持全兴集团4%股权，间接控制水井坊39.71%股权
2013年	帝亚吉欧收购全兴集团剩余47%股份，实现对全兴集团全资控股

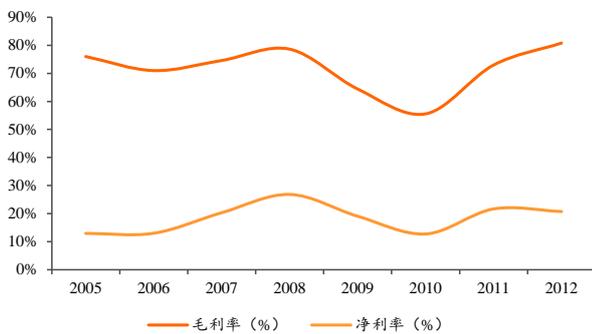
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：2011年剥离全兴对公司收入端造成了较大影响



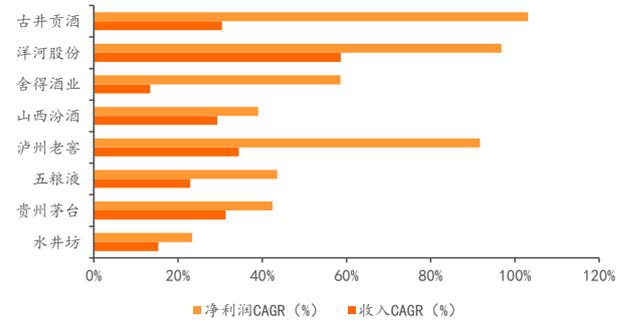
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：在 11 年剥离全兴低端酒后，公司盈利能力有所提高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：公司 05-12 年年均复合增速不如其他主要上市酒企亮眼



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.4 13-15年：白酒行业深度调整，公司短暂进入低谷阶段

在帝亚吉欧收购水井坊初期公司业绩波动较大，主因：2012-2014年外部环境向下叠加管理层动荡使得公司在经营及资本市场等层面均面临较大问题，随着市场回暖、人事稳定、公司在渠道及产品等方面进行改革，公司业绩实现反转提升。

1.1.5 16-19年：乘行业回暖春风，水井坊增速居前列

在范祥福于15年接棒水井坊总经理后，拥有26年啤酒行业管理经验的范总带领公司从产品、渠道、体制等多方面进行大刀阔斧的改革以走出困境，16-19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，收入及净利润CAGR分别达44.4%、54.3%。

表 5：公司在产品、渠道、体制等方面进行改革

方向	主要内容
体制方面	<p>GMIHL 多次增持，19 年推出限制性股票激励计划</p> <p>1) 07-13 年帝亚吉欧全资子公司 GMIHL 通过多次增持后全资控股水井坊集团，并间接持有水井坊 39.71% 的股份，之后分别于 18 年 7 月、19 年 2 月两次要约收购水井坊，截至目前，GMIHL 及其关联方合计持有水井坊 63.14% 的股份，帝亚吉欧持续增持水井坊，利于促进上市公司稳定发展，也反映了对水井坊品牌的信心和未来在白酒行业发展前景的看好；</p> <p>2) 公司 19 年 7 月推出限制性股票激励计划，激励对象涉及董事长、总经理、财务总监及其他 10 名核心技术管理骨干。该方案对绩效考核要求较高，公司两期考核目标分别为 19-20 年、19-21 年收入增速均值不低于 A 股前 10 白酒上市公司均值的 110%。</p>
产品方面	<p>改革力度大，定位从高端酒调整为次高端酒</p> <p>在行业深度调整期间，公司通过推出次高端酒新品臻酿八号、对井台进行降价从而走出调整期，在新管理层上任后，公司将产品定位从高端酒调整为次高端酒，根据品牌定位重新梳理产品体系，聚焦在井台和臻酿 8 号次高端产品，并在剥离低端产品的同时，陆续推出典藏大师、新典藏等高端新品以提升品牌形象。</p>
渠道模式方面	<p>采取新总代模式，积极布局全国</p> <p>公司在区代+扁平化模式下度过调整期后，于 16 年开始在扁平化区域实行新型总代模式，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。新总代模式既保留了总代理模式节省费用、开拓市场的优势，又能及时掌握市场信息变化，从而更为有效的投放资金资源，整体渠道运行更为有效。此外，公司于 17 年重申“5+5+5”的市场划分，分别代表“五大核心市场”（包括河南、湖南、江苏、四川和广州）、“五大非核心市场”（包括北京、上海、天津、浙江和福建）、“五大新兴市场”（江西、安徽、广西、陕西、云南）。</p>

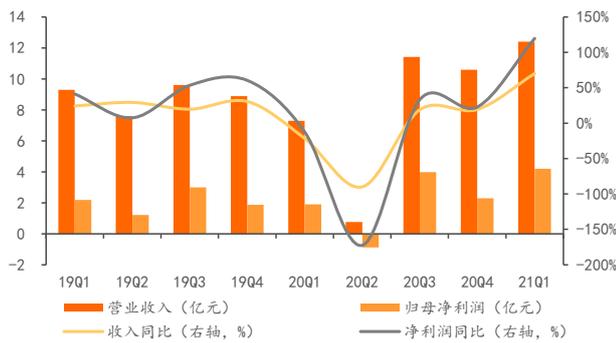
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.6 20-至今：业绩低谷已过，公司轻装重新上阵

2020Q1 公司受疫情影响，渠道重复进货受阻，其中次高端产品井台及臻酿 8 号收入同比下降 22%，菁翠及典藏收入同比下降 4%，毛利率提升 0.97 个百分点主因提价及规模效应延续；2020Q2 公司继续承压，其中以水井坊品牌为主的高档产品下降 91.12%，毛利率下降 10.68 个百分点，虽然上半年经营压力较大，公司积极应对：1) 主动调整市场，2-6 月严控厂家出货，调整考核目标，减轻渠道压力，社会库存已回归正常水平；2) 线上精准营销，线下争取宴席、零售、企业团购等机会，核心门店 5.0 签约及 7 月发货表现较好，且部分地区核心产品成交有所上行；2020Q3 受益于宴席渠道恢复强劲，业绩表现超预期，其中高档产品收入同比提升 19.44%，在上半年风险充分释放的情况下，下半年公司轻装上阵，动销逐月恢复；2020Q4 公司业绩进一步环比改善，公司采取：1) 补充社会库存；2) 在宴席渠道市场扩大份额；3) 借力于由水井坊赞助的国家宝藏，激发品牌活力等方式实现业绩良好恢复；2021Q1 业绩延续量价齐升高质量增长，其中井台及臻酿 8 号增速分别为 68%、80%，业绩高增主因：1) 2020Q1 业绩基数较低；2) 4 月提价计划促进经销商打款，社会库存有所增加；3) 需求恢复明显，春节动销旺盛；4) 2021 年春节（2 月 11 日）晚于 2020 年春节（1 月 24 日）。

2020 年下半年起公司业绩恢复的主要驱动力分别为：1) 核潜门店；2) 宴席（疫情后场数增长了 3 倍，但目前公司在宴席市场上份额仍较低，有较大发展潜力）；3) 电商（收入占比约为 8-9%，疫情后有 50% 的增长）；4) 团购（目前还处于初期发展阶段）；5) 其他。

图 7：19-21Q1 单季业绩，20Q3-21Q1 强势反弹



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：公司 20 年削减广告费用，严控费用投入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 再探水井坊高端基因来源/跌落高端阵营原因

我们旨在通过复盘水井坊历史发展路径，分析：

1) 为何水井坊于 20 年代初能跻身高端酒阵营？

水井坊自一被创造出来就被定位为高端，无论是价格还是品牌定位上，广告为王时代，公司通过铺设广告迅速打响知名度，从而获得市场青睐。水井坊高端酒品牌基因的奠定源于：1) 水井坊拥有悠久的历史；2) 1988 年四川全兴在酒曲生产车间改造厂房时发现了古代酿酒遗迹。在发现遗迹后，公司领导姜杰总迅速于 2000 年推出水井坊——以价格高于茅台（售价 300 元+）、五粮液（售价 500 元+）的姿态横空出世（售价 600 元），在广告为王时代，水井坊通过短时间内铺盖高端大气的广告以迅速打响知名度，并在市场上受到青睐追捧，2000 年销售额达 5400 万元，实现盈亏平衡；2001 年销售额提升至 1.8 亿元，并在广东大获成功，此后两年成为高端酒之王，规模迅速扩张至 10 亿元，市占率一度超越同期贵州茅台。

2) 为何水井坊会跌落出高端酒阵营？

初兆：2006 年起帝亚吉欧收购，后入主造成管理层变动+渠道模式较为落后，使得水井坊开始有落后迹象

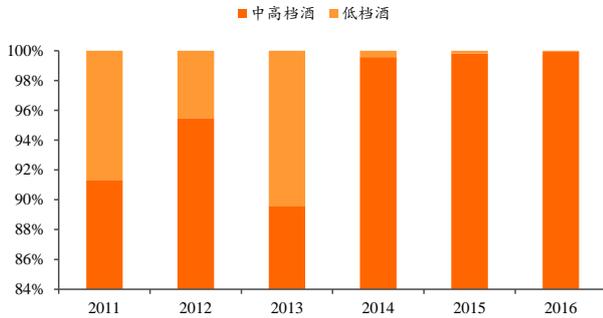
水井坊跌落高端酒阵营的初始时间点为 2006 年：基于水井坊出色的市场表现及品牌力，帝亚吉欧于 2006 年开始接触公司并收购全兴集团 43% 股份，从而间接持有水井坊 16.9% 的股份，由于收购事宜及帝亚吉欧入主管理层变动、在渠道为王阶段渠道模式并未进行升级，水井坊并未很好的抓住本轮高端酒发展期，高端酒发展进程较缓慢。

决定性时间段：2013 年行业进入深度调整期间，公司在产品、渠道、体制等方面战略均出现问题，高端化路径暂时折戟

1) **产品方面：公司暂时放弃高端市场，进军 300-400 元价位带以扭转亏损态势，品牌价值受到一定损伤。**12 年前，公司主要收入来源于高端水井坊品牌（收入占比达 90%），井台瓶（500-900 元）、典藏（800-1200 元），其定价与茅台、五粮液不相上下，在行业进入深度调整期后，水井坊仍坚持高价策略，但品牌力不足以支撑高端产品销量导致井台、典藏等高端产品价格跳水，井台瓶价格一度低至 400 元，13 年中高端酒降幅达 72%，且持续两年均为亏损状态。为承接大众消费，公司推出了 400

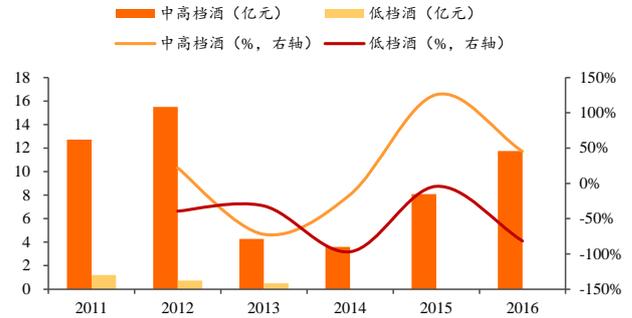
元的井台瓶和 300 元的臻酿八号，受益于高性价比，这两款产品带领公司走出亏损，摘帽“ST”，15 年公司继续丰富次高端酒产品以加强竞争力；

