

水井坊 (600779.SH)

重新聚焦高端化，渠道革新再出发

2021年10月19日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2021/10/19
当前股价(元)	129.60
一年最高最低(元)	160.57/60.48
总市值(亿元)	632.93
流通市值(亿元)	632.84
总股本(亿股)	4.88
流通股本(亿股)	4.88
近3个月换手率(%)	112.63

● 公司聚焦结构升级，蓄力全国化扩张，成长路径清晰

公司产品卡位次高端赛道，享受行业升级红利。2021年开始，公司将发力高端化产品作为重要战略，着手渠道模式改革，调整组织架构，推出股权激励制度，强化其内生动力。公司目前处在行业红利与结构升级的黄金成长阶段，我们预计2021-2023年净利润分别为10.5、14.5、19.6亿元，同比增长43.0%、38.8%、35.0%；EPS分别为2.14元、2.97元、4.01元，当前股价对应PE为60.5、43.6、32.3倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 公司品牌基础良好，产品卡位次高端赛道，全国化扩张稳步前行

自2000年以来，公司资源聚焦于高端品牌水井坊，在消费者心中建立了扎实的高端品牌形象；渠道上推行新总代模式，积极强化终端和核心门店掌控力，具有较好的渠道基础；2015年以来深耕核心八大市场，蘑菇战略稳步推进市场扩张，全国化潜力仍有释放空间。

● 白酒行业价格逻辑持续演绎，公司趁势而为聚焦高端系列

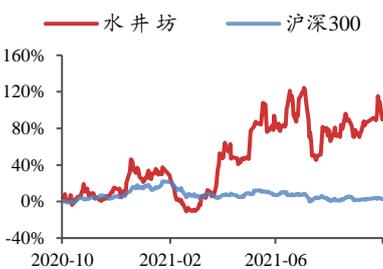
2019年开始高端白酒突破千元价格带，600-800元价格带迎来发展机遇。公司此前产品聚焦300-600元价格带；2021年公司进一步聚焦升级高端典藏系列，重点发力600-800元价格带，当前该价格带格局尚未稳定且处于蓝海阶段，扩容潜力较大，典藏未来表现或超预期，成为公司下一增长极。

● 组织结构和渠道模式变革助力公司高端化战略推进

针对之前高端产品增速缓慢问题，公司积极寻求变革，2021年新任管理层上任后重点发力高端产品，体内成立高端事业部，体外组建销售公司，提升销售体系的灵活性和积极性。同时公司推出股权激励计划激发核心员工积极性，为公司的高端化改革提供内生动力。

● **风险提示：**宏观经济下行导致需求下滑、公司生产遭遇重大影响、高端产品推广不及预期、食品安全问题等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,332	5,945	7,624
YOY(%)	25.5	-15.1	44.1	37.2	28.2
归母净利润(百万元)	826	731	1,046	1,452	1,960
YOY(%)	42.6	-11.5	43.0	38.8	35.0
毛利率(%)	82.9	84.2	85.9	87.7	89.4
净利率(%)	23.3	24.3	24.1	24.4	25.7
ROE(%)	39.1	34.2	40.3	40.6	39.2
EPS(摊薄/元)	1.69	1.50	2.14	2.97	4.01
P/E(倍)	76.6	86.5	60.5	43.6	32.3
P/B(倍)	30.0	29.6	24.4	17.7	12.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、水井坊：外资控股的次高端品牌	4
1.1、出身名门，底蕴深厚	4
1.2、世界酒业龙头帝亚吉欧为公司控股股东	4
1.3、廿载沉淀路，今朝再出发	5
2、次高端价格带持续扩容，参与品牌顺势而上	8
2.1、次高端品牌历史复盘：从空中楼阁到基础渐实	8
2.2、本轮趋势：次高端量价齐升，增长空间较大	9
2.3、未来判断：基础扎实，次高端可看长远	13
3、公司：坚持打造高端品牌形象，着力全国化扩张	15
3.1、产品：高端定位明确，提前规划产能	15
3.1.1、核心单品聚焦次高端价格带	15
3.1.2、提前布局产能，奠定未来发展基础	18
3.2、渠道：深入推行新总代模式，积极掌控核心门店	19
3.2.1、新总代模式精细化运营，持续增强终端控制力	19
3.2.2、聚焦资源升级核心门店，加强对终端把控	20
3.3、蘑菇战术引领发展，稳步推进全国化进程	21
4、水井坊变化：紧跟行业趋势，渠道革新助力高端产品突围	22
4.1、之前不足：典藏增速缓慢，高端推力不足	22
4.2、本轮改革：打造高端酒销售平台，调整激励制度	23
4.2.1、职业经理人：新任总经理调动风险较小，高端目标明确	24
4.2.2、组织架构：成立高端酒销售平台，聚焦典藏系列增长	24
4.2.3、激励机制：健全激励机制，激发公司活力	26
5、盈利预测与投资建议	27
6、风险提示	29
附：财务预测摘要	30

图表目录

图 1：帝亚吉欧间接持有水井坊 63.16%的股份	4
图 2：2006-2019 年帝亚吉欧不断增持水井坊股份	5
图 3：2016 年后公司业绩谷底反弹高速增长	5
图 4：1999-2003 年公司营收（亿元）一度领先	6
图 5：2000-2006 年水井坊系列酒营收占比迅速提升	6
图 6：2006-2012 年公司营收稳定发展	6
图 7：2006-2012 年国外营收快速增长	6
图 8：2012 年高档白酒营收突破 15 亿元	6
图 9：2010 年房地产业务营收占比超 30%	6
图 10：2013-2014 年公司净利润大幅下滑	7
图 11：2013-2014 年销售费用率和管理费用率较高	7
图 12：2015 年营收触底后回升	7
图 13：2015 年开始水井坊净利率(%)持续上升	7
图 14：2016 年后次高端白酒重新进入扩容期	9
图 15：全国规模以上酒企销售收入保持平稳	9

图 16:	预计 2020 年后次高端白酒规模仍将持续扩容	9
图 17:	2015-2018 年次高端白酒单吨价格持续回升	11
图 18:	2015-2018 年次高端白酒销量从低点快速恢复	11
图 19:	2020 年以来高端白酒一批价持续上涨	12
图 20:	2020 年以来次高端白酒一批价（元）跟随上涨	12
图 21:	次高端产品价格带（元）顺势而上	12
图 22:	投资对于 GDP 增长贡献率逐渐下降	14
图 23:	全国人均可支配收入稳定增长	14
图 24:	高端白酒出厂价近年来处于平稳上升状态	14
图 25:	2012 年 CR7 集中度为 50%	15
图 26:	2018 年 CR7 集中度为 70%	15
图 27:	水井坊核心单品不断更迭	17
图 28:	2015-2020 年次高端产品营收（亿元）高速增长	17
图 29:	2015-2020 年水井坊毛利率持续上升	17
图 30:	2020 年井台和臻酿八号贡献 90% 营收	18
图 31:	2020 年水井坊次高端产品营收占比较高	18
图 32:	水井坊实际产能已达高位	18
图 33:	2020 年公司产能利用率（%）领先其他次高端酒企	18
图 34:	2016 年起实行新老总代模式并行	20
图 35:	新老总代模式示意图	20
图 36:	2016-2020 年各区营收（亿元）保持稳步增长	21
图 37:	2015-2020 年省外销售收入高速增长	21
图 38:	“5+5+5”战略转为“5+3”战略	22
图 39:	2018-2020 年典藏营收持续下滑	22
图 40:	2020 年典藏营收占比仅为 6%	22
图 41:	2021 年水井坊着力打造高端酒销售平台	25
图 42:	2015 年泸州老窖成立三大品牌专营公司	25
图 43:	2019 年起内参酒实现快速放量	26
图 44:	2020 年内参营收占比超 30%	26
表 1:	全兴大曲多次获得国家级名酒称号	4
表 2:	2015-2020 年水井坊年复合营收增速位列第一	8
表 3:	2016-2018 年次高端产品开始持续提价	10
表 4:	2019 年次高端产品开始密集提价	11
表 5:	次高端 600 元以上产品规模（亿元）处于快速扩容初期	13
表 6:	次高端酒企不断加强品牌价值营销及渠道建设	14
表 7:	水井坊产品结构层次清晰	16
表 8:	2018 年邛崃产能扩建项目再度启程	19
表 9:	新老总代模式下经销商数量大幅缩减	20
表 10:	核心门店持续升级	20
表 11:	2009-2020 年公司共经历五次换帅	23
表 12:	公司不断上调股权激励方案	26
表 13:	收入预测	28
表 14:	可比公司估值：水井坊估值高于行业平均水平	28

1、水井坊：外资控股的次高端品牌

1.1、出身名门，底蕴深厚

诞生初期瞄准高端赛道，当前定位为次高端白酒品牌。公司前身是1951年成立的国营成都酒厂，后改制为四川全兴股份有限公司，1999年成功借壳上市，当时其主营产品“全兴大曲”是“中国老八酒”和“川酒六朵金花”之一。2000年，全兴通过“中国白酒第一坊”的历史营销，打造出全新的品牌“水井坊”，出厂价高于当时的五粮液和茅台，在高端赛道取得过阶段性成功，但行业下行过程中因根基不稳而折戟。公司于2013年开始调整产品结构，进入次高端赛道。目前主打产品主要为臻酿八号和井台，二者分别位于300元和500元价格带，占总营收比重超80%，因此水井坊属于纯正的次高端品牌。

表1：全兴大曲多次获得国家级名酒称号

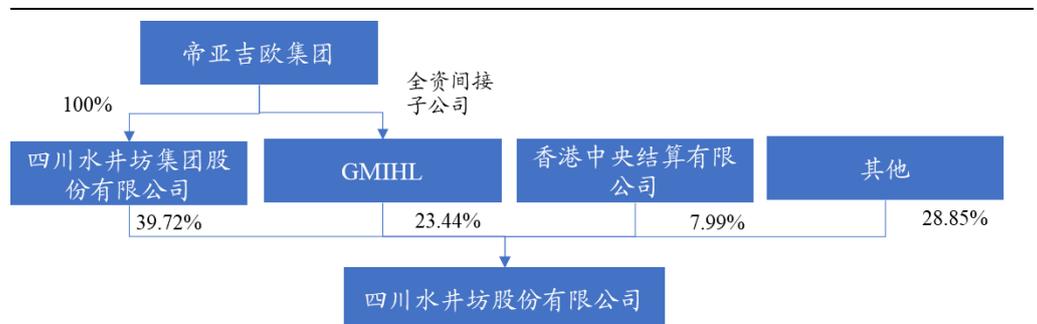
届数	地点	举办单位	上榜品牌
第一届	北京	中国专卖实业公司	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	北京	轻工业部	汾酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲酒 、茅台酒、西凤酒、董酒
第三届	辽宁大连	轻工业部	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	山西太原	中国食品协会	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲酒 、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	安徽合肥	轻工业部	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲酒 、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、世界酒业龙头帝亚吉欧为公司控股股东

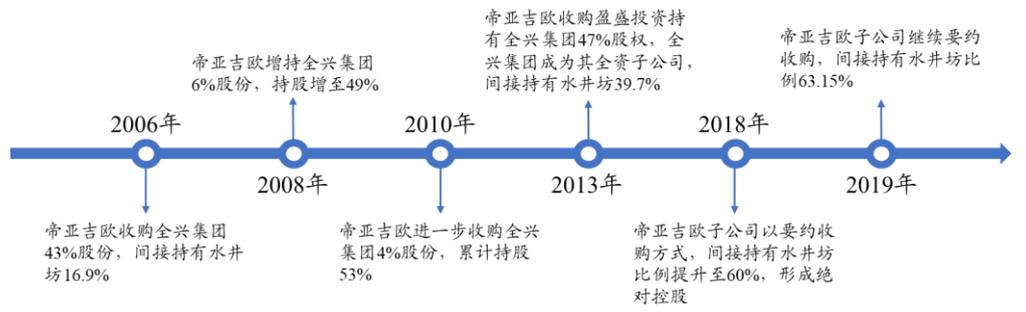
自2006年起帝亚吉欧便开启收购水井坊之路，此后几年一路增持逐渐成为水井坊实际控制人。经过2006年-2019年间多次增持，至2019年帝亚吉欧已间接持有水井坊63.16%的股份。公司从成立至今完成了从国有企业至民营再至合资企业，最后再至外资企业的转变，成为国内唯一外资控股的白酒上市公司。

