

# 水井坊 (600779.SH)

## 为什么看好当前的水井坊?

**风口正盛，成长可期。次高端“牛市”已至，水井坊乘风发展。**行业当前仍维持较高景气度，2020年疫情在客观上起到清理库存的作用，20H2随着强刺激后经济强复苏，以茅台为代表的高端白酒需求正劲，白酒进入新一轮发展周期。在此基础上，次高端“牛市”方兴未艾，考虑到当前主流品牌产品的终端库存仍处低位，渠道铺市周期有望持续，预计2021年次高端价格带同比增速将超过35%，并维持2年左右的高速扩容周期，而水井坊深耕次高端、产品结构优秀，臻酿八号、井台和典藏卡位精准，公司有望在此轮次高端高速扩容周期中显著受益。**公司低谷已过，新发展可期。**20H1公司已充分释放业绩压力，21Q2单季度公司因部分控货和短期费用扰动未实现扭亏，但全年来看，预计经营目标能够顺利实现。从基本面的角度看，21Q2公司再次控货清理渠道库存、当前渠道库存处于近年低位，下半年公司市场战略、渠道模式和产品升级兼具看点，同时点状疫情控制得当，预计水井坊将如期把握下半年旺季动销行情。

**万事俱备，乘风而起。新管理层上任，公司更加“接地气”。**2021年管理层整顿重构，看好新高管团队上任后对公司的积极改变，同时在公司内部，部分高管职务开始由成长于水井坊内部的成熟本土人才担任，结合公司更改回购方案的举措，预计将加速员工持股计划落地，充分释放员工能动性、助力长远发展，我们认为公司相较以往更加“接地气”，结合成都市“力争培育百亿级成都酒企”的目标，公司未来有望实现新发展。**思路清晰目标明确，市场、渠道、产品兼具看点。**公司聚焦资源的发展思路贯穿各项经营战略，**市场战略上**，公司从过去的“5+5+5”进一步聚焦到八大核心市场；**渠道模式上**，公司即将成立高端产品销售公司，以体外销售公司的形式激发经销商主观能动性，推动典藏及以上产品的运作；**产品战略上**，水井坊井台上市初期定位高端，行业调整期公司主动降价进入次高端，当前重提高端化战略，下半年公司主力产品向上升级可期。

**盈利预测：**考虑到公司基本面具备多看点、成长性凸显，上调此前盈利预测，预计公司2021-2023年实现营业收入46.1/58.6/73.1亿元（此前为43.6/54.9/68.4亿元），同比+53.5%/+27.1%/+24.7%；实现归母净利润11.9/16.1/21.0亿元（此前为11.1/15.2/20.0亿元），同比+63.0%/+35.4%/+30.0%，当前股价对应PE为42/31/24倍，看好公司未来成长性，维持“买入”评级，给予目标价133元，对应2022年40倍PE。

**风险提示：**宏观经济下行，行业增速不及预期，行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,613	5,862	7,309
增长率 yoy (%)	25.5	-15.1	53.5	27.1	24.7
归母净利润(百万元)	826	731	1,192	1,614	2,098
增长率 yoy (%)	42.6	-11.5	63.0	35.4	30.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.69	1.50	2.44	3.30	4.30
净资产收益率(%)	39.1	34.2	35.8	35.5	33.7
P/E(倍)	61.1	69.0	42.3	31.3	24.1
P/B(倍)	23.9	23.6	15.2	11.1	8.1

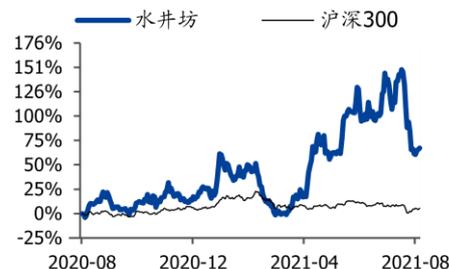
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月9日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
8月9日收盘价(元)	103.35
总市值(百万元)	50,479.82
总股本(百万股)	488.44
其中自由流通股(%)	99.97
30日日均成交量(百万股)	13.00

### 股价走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 郝宇新

邮箱: haoyuxin@gszq.com

### 相关研究

- 《水井坊(600779.SH): 加大高端投入, 蓄力未来发展》2021-07-24
- 《水井坊(600779.SH): 低谷已过, 水井坊再次起航》2021-04-29
- 《水井坊(600779.SH): 过去、现在和未来的水井坊》2021-04-29



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3043	3265	5834	6093	9374
现金	1243	1330	2487	2946	4693
应收票据及应收账款	29	2	45	15	60
其他应收款	8	3	14	7	19
预付账款	34	36	71	65	105
存货	1520	1879	3202	3045	4482
其他流动资产	209	15	15	15	15
<b>非流动资产</b>	903	1102	1438	1627	1835
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	531	534	881	1081	1290
无形资产	123	123	127	133	137
其他非流动资产	249	445	430	414	408
<b>资产总计</b>	3946	4367	7272	7721	11209
<b>流动负债</b>	1810	2216	3929	3156	4961
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	478	631	1027	1011	1444
其他流动负债	1332	1585	2902	2145	3517
<b>非流动负债</b>	24	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	15	15	15	15
<b>负债合计</b>	1834	2231	3943	3171	4976
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	489	488	488	488	488
资本公积	400	396	396	396	396
留存收益	1237	1260	1641	2246	3209
归属母公司股东权益	2112	2136	3328	4550	6233
<b>负债和股东权益</b>	3946	4367	7272	7721	11209