图 9：13 年公司中高端酒收入占比下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

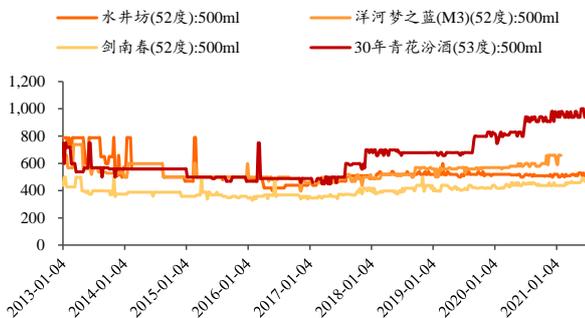
图 10：13 年公司中高端酒收入增速大幅下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 经销商方面：此前公司对大商依赖度高，大商的大量退出对渠道造成打击。水井坊经销商体系在深度调整期间暴露出诸多问题：1) 由于过往的传统总代模式给予区域内总代理较大权利，经销商自上而下压货，因此存在对经销商依赖度高的问题，一旦出现渠道利润不足将直接导致滞销、价格混乱等问题；2) 北京地区等传统总代在行业深度调整期间退出。13-15 年公司被迫在总代退出的地区自建销售渠道，采用扁平化管理方式直控终端以度过艰难时期、控制终端价格稳定，但由于自建渠道花费公司较高成本，存在推广效率低、覆盖范围受限等问题，公司在走出调整后开始推行新总代模式以细化分销；

图 11：水井坊采取主动降价策略，产品性价比优势凸显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：13 年公司在重点区域用扁平化直营取代原总代模式



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3) 体制方面：管理层频繁变动叠加帝亚吉欧难以迅速发挥协同效用，影响水井坊发展。13 年 4 月水井坊决定通过公司及子公司向成都铸信地产开发有限公司转让合计持有的成都聚锦商贸有限公司 100%股权的决定，之前成都聚锦商贸有限公司主要业务为酒类销售和房地产开发，6 月后聚锦公司酒业业务及资产已全部转移或承接至水井坊及水井坊旗下另一家全资子公司，这一举动利于水井坊聚焦白酒主业，为成为帝亚吉欧全资子公司做好准备。7 月控股集团正式成为帝亚吉欧全资子公司（帝亚吉欧间接持有水井坊 39.71%的股权），水井坊外资背景进一步加深。虽然帝亚吉欧成为水井坊股东，但是由于帝亚吉欧拥有的资源多为海外资源，难以短期内协助公司进行国内中高端酒渠道的开拓，在行业深度调整期，水井坊中高端酒下滑幅度显著。

2. 论当下：次高端为基本盘，新总代助力拓张

2.1. 股权结构：帝亚吉欧控股白酒第一坊，回购启动再次跟进

2.1.1 帝亚吉欧控股中西合璧，新任总经理焕发新气象

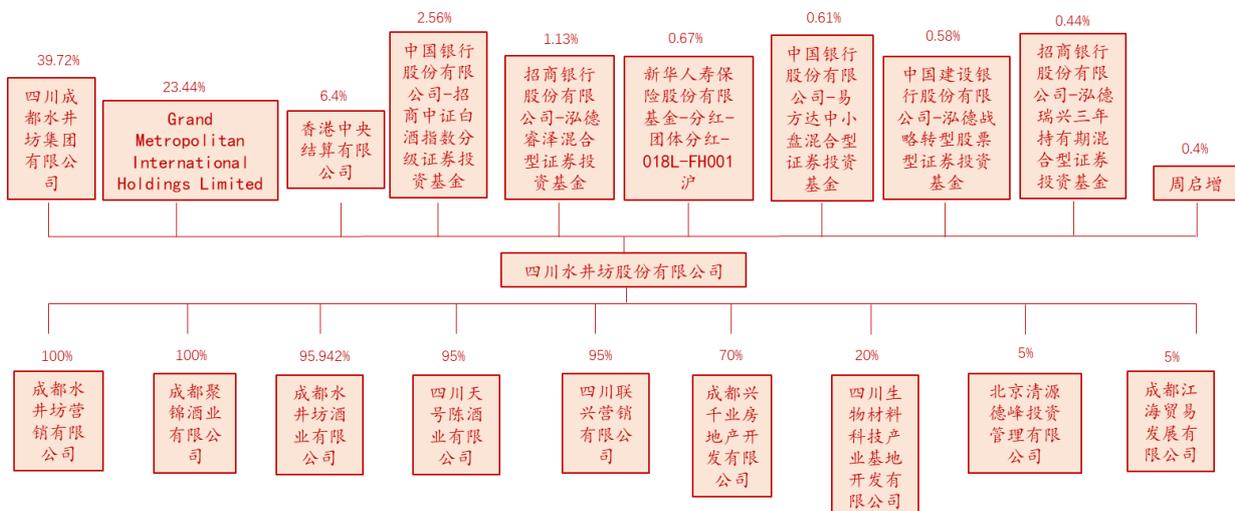
唯一外资控股白酒上市公司，中西合璧潜力巨大。2010年帝亚吉欧（全球领先的高端酒集团，布局蒸馏酒、葡萄酒、啤酒等品类，业务布局超180个国家，主要通过兼并收购实现规模扩张）实现对全兴集团的控股；2013年实现全兴集团全资控股；2018-2019年帝亚吉欧全资间接子公司GMIDL连续增持水井坊股份，体现帝亚吉欧对于水井坊前景的长期看好。帝亚吉欧控股后，股东凭借丰富的经验对公司内部风控、产品生产等多方面流程进行重塑，解决了公司最重要&紧急的内控和合规问题，公司经营质量得到显著改善：流程再造之初遇行业低谷，两位外籍高管未能帮助水井坊实现困境逆转；2015年拥有丰富啤酒行业经验的范福祥出任总经理后，乘白酒行业复苏之风，水井坊迎来高速增长阶段（水井坊自2015年扭亏为盈，迎来底部反转，2015-2019年营收、归母净利润的CAGR高达42.64%、75.03%）；2020年危永标及2021年朱振豪上任后，水井坊“水土不服”问题逐步得到解决，比如针对此前较为薄弱的消费者端，公司今年表示将通过建立“狮王荟”（类似国窖荟）以加大消费者培育力度。

图 13：帝亚吉欧并购情况一览



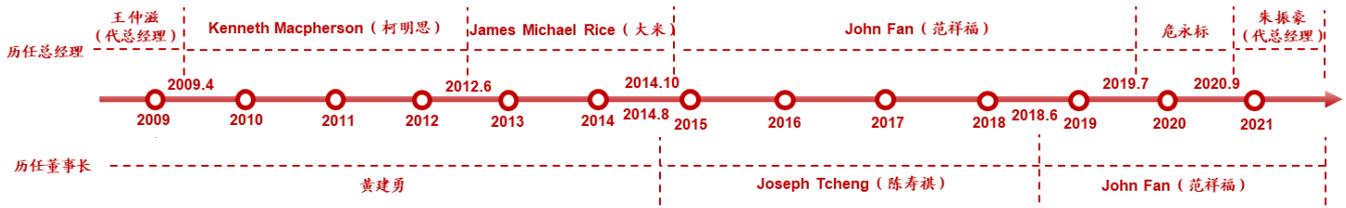
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：水井坊当前股权结构图



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：数据截止2021年一季度

图 15：水井坊董事长及总经理更替情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 6：当前公司管理层在酒水行业经验丰富

姓名	职务	个人履历
范祥福	董事长	香港中文大学工商管理学士。历任嘉士伯啤酒(香港)有限公司大理啤酒总经理,中图节能科技(常州)有限公司总经理,伟志控股有限公司集团采购总监,帝亚吉欧新加坡PTE有限公司董事,四川水井坊股份有限公司总经理。现任四川水井坊股份有限公司董事长。
朱镇豪	副董事长	香港科技大学工商管理硕士。历任巴拿马商帝亚吉欧有限公司台湾分公司总经理,帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司中国大陆地区总经理,帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司大中华区董事,总经理。现任四川水井坊股份有限公司副董事长,代总经理。
费毅衡	董事	澳大利亚南澳大学金融与市场学士学位。历任高露洁越南(东南亚)公司销售总监,高露洁捷克,斯洛伐克,匈牙利公司总经理,高露洁越南(东南亚)公司总经理,帝亚吉欧东南亚区执行董事,帝亚吉欧中南半岛区总经理。现任帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司大中华区董事,总经理,帝亚吉欧大中华与亚洲区主席,四川水井坊股份有限公司第八届董事会董事。
Sanjeev Churiwala	董事	英国伦敦商学院工商管理硕士。拥有印度特许会计师(ICA),成本与管理会计师(ICWA)资格。历任印度加尔各答电钢铸件有限公司(ECL)财务总监,拉法基豪瑞(斯里兰卡科伦坡)财务总监,拉法基豪瑞(印度孟买)的子公司AMBUJA水泥有限公司财务总监,帝亚吉欧印度首席财务官,执行董事。现任帝亚吉欧新加坡PTE有限公司亚太区财务总监。
蒋磊峰	董事	美国圣路易斯华盛顿大学工商管理硕士,拥有英国特许公认会计师(ACCA)资格。历任帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司中国区高级财务控制经理,帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司中国区高级绩效管理经理,帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司中国区商务财务总监,帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司中国区财务总监,四川水井坊股份有限公司财务副总监。现任四川水井坊股份有限公司董事,财务总监。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1.2 股权激励绑定多方利益，回购启动再次跟进

股权激励绑定多方利益，激发管理层活力。2019年7月水井坊实施限制性股票激励计划接替递延奖金激励制度，回购股权用于管理层与高端人才激励，此次激励对象涉及董事长、总经理、财务总监及其余10多位核心技术管理骨干；考核要求较为严格：要求收入年度增长率不低于A股前10名的白酒上市公司平均水平的110%（贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、顺鑫农业、古井贡酒、口子窖、今世缘、老白干酒；解锁条件方面，第一次解锁条件为2019/2020年收入增长率均值不低于对标企业平均水平的110%，第二次解锁条件为2019/2020/2021年的收入增长率均值不低于对标企业平均水平的110%。虽然2019年公司业绩增速超目标增速16.7个百分点，但2020年受疫情影响，收入同比下降15.09%，解锁条件或难以达成。

回购启动激励再次跟进，有效保障长效激励机制建立。2021年3月末公司再次提出新股权激励计划以用于员工持股计划，拟使用3411-6822万元进行回购，回购股份的价格不超过人民币90元/股（含），旨在建立健全、长效的激励机制，释放在职员工积极性。

表 7：两期股权激励方案一览

2019年限制性股票激励	
激励对象	公司任职的董事、高级管理人员、核心技术骨干以及公司董事会认为需要进行激励的其他人员
股票种类	人民币A股普通股
价格	25.26元/股
激励条件	限制性股票第一次解锁时间为自授予日起21个月后的首个交易日起至授予日起33个月内的最后一个交易日当日止，解锁比例为50%；第二次解锁时间为自授予日起33个月后的首个交易日起至授予日起45个月内的最后一个交易日当日止，解锁比例为50%。第一次解锁条件：2019年度、2020年度的营业收入增长率的平均值，不低于对标企业平均水平的110%；第二次解锁条件：2019年度、2020年度、2021年度的营业收入增长率的平均值，不低于对标企业平均水平的110%。
2021年回购股份用于员工持股计划	
回购金额	本次回购拟使用的资金总额为不低于人民币3411万元（含）且不超过人民币6822万元（含）
回购价格	回购股份的价格不超过人民币90元/股（含）
回购期限	本次回购股份的实施期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日（2021年3月29日）起不超过12个月
回购目的	本次回购股份拟用于员工持股计划，从而进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动在公司任职的董事、高级管理人员、核心技术（业务）管理骨干以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工的积极性

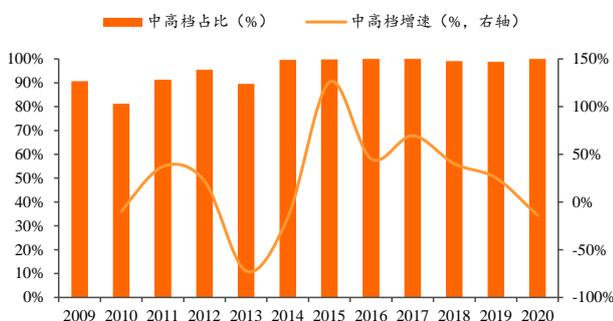
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 产品结构：基本盘表现稳健，典藏及酱酒为两大增长极