图1：帝亚吉欧间接持有水井坊63.16%的股份



资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至2021年半年报）

图2: 2006-2019年帝亚吉欧不断增持水井坊股份



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、廿载沉淀路，今朝再出发

公司作为老牌名酒企业，2000年推出全新子品牌水井坊，历经20年品牌塑造和渠道运作，跟随行业多次起伏，目前水井坊已经成次高端白酒代表性品牌之一。

图3: 2016年后公司业绩谷底反弹高速增长



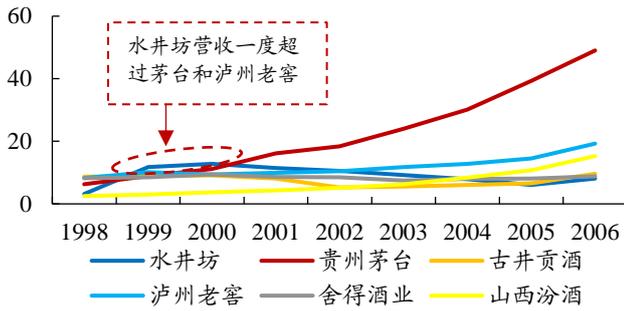
数据来源：Wind、开源证券研究所

1999-2006年：公司完成上市和体制改革，推出高端子品牌“水井坊”高速发展。

1999年全兴集团进行资产重组并将全兴酒业资产注入上市公司四川制药股份有限公司，“四川制药股份有限公司”（以下简称四川制药）变更为“四川全兴股份有限公司”（下文简称全兴股份）。2000年8月，全兴股份推出高端子品牌白酒“水井坊”，形成了以“水井坊”、“全兴”品牌的高、中档产品为主，以全兴系列产品为辅的产品结构模式，公司当年度营收在上市酒企中排名第二，仅次于五粮液。

2002年国有资本从竞争性领域退出，全兴集团通过MBO完成了向民营企业的转变。2003年白酒消费税调整以及青霉素价格下跌，导致公司业绩出现亏损。2004年公司剥离制药业务，聚焦中高端白酒经营，水井坊系列产品步入收获阶段。2000-2006年水井坊收入的年均复合增长率为51.6%。

图4: 1999-2003 年公司营收 (亿元) 一度领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

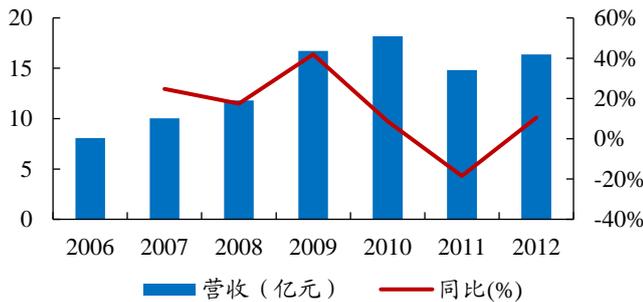
图5: 2000-2006 年水井坊系列酒营收占比迅速提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

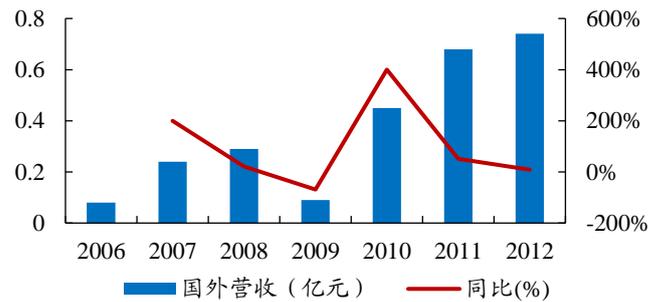
2006-2012 年: 帝亚吉欧逐步入局, 水井坊系列酒稳步发展。经过两年调整期, 公司高端白酒发展良好, 2007 年高档酒收入 8.86 亿元, 2008 年突破 10 亿元, 其中 2008 年水井坊系列酒销售量约 2000 吨, 同比增长超 30%。高端白酒高速增长打开公司业绩增长空间, 2006-2008 年公司营收年均增速超 20%。在此阶段帝亚吉欧多次增持全兴集团股份, 2007 年公司与帝亚吉欧一起大力推动水井坊品牌国际化, 并在东南亚市场进行实验性铺货, 当年度出口收入 2363 万元, 同比增长 209%。

图6: 2006-2012 年公司营收稳定发展



数据来源: Wind、开源证券研究所

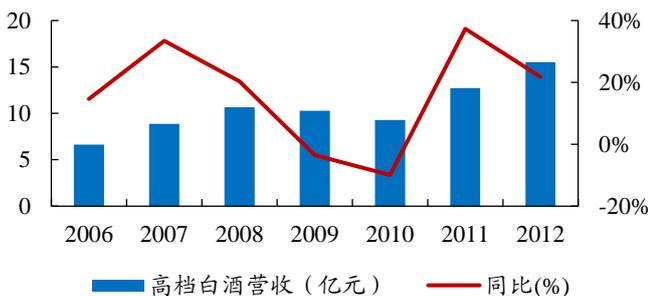
图7: 2006-2012 年国外营收快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

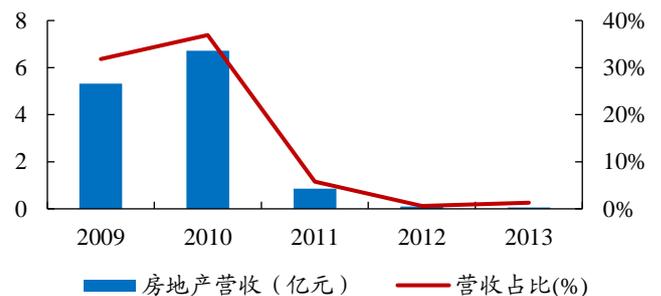
2009-2010 年期间, 公司营收增长主要由房地产业务贡献, 2010 年房地产营收占比高达 36.91%, 但由于渠道模式落后、管理层变动等因素, 2009 和 2010 年水井坊系列销量平均下滑 10% 左右。2010 年帝亚吉欧累计持股超 50%, 成为水井坊实际控制人, 帮助公司从生产质量控制、财务管理、销售管理、营销体制等方面进行全方位改善, 至 2011 年初内部调整和改革初步完成。公司在此期间剥离房地产业务, 集中资源发展白酒主营业务, 2011 年和 2012 年水井坊系列产品增长超 20%。

图8: 2012 年高档白酒营收突破 15 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

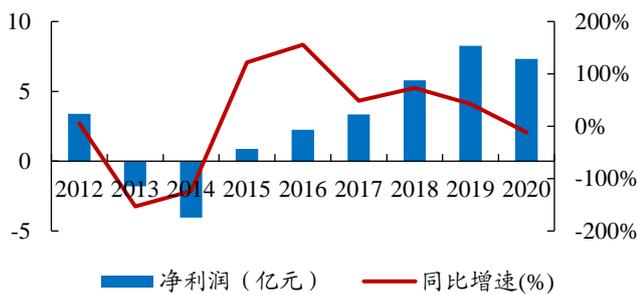
图9: 2010 年房地产业务营收占比超 30%



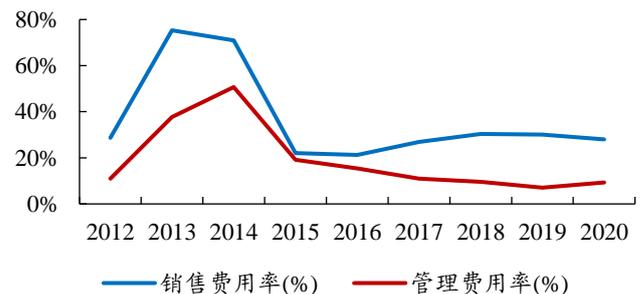
数据来源: Wind、开源证券研究所

2013-2015年：白酒行业深度调整，公司积极应对冲击。2013年由于国内经济下行压力加大，加之中央强化“三公”消费限制管控，白酒市场社会需求迅速下滑，高端白酒价格回落挤压了次高端原有市场，水井坊由于主打中高端产品，动销受到了极大的冲击，加之管理层仍保持较高销售费用，致使业绩受到较大影响处于亏损状态。

2011年公司推出超高端品牌“水井坊菁翠”因定位过高致使推广受到影响，2013年底面对业绩大滑坡公司推出次高端新品“臻酿八号”，向下补充产品价格线。自此从下至上形成臻酿八号（终端价位300-400元）、井台（400-600元）、典藏（600-800元）、菁翠（1000元以上）产品体系。

图10：2013-2014年公司净利润大幅下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

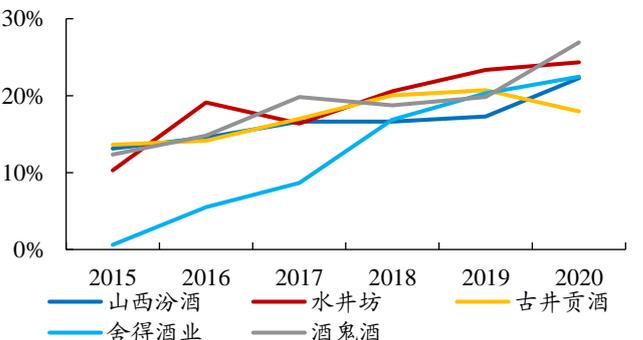
图11：2013-2014年销售费用率和管理费用率较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

2016年-至今：行业复苏下公司脱颖而出，全面改革步入高速发展。2016年以来，公司步入高速发展阶段，一方面2015年开始白酒板块开始进入复苏的阶段，消费升级下，大众和商务消费承接政务消费，次高端白酒规模进入扩容期；另一方面在母公司帝亚吉欧入主后，外方管理团队与公司内部人员磨合逐步到位，此外随着新任总经理范祥福上任后，开始对公司进行了全方位的改革，不断完善产品结构，确定典藏、井台装和臻酿八号为公司核心拳头产品，其次优化销售模式以及渠道结构，实行新老总代并存模式和核心门店战略，开拓“5+5+5”核心区域。公司在此阶段实现了高速发展，净利率持续上升，营收从2015年的8.5亿增至2020年的30亿，CAGR高达42%，位列上市酒企第一。

图12：2015年营收触底后回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2015年开始水井坊净利率(%)持续上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

