



增持（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：128.55

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

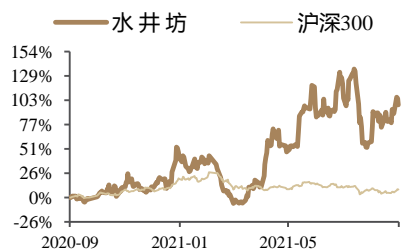
邓周贵

资格编号：S0120521030005

邮箱：dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	25.37	-10.16	1.44
相对涨幅(%)	24.34	-7.88	6.41

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

水井坊（600779.SH）深度报告：持续聚焦次高端及高端，渠道不断进化，盈利不断提升

投资要点

- 水井坊：本土资源和跨国企业合力推动的川酒金花。**水井坊前身是全兴股份，原主导产品全兴大曲历史底蕴深厚，具有纯正的名酒血统。1998年，全兴酒厂改建时发现水井街酿酒古迹，号称天下第一坊，高端品牌水井坊由此发迹：2000年推出即实现营收0.55亿元，2001年进一步达到1.85亿元，同比增长236%。2006年起帝亚吉欧开始入股水井坊，经过十多年的增持，成为水井坊控股股东。帝亚吉欧是全球第一烈酒巨头，公司治理卓越，并购整合经验丰富。帝亚吉欧入主水井坊后，给水井坊带来国际经验，赋能增效，水井坊品牌全面提升，迎来二次成长。
- 行业结构性繁荣，次高端进入新一轮扩容。**从价来看，高端酒价格上行为次高端酒打开了天花板，也提高了消费者对于白酒价格的接受度。从量来看，次高端库存周期重启，次高端扩容区域延展，2018年开始江苏市场率先扩容，预计未来更多省份将迎来次高端扩容潮。中性预期下预计未来5年保持14%的增速，2025年次高端白酒规模有望超1400亿元，约有700亿元扩容空间。在扩容过程中知名品牌有望抢占更大的市场份额。水井坊主要产品定位次高端，2020年次高端营收占比约92%，是纯正的次高端酒，充分享受行业贝塔。
- 内外兼修，水井坊迎来黄金时代。**近年来水井坊品牌宣传围绕“双遗产”打造，多元化布局提高消费者触达度；核心市场进行再聚焦，2020年八大核心市场业绩贡献占比58%；经销商模式采用新老总代结合的模式，经销商网络稳步扩张；终端核心门店项目已升级至第五代，精简流程后效率提升。经过前几年全方位的改革，水井坊品牌地位稳固，渠道操作手法更加成熟，有望在行业扩容中抢占更大份额。
- 加大高端酒投入，构建新增长极。**水井坊推出时就定位高端，行业调整期后主要产品落在了次高端价格带，近期以省代为主体成立高端品牌销售公司，有望再启高端新篇章。参考其他酒企，高端酒的成功也将引领次高端核心产品放量突破。
- 投资建议：**预计21-23年公司营业收入分别为44.12/56.15/69.31亿元，同比增速为46.80%/27.25%/23.44%，归母净利润分别为10.87/14.34/18.42亿元，同比增速为48.61%/31.95%/28.43%，EPS分别为2.23/2.94/3.77元，现价对应21-23年PE为57.76X/43.78X/34.09X。我们认为公司充分受益于次高端景气上行，需求扩容，同时高端酒的成功运作也将提升品牌形象，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**次高端价格带需求扩容不及预期，次高端价格竞争加剧，渠道变革效果不及预期



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	488.37		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	488.30	营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,412	5,615	6,931
52 周内股价区间(元):	60.83-153.11	(+/-)YOY(%)	25.5%	-15.1%	46.8%	27.3%	23.4%
总市值(百万元):	62,779.91	净利润(百万元)	826	731	1,087	1,434	1,842
总资产(百万元):	4,760.76	(+/-)YOY(%)	42.6%	-11.5%	48.6%	31.9%	28.4%
每股净资产(元):	3.94	全面摊薄 EPS(元)	1.69	1.50	2.23	2.94	3.77
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	82.9%	84.2%	85.6%	86.6%	87.2%
		净资产收益率(%)	39.1%	34.2%	43.1%	46.9%	49.8%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

投资要素

核心逻辑

行业结构性繁荣，次高端进入新一轮扩容。从价来看，高端酒价格上行为次高端酒打开了天花板，也提高了消费者对于白酒价格的接受度。从量来看，次高端库存周期重启，次高端扩容区域延展，2018年开始江苏市场率先扩容，预计未来更多省份将迎来次高端扩容潮，中性预期下预计未来5年保持14%的增速，2025年次高端白酒规模有望超1400亿元，约有700亿元扩容空间。在扩容过程中次高端知名品牌凭借品牌、渠道和营销方面的优势有望在次高端扩容潮中抢占更大的市场份额。水井坊主要产品定位次高端，2020年次高端产品营收占比约92%，是纯正的次高端酒，充分享受行业贝塔。

内外兼修，水井坊迎来黄金时代。近年来水井坊品牌宣传围绕“双遗产”打造，多元化布局提高消费者触达度；核心市场进行再聚焦，2020年八大核心市场业绩贡献占比58%；经销商模式采用新老总代结合的模式，经销商网络稳步扩张；终端核心门店项目已升级至第五代，精简流程后效率提升。经过前几年全方位的改革，水井坊品牌地位稳固，渠道操作手法更加成熟，有望在行业扩容中抢占更大份额。

高端酒构建新增长极。水井坊推出时就定位高端，行业调整期后主要产品落在了次高端价格带，近期以省代为主体成立高端品牌销售公司，有望再启高端新篇章。参考其他酒企，高端酒的成功也将引领次高端核心产品放量突破。

估值和投资建议

预计21-23年公司营业收入分别为44.12/56.15/69.31亿元，同比增速为46.80%/27.25%/23.44%，归母净利润分别为10.87/14.34/18.42亿元，同比增速为48.61%/31.95%/28.43%，EPS分别为2.23/2.94/3.77元，现价对应21-23年PE为57.76X/43.78X/34.09X。我们认为公司充分受益于次高端景气上行，需求扩容，同时高端酒的成功运作也将提升品牌形象，预计公司21-23年净利润年复合增速为30.18%，首次覆盖，给予“增持”评级。

与市场预期的差异之处

市场担心中国白酒市场与海外烈酒市场有很大不同，水井坊由外资控股，公司机制不能适应中国白酒市场。我们认为，帝亚吉欧是全球第一烈酒巨头，公司治理卓越，并购整合经验丰富。帝亚吉欧入主水井坊后，给水井坊带来国际经验，为水井坊赋能增效，水井坊在合规、内控等方面改善明显，未来将择时推出的员工持股计划也将完善公司激励机制。

市场担心水井坊经过前几年核心门店的扩张后终端门店数量已经基本饱和，增长空间不大。我们认为，水井坊核心门店项目经过多次迭代更加完善，公司提出精简流程，有利于提升效率。2019年后公司聚焦提高单店产出，通过费用精准投放实现低等级门店向高等级转换。目前终端门店中普通门店和低等级核心门店占比仍然较高，通过门店升级仍能给公司带来大量销量增长。

市场对成立高端品牌公司的效果存在疑虑。我们认为公司加大高端化投入力度，改变组织架构和销售模式，整体更加积极。高端品牌销售公司将解决经销商激励问题，理顺相关机制后自然会迸发强劲活力，参考其他酒企，高端酒的成功也将引领次高端核心产品放量突破。

股价的催化因素

第一，臻酿八号和井台动销超预期；

第二，渠道变革顺利，高端化进展超预期；

第三，员工持股计划全面实施

主要风险

次高端价格带需求扩容不及预期。水井坊次高端价格带产品占比高，如果次高端行业扩容不及预期，可能会影响公司营收和利润的增长。

次高端价格竞争加剧。次高端行业扩容明显，近年来全国名酒、地产酒、酱酒都加大对次高端进行布局，如果次高端竞争加剧，可能导致公司营收和利润放缓。

渠道变革效果不及预期。水井坊以省代为主体成立高端品牌销售公司，调整典藏及以上高端酒渠道销售模式，需要关注渠道变革不及预期风险。

内容目录

投资要素	2
核心逻辑	2
估值和投资建议	2
与市场预期的差异之处	2
股价的催化因素	3
主要风险	3
1. 水井坊：本土资源和跨国企业合力推动的川酒金花	7
1.1. 发展复盘：借助古迹推出水井坊，不改初心追逐高端	7
1.1.1. 与全兴同属一脉，水井坊高调出世一炮而红	7
1.1.2. 帝亚吉欧多次增持，管理团队磨合逐步到位	9
1.2. 产品聚焦次高端价位段，邛崃扩产项目奠定未来发展基础	10
1.3. 员工持股计划完善公司激励机制	12
1.4. 财务分析：业绩稳健，盈利能力不断提升	13
2. 帝亚吉欧带来国际经验，为水井坊赋能增效	15
2.1. 帝亚吉欧：并购整合成就世界第一烈酒巨头	15
2.2. 帝亚吉欧赋能管理，水井坊经营模式升级	18
3. 白酒结构性增长趋势明显，次高端酒迎来新一轮扩张	19
3.1. 行业结构性繁荣，次高端酒空间凸显	19
3.2. 纯正的次高端酒，充分享受行业贝塔	23
4. 内外兼修，水井坊迎来黄金时代	24
4.1. 深入挖掘品牌价值，重视消费者培育	24
4.2. 核心市场再聚焦，以蘑菇策略拓展二三线城市	25
4.3. 新老总代相结合，经销商网络稳步扩张	26
4.4. 终端核心门店项目再升级，精简流程提升效率	27
5. 加大高端酒投入，构建新增长极	30
5.1. 成立高端品牌销售公司，再启高端新篇章	30
5.2. 高端酒带动结构提升，平台商模式有望打开招商窗口	30
6. 盈利预测与估值	32
6.1. 盈利预测	32
6.2. 相对估值	32
7. 风险提示	33

图表目录

图 1：全兴是老八大名酒和川酒六朵金花之一	7
图 2：水井坊历史回顾	7
图 3：水井坊推出后获得大量荣誉	8
图 4：面市之初水井坊及其系列酒营业收入快速提升	8
图 5：2001 年前后酒企纷纷推出高档品牌	8

图 6: 水井坊业务多元化, 房地产建成后白酒业务比重降低	8
图 7: 帝亚吉欧增持时间线	9
图 8: 水井坊股权结构图 (截至 2021 年中报)	9
图 9: 水井坊产品结构	11
图 10: 水井坊重要单品推出时间	11
图 11: 2017-2020 年公司低档酒销量	12
图 12: 2017-2020 年公司低档酒营业收入	12
图 13: 水井坊 16-19 年营收净利高增长, 20 年疫情致下滑	14
图 14: 水井坊 2016-2020 年销售毛利率和净利率提升明显	14
图 15: 2020 年水井坊净利率处于上市酒企中游水平	14
图 16: 2020 年水井坊销售费用率位于上市酒企前列	14
图 17: 水井坊净利率提升主要原因是毛利率提升和管理费用率下降	14
图 18: 帝亚吉欧旗下主要品牌	15
图 19: 1997-2021 财年帝亚吉欧净利润复合增速约 6%	16
图 20: 2021 财年北美和欧洲贡献了帝亚吉欧近半收入	16
图 21: 2014-2021 财年帝亚吉欧主要品牌收入复合增速	16
图 22: 2021 财年苏格兰威士忌、利口酒和啤酒贡献了主要收入	16
图 23: 帝亚吉欧鼓励对违规行为提出指控并根据违规严重程度进行相应处理	17
图 24: 尊尼获加蓝牌“世纪华章”特别版突出中国元素	17
图 25: 通过帝亚吉欧威士忌学院完成消费者培育	17
图 26: 全国名酒批价提升幅度明显大于地方酒和基酒	19
图 27: 剑南春、五粮液终端价格拉大	20
图 28: 次高端周期性强于高端, 3 年库存周期重置	20
图 29: 疫情影响库存周期重启, 需求正常恢复叠加渠道补库	20
图 30: 近年来次高端市场快速扩容 (单位: 亿元)	21
图 31: 2017 年 300 元以上价格带零售总额占比达 53%	21
图 32: 江苏省 2010 年和 2018 年白酒价格带变迁	21
图 33: 近年来今世缘 300 元以上产品快速增长	21
图 34: 2020 年头部次高端品牌营业收入	22
图 35: 水井坊次高端产品营收占比较高 (2020 年)	23
图 36: 2013-2020 年水井坊白酒吨价	23
图 37: 2016-2020 年水井坊臻酿八号+井台营收	23
图 38: 2016-2020 年水井坊高档酒销量增长, 中档酒销量稳定	23

图 39: 近几年水井坊销售费用率维持在 30%左右	24
图 40: 2016-2019 年水井坊加大全国和地区性广告开支	24
图 41: 水井坊八大核心市场地理分布	25
图 42: 2021H1 公司各区营业收入占比	26
图 43: 2018 和 2020 年公司八大市场业绩贡献	26
图 44: 水井坊新总代渠道模式	27
图 45: 核心烟酒店作用	28
图 46: 水井坊核心门店项目迭代过程	28
图 47: 水井坊根据签约销量划分门店等级	29
图 48: “四化”具体内容	29
图 49: 门店服务精细化具体操作内容	29
图 50: 2016-2020 年水井坊典藏+菁翠营收	31
图 51: 内参销售公司成立后营收高速增长	31
图 52: 水井坊和山西汾酒经销商数量 (单位: 个)	31
图 53: 汾酒青花 30 带动下青花 20 批价提升 (单位: 元)	31
表 1: 帝亚吉欧入主后公司总经理背景	10
表 2: 水井坊环峡项目具体内容	12
表 3: 2019 年股票激励计划授予名单	12
表 4: 2019 年股票激励计划业绩解锁条件	13
表 5: 2021 年回购公司股份预案	13
表 6: 帝亚吉欧近年来收购多个当地市场受欢迎品牌	15
表 7: 次高端价格带增速与规模测算	20
表 8: 2016 年后水井坊对主要产品进行提价顺应消费升级趋势	23
表 9: 国家宝藏节目播出后引发热议, 受众触达效果较好	24
表 10: 2013 年总代和大经销商欠款较多	26
表 11: 新老总代主要区别	27
表 12: 成都水井坊高端白酒销售有限公司主要由各省总代入股 (2021 年 7 月成立)	30
表 13: 水井坊主营业务拆分及预测	32
表 14: 水井坊可比公司估值表	33