高端路线明确，产品定位清晰。帝亚吉欧入驻水井坊后，由于外资不得控股生产类名优白酒企业，老八大名酒全兴大曲从水井坊体内剥离；2014年起，公司聚焦中高档产品系列，当前水井坊收入主要源于高档产品：

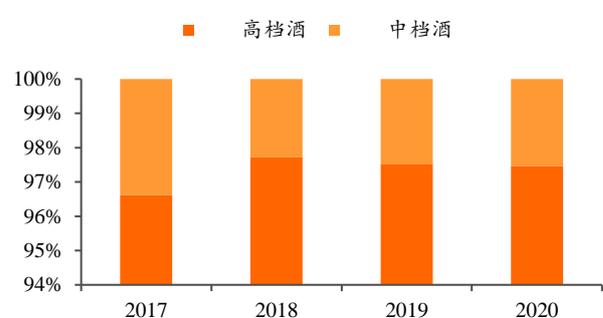
- 1) **具体价格带布局来看：**公司高端主要单品臻酿8号、井台、菁翠、典藏等产品所处价格带分别为300-400元、400-600元、1000+、600-1000元，中档产品主要代表为天号陈、系列酒；低档主要包含基酒销售；
- 2) **收入增速上来看：**2020/2021Q1 臻酿八号+井台系列同比变动-13%、+68%；典藏大师+菁翠分别同比变动-11%、+80%（低基数）；
- 3) **收入占比方面：**17-20年高档酒收入占比从93.94%提升至97.42%，吨价稳定在40万元/吨水平，中档产品收入占比持续收缩；
- 4) **毛利率方面：**17-20年高档酒毛利率从80.78%提升至84.79%，中高档酒毛利率从79.74%提升至84.19%，公司高端化方向明确

图 16：2009-2020 中高档与低档产品收入占比及同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2017-2020 高档中档收入占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 8：水井坊主要产品结构

品牌	品类	酒精度	零售价(元/瓶)	容量 (ml)	价格带	特点	产品展示	上市时间
水井坊系列	元明清系列	53°	元：65999 明：29999 清：2500	500ml	超高档	源自最古老的酒坊，跨越三朝历史，封藏了水井坊传承中不断突破的古法酿艺		2014年11月
水井坊系列	博物馆壹号	53°	10998	1000ml	超高档	产自600年水井坊酒坊原址，酒体是由代表水井坊顶尖酿造技艺的“非遗班班”，遵循古法全手工酿制而成的		2018年9月
水井坊系列	典藏珍藏	53°	3999	1000ml	高档	由“非遗”传承技艺酿造、“非遗”大师小批量特调以及外观含有南京“非遗”金箔元素		2019年9月
水井坊系列	晶猪贺岁	54°	2398	800ml	高档	首款生肖限量贺岁水井坊首款猪年贺岁纪念		2019年1月
水井坊系列	菁翠	52°	1599	500ml	高档	优质基酒历经十年酝酿，甄选蜀南上品竹炭，手工层层滤净		2017年11月
水井坊系列	井台珍藏（龙/凤酒）	53°	1199	1000ml	高档	融合了龙风的瑞兽图腾，借鉴大漆和蜀绣的非遗技艺进行现代演绎		2019年3月
水井坊系列	典藏大师	52°	859	500ml	高档	以双轮发酵、双重蒸馏之加倍考究工艺，经1800余昼夜天然熟成，终造就典藏“陈香优雅，醇厚丰满”之独特口感，堪为浓香典范。		2017年4月
水井坊系列	井台丝路版	52°	569	500ml	中高档	选取丝路上的9个省市，融入具有区域特点的的明显标识和文化特色烧画元素，突出区域情怀		2019年3月
水井坊系列	井台12	42°	558	500ml	中高档	“三甘三柔”的42度井台12主要定位江苏市场350-600元价格带消费者		2019年3月
水井坊系列	井台	52°	509	500ml	中高档	口感“陈香飘逸，细腻雅致”		2000年
水井坊系列	臻酿8号禧庆版	52°	389	500ml	中高档	融入了福禄寿喜财的传统“五福”文化，主打宴席市场		2019年3月
水井坊系列	鸿运	52°	384	500ml	中高档	以科学的酒体比例平衡把控致敬四法相合的水井坊酿酒技艺；形成一曲天成的柔润口感；		
水井坊系列	臻酿8号	52°	364	500ml	中高档	酒体“香味丰富，口感独特”		2013年12月
小水井系列	小水井红运装	52°	239	500ml	中档	通过象征四合院的方形外盒传递家庭团圆意蕴祥和的传统情怀		
酒仙网定制	水井尚品	52°	199	500ml	中档	配比中适量加大糯米、大米占比，入口绵柔、回味甘甜		2015年10月
小水井系列	小水井普通装	52°	168	500ml	中档	沿用传统酿造工艺，酒体丰满、润盛，酒香温醇，回味悠长		

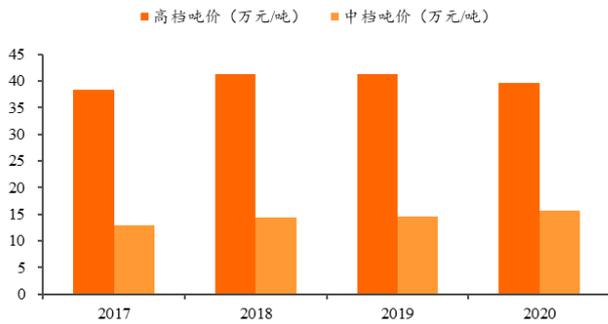
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 9：产品提价情况

时间	提价措施
2017年7月	典藏大师上涨15元/瓶，井台上涨10元/瓶，臻酿八号上涨10元/瓶，晶莹装、鸿运装、小水井等有一定涨幅；
2019年11月	52度典藏大师上涨60元/瓶，52度臻酿八号、52度臻酿八号禧庆版、52度鸿云装上涨20元/瓶；
2020年12月	52度臻酿八号零售价上涨20元，52度典藏大师零售价上涨160元/瓶，38度典藏大师上涨120元/瓶；
2021年4月	井台供货价与零售价上涨20元，臻酿八号供货价与零售价上涨10元。

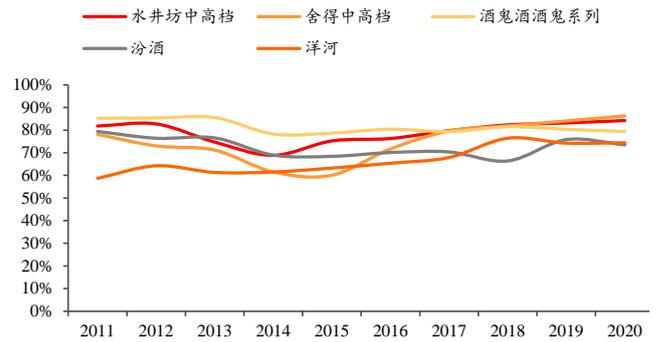
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：2017-2020 中高档吨价



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：水井坊毛利率稳定较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

核心单品价格稳步上行，产品矩阵不断完善。新品方面，公司通过推出战略性产品以拔高品牌价值，完善产品矩阵。2017 年公司为进一步增强高端品牌属性，推出高端战略单品水井坊典藏大师版及超高端战略性单品水井坊菁翠；2019 年推出“水井坊井台丝路版”、“水井坊臻酿八号禧庆版”、“水井坊井台珍藏”三大战略单品；2019 年 11 月公司在核心市场推出定价 558 元的井台 12；2021 年公司对典藏及井台进行升级，配合品牌宣传以提升消费者认可度，另外，公司携手国家宝藏 IP 推出多款纪念高端产品；**价格方面**，19-21 年公司每年对主要单品分别提了一次价，较为成功的提价叠加产品结构上移推动产品价盘稳定上涨。

典藏及以上产品为公司重点发力目标，或为第一增长极。2021 年公司明确将重点发力典藏及以上产品：1) 成立高端酒平台来重点运作，高举高打，以带动臻酿八号及井台品牌价值/价格提升；2) 加大营销费用倾斜力度，优化费用投放，继续聚焦狮王符号，通过搭建高端酒圈层营销平台“狮王荟”以聚焦目标意见领袖；3) 加强消费者培育。预计典藏系列在十四五期间能从当前的 5% 的收入占比提升至双位数。

2.3. 渠道市场：新总代理渠道模式创新，助推公司聚焦核心业务

2.3.1 新总代模式助力走出困境，未来有望进一步优化

公司渠道策略一波三折，新总代理渠道模式创新。公司在渠道策略上可分为三个阶段：① 单一总代理制模式（2012 年以前）；② 总代+扁平化+合作公司模式（2012-2015 年）；③ 老总代+新总代模式（2016 年-至今）。具体来看：

- 老总代时期：**在公司整体规模体量较小、市场竞争激烈、行业环境向好背景下，为解决省内渠道深耕难度较大问题，公司开始追求省外快速扩张，借力经销大商的老总代制度成为天然选择。然而随着三公消费限制出台，白酒进入深度调整期，老总代依赖大商掌控市场的弊端也就显现出来，伴随部分总代退出，公司业绩受到了较大滑坡。
- 老总代+扁平化+合作公司时期：**被迫在总代退出的地区自建销售渠道，采用扁平化管理方式直控终端以度过艰难时期、控制终端价格稳定：公司于 12 年试点北京、上海、广州、武汉、成都，进行区域市场精耕细作，对一线经销商进行直接支持，并在 13 年正式在重点区域推行扁平化直营以取代老总代模式，15 年引入合作公司模式，积极招募合作伙伴以恢复在当地的分销网络，基本形成了老总代+扁平化+合作的渠

道格局。但由于自建渠道花费公司较高成本，存在推广效率低、覆盖范围受限等问题，公司在走出调整后开始推行新总代模式以细化分销针对基础薄弱的区域。

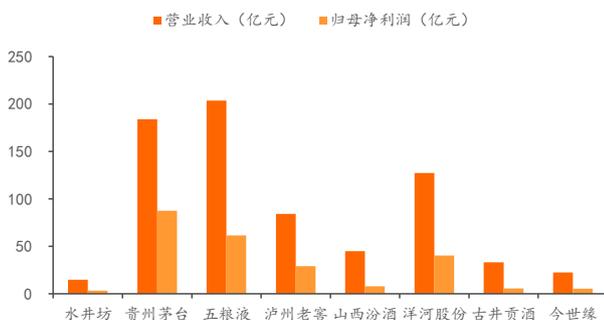
- 3) **传统总代+新总代时期**：公司于 16 年在执行扁平化和合作公司渠道的地区，在传统总代的基础上进行升级，推行新总代模式。1) 传统省代：传统省代下的大商多为与公司合作多年的老商，该模式主要用于深耕多年的基地市场，以一省或多省为单位，由公司制定具备一定规模及资源实力的大商独家代理公司产品销售，并按公司要求发展销售网络；2) 新省代：新总代模式保留了在扁平化模式下对销售前端的直接管理，将物流、仓储、收款等非核心销售后端业务交由代理商负责，另外，公司也增加了销售团队人员以加强终端的管控。新省代模式样有利于公司将有限的资源投放至一线核心区域、加强精细化渠道管理、增强价格管理能力，同时削减在销售后端费用，16-20 年销售费用率维持相对正常水平，管理费用率 20 年为 9.4%，较 16 年下降 6.0pct。