表2: 2015-2020年水井坊年复合营收增速位列第一

类别	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015-2020年 CAGR
高端	贵州茅台	3.44%	18.99%	49.81%	26.49%	16.01%	11.10%	20.34%
	五粮液	3.08%	13.32%	22.99%	32.61%	25.20%	14.37%	18.21%
	泸州老窖	28.89%	20.34%	20.50%	25.60%	21.15%	5.29%	20.82%
	水井坊	134.29%	37.61%	74.13%	37.62%	25.53%	-15.06%	42.11%
次高端	山西汾酒	5.43%	6.69%	37.06%	47.48%	25.79%	17.63%	23.64%
	舍得酒业	-19.99%	26.42%	12.10%	35.02%	19.79%	2.02%	11.01%
	酒鬼酒	54.76%	8.92%	34.13%	35.13%	27.38%	20.79%	29.43%
	洋河股份	9.41%	7.04%	15.92%	21.30%	-4.28%	-8.76%	6.24%
地产酒	今世缘	1.05%	5.34%	15.57%	26.55%	30.35%	5.12%	13.47%
	古井贡酒	12.96%	14.54%	15.81%	24.65%	19.93%	-1.20%	14.16%
	口子窖	14.41%	9.53%	27.29%	18.50%	9.44%	-14.15%	10.05%
其他	老白干酒	10.75%	4.39%	3.96%	41.34%	12.47%	-10.73%	9.31%
	伊力特	0.57%	3.38%	13.34%	10.70%	8.36%	-21.71%	1.70%
	金种子酒	-16.74%	-16.89%	-10.14%	1.89%	-30.46%	13.55%	-10.90%
	迎驾贡酒	-1.09%	3.81%	3.29%	11.17%	8.26%	-8.60%	2.60%
	金徽酒	16.74%	8.02%	4.35%	9.72%	11.76%	5.89%	9.34%
	顺鑫农业	1.65%	16.18%	4.79%	2.90%	23.40%	4.10%	8.55%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、次高端价格带持续扩容，参与品牌顺势而上

2.1、次高端品牌历史复盘：从空中楼阁到基础渐实

1999年-2005年，次高端价格带初露锋芒，酒企陆续布局。90年代末，五粮液和茅台带动高端白酒价格上涨，与大众主流价格带拉开差距后从而催生次高端价格带。2000年前后，各大名酒企陆续推出自己的次高端品牌，例如汾酒在1998年推出青花系列，1999年全兴大曲推出水井坊，2003年洋河推出蓝色经典，郎酒2004年推出红花郎。

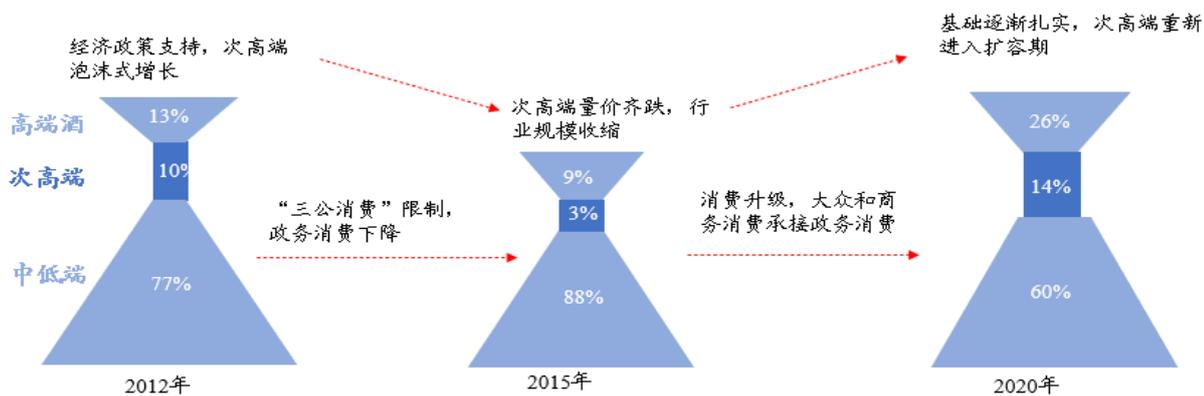
2006-2008年茅台、五粮液不断提价，行业景气度上升，次高端白酒迎来第一轮上涨。2005年以来经济高速增长和投资驱动模式首先刺激了高端酒消费，其中五粮液作为行业领袖率先提价，茅台采取跟随战略。高端景气度不断上升的背景下，次高端酒企纷纷进行渠道扩张，同时跟随高端产品价格将核心价格带上移，其中山西汾酒、水井坊等次高端酒企迎来快速发展。

2009-2012年次高端结构升级叠加经济政策支撑，行业进入第二轮泡沫式增长。2009年在政府出台四万亿经济计划刺激下，经济活跃度和居民消费水平迅速提升，白酒作为可选消费需求弹性大，五粮液和茅台价格快速上涨至千元为行业打开空间，催化经销商看涨情绪大量补库存，需求急剧放大，次高端规模快速扩容。该阶段各个酒企相继推出次高端品牌，茅台推出汉酱，五粮液推出六和液，老窖推出窖龄，洋河梦之蓝裂变为M3、M6、M9，汾酒推出青花30年，其中品牌较强规模尚小的酒鬼酒、舍得酒业成为最受益者。

2013-2015年，高端白酒价格大幅下滑，挤压次高端产品量价齐跌，行业规模大幅收缩。“三公消费”限制下，政务消费断崖式下跌使得高端白酒销量和价格率先回落，以及酒鬼酒塑化剂事件再次让白酒行业蒙上阴影。原本依托高端带来消费和渠道溢出的次高端产品需求承压，由于品牌塑造时间较短，消费者基础不够牢靠，经销商盲目乐观下行业呈现过热状态。在行业进入调整期后，定价和渠道完全脱离大众消费，销量大幅下滑，行业进入低谷。次高端市场2014年最底部时只有约200亿规模，其中2013-2014年受损最严重的莫过于水井坊、舍得酒业和酒鬼酒。

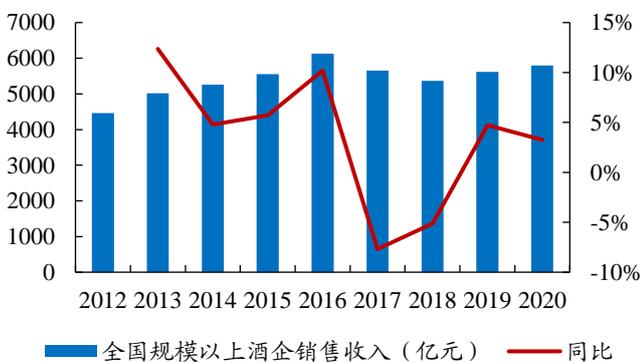
2016年至今，次高端进入第三轮景气周期，大众消费升级之后承接政务消费，次高端重新进入扩容期。2015年开始白酒行业底部复苏自身库存出清，同时白酒消费结构由政商务主导转变为大众和商务消费为主，大众消费能力的提升为次高端白酒消费提供了坚实的消费基础，次高端规模由2015年的不足200亿元扩容至2021年约800亿元左右。根据前瞻产业研究院分析，预计未来次高端规模仍将保持16%年复合增速，预计2025年可超1300亿元。

图14: 2016年后次高端白酒重新进入扩容期



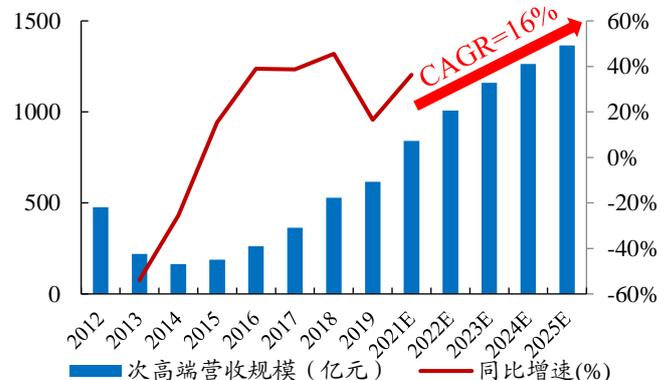
数据来源: Wind、前瞻产业研究院、开源证券研究所

图15: 全国规模以上酒企销售收入保持平稳



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 预计2020年后次高端白酒规模仍将持续扩容



数据来源: Wind、前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2、本轮趋势：次高端量价齐升，增长空间较大

2015 年行业开始进入复苏状态，高端白酒率先提价，带动次高端价格带量价齐升，300-600 元价格带高速发展。

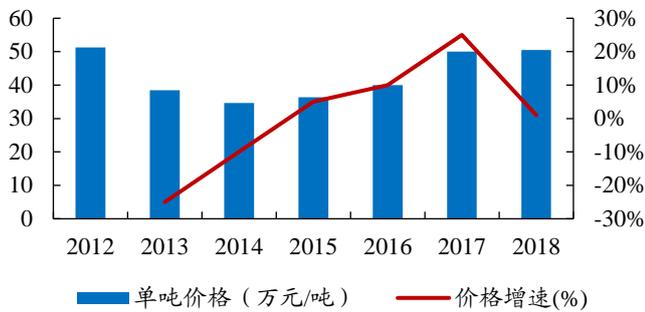
价升：2015 年高端白酒价格回升打开次高端价格带市场空间。随着白酒渠道库存逐渐出清，茅台、五粮液、国窖一批价与终端价持续上行，为次高端产品提价打开了成长空间，次高端产品提价贯穿 2016-2018 年。

表3：2016-2018 年次高端产品开始持续提价

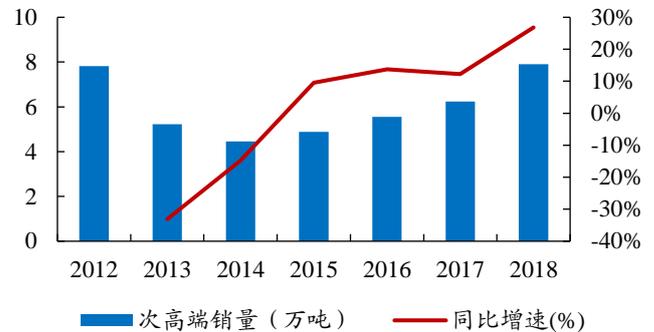
酒企	时间	提价政策
剑南春	2016 年 10 月	提价幅度为 10 元/瓶，水晶剑一批价 320 元
	2017 年 1 月	水晶剑出厂价上调 10 元/瓶，烟酒店成交指导价为 370 元/瓶
	2017 年 5 月	水晶剑终端价提价 10 元，达到 380 元/瓶
	2017 年 10 月	水晶剑统一零售价格不低于 398 元/瓶
	2018 年 3 月	水晶剑每瓶涨价 25 元，建议市场零售价不低于 428 元/瓶
洋河股份	2016 年 10 月	梦之蓝 M3 上调 20-30 元/瓶、M6 上调 25 元/瓶
	2017 年 5 月	梦之蓝 M3、M6、M9 分别上调 10 元、20 元和 30 元
	2018 年 1 月	梦之蓝 M3、M6、M9 烟酒店及团购渠道分别上涨 15 元/瓶、30 元/瓶、60 元/瓶，商超渠道分别上涨 20 元/瓶、40 元/瓶、60 元/瓶
	2018 年 4 月	梦 3 提价 100 元/箱、梦 6 提价 200 元/箱、梦 9 提价 400 元/箱
水井坊	2016 年 11 月	臻酿八号系列产品的建议零售价调整为 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、臻酿八号的出厂价分别上涨 15 元/瓶，10 元/瓶，10 元/瓶
	2017 年 12 月	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
	2018 年 5 月	典藏、井台、臻酿八号、鸿运装等核心产品价格进行上调，提价幅度分别为 30 元、50 元、40 元、30 元
山西汾酒	2016 年 4 月	53 度青花 20 汾酒开票价调整为 318 元/盒，42 度青花 20 汾酒开票价调整为 298 元/盒
	2017 年 5 月	调整之后，52 度青花 20 和 42 度青花 20 的团购指导价分别是 418 元和 398 元，而升级版的青花 30 团购价 53 度和 48 度分别为 558 元和 548 元
	2018 年 7 月	升级版青花 30 的 53 度和 48 度上调 15 元/盒；青花 20 汾酒的 53 度与 42 度上调 20 元/盒