1. 水井坊：本土资源和跨国企业合力推动的川酒金花

1.1. 发展复盘：借助古迹推出水井坊，不改初心追逐高端

1.1.1. 与全兴同属一脉，水井坊高调出世一炮而红

水井坊前身是全兴股份，原主导产品全兴大曲历史底蕴深厚，具有纯正的名酒血统。全兴大曲不仅是川酒六朵金花之一，也是中国老八大名酒之一，在 1963 年、1984、1989 年举行的中国名酒评比中均有获奖。深厚的品牌底蕴、高质量的产品以及亲民的价格，辅以全兴集团独特的足球营销，全兴大曲风靡全国，上世纪 90 年代末巅峰时销售额突破 15 亿元，销量仅次于五粮液，并在 1998 年通过股权转让和资产置换方式对四川制药进行实质性重组实现上市。随后行业开始迎来调整阶段，1998 年亚洲金融危机白酒行业整体受影响，1999 年 315 晚会事件全兴大曲受影响，2001 年白酒消费税从量征收对低价的全兴大曲而言更是雪上加霜，全兴大曲酒销量逐年萎缩，公司面临着经营微利转向微亏的局面。2002 年，全兴集团开始进行改制，通过员工信托持股计划由授权经营的国有独资公司改制为多元股权结构的民营有限责任公司。

图 1：全兴是老八大名酒和川酒六朵金花之一



资料来源：各公司官网，德邦研究所

图 2：水井坊历史回顾



资料来源：公司年报，德邦研究所

借助古迹发掘推出超高端品牌水井坊，面市之初光彩耀人。1998 年，全兴酒厂改建时发现水井街酿酒古迹，1999 年，在四川省文化厅、成都市文化局的直接领导下，展开了考古发掘工作，发掘了迄今为止全国以至全世界发现的年代最早、

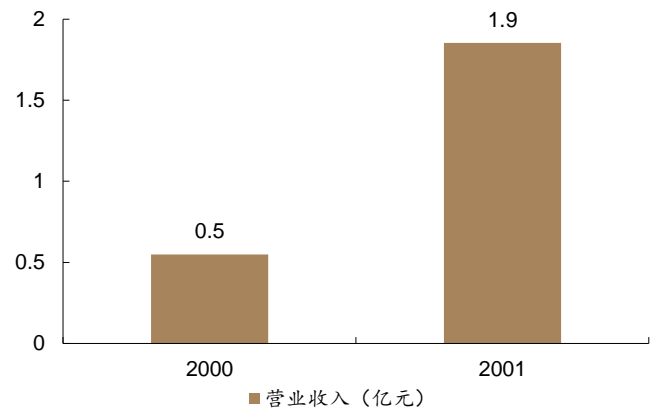
保存最完整的白酒酿酒遗址，被誉为“中国白酒第一坊”，后被评为“99年中国十大考古新发现”之一。利用考古挖掘事件，全兴酒厂顺势推出标志性的超高端产品水井坊，零售价超700元，远超当时处于300-400元价位段的五粮液、茅台。新产品包装精美，采用六边形纸盒和木质底座构成的纸木结构包装，夺得代表国际广告艺术创意最高成就的“莫比乌斯”金杯奖。营销推广上，水井坊与专业广告公司广东省广告公司合作，推出《醒狮篇》、《风云篇》等一系列电视广告，定位“中国第一坊”，并针对香港、广东、四川等地进行重点营销。水井坊的推出给渠道和终端提供了丰厚的利润，并迎合了新消费背景下消费者求新求异的消费心理，大获成功：2000年推出即销售111吨，实现营业收入0.55亿元，吨价达到50万元/吨，2001年营业收入进一步达到1.85亿元，同比增长236%。

图3：水井坊推出后获得大量荣誉



资料来源：公司公告，德邦研究所

图4：面市之初水井坊及其系列酒营业收入快速提升



资料来源：公司公告，德邦研究所

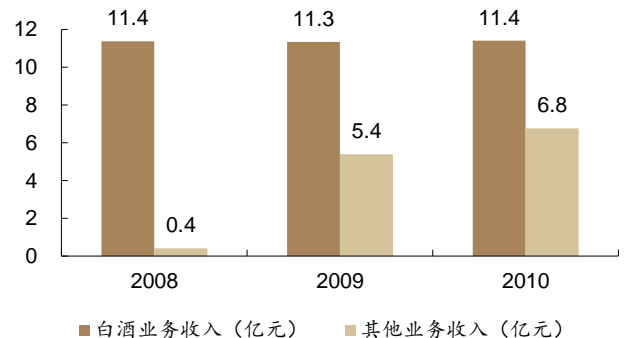
高端价格带竞争强度加大，水井坊价格逐渐被其他名酒赶超。全兴破天荒的推出水井坊品牌后带来的市场反馈吸引其他酒企纷纷推出高端新品，如泸州老窖推出国窖1573、剑南春推出东方红等，消费者在高端/超高端价位带有了更多选择，水井坊不再“一枝独秀”，面临更激烈的市场竞争环境。从品牌自身运作来看，水井坊在走向大流通的过程中价格日趋透明，经销商销售动力减弱，同时部分市场存在价格冲突和局部窜货现象，作为新品牌，水井坊的品牌力尚不如茅台、五粮液等老牌高档酒，渠道推力变弱后增长势头放缓，于2005年前后价格逐渐被其他名酒赶上。为了继续占领价格制高点，公司再次推出更高价位的新品典藏，但市场环境已经与之前有了很大不同，典藏并没有造成与水井坊推出时一样的轰动，而且公司涉足房地产等多元化业务，多元化发展分散了主业精力。

图5：2001年前后酒企纷纷推出高档品牌



资料来源：各公司公告，德邦研究所

图6：水井坊业务多元化，房地产建成后白酒业务比重降低

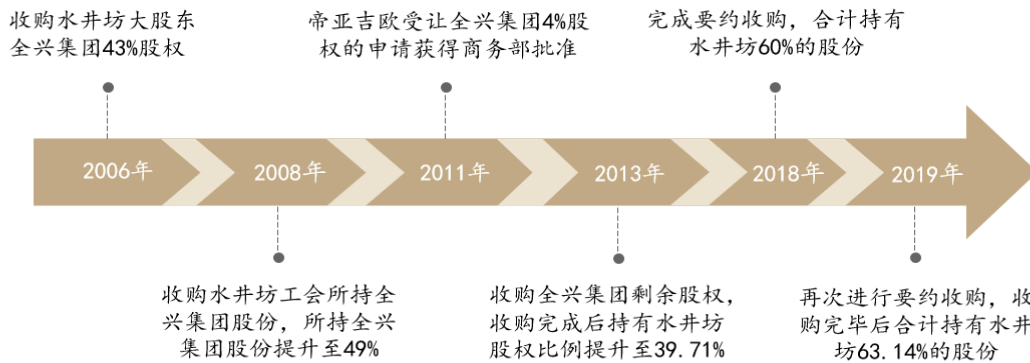


资料来源：公司公告，德邦研究所

1.1.2. 帝亚吉欧多次增持，管理团队磨合逐步到位

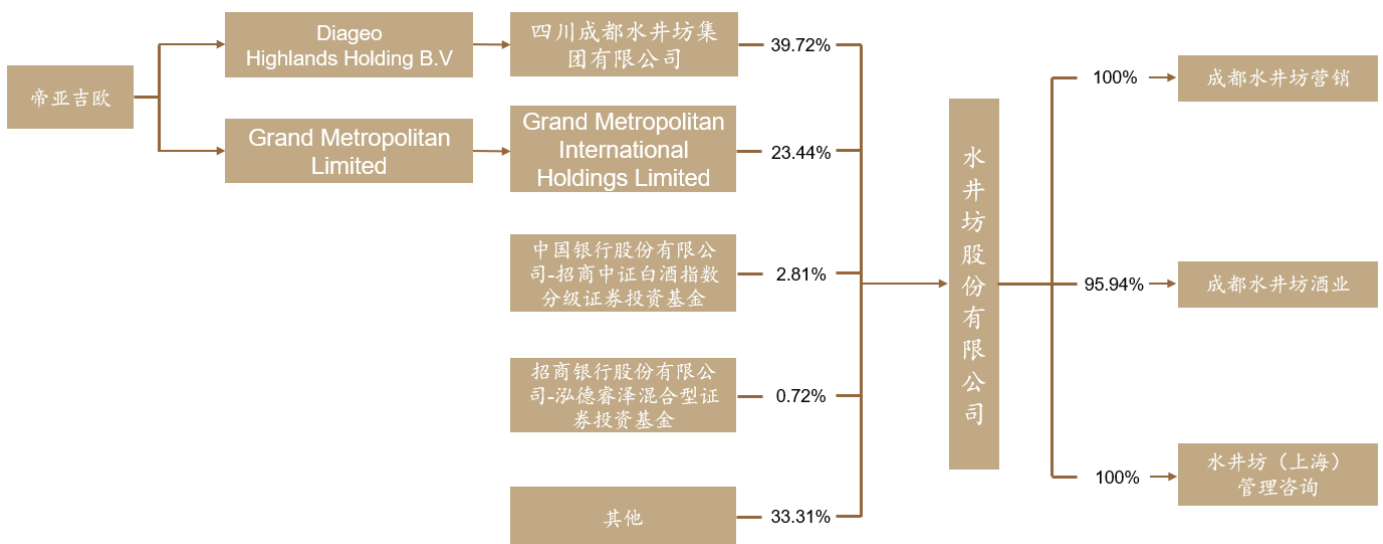
2006年起帝亚吉欧开始入股水井坊，经过十多年的增持，成为水井坊控股股东。2006年，国际洋酒巨头收购水井坊大股东全兴集团43%股权，成为水井坊二股东，开始了对水井坊的收购进程。2008年帝亚吉欧将全兴集团持股比例提升至49%，之后剥离出全兴酒业为收购扫清政策障碍，并再次收购全兴集团4%股权，至此，帝亚吉欧成为了全兴集团控股股东。2018~2019年，帝亚吉欧再次以要约收购形式收购水井坊股份，到2019年时，合计持有水井坊约63%股份，水井坊也成为中国唯一一家被外资控股的上市白酒公司。

图 7：帝亚吉欧增持时间线



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 8：水井坊股权结构图（截至 2021 年中报）



资料来源：公司公告，德邦研究所

帝亚吉欧正式入主水井坊后，逐步引入高管团队。2010年至今，水井坊共经历了5任总经理的更替，从总经理的背景可以看出帝亚吉欧在总经理的聘用上更加本土化，中方与外方管理团队磨合逐步到位。

柯明思时代 (2010-2013): 柯明思是首位洋经理, 上任后致力于提高水井坊综合管理能力, 在内控、效率等方面提出多项管理变革。柯明思在战略上提出“中国白酒三甲”, 推出一系列超高端产品, 重营销, 轻渠道建设, 在任期间水井坊业绩平平, 白酒业务收入增速落后于上市公司平均水平, 行业深度调整后辞职。

大米时代 (2013-2015): 大米是第二位洋经理, 拥有丰富的食品领域从业经历, 上任后提出“像卖快消品一样卖白酒”, 着手调整水井坊营销体系。由于行业调整, 总代退出, 为了稳定价格, 大米破例对总代库存进行回收, 以扁平化模式取代原总代模式, 并加大 KA 渠道和电商渠道建设。但是此时行业处于深度调整阶段, 一系列改变仍挡不住公司下滑势头。

范祥福时代 (2015-2019): 范祥福是首位“本土”掌门, 上任后推出新版典藏和菁翠, 聚焦 300 元以上产品, 维持品牌高端形象, 品牌定位也调整为“600 年, 每一杯都是活着的传承”。渠道模式上放弃扁平化战略, 推行新总代和老总代相结合模式, 并加强终端门店建设, 叠加行业回暖, 公司实现恢复性增长。

危永标时代 (2019-2020): 继续优化核心门店建设, 疫情期间主动控货, 取消部分任务考核, 对经销商和门店进行帮扶, 使公司平稳过渡。

朱镇豪时代 (2021-): 2021 年 7 月朱镇豪在代行总经理 282 天后正式上任, 朱镇豪有啤酒、洋酒工作经历, 从 2015 年起担任水井坊董事, 对白酒和公司有较深刻的理解, 预计能在较短时间内熟悉业务并提出针对性的改革措施。新任商务总监蒋伟由一线销售出身, 销售经验丰富, 总经理朱镇豪和商务总监蒋伟的搭配预计会使操作更贴近市场。

表 1: 帝亚吉欧入主后公司总经理背景

总经理	入职时间及背景
Kenneth Macpherson(柯明思)	历任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、帝亚吉欧(上海)洋酒有限公司法定代表人。2010 年 3 月至 2013 年 3 月任总经理。
James Michael Rice (大米)	历任金伯利集团亚太区财务计划及分析经理、金伯利(北京)公司高级财务经理、金伯利舒尔美集团邯郸总经理、金伯利(广州)公司总经理兼厂长、上海达能酸乳酪有限公司总经理、上海达能饼干食品有限公司销售总监、美国泰森食品公司大中华区总裁、荷兰 CSM 公司大中华区首席执行官。2013 年 3 月至 2015 年 10 月任总经理。
范祥福	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。2015 年 10 月至 2019 年 7 月任公司总经理。
危永标	历任保乐力加(中国)有限公司董事总经理、保乐力加(亚洲)有限公司大中华区董事总经理、保乐力加(亚洲)有限公司行政副总裁。2019 年 7 月至 2020 年 9 月任总经理。
朱镇豪	历任喜力公司中国台湾总经理、喜力公司中国区总经理、巴拿马商帝亚吉欧有限公司中国台湾分公司总经理、帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司中国区总经理。2021 年 7 月任公司总经理。