表 10：公司从自身实力和市场实际情况出发，逐步构建了老总代+新总代相结合的渠道模式



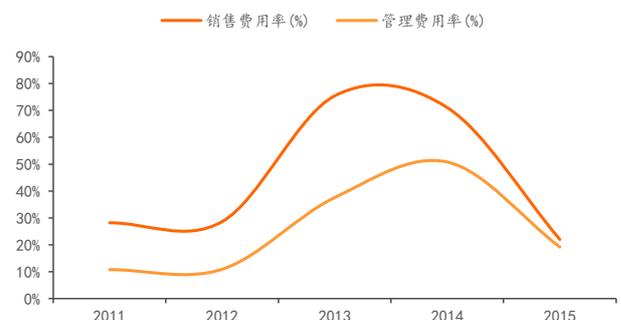
资料来源：公司年报，公开新闻报道，浙商证券研究所

图 20：2011 年公司与行业龙头相比业绩尚有较大差距



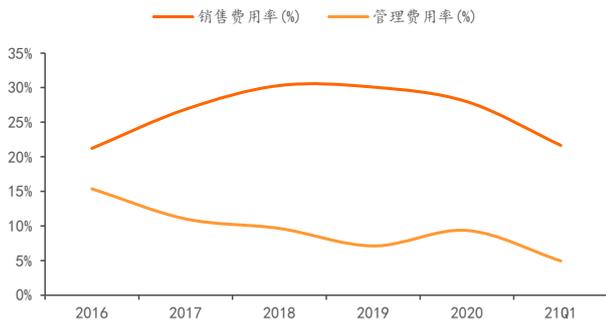
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：补充扁平化渠道后，公司费用率在 13-14 年间大幅上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：16-21Q1 销售费用率维持正常区间，管理费用率下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 11：15-20 年公司经销商数量大幅减少，北区西区减幅最大

区域名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	15-20 变化	20 年各区域收入占比
北区	107	29	11	9	8	8	-99	17.1%
东区	16	10	7	6	5	5	-11	31.9%
南区	16	7	7	5	5	5	-11	10.8%
中区				6	6	6	6	14.4%
西区	68	10	6	6	4	4	-64	15.0%
新渠道	18	21	17	18	19	18	0	10.5%
合计	225	77	48	50	47	46	-179	99.6%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

注：2018 年公司将中区销售情况纳入披露范围

2.3.2 核心市场收敛积蓄力量，坚持“蘑菇”战术辐射周边

核心市场定义有所收缩，聚焦核心市场、挖掘潜力市场。在稳固大本营市场后，为实现突破，公司自 2016 年起启用“蘑菇”市场扩张战术，即先集中资源打造核心优势市场，基础牢固之后，再向周边市场辐射，在 16-19 年间，公司从原先 5 个优势市场，拓展 5 个第二梯队核心市场，后又挖掘 5 个新兴核心市场，形成了“5+5+5”的市场格局。2020 年，面对疫情冲击，公司新任领导朱镇豪果断调整了市场策略，由“5+5+5”集中至“5+3”，力求深耕八大核心市场，即 5 个固有优势市场+3 个潜力市场（浙江、上海、天津），由此公司能更好的集中资源，实现潜力市场的深耕。业绩贡献方面，八大市场份额从 2018 年的 56% 提升至 2020 年的 58%，预计未来八大市场占比将越来越大。

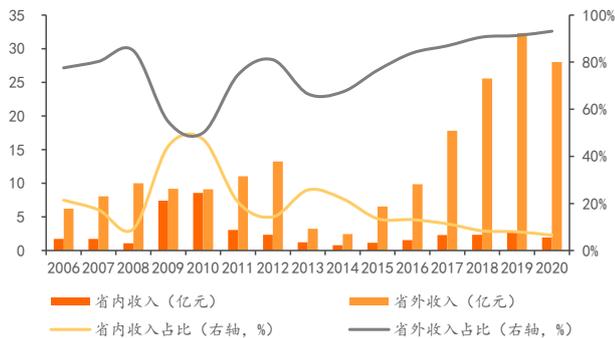
表 12：公司市场策略由原来的“5+5+5”收敛至现在的“5+3”

公司集中核心市场，深耕细作优势市场	
时间	具体市场扩张举措
2016 年以前	公司固有五大核心市场为四川、江苏、河南、湖南和广东
2016 年	明确了河南、湖南、江苏、广东、四川、北京、上海、浙江、天津、福建十大核心市场，并将原有的三大销售大区调整为四个，以便给予核心市场足够的关注和人员支持
2017 年	在十大核心市场业绩良好的基础上，进一步拓展了河北、山东、江西、陕西和广西五省作为第三梯队的核心市场，至此形成了“5+5+5”的市场扩张格局
2017-19 年	持续贯彻“蘑菇战术”，着力区域拓展，继续集中优势资源精耕细作原十大核心市场，着力开拓五大新兴核心市场
2020 年-至今	公司调整策略，不盲目追求扩大市场和铺货率，而是要深耕最有潜力的市场，由“5+5+5”调整为“5+3”，“5”为原有核心市场，“3”为浙江、上海、天津

资料来源：公司年报，中国新闻网，浙商证券研究所

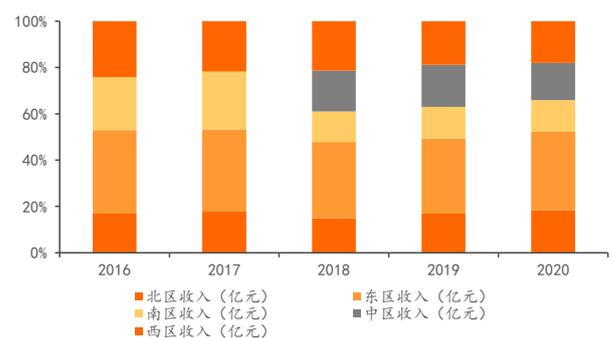
核心门店 5.0 模式逐步推进，未来将注重提高单店销量。 门店拓展方面，公司重点打造核心门店模式，要求销售团队将注意力重心转向门店的开发、维护、激励和促销上，注重消费者的对话和激励，从而提升核心终端门店的动销效率。公司从 16-20 年，4 次升级核心门店模式，主要从信息系统（通过数字化管理方式建立溯源系统）、促销礼品、宴席增值服务、小型品鉴会、团队奖励、区域差异化等方面进行引导，并进一步优化宴席及企业团购体系、加速发展线上平台、深挖消费场景，旨在维护价盘、降低库存、保证渠道良性稳健发展。目前已成功打造核心门店 5.0 模式，并计划在 21 年提高核心门店在重点省份的覆盖率，提升区域内单店数量，有力支持公司品牌高端化策略。

图 23：14-20 年省外收入占比持续提升



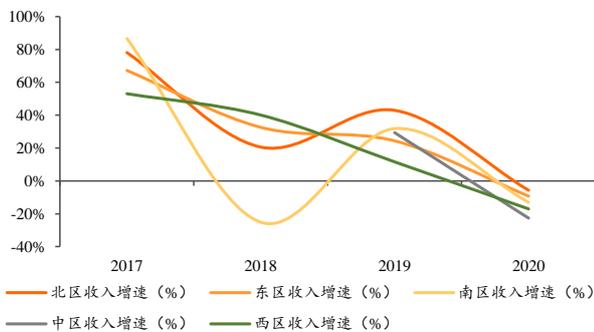
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：16-20 年公司各区域收入占比



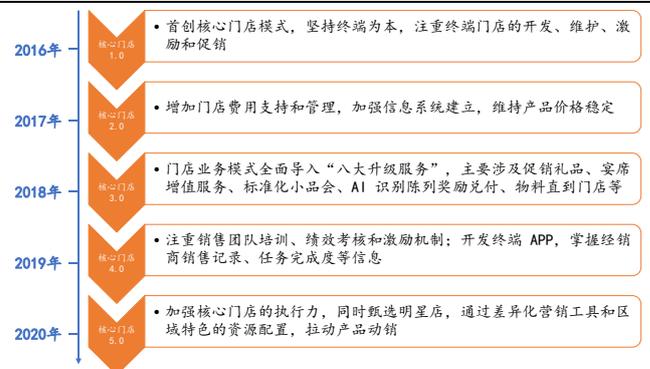
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：17-19 年公司各区域基本保持较高增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：近年核心门店升级情况，有力支持高端化策略



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 行业：次高端酒持续扩容，尽享消费升级红利

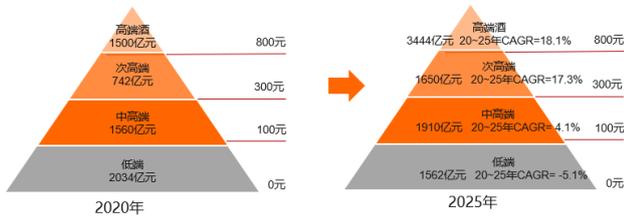
3.1. 次高端酒：处于快速扩容阶段，仍有较大增长空间

3.1.1 行业规模：水井坊所处的次高端酒规模约 740 亿元，扩容速度或超预期

消费升级叠加高端酒提价，次高端白酒行业处于快速扩容阶段。中国酒业协会数据显示，2020 年全国规模以上白酒企业产量 740.73 万千升（-2.46%），收入 5836.39 亿元（+4.61%），利润 1585.41 亿元（13.35%），其中次高端酒规模约为 740 亿元左右，次高端酒扩容速度远超白酒行业主因自上而下和自下而上两种力量共同推动次高端市场容量不断扩大，预计 2020-2025 年次高端酒收入 CAGR 约为 17.3%：一方面，高端酒批价提升

后次高端的性价比相对提升；另一方面，受益于消费升级，部分中端酒消费者往次高端酒方向转移，次高端酒消费者不断增长。

图 27：次高端酒扩容速度或超预期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 13：规模以上酒企发展情况

年份	规模以上企业数	亏损企业数	产量（万千升）
2017	1593	128	1198.06
2018	1445	183	871.2
2019	1176	131	785.95

年份	销售收入（亿元）	本来累计利润总额（亿元）	吨酒价格（万元）
2017	5654.42	1026.48	4.72
2018	5363.83	1250.5	6.16
2019	5617.82	1404.09	7.15

资料来源：Wind，浙商证券研究所

次高端酒大单品韧性强，实现爆发式增长。2020Q1 山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业收入分别同比变动 77.03%、190.36%、70.17%、154.21%，其中——青花受疫情影响基数较低（同增个位数），2021Q1 实现 150% 以上增长，表现亮眼；酒鬼酒实现超预期增长——21Q1 内参系列收入预计超 3.4 亿元，增速超 100%，酒鬼收入预计增速超 250%；舍得酒业表现超预期——收入占比达近 90% 的中高档酒收入增长 166.98% 至 8.25 亿元；水井坊业绩符合预期——收入高增主因次高端需求明显恢复+公司前期库存消化低位，预计井台+臻酿八号收入同比增长 68%，典藏大师+菁翠收入同比增长 80%。整体来看，受益于次高端酒快速扩容，次高端酒主要大单品均实现高速增长进而推动酒企利润保持突出表现，考虑到 21Q1 收入及利润占全年比约为 29%~32%、31%~34%、21Q1 酒企迎来开门红、2021Q1-3 白酒行业将继续实现恢复性高增，预计 2021 年白酒行业整体将有较为优异的表现。

3.1.2 行业格局：处于战国时代竞争激烈，集中度有望进一步提高

次高端白酒行业竞争激烈，集中度有望进一步提高。目前高端白酒 CR2 高达 80% 以上，而次高端白酒 CR2（剑南春+洋河）仅 32% 左右，市占率较高的前十大酒企分别为剑南春 18%、洋河 14%、泸州老窖 10%、习酒 10%、古井贡酒 5%、茅台系列酒 5%、山西汾酒 4%、今世缘 4%、郎酒 4%、水井坊 3%，目前次高端酒仍处于战国时代，尚未出现全国化的绝对龙头企业，区域性较强，行业集中度较低，市场竞争激烈，主要品牌收入差距有限。我们认为次高端持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利，过程中要关注“地方龙头省内高端化推进、省外全国化推进”，同时关注“全国性名酒的地方化进程”，关注竞争中谁能力更全面、更有核心竞争力。