资料来源：公司公告、开源证券研究所

量增：2016 年商务、家宴等场景消费升级拉动次高端价格带销量提升。伴随商务、大众宴请的消费升级，100 元-200 元价位段产品已无法满足政商务、部分大众宴请对品牌力的需求，而高端白酒终端定价 800 元以上，对大部分宴请场合来说价格过高，300-600 元价格带产品品牌美誉度高、价格适中，兼顾面子与成本，成为商务消费以及部分大众宴请场景下最具性价比产品。次高端白酒承接过去 100 元-300 元价格带的消费量，逐渐成为商务、大众宴请用酒的主流，2018 年次高端白酒单吨价格回升至 50 万元/吨，销售量达 8 万吨，基本恢复到 2012 年高点水平。

图17: 2015-2018 年次高端白酒单吨价格持续回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2015-2018 年次高端白酒销量从低点快速恢复


数据来源: Wind、开源证券研究所

2019 年开始高端白酒价格再次突破，逐渐站稳千元价格带，次高端酒企顺势布局 600-800 元价格带，打开新的成长空间。

价升：2019 年开始高端白酒价格再次突破，次高端顺势布局升级。五粮液推出第八代，产品价格迈入千元，在此背景下，次高端首先是针对原有产品进行提价，2019 年以来 400 元以上价格带产品提价势头明显，剑南春水晶剑、今世缘四开和对开、水井坊臻酿八号和井台等持续发布提价信息。

表4: 2019 年次高端产品开始密集提价

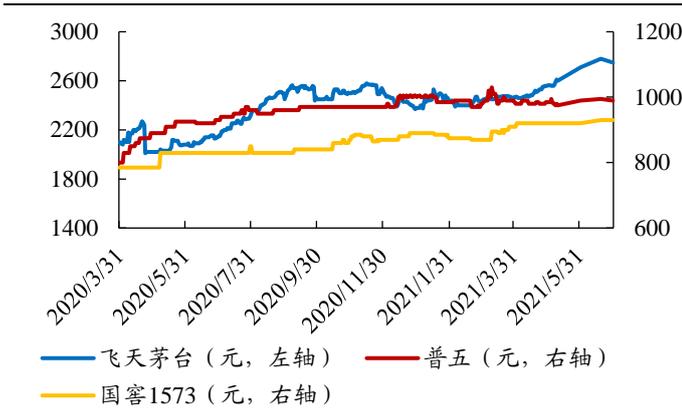
酒企	时间	提价政策
剑南春	2019 年 1 月	水晶剑供货价每瓶上调 20 元
	2019 年 5 月	水晶剑每瓶提价 20 元
	2019 年 10 月	水晶剑每瓶提价 20 元
	2020 年 1 月	水晶剑上调 20 元/瓶
	2020 年 3 月	水晶剑出厂价上涨 25 元/瓶
	2020 年 4 月	水晶剑终端零售价上调至 489 元
	2020 年 12 月	水晶剑终端零售价上调至 519 元
	2021 年 3 月	水晶剑出厂价上涨 30 元/瓶
洋河股份	2019 年 5 月	上调“海天梦”酒类价格，幅度超 20%
	2020 年 9 月	梦 3 每瓶上调 20 元，终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）
酒鬼酒	2020 年 5 月	52 度红坛战略上调 30 元
郎酒	2020 年 6 月	52 度紫坛每瓶上调 40 元
	2019 年 9 月	红花郎（15）出厂价上调 49 元，同时取消十二赠一的配赠政策
今世缘	2019 年 5 月	四开国缘零售价及团购价每瓶上调 30 元，对开国缘每瓶上调 20 元
	2020 年 2 月	四开国缘零售价及团购价每瓶上调 20 元，对开国缘每瓶上调 20 元
	2020 年 7 月	四开国缘零售价及团购价每瓶上调 15 元，对开国缘每瓶上调 10 元
水井坊	2019 年 11 月	臻酿八号、臻酿八号禧庆版、52 度鸿运装每瓶零售价上涨 20 元，52 度典藏大师上涨 60 元/瓶
	2020 年 9 月	臻酿八号 38 度、臻酿八号 42 度建议零售价每瓶上调 20 元
	2020 年 12 月	52 度臻酿八号零售价上调 20 元，52 度、38 度典藏大师建议零售价

酒企	时间	提价政策
		每瓶分别上调 160 元、120 元
	2021 年 4 月	井台出厂价与零售价上涨 20 元，八号出厂价与零售价上涨 10 元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

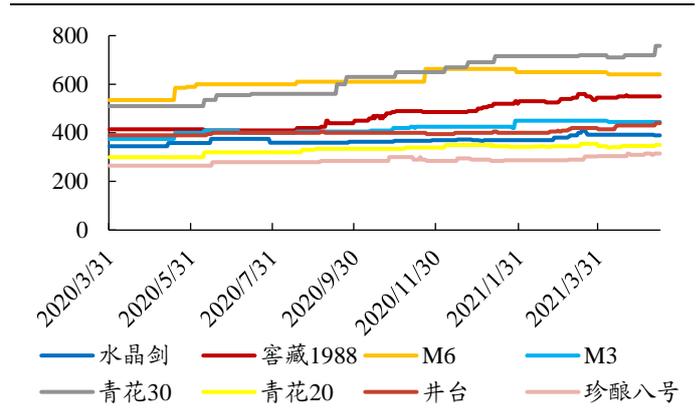
2020 年疫情影响下，高端酒企站稳千元以上价格带，次高端酒企开始加码布局 600-800 元价格带。随着高端白酒站上千元价格带，进而打开下方次高端白酒价格带天花板，次高端酒企顺势布局 600-800 元价格带，洋河发力新版 M6+，水井坊主推典藏大师，今世缘 V 系列增长势头明显，成为次高端酒企新的增长点。

图19：2020 年以来高端白酒一批价持续上涨



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

图20：2020 年以来次高端白酒一批价（元）跟随上涨



数据来源：今日酒价、开源证券研究所

图21：次高端产品价格带（元）顺势而上



数据来源：Wind、开源证券研究所

量增：600-800 元价格带格局未固化，成为次高端进行价值打造的新机遇，未来将处于高速扩容期。600 元以上价格带刚刚空出，正处于蓝海阶段，格局并未固化竞争者较少，产品处于快速扩容初期，先布局酒企可凭借先发优势提高价格带竞争门槛，提前培育产品，扩大品牌影响力和知名度，占领消费者心智。

表5: 次高端 600 元以上产品规模 (亿元) 处于快速扩容初期

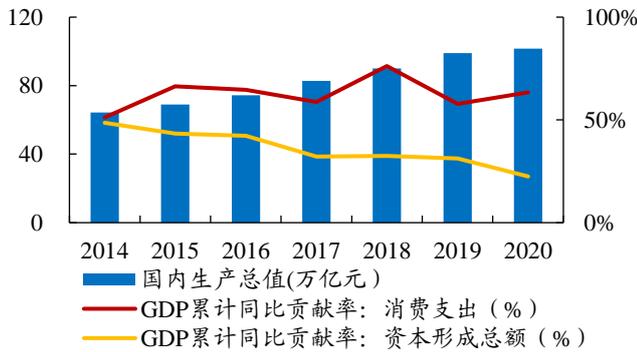
类别	品牌	2018 年规模	2019 年规模	2021 年规模
全国名酒	水晶剑	450	520	650
	水晶梦 3			
	臻酿八号/井台			
	赖茅			
	汉酱			
	金质习酒			
地产酒	国缘对开/四开			
	古井 8/16			
	口子窖 10/20			
	其他			
增速			16%	25%
全国名酒	钓鱼台国宾	50	80	200
	国台 15 年			
	摘要			
	梦之蓝 M6+			
	青花 30			
	智慧舍得、舍得			
	老酒			
地产酒	典藏			
	国缘 V3/6			
	古 20			
增速			60%	150%

资料来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

2.3、未来判断: 基础扎实, 次高端可看长远

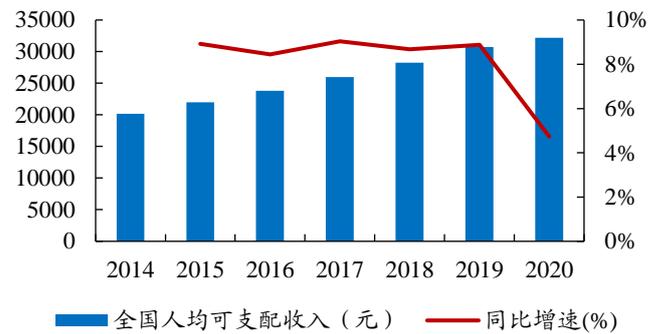
需求端: 白酒周期属性弱化, 从投资驱动到消费拉动, 同时在商务、家宴等场景消费升级下, 次高端白酒需求扎实消费属性凸显。2015 年起资本形成总额对 GDP 贡献率不断下降, 而消费支出贡献率基本稳定在 60%左右, 白酒增长与固定资产投资相关度减弱, 随着人均可支配收入稳定增长, 白酒从投资驱动转为消费支出拉动, 消费水平的提升是次高端规模上升的一大推动因素。

图22: 投资对于 GDP 增长贡献率逐渐下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

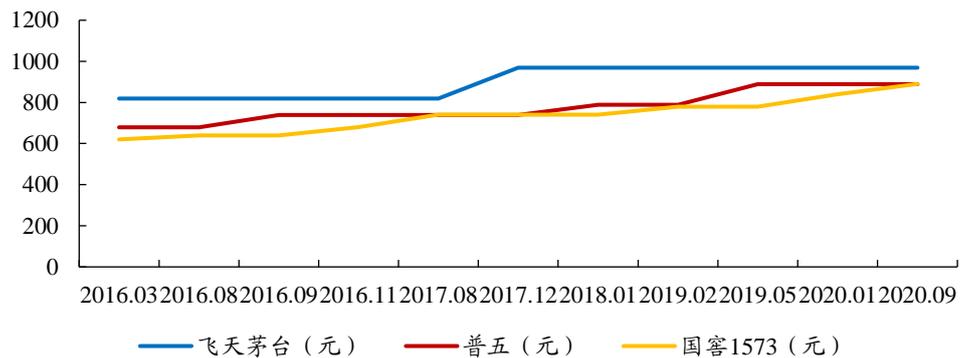
图23: 全国人均可支配收入稳定增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

供给端: 高端酒企对于价格和库存的管控加强, 熨平行业周期性波动风险。 高端酒企持续改善渠道掌控力, 有效解决渠道和终端肆意囤货造成价格泡沫化, 高端酒企稳扎稳打拉长景气周期, 市场空间更为扎实。

图24: 高端白酒出厂价近年来处于平稳上升状态



数据来源: Wind、开源证券研究所

渠道端: 次高端名酒围绕重点区域, 不断加强品牌营销和渠道建设, 夯实基础逐步推行全国化。 本轮白酒周期下, 各家次高端酒企纷纷勤修内功, 不断补足自身在营销及渠道模式上的不足, 营销模式上差异化创新, 渠道模式上注重消费者培育和终端建设, 深耕核心市场扩大市占率, 逐步向周边潜力市场拓展。次高端行业的成长基础更为扎实, 增长也更具有可持续性。

表6: 次高端酒企不断加强品牌价值营销及渠道建设

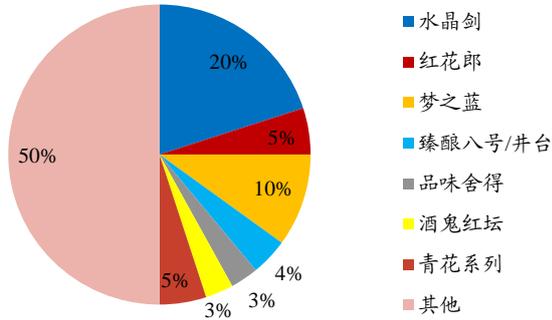
相关企业	重点区域	营销模式	渠道运作模式
洋河股份	江苏、河南、山东、安徽、河北、浙江、上海	“522 极致化工程”打造营销、商务团购、家宴市场、新江苏极致化和消费升级细致化	“一商为主, 多商配合”模式, 以消费者为中心, 厂商关系改善, 经销商积极性提高
山西汾酒	山西、河南、山东、京津冀、内蒙陕西、华东、湖南、湖北、东南	“一优三强”酒类品牌一体化运作新模式, 开展品牌瘦身, 规范产品包装	对全系列产品实行销售配额制管理, 实行精细化管理, 借助数字化系统改造传统渠道