资料来源: wind, 德邦研究所

1.2. 产品聚焦次高端价位段, 邛崃扩产项目奠定未来发展基础

中高档产品为主, 定位清晰。水井坊拳头产品臻酿八号和井台装价格在 300-600 元, 卡位次高端, 2020 年贡献了约 90% 营业收入, 主要竞争对手为剑南春、品味舍得、洋河梦 3 等。菁翠和典藏大师是水井坊高端产品, 起到拉升品牌形象作用, 目前营收占比较低, 主要竞品有五粮液、国窖 1573 等。中档产品有小水井、天号陈等产品, 定价 200 元以下, 营收占比较低。

生产过程中产生的大量低端酒主要以散酒形式售卖。由于浓香型白酒工艺特点, 生产过程中会产生大量低端基酒, 优质酒产量占比较低。公司品牌定位是高端浓香品牌, 大量出售低端酒有损品牌形象, 而且低档酒竞争激烈, 因此公司结合自身情况, 主要以散酒售卖形式处理低端基酒。

开发多款区域专属产品, 满足当地消费者需求。以井台丝路版为例, 水井坊选取了丝绸之路上的 9 个地标省市: 河南、湖南、四川、北京、浙江、江苏、上

海、福建和广东，将当地有明显地域特色的标识融入井台包装中，如在浙江版本上烧画着杭州的龙井茶、西湖、传世名画《富春山居图》，在四川版本上烧画着都江堰、乐山大佛，引起目标消费者共鸣。针对江苏消费者喜欢喝低度白酒的特点，水井坊在江苏市场特别推出井台 12。井台 12 酒精度是 42 度，口感呈现出“三甘三柔”的特点，充分满足江苏消费者需求。区域性专属产品的开发使产品更有当地特色，也便于根据市场发展状况设计不同的渠道政策。

图 9：水井坊产品结构

定位	主要产品	终端零售价 (元)	产品展示	主要竞品
高端	52° 500ml 水井坊菁翠	1906		
	52° 500ml 水井坊典藏大师	915		五粮液普五 国窖1573
次高端	52° 500ml 水井坊井台装	545		
	52° 500ml 水井坊臻酿八号	395		剑南春水晶剑 品味舍得 洋河梦3
中端	52° 500ml 小水井	199		
	52° 500ml 天号陈	158		洋河海之蓝 古井贡酒年份原浆5年

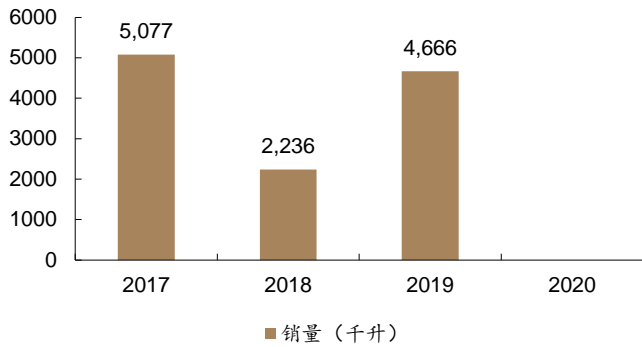
资料来源：京东商城，德邦研究所
注：价格数据统计于 2021 年 9 月

图 10：水井坊重要单品推出时间



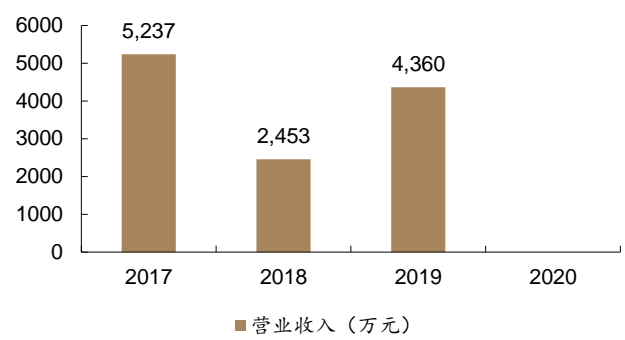
资料来源：公司年报，酒说等公开资料，德邦研究所

图 11: 2017-2020 年公司低档酒销量



资料来源: 公司年报, 德邦研究所
注: 低档酒以基酒为主

图 12: 2017-2020 年公司低档酒营业收入



资料来源: 公司年报, 德邦研究所
注: 低档酒以基酒为主

邛崃项目谋划长远, 预计新增 2 万千升原酒产能。2020 年公司总部成品酒设计产能为 10857 千升, 实际产能为 8161 千升, 半成品酒 (含基础酒) 库存量为 39460 千升, 产销基本平衡, 基酒库存丰富。2018 年开始规划的邛崃全产业链基地项目目前已经开工建设, 项目建成后每年将增加 20000 千升原酒酿造能力和 40000 千升储存能力, 预计 2023 年可以投产, 能满足未来数年发展需求。

表 2: 水井坊邛崃项目具体内容

总投资额	25 亿元
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 40000kL 储存能力。
建设期	取得政府所有许可证 36 个月后开始运营。
建设内容	期间将建造如下设施: 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。

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

1.3. 员工持股计划完善公司激励机制

2019 年公司曾推出股票激励计划, 受疫情影响未达到解锁目标。2019 年, 公司推出限制性股票激励计划, 向 13 位核心骨干授予 24.22 万股限制性股票, 分两次解锁。第一次解锁条件为 2019、2020 年的营业收入增长率平均值不低于对标企业 (2018 年 A 股营收位列前十的白酒上市公司) 平均水平的 110%。2020 年上半年疫情来袭, 次高端酒消费场景收缩受影响更大, 公司进行控库存影响营业收入, 使 2019 与 2020 年营收实际增长率为对应平均水平的 56.38%, 低于 110%, 核心骨干虽已获授限制性股票, 但未能达成解锁条件。第二次解锁条件取决于 2019-2021 年营收增长率, 预计解锁难度较大。

表 3: 2019 年股票激励计划授予名单

激励对象	职位	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例
范祥福	董事长	3.87	15.98%
危永标	董事、总经理	3.87	15.98%
HO DANNY WING FI	董事、财务总监	3.38	13.95%
其他核心技术 (业务) 管理骨干 10 人		13.1	54.09%
合计		24.22	100%

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 4：2019 年股票激励计划业绩解锁条件

解锁安排	解锁条件
第一次解锁	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	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%

资料来源：公司公告，德邦研究所

2021 年再次推出回购股份计划，拟全部用于员工持股计划。2021 年 3 月，公司推出回购股份预案，2021 年 8 月加大回购力度，新方案拟使用 5950~11900 万元自筹资金用于回购股份，回购价格不超过 130 元/股，按回购金额下限测算，预计本次回购股份数量约为 45.77 万股，回购的股份将用于实施员工持股计划。2019 年公司回购的用于股权激励剩余的 7.28 万股也将用于员工持股计划。目前股份回购仍在实施中，员工持股范围和激励方式还没确定，但是此次股票回购金额比上一次股票激励计划大，可以期待实施范围更广，激励效果更好，更有利于充分调动员工积极性，健全公司激励机制。

表 5：2021 年回购公司股份预案

回购资金总额	不低于人民币 5950 万元（含）且不超过人民币 11900 万元（含）
回购价格	回购股份的价格不超过人民币 130 元/股（含）
回购决议有效期	自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内
资金来源	资金来源为公司自筹资金

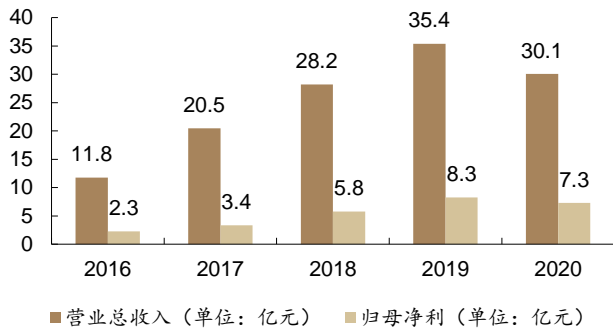
资料来源：公司公告，德邦研究所

1.4. 财务分析：业绩稳健，盈利能力不断提升

营收和归母净利稳健增长，2020 年受疫情影响略有下滑。受益于行业整体回暖和公司内外部改革见效，水井坊近年营收和归母净利保持稳健增长，2016-2019 年营收复合增速 44.37%，归母净利复合增速 54.26%。2020 年上半年受疫情影响较大，下半年逐步恢复正常，全年营收同比下降 15.1%，总收入为 30.06 亿元。2021H1 公司实现营收 18.37 亿元，同比增长 128.44%，归母净利 3.77 亿元，同比增长 266.01%，随着消费升级持续进行，水井坊经销网络向全国各地深度扩张，预计未来几年收入和利润仍能保持双位数以上增长。

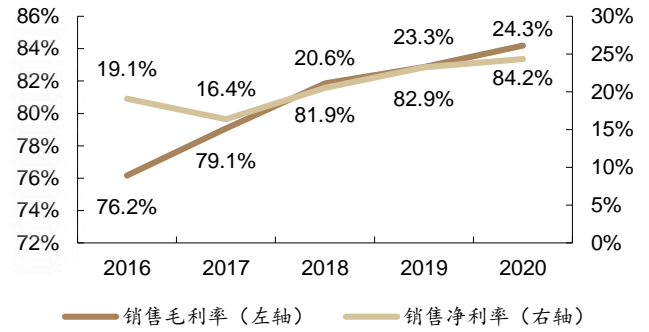
销售费用保持高位，毛利率提升带动净利率提升。公司销售费用率近几年保持在较高水平，2020 年销售费用率 27.97%，位居上市白酒公司第三，销售费用主要用于全国性和地方性广告费用。由于水井坊以中高档产品为主，低档产品占比低，公司毛利率较高，2020 年达 84.19%，且近几年保持上升趋势，叠加管理费用率下降，净利率从 2016 年的 19.11% 提升至 2020 年的 24.33%。