表 14：主要次高端大单品情况一览

香型	公司	次高端大单品	价格（元）	2017年规模（亿元）	2018年规模（亿元）	2019年规模（亿元）	2020年规模（亿元）
浓香型	剑南春	水晶剑	435	80	100	120	130
		38度国窖	749	16	22	30	38
	泸州老窖	窖龄（30年/60年/90年）	318/428/598	29	37	37	34
		特曲（纪念版/第9代/第10代）	428/328/298				
	洋河	天之蓝	328	36	41	33	28
		梦3	388	25	31	34	32
		梦6	580	18	31	35	42
	舍得酒业	品味舍得	438	10	13	17	18
		智慧舍得	638				
	今世缘	国缘对开	288	11	16	24	28
		国缘四开	468				
		国缘新K（K3/K5）	496/588				
水井坊	臻酿八号	360	16	23	28	25	
	井台	519					
古井贡酒	古8	409	17	23	24	26	
	古16	588			6	10	
	古20	789					
	（未列）						
酱香型	茅台	赖茅（重沙/传承/红御/金樽）	325/398/400/508	8	14	16	17
		汉酱（普通/铂金蓝）	368/488	8	12	13	14
	郎酒	红花郎（10）	408	13	19	21	26
		红花郎（15）	600				
	习酒	窖藏1988	588	13	25	42	53
		金质习酒（金钻）	428	12	16	20	23
国台	国台国标酒	529	2	5	8		
清香型	山西汾酒	青花20	438	15	23	27	35-37
		青花30	788				
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼红坛/紫坛/传承	428	6	8	10	10
		酒鬼紫坛	538				
		酒鬼传承	598				
兼香型	口子窖	口子窖10年	328	11	13	14	17
		口子窖20年	468				

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：标蓝为 400 元价格带，标红为 600 元价格带

图 28：2020 年次高端各产品市占率一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1.3 行业趋势：价格带动态上移，布局高价位带以实现“占位”

次高端酒价位带细分后存在两大核心变化——细分、上移。次高端酒在扩容的同时亦伴随着价位带上升及价位带细分，只有在核心价格带（400/600元）实现放量的酒企更能享受到本轮次高端酒扩容红利：1）在次高端酒价位带逐步从 300-800 元上移至 350-1000 元过程中，山西汾酒通过提价、推高价位升级版新品等举措紧抓消费升级红利，同

时系列化的产品布局利于公司梯次迎接消费升级，布局千元的青30复兴版在拔高品牌高度的同时，也为公司在次高端酒激烈竞争中脱颖而出打下基础。

表 15：次高端产品在高端价格带的布局情况

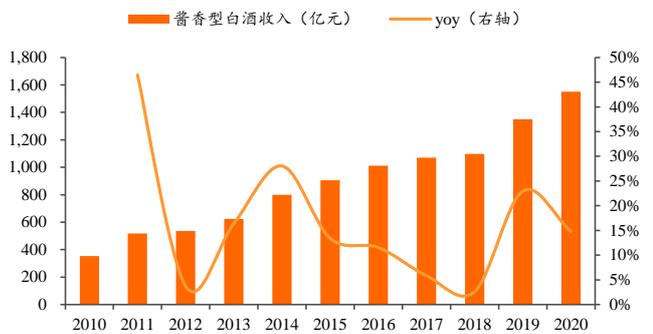
香型	公司	次高端大单品	布局高端产品
浓香型	剑南春	水晶剑	布局东方红
	泸州老窖	38度国窖+窖龄+特曲	拥有大单品52度国窖
	洋河	梦3+梦6	布局梦9和梦之蓝·手工班
	舍得酒业	品味舍得+智慧舍得	布局天子呼与吞之乎
	今世缘	国缘对开+四开+新K系列	布局V系列，特别是国缘V9清雅酱香
	水井坊	井台+臻酿八号	布局典藏大师版和菁翠
酱香型	古井贡酒	古8+古16+古20	布局古26
	茅台	赖茅+汉酱	拥有大单品飞天茅台
	郎酒	红花郎	拥有大单品青花郎
	习酒	窖藏1988+金钻	布局窖藏10年、窖藏15年
清香型	国台	国台国标酒	布局国台十五年 and 国台龙酒
	山西汾酒	青花20+青花30	布局青花30复兴版、青花50
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼系列	拥有大单品摘要酒
兼香型	口子窖	口子窖10年&20年	布局口子窖30年

资料来源：公司公告，浙商证券研究

3.2. 酱酒：酱酒热趋势无法逆转，渠道利润丰厚

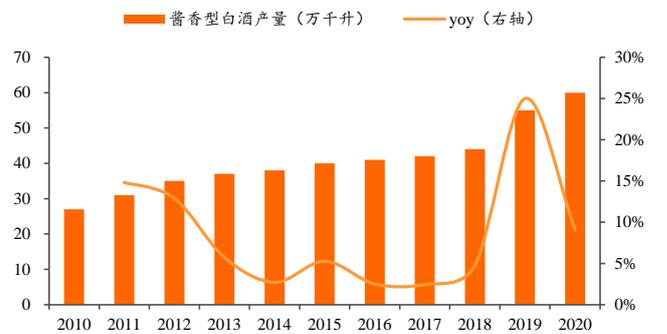
酱酒凭借占全行业 8%的产能，实现收入及利润 26%、40%的占比。在消费者端、经销商端、厂商端、资本端共同推动下（逻辑可详见《【浙商食饮】酱酒深度报告：一峰独立群雄竞秀，酱酒品类强势崛起（20201018）》，近年来酱酒热愈演愈热。酱酒行业规模方面，据权图酱酒工作室研究最新数据显示，2020年酱酒行业产能在较去年占比提升 1 个百分点的情况下，收入、利润占比分别提升 3、2 个百分点，酱酒在行业中愈加重要。具体来看：

图 29：2010-2020 年酱酒规模情况一览



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 30：2010-2020 年酱酒产量情况一览



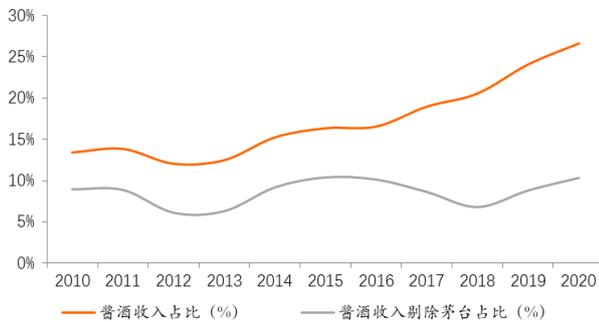
资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

产能：2020年中国酱香型白酒产业实现产能约 60 万千升，同比增长约 9%，约占中国白酒行业产能 740 万千升的 8%。**收入：**实现行业销售收入约 1550 亿元，同比增长 14%，约占中国白酒行业销售 5836 亿元的 26%；剔除茅台酒后，实现收入约 605 亿，同比增长约 22%，约占白酒收入 10%。**利润：**实现行业销售利润约 630 亿元，同比增长约 15%，约占中国白酒行业利润 1585 亿元的 40%。剔除茅台酒后，实现利润约 175 亿，同比增长约 21%，约占白酒利润 11%。

尽管酱香型白酒的产销量份额较小，但因其产品盈利能力强，使得行业利润规模的占比相对较大，并整体呈增长趋势。据此前在酱酒深度报告中测算，预计 19-24 年酱酒行业收入 CAGR 将超 14%，收入规模将超 2600 亿元；预计白酒行业 19-24 年收入

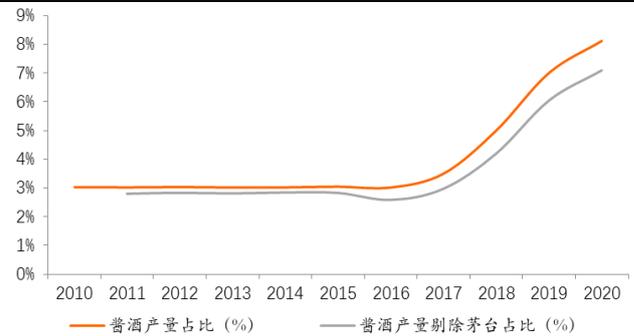
CAGR 为 8%+, 2024 年酱酒收入占比或将高于 30%, 成为中国白酒市场最具有诱惑力的利润品类。

图 31：2010-2020 年酱酒收入占比情况一览



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 32：2010-2020 年酱酒产量占比情况一览



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

酱香流行趋势无法逆转，部分地区酱酒市占率已超 50%，水井坊有望通过牵手国威酱酒增厚业绩。酱酒天生具备较高进入壁垒及高定价基础在消费者心中留下高端烙印，同时消费升级需求叠加投资需求使得酱酒发展动力由茅台推动转为消费者拉动。除了酱酒收入及利润占比不断提升外，从市场角度看，2020 年贵州、河南地区酱化率均已超 50%，其中茅台系列酒在河南市场仅用 3 年就从 20 亿到 100 亿，贵州茅台镇 30+ 家酒厂在河南营业收入均已超 1 亿，同时未来广东、山东、广西、福建等外向型区域酱化率均有望超 50%，酱酒流行趋势正在全国逐步蔓延。

表 16：各主要地区酱酒发展情况

趋势	省份	市场特点	白酒市场规模	竞争格局	2019年酱酒市占率 (%)	2020年酱酒市占率 (%)
酱酒市占率已超50%，其中河南于2020年实现翻盘	贵州	当前贵州省已经形成了包括酱香型、浓香型、兼香型等香型并存格局，但以酱酒为主	>100亿元	贵州地区为酱酒主要产地，酱酒市占率超90%，	超80%	90%
	河南	人口基数庞大，白酒消费量大；未形成明确的香型偏好，高端酒发展较慢且200元以上的价格带中无地产酒	约485亿元	河南地产酒发展较慢，占比30%；外省品牌占比70%，其中茅台、五粮液、剑南春销售量最大，泸州老窖、水井坊、舍得占据白酒市场一定份额，习酒、郎酒销量增长迅速	30%	50%
酱酒市占率或达50%，三年内酱香酒有望实现翻盘	广东	经济发达，消费水平高；白酒消费量大，酱香酒保持10%以上的增长	约290亿元	各酱酒企业纷纷涌入广东市场，呈群雄逐鹿态势	40%	45~50%
	山东	饮酒氛围浓厚，白酒消费量大；但价格带偏低；市场空间足	约390亿元	山东地产酒品牌不具规模，呈碎片化分散分布态势；茅台、剑南春、洋河、山西汾酒等外省白酒较为强势	10~20%	>20%
	广西	主流白酒消费价位带在300元以上	约110亿元	主要销售产品以次高端酒区域酒、高端酒为主。具体来看，800元以上价位段市场容量较大；500-800元价位带仍处于培育期；300-500元价位带产品主要用于高端宴请及送礼消费场景，具有品牌力的全国名酒受消费者青睐	20~30%	33%
	福建	经济水平高、消费力强；饮酒文化缺乏，白酒消费量低；价格带高	>50亿元	无优势地产酒品牌；茅台、四特、洋河、郎酒等外省白酒较为强势	中高端价格带中酱香酒市占率70%	>20%
酱酒市占率持续提升	陕西	陕西地区市场容量约为130-150亿元左右，主流价位带为100-300元	130-150亿元	陕西地产酒呈一超多弱格局，面对省外品牌处于守势，省外品牌的进入加剧陕西白酒市场竞争。	<30%	30-35%
	四川	白酒产销大省，浓香型白酒占比超50%；主流价格带高于全国平均水平	约300亿元	四川白酒市场呈一超（五粮液）多强（泸州老窖、水井坊、舍得、剑南春、郎酒）格局，地产酒强势	20%	>20%
	北京	市场容量大，消费价位呈哑铃型分布，高端酒和大众酒的市场空间大；白酒香型多元化，中低端以清香型为主，中高端以浓香和酱香型为主	约240亿元	北京市场白酒品牌众多，竞争激烈，高端市场上全国性名酒如茅台、五粮液、泸州老窖等占优；大众酒市场上红星、玻汾、牛栏山等光瓶酒占优	>30%	>10%
酱酒市占率持续提升	上海	主流价位在400元以上，居全国前列	150-200亿元	上海地区品牌之间竞争较为激烈，经过多年来的推广和培育，以茅台、郎酒、习酒、国台为首的酱香型白酒发展迅猛，已在本地初具规模；	>15%	>10%
	江苏	江苏市场白酒容量高于全国水平，受益于消费升级，主流白酒消费价位带在300元	约450亿元	苏北饮酒习惯统一使得其地产酒较为强势，苏南在没有全国知名白酒品牌的情况下，对外包容性强使得其竞争格局更为分散，地产酒龙头品牌与省外品牌呈群雄逐鹿的态势；分价位带来看，800元以上高端价位名酒稳定增长，其中茅台、五粮液市场占比较高，国窖在局部市场占据一定份额；300-600元次高端价位扩容速度较快，洋河梦之蓝和今世缘国缘在该价位段快速增长。	>10%	>10%
	浙江	浙江省白酒市场容量约为150亿元左右，主流白酒消费价位带在200元以上	约150亿元	浙江省作为经济发达省份，当地居民拥有较高收入水平，在缺乏区域本土强势白酒品牌的情况下，对外来白酒品牌接受度较高，品牌意识也较强其他省份强，因此主要销售产品多为中高端次高端酒，市场竞争激烈	>10%	>10%
	湖南	白酒消费大省、消费频率高；价格带高	>300亿元	外省白酒占湖南市场70%份额，其中五粮液、泸州老窖等川酒占30%，茅台、习酒等黔酒占20%，其他省白酒占20%；酒鬼酒等地产酒占湖南市场30%份额	>10%	>10%