相关企业	重点区域	营销模式	渠道运作模式
水井坊	四川、江苏、河南、湖南、广东、上海、浙江、天津	打造 品牌盛宴 和 尊享晚宴 品鉴会，针对不同人群搭建“水井坊壹席”、“水井坊菁宴”	推行新总代模式， 重视终端建设和消费者培育 ，集中资源实现区域精耕细作
舍得酒业	川渝、河南、东北、山东、京津冀	成立 舍得、沱牌、老酒、高端酒 四大事业部分品牌运作	“ 厂家为主，商家为辅 ”模式，实现扁平化、精细化运作
酒鬼酒	湖南、京津冀、山东、河南、广东、华东	举办“ 高端酒价值论坛 ”邀请众多名人以及经销商、终端老板，为内参酒造势	加强线上线下 价格管控 ，严控折现渠道分销政策，减少随货配发政策，打击窜货行为

资料来源：公司公告、开源证券研究所

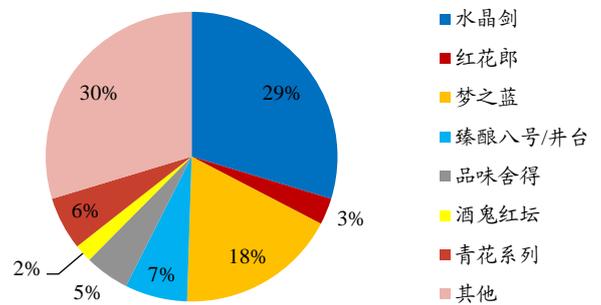
竞争格局：次高端大浪淘沙，市场份额进一步向名酒集中。2009-2012年白酒繁荣时期，次高端白酒市场参与者众多，但在三公政策行业调整下，高端酒一批价不断下行，次高端产品一批价承压严重，品牌力、产品力较弱的中小酒厂退出次高端价格带市场，或回归200元以下的中低档酒市场，或直接出局，根据我们测算，2012年名酒市场集中度为50%。2018年进一步提高到70%，主要参与者数量大大减少，目前300元价位段是名酒和地产酒交叉的段位，500元价位段基本只有名酒参与。

图25: 2012年CR7集中度为50%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26: 2018年CR7集中度为70%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

总结：行业周期性景气度更长，保证了次高端的全国化和产品结构升级的持续性。消费升级需求基础更加坚实，高端白酒稳健上升熨平行业波动风险，次高端的渠道基础建设也更加扎实。因此本轮次高端可以走的更长，增长也更具可持续性。

3、公司：坚持打造高端品牌形象，着力全国化扩张

3.1、产品：高端定位明确，提前规划产能

3.1.1、核心单品聚焦次高端价格带

白酒产品结构层次清晰，聚焦资源扎根次高端领域。公司始终坚持以提升品牌价值感为目标，剥离副业和低端品牌，资源聚焦中高端产品，不断巩固其高端品牌形象

象，中档产品收入占比不断压缩。目前中高档白酒核心大单品为臻酿八号、井台、典藏，所处价格带分别为 300-400 元、400-600 元、600-1000 元，三者 2018-2020 年占总营收比例超 95%。

表7: 水井坊产品结构层次清晰

产品档次	产品名称	2021 年售价	产品形象	2021 年营收占比
高端酒	水井坊菁翠	1699		6%
	水井坊井台珍藏龙/凤酒	1298		
	典藏大师版	839		
	水井坊井台 12	558		
次高端	水井坊井台	529		90%
	水井坊臻酿八号·禧庆版	399		
	水井坊鸿运装	399		
	水井坊臻酿八号	379		
中档	小水井红运装	199		3%
	水井坊小水井	199		
	水井尚品	199		

资料来源：公司官网、开源证券研究所

顺应行业环境，不断更迭核心单品。2000 年水井坊井台和典藏两款高端白酒正式上市，定位 400-600 元，推出后迅速占位高端白酒市场，2012 年之前每年均为公司贡献大部分营收；2011 年公司推出菁翠定位千元以上，但由于品牌影响力不足，导致产品推广效果不佳；2013 年底行业进入调整期，高端产品动销受阻，公司推出次高端品牌臻酿八号，布局 300-400 元价格带，以聚饮和婚宴场合为主，消费者接受度高，在 2015 年调整期结束后八号进入放量时期；2017 年随着核心单品臻酿八号和井台渠道利润逐渐透明化，消费升级持续加速，公司相继推出典藏大师和新版菁翠两款高端产品，发力更高价格带，拉高品牌形象的同时增强渠道推力。

图27: 水井坊核心单品不断更迭



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

当前公司主打臻酿八号和井台，长期聚焦打造高端典藏系列。2015起臻酿八号和井台进入快速放量时期，形成双轮驱动不断增厚公司业绩，2021年起公司将重点发力高端产品，对典藏系列进行全面升级换代，预计在十四五期间收入占比提升至双位数。

臻酿八号、井台：次高端定位明确，聚焦300-600元价格带享受行业扩容红利，保障公司业绩基本盘。2015年次高端行业重新进入扩容期，公司集中资源聚焦发展次高端产品臻酿八号和井台卡位，跟随行业不断高速增长。2015-2020年间两款单品年复合增速已超40%，带动公司毛利率持续上升，保障公司业绩高速增长，到2020年公司次高端产品营收占比已达90%，优异次高端产品结构使水井坊充分享受行业扩容红利。

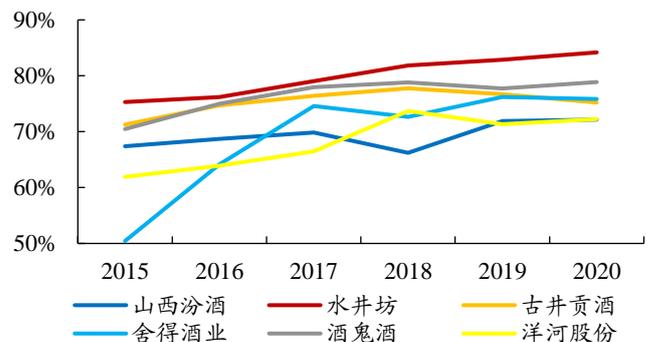
典藏：集中资源重点打造，有望享受新一轮600-800元价格带扩容趋势，成为公司新一增长极，改善产品结构。2021年新任管理层重点明确高端化战略，将集中资源重点组建高端酒销售平台，单独运营管理高端典藏产品系列。同时随着高端一线白酒逐渐升至千元价格带后，600-800元价格带出现空缺，典藏系列有望凭借优秀的产品品质，站稳该价格带享受扩容。当前高端产品占比仅为6%，未来随着高端占比持续提升，产品结构将向高端化升级。

图28: 2015-2020年次高端产品营收(亿元)高速增长

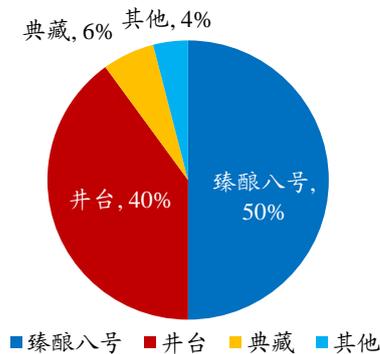


数据来源：Wind、开源证券研究所

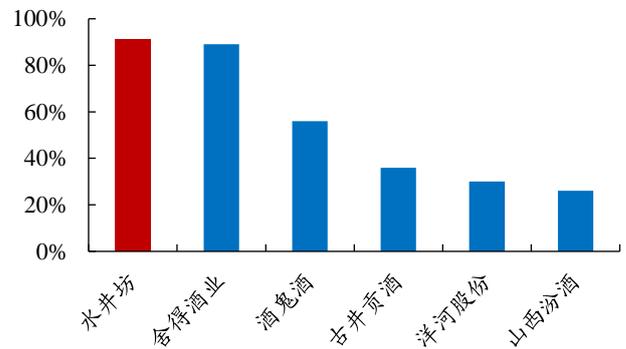
图29: 2015-2020年水井坊毛利率持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30: 2020年井台和臻酿八号贡献90%营收


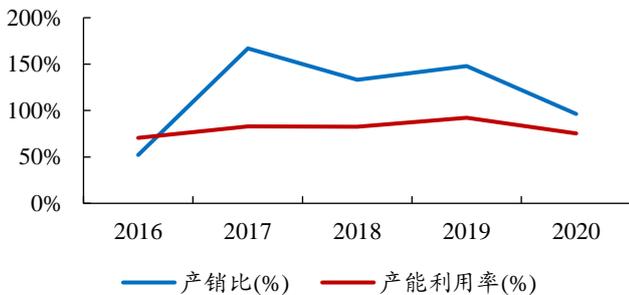
数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 2020年水井坊次高端产品营收占比较高


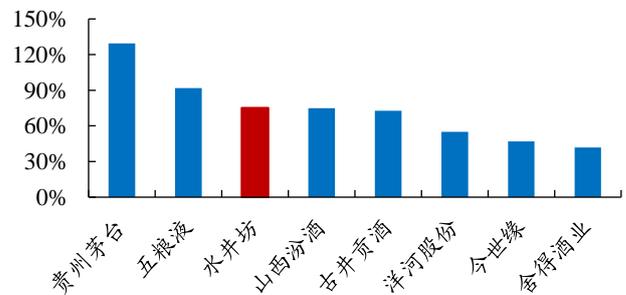
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.1.2、提前布局产能，奠定未来发展基础

核心单品迅速放量，产能扩建蓄势待发。自2017年以来水井坊核心大单品臻酿八号和井台装快速放量，销量大幅超过其生产量，2017-2019年平均产销比为150%，仅2020年因疫情影响产销比下滑至96.34%。在次高端白酒中，公司产能利用率近年逐步提升，2019年达到历年峰值92.21%，2020年有所下滑但仍处于行业领先状态，显著高于今世缘和舍得酒业。当前公司正处于高速发展期，销量已接近产能极限，短期内仍有部分老酒可用于调制，但长期发展下产能改建势在必行。

图32: 水井坊实际产能已达高位


数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 2020年公司产能利用率(%)领先其他次高端酒企


数据来源: Wind、开源证券研究所

邛崃产能扩建项目再度启程，为未来发展奠定基础。水井坊2011年曾计划在成都邛崃投资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，2013年行业调整期间公司进入低谷，业绩同比下滑70%，经管理层研判后该项目于2015年6月暂时终止。历经3年的调整发展后，水井坊产销量逐年大幅上升，于2018年邛崃项目再次启动，公司扩大产能旨在深化供给侧改革，提高中高端固态酿造白酒的产量，持续调整产品结构，进一步占领市场份额。

表8: 2018年环峡产能扩建项目再度启程

	2011年	2018年
总投资额	22.8亿元	25亿元
建设规模	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	20000kL/a原酒酿造能力、在水井坊现有环峡基地的基础上,增加40000kL储存能力
项目建设意义	扩建产能,生产不同香型基础酒生产、勾贮	扩大公司产能,满足市场需求;优化产品结构,实现转型升级
完成情况	2015年暂时停止	2020年上半年开工,三年内竣工

