

次高端赛道扩容，水井坊进入发展新时期

水井坊(600779)

► 赛道扩容，次高端迎来消费升级红利。

高端白酒随宏观经济快速发展消费升级趋势明显，2020年高端白酒批价大幅度上扬，次高端行业价格天花板打开。2020年宴席聚餐等场景受新冠疫情影响需求延后，2021年迎来需求爆发。因此，2021年次高端行业迎来消费升级红利，量价齐升，赛道扩容。

► 聚焦高端，升级渠道，创新品牌体验。

产品上，聚焦次高端核心产品以及宴席场景，高端典藏与菁翠发力，产品定位清晰。营销上，深化高端品牌形象，加大宴席场景投入。渠道上，持续贯彻“蘑菇战略”，着力“5+5+5”区域拓展。组织上，升级总代模式，加强渠道管理。管理上，以股权激励为抓手，为公司未来持续扩张打下内部基础。

► 抓住行业新机遇布局酱酒，创造第二增长极。

国威酒业拥有正宗酱香工艺，自有品牌“迎宾”获得“贵州十大名酒”荣誉。公司携手国威进军酱酒，将公司自身品牌和营销能力与国威酒业酱香白酒生产工艺结合，发挥双方优势，将酱酒品牌推向次高端及以上市场。

投资建议

预计2021-2023年公司营业收入分别为42.4/57.3/74.0亿元，同比+41.1%/+35.2%/+29.0%，归母净利润分别为9.7/12.8/16.4亿元，同比+33.2%/+30.9%/+28.6%，EPS分别为1.99/2.61/3.36元/股，当前股价对应PE为57.0/43.5/33.8倍。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

经济复苏情况不及预期；核心产品增长不及预期；与国威合作不顺利；食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,241	5,735	7,397
YoY (%)	25.5%	-15.1%	41.1%	35.2%	29.0%
归母净利润(百万元)	826	731	974	1,275	1,641
YoY (%)	42.6%	-11.5%	33.2%	30.9%	28.6%
毛利率 (%)	82.9%	84.2%	84.6%	84.9%	85.0%
每股收益 (元)	1.69	1.50	1.99	2.61	3.36
ROE	39.1%	34.2%	38.6%	39.7%	38.4%
市盈率	67.15	75.87	56.97	43.51	33.82

资料来源: wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	113.6
股票代码:	600779
52周最高价/最低价:	160.57/58.22
总市值(亿)	554.86
自由流通市值(亿)	554.71
自由流通股数(百万)	488.30



证券分析师: 寇星
邮箱: kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话: 010-59775343

正文目录

1. “中国白酒第一坊”的现代化之路.....	4
1.1. 川酒六朵金花之一，具备名酒基因.....	4
1.2. 世界顶级酒类公司帝亚吉欧入主.....	5
1.3. 2021H1 收入利润实现翻倍以上增长，进入收入爆发期.....	6
2. 聚焦大单品逻辑，中高端产品享受次高端消费升级红利.....	7
2.1. 白酒消费升级，次高端行业扩容.....	7
2.2. 夯实次高端产品矩阵，坚持高端化大单品逻辑.....	11
3. 升级总代模式，加强渠道管理.....	12
3.1. 坚持“5+5+5”蘑菇战略，加强渠道建设.....	13
3.2. 拓展新总代模式，推进核心门店 5.0 建设.....	12
3.3. 深化品牌形象，加大宴席场景投入.....	14
4. 布局酱酒打造增量，加码产能扩张.....	15
4.1. 地方政府加码产业政策扶持，川酒振兴下公司抓住机遇.....	15
4.2. 携手国威进军酱酒，跨香型布局增量市场.....	16
4.3. 重启邛崃工程，产能稳步扩张.....	18
5. 投资建议.....	18
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1 公司营收及增速（亿元）.....	4
图 2 公司股权结构.....	5
图 3 公司收入和归母净利润情况（亿元）.....	6
图 4 公司分地区收入情况（亿元）.....	6
图 5 公司销售费用率（%）.....	7
图 6 公司各档产品收入情况（亿元）.....	7
图 7 公司销售毛利率对比（%）.....	7
图 8 公司销售净利率对比（%）.....	7
图 9 城镇居民消费性支出和收入情况（元）.....	8
图 10 高端酒批价情况（元）.....	8
图 11 白酒消费结构变化.....	9
图 12 中国白酒行业规模以上企业收入利润变化（亿元）.....	10
图 13 2017-2020 年次高端市占率变化（2017 年左图，2020 年右图）.....	11
图 14 公司高端战略单品.....	12
图 15 公司区域销售收入情况（亿元）.....	14
图 16 “5+5+5”蘑菇战略.....	14
图 17 宴席服务.....	15
图 18 携手央视冠名《国家宝藏》.....	15
图 19 糖酒会期间公司广告铺设.....	16
图 20 公司作为东道主举办第 104 届糖酒会.....	16
图 21 2019 年中国白酒市场各香型规模（%）.....	16
图 22 中国酱香型白酒行业销售收入及增速（亿元）.....	16
图 23 国威酒业植物埋藏区.....	17
图 24 植物埋藏法专利证书.....	17
图 25 获得“贵州第二届十大名酒”称号.....	17
图 26 “国威”系列和“贵州迎宾”系列.....	17
图 27 公司产量和销量情况（万吨）.....	18
图 28 公司库存量情况（万吨）.....	18

表 1 公司发展历程.....	4
表 2 帝亚吉欧收购历程.....	5
表 3 公司股权激励情况.....	5
表 4 次高端品牌近两年提价情况.....	9
表 5 水井坊主要产品.....	11
表 6 公司主要产品提价情况.....	12
表 7 两种销售的比较.....	13
表 8 四川省政府的政策扶植白酒行业发展.....	15
表 9 公司在 2020 年所获四川省内荣誉.....	16
表 10 公司预测关键假设（百万元）.....	18
表 11 可比公司估值对比.....	19

1. “中国白酒第一坊”的现代化之路

1.1. 川酒六朵金花之一，具备名酒基因

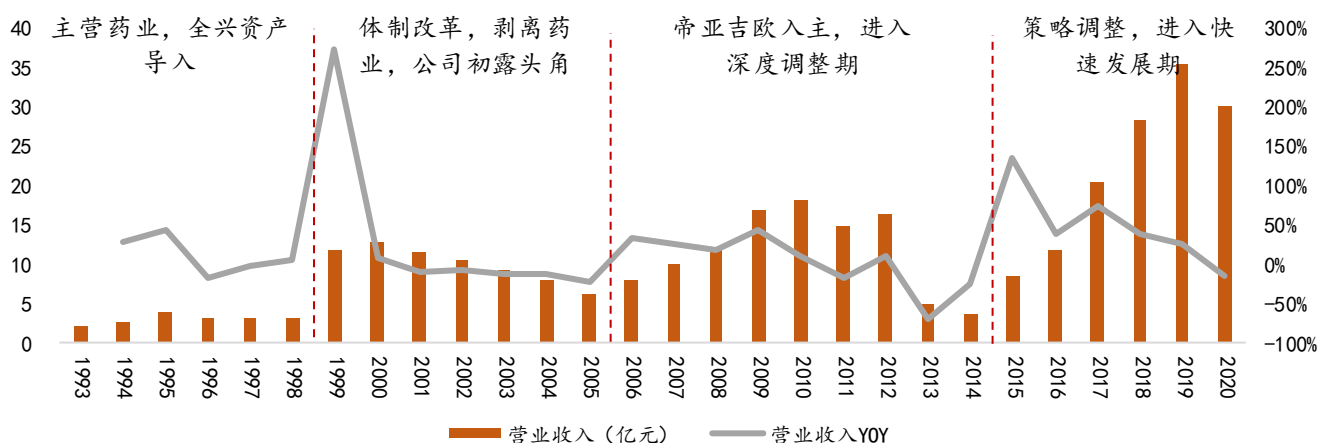
起源于老八大名酒之一，文化底蕴深厚。公司前身为全兴大曲，是中国老八大名酒之一，曾三次获得“全国名酒”称号，与五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒和沱牌曲酒一同被誉为“川酒六朵金花”。水井街酒坊遗址中的酿酒窖池距今已有 600 多年的历史，是现存最古老的酿酒作坊，因此被称为“中国白酒第一坊”。水井街酒坊 600 余年来从未间断生产，拥有丰富的老窖菌群和纳入非物质文化遗产的酿酒技艺。公司严格遵循传统酿酒技术生产（起窖拌料、上甑蒸馏、量质摘酒、摊晾下曲、入窖发酵、勾兑储存等），酿制出水井坊酒“陈香飘逸、甘润幽雅”的酒格和“浓而不酞，雅而不淡”的独特品味，成为成都平原浓香型白酒淡雅风格的经典代表。