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	868	845	1524	1083	2408
净利润	826	731	1192	1614	2098
折旧摊销	63	75	66	93	117
财务费用	-23	-23	-35	-51	-78
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	1	61	301	-573	271
其他经营现金流	1	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-214	-218	-402	-283	-325
资本支出	215	218	336	190	208
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	2	0	-66	-93	-117
<b>筹资活动现金流</b>	-436	-545	35	-341	-337
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-437	-541	35	-341	-337
<b>现金净增加额</b>	217	83	1157	459	1747

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3539	3006	4613	5862	7309
营业成本	606	475	710	873	1052
营业税金及附加	562	468	729	926	1155
营业费用	1064	841	1269	1583	1937
管理费用	250	280	374	404	475
研发费用	2	2	2	4	4
财务费用	-23	-23	-35	-51	-78
资产减值损失	-7	-13	0	0	0
其他收益	31	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-2	-7	0	0	0
<b>营业利润</b>	1102	965	1564	2122	2763
营业外收入	3	3	15	5	6
营业外支出	4	9	5	5	5
<b>利润总额</b>	1100	958	1574	2123	2765
所得税	274	227	382	509	667
<b>净利润</b>	826	731	1192	1614	2098
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	826	731	1192	1614	2098
EBITDA	1125	993	1583	2134	2767
EPS (元)	1.69	1.50	2.44	3.30	4.30

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.5	-15.1	53.5	27.1	24.7
营业利润(%)	41.2	-12.4	62.1	35.7	30.2
归属于母公司净利润(%)	42.6	-11.5	63.0	35.4	30.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	82.9	84.2	84.6	85.1	85.6
净利率(%)	23.3	24.3	25.8	27.5	28.7
ROE(%)	39.1	34.2	35.8	35.5	33.7
ROIC(%)	37.3	32.6	34.4	34.0	32.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.5	51.1	54.2	41.1	44.4
净负债比率(%)	-57.6	-61.6	-74.3	-64.4	-75.0
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.9	1.9
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	112.1	195.2	195.2	195.2	195.2
应付账款周转率	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.50	2.44	3.30	4.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	1.73	3.12	2.22	4.93
每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.37	6.81	9.32	12.76
<b>估值比率</b>					
P/E	61.1	69.0	42.3	31.3	24.1
P/B	23.9	23.6	15.2	11.1	8.1
EV/EBITDA	43.8	49.5	30.3	22.3	16.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 9 日收盘价

## 内容目录

1、风口正盛，成长可期.....	4
1.1 次高端“牛市”已至，水井坊乘风发展.....	4
1.2 公司低谷已过，新发展可期.....	7
2、万事俱备，乘风而起.....	9
2.1 新管理层上任经验丰富，政策加持明确发展方向.....	9
2.2 思路清晰目标明确，市场渠道产品兼具看点.....	11
3 盈利预测.....	14
风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1: 茅台终端价增速与 PPI 同比增速.....	4
图表 2: 2020 年以来整箱与散瓶茅台价格持续上行 (元/瓶).....	4
图表 3: 行业高景气度是次高端“牛市”的基础.....	4
图表 4: 次高端上市公司营收增速情况.....	5
图表 5: 次高端酒企营收增速在 20Q3 后明显快于高端酒企.....	5
图表 6: 2020 年次高端白酒行业竞争格局.....	5
图表 7: 次高端白酒行业规模.....	5
图表 8: 次高端主流产品淘宝到手价 (元/瓶).....	6
图表 9: 2020 年水井坊吨价位居行业第二，仅低于茅台 (万元/吨).....	6
图表 10: 2020 年水井坊销售毛利率位居行业第二.....	6
图表 11: 水井坊围绕井台与臻酿八号持续布局次高端及高端价格带 (元/瓶).....	7
图表 12: 2020 年以来公司单季度营收及增速.....	7
图表 13: 2020 年以来公司单季度归母净利润及增速.....	7
图表 14: 水井坊上半年坚持高举高打的宣传方式.....	8
图表 15: 公司近年历任总经理履历.....	9
图表 16: 水井坊两次股份回购方案对比.....	10
图表 17: 近年四川省支持白酒行业发展政策频出.....	11
图表 18: “5+5+5”市场战略转为八大核心市场战略.....	12
图表 19: 水井坊臻酿八号与井台装年内价格稳中上行 (元/瓶).....	12
图表 20: 典藏包装升级将突出“狮王”标志与档次感.....	13
图表 21: 公司营业收入拆分与业绩预测重要假设 (百万元).....	14

## 1、风口正盛，成长可期

### 1.1 次高端“牛市”已至，水井坊乘风发展

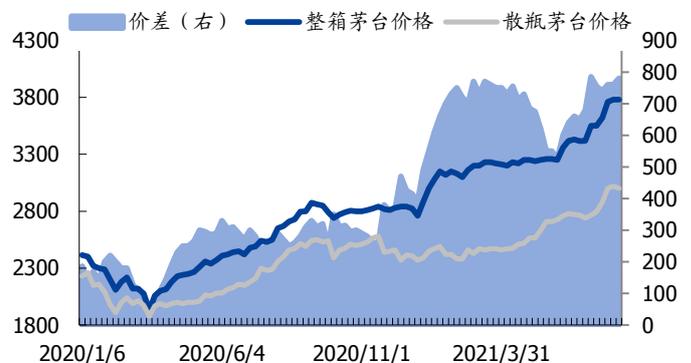
行业景气度仍维持高位，次高端“底气十足”。以宴请礼赠为主要消费场景的中高端白酒景气度与经济发展周期同步，2020年疫情将渠道库存基本“清零”。2020年下半年开始，随着强刺激后经济强复苏，白酒行业进入新一轮发展周期，若以茅台批价作为观察高端白酒需求的风向标可见当前需求正劲，行业当前仍维持在高景气度周期。同时价格“动态发展”的次高端白酒，得益于行业高景气度与高端白酒的价格上行，发展天花板被再次打开，当前次高端发展“底气十足”。

图表 1: 茅台终端价增速与 PPI 同比增速



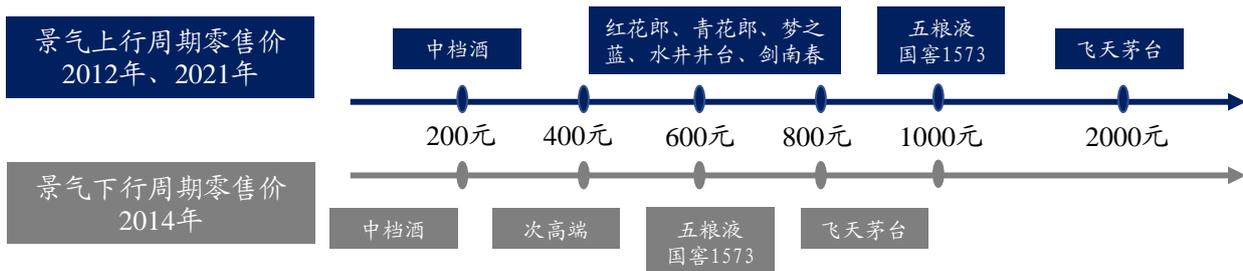
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2020 年以来整箱与散瓶茅台价格持续上行 (元/瓶)



资料来源: 茅粉鲁智深, 国盛证券研究所

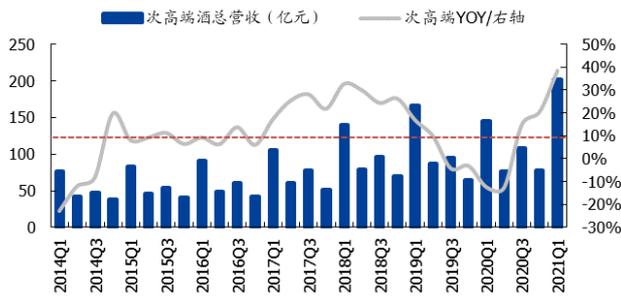
图表 3: 行业高景气度是次高端“牛市”的基础



资料来源: 酒业家, 国盛证券研究所

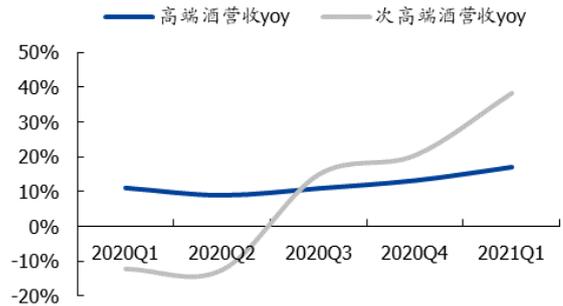
次高端天然具备周期，当前“牛市”方兴未艾。2010-2012 年、2015-2017 年均为次高端酒企的上行周期，且由于次高端品牌多数体量在 20-60 亿之间，仍有较多空白市场，会加速招商和铺市，由于行业景气度较高，主流品牌多数能顺利招商和铺市，通常情况下厂家出货增速快于消费者实际动销，而在行业下行期，会进入去库存阶段，2020 年疫情在客观上加速渠道库存去化，20Q3 主流次高端企业收入明显提速，考虑到当前主流品牌产品的终端库存仍处低位，渠道铺市周期有望持续，当前“牛市”方兴未艾。

图表4: 次高端上市公司营收增速情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 次高端酒包含舍得酒业、水井坊、山西汾酒、洋河股份

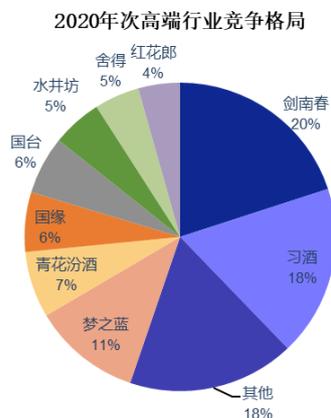
图表5: 次高端酒企营收增速在20Q3后明显快于高端酒企



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 高端酒包含贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 次高端酒包含舍得酒业、水井坊、山西汾酒、洋河股份

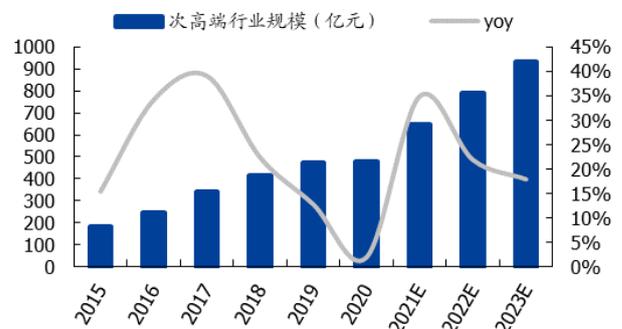
基于行业高景气度, 我们从两大角度看好次高端白酒发展: 1.从需求角度: 次高端相较于中档酒更能承担高端白酒价格上行后的外溢需求, 得益于白酒行业价盘的一体性, 次高端价格带上限从过去600元拔高至近千元, 为酒企留出空白价格带布局新次高端产品, 新产品上市叠加需求挖掘, 行业扩容趋势明显; 2.从行业发展阶段角度: 次高端价格带规模相对较小、消费升级影响下销量弹性大, 当前仍处于铺市周期, 同时随着行业持续扩容, 未来仍有望跑出2-3个百亿大单品, 成长可期。预计2021年次高端价格带同比增速将超过35%, 并会维持2年左右的高速扩容周期。(详见我们2020年5月底报告《次高端白酒迎新一轮“牛市”》)

图表6: 2020年次高端白酒行业竞争格局



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

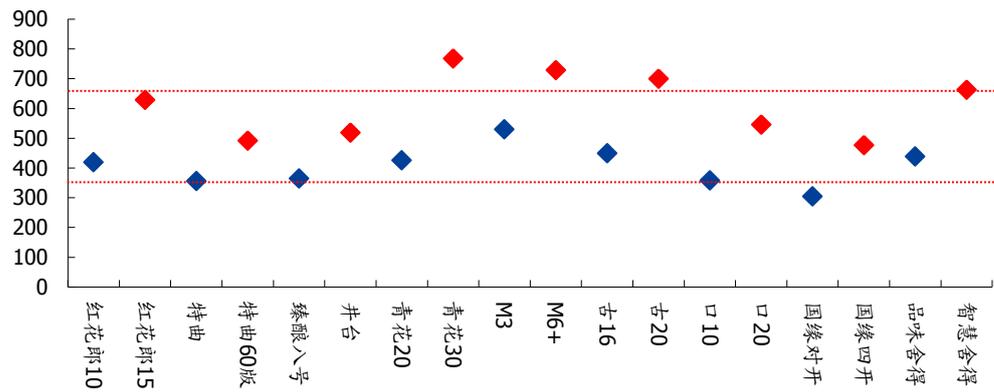
图表7: 次高端白酒行业规模



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

次高端酒企发展路径呈现分化, 600-800元价格带放量在即。过去次高端白酒价格带普遍定义为300-600元, 但随着各酒企次高端产品放量以及品牌力的不断上行, 品牌力拉升明显的酒企已开始布局千元价格带, 郎酒青花郎现已放量增长、青花30复兴版剑指千元价格带、招商顺利推进, 而其他酒企则在300-600元采用双产品布局战略、发力布局600-800元价格带, 如洋河M6+、水井新典藏等产品在600-800元价格带跃跃欲试, 考虑到低度五粮液和国窖在这个价格带表现难有起色, 预计未来将成为次高端酒企的“蓝海”发展机会。

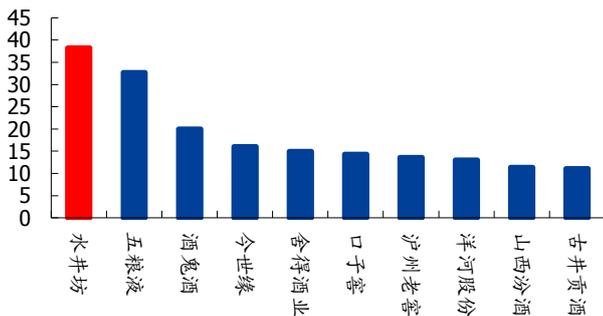
图表 8: 次高端主流产品淘宝到手价 (元/瓶)



资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

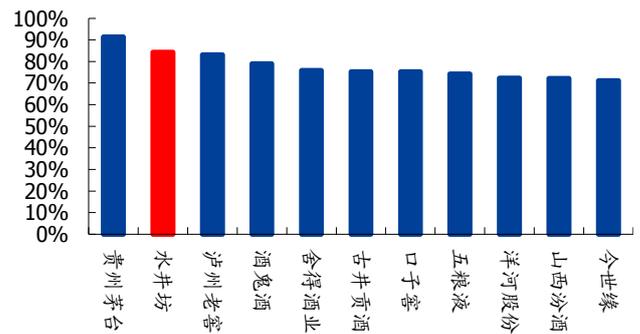
“天下第一坊”，深耕次高端，有望显著受益于行业扩容红利。2020年水井坊系列高档产品占总营收之比超97%，预计主力次高端产品水井坊井台装与臻酿八号占比超80%，近年来公司布局亦在立足次高端的基础上不断试水高端，产品结构优秀，2020年销售毛利率高达84.2%、位居行业第二。公司产品运作思路明确，紧跟行业消费升级趋势，水井坊卡位500元价格带、臻酿八号卡位400元价格带，同时积极开发系列产品，如针对婚喜宴市场的臻酿八号禧庆版、针对江苏地区口味偏好推出的水井12等，同时年内公司计划针对典藏产品进行升级，进一步抢占600元以上价格带，实现主力产品精准卡位次高端内部放量增长价格带。尽管出身“全兴”叠加“天下第一坊”的宣传，水井坊在全国享有较高知名度，但公司仍坚持高举高打地投入销售，2013-2020年公司累计投入销售费用43.7亿元，占同期营收的30.6%，位列行业第二，品牌形象得以不断提高。

图表 9: 2020年水井坊吨价位居行业第二，仅低于茅台 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2020年水井坊销售毛利率位居行业第二



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 水井坊围绕井台与臻酿八号持续布局次高端及高端价格带 (元/瓶)

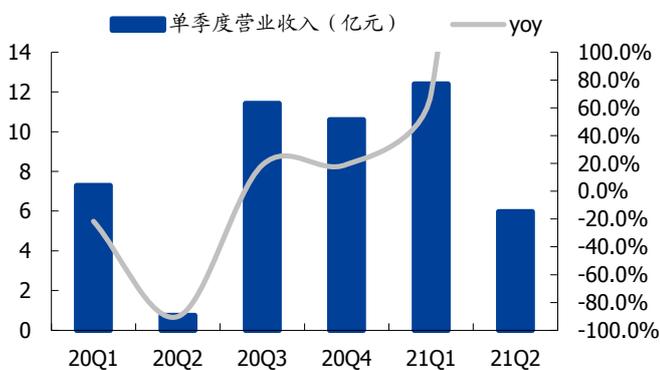


资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 公司低谷已过, 新发展可期

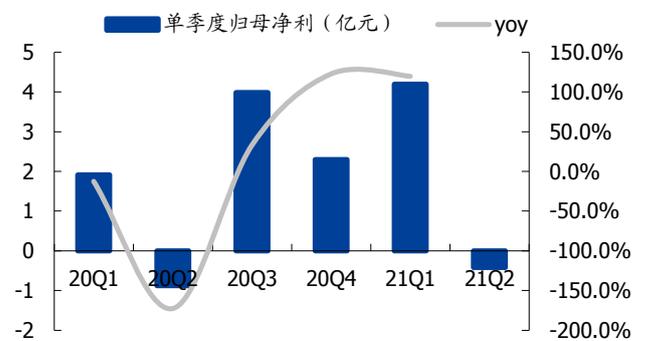
疫情冲击已过, 公司基本面持续向好。20Q2 公司营收/业绩分别下滑 90.1%/172.6% 并发生亏损, 从 20H1 上市酒企的角度来看, 缺少绝对核心市场的水井坊营收与业绩下滑明显, 收入下滑幅度位列行业之最, 但公司也在疫情期间主动清理库存、帮助经销商一同渡过难关, 20Q3 开始公司轻装上阵, 积极把握宴席和团购消费需求恢复的机会, 连续四个季度加速恢复, 彻底走出疫情“阴霾”。

图表 12: 2020 年以来公司单季度营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 2020 年以来公司单季度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用扰动导致 Q2 小幅亏损, 看好全年发展确定性。21Q2 单季度公司实现营业收入 5.97 亿元, 同比大幅增长 691.5%, 但业绩端仅实现归母净利润 -0.42 亿元, 亏损幅度较去年 0.88 亿元有所收窄。我们认为在 21Q2 公司仍有控货行为导致收入规模效应不明显的原因之外, 出于加快高端化进程的考量公司费用投放力度与确认时间较往年有所不同, 进而导致 Q2 出现小幅亏损。上半年公司不仅继续独家冠名《国家宝藏》强化品牌宣传, 同时吸取过去缺少绝对核心市场导致在行业调整期或意外发生时经营波动较大的教训, 在成都春糖会期间, 公司加强与成都市政府的合作进行大范围广告宣传, 旨在将成都打造为公司基地市场, 叠加公司对新典藏等高端产品造势及宣传的费用投入有所加大, 导致 Q2 单季度未实现扭亏, 但全年来看, 预计公司收入同增 45% 实现 43 亿元的经营目标能够顺利实现, 21H2 公司尽管面临去年基数扰动, 但渠道低库存、旺季临近和平台销

售公司成立在即，多因素共振下预计公司将顺利实现全年经营目标，业绩端甚至有望超目标实现高增长。

图表 14: 水井坊上半年坚持高举高打的宣传方式



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**疫情反复可控，期待旺季来临，看好水井表现。**境外输入的德尔塔变异毒株具备较强传播性，在国内多省份呈现点状扩散之势，部分地区防疫措施有所升级，相较于 2020 年白酒旺季前的疫情反复，本轮疫情呈点状扩散态势、在传播范围上影响更大，但从确诊人数的指标来看，各区域反应迅速、防控较好，鲜有大规模集中爆发的情况，我们预计在中秋之前本轮疫情反复将得到有效控制，中秋佳节走亲访友等正常人情往来预计不会受到较大影响。复盘可见，20Q3 次高端酒企普遍呈现高增态势，其背后既有补库存需求，更是旺季真实动销的体现，期待今年各酒企延续强势表现，考虑到水井坊当前渠道库存仍处低位、老版典藏已停货，Q3 双节白酒动销旺季叠加新典藏铺市，看好水井旺季表现。

## 2、万事俱备，乘风而起

### 2.1 新管理层上任经验丰富，政策加持明确发展方向

公司新任高管团队就位，经验丰富、未来可期。朱镇豪先生于2020年9月任代总经理接手公司经营管理，2021年7月正式被聘任总经理，朱总兼具本土智慧与酒类行业从业经历，历任喜力与帝亚吉欧高管，深谙酒水行业发展及运营之道，同时前财务总监何荣辉亦于2020年9月辞职，前帝亚吉欧中国区财务总监蒋磊峰出任水井坊财务总监，目前公司管理层团队已调整到位且经验丰富，看好在新高管团队带领下水井坊的新发展。

图表 15: 公司近年历任总经理履历

姓名	上任时间	在任时间	任职时 年龄	是否 外籍	任职前酒类从业经历
Kenneth Macpherson (柯明思)	2010年3月	3年	40	是	帝亚吉欧印度洋酒业总经理 帝亚吉欧亚洲新兴市场商务总监 帝亚吉欧中国大陆和香港地区总经理 帝亚吉欧大中华区董事总经理
James Michael Rice (大米)	2013年3月	2年6个月	48	是	无
范祥福	2015年10月	3年9个月	58	否	嘉士伯啤酒(香港)大理啤酒总经理
危永标	2019年7月	1年2个月	52	否	保乐力加(中国)董事总经理 保乐力加(亚洲)大中华区董事总经理 保乐力加(亚洲)行政副总裁。
朱振豪	2020年9月		54	否	喜力公司中国台湾总经理 喜力公司中国区总经理 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)中国大陆地区总经理 帝亚吉欧洋酒贸易(上海)大中华区董事总经理

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

双举齐下，员工持股计划有望加速落地。公司2021年3月发布回购股份预案，拟使用不低于3411、不超过6822万元进行股份回购，回购价格不超过90元/股的价格，回购方案发布后4月中旬水井坊股价突破90元，导致公司一直未能实施回购，2021年8月9日晚水井坊发布《关于调整2021年以集中竞价交易方式回购股份方案的公告》，将回购金额从3411-6822万元提高至5950-11900万元，回购价格上限从90提高至130元/股，按回购金额下限测算，回购股份数从37.9万股提高至45.8万股，**新回购股份方案回购力度与对应未来员工持股计划激励力度较上一版有较大提高**，考虑到水井坊8月9日收盘价103.35元，**回购可行性较过去亦大幅提高**。同时公司发布《关于变更2019年回购股份用途的公告》，决定将2019年回购用于股权激励后剩余的7.28万股变更用途为员工持股计划，这有望进一步提高未来员工持股计划的激励力度和覆盖范围。公司积极推进回购以期实施员工持股计划，进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引并留住人才，预计将有效激发并充分释放当前公司员工的能动性，推动公司长远发展。

图表 16: 水井坊两次股份回购方案对比

	2021年3月方案	2021年8月方案
拟回购资金下限	3411 万元	5950 万元
拟回购资金上限	6822 万元	11900 万元
按回购下限测算回购股份	37.9 万股	45.8 万股
占总股本	0.16%	0.19%
按回购上限测算回购股份	75.8 万股	91.5 万股
占总股本	0.08%	0.09%
其他可用股份	0	7.28 万股

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**本土化路径清晰，水井坊更“接地气”。**作为 A 股仅有的外资控股白酒企业，水井坊在被帝亚吉欧收购后，曾有“水土不服”的情况，近年来改善明显，从公司总经理的聘用人选可见，帝亚吉欧亦开始重视“本土智慧”，不仅近 3 任总经理均为中国国籍，部分高管职务开始由成长于水井坊内部的成熟人才接手而非帝亚吉欧在亚太区域的高管，我们认为这代表着公司的经营管理思路与人才选用思路正在发生积极的变化。同时不同于其他国企能够得到政府和国资委的各项资源加持拓展市场，水井坊在政商资源具有相对劣势，但近年来四川省政府与成都市政府对水井坊的政策支持力度有所加大，相互配合愈发频繁密切，2021 年 3 月成都市《关于促进成都绿色食品产业高质量发展的实施意见》中提出“力争培育百亿级成都酒企”，春糖会期间公司更是与政府合办“水井坊成都论坛——城市与白酒产业发展高峰论坛”，会上朱总提出“水井坊离不开成都，成都也需要水井坊”，明确了成都是水井坊的基地市场，我们预计“十四五”期间作为成都白酒行业代表性企业的水井坊有望得到成都市政府的进一步支持，助力其新发展。

图表 17: 近年四川省支持白酒行业发展政策频出

时间	文件	提及水井坊的相关内容
2017年9月	《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、 <b>水井坊</b> 两个全国十五强白酒品牌。
2017年9月	《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》	培育收入超千亿元企业1户、超300亿元企业1户、超200亿元企业1户、超100亿元企业1户、 <b>超50亿元企业2户</b> 、超10亿元企业10户。
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。
2021年3月	《关于促进 <b>成都</b> 绿色食品产业高质量发展的实施意见》	提出将着力打造川酒振兴主阵地大平台，建设中国白酒体验中心，积极发展新生代白酒、露酒、配制酒、预调酒、酒饮料等低度化、休闲化酒品，抢占新兴市场， <b>力争培育百亿级成都酒企</b> 。
2021年6月	《推动四川白酒产业高质量发展的若干措施》	各市（州）人民政府要高度重视，坚持质量第一、效益优先，注重品牌培育、价值提升、文化打造、遗产保护，拉动和提升白酒产业链价值，推动相关产业集聚发展，加快形成互相促进、共同进步的白酒产业高质量发展格局。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 思路清晰目标明确，市场渠道产品兼具看点

### 市场端：进一步聚焦，八大市场未来可期

公司资源聚焦的发展思路贯穿各项经营战略，聚焦资源突破核心市场是公司一贯的追求。2016年公司在经历三公消费对行业的冲击后认识到核心市场的重要性，首次提出5大核心市场战略，选择四川、广州、湖南、江苏和河南市场进行培育，2017年随着业务回暖，公司选择了一批第二梯队核心市场进行尝试突破，2018年公司进一步选择5个新兴市场进行培育，形成市场梯队，通过“蘑菇战术”在每个省内寻找优质市场进行区域突破，进而实现对省内其他城市的辐射，2020年公司北区/东区/南区/中区/西区/新渠道/出口营收占比分别为16.5%/30.3%/12.3%/14.5%/16.1%/10.0%/0.3%，已经实现全国化布局。

**市场战略再聚焦。**2020年朱镇豪总上任后提出进一步聚焦八大核心市场，在五大第一梯队市场的基础上，新增浙江、山东和河北市场共同组成八大核心市场，在经历疫情冲击后水井坊目标明确、费用聚焦、恢复明显，通过提高市占率、深耕流通、开拓团购商等方式将核心市场做大做强，在有品牌基础的市场上持续发力，成效显著。

图表 18: “5+5+5” 市场战略转为八大核心市场战略



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

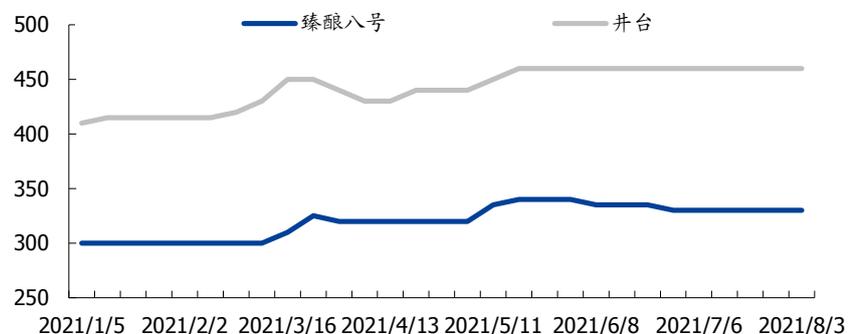
### 渠道端：团购渠道与平台销售公司兼具看点

**高端产品方面**，高端产品销售公司将以典藏及以上产品的运营为核心，由一批有实力的经销商共同出资组建、水井坊不参股，参股体外销售公司的经销商资金回报率有望显著提升，进而提高其运营典藏等高端产品的积极性，有助于在团购渠道取得突破，有望为公司业绩贡献弹性，预计公司也会在营销投入等方面为高端产品运作“保驾护航”。**次高端产品方面**，公司将继续坚持新总代与老总代并存的模式，公司亲力亲为参与一线市场运作，高质量的一线宣传活动与空中广告投放助力井台与八号进一步深耕市场。

### 产品端：井台八号价盘企稳，典藏升级值得期待

**量价关系控制得当**，年初至今井台八号价盘稳中有升。水井坊 20Q3 在渠道补库存和进入旺季动销的双重需求加持下销量高增，同时公司也在积极关注渠道库存与产品价格，据糖酒快讯消息，今年 4 月公司时隔 4 年分别对井台与臻酿八号提价 20 和 10 元，作为两款大流通产品，公司主动调整量价关系推动产品价格上行，不仅有助于维护公司品牌力，更能修复渠道和终端利润，强化渠道与终端推力。根据瑞舵酒行发布的白酒价格可见，年初至今臻酿八号从 300 涨至 330 元、井台装从 410 涨至 460 元，整体价盘上行，较 2018-2019 年间的产品价盘波动改善明显，有利于渠道与终端重拾信心。

图表 19: 水井坊臻酿八号与井台装年内价格稳中上行（元/瓶）

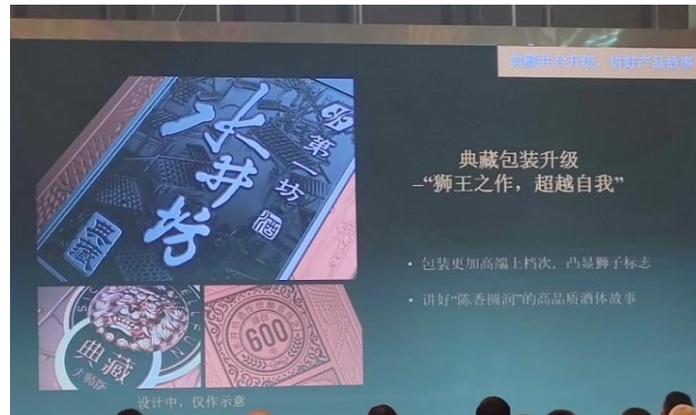


资料来源: 瑞舵酒行, 国盛证券研究所

**再提高端化，典藏升级正当时**。作为曾经的高端白酒，水井坊未来将持续推动高端化战略。水井坊井台上市之初价格对标茅五，但在行业调整期公司主动降价销售进入次高端，

当前公司重提“高端化”，有望进一步提高公司品牌形象。结合公司即将成立体外销售公司运营典藏等产品的举措，预计公司高端化布局将围绕典藏产品展开，2021年6月1日典藏系列产品停货，产品升级在即，根据公司经销商大会反馈，典藏将通过更新酒体和包装设计以实现全面升级，凸显其“双轮发酵、双重蒸馏、1800余昼夜天然熟成”造就的“陈香优雅，醇厚丰满”之独特口感，上半年公司在继续赞助《国家宝藏》、借春糖会营造主场氛围、短视频营销等方面强化品牌建设，预计下半年公司高端化步伐将不会停止，打造更高品牌价值。

图表 20: 典藏包装升级将突出“狮王”标志与档次感



资料来源：水井坊经销商大会，国盛证券研究所

### 3 盈利预测

**投资建议：**考虑到公司基本面具备多看点、成长性凸显，上调此前盈利预测，预计公司2021-2023年实现营业收入46.1/58.6/73.1亿元（此前为43.6/54.9/68.4亿元），同比+53.5%/+27.1%/+24.7%；实现归母净利润11.9/16.1/21.0亿元（此前为11.1/15.2/20.0亿元），同比+63.0%/+35.4%/+30.0%，当前股价对应PE为42/31/24倍，看好公司未来成长性，维持“买入”评级，给予目标价133元，对应2022年40倍PE。

图表 21: 公司营业收入拆分与业绩预测重要假设 (百万元)

	2019	2020	2012E	2022E	2032E
白酒业务收入	3,534.8	2,994.8	4,596.4	5,840.6	7,282.1
yoy	26.0%	-15.3%	53.5%	27.1%	24.7%
高档酒收入	3,404.3	2,918.8	4,480.0	5,716.0	7,148.6
yoy	25.3%	-14.3%	53.5%	27.6%	25.1%
中档酒收入	86.8	76.0	89.1	95.5	102.3
yoy	36.2%	-12.5%	17.3%	7.1%	7.1%
低档酒收入	43.6	-	27.2	29.1	31.2
yoy	78%	-100%	-	7%	7%
销售费用率	30.1%	28.0%	27.5%	27.0%	26.5%
管理费用率	7.1%	9.3%	8.1%	6.9%	6.5%
归母净利润	826.3	731.3	1,192.3	1,614.0	2,097.9
yoy	42.6%	-11.5%	63.0%	35.4%	30.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 风险提示

**宏观经济下行。**白酒消费与宏观经济发展具备较强相关性，疫情后经济复苏走势将直接影响白酒消费，若经济增长不及预期或出现下行，将显著影响白酒消费进而对公司未来发展产生影响。

**行业增速不及预期。**次高端白酒增长取决于较多因素，高端白酒价格走势以及消费升级趋势均能对行业增速产生一定影响。

**行业竞争加剧。**目前各白酒品牌纷纷布局次高端产品并将其视作机会价格带，如果行业竞争进一步加剧，可能会影响公司未来市场拓展以及业绩增长情况。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com