资料来源：《中国酒类流通行业白皮书》，微酒，搜狐，浙商证券研究所

4. 看点：高端化发展+切入酱酒赛道，盈利端或超预期

公司过去优势与劣势兼具：1) 优势：600 年传承的品牌根基/卓越的产品品质/良好上午运作基础/臻酿八号持续快速增长/公司合规文化和良好信誉；2) 劣势：品牌定位不清晰/没有说好产品故事/团购与高端产品发展缓慢/C 端消费者培育不够/没有充分利用好经销系统资源。针对公司劣势，朱总上任后提出高端化（成立高端酒平台）、加大消费者培育力度（成立“狮王荟”，实现营销突破）、实现产品升级创新等方向性正确举措，未来水井坊高端化进程有望加速。2021 年公司经营目标为（不含酱酒）：力争主营业务增长 43%左右，净利润增长 35%左右，利润增速低于收入增速，我们认为水井坊有望加速兑现业绩。

4.1. 高端化：水井坊有底气再次冲击高端阵营背后的原因

4.1.1 基础：高端基因为当前实现高端化战略的必要基础

我们可以通过时间轴形式来梳理水井坊产品发展史，发现当前消费者对水井坊仍有较为高端的认知，是其过去深厚的历史文化积淀、优质的品质及高端化形象所带来的，同时这也为水井坊实现当前的高端化打下了坚实基础（想要走高端化路线，拥有强品牌力为必要条件）：

1786 年：全兴烧坊始建于清代乾隆五十一年，拥有深厚的历史文化底蕴；

1969-1990 年：凭借过硬的产品品质，获得三届去全国评酒会名酒荣誉，同时为中国名优白酒；

1999 年：全兴酒厂发掘出了水井街酒坊旧址（被世界吉尼斯认定为“世界最古老烧酒作坊”），这位水井坊披上了一层更为“神秘&稀缺”的面纱；

2000 年：公司推出“水井坊”品牌，定价高于同期茅台与五粮液，水井坊在此时凭借较高的价格树立了高端酒形象；

2006 年：由于全兴产品盈利能力较弱，且对公司的收入贡献逐年下降，经商议，股票简称从“全兴股份”改为“水井坊”，而此时水井坊品牌已站稳高端酒序列。

2006-至今：随着帝亚吉欧入主水井坊，全兴品牌被剥离，这也让公司更注重对水井坊高端酒形象的打造，坚定立足高端酒价位带，主要产品均位列 300-800 元价位带中，而菁翠初上市之时建议零售价（1699 元）更是高于贵州茅台（1499 元），以进一步树立高端酒形象，当前水井坊主要产品均拥有与名酒抗衡的能力。

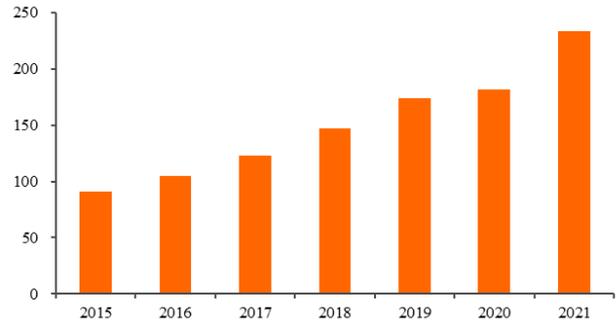
公司品牌价值持续提升。水井坊广告费用从 2015 年的 1.4 亿元提高到 2020 年的 6.7 亿元，CAGR 为 36.8%，同时据《世界品牌大会—中国品牌 500 强分析报告》显示，水井坊的品牌价值从 2015 年的 90.8 亿元，提升到 2021 年的 233.2 亿元，CAGR 为 17.1%。

图 33：2016-2019 广告宣传费用投入增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 34：水井坊品牌价值不断提升（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.1.2 发力点：高端酒平台成立，典藏及以上产品表现或超预期

公司于2021年表示将重点发力典藏及以上产品，以推动臻酿八号及井台品牌价值提升/价格提升，引导价位升级，我们认为凭借优异的产品品质/强有力的渠道激活战略/正确的价格设定下，典藏及以上高端产品收入占比有望从当前的不足10%提升至双位数，实现超预期表现：

1) 产品品质：“陈香优雅，醇厚丰满”，打造独特口感。水井坊典藏大师版的酿造工艺强调“双轮发酵，双轮蒸馏”，并经历1800天以上天然熟成，因此形成了“陈香优雅，醇厚丰满”的独特口感。随着消费者对于高端白酒的要求逐渐提高，越来越强调香型的独特性和饮后的舒适性，典藏大师版虽属于浓香，但口感有其陈香醇厚的独特性，易于在消费者心中形成独特认知；

2) 激活渠道：典藏系列控货提价，成立高端酒平台进行独立运作。控货提价方面：2021年6月1日起，水井坊典藏系列产品（包括38度500mL水井坊典藏大师版及52度500mL水井坊典藏大师版等）暂停发货和接单，本次控货旨在重新调整典藏系列的渠道招商，或借鉴内参销售公司模式针对水井坊高端产品成立销售公司，激发经销商活力，同时让高端产品的投入更加灵活；**高端酒平台方面**：预计高端酒平台（模式或类似酒鬼酒内参销售公司/国窖品牌专营模式）将独立运作典藏及以上产品。由于酒鬼酒内参销售公司模式/国窖品牌专营模式已得到广泛认可，若高端酒平台模式的成立或将加速公司高端化进程发展：

一、内参销售公司模式：2018年12月全国30多位高端白酒“亿元大商”共同出资成立了内参酒销售有限公司（主要负责销售及渠道建设，成立之初规划内参酒销售目标三年增长翻番），内参酒将作为一个独立品牌、独立公司运作，公司将推进内参销售向大店打造、大商扶植、区域占王为基点的区域精耕转变，并通过费用共管渠道共控、利益共享风险共担实现营销力的最大化，通过控制客户总体数量以确保渠道利润，稳步推进“内参”酒稳价增量。管理人员方面，内参公司总经理王哲于2010年进入酒鬼酒营销系统负责酒鬼酒区域营销工作，2018年内参酒销售公司成立后负责内参整体营销工作，2019年负责内参公司市场层面、品牌层面、渠道层面、管理层面，较强的管理能力赋能内参公司。我们认为内销销售公司有以下优势：

1) 厂商一体化模式树立，动作更灵活，更贴近市场。内参销售公司股东可从渠道价差、分红收益、额外奖励等多方面获取收入，极大地捆绑了经销商利益，降低了公司费用投入，推进渠道扁平化；

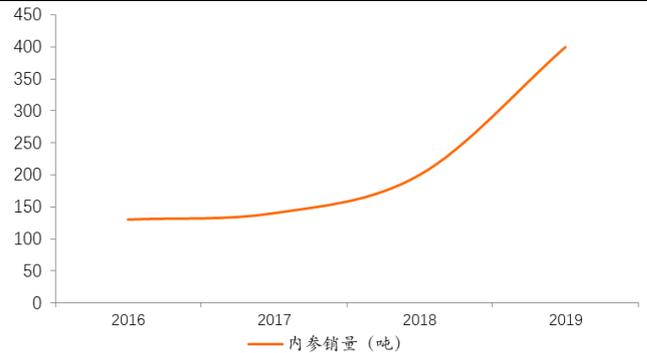
2) 更好的整合大商资源，推进渠道扁平化。参与出资的大商资源丰富，内参可通过大商资源实现迅速发展。

图 35：2018 年以来内参系列收入高速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：2019 年内参系列销量实现翻番



资料来源：Wind，浙商证券研究所

二、**品牌专营模式**：为解决原有的柒泉模式存在层级复杂、体系臃肿等缺点，14、15 年公司已分别成立了特曲、国窖专营公司，6 月底公司领导层上任后，对窖龄、博大也进行了品牌专营模式改革——仍由大经销商投资建设，将核心大商以股权绑定，但渠道层级仅为两级，公司自主组建营销队伍，自主投放费用以开发、维护终端，实行品牌专营模式后，经销商利润较之前固化、渠道层级得到压缩、费用使用效率提升、终端控制力显著增强。

3) **价格设定**：采取价格跟随策略，交错定价获得发展空间。典藏系列定价位于 700 元左右的次高端升级价格带，避开与国窖 1573 和普五的正面竞争，相较千元价格带产品具有性价比优势。在 700 元的次高端升级价格带中，目前竞争对手较少，主要为低度五粮液、低度国窖和梦之蓝 M6+，竞争程度相对缓和，且随着消费升级，未来次高端升级价格带有望持续扩容，典藏大师版发展空间较大。

表 17：主要次高端白酒企业纷纷布局高端产品

香型	公司	次高端大单品	布局高端产品
浓香型	剑南春	水晶剑	布局东方红
	泸州老窖	38度国窖+窖龄+特曲	拥有大单品52度国窖
	洋河	梦3水晶版、梦6+	布局梦9和梦之蓝·手工班
	舍得酒业	品味舍得+智慧舍得	布局天子呼和吞之乎
	今世缘	国缘对开+四开+新K系列	布局V系列，特别是国缘V9清雅酱香
	水井坊	井台+臻酿八号+典藏大师版	布局菁翠，即将推出两款千元价格带产品
	口子窖	口子窖10年&20年	布局口子窖30年
酱香型	古井贡酒	古8+古16+古20	布局古26
	茅台	赖茅+汉酱	拥有大单品飞天茅台
	郎酒	红花郎	拥有大单品青花郎
	习酒	窖藏1988+金钻	布局窖藏10年、窖藏15年
清香型	国台	国台国标酒	布局国台十五年 and 国台龙酒
馥郁香型	山西汾酒	青花20+青花30	布局青花30·复兴版、青花50
	酒鬼酒	酒鬼系列	拥有大单品摘要酒