表 1 公司发展历程

时间	发展历程
1996 年	四川制药股份有限公司于上海证券交易所上市，生产销售抗生素及各种制剂产品。
1997 年	全兴集团对原四川制药股份有限公司进行重组，把四川省成都全兴酒厂整体资产注入其中。
1999 年	更名为四川全兴股份有限公司，生产销售抗生素原料药及各种制剂产品和酒类产品。 全兴酒厂车间挖掘出水井街酒坊遗址，被称为“世界上最古老的酿酒作坊”，公司同年推出“水井坊”品牌产品。
2002 年	全兴集团由国有企业改制为民营企业。
2004 年	全兴集团收购全兴股份有限公司所持四川制药股份有限公司股权，主营业务为生产销售酒类产品。
2006 年	更名为四川水井坊股份有限公司，控股股东成都盈盛将其所持有全兴集团 43% 的股权转让给帝亚吉欧高地控股有限公司。
2008 年	帝亚吉欧对全兴集团的持股比例增加至 49%，双方取得了阶段性的合作成效。 公司被列入首批国家“非物质文化遗产”名录。
2011 年	帝亚吉欧增持全兴集团股份至 53%，成为第一大股东以及公司实际控制人。
2013 年	成都盈盛将其持有全兴集团合计 47% 的股权转让给帝亚吉欧，帝亚吉欧 100% 控股全兴集团。
2018 年	帝亚吉欧通过子公司要约收购，控股提升至 60%。
2019 年	帝亚吉欧再次通过子公司要约收购，持股提升至 63.14%。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 1 公司营收及增速（亿元）



资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2. 世界顶级酒类公司帝亚吉欧入主

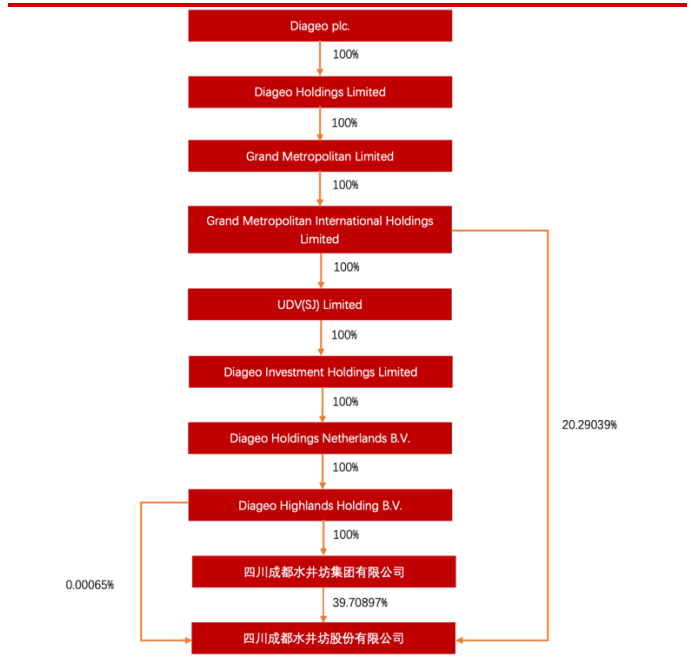
帝亚吉欧于 1997 年在英国成立，是全球最大的洋酒公司，旗下拥有横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等一系列顶级酒类品牌。2006-2019 年，帝亚吉欧经过 6 次收购和增持目前已经成为公司最大股东和实际控制人。

表 2 帝亚吉欧收购历程

时间	收购历程
2006 年	控股股东成都盈盛将其所持有全兴集团 43% 的股权转让给帝亚吉欧。
2008 年	帝亚吉欧增持全兴集团 6% 股份，持股比例增加至 49%。
2011 年	帝亚吉欧受让盈盛投资持有的全兴集团 4% 股份，持股比例增加至 53%，成为公司第一大股东以及实际控制人。
2013 年	成都盛盈将其持有全兴集团 47% 股权转让给帝亚吉欧，至此 100% 控股全兴集团，间接控制水井坊 39.71% 的股权。
2018 年	帝亚吉欧通过子公司要约收购水井坊，直接控股比例提升至 20.29%，总计持有水井坊 60% 的股份。
2019 年	帝亚吉欧再次通过子公司要约收购水井坊，直接控股比例提升至 23.43%，总计持有水井坊 63.14% 的股份。

资料来源：wind, 华西证券研究所

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告, 华西证券研究所

股权激励对标行业前十，管理层积极性强。2019 年 7 月公司披露股权激励计划，激励对象包括董事长、总经理、财务总监等公司核心技术管理骨干总计 13 人。激励计划解锁条件对标行业收入前十名的白酒上市公司（贵州茅台、五粮液、洋河、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），要求 2019-2021 年营业收入增长率平均值不低于对标企业平均水平的 110%。目前实际向 13 名激励对象授予 24.22 万股，转让价 25.56 元/股。公司对激励对象设置个人业绩考核期，并根据激励对象的岗位职责分别设置考核指标。激励对象各期可解锁股份数=业绩考核应解锁股份数*解除限售比例+战略性绩效考核应解锁股份数*解除限售比例。“业绩考核（公司中长期战略目标）+绩效考核（个人激励）”的模式绑定了新老管理层的个人利益和公司利益，调动了管理层的积极性，为公司下一步的持续扩张打下内部基础。

表 3 公司股权激励情况

发布时间	激励对象	奖励份额	授予价格	实现条件
2019 年 7 月	董事长范祥福，总经理危永标，财务总监何荣辉及其他核心技术管理骨干总计 13 人	24.22 万股（占总股本 0.05%）	25.56 元/股	第一次解锁：2019 年、2020 年的营业收入增长率平均值不低于 2018 年 A 股营业收入前 10 名的白酒行业上市公司平均水平的 110%。 第二次解锁：2019 年、2020 年、2021 年的营业收入增长率平均值不低于 2018 年 A 股营业收入前 10 名的白酒行业上市公司平均水平的 110%。

资料来源：公司公告, 华西证券研究所

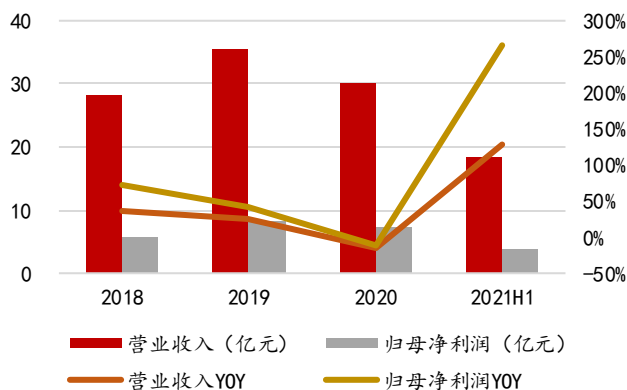
1.3. 2021H1 收入利润实现翻倍以上增长，盈利能力持续提升

2021H1 收入利润实现翻倍以上增长。2018-2020 年公司实现营业收入 28.19/35.39/30.06 亿元，同比+37.62%/+25.53%/-15.06%；实现归母净利润 5.79/8.26/7.31 亿元，同比+72.72%/+42.60%/-11.49%/119.66%。2021H1 实现营业收入 18.37 亿元，同比+128.44%；实现归母净利润 3.77 亿元，同比+266.01%。其中，2021Q2 实现营业收入 5.97 亿元，同比+691.49%；实现归母净利润-0.42 亿元，同比-52.05%。

分产品拆分来看，2021H1 高端酒/中档酒分别实现收入 17.81/0.54 亿元，分别同比+128.22%/+129.50%；其中，2021Q2 高端酒/中档酒分别实现收入 5.68/0.27 亿元，分别同比+812.88%/+111.96%。公司核心产品处于次高端白酒价格带，2020H2 以来伴随着疫情好转下的次高端白酒行业的整体复苏态势和行业消费升级红利公司恢复迅速，2021 上半年均实现翻倍增长，预计全年业绩有望延续一季度高增趋势，实现长期的稳健增长。

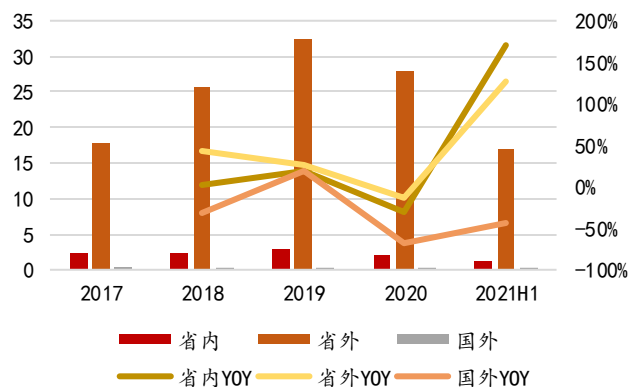
分区域来看，公司收入主要来自省外地区，2021H1 省内/省外分别实现收入 1.29/17.02 亿元，占比 7.0%/92.8%，分别同比+170.57%/+126.84%。其中，北区/东区/南区/中区/西区/新渠道收入分别为 2.71/5.34/2.57/2.85/2.67/2.18 亿元，同比+102.15%/+115.90%/+135.79%/+157.51%/+118.72%/+189.27%。