资料来源:公司公告、开源证券研究所

3.2、渠道:深入推行新总代模式,积极掌控核心门店

3.2.1、新总代模式精细化运营,持续增强终端控制力

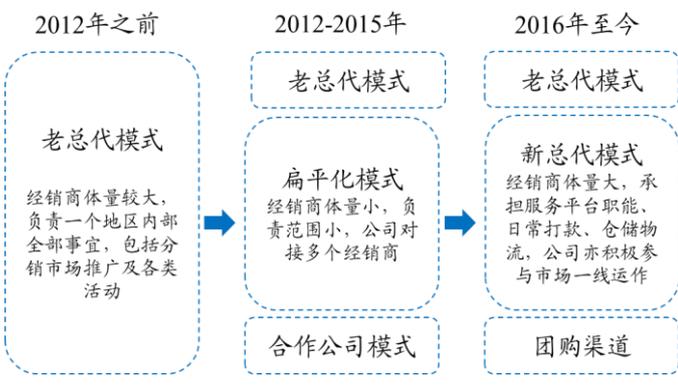
公司在渠道模式上可分为三个阶段:单一总代模式(2012年以前);总代+扁平化+合作公司模式(2012-2015年);老总代+新总代模式(2016年-至今)。具体来看:

2012年以前:传统总代模式助力公司快速扩张,行业调整期弊端显露。由于发展初期规模较小,行业竞争激烈,公司采用传统总代模式,以一省或多省为单位,由公司指定某一经销商作为公司合作伙伴,在区域内独家代理公司产品销售。该模式下公司降低市场开拓成本,加快市场扩张速度和铺货效率,但模式弊端也显而易见,由于公司过度依赖于大商,导致对渠道掌控力不足,渠道下沉较为困难,很难了解终端动销和库存状况。在行业调整期渠道利润大幅下降,部分市场总代纷纷退出让公司业绩雪上加霜。

2013-2015年:陆续推行扁平化直营和合作模式,渠道改革成效较低顾此失彼。在老总代模式下公司与经销商和市场脱节,2013年公司在一些重点区域如北京、武汉、四川、广东等地实现扁平化直营以取代原总代模式,销售渠道进一步下沉,营销更接地气,但由于缺少市场核心资源,导致产品推广速度不及预期,此外大量销售人员需求也加大市场开拓成本。2015年引入合作公司模式,与拥有资源的经销商深度合作加强区域零售分销,恢复当地分销网络,虽然弥补了扁平化模式的资源欠缺,但终端渠道掌控力依旧较为薄弱,不同区域窜货、市场价格波动和管理难度大等问题仍亟待解决。

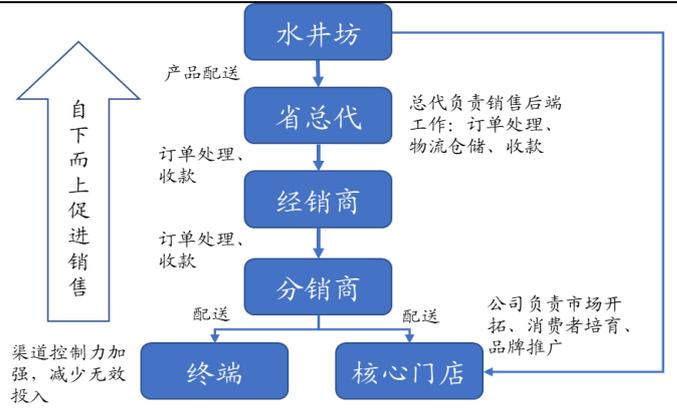
2016年-至今:新老总代模式并行,实现区域精耕细作。2016年行业进入复苏状态逐渐回暖,新管理层开始在扁平化区域实行新型总代模式,该模式将原有老总代和扁平化模式进行升级整合,在缺少资源的核心市场保留总代销售、物流管理和后端业务等工作,由公司负责市场开拓、消费者培育和销售前端管理,一方面保留省代降低公司仓储物流和销售投入,一方面不断强化终端和核心门店掌控力,积极参与一线运作了解市场动销,渠道和价格管理得到提升,之前模式下存在的多种问题也得到有效改善。

图34：2016年起实行新老总代模式并行



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图35：新总代模式示意图



资料来源：公司公告、开源证券研究所

新总代模式下经销商数量缩减，终端掌控力增强。2016年公司各区合计经销商77家，较2015年大幅减少151家，其中北区和西区分别减少78、58家，2020年各区经销商均在10家以下，仅新渠道经销商数量较高。随着经销商数量缩减，公司对于各个渠道价格实时监控，严禁跨区窜货行为，保证产品顺价销售，有利于公司将有限的资源投放至一线核心区域，加强渠道和价格管理能力，因地制宜发挥不同区域经销商的优势，同时保证公司对市场变化的反应速度。

表9：新总代模式下经销商数量大幅缩减

经销商	2015	2016	2017	2018	2019	2020
北区	107	29	11	9	8	8
东区	16	10	7	6	5	5
南区	16	7	7	5	5	5
中区				6	6	6
西区	68	10	6	6	4	4
新渠道	18	21	17	18	19	18
汇总	228	77	48	50	47	46

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.2、聚焦资源升级核心门店，加强对终端把控

施行多项举措聚焦核心门店升级，数字化手段助力门店拓张。简化考核机制，通过线上、线下专业培训以及有竞争力的绩效体系提升团队战斗力，让销售人员能够全力聚焦核心门店服务及销售；同时在原先门店模式上增加升级服务，包括礼品、宴席增值差、标准化小品会等，通过加强核心门店执行力，实现差异化营销；此外公司在全渠道领域继续运用数字化工具，进一步优化宴席及企业团购体系，助力公司触达更多目标消费者，渠道终端管理也从过去粗放式逐步走向精细化，渠道下沉趋势也日益明显。公司目前已成功打造核心门店5.0体系，未来将持续聚焦资源提高核心门店在重点省份覆盖率，深入品牌高端化策略。

表10：核心门店持续升级

核心门店	年份	具体内容
1.0	2016	启动核心门店，坚持终端为本，注重终端门店开发、维护
2.0	2017	加强门店信息化建设和管理，稳定价格体系

核心门店	年份	具体内容
3.0	2018	门店业务模式全面导入“八大升级服务”，提升终端门店动销服务
4.0	2019	注重销售团队培训，布局进一步下沉，吸引更多优质目标门店加入分销网络
5.0	2020	简化渠道经营，加强门店核心执行力，进一步优化宴席体系，注重区域化差异

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、蘑菇战术引领发展，稳步推进全国化进程

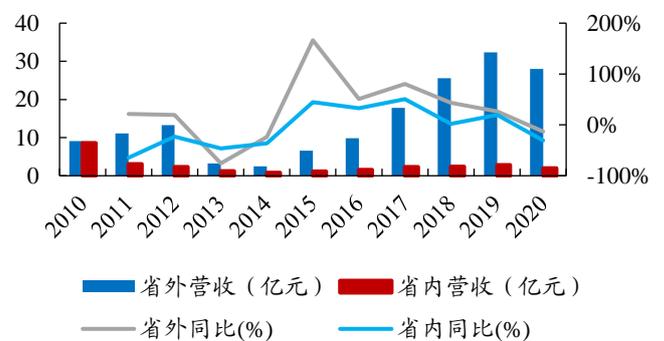
蘑菇战术阶梯式拓展核心市场，“5+5+5”战略格局下各区营收实现高速增长。2015年水井坊正式开始“蘑菇战术”，公司重点布局四川、江苏、河南、湖南和广东形成第一梯队五大核心市场，并在每个省份寻找优质市场进行区域突破，进而实现对省内其他城市的覆盖。随着公司收入和规模的不断提高和对核心市场的重点培育，2016年公司拓展北京、上海、浙江、天津、福建为第二梯队核心市场，重点省份消费氛围良好，整体市场增速维持在30%-40%，第二梯队市场在低基数下实现70%-80%增速。2017年上述核心区域均取得较好成绩，各大区营收同比增速均超50%，其中第一梯队核心市场全年贡献收入50%左右。2018年公司进一步拓展河北、山东、江西、陕西、广西等五省作为第三梯队的新兴核心市场，形成“5+5+5”战略格局，江苏、湖南、浙江增速超30%，整体核心市场销售占公司总营收超80%。

图36：2016-2020年各区营收（亿元）保持稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

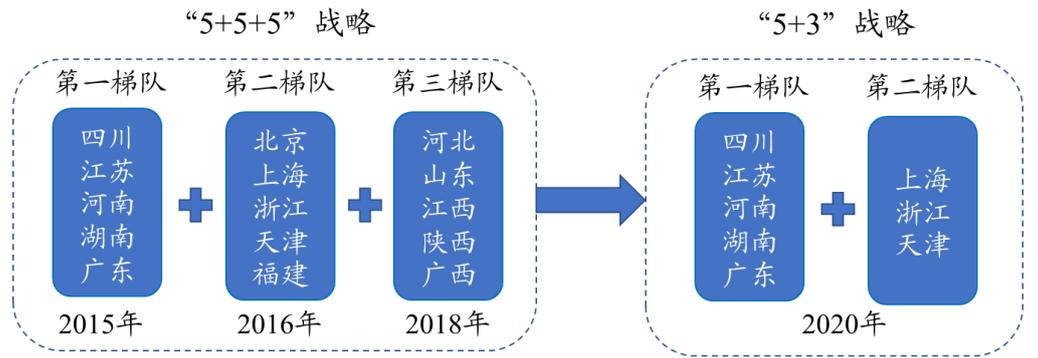
图37：2015-2020年省外销售收入高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020年及时调整转变“5+3”战略，聚焦资源提升核心省份占有率。2020年疫情冲击影响下，公司果断调整战略深耕核心八大市场，形成五个核心市场和三个潜力市场，聚焦资源深耕核心省份市场，以核心市场带动周边发展，不盲目追求扩大市场份额和铺货率。此外，公司建立团购分销模式，加大团购渠道的投入，推动企业团购等业务，加快高端团购销售转化。目前八大市场份额占比约60%，未来将持续扩大。

图38：“5+5+5”战略转为“5+3”战略



资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、水井坊变化：紧跟行业趋势，渠道革新助力高端产品突围

4.1、之前不足：典藏增速缓慢，高端推力不足

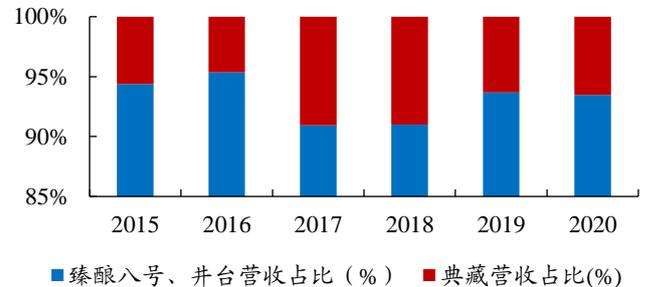
近年来公司大单品臻酿八号和井台快速放量，但典藏系列一直不温不火，市场推广速度较慢。2015-2018年典藏快速增长，2017年和2018年分别同比增长250%和42%，但2018年后典藏呈现下滑态势，2020年销量较2018年减少超20%，营收占比下降至6%左右。

图39：2018-2020年典藏营收持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2020年典藏营收占比仅为6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

典藏系列首次上市于2000年，助力公司打造高端品牌，2017年公司推出升级产品典藏大师，但系列产品至今增长仍较为缓慢，我们认为主要有以下三点原因：一是职业经理人在过去十年中变动频繁，上任管理层多着眼于短期业绩目标，高端化战略不够坚定；二是总代模式下省代积极性较弱配合度不够，渠道推进高端速度缓慢；三是外资体制导致公司注重合规文化，各项政策审批较为严格，部分核心渠道无法有效拓展。