图 13: 水井坊 16-19 年营收净利高速增长, 20 年疫情致下滑



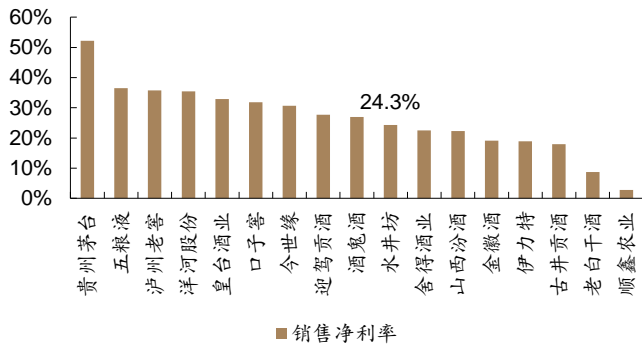
资料来源: wind, 德邦研究所

图 14: 水井坊 2016-2020 年销售毛利率和净利率提升明显



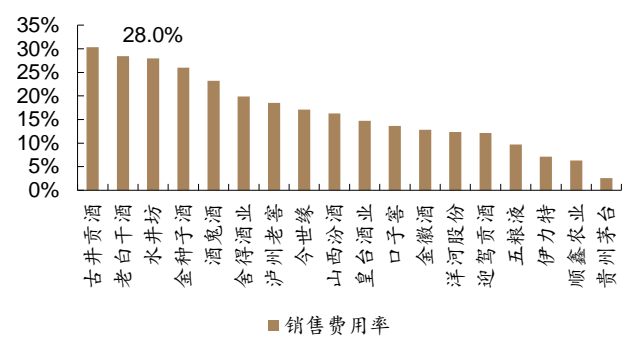
资料来源: wind, 德邦研究所

图 15: 2020 年水井坊净利率处于上市酒企中游水平



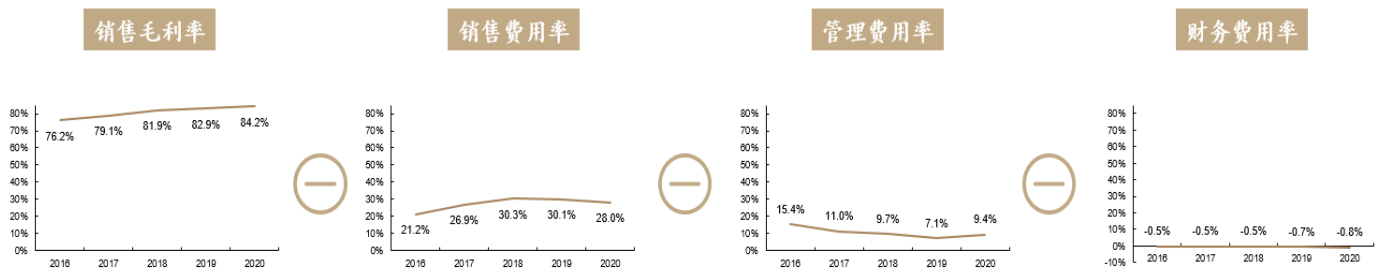
资料来源: wind, 德邦研究所

图 16: 2020 年水井坊销售费用率位于上市酒企前列



资料来源: wind, 德邦研究所

图 17: 水井坊净利率提升主要原因是毛利率提升和管理费用率下降



资料来源: wind, 德邦研究所

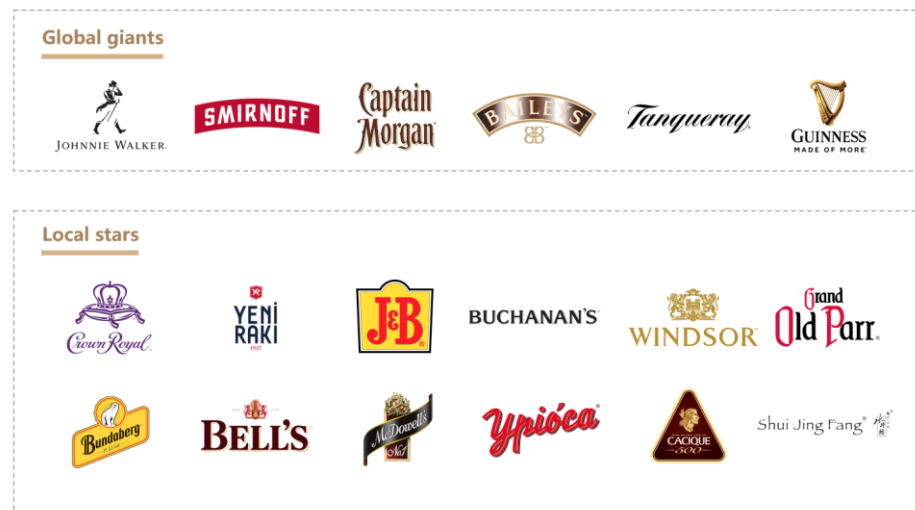
2. 帝亚吉欧带来国际经验，为水井坊赋能增效

2.1. 帝亚吉欧：并购整合成就世界第一烈酒巨头

帝亚吉欧是世界第一大烈酒公司，旗下拥有超 200 个知名品牌。帝亚吉欧来自英国，是世界第一大烈酒巨头，业务横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒三大品类，分别在纽约和伦敦交易所上市，在全球 30 多个国家拥有超过 150 个工厂，产品销往 180 多个国家。帝亚吉欧旗下汇聚一系列杰出品牌，包括尊尼获加 (Johnnie Walker)、珍宝 (J&B)、温莎 (Windsor) 等威士忌系列；斯米诺 (Smirnoff)、诗路珂 (Cîroc)、坎特一号 (Ketel One) 等伏特加系列；以及百利 (Baileys)、摩根船长 (Captain Morgan)、添加利 (Tanqueray)、健力士 (Guinness) 及水井坊等，其中尊尼获加 (Johnnie Walker) 和斯米诺 (Smirnoff) 是全球四大国际烈酒品牌中的两个 (按零售销售额计算，IWSR, 2020)。

收购兼并做大做强，整合优势资源提升并购品牌盈利能力。帝亚吉欧于 1997 年由 Guinness 和 Grand Metropolitan 合并而成。Guinness 主营烈酒和啤酒业务，Grand Metropolitan 由酒店业起家，通过收购多家酿酒厂进入酿酒行业。2000 年，公司剥离 Burger King (汉堡王) 和 Pillsbury (食品制造相关公司)，专注于高档饮品业务。之后的 20 余年，帝亚吉欧不断通过并购进行外延式扩张，并购的品类包括龙舌兰、朗姆酒、啤酒、RTD (即饮酒) 等多个酒种，并购品牌所在的市场不仅包括欧美等发达国家，还包括亚洲、非洲等新兴经济体。帝亚吉欧拥有充足的现金流和丰富的品牌管理能力，而被帝亚吉欧并购的品牌往往在当地有一定影响力，借助帝亚吉欧优势资源，被收购品牌充分释放发展潜力，也推动帝亚吉欧长足发展。

图 18：帝亚吉欧旗下主要品牌



资料来源：帝亚吉欧官网，德邦研究所

表 6：帝亚吉欧近年来收购多个当地市场受欢迎品牌

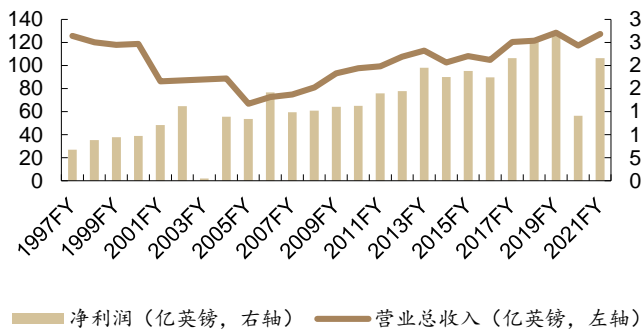
时间	被收购公司/品牌	地区	业务描述
2011 年	Serengeti Breweries	坦桑尼亚	坦桑尼亚第二大啤酒厂
2011 年	水井坊	中国	中国中高档白酒品牌
2011 年	Mey İçki	土耳其	土耳其国酒 raki 的最大生产商
2012 年	Meta Abo Brewery	埃塞俄比亚	埃塞俄比亚领先啤酒公司
2012 年	Ypioca	巴西	朗姆酒品牌
2012 年	Zacapa	危地马拉	中美洲顶级朗姆酒

2012年	Halico	越南	越南葡萄酒和烈酒的顶级生产商之一
2013年	United Spirits Limited	印度	印度领先酒精饮料公司
2014年	Peligroso	美国	美国高端龙舌兰品牌
2014年	DeLeon	美国	顶级龙舌兰品牌
2015年	Tequila Don Julio	墨西哥	高级龙舌兰代表之一
2015年	united national breweries(UNB)	南非	南非领先的高粱啤酒制造商
2017年	Casamigos tequila brand	美国	美国高端龙舌兰酒品牌
2018年	Belsazar	德国	德国高端开胃酒
2019年	Seedlip	英国	蒸馏非酒精饮料公司
2020年	Aviation American Gin	美国	美式杜松子酒
2021年	Chase Distillery	英国	英国烈酒生产商
2021年	Lone River Ranch Water	美国	含酒精苏打水
2021年	Loyal 9 Cocktails	美国	即饮酒品牌

资料来源：帝亚吉欧官网，帝亚吉欧招股说明书，德邦研究所

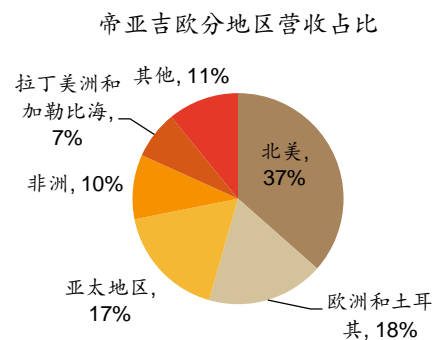
1997-2021 财年帝亚吉欧营收复合增速约 0.05%，净利润复合增速约 6%。由于帝亚吉欧在发展早期剥离了非核心业务，目前营收与成立之初相比并没有很大增长，净利润从 1997 财年至今年均复合增长约 6%。帝亚吉欧收入主要由北美、欧洲和土耳其、亚太地区贡献，2021 财年营收占比分别为 37%/18%/17%。**分品牌看**，水井坊、唐胡里奥 (Don Julio) 在所有品牌中增速较快，2014-2021 财年复合增速分别达到 52%、36%。**分品类看**，苏格兰威士忌仍然是帝亚吉欧最大品类，收入约占 2021 财年营收的 23%，利口酒、啤酒分别占 16%、15%，近年来帝亚吉欧积极布局即饮酒品牌，RTD 业务占到了收入的 7%。

图 19：1997-2021 财年帝亚吉欧净利润复合增速约 6%



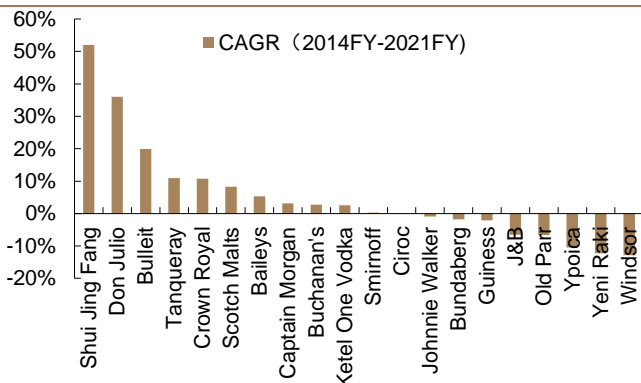
资料来源：帝亚吉欧年报，德邦研究所
注：2000 年帝亚吉欧出售食品资产以专注于饮料业务

图 20：2021 财年北美和欧洲贡献了帝亚吉欧近半收入



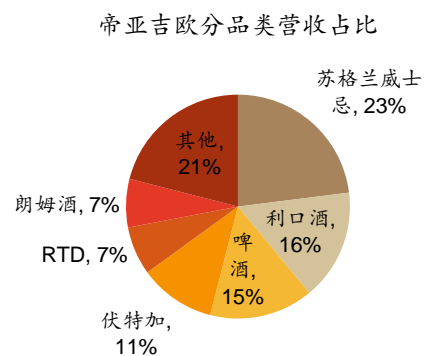
资料来源：帝亚吉欧年报，德邦研究所
注：帝亚吉欧新财年截止日为每年 6 月 30 日

图 21：2014-2021 财年帝亚吉欧主要品牌收入复合增速



资料来源：帝亚吉欧年报，德邦研究所

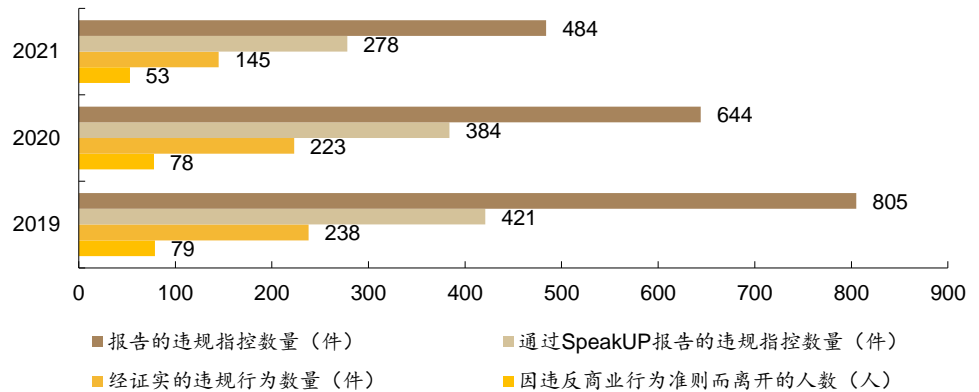
图 22：2021 财年苏格兰威士忌、利口酒和啤酒贡献了主要收入



资料来源：帝亚吉欧年报，德邦研究所

奉行“以正确的方式做正确的事”，致力于按照最高合规标准管理发展业务。帝亚吉欧高度重视合规和诚信经营，在全球以 20 种语言版本列出商业行为准则，每年对商业行为准则全球政策进行强制性的全球培训，每个市场都有针对性的培训计划，新加入帝亚吉欧的员工必须完成培训。在规范的公司治理结构和稳健的风险控制以及合规和道德计划的支持下，员工行为较为规范。在与第三方的合作中，帝亚吉欧会针对贿赂和腐败、洗钱、逃税等可能损害公司信誉的行为开展风险评估，成立全球商业诚信小组负责中央监督并定期检测合作中的变化。针对违规事件，帝亚吉欧鼓励员工和第三方举报问题，保密举报服务 SpeakUp 全年全天候 24 小时提供支持，由独立的外部公司管理，报告向帝亚吉欧全球风险和合规团队转发，公司根据违规严重程度进行相应处理。

图 23：帝亚吉欧鼓励对违规行为提出指控并根据违规严重程度进行相应处理



资料来源：帝亚吉欧年报，德邦研究所

重视消费者体验，在多地推出个性化定制产品。帝亚吉欧不断创新来确保品牌处于领先地位，通过对产品包装和口味的微调来适应新消费趋势，推出个性化产品以满足各地消费者多样性的需求。在美国，帝亚吉欧推出印有美国国旗的伏特加来迎合美国消费者；面对美国朗姆酒品类消费下降的情况，改变“摩根船长”朗姆酒的配置并减少对可乐的依赖；美剧《权力的游戏》热播后，帝亚吉欧与 HBO 电视网合作推出尊尼获加 White Walker 限量版，之后再次发布与美剧《行尸走肉》合作的波旁威士忌。在中国，帝亚吉欧的威士忌礼盒装突出中国元素，旗下品牌苏格登“五行登运”礼盒致敬中国传统文化；尊尼获加蓝牌“世纪华章”特别版将中国传统建筑元素印于瓶身之上，致敬紫禁城 600 周年。洋酒在中国渗透率较低，帝亚吉欧通过与中国元素结合的营销推广手法激发消费者兴趣，同时开展大量消费者教育活动来培养消费者：2017 年以来，帝亚吉欧在中国举办了 13 场威士忌峰会，帝亚吉欧威士忌学院覆盖了超过 1.5 万人。

图 24：尊尼获加蓝牌“世纪华章”特别版突出中国元素



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 25：通过帝亚吉欧威士忌学院完成消费者培育



资料来源：公司官网，德邦研究所

2.2. 帝亚吉欧赋能管理，水井坊经营模式升级

帝亚吉欧入主水井坊后即在经营管理方面为水井坊开展多项改革：内部控制方面建立规范准则，以信息化提升内部控制水平和经营效率；通过银杏项目规范产品生产和开发流程，建立科学系统的产品质控体系，提高车间和库房管理水平；新设合规主管、法务主管以加强合规、法务方面的管理等等。这些措施缩小了水井坊与一线品牌的管理差距，也为后面进一步的改进打下基础。

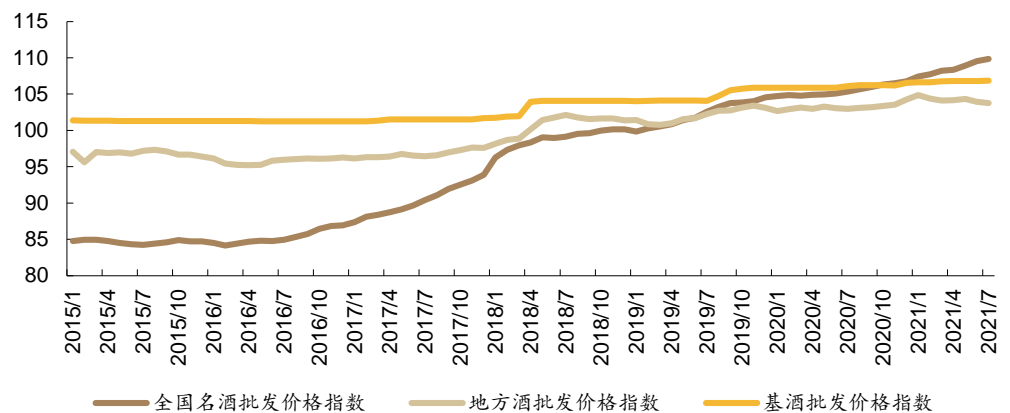
近年来水井坊在合规内控方面进一步完善。帝亚吉欧先进的管理在水井坊上也得以体现，水井坊推进“第一时间做正确的事”的合规文化，以线上课程、屏保宣传、邮件宣贯、微信推送及现场培训等多种方式进行合规宣传，公司业务管理部门、内控及法务部门、内审部门及审计委员会构成公司“三道防线”。这些工作的扎实推进使员工业务能在合法、合规、合理的范围内运行，精细化的管理方式保障公司稳健成长。

3. 白酒结构性增长趋势明显，次高端酒迎来新一轮扩张

3.1. 行业结构性繁荣，次高端酒空间凸显

白酒行业延续量稳价增趋势，具有一定品牌力的酒企充分享受消费升级红利。经过“黄金十年”的快速扩容，到2016年白酒产量达到1358万吨的顶峰，之后开始负增长，目前产量回落至约741万吨，预计未来产量仍将保持平稳略降的趋势。由于消费观念的转变，消费者饮酒频次和饮酒量降低，对优质白酒的需求增加，具有一定品牌力的酒企更能享受消费升级的红利，在价格上表现为全国名酒提价能力明显高于地方酒：2015年至今全国名酒批发价格提升30%以上，而地方酒和基酒批发价格仅提升约5%~7%。从规模以上白酒企业数量来看，2020年规模以上白酒企业数量减少到1040家，比2016年减少了538家，马太效应下，头部企业影响力愈加明显。

图 26：全国名酒批价提升幅度明显大于地方酒和基酒

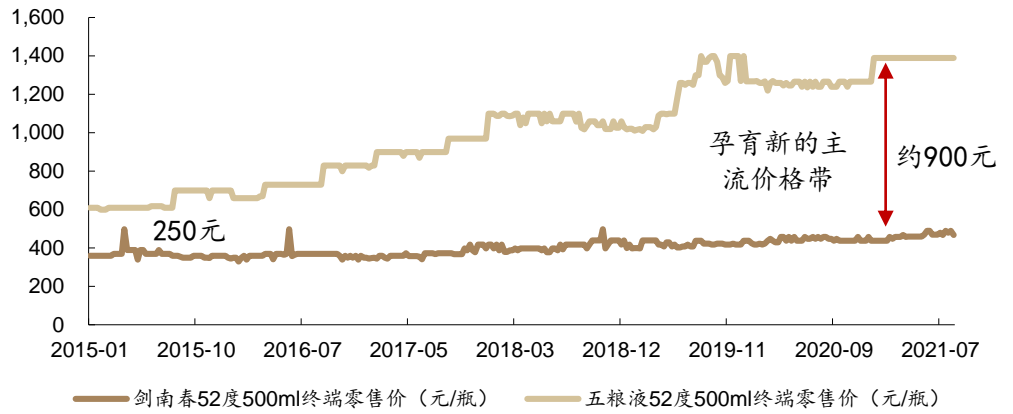


资料来源：泸州市酒业发展促进局，德邦研究所

从价盘来看，高端酒价盘上移，次高端酒空间凸显。高端酒价格上行为次高端酒打开了天花板，也提高了消费者对于白酒价格的接受度。高端酒与次高端价格标杆剑南春价差拉大使次高端价格带拓宽，孕育新的价格带。18年社零消费增速放缓，白酒表现较弱，次高端提价后市场反馈不佳，19年高端白酒批价大幅上行，次高端的空间开始凸显，20年受疫情影响消费出现分级，但在这一轮需求承压期各大酒企在量价策略上大多都达成一致，更加重视价格的管控，为疫情后整体次高端白酒的价盘上行奠定基础。

- ✓ 高端白酒价格率先企稳回升，次高端价盘空间凸显。
- ✓ 18年行业分化式增长趋势显现，次高端竞争激烈，高端价盘上行而次高端基本没有提升的原因：酒企费用竞争，渠道利润受损。
- ✓ 2020年需求承压期各大酒企在量价策略上大多都达成一致，更加重视价格的管控：酒企缩减费用，渠道集中度提升。

图 27: 剑南春、五粮液终端价格拉大



资料来源: wind, 德邦研究所

从量盘来看, 次高端行业的结构性增长趋势不变。江苏省经济发达, 白酒消费水平和档次领先于全国大部分省份, 江苏省在 2019 年 400-600 元价位段扩容较快, 预计次高端消费量在全国范围的快速扩容有望到来。2015-2020 年次高端白酒收入复合增速达约 31%, 假设中性预期下未来 5 年保持 14% 的增速, 2025 年次高端白酒规模有望超 1400 亿元, 约有 700 亿元扩容空间。2020 年疫情造成消费场景收缩, 主流厂商均以控货手段消化库存, 需求逐步恢复后渠道库存周期重启, 次高端酒在低库存下有更高的收入弹性。

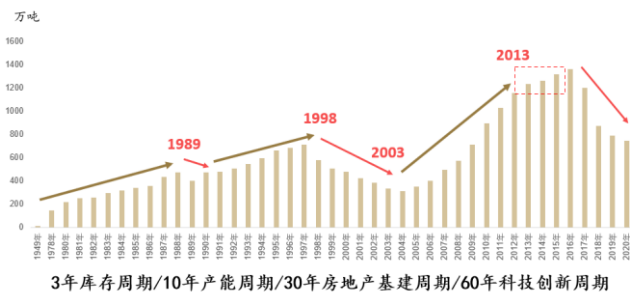
表 7: 次高端价格带增速与规模测算

价格带	2020 年市场规模 (亿元)	2020-2025 年市场规模复合增速			2025 年市场规模 (亿元)		
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
300-500 元	660	16%	12%	10%	1386	1163	1063
500-800 元	100	30%	25%	20%	371	305	249
合计	760	-	-	-	1758	1468	1312

资料来源: 德邦研究所

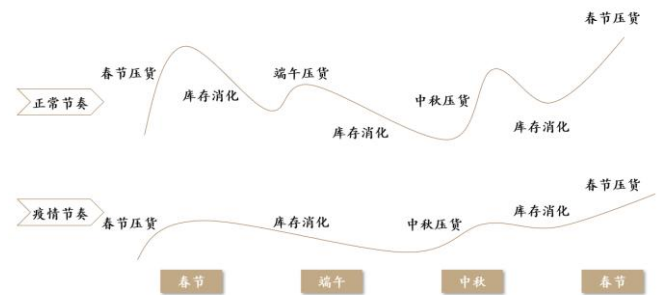
注: 2020 年头部厂家次高端收入规模约 640 亿元, 假设头部企业收入占行业整体 85%, 计算得 2020 年次高端市场规模约 760 亿元

图 28: 次高端周期性强于高端, 3 年库存周期重置



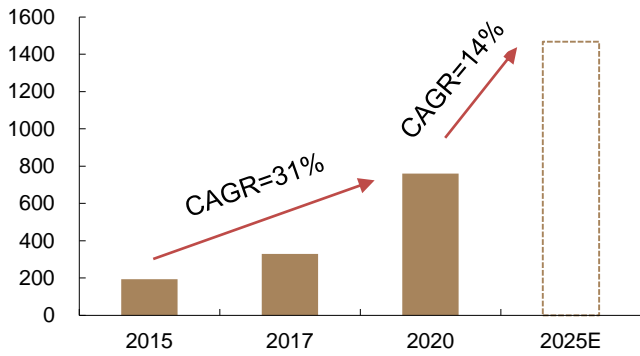
资料来源: wind, 德邦研究所

图 29: 疫情影响库存周期重启, 需求正常恢复叠加渠道补库



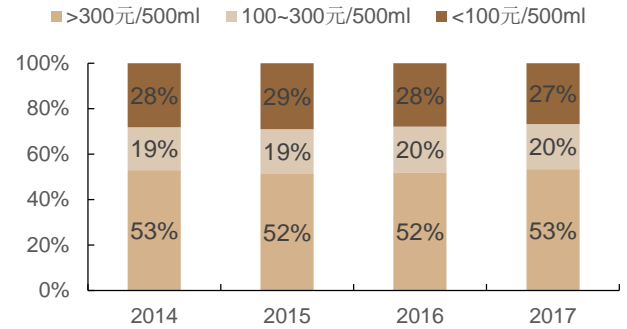
资料来源: 君度咨询, 德邦研究所

图 30: 近年来次高端市场快速扩容 (单位: 亿元)



资料来源: 渠道跟踪, 德邦研究所

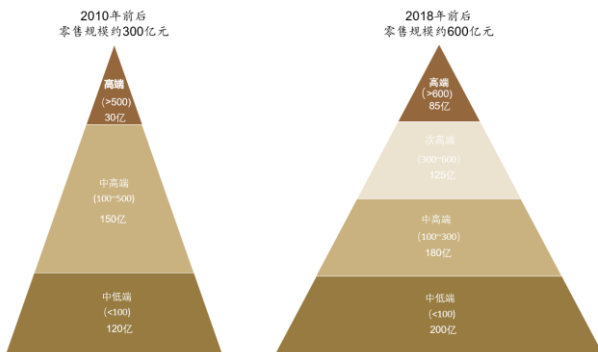
图 31: 2017 年 300 元以上价格带零售总额占比达 53%



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

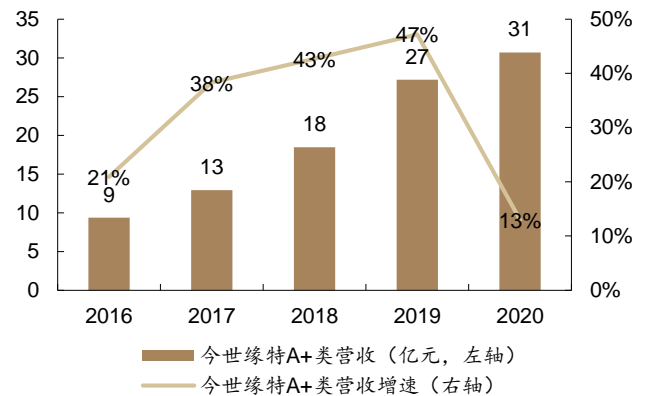
华东市场次高端率先扩容, 2018 年开始 400-600 元价位段成主流。江苏是白酒消费大省, 经济发展水平高, 居民消费潜力大, 白酒消费水平和档次均高于全国平均水平, 处在全国高端化的前列。对比江苏省 2010 年前后和 2018 年白酒价格带分布来看, 300 元以内的价格带已处于量稳价增的饱和状态, 400-600 元价格带量价齐升扩容较快, 已渐成主流。由于历史根植的先发优势, 江苏省外地酒进入壁垒高, 苏酒在省内消费独占优势, 洋河和今世缘是省内市场份额最大的地方酒龙头品牌, 凭借较强的品牌力和渠道力, 在江苏这一轮白酒消费升级中最先受益。洋河梦之蓝 M6 和今世缘国缘四开卡位 400-600 元价格带, 充分享受了近年次高端扩容红利, 收入增长快速。

图 32: 江苏省 2010 年和 2018 年白酒价格带变迁



资料来源: 渠道跟踪, 德邦研究所

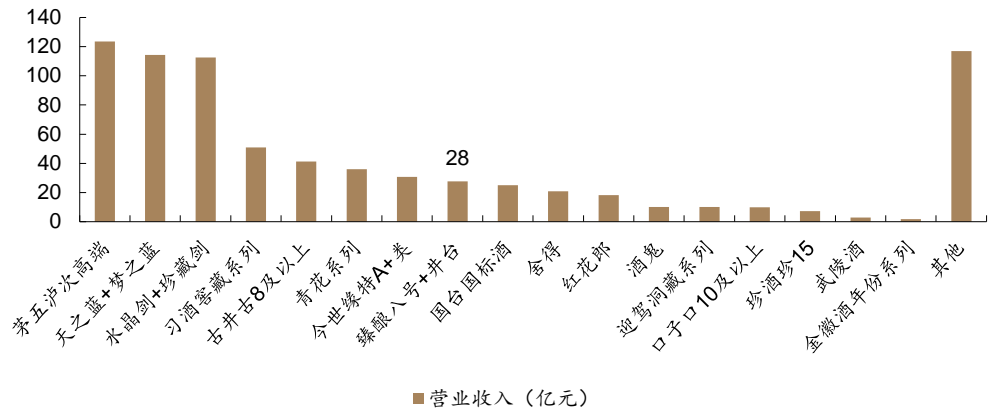
图 33: 近年来今世缘 300 元以上产品快速增长



资料来源: wind, 德邦研究所

次高端白酒扩容潮会在更多的省份发生, 头部企业抢占更大份额。在消费升级趋势和扩张性的财政政策刺激下, 次高端白酒扩容潮会在更多的省份发生, 行业有望进入新一轮扩容期。酱香热的背景下, 大部分酱酒品牌将价格定位在次高端, 次高端内外部驱动, 将充分受益。在扩容过程中积极布局次高端价位段的白酒企业将充分享受到价位带升级红利。新冠疫情影响下, 次高端白酒挤压式竞争加剧, 次高端知名品牌凭借品牌、渠道和营销方面的优势有望在次高端扩容潮中抢占更大的市场份额。

图 34：2020 年头部次高端品牌营业收入

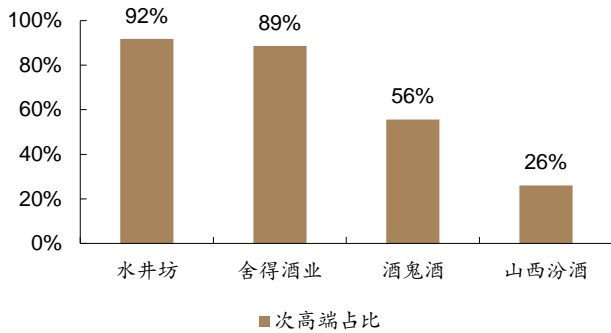


资料来源：wind，渠道跟踪，德邦研究所

3.2. 纯正的次高端酒，充分享受行业贝塔

水井坊问世之初就定位高档品牌，行业调整期价格下滑，产品主要落在了次高端价位带，期间公司曾试图推出中低档产品，但效果不佳。2017年以后，公司在战略上聚焦中高档产品，决心不再做低端产品，并对核心产品进行提价，到2020年，公司次高端产品营收占比达到约92%。优异的产品结构使水井坊在次高端扩容潮中能充分享受行业扩容带来的增长。

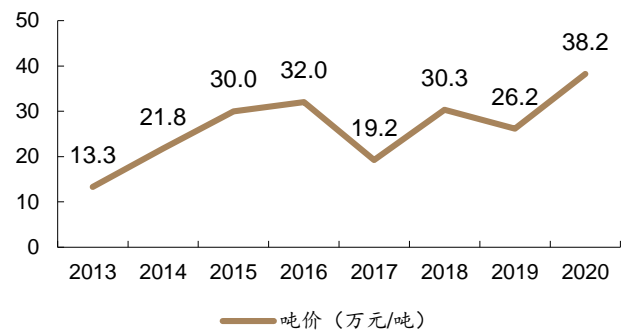
图 35：水井坊次高端产品营收占比较高（2020 年）



资料来源：wind，渠道跟踪，德邦研究所

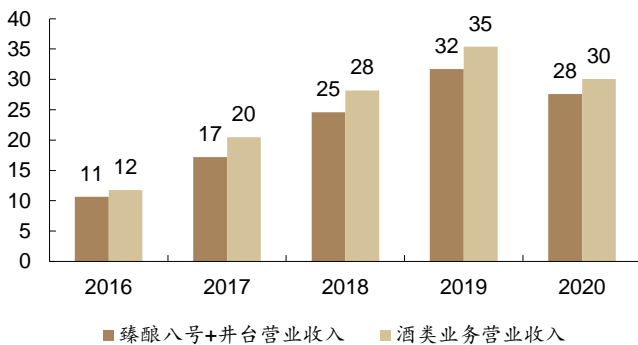
注：水井坊次高端统计的是井台+臻酿八号系列，舍得酒业是舍得系列，酒鬼酒是酒鬼酒系列，山西汾酒是青花系列

图 36：2013-2020 年水井坊白酒吨价



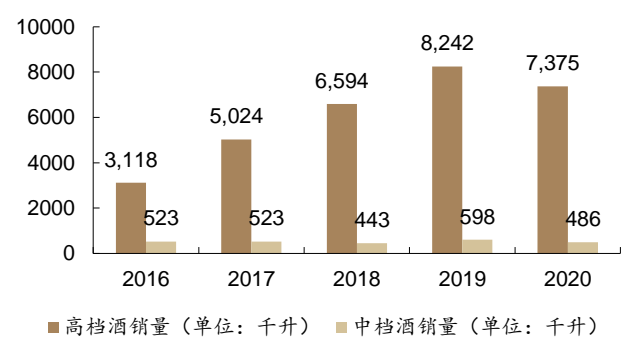
资料来源：wind，德邦研究所

图 37：2016-2020 年水井坊臻酿八号+井台营收



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 38：2016-2020 年水井坊高档酒销量增长，中档酒销量稳定



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 8：2016 年后水井坊对主要产品进行提价顺应消费升级趋势

时间	提价内容
2016 年 11 月	对臻酿八号系列和井台系列产品的出厂价进行不同程度的上浮，同时，鸿运装亦做相应调整。建议臻酿八号零售价调整为 320 元，井台系列零售价调整为 460 元。
2017 年 7 月	主力高档及中高档产品典藏、井台、臻酿八号出厂价分别上涨 15、10、10 元，其他产品如晶莹装、鸿运装、小水井等都有一定涨幅。
2017 年 12 月	调整旗下部分产品的建议零售价和建议整箱团购价：典藏系列上调 40 元，井台系列上调 30 元，臻酿 8 号及鸿运装上调 20 元。
2019 年 11 月	典藏大师版、臻酿 8 号、臻酿 8 号禧庆版、鸿运装共 4 款 52 度 500ml 产品的零售价调整，其中，臻酿 8 号、臻酿 8 号禧庆版、鸿运装均提价 20 元，核心产品典藏大师版提价 60 元。
2020 年 9 月	臻酿八号（中/低度）产品建议零售价上涨 20 元/瓶。
2020 年 12 月	52 度臻酿八号建议零售价由 478 元/瓶调整到 498 元/瓶。
2021 年 1 月	对典藏大师版 52 度、38 度 500ml 两款产品提价，52 度建议零售价 1199/瓶，提价 160 元；38 度建议零售价 899 元/瓶，提价 120 元。
2021 年 4 月	井台供货价与零售价均上涨 20 元，是其 2017 年后首度提价；臻酿八号供货价与零售价同时上涨 10 元。

资料来源：酒说，糖酒快讯等，德邦研究所

4. 内外兼修，水井坊迎来黄金时代

4.1. 深入挖掘品牌价值，重视消费者培育

品牌宣传围绕“双遗产”打造，多元化布局提高消费者触达度。水井坊是拥有物质文化遗产（水井街酒坊遗址）和国家级非物质文化遗产（水井坊酒传统酿造技艺）“双遗产”白酒企业，厚重的历史文化内涵是水井坊优势。水井坊在品牌宣传上主要围绕“双遗产”展开，2017年开始独家冠名央视国家宝藏节目。国家宝藏属于大型文博探索节目，核心受众对国宝、文物等有文化内涵的事物比较感兴趣，水井坊以“双遗产”标签植入，与节目高度契合。除了全国性广告央视节目以外，水井坊还通过水井坊博物馆、“非遗体验”、高铁宝藏号等多元化布局提高消费者触达度，让水井坊与历史文化相关联，与“600年，每一杯都是活着的传承”的品牌定位一致，品牌宣传具有一致性。

品牌落地活动丰富消费者体验感受。水井坊新品上市时会以大型品鉴会的形式进行品推（壹席针对典藏大师版，菁宴针对菁翠），还有博物馆参观、回厂游等活动，这些落地活动丰富了消费者体验感受。2021年，公司与劳力士上海大师赛达成战略合作，有助于接触更多高端消费者，更好地进行服务。

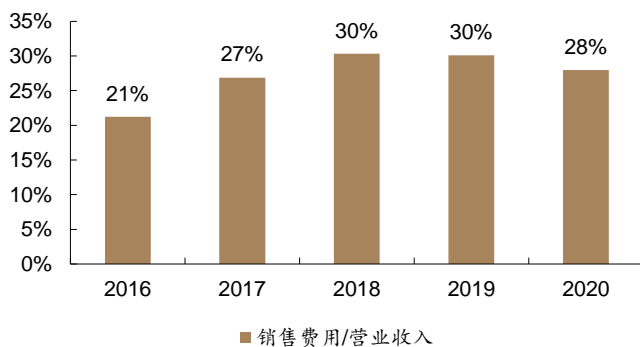
表 9：国家宝藏节目播出后引发热议，受众触达效果较好

排名	品牌名称	节目名称	SVC 指数
1	水井坊第一坊	国家宝藏	233
2	火山小视频	演员的诞生	191
3	OPPO R11s	演员的诞生	185
4	快手	演员的诞生	182
5	内涵段子 APP	演员的诞生	167
6	荣耀 V10	王者出击	156
7	OPPO R11	明星大侦探第三季	148
8	clear 清扬	王者出击	146
9	Milka 妙卡巧克力	爸爸去哪儿第五季	142
10	Vivo X20	吐槽大会第二季	141

资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

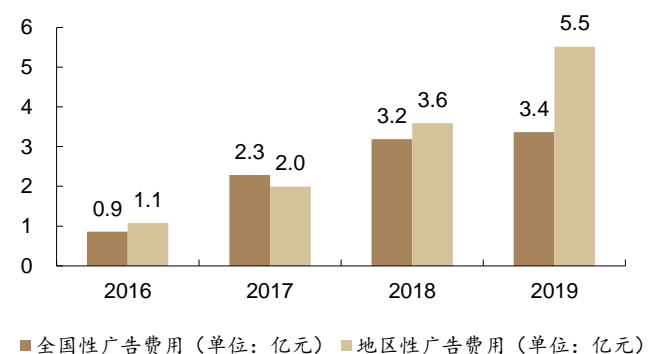
注：SVC（Sponsorship Value Creator）赞助效果评估指数由艾瑞咨询编制，用来衡量品牌赞助效果，表中为 2017 年 12 月监测数据

图 39：近几年水井坊销售费用率维持在 30%左右



资料来源：wind，德邦研究所

图 40：2016-2019 年水井坊加大全国和地区性广告开支



资料来源：wind，德邦研究所

4.2. 核心市场再聚焦，以蘑菇策略拓展二三线城市

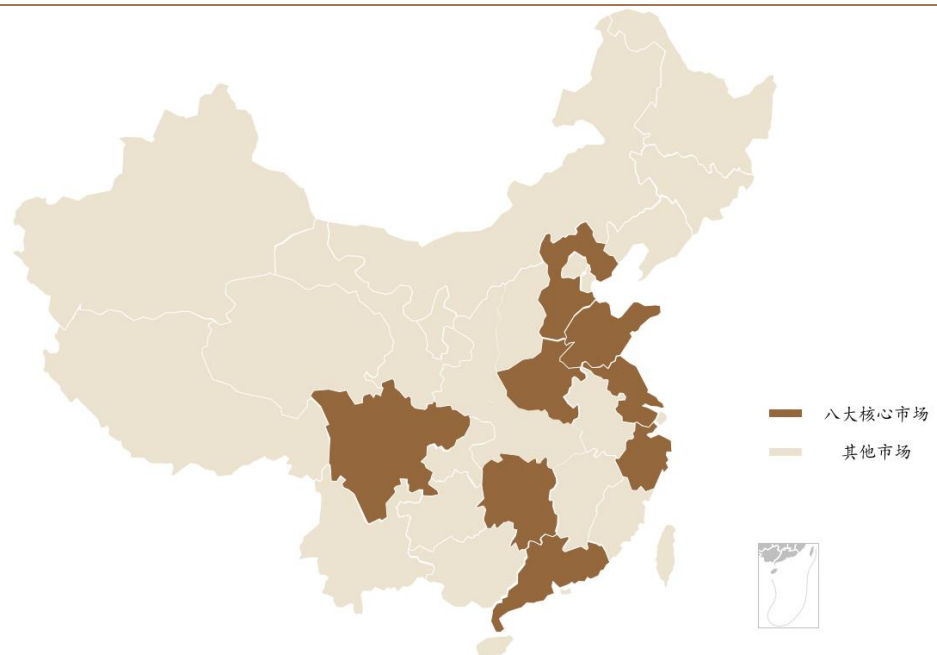
2016 年后逐步从 5 大核心市场拓展到 15 大核心市场。2016 年之前，水井坊销售较好的区域主要是江苏、河南、湖南、四川、广东，2016 年下半年，在原有 5 大核心市场的基础上新增 5 个次核心市场，分别是浙江、北京、上海、天津、福建。2017 年下半年，再增加 5 个新兴核心市场（河北、山东、江西、陕西、广西），至此，“5+5+5”的市场策略基本成形。

2020 年聚焦更为重要的八大市场，集中资源深耕重点省份。2020 年公司在原来十五大市场中进一步找出最为重要的八大市场，分别是江苏、河南、湖南、四川、广东、河北、山东、浙江。这些市场都有较好的消费基础，对水井坊品牌认同度较高。2020 年八大核心市场业绩贡献占比达到了 58%，构成水井坊销量基本盘，管理好八大核心市场不仅可以为销量增长做贡献，而且可以维护全国价值链稳定。聚焦八大市场提高核心市场专注度可以更好地集中优势资源，使核心市场得到更充足的人员和政策支持，促进核心市场加速成长。

八大市场中以城市为单位做重点发展，不同城市选取不同产品做突破。八大市场经济发展水平各不相同，如江苏经济发展水平高，由于历史原因臻酿八号在江苏市场占比高，如果不能适时推动产品结构升级，将在消费升级后逐步被淘汰，而湖南、河南等省消费水平较低，臻酿八号未来仍有一定增长空间。水井坊在不同城市选取不同价位段的核心产品做突破，避免全国一盘棋简单化操作，更能灵活应对市场环境变化。

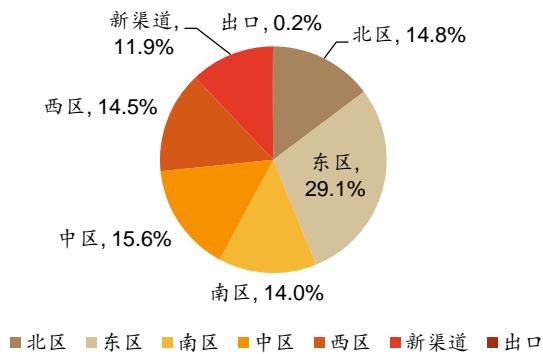
以蘑菇策略拓展机会型市场，使资源得到最优配置和利用。水井坊在不少区域仍有较大空白，市场空间大，对这些有较大增长潜力的市场，水井坊采取的市场策略是当一个区域销售快速增长时，对周边市场进行快速跟进，这样可以避免全面铺开造成费用开支过大的问题，又可以精准把握市场机会点。

图 41：水井坊八大核心市场地理分布



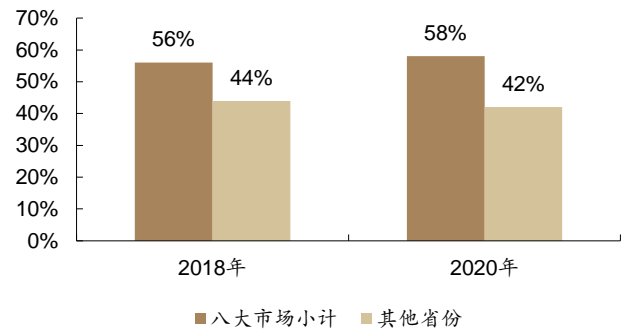
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 42: 2021H1 公司各区营业收入占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 43: 2018 和 2020 年公司八大市场业绩贡献



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4.3. 新老总代相结合, 经销商网络稳步扩张

2012 年之前公司采用单一总代模式, 行业调整期部分总代退出造成绩绩大幅下滑。白酒深度调整期之前水井坊采用的单一总代模式可以借助总代资源拓展市场, 但在行业遭受波动时, 抗风险能力弱: 2013-2014 年北京、武汉、广东、四川等地总代退出, 总代退出前手上有大量库存, 如果公司不回收容易在市场上大量抛货, 击穿价格, 公司最终选择了回购总代库存, 冲减了 2013 年约 8000 万元收入, 造成公司业绩大幅波动。可以看出, 单一总代模式下一旦合作的总代退出, 短时间会形成渠道真空状态, 而新渠道的建设又需要一定时间, 渠道建设期间容易被竞争对手抢占市场份额, 2013 年后公司开始新渠道模式探索。

表 10: 2013 年总代和大经销商欠款较多

单位名称	应收账款金额 (元)
郑州市金水区云飞酒行	42,949,100
南京元合丰商贸有限公司	11,983,467
沈阳往事商贸有限公司	10,204,761
上海康联酒业发展有限公司	10,014,000
拉萨歌德盈香贸易有限公司	8,999,860
合计	84,151,189

资料来源: 公司年报, 德邦研究所

2013 年后公司曾尝试扁平化分销和与其他公司合作的模式取代原总代模式, 但效果不佳。公司曾在总代退出区域尝试推行扁平化直营模式, 由公司自建渠道, 派遣销售人员开展市场活动。虽然扁平化直营模式销售渠道进一步下沉, 市场精细化运作程度更高, 但是建设周期较长, 人员和费用投入大。与其他公司合作的模式需支付一定费用给合作伙伴, 借助合作伙伴网络拓展市场, 对合作伙伴的依赖性较强, 厂方控制能力较弱。

2016 年 4 月开始推行新总代模式, 经过近几年的优化, 新总代模式更加成熟。新总代模式与老总代模式的区别在于老总代要管市场, 拓展经销商和门店, 总代投入较多, 新总代由厂方人员协助拓展市场, 招商也由厂方负责, 新总代负责仓储、配送等工作。价格上, 新老总代价格体系相同, 搭赠政策也相同, 由于老总代负责开拓工作, 费用投入较大, 因此老总代获得更多费用支持。

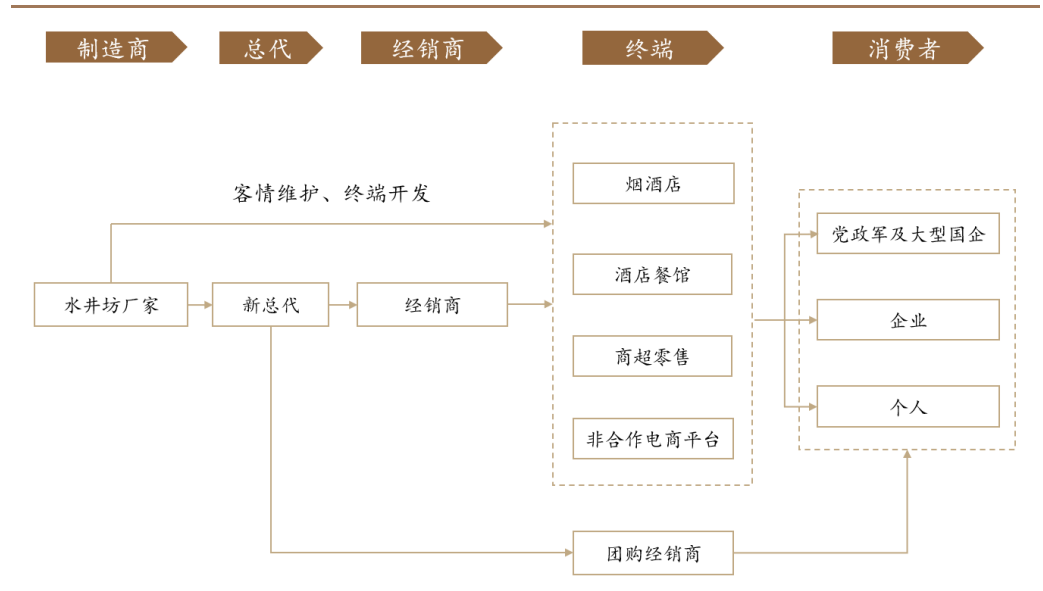
新老总代相结合的模式适合公司目前实际情况。公司目前体量仍然较小，多个省份营收不足1亿元，借助总代力量公司能快速拓展市场，同时降低销售费用。根据不同区域发展情况，总代与厂方业务负责范围也会有微调，新总代如果有市场运作能力，也可以协助负责市场开拓与管理，以充分调动厂商资源。

表 11：新老总代主要区别

区域	控制力	负责业务
河南、湖南、浙江、老总代 上海、山东、陕西、广西	管辖区大，终端控制力强，权力大	总代负责市场拓展、渠道终端掌控、管理、订单、配送。厂家人员相对较少，厂家主要负责销售服务、经销商管理
江苏、四川、广东、新总代 北京、天津、福建、河北等	管辖区小，终端控制力弱，权力小	总代仅负责仓储、配送、结账、订单等工作。整体市场开拓和渠道掌控、销售服务、经销商管理由厂家销售团队负责

资料来源：渠道跟踪，德邦研究所

图 44：水井坊新老总代渠道模式



资料来源：渠道跟踪，德邦研究所

4.4. 终端核心门店项目再升级，精简流程提升效率

烟酒店仍然是主要流通销售渠道。根据中国酒类流通白皮书数据，以北京市为例，2018年有烟酒店近3万家，其中名烟名酒店近1万家，烟酒店渠道销量占比达到了70%，其他渠道如商场、酒店、团购、电商等占比仍然较低。作为销售最末端的环节，烟酒店不仅是出货的场所，而且起到品牌沟通的作用，烟酒店老板能在一定程度上影响客户的消费选择。

图 45: 核心烟酒店作用



资料来源: 德邦研究所整理

2016 年起水井坊开展核心门店项目, 为核心终端门店提供消费者促销计划, 在终端层面加强与消费者的对话和激励。水井坊核心门店项目经历了 5 次升级更迭, 2016-2018 年以拓展核心门店覆盖比例为重点, 根据门店任务量为门店设置不同等级, 并引入信息系统进行管理。2019 年后聚焦提高单店产出, 通过费用精准投放实现低等级门店向高等级转换 (高等级门店与低等级门店销量差距 5 倍以上)。目前终端门店中普通门店和低等级核心门店占比仍然较高, 通过门店升级仍能给公司带来大量销量增长。

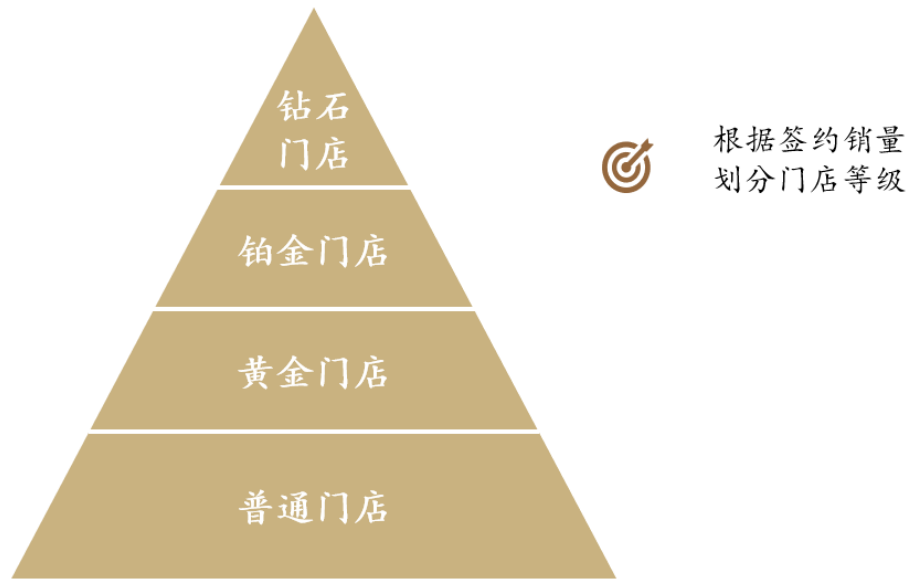
图 46: 水井坊核心门店项目迭代过程



资料来源: 公司公告, 酒说, 德邦研究所整理

水井坊拓展终端门店的优势在于考核更精细化, 团队执行更加到位。公司推出终端门店项目以后被大量友商模仿与复制, 与其他厂商相比, 水井坊核心门店项目推出时间更早, 优化升级次数更多。水井坊类似快消品的模式对指标考核更加精细化, 而其他厂商考核指标往往较为粗放, 团队执行不如水井坊到位。

图 47：水井坊根据签约销量划分门店等级



资料来源：公司公告，德邦研究所

外资控股下对合规内控更加重视，新管理层在合规前提下找到平衡。作为全球烈酒龙头，帝亚吉欧高度重视合规问题，水井坊整体操作更加规范化，但流程过长使费用核销周期达到数月，降低了门店销售积极性，更愿意以裸价销售产品，不愿意投入费用。为此，公司提出简单化操作，大大缩短核销流程，在合规的前提下尽量使流程简单化，解决费用兑现不及时问题。

加强宴席推广支持，提升团购业务比例。公司在宴席推广上学习行业龙头剑南春，并根据自身情况进行改进：将宴席投入分为 B 端和 C 端投入，B 端以餐桌费和包桌费的形式对推荐的核心门店进行奖励，C 端给消费者赠送小酒，预计 2022 财年宴席场景营销增长 30% 以上。团购业务基数仍然较低，公司鼓励经销商加大团购业务比重，公司层面增加团购人员，对团购业务要求也有所提高。活动方面开展“名酒进名企”、“企业刻字”活动，对量大的团购企业给予一定的优惠政策。宴席和团购是水井坊较为薄弱的环节，一系列针对性政策的提出可以帮助公司补齐短板，完善消费场景。

图 48：“四化”具体内容



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 49：门店服务精细化具体操作内容



资料来源：渠道跟踪，德邦研究所

5. 加大高端酒投入，构建新增长极

5.1. 成立高端品牌销售公司，再启高端新篇章

过去：高端化进度落后，经销商推广积极性不高。水井坊虽然有高端酒基因，但目前产品以次高端为主，代表高档酒的典藏和菁翠营收只有约 2 亿元，且近几年负增长。经销商对高端产品推广不积极的原因：一是高档酒销量低，知名度不高，运作高端产品需要投入大量时间精力，不如臻酿八号等跑量产品利润高，二是价值链不稳定，存在经销商将费用打入产品价格现象。

现在：加大对高端酒费用投入，内部成立高端品牌业务部，外部成立高端酒平台公司推动渠道变革。公司加大高端化投入力度，提出利润增速可以慢于收入增速，2021 年营收同比增速目标为+43%，税后净利润同比增速目标为+35%，50% 以上的营销费用将用于高端产品，品牌投入更加积极。由于高端酒与次高端酒打法不同，公司改变组织架构，成立高端品牌业务部，由专门的高端酒团队运作。高端酒经销模式也做对应调整：公司支持省代以现有省代为主体成立销售公司，经销商作为股东参与入股分红，经销商认缴金额分为 300、600 万元两档，总注册资本 1.02 亿元，未来还会考虑吸纳对高端酒运作贡献较大的合作伙伴，有利于吸引更多优质经销商销售水井坊高端产品。

表 12：成都水井坊高端白酒销售有限公司主要由各省总代入股（2021 年 7 月成立）

股东名称	认缴金额	持股比例	股东名称	认缴金额	持股比例
天津润茂百盛酒类销售有限公司	600	5.88%	北京歌德金创贸易有限公司	300	2.94%
张家口杰诺商贸有限公司	600	5.88%	甘肃欣锦翔商贸有限公司	300	2.94%
浙江华源商贸有限公司	600	5.88%	新疆福锦水酒业有限公司	300	2.94%
云飞酒业有限公司	600	5.88%	吉林省柏晟酒业有限公司	300	2.94%
湖南新鸿基贸易有限公司	600	5.88%	重庆宁朗酒业有限公司	300	2.94%
山东德仁宝真酒业有限公司	600	5.88%	厦门真旺进出口有限公司	300	2.94%
四川省壹天丰商贸有限公司	600	5.88%	昆明隆云经贸有限公司	300	2.94%
广州盈香贸易有限公司	600	5.88%	内蒙古锦豪天成商贸有限公司	300	2.94%
南京元合丰商贸有限公司	600	5.88%	上海康联酒业发展有限公司	300	2.94%
山西华夏同源商贸有限公司	300	2.94%	石家庄航秀商贸有限公司	300	2.94%
安徽省黄海商贸有限公司	300	2.94%	南昌市隆酒鑫商贸有限公司	300	2.94%
陕西锦翔酒业有限公司	300	2.94%	武汉市康美副食品有限公司	300	2.94%
南宁悦远商贸有限公司	300	2.94%			

资料来源：wind，德邦研究所

5.2. 高端酒带动结构提升，平台商模式有望打开招商窗口

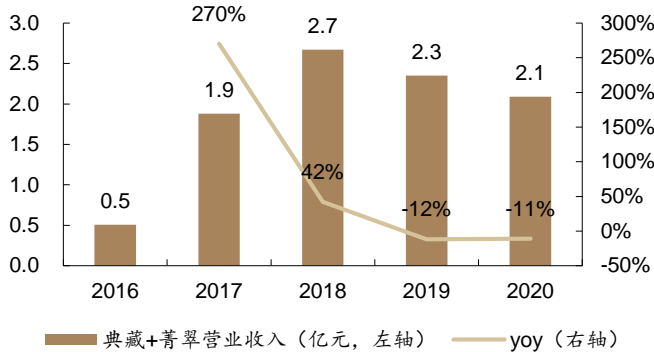
高端品牌销售公司在行业内可借鉴的成功经验。过去国窖 1573、内参酒的成功运作证明高端酒平台公司的商业模式没有问题，平台公司成立后几年销量增长迅速。水井坊在运作上已经有了可以参照的成功经验，可以期待更快展开相关工作。虽然目前高端酒占比低，短期对业绩贡献不大，但高端酒的运作是一个长期过程，理顺相关机制后自然会迸发强劲活力。

参考其他酒企，高端酒的成功也将引领次高端核心产品放量突破。汾酒把青花 30 汾酒·复兴版定位为千元价格带大单品后一改以往高端只有形象产品的局面，带动次高端青花 20 等产品批价和销量明显提升。酒鬼酒成立内参公司给经销商提供更足的激励，同时也提升了经销商对次高端酒鬼酒系列的销售热情，酒鬼酒通过招商汇量式增长。青花系列和酒鬼系列的增长有企业自身改革的因素，但是白酒行业价格是生命线，消费者容易将高端产品与品牌挂钩，做好高端产品可以为第二梯次产品打好品牌基础。

高端产品渠道改革为未来厂商模式调整优化提供运作经验，有望吸纳更多大商优商。市场环境不断变化，企业成长阶段也会有不同，厂商关系需要根据竞争

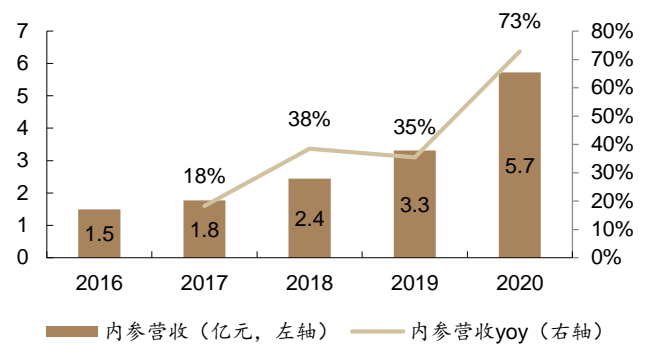
环境不断进行调整优化。次高端产品是目前水井坊核心，高端产品占比低，对整体影响小，先将高端产品从原来总代体系中分离进行改革，也可以为未来厂商模式优化提供运作经验，公司对于高端白酒的高投入，以及高端白酒的高利润将培育出更多的优商大商，同时也可以借此打开渠道招商窗口。

图 50: 2016-2020 年水井坊典藏+菁翠营收



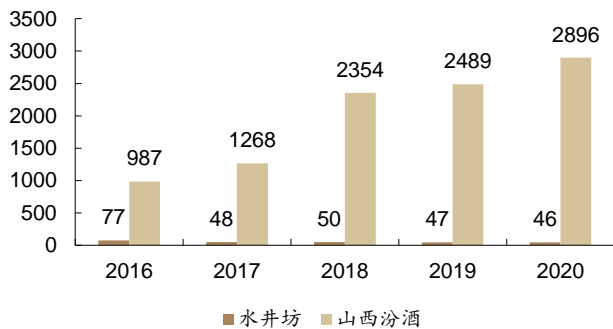
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 51: 内参销售公司成立后营收高速增长



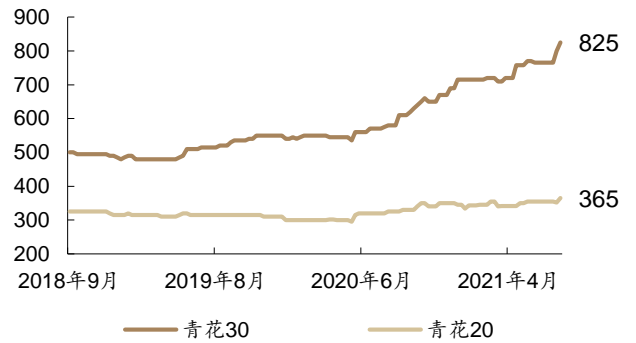
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 52: 水井坊和山西汾酒经销商数量 (单位: 个)



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 53: 汾酒青花 30 带动下青花 20 批价提升 (单位: 元)



资料来源：渠道跟踪，德邦研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

水井坊高档酒主要是臻酿八号、井台、典藏、菁翠等产品，中档酒主要是天号陈、小水井等产品。高端和次高端白酒行业继续扩容，水井坊高档酒预计未来仍将维持高增长，假设高档酒 21-23 年的收入增速分别为 47%/28%/24%；疫情影响消除后中档酒预计将平稳增长，假设 21-23 年收入增速分别为 26%/14%/13%。

随着水井坊次高端产品涨价以及典藏、菁翠等高端产品占比提升，毛利率预计将提升，假设 21-23 年水井坊高档酒毛利率分别为 86.1%/87.0%/87.6%。受益于水井坊品牌力提升，21-23 年中档酒毛利率预计为 62.3%/63.0%/63.6%。

总体来看，预计 21-23 年公司营业收入分别为 44.12/56.15/69.31 亿元，同比增速为 46.80%/27.25%/23.44%，归母净利润分别为 10.87/14.34/18.42 亿元，同比增速为 48.61%/31.95%/28.43%，EPS 分别为 2.23/2.94/3.77 元。

表 13: 水井坊主营业务拆分及预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
高档酒				
营收 (亿元)	29.28	43.15	55.04	68.05
YOY	-14.05%	47.36%	27.54%	23.65%
毛利率	84.79%	86.14%	87.03%	87.58%
中档酒				
营收 (亿元)	0.76	0.96	1.10	1.24
YOY	-12.49%	26.00%	14.40%	13.30%
毛利率	61.21%	62.32%	63.05%	63.59%
酒类合计				
销量 (千升)	7861.02	10286.99	11996.25	13950.83
YOY	-41.79%	30.86%	16.62%	16.29%
均价 (万元/千升)	38.22	42.88	46.79	49.67
YOY	45.91%	12.20%	9.13%	6.15%
酒类总营收 (亿元)	3004.30	4411.04	5613.44	6929.54
YOY	-15.08%	46.82%	27.26%	23.45%
毛利率	84.19%	85.63%	86.57%	87.15%

资料来源: wind, 德邦研究所

6.2. 相对估值

2020 年公司营收和归母净利分别为 30.06 亿元和 7.31 亿元, 过去 2017-2020 年复合增速分别为 13.64% 和 29.66%。

预计 21-23 年公司营业收入分别为 44.12/56.15/69.31 亿元, 同比增速为 46.80%/27.25%/23.44%, 归母净利润分别为 10.87/14.34/18.42 亿元, 同比增速为 48.61%/31.95%/28.43%, EPS 分别为 2.23/2.94/3.77 元, 现价对应 21-23 年 PE 为 57.76X/43.78X/34.09X。我们认为公司充分受益于次高端景气上行, 需求扩容, 同时高端酒的成功运作也将提升品牌形象, 预计公司 21-23 年净利润年复合增速为 30.18%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 14: 水井坊可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				每股收益			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	20,515	1,633.10	53.75	38.45	33.09	28.76	37.17	42.48	49.35	56.78
000858	五粮液*	8,063	207.72	56.77	32.97	28.15	24.15	5.14	6.30	7.38	8.60
000568	泸州老窖*	2,665	181.91	55.16	34.98	26.71	21.25	4.10	5.20	6.81	8.56
002304	洋河股份*	2,530	167.88	47.35	23.33	19.02	15.54	4.97	5.51	6.76	8.27
000596	古井贡酒	1,031	227.03	73.91	50.25	40.55	33.77	3.51	4.52	5.60	6.72
600702	舍得酒业	640	190.58	48.96	50.06	35.59	26.41	1.73	3.81	5.35	7.22
600809	山西汾酒*	3,361	275.46	105.70	29.47	21.28	16.47	3.55	4.36	6.04	7.81
000799	酒鬼酒*	753	231.66	103.44	80.14	55.24	42.21	1.51	2.89	4.19	5.49
	中位数			55.97	36.71	30.62	25.28				
	均值			68.13	42.46	32.45	26.07				
600779	水井坊*	628	128.55	55.45	57.76	43.78	34.09	1.50	2.23	2.94	3.77

资料来源: wind 一致预期, 德邦研究所

注: 标*公司为德邦覆盖, 采取德邦预测数据, 其余采用 wind 一致预期; 收盘价采取 2021 年 9 月 8 日数据

7. 风险提示

次高端价格带需求扩容不及预期。水井坊次高端价格带产品占比高, 如果次高端行业扩容不及预期, 可能会影响公司营收和利润的增长。

次高端价格竞争加剧。次高端行业扩容明显, 近年来全国名酒、地产酒、酱酒都加大对次高端进行布局, 如果次高端竞争加剧, 可能导致公司营收和利润放缓。

渠道变革效果不及预期。水井坊以省代为主体成立高端品牌销售公司, 调整典藏及以上高端酒渠道销售模式, 需要关注渠道变革不及预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.50	2.23	2.94	3.77
每股净资产	4.37	5.16	6.26	7.57
每股经营现金流	1.73	3.33	3.24	4.18
每股股利	1.20	1.43	1.84	2.46
价值评估(倍)				
P/E	55.45	57.76	43.78	34.09
P/B	18.98	24.90	20.55	16.98
P/S	20.89	14.23	11.18	9.06
EV/EBITDA	38.15	40.96	30.80	23.55
股息率%	1.4%	1.1%	1.4%	1.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	84.2%	85.6%	86.6%	87.2%
净利润率	24.3%	24.6%	25.5%	26.6%
净资产收益率	34.2%	43.1%	46.9%	49.8%
资产回报率	16.7%	19.7%	20.4%	21.4%
投资回报率	34.0%	42.4%	46.4%	49.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-15.1%	46.8%	27.3%	23.4%
EBIT 增长率	-11.6%	49.5%	32.6%	28.8%
净利润增长率	-11.5%	48.6%	31.9%	28.4%
偿债能力指标				
资产负债率	51.1%	54.4%	56.5%	57.1%
流动比率	1.5	1.2	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.5	0.3	0.3
现金比率	0.6	0.5	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.2	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	1,443.2	1,200.0	1,400.0	1,500.0
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	5.6	8.8	5.0	2.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	731	1,087	1,434	1,842
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	88	73	113	173
非经营收益	-45	-70	-98	-138
营运资金变动	71	538	133	165
经营活动现金流	845	1,628	1,581	2,041
资产	-218	-810	-1,024	-535
投资	0	0	0	0
其他	0	0	-0	0
投资活动现金流	-218	-810	-1,024	-535
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	-2	0	0
其他	-545	-700	-900	-1,200
融资活动现金流	-545	-702	-900	-1,200
现金净流量	83	116	-343	307

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,006	4,412	5,615	6,931
营业成本	475	634	754	890
毛利率%	84.2%	85.6%	86.6%	87.2%
营业税金及附加	468	686	879	1,081
营业税金率%	15.6%	15.5%	15.7%	15.6%
营业费用	841	1,293	1,628	1,975
营业费用率%	28.0%	29.3%	29.0%	28.5%
管理费用	280	397	488	582
管理费用率%	9.3%	9.0%	8.7%	8.4%
研发费用	2	3	4	4
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	953	1,425	1,890	2,433
财务费用	-23	-25	-23	-22
财务费用率%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	965	1,453	1,917	2,462
营业外收支	-7	-4	-5	-6
利润总额	958	1,449	1,912	2,456
EBITDA	1,028	1,498	2,002	2,606
所得税	227	362	478	614
有效所得税率%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	731	1,087	1,434	1,842

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,330	1,446	1,103	1,410
应收账款及应收票据	2	24	31	38
存货	1,879	2,085	2,894	3,659
其它流动资产	54	61	73	84
流动资产合计	3,265	3,617	4,100	5,191
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	534	503	1,112	2,685
在建工程	230	1,000	1,300	83
无形资产	123	112	102	91
非流动资产合计	1,102	1,909	2,919	3,419
资产总计	4,367	5,525	7,019	8,610
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	631	671	900	1,002
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,585	2,319	3,049	3,896
流动负债合计	2,216	2,990	3,949	4,898
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	15	15	15	15
负债总计	2,231	3,004	3,964	4,913
实收资本	488	488	488	488
普通股股东权益	2,136	2,521	3,055	3,697
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	4,367	5,525	7,019	8,610

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。