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

4.1.3 必要项：消费者培育为当下重点，“狮王荟”锁定圈层营销

公司营销力度不断加大，今年来重点强调品牌推广及意见领袖培育，加速团购渠道拓展。水井坊品牌底蕴深厚，但因前期品牌营销不足，导致在 2012 年行业深度调整期无法支撑产品的高端价格。近年来，水井坊加大了品牌营销力度，重点从大事件营销、体

验营销、数字化营销三个方面进行品牌宣传，2021 年公司重点强调培育意见领袖，并针对该方针推出系列新举措。

此前：主要通过冠名、高端品鉴会、高尔夫活动等实现消费者触达

1) 大事件式营销：水井坊独家冠名“国家宝藏”借势 CCTV 综合频道高品质新闻栏目、央视体育频道，以多元化布局加强消费者广度和深度的触达，不断提升品牌的价值力和影响力；春糖期间在成都商圈和城市地标进行品牌投放，深度挖掘基地市场；与上海网球大师赛签订 3 年战略合作，定位高端消费人群，为高端产品动销赋能。

2) 小体验式营销：完善高端品鉴会类型，针对不同产品线的目标人群，定制不同品鉴会形式，实现消费者体验精准化。水井坊推出“壹席”、“菁宴”等体验形式，加入非遗元素、“国宝”体验内容，丰富消费者体验感受，提升消费者对品牌的认可度，树立品牌忠诚度。

3) 数字化营销：水井坊通过与数字终端品牌合作与知名数字终端品牌深度合作，精准锁定目标消费者，建立用户认同及参与感；水井坊通过全渠道精准化会员运营工具，完成消费者“吸引→招募→转化→推荐”的转化闭环，有效推动企业数字化转型。

表 18：此前水井坊主要营销方式包括大事件、小体验、数字化营销

时间	品牌营销事件	营销方式
2015	签约全国知名数字平台运营商，全面调整微博、微信平台的运作策略，微信不仅从订阅号转向服务号以给消费者提供更多更便捷的服务，还全面进行了内容营销的改革转型；全新增加了手机移动新闻客户端、百度搜索引擎投放，进一步提高了品牌在数字平台的曝光率	数字化营销
2016	围绕“悦于形·匠于心”的沟通主题，持续创新品牌深度沟通的形式和内容，全面开展品牌盛宴和尊享晚宴两个级别的活动	体验营销
	加大了社交媒体平台的营销改革，持续优化微信、微博平台的运作策略	数字化营销
2017-2018	水井坊会员系统“悦坊会”发展较快，会员人数增长较多，线上基于微信平台的会员精品商城，完成从消费者“吸引→招募→转化→推荐”的数字营销转化闭环	数字化营销
	品牌盛宴方面，携手太庙于中秋前夕打造集“秋酿仪式”、“大师授徒”及“新品发布”为一体的“传世盛典”；品鉴会方面，针对不同人群分别搭建“水井坊壹席”、“水井坊菁宴”，力求达到消费者体验精准化、定制化	体验营销
2019	将宜兴紫砂壶、传统相声等非遗元素贯穿于品鉴会体验环节，将水井坊非遗酿造技艺与话剧相结合，打造“沉浸式戏剧体验”；在“壹席”、“菁宴”原有体验内容中加入“中国非物质文化遗产”传统技艺体验，丰富消费者体验感受	体验营销
	携手央视，借势 CCTV 综合频道权威平台和新闻频道高品质栏目，为“CCTV 中国白酒文化传承品牌”背书；延续央视体育频道的差异化传播	大事件营销
2020	首次在数字媒体程序化投放中引入客户体验管理数据，精准挖掘消费人群；进一步深化数字化营销改革，继续扩大广告、用户与销售紧密结合的数字化营销体系，优化品牌体验链条	数字化营销
	携手央视，独家冠名央视现象级文博综艺《国家宝藏》栏目；继续借势 CCTV 综合频道高品质新闻栏目，铸就品牌高度；延续央视体育频道的差异化传播	大事件营销
2021	与知名数字终端品牌深度合作，优化消费者在各个数字终端品牌的体验触点；继续保持技术驱动营销的创新力，精准锁定目标消费者，建立用户认同及参与感；通过全渠道精准化会员运营工具，完成消费者“吸引→招募→转化→推荐”的转化闭环	数字化营销
	保留“壹席”、“菁宴”两大体验形式，借助与《国家宝藏》合作契机，加入“国宝”体验内容，丰富消费者体验感受；在多个重点市场成功试点以“非遗体验”等形式为核心内容的品牌体验活动，用“酒”为媒介凝聚有共同爱好的消费者圈层	体验营销
2021	春糖期间，水井坊在机场、地铁站、太古里等商圈和城市地标进行品牌投放 水井坊与上海网球大师赛签订 3 年战略合作，还将在十大重点城市举办网球赛	大事件营销

资料来源：Wind，浙商证券研究所

变化：推出“狮王荟”，重点强调品牌推广及意见领袖培育，加速团购渠道拓展

2021 年公司在营销方面做出较大变化，首当其冲的为明确品牌定位。公司将依赖传承 600 年的浓香宝藏、追求卓越的狮王精神两个核心品牌精神表达，在追求更高品质产品的同时，唤醒消费者内心的雄狮，这是水井坊新的一年全力打造的**品牌定位**：

- 1) **加大圈层营销/意见领袖培育力度**：水井坊将重点打造高端消费圈层营销平台——“水井坊·狮王荟”，整合水井坊和经销商的社会资源，共同维护意见领袖和团购消费者，赋能区域高端业务并高效促进消费转化。另外，同时公司将在媒体投放聚焦高端消费群体，包括北上广深及重点城市机会、高铁，重点区域地标户外，高端餐饮、高尔夫球场等高端场所，另外，公司将进一步加强高端品鉴会（公司自2015年开始正式提出全力打造水井坊高端品鉴会），网球及商会的赞助等活动的投入力度；

图 37：水井坊品鉴会逐渐升级



资料来源：Wind，浙商证券研究所

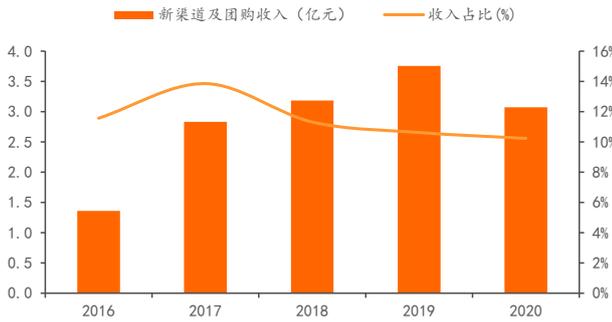
表 19：次高端升级价格带及千元价格带产品均推出系列品鉴会 IP

公司	系列品鉴会 IP	代表产品	价格（元）
水井坊	狮王会	典藏大师版	780
	壹席		
	菁宴		
五粮液	和美盛宴	菁翠	1599
	封藏大典	普五	1200
泸州老窖	酒香堂	国窖1573	1080
	冰JOYS		
	七星盛宴（七星盛宴·筵）		
酒鬼酒	诗酒文化社	内参	1100
	内参名人堂		
	中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会		
洋河股份	谷雨论坛	梦之蓝M6+	768
郎酒	青花盛宴	青花郎	1100
金沙酒业	摘香盛宴	摘要	859
今世缘	酒缘舟记	国缘V9	2499
习酒	君品·雅宴	君品习酒	1050
	君品荟		

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

- 2) **拓展团购渠道**：此前公司主要通过新生代模式实现渠道拓展，而公司团购及新渠道收入占比较小（20年收入占比仅为10.2%），今年水井坊经销商大会上，公司明确表示未来将发力团购业务，公司有望将C端客户背后的企事业单位资源有效转化，我们看好公司团购业务发展。

图 38：近年新渠道收入虽有上升趋势，但收入占比无明显提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 20：公司近年推出诸多圈层营销及团购举措

时间	圈层营销及团购举措
2016年	水井坊会员系统“悦坊会”正式建立，通过各大圈层活动招募过万名水井坊目标消费者
2017年	重点扶植了十大核心市场中的核心KA系统，并持续关注人员效率的提升、产品结构和陈列水平的改善
2018年	推出基于微信平台的会员精品商城，通过提供个性化定制服务丰富会员权益的同时，完成从消费者“吸引→招募→转化→推荐”的数字营销转化闭环
2019年	通过构建跨区管理的“数据化”模型，加大了对跨渠道、跨区域销售的管控
2020年	搭建多渠道业务发展平台，以授权店铺、粉丝运营与会员运营的方式，拓展新的销售方式和渠道，建立了专职团购团队，进一步优化“名酒进名企”等团购机制
2021年	搭建水井坊专属的高端消费者圈层营销平台——“水井坊·狮王会”，紧密联动水井坊总部和经销商的社会资源，共同维护意见领袖和团购消费者，赋能区域高端业务

资料来源：公司年报，公开新闻报道，浙商证券研究所

4.2. 酱酒：携手国威涉足酱酒赛道，强强联手打造高端酱酒

布局酱酒领域，享酱酒热发展红利。近期公司发布《对外投资公告》，在酱酒热背景下，帝亚吉欧通过水井坊切入高端酱酒赛道以实现酱香布局，同时通过合资（酒厂位于茅台镇，拥有优质酱酒 6600 余吨，主攻高端酱酒领域，具有一定规模）保证酒水品质、规避一定风险，此外，未来国威公司将转移商标意味着公司将长期布局酱酒赛道以打造第二高端酒增长极。

国威酒业产能充足，品质优异，与水井坊合作为强强联手。1) 历史：贵州国威酒业集团始于 1989 年，为国家级高级品酒师、中国酱香酒酿酒大师梁明锋所创，至今已有 30 余年历史。2) 产能：随着国威酒业逐步扩产，2019 年优质大曲酱香酒年产能已达 6600 吨，目前拥有超过 3 万吨的老酒储备。3) 产品：公司旗下大单品为贵州迎宾酒（售价 368 元），并于 2016 年获“贵州十大名酒”称号，2019 年还进一步推出了 4 款定价 400-1200 元的国威大师酒，彰显其产品品质优异。在 6600 吨大曲酱香酒、3 万吨储备老酒支持下，在优异的原酒品质背书下，再辅以水井坊的品牌和渠道优势，我们认为未来水井坊与国威酒业的合作是强强联手，有望在高端酱酒市场中抢占一席之地。

图 39：国威酒业历史沿革



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 21: 水井坊与国威酒业成立合资公司情况一览

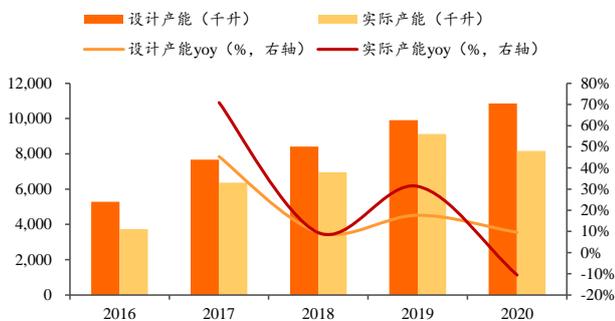
水井坊与国威酒业成立合资公司情况	
公司名称	贵州水井坊国威酒业有限公司 (以市场监督管理局核准的名称为准)
注册资本	至少为人民币八亿元, 具体金额将在最终协议中确定。
出资情况	水井坊占合资公司注册资本的70% (现金出资), 梁明锋先生占合资公司注册资本的30% (实物出资)
治理结构	合资公司设立董事会, 董事会由五名董事组成, 其中水井坊有权提名三名董事, 梁明锋先生将担任董事长并有权提名一名董事; 合资公司的日常经营管理将由水井坊全面负责。
签订时间	2021年4月8日, 公司与梁明锋先生、国威公司在成都签署了《四川水井坊股份有限公司、梁明锋先生、贵州茅台镇国威酒业(集团)有限责任公司关于合资项目之框架协议》
项目目标	打造全新的一系列一线酱香型白酒知名品牌, 促进和推动该系列新品牌的产品销售。
基酒来源	合资公司未来计划向国威公司或其销售公司采购基酒、半成品酒和各方划定范围内的成品酒
产品品牌	国威公司即将开发并通过合资公司独家推出一系列新品牌产品。
成品酒情况	在合资公司成立后将国威现有成品酒合同托管给合资公司运营管理, 国威公司在过渡期间新产生的成品酒合同将转入合资公司运营管理。 合资公司新开展业务年营业额达到一定规模之前, 国威现有成品酒合同产生之利润仍归国威公司和梁明锋先生拥有。合资公司新开展业务年营业额达到或超过该等规模后, 该等业务产生之利润方按持股比例分配。
风险	需在2021年7月31日前满足框架协议前提条件, 否则合资项目和框架协议存在终止的可能性。

资料来源: 公司年报, 公开新闻报道, 浙商证券研究所

4.3. 产能: 邛崃扩建项目进行, 为未来发展奠定基础

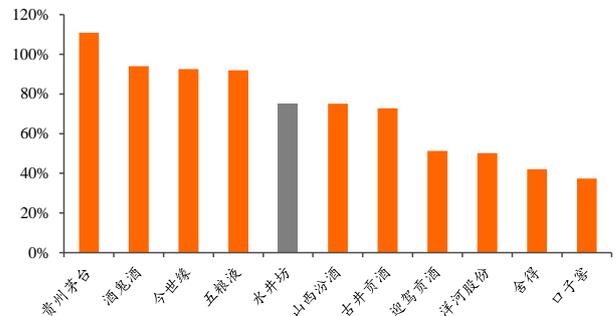
水井坊产销比超 100%, 产能利用率超 70%, 技改进行时。自 2016 年至今, 水井坊的产能利用率始终高于 70%; 剔除公司对外售卖基酒量外 (品质较差的基酒), 17-19 年公司实现白酒销售 5547、7037、8840 吨, 自 2017 年至今, 整体产销比超 100%。由于当前公司仍处于高速发展期, 技改势在必行。

图 40: 水井坊设计产能逐年提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 41: 2020 年水井坊产能利用率位居酒企前列 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

邛崃项目产能扩张步伐曲折中坚定前行, 为未来发展奠定基础。水井坊曾于 2011 年在成都邛崃投资 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, 后受宏观经济及市场政策变化等影响, 该项目于 2015 年 6 月暂时终止, 历经 3 年的调整发展后, 公司于 2018 年发布《邛崃全产业链基地项目(第一期)可行性研究报告》, 标志着邛崃项目的再次启动, 公告显示:

1) 建设规模: 项目完成后, 形成 20000kL/a 原酒酿造能力、在水井坊现有邛崃基地的基础上, 增加 40000 kL 储存能力;

2) 建设内容：粮食筒仓区、粮食清理粉碎车间、糠壳库及蒸糠车间、曲库及粉碎车间、酿酒车间、室内罐区、污水处理站、综合楼等以及相关配套设施；

3) 项目投入总资金：该项目投资约 25 亿元。

2019 年 8 月公司公告取得国有建设用地使用权，该项目已于 2020 年上半年开工，预计三年内竣工投产，投产后将新增 2 万吨原酒酿造能力，4 万吨储存能力。考虑到水井坊对产品品质的精益求精，根据 GB18624-2007《地理标志产品水井坊酒》国家标准，水井坊基酒年份大于 4 年、调味酒年份大于 10 年，从投料到出厂基本在 5 年以上。因此，预计邛崃项目产能释放且产品出厂将于 2027-2028 年实现，届时将大幅缓解水井坊产能压力，为后续发展奠定坚实产能基础。

图 42：水井坊邛崃产能扩张情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 盈利预测

5.1. 盈利预测

假设：

1、销量端：2020 年在疫情爆发背景下，公司通过控货有效降低库存的同时销量出现大幅下降，考虑到在消费已逐步实现恢复、公司加大消费者培育力度、开始运作高端酒平台以大力发展高端酒业务：1) 预计低基数背景下并叠加发力高端酒业务 2021 年公司高端酒销量将实现超 30% 的大幅提升，而中端酒亦在低基数上实现量上的双位数增长；2) 随着品牌力的提升、消费者培育的成熟、渠道推力的加大，2022-2023 年高端酒销量有望维持 20% 以上的较快增长（此前我们预计 500-800 元、800-1500 元价位带酒十四五期间销量增速 CAGR 约为 23%、10%）。综上，我们预计 2021-2023 年公司高端酒销量将实现较大幅度提升，分别为 37%、23%、17%；2021 中端酒销量预计保持双位数增长，22-23 年保持个位数稳健增长；

2、价格端：在消费升级趋势延续背景下，公司产品结构将呈持续上升趋势，预计吨价增速保持较快增速，主因：**1) 高端酒占比提升：**2021 年公司通过运作高端酒平台、建立“狮王荟”发力高端酒业务，因此典藏及菁翠等高端酒产品将实现产品升级，同时其收入占比亦将稳步提升；**2) 次高端酒价格提升：**典藏及以上产品的迅速发展将拉高水井坊品牌力，因此会有效提升井台、臻酿八号等次高端酒产品价格盘。因此，我们预计 2021-2023 年高端酒增速将为 7%、4%、3%；中端酒吨价将保持个位数增幅。

表 22：水井坊白酒板块业务拆分表

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3006	4408	5605	6766
营业收入增速%	-15%	47%	27%	21%
综合毛利率%	84%	85%	86%	86%
白酒				
营业收入(百万元)	3004	4406	5603	6763
YoY	-15%	47%	27%	21%
销量(吨)	79	108	132	154
YoY	-42%	38%	22%	16%
均价(万元/千升)	45	48	50	51
YOY	46%	6%	4%	4%
毛利率(%)	84%	85%	86%	86%
其他				
营业收入(百万元)	1	2	2	3
YoY	31%	30%	30%	30%
毛利率(%)	79%	85%	89%	93%
白酒业务拆分				
中高端白酒				
营业收入(百万元)	3004	4406	5603	6763
YoY	-14%	47%	27%	21%
毛利率(%)	84%	85%	86%	86%
高端白酒：井台+八号+典藏合计				
营业收入(百万元)	2928	4317	5508	6663
YoY	-14%	47%	28%	21%
毛利率(%)	85%	86%	86%	86%
中档白酒				
营业收入(百万元)	76	89	95	99
YoY	-12%	17%	7%	4%
毛利率(%)	61%	63%	64%	65%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：2020年起低档白酒（基酒销售）业务不再推广

5.2. 估值分析

纵向来看，截止 2021 年 7 月 6 日收盘，水井坊市盈率 PE (TTM) 为 74 倍，与其 2017 年 9 月的估值水平相当。横向来看，水井坊 2021/2022/2023 年对应 PE 为 65/50/40 倍，同为次高端二线酒企且市值相仿的酒鬼酒 2021/2022/2023 年对应 PE 为 105/74/54 倍，水井坊估值仍具性价比。考虑到水井坊再次冲击高端酒和产能扩张，典藏表现或超预期，未来水井坊业绩增速弹性大，估值仍有提升空间。

图 43：次高端二线名酒估值情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 44：酒鬼酒与水井坊估值差



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 23：可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2021/7/6	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
						21E	22E	23E	21E	22E	23E
000596	古井贡酒	235.7	1,187.0	4.0	58.4	4.7	5.6	6.7	50.6	41.8	34.9
002304	洋河股份	207.0	3,120.1	4.9	42.5	5.4	6.4	7.4	38.0	32.4	27.9
000799	酒鬼酒	251.1	815.9	2.0	123.0	2.4	3.4	4.7	104.8	74.0	53.8
600702	舍得酒业	215.0	722.9	2.5	84.4	2.9	4.1	5.4	73.3	53.0	39.5
600809	山西汾酒	321.0	3,916.6	3.3	97.0	3.7	4.9	6.4	87.0	65.4	50.3
平均值									70.8	53.3	41.3
600779	水井坊	145.0	708.2	2.0	73.8	2.2	2.9	3.6	64.9	49.7	40.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.3. 投资建议

我们认为水井坊将受益于高端化战略逐步落地（运作高端酒平台以推动 700 元以上价位产品迅速发展、加大消费者培育力度、成立狮王荟等）+或与国威牵手，同时考虑到 2020 年受疫情影响公司业绩基数较低、2021 年公司收入/净利润目标为 43%、35%，预计 2021-2023 年收入增速分别为 46.6%、27.2%、20.7%；归母净利润增速分别为 49.3%、30.4%、23.5%；EPS 分别为 2.2、2.9、3.6 元/股；PE 分别为 65X、50X、40X。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；

高端酒动销情况不及预期；

管理层变动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3265	3727	5112	6895
现金	1330	1025	1716	2936
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2	40	53	73
其它应收款	2	3	4	5
预付账款	36	31	48	58
存货	1879	2540	3184	3753
其他	16	89	106	70
非流动资产	1102	1475	1770	1842
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	534	660	789	898
无形资产	123	134	150	154
在建工程	228	503	642	594
其他	217	178	189	197
资产总计	4367	5202	6882	8738
流动负债	2216	2162	2689	3104
短期借款	0	0	0	0
应付款项	631	622	828	1051
预收账款	0	238	297	241
其他	1585	1303	1565	1812
非流动负债	15	23	20	19
长期借款	0	0	0	0
其他	15	23	20	19
负债合计	2231	2185	2709	3123
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2136	3017	4173	5614
负债和股东权益	4367	5202	6882	8738
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	845	458	1240	1624
净利润	731	1092	1424	1759
折旧摊销	75	49	60	71
财务费用	(23)	(67)	(16)	(30)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	444	18	441	418
其它	(383)	(635)	(669)	(593)
投资活动现金流	(218)	(465)	(344)	(137)
资本支出	(150)	(440)	(318)	(121)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(68)	(25)	(26)	(16)
筹资活动现金流	(545)	(297)	(205)	(268)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(545)	(297)	(205)	(268)
现金净增加额	83	(305)	691	1220

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3006	4408	5605	6766
营业成本	475	642	805	949
营业税金及附加	468	686	873	1053
营业费用	841	1278	1603	1881
管理费用	280	381	467	593
研发费用	2	3	3	4
财务费用	(23)	(67)	(16)	(30)
资产减值损失	(13)	(9)	(15)	(20)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	14	15	17	15
营业利润	965	1437	1872	2312
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	958	1430	1865	2304
所得税	227	338	441	545
净利润	731	1092	1424	1759
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	731	1092	1424	1759
EBITDA	1013.4	1461.5	1904.7	2340.2
EPS (最新摊薄)	1.5	2.2	2.9	3.6
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-15.1%	46.6%	27.2%	20.7%
营业利润	-12.4%	49.0%	30.3%	23.5%
归属母公司净利润	-11.5%	49.3%	30.4%	23.5%
获利能力				
毛利率	84.2%	85.4%	85.6%	86.0%
净利率	24.3%	24.8%	25.4%	26.0%
ROE	34.4%	42.4%	39.6%	35.9%
ROIC	33.3%	35.5%	33.6%	30.7%
偿债能力				
资产负债率	51.1%	42.0%	39.4%	35.7%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
流动比率	1.5	1.7	1.9	2.2
速动比率	0.6	0.5	0.7	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	195.2	269.4	185.9	231.1
应付帐款周转率	1.2	1.4	1.5	1.4
每股指标(元)				
每股收益	1.5	2.2	2.9	3.6
每股经营现金	1.7	0.9	2.5	3.3
每股净资产	4.4	6.2	8.5	11.5
估值比率				
P/E	96.8	64.9	49.7	40.3
P/B	33.2	23.5	17.0	12.6
EV/EBITDA	38.7	47.8	36.3	29.0

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>