原因一：职业经理人变动频繁，管理层更关注短期业绩提升，高端推进动力不足。从2009年至今，公司总经理职位共经历五次换帅，2009年和2013年公司接连选择 Kenneth Macpherson (柯明思) 和 James Michael Rice (大米) 担任公司总经理，两位外籍总经理因存在中西方白酒文化差异，将战略重心放在海外市场增长，导致国内白酒业务不断下滑。2015年公司聘用范祥福出任总经理，主导水井坊产品战略、渠道及市场改革后，中高端产品实现快速放量。2019年变更总经理为朱永标，在短

期业绩不达预期后，2020年9月再度更换总经理为朱镇豪。管理层频繁变动使公司管理者不能专注于高端化战略，更多关注于短期业绩提升，导致高端推动力不足。

表11: 2009-2020年公司共经历五次换帅

任职时间	姓名	任职前酒类从业经历	任职期间战略
2009.4-2013.3	KennethMacpherson (柯明思)	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	国内国外市场同时发展，海外市场增速较低，国内市场渠道和运营结构相对落后，行业高速发展时表现一般
2013.3-2015.6	JamesMichaelRice (大米)	无	面对国内白酒行业低迷前景，未及时调整产品战略，坚持高价格带定位和海外发展，导致白酒业务严重下滑
2015.10-2019.6	范祥福	嘉士伯啤酒(香港)有限公司大理啤酒总经理、	渠道调整为新总代模式，加强终端掌控，聚焦高端及次高端市场，白酒业务谷底反弹
2019.7-2020.9	危永标	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	注重品牌建设和上下游建设，聚焦高端板块，但2020年上半年业绩跌幅远高于同行竞争者导致总经理辞职
2020.9-至今	朱镇豪	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	重构起以动销为主导的营销策略，加强团购渠道，做大宴席、送礼场景，聚焦重点核心市场覆盖率

资料来源：公司公告、开源证券研究所

原因二：总代模式下，经销商对高端产品推广积极性不高，公司缺少核心渠道推力。水井坊由于产品以中高档为主，消费场景多为商务婚庆宴宾，加之在全国化布局中缺少核心资源，所以公司对大商依赖度较高。典藏系列上市初期，产品推广及消费者培育并不成熟，渠道拓展市场难度偏大且需投入较高费用。公司与大商战略协同上出现分歧，公司注重产品长期发展和品牌高端化建设，而大商更关注短期渠道利润和市场占有，导致公司推行高端策略时，大商积极性和推广配合度并不高，典藏系列不能很好触达核心消费群体和意见领袖，产品推广缓慢前行。

原因三：外资体制导致公司合规文化较为复杂，各项营销及推广活动进展缓慢。水井坊母公司帝亚吉欧在企业合规文化上较为注重，在制定企业法律法规、监管要求以及企业自身业务活动规则方面较为严格和复杂，但过于繁琐的审批制度使得公司白酒业务发展受到较大限制也不够接地气。一方面外资合规文化在营销活动中审批时间较长，导致活动灵活性及时性较差，导致经销商很多传统营销活动无法开展；另一方面白酒对于酒企掌控的核心渠道和资源要求较高，公司在广告费用投入占比较高，但在渠道推广投入上占比较少，且部分政商务渠道拓展不符合公司合规文化要求，导致经销商在重要的企业团购和核心高端客户资源上有所缺失。

4.2、本轮改革：打造高端酒销售平台，调整激励制度

2021年公司明确将重点发力典藏系列，同时针对公司内部存在的问题进行一系

列改革，**职业经理人**上新任总经理职位调动风险更小，高端目标明确；**组织架构**上体内外共同打造高端酒销售平台，独立运营典藏以上产品；**激励制度**上调整回购方案，加大激励力度。多项举措彰显公司对于未来高端产品发展信心，同时积极调整战略方案，破除沉疴积弊，高端典藏系列未来有望进入正循环。

4.2.1、职业经理人：新任总经理调动风险较小，高端目标明确

新任总经理职权级别更高，职位变动风险较小。公司新任总经理朱镇豪在母公司帝亚吉欧有着多年丰富的履历，其同时也是帝亚吉欧洋酒大中华区董事总经理、水井坊董事会董事和副董事长，一是多项职位赋予朱总更高的职权与更大的话语权，管理层与经销商配合度更高，在经营策略和渠道改革建设上也有较多的自主权；二是朱总在帝亚吉欧已担任数年高管，存在工作调动以及离职风险较之前总经理更小。

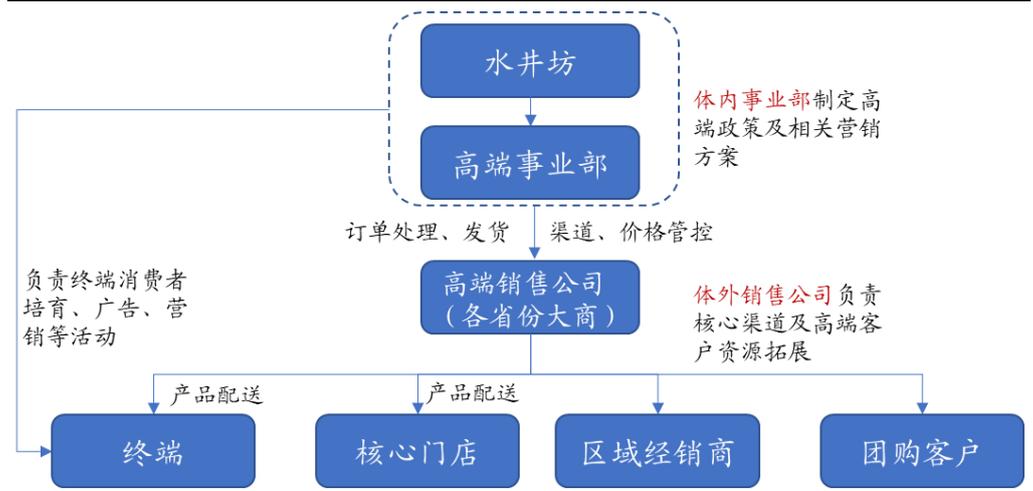
新任总经理虽临危受命，但坚定高端化定位。2020年上半年公司因疫情影响业绩下滑，总经理危永标辞职，新任总经理朱镇豪临危受命。朱总上任后更加坚定夯实水井坊高端品牌，在2021年春季糖酒会期间的水井坊经销商大会上，明确水井坊成为“高端浓香头部品牌之一”的愿景，根据消费趋势变化进行产品结构化升级，布局典藏及以上产品，以高端引领次高端，促进全线产品可持续性发展。此外，朱总积极与优质经销商合作，多维度拓展市场，推动高端事业部及销售公司成立，打造高端酒营销圈层，加快培育核心高端消费群体和意见领袖。

4.2.2、组织架构：成立高端酒销售平台，聚焦典藏系列增长

公司2021年重新将高端化提上进程，体内成立高端事业部，体外成立销售公司，着力打造高端酒销售平台，未来将成为公司新的增长点。公司体内成立高端事业部，将典藏及菁翠从原有产品体系中拆分出来单独管理运作，高端事业部作为典藏系列上游供应商，一方面为销售公司及经销商提供渠道、价格管控，以及辅助相应营销策略推广和消费者培育；一方面着力聚焦打造高端化战略，针对高端产品资源投放以及产品库存精细化管理进行提升，实时掌握市场和消费者变化。

销售公司增强厂商协同性与一致性，外资合规文化有望得到解决。2021年8月体外高端产品销售公司正式成立，该公司由水井坊牵头、经销商自发入股组建，目前共有25个大商分别投资300-600万元不等进行入股，覆盖了水井坊24个省级市场，包括河南、湖南、江苏等核心市场，销售团队也正在扁平化招商。该模式下公司和经销商两者关系正在向厂商一体化模式演变，通过股份、股权等新的合作机制让双方从过去单纯的产品贸易模式和形态向利益共同体升级，最大程度实现了厂商资源和运营能力的充分整合，并且有效提升了两者之间的协同性和一致性，为高端品牌持续成长带来的丰厚红利。此外，体外销售公司中水井坊并未占股，营销推广活动可由销售公司自行决定，从而可以直接绕过水井坊外资合规文化，大商在布局核心渠道资源和接触意见领袖上将拥有更大自主权和灵活性。

图41: 2021年水井坊着力打造高端酒销售平台



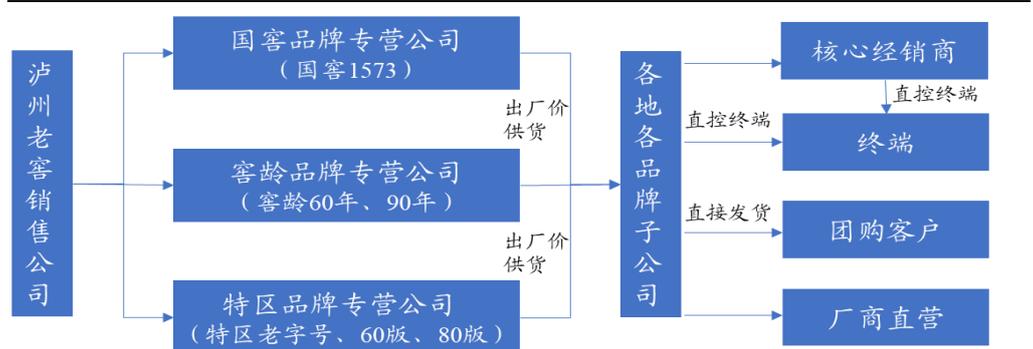
资料来源: Wind、开源证券研究所

参照行业早期泸州老窖品牌专营公司和内参销售公司，水井坊高端产品销售公司将有以下几大优势：品牌上单独运营典藏系列，持续塑造深化高端形象；渠道上减少销售层级，直控终端控价稳量，保障经销商充足利润空间；销售环节上及时掌握市场动销、库存情况，政策灵活调整直达终端。

老窖品牌专营公司：2015年泸州老窖在柒泉模式上，成立国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，分别负责国窖1573、窖龄酒、特曲酒的市场运作，专营公司旗下是分区域设立的专营子公司，主要负责各区域产品的推广和销售。品牌专营公司由排名靠前的经销商出资组建，通过股权绑定经销商利益，调动经销商积极性的同时，在组织架构、终端掌控、管理方式、渠道层级、营销考核等方面进行系统变革。

从品牌来看，老窖各品牌独立营销，市场运作职能收归公司，更有利于老窖提升不同品牌营销的有效性；从渠道控制力看，经销商层级减少，只设一级经销商、团购商或终端，渠道更扁平化利于直控终端；从市场适应性来看，专营公司更贴近终端网点和消费者，市场反应更加迅速。

图42: 2015年泸州老窖成立三大品牌专营公司



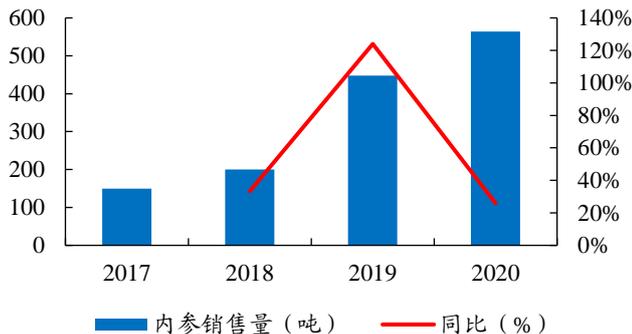
资料来源: Wind、开源证券研究所

内参销售公司：2018年底酒鬼酒成立内参酒专营公司，优化渠道模式。内参销售公司主要由高端白酒资源大商出资组建，重要决策均由酒鬼酒公司和内参经销商共同商议制定，着力构建厂商价值一体化营销模式。从厂商利益来看，厂商关系由交易向协同转变，捆绑经销商利益，降低费用投入，推进公司向大店打造、大商扶植、