图 3 公司收入和归母净利润情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 公司分地区收入情况 (亿元)

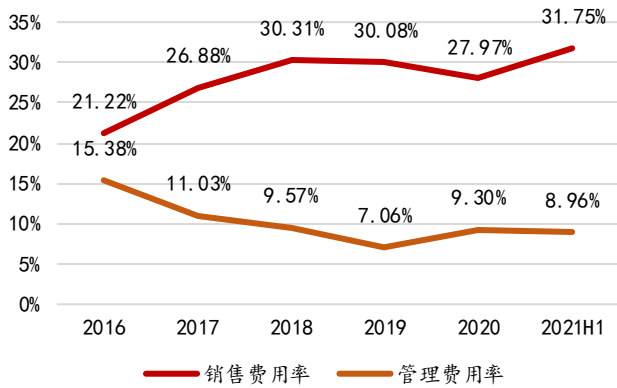


资料来源: wind, 华西证券研究所

公司毛利率进一步提升，费用率恢复到正常水平。2021H1 销售费用率 31.75%，同比-4.81pct；其中，2021Q2 销售费用率 52.72%，同比-108.32pct。由于 2020 年疫情影响公司费用投放计划，2021 年公司增加了广告宣传投入，因此销售费用有所增加，但是由于上半年公司实现翻倍收入，因此费用率不增反降。2021H1 管理费用率 8.96%，同比-7.39pct；其中，2021Q2 管理费用率 17.37%，同比-73.37pct。上半年管理费用率有较大幅度下降主要因为 2020Q2 受到疫情影响公司营业收入同比-90.08%。2021H1 虽然公司管理费用因为咨询服务费、会议费等经营办公费增加，但是由于收入实现翻倍增长，因此费用率回降到正常水平。

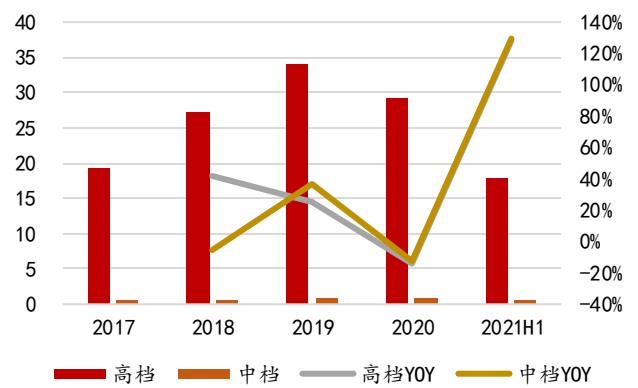
2021H1 公司整体毛利率 84.54%，同比+2.17pct；其中，高档酒/中档酒毛利率分别为 85.30%/60.68%，分别同比+2.09%/+5.61pct。毛利率进一步提升一方面因为规模效应，另一方面因为消费升级和次高端价格带持续扩容公司产品批价持续提升。2021H1 公司净利率 20.54%，同比+7.72pct，相对 2019H1+0.44pct；其中，2021Q2 净利率-7.06%，同比+109.45pct。Q2 净利率为负主要因为加大了费用投放，但是公司整体盈利已经回归增长通道。

图 5 公司销售费用率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

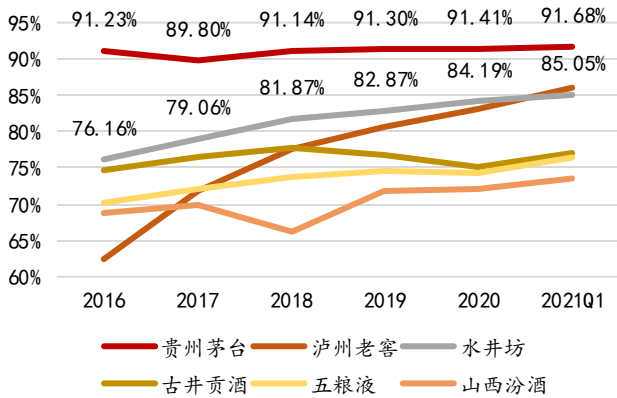
图 6 公司各档产品收入情况 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

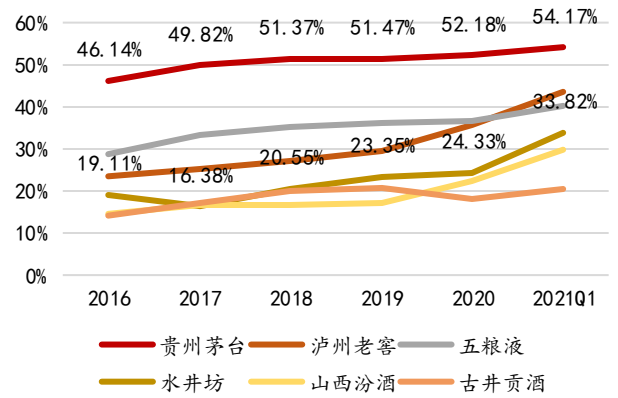
聚焦中高端的产品结构占优，盈利能力与高端白酒品牌相当。2016-2020 年公司毛利率超过高端白酒老窖和五粮液，仅次于贵州茅台。随着公司产品结构优化和价格带的逐渐提升，未来毛利率有望保持相对高位。随着规模效应和公司品牌力提升销售费用有序投放，净利率有望继续提升。

图 7 公司销售毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 8 公司销售净利率对比 (%)



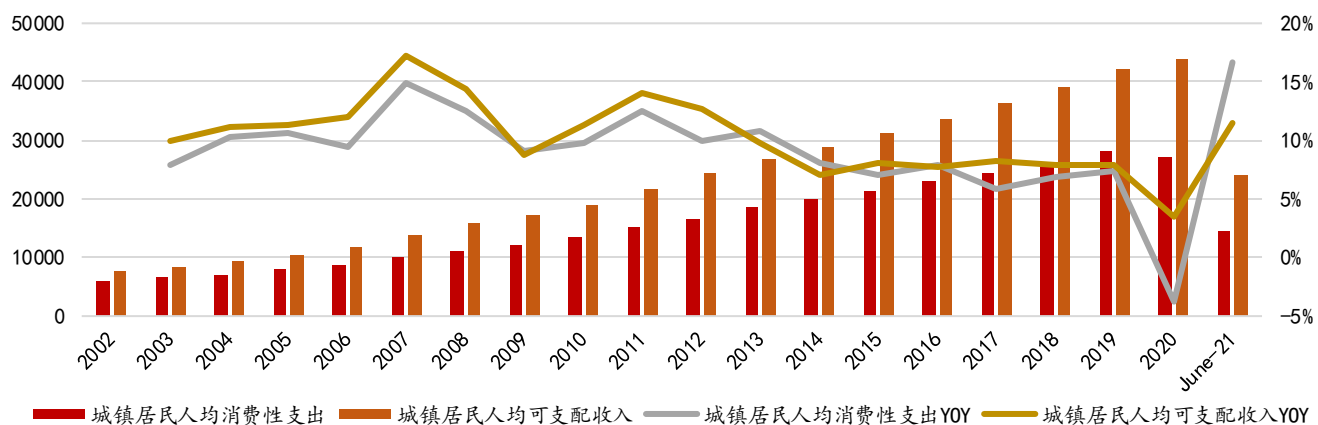
资料来源: wind, 华西证券研究所

2. 聚焦大单品逻辑，中高端产品享受次高端消费升级红利

2.1. 白酒消费升级，次高端行业扩容

消费观念转变，白酒消费升级趋势显著。随着人均可支配收入的提高，特别是全球性通胀背景下，人均消费支出上升，人民对美好物质生活的追求更加强烈。“少喝酒，喝好酒”的观念逐渐深入人心，加速了白酒消费结构的改变。农村地区从低档向中低档产品转型，城镇地区向中高档产品过渡，白酒主流消费价格带出现“整体上移”的现象。

图 9 城镇居民消费性支出和收入情况 (元)



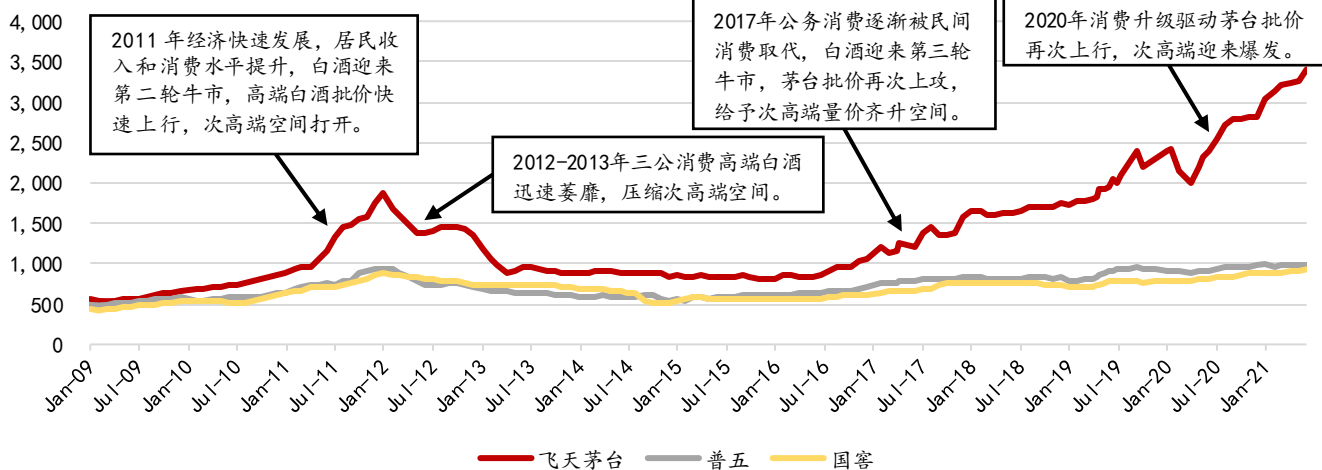
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

复盘历史白酒行业提价历史和消费结构变化我们发现：

1) 白酒行业的消费需求和消费场景丰富，随着宏观经济的快速发展白酒行业消费升级趋势明显。高端白酒率先提价打开次高端行业空间。高端白酒竞争力强，量价齐升趋势最明显，次高端行业随着高端酒批价逐渐上行天花板打开。价格带跨度逐渐拉大，次高端白酒提价拉动收入业绩爆发，中端白酒中的部分优势品牌也随着消费升级脱颖而出价格带提升至次高端段位。因此中低端行业空间逐渐缩小，三线及以下城市整体价格带上移至中端。

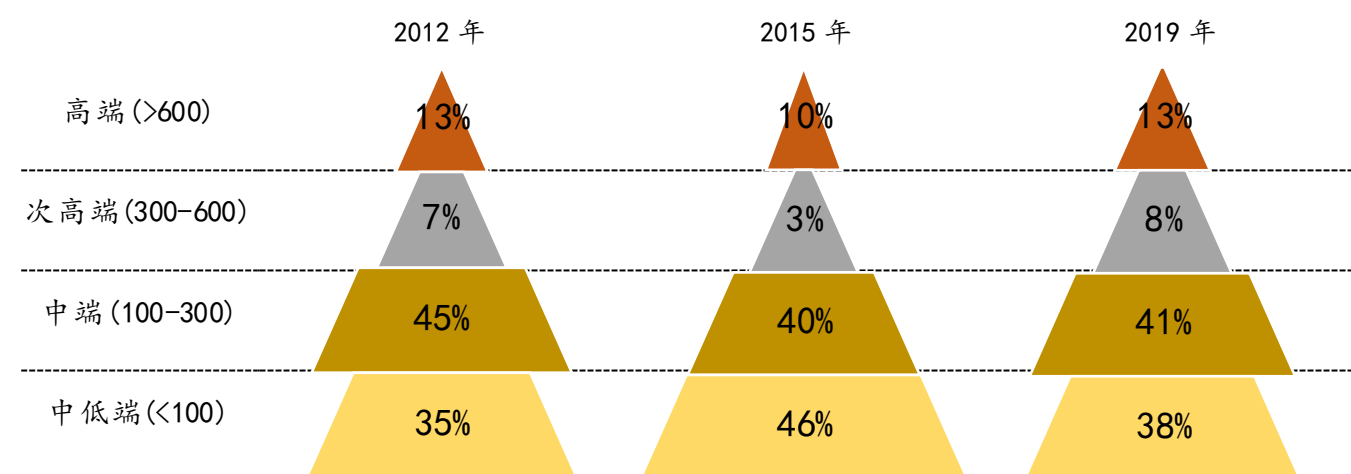
2020 年次高端行业受到消费场景暂时消失的影响需求下降，但是采取了稳定价盘降低渠道库存的战略。2021 年随着疫情的恢复，宴席、聚餐等消费场景井喷式增长，需求急剧增长。同时，次高端随着 2020 年高端白酒批价上行纷纷上调批价。需求爆发+伴随高端酒提价拉动了次高端行业收入业绩的爆发。

图 10 高端酒批价情况 (元)



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图 11 白酒消费结构变化



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

表 4 次高端品牌近两年提价情况

品牌	产品	时间	提价内容
茅台	系列酒	2020/8/1	酱香酒专销产品价格整体+10%-20%，自营产品减少费用支持变相提价，茅台迎宾酒的门店价达到 425-430 元，专销产品茅台王子酒(黑金)价格 1000+元。
剑南春	水晶剑、金剑南 K6	2020/1/1	水晶剑，金剑南 K6 全系产品出厂价提升 20 元/瓶。
	水晶剑、珍藏剑	2020/3/1	水晶剑(500ml 52 度)出厂价提升 25 元;珍藏剑(500ml 52 度、)出厂价提升 30 元。
	水晶剑、珍藏剑	2020/4/1	水晶剑(500ml 52 度)终端零售价上调至 489 元;珍藏剑(500ml 52 度)终端零售价上调至 788 元/瓶。
	东方红系列	2020/8/1	东方红(500ml 46 度)、东方红 1949(500ml 46 度)，东方红 1949(500ml 52 度)团购、零售指导价上调 100 元。
	金剑南、银剑南	2020/12/4	24K 金剑南、金剑南 K6、金剑特曲、银剑南 A9、银剑南 A3 全系产品执行新价格体系。
	水晶剑、珍藏剑	2020/12/20	水晶剑(500ml 52 度)终端零售价上调 30 元至 519 元;珍藏剑(500ml 52 度)终端零售价上调 100 元至 888 元/瓶。
洋河	水晶剑	2021/3/1	水晶剑(500ml 52 度)出厂价提升 20 元，渠道费用缩减 10 元，共计提价 30 元。
	M3	2020/9/3	M3 全系产品供货价提升 20 元，M3(500ml 40.8 度)终端建议价提至 420 元，M3(500ml 52 度)终端建议价提至 500 元。
	M6+	2021/2/6	M6+全渠道提价 30 元
	四开、对开、单开、K3、K5、柔雅、淡雅	2020/2/1	四开(500ml 42 度)上调 20 元/瓶，对开(500ml 42 度)上调 20 元/瓶，单开(500ml 42 度)上调 10 元/瓶，K3(500ml 42 度)上调 20 元/瓶，K5(500ml 42 度)上调 35 元/瓶，柔雅(500ml 42 度)上调 10 元/瓶，淡雅(500ml 42 度)上调 5 元/瓶，终端供货价、团购价、零售价同步调整。
今世缘	四开、对开	2020/7/1	四开(500ml 42 度)零售价及团购价上调 15 元/瓶，对开(500ml 42 度)零售价及团购价上调 10 元/瓶，终端供货价、团购价、零售价同步调整。
	四开	2021/1/1	四开(500ml 42 度)出厂价上调 10 元/瓶。
	四开	2021/2/1	四开(500ml 42 度)出厂价上调 10 元/瓶。
	四开	2021/3/1	四开(500ml 42 度)出厂价上调 10 元/瓶。
	四开、单开、新四开	2021/6/1	单开(550ml 42 度)开票价上调 10 元/瓶，四开(550ml 42 度)开票价上调 60 元/瓶;新版 52 度四开开票价上调 50 元/瓶。

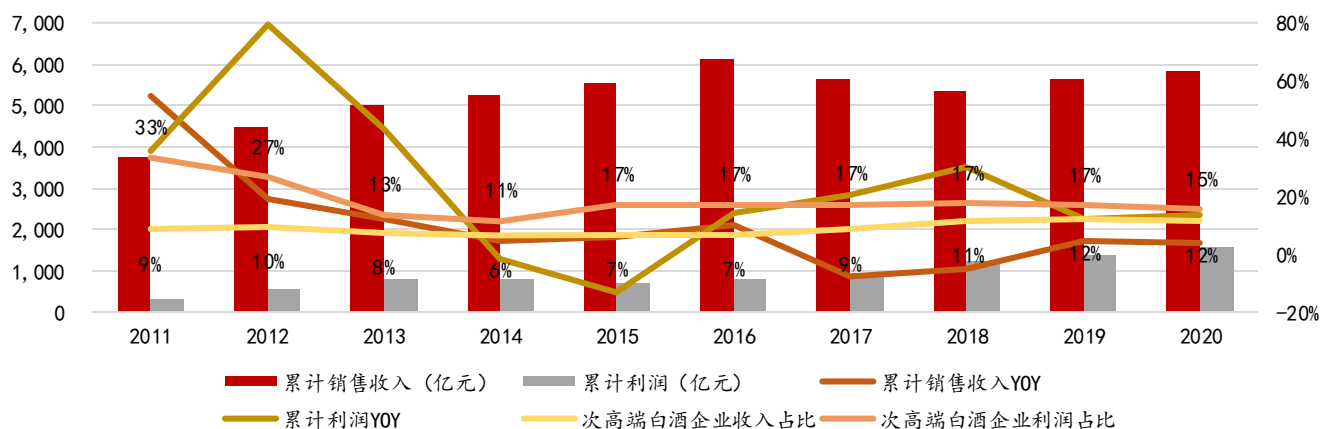
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

酒鬼酒	红坛	2020/5/26	红坛酒鬼酒(高度柔和 52 度 500ml)战略价提价 30 元。
	紫坛	2020/6/25	紫坛酒鬼酒(柔和 52 度 500ml)战略价提价 40 元。
	黄坛	2020/9/1	黄坛酒鬼酒(2018 版 52 度 500ml)战略价提价 30 元。
	黄坛	2021/1/15	黄坛酒鬼酒(2018 版 42 度 500ml)战略价提价 20 元。
	透明装、鉴赏	2021/5/7	酒鬼酒(透明装 500ml 52 度)、酒鬼酒(透明装 500ml 42 度)自 4 月 16 日起已停止供货。新升级产品酒鬼酒(透明装 500ml 52 度)(鉴赏)、酒鬼酒(透明装 500ml 42 度)(鉴赏)2021 年 5 月开始市场供货, 战略价和零售指导价分别上调 10 元/瓶、20 元/瓶。
舍得	酒鬼酒(传承)	2021/7/15	酒鬼酒(透明装 500ml 52 度)、酒鬼酒(透明装 500ml 39 度)、酒鬼酒(42 度传承)(1987)战略价上调 10 元/瓶, 零售指导价上调 20 元/瓶。
	智慧舍得	2020/1/1	38 度、42 度、52 度智慧会得(500ml×6)供货价格上调 52 元/盒。
水井坊	舍之道	2020/12/1	舍之道系列产品终端门店供货价全国范围内统一上调 10 元/瓶。
	臻酿八号	2020/9/2	臻酿八号(38 度和 24 度)建议零售价均上涨 20 元/瓶。
	井台、臻酿八号	2021/4/1	井台供货价与零售价均上涨 20 元/瓶, 臻酿八号供货价与零售价均上涨 10 元/瓶
古井贡酒	献礼版、古 5、古 8、古 16、古 20	2020/7	终端成交价: 献礼版 90 元/瓶、古 5 120 元/瓶、古 8 230 元/瓶、古 16 370 元/瓶、古 20 550 元/瓶。 提价幅度: 献礼版上调 5 元/瓶, 古 5 上调 10 元/瓶, 古 8 上调 10 元/瓶, 古 16 上调 20 元/瓶、古 20 上调 15 元/瓶。
	古 20	2020/12/16	古 20 开票价上调 20 元/瓶。
	古 20	2021/3/26	38 度、42 度古 20 经销价上调 40 元/瓶。52 度经销价上调 60 元/瓶。

资料来源: 公司公告, 公开信息, 华西证券研究所整理

2) 随着白酒行业逐步进入成熟阶段, 消费者对于品牌认知的塑造基本上已经固定, 优势品牌的影响力更加突出, 行业集中度不断提升。小品牌很难通过简单的广告与营销手段提升品牌影响力和消费者认知度, 消费者对于品牌的认知随着行业进入成熟阶段逐渐固定, 行业的集中度不断提升。优势品牌的价格提升速度能紧跟行业扩容以及高端品牌的价格提升速度, 持续加强自身的影响力和优势, 吞噬小品牌的市场份额, 使得行业集中度不断提升。

图 12 中国白酒行业规模以上企业收入利润变化 (亿元)

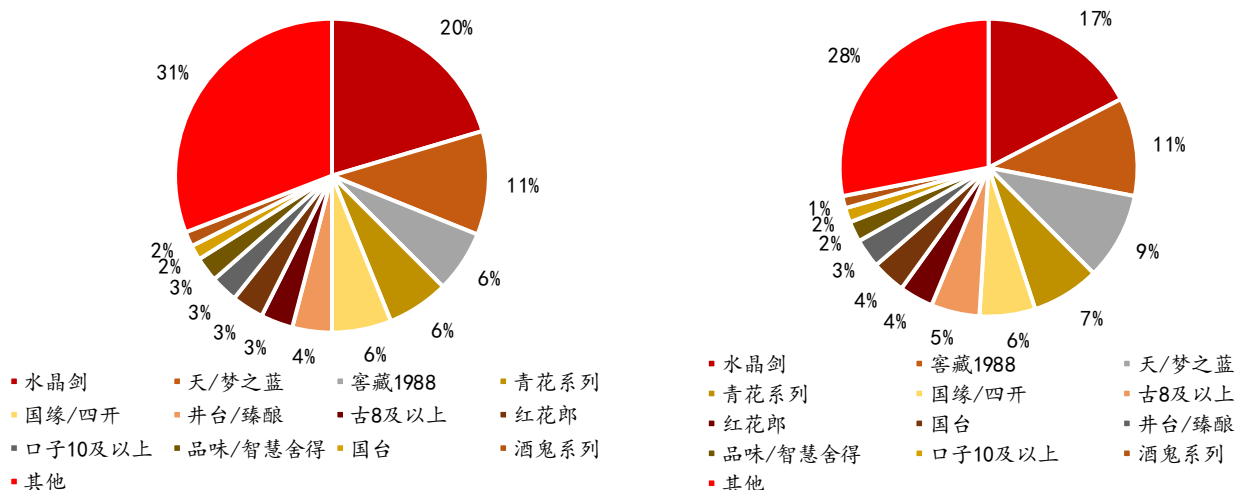


资料来源: wind, 国家统计局, 华西证券研究所

注: 次高端白酒企业选取洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖、酒鬼酒、舍得酒业、迎驾贡酒、金徽酒利润总额之和计算。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 13 2017-2020 年次高端市占率变化 (2017 年左图, 2020 年右图)



资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所估算

2.2. 夯实次高端产品矩阵，坚持高端化大单品逻辑

聚焦次高端核心产品，高端典藏与菁翠发力，产品定位清晰。公司的核心产品覆盖高端和次高端产品。菁翠“十年一心，萃炼成菁”造就“去芜存菁，得至臻酒心”的口感；典藏大师传承历代水井坊酿酒大师对品质不断追求的执着精神，造就典藏陈香优雅，醇厚丰满；井台装口感陈香飘逸，细腻雅致；臻酿八号主打“大家臻酿，大家共享”，酒体香味丰富，口感独特。公司产品聚焦次高端井台与臻酿八号，高端价格带典藏大师与菁翠发力，产品矩阵齐全、定位清晰。

表 5 水井坊主要产品

	产品	价格	规格	终端形象
高端	水井坊·菁翠	1699 元	52 度 500ml	
	水井坊·井台珍藏	1298 元	53 度 1000ml	
	水井坊·典藏大师	899 元	52 度 500ml	
次高端	水井坊·井台	529 元	52 度 500ml	
	水井坊·鸿运	399 元	52 度 500ml	
	水井坊·臻酿八号	389 元	52 度 520ml	

资料来源: 公开信息, 华西证券研究所整理

创新营销形式，多元化推广高端和超高端系列产品。公司 2019 年推出了“井台丝路版”、“井台珍藏”、“臻酿八号禧庆版”三大战略单品，并辅之以一系列广告投放、宴席推广、邀请名人打造话题性公关事件等营销组合拳，实现了对更多消费者的圈层渗透，同时也为高端产品的起量和培育提供了更大上升空间。同时，精准补强江苏市场，推出满足当地消费者口感需求的“三甘三柔”、“水井坊井台 12”，并辅之以密集的媒介投放、精准的数字媒体互动等营销活动，拉开了公司深耕核心市场的序幕。

图 14 公司高端战略单品



水井坊·井台丝路版

水井坊·珍藏(凤)

水井坊·珍藏(龙)

水井坊·臻酿

资料来源：公司官网，华西证券研究所

坚持品牌高端化战略，名酒基因成为提价的坚实支撑。从量的角度，随着白酒的消费升级趋势，地方白酒消费价格带逐渐上升，部分经济发达的省份次高端白酒产品日常消费已经成为普遍行为，大部分省会及准一线城市的消费者也随着经济发展能够接受次高端价格带的白酒。从价的角度，高端白酒奢侈品逻辑逐渐被消费者接受，次高端需要跟紧高端白酒消费升级趋势，在次高端行业激烈的竞争中抢占市场份额。水井坊经过了业务剥离、股东变化和与渠道策略转型，再次确定品牌高端化的战略，公司自身的历史底蕴和名酒基因赋予了产品提价的坚实基础，发力次高端和高端大单品。

表 6 公司主要产品提价情况

产品	时间	提价信息
典藏、井台、臻酿八号	2017/8	典藏、井台、臻酿八号出厂价分别上涨 15 元/瓶、10 元/瓶、10 元/瓶。
臻酿八号、鸿运装、典藏大师	2019/11/12	臻酿八号、臻酿八号喜庆版、鸿运装、典藏大师建议零售价分别提升 20 元/瓶、20 元/瓶、20 元/瓶、60 元/瓶。
臻酿八号	2020/12/16	臻酿八号建议零售价提升 20 元至 498 元/瓶。
典藏大师	2020/12/31	38 度水井坊典藏大师版、52 度水井坊典藏大师版建议零售价分别上调 120 元、160 元，至 899 元/瓶、1199 元/瓶。
井台、臻酿八号	2021/4/1	井台供货价与零售价均上涨 20 元，臻酿八号供货价与零售价同时上涨 10 元。

资料来源：公司公告，公开信息，华西证券研究所整理

3. 升级总代模式，加强渠道管理

3.1. 拓展新总代模式，推进核心门店 5.0 建设

拓展新总代模式，加强渠道建设。传统总代模式主要是以一省或多省为单位，公司指定某经销商作为公司的合作伙伴，在区域内独家代理公司产品的销售。传统总代模式在公司需要快速向省外市场扩张时是高效便捷的策略。但是 2012 年以来三公消费政策出台，公司在传统总代模式对于终端和市场控制能力较差的弊端就显现出来。因此 2012-2015 年公司进行渠道改革，变为传统总代+扁平化+合作模式，建立自营销售渠道，逐渐增加对核心地区终端的管控。但这种销售模式也出现了费用较高、营销人员不足和推广效率低等问题。因此 2016 年以来，公司推出新总代模式，与传统总代模式相结合。新型总代模式则是公司负责销售的前端管理，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、仓储、物流、收款等工作。既增加了公司对终端的掌控和管理能力和渠道的精细化管理能力，又削减了后端需要的管理费用，减少了成本的负担。

表 7 公司渠道模式变更

时间	销售模式	详述	优点	缺点
2012 年以前	传统总代模式	以一省或多省为单位，公司指定某经销商作为公司的合作伙伴，在区域内独家代理公司产品的销售。	经销商数量少，管理成本低，有利于价格稳定。	市场管理较为粗放，受制于经销商的能力明显，渠道下沉面临阻力，对终端掌握较差。
2012-2015 年	传统总代+扁平化+合作模式	在核心和重点区域设立大区平台，对区域内经销商提供直接支持，以扁平化模式取代传统总代模式，其他部分地区与帝亚吉欧合作	增加终端控制和渠道下沉能力。	渠道建设较慢，管理成本和营销人员需求增加。
2016 年至今	新型总代模式	<p>公司负责销售的前端管理，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、仓储、物流、收款等工作。</p> <p>建立跨区管理的“数据化模型”，增加渠道管控。</p> <p>设立专职团购团队，优化团购机制。</p> <p>建立“狮王荟”高端消费圈层营销平台。</p>	<p>厂商直接面对核心终端，终端控制能力变强，有利于渠道下沉。</p>	销售费用投入更多，管理难度大。

资料来源：公开信息，华西证券研究所整理

聚焦门店发展，以核心门店强化前端管控。公司 2016 年 3 月开始推进核心门店计划，单点销售超过 100 箱的划分为核心门店，给予额外支持，以带动区域发展。目前，公司在全国已有超过 3 万家核心门店。未来公司将继续推进核心门店 5.0 计划，提升产品渗透，强化终端与公司的联系。

升级渠道管理模式，加大了对跨渠道、跨区域销售的管控。公司升级政策，依规处理市场秩序破坏者，疏通经销渠道，为全国经销商打造健康的经营环境；其次，强化执行，线上线下高频率检查，同时构建跨区管理的“数据化”模型，通过数字化建立溯源系统，实现全新数字化管理，提高公司管理效率，降低渠道管理成本；最后，包装升级，推出新一代防伪包装，在加强防伪能力的同时为消费者带来新的消费体验。

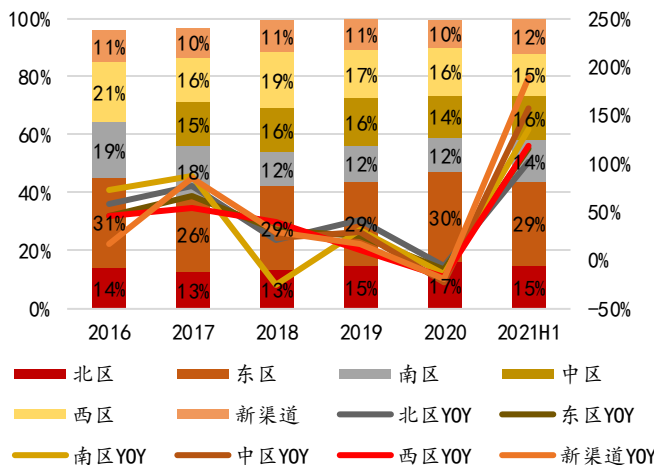
3.2. 坚持“5+5+5”蘑菇战略，加强渠道建设

持续贯彻“蘑菇战略”，着力区域拓展。不同于常规扩张方式，即从周边省份开始逐渐渗透，公司跳跃性采用“蘑菇战略”，率先抢占次高端白酒市场发展前景最好的区域，2015 年以来初期确立聚焦江苏、广东、河南、湖南、四川五大第一梯队核心市场；2016 年三季度增加北京、上海、浙江、天津、福建五大第二梯队核心市场；2017 年底新增河北、山东、江西、陕西、广西五大新兴市场。精耕细作、重点培育，深度挖掘核心市场潜力，促进核心市场加速成长，提升市场占比，借此带动周边市场发展。

加大团购渠道的投入，与核心门店的联动加快实现高端团购销售转化。公司 2020 年建立团购分销模式，组建专职团购团队，开动企业团购、名酒进名企等业务，坚定推进发展“名企行”团购业务，打造企业营销新模式，增强企业复购粘性，通过多渠道发展和不同分销模式，加快培育新的增长极。

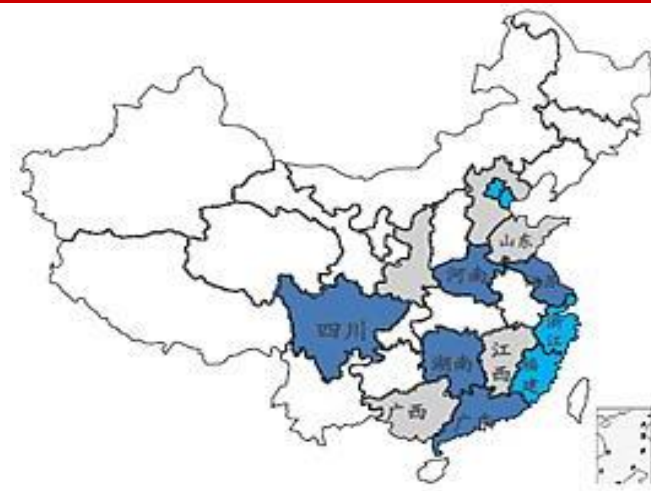
从区域收入看，公司各区域皆迎来强复苏，新渠道及团购实现翻倍以上增长，东区和北区作为公司的核心主战场基础扎实，业绩抗压能力强，中区进一步崛起，未来公司将进一步渠道下沉，深耕核心市场。

图 15 公司区域销售收入情况 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 16 “5+5+5” 蘑菇战略



资料来源：公开信息，华西证券研究所

3.3. 深化品牌形象，加大宴席场景投入

携手《国家宝藏》高端 IP，加深品牌印象。2017 年以来公司携手央视，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，铸就品牌高度。2021 年公司再度携手《国家宝藏》IP，进行线上传播和线下落地活动。同时，公司进一步深化数字化营销改革，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，助力品牌精准营销，优化传播效益。另外，2021 年 4 月 8 日，公司与成都大运会执委会达成战略合作，携手世界大学生运动会，亮相国际舞台。2021 年 6 月 8 日，公司与上海劳力士大师赛达成战略合作，正式成为荣誉赞助商，水井坊·典藏大师版成为官方指定用酒，再次凸显高端品牌价值。

大力拓展宴席场景，获得更多宴席市场份额。公司在品牌营销策略和品牌体验活动形式进行了全面升级。品牌营销策略方面，通过“扩大投资规模”、“与核心门店合作”等模式，确保精准招募到更多目标消费者参与体验活动。品牌体验活动形式方面，保留“壹席”、“菁宴”两大体验活动形式，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。新创意“水井坊·尊享晚宴”填补井台目标消费群体体验活动的空缺，力求使不同消费人群的体验更加精准化、定制化。目前，公司的营销模式是以消费者为导向，高端主打品鉴，次高端主打宴会场景。通过增加宴席场景体验活动，增加消费者互动和丰富消费者体验感受。

借力“狮王荟”聚焦 C 端，实现营销突破。“水井坊·狮王荟”是公司搭建的专属于高端消费者圈层的营销平台，强化消费者对品牌底蕴的认知度与品牌忠诚度，紧密联动公司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，赋能区域高端业务并高效促进销售转化。

图 17 宴席服务



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 18 携手央视冠名《国家宝藏》



资料来源：公开信息，华西证券研究所

4. 布局酱酒打造增量，加码产能扩张

4.1. 地方政府加码产业政策扶持，川酒振兴下公司抓住机遇

四川作为中国最优质白酒的产区之一，政府对白酒行业大力扶持，出台相关产业政策，实施川酒振兴“八大计划”，从品质、企业、市场等多方面进一步巩固川酒优势，力争打造世界级白酒产业集群，川酒振兴已被纳入省政府“治蜀兴川”的要务之一。除此之外，历史上四川多次取得全国糖酒会的举办权，通过全国糖酒会交易平台，川酒源源不断的输向全国。

表 8 四川省政府的政策扶植白酒行业发展

时间	文件	政策内容
2012 年 10 月	《四川省“十二五”白酒产业发展规划》	打造五粮液 1 个千亿企业，以剑南春、沱牌、水井坊、丰谷为主导，打造成德绵遂白酒千亿产业带。
2015 年 5 月	《关于促进白酒产业转型升级健康发展指导意见》	首次从省政府层面对白酒产业的发展提出支持。到 2017 年末，力争规模以上白酒企业实现收入 2500 亿元。
2017 年	《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》	将“六朵金花”打造成全国白酒产业强势领先白酒品牌，打造五粮液、泸州老窖两个全国三强白酒品牌，郎酒、剑南春两个全国十强品牌，沱牌舍得、水井坊两个全国十五强白酒品牌。
2018 年 7 月	《四川省推进产业金融体系建设的意见》	川南经济区需引导金融资源重点支持建设世界级白酒产业集群。
2019 年 1 月	《关于推进“5+1”产业金融体系建设的意见》	引导金融资源聚焦四川省“5+1”产业，支持电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料、能源化工五大万亿级支柱产业，促进产业与金融相互融合、互动发展、共创价值，提高金融服务实体经济的能力。

资料来源：四川省政府官网，华西证券研究所

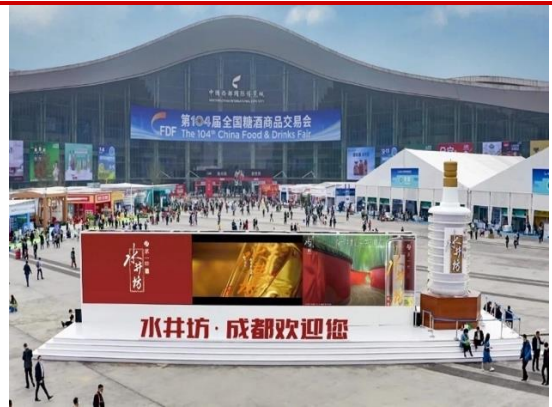
与政府合力将品牌打造为成都新名片。2021 年 4 月，公司与成都政府合作，以东道主身份共同举办了第 104 届全国糖酒商品交易会，凭借本土品牌的主场优势，从机场、地铁到地标性建筑等，从水井坊博物馆“沉浸式戏剧”到成都论坛，通过展现 600 多年其与成都共生共荣的历史，旨在将“水井坊”品牌打造为成都“新名片”，获得了政府和媒体的一致认可与积极评价。

图 19 糖酒会期间公司广告铺设



资料来源：酒说，华西证券研究所

图 20 公司作为东道主举办第 104 届糖酒会



资料来源：酒说，华西证券研究所

表 9 公司在 2020 年所获四川省内荣誉

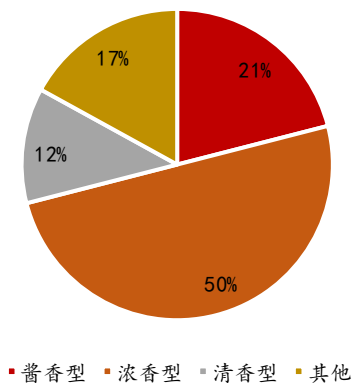
时间	荣誉
2020 年 8 月	水井坊博物馆被四川省非遗保护协会评定为“四川省优秀传承发展基地”
2020 年 11 月	被成都企业联合会、成都企业家协会、成都企业文化协会联合授予“2020 年成都百强企业”及“2020 年成都百强制制造业”称号
2020 年 12 月	被武汉市慈善总会授予“新冠肺炎疫情防控突出贡献奖”
2020 年 12 月	被成都市工业基金联合会授予“2020 年成都市工业和信息化领军企业 100 强”称号

资料来源：公司官网，华西证券研究所

4.2. 携手国威进军酱酒，跨香型布局增量市场

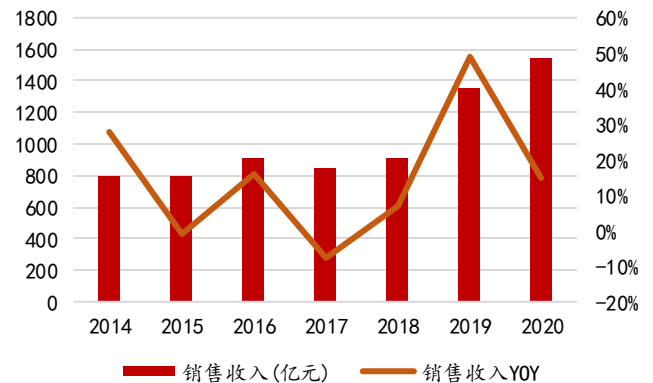
“酱酒热”下需求强劲，市场持续扩容，为公司提供下一个增长点。目前白酒行业中，酱香型白酒消费量仅次于浓香型白酒类，市场规模占比为 21%。酱香型白酒自 2011 年以来快速发展，行业销售收入由 14 年的 799 亿元上升至 2020 年的 1550 亿元 (CAGR11.7%)。酱酒产品的高毛利、消费体验的吸引和行业龙头贵州茅台的品牌引领，使得酱酒行业享受快速发展的红利。公司也于 2021 年发布公告，宣布携手国威开拓新业务，创造下一个业务增长点。

图 21 2019 年中国白酒市场各香型规模 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 22 中国酱香型白酒行业销售收入及增速 (亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

携手国威布局酱酒市场。2021 年 4 月公司发布公告宣布与梁明锋签署合资项目框架协议，共同出资新设贵州水井坊国威酒业有限公司，公司现金出资 70%，梁明锋实物出资 30%，注册资本至少为 8 亿元。国威酒业前身奥梁酒厂创建于 1989 年，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1993 年创始人梁明峰将奥梁酒厂更名为贵州茅台镇国宝酒业有限公司。现有制酒车间 11 栋，窖池 666 个，年产优质大曲酱香酒 6600 余吨，库容能力 30000 余吨，常年库存系列年份酱香原酒 23000 余吨。该合资项目旨在将国威公司在酱香型白酒领域的产品和技术优势与公司在白酒营销领域和上市公司规范管理方面的经验和资源相结合，打造全新的一线酱香型白酒知名品牌，扩大公司的产业布局。

传承正宗酱香工艺，创新工艺保障酱香品质。国威酒业董事长梁明峰出生于仁怀县，在茅台酒厂工作十年是酒界泰斗季克良嫡传弟子，中国酱香酒酿酒大师，国家高级品酒师。2001 年，梁明峰随后发明了“植物埋藏法”和“桑拿老熟法”等工艺，独创绵柔酱香酒。除梁明峰以外公司多位技术专家出身原茅台酒厂，因此公司酿酒技艺传承正宗酱香“12987”工艺，奠定了公司酱香酒的高品质。

图 23 国威酒业植物埋藏区



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 24 植物埋藏法专利证书



资料来源：公司官网，华西证券研究所

全国酱香型原酒基地之一，自有品牌获得名酒称号。公司主营业务是提供酱香基酒和调味酒，以及提供 OEM 和个性化产品定制服务等。公司自有品牌主要为“国威”系列酒和“贵州迎宾”系列酒。2016 年公司“国威”及“迎宾”商标被评为贵州省著名商标。同年，“贵州迎宾酒”获得了“贵州十大名酒”的殊荣。国威酒业与公司成立合资公司，希望将公司的品牌和营销能力与国威酒业正宗酱香白酒生产工艺结合，发挥双方优势，将酱酒品牌推向次高端及以上市场。

图 25 获得“贵州第二届十大名酒”称号



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 26 “国威”系列和“贵州迎宾”系列



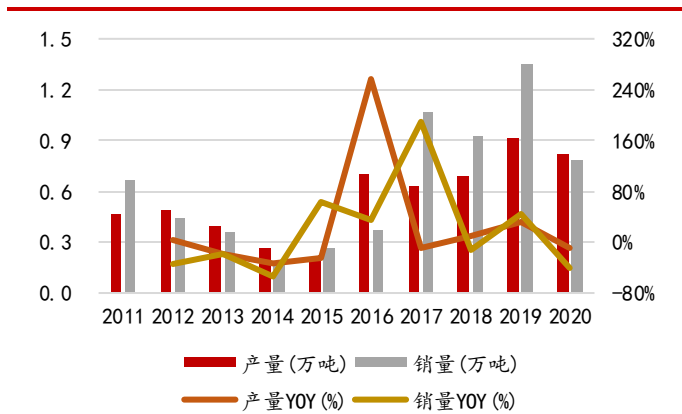
资料来源：公司官网，华西证券研究所

4.3. 重启邛崃工程，产能稳步扩张

销量持续快速增长，重启邛崃工程为未来营收增长提供保障。2020 年公司产量 0.82 万吨，同比-10.7%；销量 0.79 万吨，同比-41.8%；库存量 4.16 万吨，同比+24.6%。2020 年公司产量和销量都有不同程度的下滑，主因疫情影响公司主要品牌所在的次高端价格带消费场景暂时消失。但是 2015 年公司重新规划战略部署后销量快速增长，产品整体供不应求。公司现有产能不能满足未来产品的销售，因此 2018 年 8 月公司重启邛崃工程。

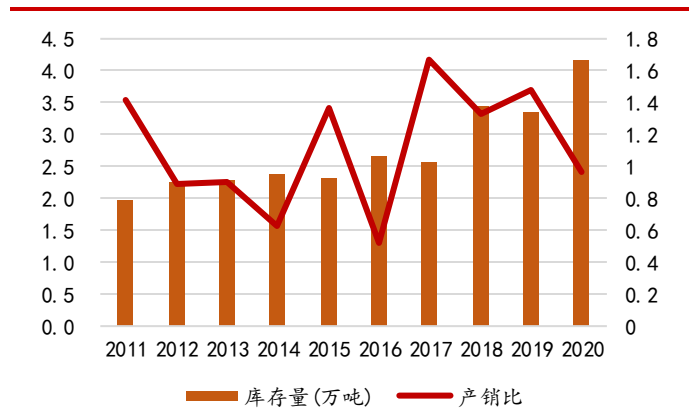
公司早在 2011 年即宣布投资邛崃基地，但部分建设后，却遇前一轮白酒行业调整。行业陷入低迷、公司自身经营业绩锐减等因素，邛崃项目于 2015 年 6 月被迫缓建。随着行业复苏，公司现有产能无法满足销售需求，故投资 25 亿重启该项目，主要用于建设粮食筒仓区、粮食清理粉碎车间、糠壳库及蒸糠车间、曲库及粉碎车间、酿酒车间、室内罐区、污水处理站、综合楼等以及相关配套设施。此项目预计 2023 年投产，2027-2028 年产品向市场投放。项目建成后，将为公司新增年产 2 万千升原酒酿造能力，并在公司现有邛崃基地基础上增加 4 万千升白酒储存能力。

图 27 公司产量和销量情况 (万吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 28 公司库存量情况 (万吨)



资料来源: wind, 华西证券研究所

5. 投资建议

公司拥有名酒基因，曾为“中国老八大名酒之一”，虽历经多次改制收购波折，但目前已经度过了调整期。随着 2020 年高端白酒批价持续提升，次高端价格天花板打开；2020 年宴席聚餐等场景受新冠疫情影响需求延后，2021 年迎来需求爆发。因此，在深化聚焦次高端及以上价格带的策略，升级总代模式加强渠道管理和名酒基因带给品牌背书下，公司收入业绩将迎来释放期。预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 42.4/57.3/74.0 亿元，同比+41.1%/+35.2%/+29.0%，归母净利润分别为 9.7/12.8/16.4 亿元，同比+33.2%/+30.9%/+28.6%，EPS 分别为 1.99/2.61/3.36 元/股，当前股价对应 PE 为 57.0/43.5/33.8 倍。考虑到公司与国威酱酒合作的不确定性，首次覆盖给予“增持”评级。

表 10 公司预测关键假设 (百万元)

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
高档白酒	销售收入	3,407.17	2,928.30	4,156.29	5,628.59	7,269.78
	YOY	25.0%	-14.1%	41.9%	35.4%	29.2%
	占比	96.8%	97.9%	98.0%	98.2%	98.3%
	毛利率	83.8%	84.8%	85.1%	85.3%	85.4%
中低档白酒	销售收入	114.37	63.70	82.80	103.51	124.21

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	YOY	28.7%	-44.3%	30.0%	25.0%	20.0%
	占比	3.2%	2.1%	1.50%	1.44%	1.40%
	毛利率	59.2%	61.2%	61.3%	61.3%	61.3%
其他业务	销售收入	1.1	1.4	1.90	2.44	2.94
	YOY	-77.9%	32.1%	34.1%	28.4%	20.8%
	毛利率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
总收入	销售收入	3,522.6	2,993.4	4,241.0	5,734.5	7,396.9
	YOY	24.9%	-15.0%	41.1%	35.2%	29.0%
	毛利率	83.0%	84.3%	84.6%	84.9%	85.0%

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

表 11 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS (元/股)	
		TTM	2021E	2022E	2021E	2022E
水井坊	554.86	55.18	56.97	43.51	1.99	2.61
山西汾酒	3843.36	95.21	76.57	56.45	4.11	5.58
舍得酒业	676.19	78.96	58.80	42.38	3.42	4.75
酒鬼酒	676.01	101.90	79.85	55.73	2.60	3.73

资料来源：wind，华西证券研究所（除水井坊以外均采用wind一致预测，日期截至2021年7月27日）

6. 风险提示

①经济复苏情况不及预期：全球疫情目前仍未得到根本性控制，21年经济复苏情况可能不及预期，消费和需求增长情况不理想，从而对于产品销售造成冲击。

②核心产品增长不及预期：次高端白酒带目前竞争较为激烈，若不能推出有效竞争策略，市场份额有可能被挤占。

③与国威合作不及预期：公司仍未披露与国威合作的最终协议，最终协议的签订尚需满足一系列前提条件。因此履约存在较大不确定性。同时，合资公司盈利能力存在较大不确定性，可能存在前期投资较大但财务表现不佳的可能性。

④食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,006	4,241	5,735	7,397	净利润	731	974	1,275	1,641
YoY (%)	-15.1%	41.1%	35.2%	29.0%	折旧和摊销	75	183	122	123
营业成本	475	652	868	1,110	营运资金变动	71	348	345	260
营业税金及附加	468	666	912	1,184	经营活动现金流	845	1,524	1,767	2,052
销售费用	841	1,340	1,835	2,382	资本开支	-218	-598	-426	-527
管理费用	280	318	459	599	投资	0	0	0	0
财务费用	-23	-26	-35	-50	投资活动现金流	-218	-598	-426	-527
资产减值损失	-13	-2	-2	-1	股权募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	965	1,303	1,712	2,202	筹资活动现金流	-545	-586	-586	-586
营业外收支	-7	-6	-7	-8	现金净流量	83	340	756	939
利润总额	958	1,297	1,705	2,193	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	227	323	430	553	成长能力				
净利润	731	974	1,275	1,641	营业收入增长率	-15.1%	41.1%	35.2%	29.0%
归属于母公司净利润	731	974	1,275	1,641	净利润增长率	-11.5%	33.2%	30.9%	28.6%
YoY (%)	-11.5%	33.2%	30.9%	28.6%	盈利能力				
每股收益	1.50	1.99	2.61	3.36	毛利率	84.2%	84.6%	84.9%	85.0%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	24.3%	23.0%	22.2%	22.2%
货币资金	1,330	1,670	2,425	3,364	总资产收益率 ROA	16.7%	18.1%	18.5%	18.5%
预付款项	36	41	50	56	净资产收益率 ROE	34.2%	38.6%	39.7%	38.4%
存货	1,879	2,154	2,633	3,272	偿债能力				
其他流动资产	20	23	21	22	流动比率	1.47	1.37	1.39	1.46
流动资产合计	3,265	3,888	5,129	6,715	速动比率	0.61	0.59	0.67	0.74
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.60	0.59	0.66	0.73
固定资产	534	770	878	1,080	资产负债率	51.1%	53.1%	53.5%	51.9%
无形资产	123	184	244	305	经营效率				
非流动资产合计	1,102	1,498	1,776	2,152	总资产周转率	0.69	0.79	0.83	0.83
资产合计	4,367	5,385	6,905	8,866	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.50	1.99	2.61	3.36
应付账款及票据	631	768	980	1,254	每股净资产	4.37	5.17	6.58	8.74
其他流动负债	1,585	2,079	2,697	3,331	每股经营现金流	1.73	3.12	3.62	4.20
流动负债合计	2,216	2,847	3,677	4,584	每股股利	0.00	1.20	1.20	1.20
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	15	15	15	15	PE	75.87	56.97	43.51	33.82
非流动负债合计	15	15	15	15	PB	18.98	21.99	17.27	13.00
负债合计	2,231	2,862	3,692	4,599					
股本	488	488	488	488					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,136	2,524	3,213	4,267					
负债和股东权益合计	4,367	5,385	6,905	8,866					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。