区域占王为基点的区域精耕转变，共管共控渠道、共享利益、共担风险实现营销力的最大化，稳步推进内参酒稳价增量。

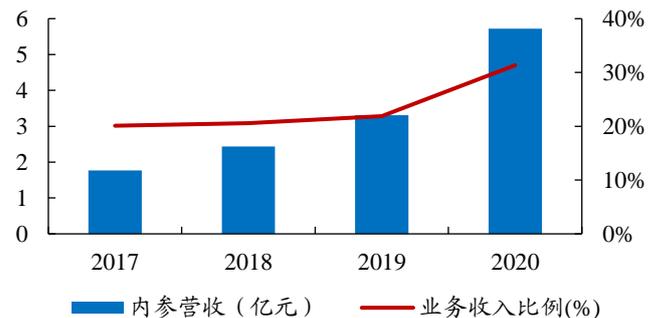
内参公司成立后运作更加灵活，销售策略贴近市场实际发展，整合区域大商资源的同时持续推进渠道扁平化，为内参酒全国化提供良好推力。到2019年内参公司在湖南省内完成793家终端直营店建设，同时开启全国化进程布局北京、河北、广东等地。内参酒从2018年到2020年期间，销量从200吨增长至564吨，营收从2.44亿元提升至5.72亿元，营收实现翻番增长。

图43: 2019年起内参酒实现快速放量



数据来源: Wind、开源证券研究所

图44: 2020年内参营收占比超30%



数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2.3、激励机制：健全激励机制，激发公司活力

持续引入股权激励机制，绑定管理层利益，加强经营稳健性。2019年7月水井坊实施了限制性股票激励计划，向13位高管以及核心技术（业务）骨干对象授予限制性股票总计24.2万股，但因2020年疫情影响，营收增速未达目标，股权激励制度未完成兑现。2021年9月公司为保证业绩稳步提升和高端化战略推进，再度出台股权激励计划，本次覆盖范围更大，人数调整为不超过66人，股票规模为72.37万股，此外考核指标也更加宽松，年度营收平均增速由之前不低于对标企业平均水平的110%，调整为在9家对标企业中排名前5。

公司上调股权回购计划彰显信心，激发核心成员积极性。2021年4月公司再度提出新的股权回购计划用于实施员工持股计划，本次回购公司拟使用资金总额为3411-6822万元，回购股份价格不超过90元/股。2021年8月公司对股份回购进行再次调整，拟回购资金总额调整为5950-11900万元，回购股份价格不超过130元/股。新回购旨在进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住人才。公司再次调整完善人员激励制度，一方面激发管理层的积极性，强化内生动力，另一方面也看出来公司加强在行业综合实力的决心，推动公司长远发展。

表12: 公司不断上调股权激励方案

2019年7月限制性股票激励	
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
价格	25.56元/股
解锁份额	24.22万股
激励条件	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%，解锁条件为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%，解锁条件为 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 4 月回购股份用于员工持股计划

回购目的	为进一步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，有效地将各方利益结合一齐，水井坊拟使用自筹资金以集中竞价交易方式回购股份用于实施员工持股计划。
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起不超过 12 个月。

2021 年 8 月调整回购股份方案

调整目的	鉴于近期公司股票价格已超过原回购股份方案规定的回购价格上限，为保证回购股份的顺利实施，保护投资者利益；同时，也为了实现回购目的，充分达到激励的效果，公司拟对回购价格上限及回购资金总额进行调整。
回购金额	本次调整拟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）
回购期限	回购股份的实施期限为自董事会审议通过该回购股份方案之日起不超过 12 个月。

2021 年 9 月限制性股票激励

激励对象	董事、高级管理人员共 3 人，中基层管理人员及核心技术（业务）骨干不超过 63 人
价格	55.00 元/股，计划筹集资金总额上限为 3,981 万元
解锁份额	72.37 万股
激励条件	第一次解锁时间为自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起的 18 个月后，对应解锁比例为 50%，解锁条件为 2021 年、2022 年度的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5。 第二次解锁时间为自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起的 30 个月后，对应解锁比例为 50%，解锁条件为 2021 年度、2022 年度、2023 年度的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5。

资料来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

收入假设：考虑 2020 年疫情影响下，公司业绩基数较低，2021 年次高端消费场景和渠道动销快速恢复，同时水井坊全国化步伐稳步推进，叠加次高端和高端核心产品推广进展顺利，尽享行业扩容红利，臻酿八号和井台增速较快，业绩弹性迅速释放；典藏系列在公司高端战略引领下预计高增长。预计 2021-2023 年营收增速分别为 44%、37%、28%。

毛利率假设：公司成本变化不大，考虑到 2021 年公司聚焦资源提升高端典藏产品占比，臻酿八号和井台提价态势良好，毛利率预计将呈逐年提升趋势。预计 2021-2023 年整体毛利率分别为 85.9%、87.7%、89.5%。

费用假设：公司高端化战略再度提上日程，针对高端消费者培育和品牌推广加大费用投放，销售费用短期内仍将高企，长期随着公司高端产品占比提升，预计销售费用将逐步回归正常水平。

表13: 收入预测

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
中高档白酒	收入(百万元)	3494.02	3004.30	4332.05	5945.43	7623.54
	增速	25.53%	-15.06%	44.13%	37.24%	28.23%
	毛利率	83.15%	84.19%	85.87%	87.70%	89.45%
臻酿八号	收入(百万元)	1756.84	1528.45	2292.68	2979.95	3725.60
	增速	29%	-13%	50%	30%	25%
井台	收入(百万元)	1388.12	1207.67	1690.73	2197.95	2747.44
	增速	29%	-13%	40%	30%	25%
典藏	收入(百万元)	349.05	268.18	348.63	766.99	1150.49
	增速	-0.76%	-23.17%	30%	120%	50%
低价白酒	收入(百万元)	43.60				
	增速	77.75%				
	毛利率	60.38%				
酒类产品	收入(百万元)	3537.62	3004.30	4332.05	5945.43	7623.54
	增速	25.71%	-15.08%	44.19%	37.24%	28.23%
	毛利率	82.87%	84.19%	85.87%	87.70%	89.45%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比白酒主要企业估值水平,发现2021年白酒行业平均估值在44倍左右,水井坊2021年预测估值61倍,高于行业平均水平,但考虑公司未来成长空间更优,应享受更高的估值溢价。

投资建议: 首次覆盖给予“增持”评级。行业景气度上升及规模持续扩容将打开公司长期增长空间,当前公司资源聚焦产品结构升级,典藏有望步入成长期,逐步贡献业绩,看好公司高端化战略逐步落地及全国化布局。我们预计2021-2023年净利润分别为10.5、14.5、19.6亿元,同比增长43.0%、38.8%、35.0%;EPS分别为2.14元、2.97元、4.01元,当前股价对应PE为60.5、43.6、32.3倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

表14: 可比公司估值: 水井坊估值高于行业平均水平

代码	证券简称	股价 市值		EPS			PE		
		元	亿元	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	1911	24006	41.76	48.03	55.52	46	40	34
000858.SZ	五粮液	240	9316	6.33	7.74	9.45	38	31	25
000568.SZ	泸州老窖	239	3499	5.17	6.42	7.91	46	37	30
600809.SH	山西汾酒	340	4154	4.71	6.27	8.30	72	54	41
002304.SZ	洋河股份	186	2804	5.46	6.91	8.03	34	27	23
600702.SH	舍得酒业	209	695	3.81	5.35	7.22	55	39	29
603589.SH	口子窖	56	338	2.60	3.09	3.60	22	18	16
000596.SZ	古井贡酒	240	1082	4.69	5.63	6.81	51	43	35
603198.SH	迎驾贡	50	400	1.56	1.94	2.31	32	26	22
603369.SH	今世缘	47	593	1.56	1.93	2.34	30	24	20
000860.SZ	顺鑫农业	37	272	1.09	1.40	1.76	34	26	21
603919.SH	金徽酒	38	195	0.80	1.00	1.28	48	38	30

	平均值						44	35	28
600779.SH	水井坊	130	633	2.14	2.97	4.01	61	44	32

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：股价截至 2021 年 10 月 19 日；除水井坊、贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份、口子窖、古井贡酒、金徽酒外，均使用 Wind 一致预期

6、风险提示

宏观经济下行导致次高端需求下滑、公司生产遭遇重大影响、高端产品推广不及预期、食品安全问题等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3043	3265	4600	5321	6905
现金	1243	1330	1967	2474	3687
应收票据及应收账款	29	2	42	18	60
其他应收款	8	3	13	8	19
预付账款	34	36	65	74	104
存货	1520	1879	2498	2732	3021
其他流动资产	209	15	15	15	15
非流动资产	903	1102	1372	1642	1898
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	531	534	821	1093	1344
无形资产	123	123	127	133	137
其他非流动资产	249	445	424	417	416
资产总计	3946	4367	5972	6964	8803
流动负债	1810	2216	3361	3377	3783
短期借款	0	0	0	474	0
应付票据及应付账款	478	631	797	909	968
其他流动负债	1332	1585	2564	1994	2815
非流动负债	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
负债合计	1834	2231	3376	3392	3798
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	1385	1565	1851
归属母公司股东权益	2112	2136	2596	3571	5005
负债和股东权益	3946	4367	5972	6964	8803

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	868	845	1535	851	2551
净利润	826	731	1046	1452	1960
折旧摊销	63	75	63	91	119
财务费用	-23	-23	-22	-19	-37
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	1	61	448	-673	509
其他经营现金流	1	1	0	0	0
投资活动现金流	-214	-218	-334	-361	-375
资本支出	215	218	270	270	255
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	2	0	-63	-91	-119
筹资活动现金流	-436	-545	-564	-457	-489
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	-564	-457	-489
现金净增加额	217	83	637	33	1687

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3539	3006	4332	5945	7624
营业成本	606	475	612	731	804
营业税金及附加	562	468	628	862	1105
营业费用	1064	841	1386	1962	2516
管理费用	250	280	390	535	686
研发费用	2	2	3	4	5
财务费用	-23	-23	-22	-19	-37
资产减值损失	-7	-13	0	0	0
其他收益	31	21	15	18	20
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
营业利润	1102	965	1349	1888	2564
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	4	9	7	8	8
利润总额	1100	958	1345	1883	2559
所得税	274	227	299	431	599
净利润	826	731	1046	1452	1960
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	826	731	1046	1452	1960
EBITDA	1125	993	1359	1922	2600
EPS(元)	1.69	1.50	2.14	2.97	4.01

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.5	-15.1	44.1	37.2	28.2
营业利润(%)	41.2	-12.4	39.9	39.9	35.8
归属于母公司净利润(%)	42.6	-11.5	43.0	38.8	35.0
获利能力					
毛利率(%)	82.9	84.2	85.9	87.7	89.4
净利率(%)	23.3	24.3	24.1	24.4	25.7
ROE(%)	39.1	34.2	40.3	40.6	39.2
ROIC(%)	37.3	32.6	38.6	34.8	37.8
偿债能力					
资产负债率(%)	46.5	51.1	56.5	48.7	43.1
净负债比率(%)	-57.6	-61.6	-75.2	-55.6	-73.4
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.9	1.0
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.50	2.14	2.97	4.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	1.73	3.14	1.74	5.22
每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.37	5.32	7.31	10.25
估值比率					
P/E	76.6	86.5	60.5	43.6	32.3
P/B	30.0	29.6	24.4	17.7	12.6
EV/EBITDA	55.2	62.4	45.1	31.9	22.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn