

600779.SH
买入

原评级: 增持

市场价格: 人民币 133.8

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 水井坊首次覆盖。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	47.7	5.6	14.2	88.0
相对上证指数	46.0	5.2	13.0	83.4

发行股数(百万)	488
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	65,344
3个月日均交易额(人民币 百万)	824
净负债比率(%) (2021E)	(92)
主要股东(%)	
四川成都水井坊集团有限公司	40

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年11月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料制造

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

联系人: 董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120070024

水井坊

品牌渠道双驱动, 享次高端红利, 高增长可期

水井坊有望享受次高端扩容红利, 凭借产品和渠道变革实现高增长。

支撑评级的要点

- **出身名门, 具备高端酒品牌基因, 激励机制持续完善。** (1) 前身为老八大名酒之一的全兴大曲, 现与五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒和沱牌曲酒并称为“川酒六朵金花”。(2) 中国唯一一家外资控股的上市公司, 实控人帝亚吉欧为全球最大洋酒公司。帝亚吉欧屡次增持水井坊, 彰显长期信心。(3) 现任管理层均曾在世界一流酒企任职, 管理经验丰富, 推出员工持股计划, 激励中层以上核心骨干。
- **产品结构快速升级, 充分享受次高端扩容红利。** (1) 在消费升级与高端批价上行的拉动下, 次高端价格带扩容到 300-800 元, 预计市场规模在未来三年将维持 20% 以上的增速, 到 2023 年有望突破千亿。(2) 夯实次高端产品矩阵, 加码高端品牌: 井台、臻酿八号贡献主要收入, 典藏占比有望提升。目前八号和井台的收入占比接近 90%, 随着产品结构快速升级与核心产品价格上移, 高档酒毛利率从 2016 年的 78.3% 逐年提升到了 2020 年的 84.8%。随着井台及典藏产品的包装、酒体升级与专属品牌宣传活动的开展, 井台及典藏等高端产品的收入占比有望继续提高。
- **渠道模式持续升级, 总代模式平稳运行, 高端酒运营模式增加活力。** (1) 公司的渠道模式经过多年探索, 于 2016 年起采用新老总代并行模式, 从而实现了对零售点的掌控和开拓, 并加强了对终端的服务与管理。同时, 公司不断对核心门店进行迭代升级, 目前已进入 5.0 时代。(2) 聚焦核心市场, 将“5+5+5”战略调整为“5+3”, 各大区收入占比均在 10% 以上, 发展均衡。(3) 改革高端酒运营模式, 成立高端酒销售公司, 撬动优质渠道商资源, 实现“品牌+渠道”双驱动, 助力典藏及以上高端产品快速增长。

估值

- 预计公司 2021-23 年 EPS 为 2.57、3.42、4.43 元, 同比增 71%、33%、30%, 首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济增长不达预期, 行业竞争加剧, 新品推广不达预期, 渠道调整进度低于预期, 股权激励可能会影响业绩释放动力。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	3,539	3,006	4,536	5,741	6,972
变动(%)	26	(15)	51	27	21
净利润(人民币 百万)	826	731	1,254	1,669	2,164
全面摊薄每股收益(人民币)	1.692	1.497	2.567	3.417	4.431
变动(%)	42.6	(11.5)	71.4	33.1	29.7
全面摊薄市盈率(倍)	79.1	89.4	52.1	39.2	30.2
价格/每股现金流量(倍)	66.5	66.4	32.3	29.9	27.0
每股现金流量(人民币)	2.01	2.02	4.14	4.48	4.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	57.0	62.2	37.9	28.4	21.8
每股股息(人民币)	0.875	1.109	1.902	2.532	3.284
股息率(%)	0.7	0.8	1.4	1.9	2.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

公司概况：出身名门，外资控股，激励持续完善	5
出身名门，中国白酒第一坊	5
外资控股，激励持续完善	8
行业：次高端快速扩容，多强并立共享消费升级	13
消费升级叠加高端白酒挺价，次高端行业规模快速扩容	13
竞争格局相对清晰，多强并立共享消费升级	15
产品体系：定位清晰，聚焦次高端及以上产品线	16
聚焦次高端及以上产品线，持续优化核心品种	16
高举高打，推进品牌内涵建设，优化消费者培育形式	21
销售体系：渠道模式持续升级，深耕核心市场	24
新老总代模式并行，持续升级核心门店	24
成立高端白酒销售公司，实现“品牌+渠道”双驱动	26
多点开花，推进全国化布局	27
盈利预测与投资评级	29
风险提示	30

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 水井坊获得的品牌荣誉.....	5
图表 2. 药业及酒业营收变化情况.....	6
图表 3. 2006-2012 年水井坊业绩表现不如同业亮眼.....	6
图表 4. 白酒上市公司 2016-2020 年营收 GAGR 对比.....	7
图表 5. 白酒上市公司 2016-2020 年归母净利 GAGR 对比.....	7
图表 6. 水井坊发展历程.....	7
图表 7. 帝亚吉欧收购水井坊进程.....	8
图表 8. 水井坊股权结构.....	8
图表 9. 水井坊历任主要管理层介绍.....	9
图表 10. 限制性股票激励计划（2019）.....	10
图表 11. 回购方案经历两次调整.....	11
图表 12. 2021 年员工持股计划内容.....	12
图表 13. 茅台批价持续上行打开价格空间.....	13
图表 14. 白酒行业价格带分布情况.....	14
图表 15. 不同类白酒 1-3Q21 与 3Q21 收入、净利增速情况.....	14
图表 16. 次高端价格带竞争格局.....	15
图表 17. 水井坊产品体系.....	17
图表 18. 高档酒收入及同比增速.....	18
图表 19. 高档及中档酒收入占比.....	18
图表 20. 中高档销量与吨价变化.....	18
图表 21. 2021H1 主营业务收入增长动因.....	18
图表 22. 水井坊产品价格调整情况.....	18
图表 23. 白酒公司毛利率对比.....	19
图表 24. 公司低档酒收入情况.....	20
图表 25. 产品收入占比.....	21
图表 26. 新典藏发布.....	21
图表 27. 销售费用率对比.....	21
图表 28. 历年广告及促销费用投入.....	21
图表 29. 大型营销活动.....	22
图表 30. 水井坊移动空间内部沉浸式体验.....	23

图表 31. 水井坊高端品鉴会.....	23
图表 32. 渠道模式历年调整.....	24
图表 33. 16 年起经销商数量锐减.....	24
图表 34. 新总代模式下销售人员大规模扩容.....	24
图表 35. 核心门店迭代升级.....	25
图表 36. 新渠道及团购收入.....	25
图表 37. 泸州老窖高档酒收入（国窖 1573 为主）.....	26
图表 38. 内参系列收入.....	26
图表 39. 高端酒销售公司运营模式.....	26
图表 40. 水井坊高端销售公司召开首届股东大会 & 启动“典藏公益行动计划”.....	27
图表 41. 各大区收入占比.....	27
图表 42. 2020 年各大区收入占比.....	27
图表 43. 区域布局策略历年调整.....	28
图表 44. 核心市场调整为八大核心市场.....	28
图表 45. 水井坊收入预测表.....	29

公司概况：出身名门，外资控股，激励持续完善

出身名门，中国白酒第一坊

水井坊前身为全兴股份有限公司，其主营产品“全兴大曲”最早可追溯至清朝。全兴大曲酒作为老八大名酒之一，现与五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒和沱牌曲酒并称为“川酒六朵金花”。1998年，全兴酒厂在改造期间，挖掘出了历经元明清三代的水井街酒坊遗址。2000年，全兴股份推出的全新子品牌“水井坊”以600元的市价正式面世，其定价甚至高于同期的茅台与五粮液，刷新了当时中国白酒高端记录。全兴股份也借此一举打入高端白酒市场，并于2006年正式更名为“水井坊”。

图表 1. 水井坊获得的品牌荣誉

时间	品牌荣誉
2000年	水井街酒坊遗址被评为“1999年全国十大考古新发现”之一
2001年	水井街酒坊遗址被国务院公布为全国重点文物保护单位
2001年	水井坊被中国食品工业协会评为“中国历史文化名酒”
2001年	水井坊酒”成为中国第一个获得“原产地域保护”的浓香型白酒
2001年	水井坊“井台装”的经典包装荣获第30届“莫比”包装设计金奖和最高成就奖
2006、2012、2019年	水井街酒坊遗址先后三次被国家文物局列入《中国世界文化遗产预备名单》
2008年	水井坊酒传统酿造技艺被列为“国家级非物质文化遗产”
2010年	公司产品水井坊·典藏、海上幻·伏特加双双获得“世界之星”包装设计大奖
2013年	臻酿八号获十四届旧金山世界烈酒大赛酒体类银奖及最佳包装设计类铜奖
2017年	获得“中国高端白酒标志品牌”、“2017中国酒业最具复兴价值品牌”两大奖项
2018年	荣膺“四川名片荣耀中国”TOP10品牌荣誉称号
2019年	水井坊设计的“菁翠酒具”荣获世界三大设计奖之一的“iF设计奖”

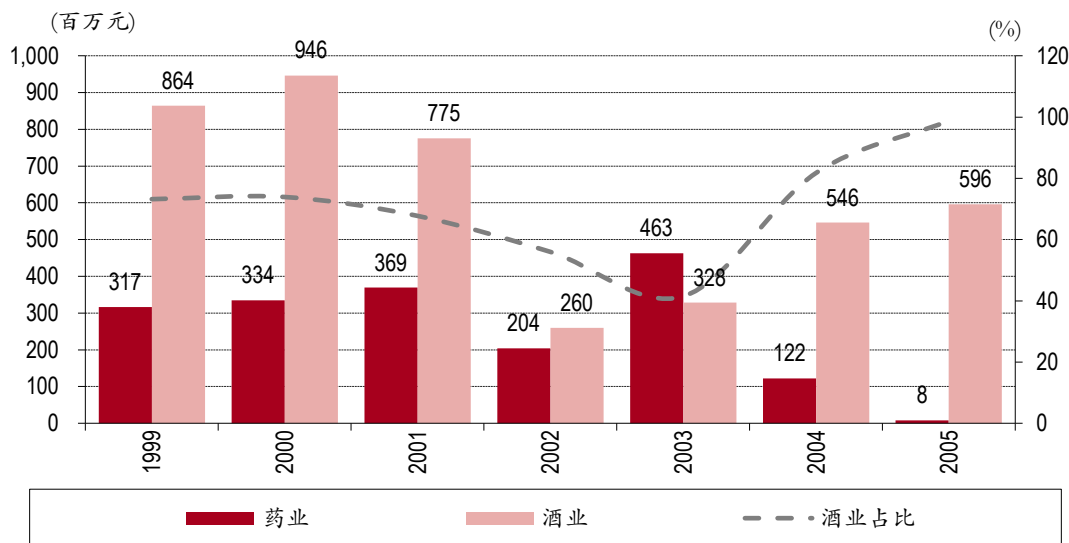
资料来源：公司官网，中银证券

历史复盘：水井坊横空出世，重回高端之路

1999年之前：资产重组，借壳上市。1996年，四川制药股份在A股上市，全兴集团在股东成都市国资委的授权下代其行使股东权利。1999年，全兴集团将全兴酒业注入四川制药股份，并将其更名为“全兴股份”，主营业务为酒类产品生产与销售与生物制药。

2000-2005年：改制民企，剥离药业。2001年以来，由于国家对酒类消费税政策进行了重大调整，叠加2003年“非典”疫情的冲击及青霉素价格暴跌的影响，公司产品销售大幅下滑，业绩出现亏损。2002年，成都国资委原则上同意国有资本从全兴集团退出，全兴集团由国有独资公司改制为有限责任公司。2004年，公司将四川制药股份剥离出了上市公司，强化名酒经营业务，精干主业，避免公司出现连续亏损。

图表 2. 药业及酒业营收变化情况

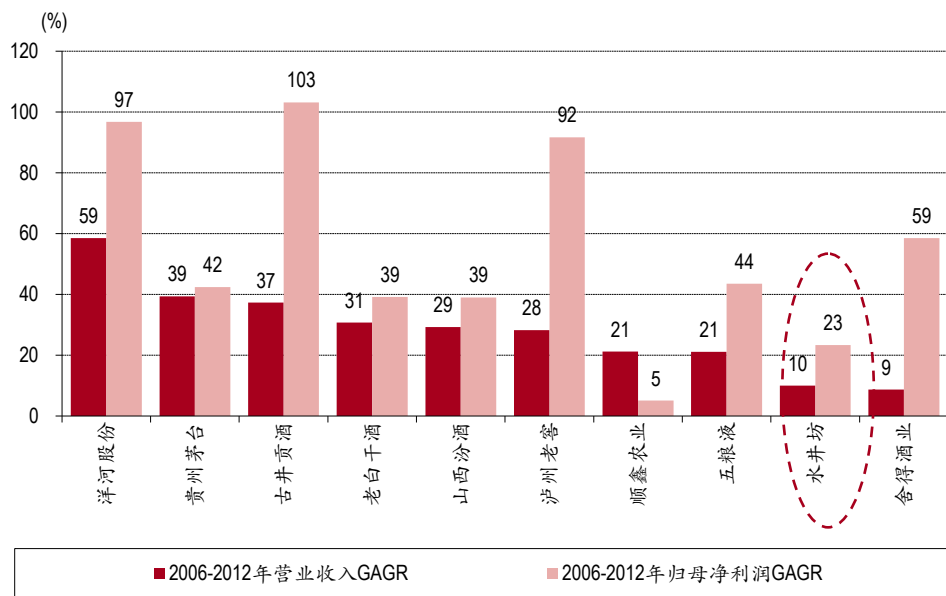


资料来源：万得，中银证券

2006-2012 年：外资入局，稳健发展。2006 年，全兴股份更名为四川水井坊股份有限公司。同年 12 月，帝亚吉欧收购了全兴集团 43% 的股份，相当于间接持有水井坊 16.97% 的股份。2008 年，帝亚吉欧持股比例增至 49%。2010 年，水井坊正式剥离了全兴大曲业务。2011 年，帝亚吉欧受让盈盛所持全兴集团 4% 的股权，并间接成为水井坊的实控人。2013 年，全兴集团成为帝亚吉欧的全资子公司，帝亚吉欧间接持有水井坊 39.7% 的股份，至此，水井坊成为中国唯一一家由外资控股的上市白酒企业。2006 年以来，公司与帝亚吉欧达成深度合作，水井坊在公司治理、营销管理、创新研发及质量控制等方面有了实质性的发展，公司业绩平稳增长。

然而，由于坚持原总代模式，水井坊的销售模式相对落后，叠加管理层变动与剥离房地产业务的影响，水井坊的业绩表现并不亮眼，在上市酒企中排名相对靠后。2006-2012 年水井坊的营收及归母净利润 GAGR 分别为 10.0% 和 23.3%。

图表 3. 2006-2012 年水井坊业绩表现不如同业亮眼

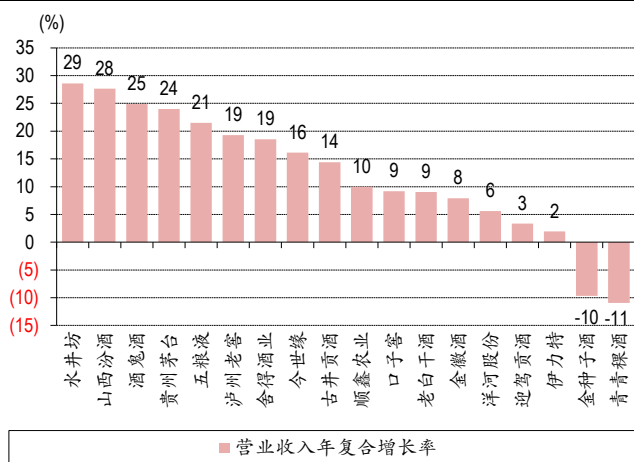


资料来源：公司公告，万得，中银证券

2013-2015年：行业低迷，业绩重创。2013年以来，中国经济下行压力较大，叠加限酒令等政策出台，白酒行业进入深度调整期，市场整体疲软乏力。由于水井坊的产品结构以高端品牌为主，销售受到更大的冲击，收入大幅下滑。为应对困境，水井坊一方面梳理调整并开发新的主导产品线，适应行业环境变化，另一方面则改革销售模式，在一些重点区域实现扁平化直营以取代原总代模式。2015年，白酒行业开始出现初步转机，止住了快下滑势头，公司业绩开始回暖。

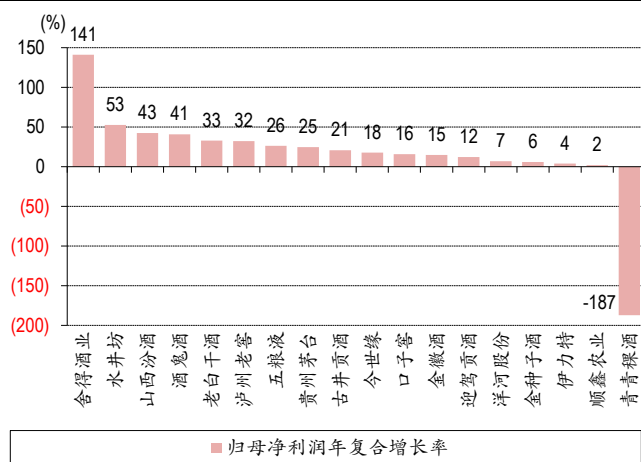
2016年-2020年：行业回暖，乘势而上。自2016年以来，白酒行业逐渐回暖，高端白酒品牌集中度提升，中高端以上板块实现扩容式增长。自2015年接任总经理后，范福祥凭借自身丰富的经验，带领公司大刀阔斧对产品 & 渠道等方面进行了改革。1) 持续推动水井坊品牌高端化发展，确定了典藏、井台和臻酿八号三大核心拳头产品，推出超高端产品“水井坊·菁翠”，积极组织高端消费者品鉴会；2) 采取“蘑菇战术”，推动区域拓展，在聚焦原有十大核心市场的同时，进一步开拓五大新兴核心市场；3) 深入推行新总代模式，持续强化销售前端管理，推动核心门店建设。在改革的推动下，水井坊乘势而上，业绩快速增长，2016-2020年，水井坊营业收入 GAGR 为 29%，位列上市酒企第一；归母净利润 GAGR 为 53%，位列第二，仅次于舍得酒业。

图表 4. 白酒上市公司 2016-2020 年营收 GAGR 对比



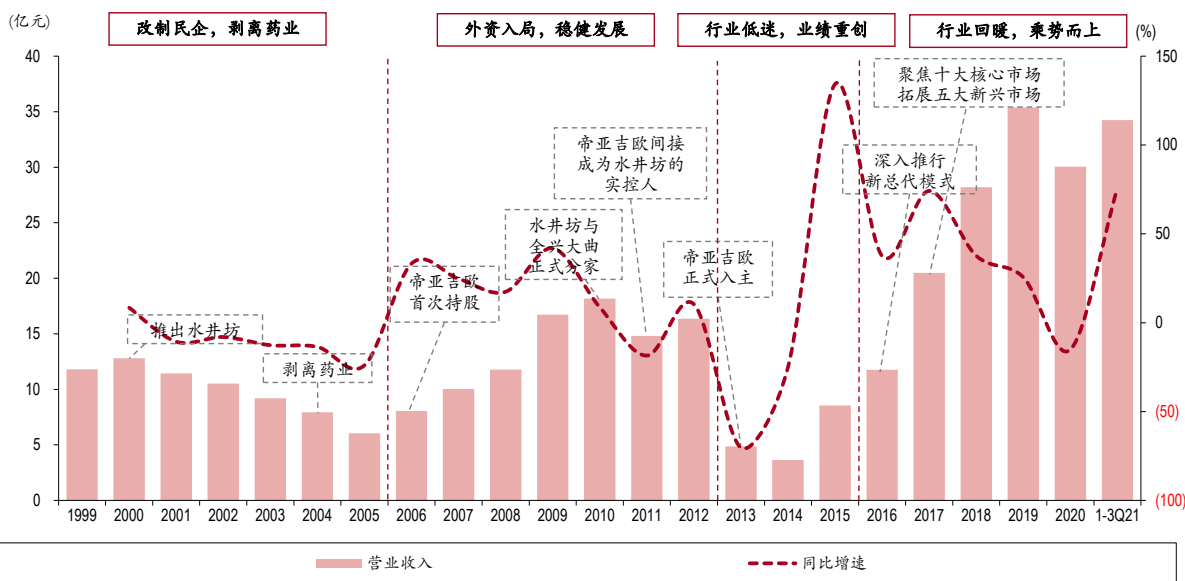
资料来源：万得、中银证券

图表 5. 白酒上市公司 2016-2020 年归母净利润 GAGR 对比



资料来源：万得、中银证券

图表 6. 水井坊发展历程



资料来源：公司公告、万得、中银证券

外资控股，激励持续完善

水井坊是中国唯一一家由外资控股的白酒上市公司。公司的实际控制人是 Diageo plc（帝亚吉欧）。帝亚吉欧自 1997 年成立以来，不断在全球范围内收并购各种酒类品牌，持续扩张业务版图，目前已成为全球酒精饮料领军品牌。公司旗下拥有横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等一系列顶级酒类品牌，包括尊尼获加（Johnnie Walker）、珍宝（J&B）、温莎（Windsor）及百利（Baileys）等，其产品销往全球 180 个国家和地区。

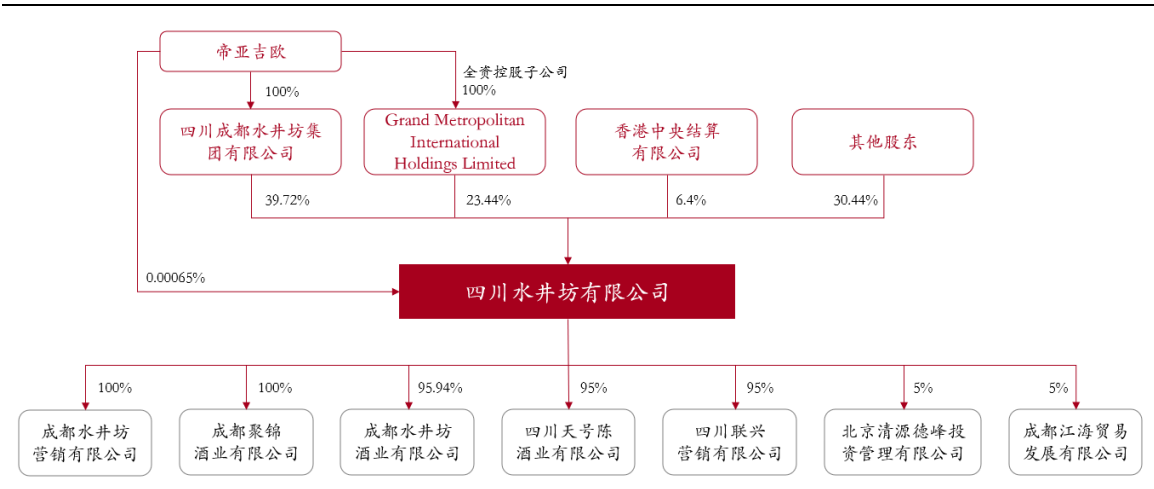
入主水井坊并屡次增持，彰显长期信心。自 2006 年起，帝亚吉欧致力于在中国市场长期发展，并开始了对水井坊长达 13 年的收购进程。2006 年 12 月 11 日，盈盛投资将所持全兴集团 43% 的股权转卖给帝亚吉欧。2013 年，帝亚吉欧实现了对全兴集团的全资控股。2018-2019 年间，帝亚吉欧又屡次加码水井坊，彰显了对水井坊发展前景的长期信心。

图表 7. 帝亚吉欧收购水井坊进程

年份	收购内容
2006 年	帝亚吉欧收购全兴集团 43% 的股权，相当于间接持有水井坊 16.97% 的股权
2008 年	帝亚吉欧对全兴集团的持股比例增至 49%
2011 年	帝亚吉欧受让盈盛所持全兴集团 4% 的股权，持股比例增至 53%，并间接成为水井坊的实控人
2013 年	帝亚吉欧收购全兴集团剩余 47% 的股权，全兴集团成为帝亚吉欧的全资子公司
2018 年	以要约收购的方式将其对水井坊的控股比例由 39.71% 提升至 60%，收购价格为 62 元/股
2019 年	通过要约收购间接持有水井坊 63.14% 的股份，收购价格为 45 元/股

资料来源：万得，中银证券

图表 8. 水井坊股权结构



资料来源：公司公告、万得、中银证券

早年管理层频繁变更且不熟悉中国市场，给水井坊带来一定的负面影响。2009-2015 年间，由于管理层频繁变更，且不熟悉中国本土市场，管理层在渠道等方面的变革力度较小，因而对水井坊的发展产生了一定的负面影响。但是高管的国际背景也带来一些积极影响，使得水井坊在产品质量控制、创新研发、公司治理方面取得了积极进展。

水井坊逐步聘用熟悉中国本土市场的高管，管理层的积极影响日渐显现。2015 年 10 月，范祥福接任“洋帅”大米成为总经理，这是水井坊首位“中国本土”总经理。范祥福具有 26 年啤酒行业工作经验，先后服务于香港健力士、喜力中国、嘉士伯中国，并担任高层管理职位，拥有丰富的啤酒销售经验。范祥福上任后，在渠道模式上舍弃了扁平化战略，推行新老总代并行的模式，并加强对于终端门店的建设，公司也开始实现恢复性增长。从范祥福开始，水井坊开始聘用更熟悉中国本土市场的高管，公司也逐渐形成了一套成熟的品牌营销和渠道运作的打法。

现任总经理经验丰富，决策果断，值得期待。2020年9月，前董事、前总经理危永标因个人原因辞去职业，由朱镇豪先生代为行使总经理职责。朱镇豪历任帝亚吉欧中国大陆地区总经理，帝亚吉欧大中华区董事总经理，同时也是水井坊多年的董事。从去年9月至今，朱镇豪先生屡抛大动作，在产品、品牌与渠道等方面进行了改革，从上述一系列的动作也可以看出水井坊开始主动出击，迎合行业趋势。我们看好水井坊在现任高管团队带领下的新发展。

图表 9. 水井坊历任主要管理层介绍

	姓名	任职时间	主要工作经历
董事长	黄建勇	2008.03-2014.08	历任成都全兴销售公司公关部副主任，成都全兴酒厂进出口公司副经理，成都全兴酒厂厂办副主任、厂长助理、副厂长、水井坊董事长，成都水井坊营销公司董事长，水井坊集团副董事长。
	陈寿祺	2014.08-2018.06	历任菲利普·莫里斯中国公司主席，帝亚吉欧东南亚公司董事总经理，帝亚吉欧大中华区董事总经理，水井坊董事长。
	范祥福	2018.06-至今	历任嘉士伯啤酒（香港）大理啤酒总经理、中图节能科技（常州）总经理、伟志控股集团采购总监，帝亚吉欧新加坡 PTE 董事、水井坊总经理。现任水井坊董事长。
总经理	王仲滋 (代总经理)	2008.03-2009.04	历任成都全兴销售公司总经理，水井坊副总经理、水井坊董事会董事、常务副总经理，代总经理。
	柯明思	2009.04-2012.06	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、总裁，酷悦轩尼诗帝亚吉欧中国董事，四川成都全兴集团董事、副董事长，帝亚吉欧 RTD 香港公司董事，水井坊副董事长、总经理。
	大米	2012.06-2015.10	历任金伯利集团亚太区财务计划及分析经理、金伯利（北京）高级财务经理、金伯利舒尔美集团邯郸总经理、金伯利（广州）总经理兼厂长、上海达能酸乳酪总经理、上海达能饼干食品销售总监、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，水井坊董事、总经理。
	范祥福	2015.10-2019.07	历任嘉士伯啤酒（香港）大理啤酒总经理、中图节能科技（常州）总经理、伟志控股集团采购总监，帝亚吉欧新加坡 PTE 董事、水井坊总经理。现任水井坊董事长。
	危永标	2019.07-2020.09	历任保乐力加（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、水井坊董事、总经理。
	朱镇豪	2020.09-至今	历任巴拿马商帝亚吉欧台湾分公司总经理、帝亚吉欧中国大陆地区总经理、帝亚吉欧大中华区董事、总经理。现任水井坊第九届董事会副董事长、总经理。

资料来源：万得、中银证券

2019年7月6日水井坊推出限制性股票激励计划，激励对象涉及董事长、总经理、财务总监及其他12名核心技术管理骨干。此次激励对业绩考核要求较为严格，要求营业收入年度增长率不低于A股中前10名的白酒行业上市平均水平的110%。2019年8月22日，将原15名激励对象调整为13名，限制性股票授予数量由25.62万股调整为24.22万股。调整后的激励计划如下：

图表 10. 限制性股票激励计划 (2019)

项目	具体内容
授予对象、数量	计划授予限制性股票数量 24.22 万股
	董事长范祥福——3.87 万股
	总经理危永标——3.87 万股
	财务总监何荣辉——3.38 万股
授予价格	其他核心技术（业务）管理骨干 10 人——13.10 万股 25.56 元/股
解锁期	第一次解锁：自授予日起 21 个月后的首个交易日起至授予日起 33 个月内的最后一个交易日当日止，解锁比例为 50%
	第二次解锁：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	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%；
	对标企业：A 股中前 10 名（按 2018 年营收排名）：贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、顺鑫农业、古井贡酒、口子窖、今世缘、老白干酒

资料来源：公司公告、中银证券

2020 年 12 月，由于公司激励对象危永标先生、何荣辉先生等三人已离职，按规定不符合激励条件，公司对上述原激励对象持有的 11.01 万股限制性股票予以回购注销，回购价格 25.56 元/股。

由于受疫情影响，虽然公司 2019 年业绩符合要求，但 2020 年度的业绩考核未达标，无法满足第一个解锁条件。根据公司《激励计划》的规定，如果考核当年公司业绩不达标，则激励对象当年可解锁的相应比例的限制性股票不得解锁，公司将按规定予以回购并注销。因此公司于今年 8 月对 10 名激励对象已获授但未达到第一次解锁条件的 6.605 万股限制性股票进行回购注销。

重启回购计划，健全长效激励机制。2021 年 3 月底，公司再次发布回购股份计划用于员工持股计划，激励核心成员。回购计划的拟回购资金总额为 3411~6822 万元，回购股份价格不超过 90 元/股，旨在健全长效激励机制，释放员工的积极性，推动公司稳定发展。

股价超过回购价格上限，公司连续两次调整回购股份方案。

由于公司股价一度超过 90 元/股的回购上限，公司无法展开回购计划，2021 年 8 月 9 日晚，公司发布了《关于调整 2021 年以集中竞价交易方式回购股份方案的公告》对回购方案进行了调整，将回购金额上调至 5950~11900 万元，回购价格上限也提高到 130 元/股，预计回购股份数由 37.9 万股~75.8 万股上调至 45.8 万股~91.5 万股。

此后公司股价再次临近超过回购上限，2021 年 11 月 25 日晚公司再次发布《关于调整 2021 年以集中竞价交易方式回购股份方案的公告》，对回购价格上限及回购资金总额进行调整，回购资金总额调整至 8450~16900 万元，回购价格上限调整至 140 元/股。

方案调整后，回购力度显著加大，回购可行性有所提高，同时也加大了员工持股计划的激励力度。此外，公司发布《关于变更 2019 年回购股份用途的公告》，拟将 2019 年回购后剩余的 7.28 万股也用于员工持股计划，激励力度和覆盖面有望进一步提高。2021 年 8 月 20 日，水井坊首次实施了股份回购，截至 11 月 25 日，水井坊已回购股份数为 99.24 万股，占公司总股本的 0.2%，成交最高价为 128.5 元/股，最低价为 111.8 元/股，支付资金总额 1.19 亿元。公司积极推进回购以期实施激励，彰显出了公司的竞争雄心与长期发展信心。

图表 11. 回购方案经历两次调整

调整项目	调整前	第一次调整后	第二次调整后
拟回购资金总额	拟回购资金总额不低于人民币 3411 万元(含 3411 万元), 且不超过人民币 6822 万元(含 6822 万元)。	拟回购资金总额不低于人民币 5950 万元(含 5950 万元), 且不超过人民币 11900 万元(含 11900 万元)。	拟回购资金总额不低于人民币 8450 万元(含 8450 万元), 且不超过人民币 16900 万元(含 16900 万元)。
回购价格	回购股份价格不超过人民币 90 元/股。	回购股份价格不超过人民币 130 元/股。	回购股份价格不超过人民币 140 元/股。
回购股份数	按回购金额上限测算, 预计本次可回购股份数量约为 758,000 股, 约占公司目前已发行总股本的 0.16%, 按回购金额下限测算, 预计本次回购股份数量约为 379,000 股, 约占公司目前已发行总股本的 0.08%。	按回购金额上限测算, 预计本次可回购股份数量约为 915,384 股, 约占公司目前已发行总股本的 0.19%, 按回购金额下限测算, 预计本次回购股份数量约为 457,693 股, 约占公司目前已发行总股本的 0.09%。	按回购金额上限测算, 预计本次可回购股份数量约为 1,349,542 股, 约占公司目前已发行总股本的 0.28%, 按回购金额下限测算, 预计本次回购股份数量约为 674,771 股, 约占公司目前已发行总股本的 0.14%。

资料来源: 公司公告、中银证券

再次推出员工持股计划, 激励中层以上核心骨干, 并以营收增速为考核目标, 确保公司经营目标实现。2021年9月14日, 水井坊发布公告推出新一轮员工持股计划, 本员工持股计划的股票来源为公司回购股份。(1) 本次员工持股计划激励覆盖面广, 覆盖中层及以上核心骨干。参与持股计划的员工人数不超过 66 人, 其中董事、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。(2) 考核目标以营收增速为主, 以个人绩效考核为辅。本次解锁考核要求包括公司和个人层面, 公司层面要求 2021-2022 年、2021-2023 年营业收入增速平均值在 9 家对标企业(五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业白酒业务、今世缘、口子窖、老白干酒)中排名前 5。个人层面则要求员工的个人绩效考核等级达到“满意”。当前次高端多强并且竞争激烈, 公司通过营收增速来考核, 有利于推动业绩快速增长, 确保公司战略目标的实现。根据 21 年 11 月 24 日公告, 公司 2021 年员工持股计划账户持有公司股份 695700 股, 占公司总股本的比例约为 0.14%。至此, 公司 2021 年员工持股计划已全部完成股票非交易过户。

持续完善激励机制, 员工有望共享公司发展红利, 助力公司稳健发展。本次员工持股计划是 2019 年股票激励计划的延续与补充, 授予价格为 55 元/股, 远高于 2019 年激励的价格。通过此举公司让利于中层及以上核心骨干, 绑定了公司和员工利益, 更有助于公司吸引和留住人才, 从而增强公司的战略执行力, 推动高端化战略的落地。

图表 12. 2021 年员工持股计划内容

项目	具体内容
授予对象、数量	<p>拟使用股票数量 72.37 万股，占公司当前总股本的 0.15%</p> <p>参加本员工持股计划的员工总人数不超过 66 人</p> <p>董事长范祥福——3.38 万股，占本计划的 4.67%</p> <p>副董事长、总经理朱镇豪——10.40 万股，占本计划的 14.37%</p> <p>董事、财务总监蒋磊峰——2.82 万股，占本计划的 3.90%</p> <p>其他中基层管理人员及核心技术（业务）骨干 63 人——55.77 万股，占本计划的 77.06%</p>
授予价格	55.00 元/股，为公司回购股份交易均价 110.01 元/股的 50%
解锁期	<p>第一个解锁期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，解锁股份数为本员工持股计划所持标的股票总数的 50%</p> <p>第二个解锁期则是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，解锁股份数为本员工持股计划所持标的股票总数的 50%</p>
解锁条件	<p>(1) 公司层面考核要求：</p> <p>第一次解锁：2021 年、2022 年的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5；</p> <p>第二次解锁：2021 年、2022 年、2023 年的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5；</p> <p>对标企业：2020 年营业收入排名前十，不含贵州茅台共 9 家对标企业，包括五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、今世缘、口子窖、老白干酒</p> <p>(2) 个人层面考核要求：员工个人绩效考核等级达到满意</p>

资料来源：公司公告、中银证券

行业：次高端快速扩容，多强并立共享消费升级

消费升级叠加高端白酒挺价，次高端行业规模快速扩容

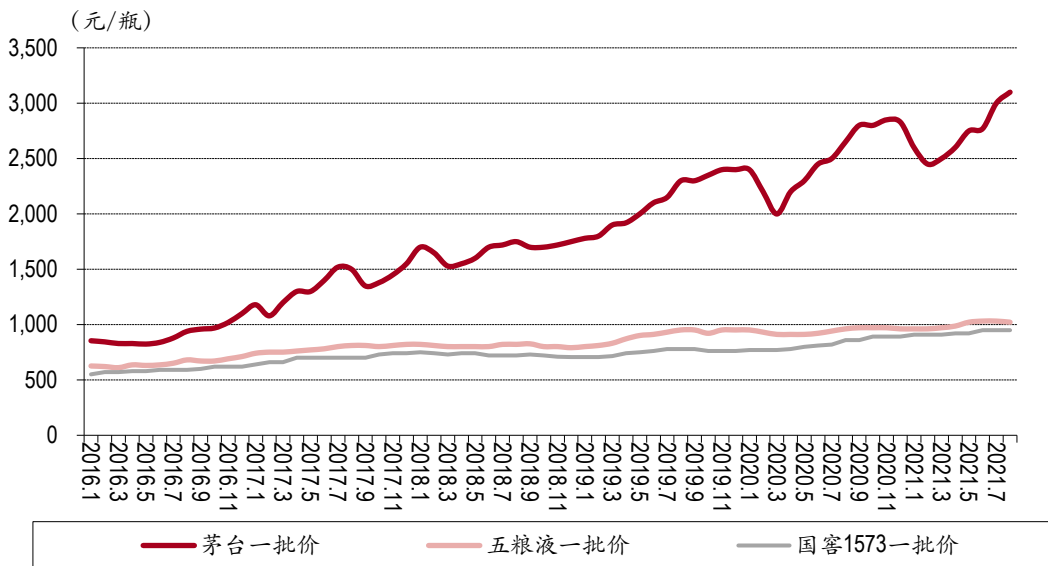
消费习惯改变，白酒消费高端化趋势持续增强。由于消费习惯的改变，消费场景减少、频次降低，白酒人均消费量逐年下降。但人均可支配收入和企业招待费用持续增长，酒类消费的预算上限反而逐年提高，因此产品结构出现了跳跃式的升级。疫情导致消费场景急剧减少，反而放大了过去3年名酒集中度提升的逻辑。

伴随茅台在超高端价格带的引领，次高端价格带可持续上移。2016以来，高档酒价格持续上涨，茅台酒一批价由2016年的850元/瓶上涨至现阶段的2800元左右。伴随着茅台在超高端价格带的持续引领，次高端白酒打开了价格上涨空间。我们认为主力产品价格位于这个区间的各类香型名酒都有机会，包括浓香、酱香和清香型。同时，各类型次高端白酒有望迎来主力价格带的再提升，我们判断次高端白酒价位将扩展至300-800元。

未来2、3年次高端将快速扩容，维持20%以上增速，突破千亿规模。我们判断2020年次高端白酒市场规模约700亿元，占比约为15%，占比较2015年有较大提升。由于消费升级和消费观念的转变，叠加高端酒批价上行引领，中档酒消费者升级至次高端价格带，未来次高端以上白酒领域仍有显著增长潜力，我们预计次高端市场在未来三年将继续维持20%以上的增速，到2023年有望突破千亿规模。

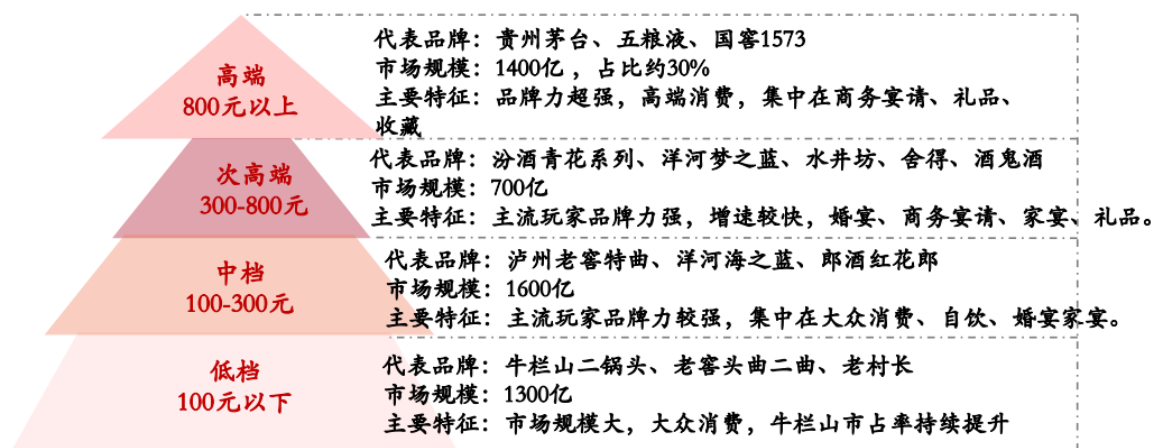
品牌白酒集中度加速提升的背景下，我们判断未来行业将形成分价格、分香型、分区域的寡头竞争格局，专注次高端价格带的公司机会较大。

图表 13. 茅台批价持续上行打开价格空间



资料来源：今日酒价，万得，中银证券

图表 14. 白酒行业价格带分布情况



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

2021 年全国扩张的次高端快速增长，表现最突出。伴随着茅台在超高端价格带的持续引领，次高端和千元价格带快速扩容，全国扩张的次高端酒业爆发力强，表现最为亮眼。全国扩张的次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒），1-3Q21 收入、净利增 43.2%、53.8%（剔除洋河公允价值变动的影响，下同），3Q21 收入、净利增 35.8%、43.0%，同比 1-3Q19 增 36.9%、53.2%，同比 3Q19 增 57.5%、79.3%。

图表 15. 不同类白酒 1-3Q21 与 3Q21 收入、净利增速情况

公司名称	收入增速 (%)				净利增速 (%)			
	同比 1-3Q20	同比 1-3Q19	同比 3Q20	同比 3Q19	同比 1-3Q20	同比 1-3Q19	同比 3Q20	同比 3Q19
高端酒								
贵州茅台								
五粮液	14	26	11	24	14	30	14	27
泸州老窖								
全国扩张的次高端								
山西汾酒								
洋河股份	43	37	36	58	54	53	43	79
水井坊								
舍得酒业								
酒鬼酒								
地产酒								
古井贡酒								
口子窖								
迎驾贡酒								
今世缘								
伊力特	28	16	19	30.4	39	15	31	38
金徽酒								
老白干酒								
青青稞酒								
金种子酒								

资料来源：万得，中银证券

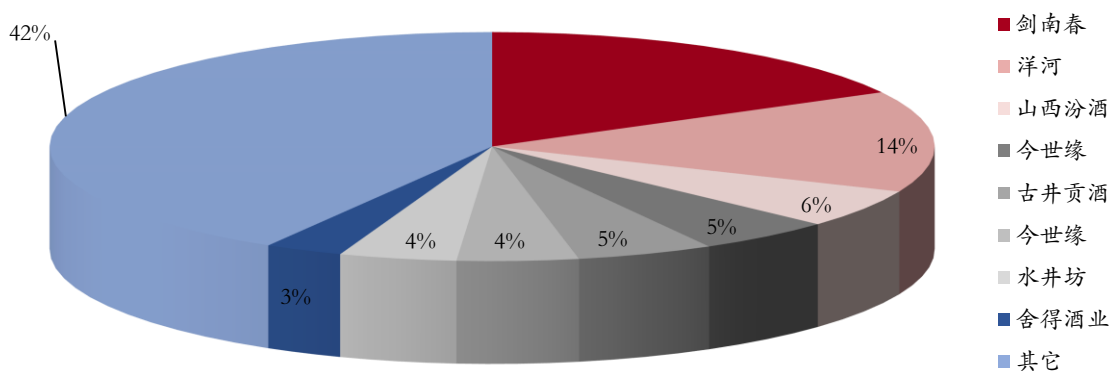
注：洋河数据为剔除公允价值变动的影响值

竞争格局相对清晰，多强并立共享消费升级

次高端竞争格局相对清晰，多强并立。目前次高端多强并立，包括全国性名白酒及区域龙头品牌两大阵营。全国性次高端品牌主要包括老牌次高端龙头（剑南春、洋河股份、汾酒、水井坊、舍得酒业等）以及酱香次高端品牌（茅台系列酒、郎酒、习酒、国台等），区域龙头品牌主要包括古井贡酒、口子窖、今世缘等。次高端行业尚未出现绝对领先的龙头企业，竞争格局也未达到稳定状态，未来市场集中度有望进一步提升。

由于次高端市场需要较强的品牌力来提高知名度，同时也需要强大的渠道能力来进行铺货与动销，因此我们判断，具备有较强品牌力与渠道能力的企业更容易在竞争中胜出。

图表 16. 次高端价格带竞争格局



资料来源：微酒、酒说，公司公告，中银证券

产品体系：定位清晰，聚焦次高端及以上产品线

聚焦次高端及以上产品线，持续优化核心品种

聚焦次高端及以上产品线，产品定位清晰。水井坊精准定位细分市场，聚焦于次高端及以上白酒，品牌高端化定位明确。其主要白酒产品有元明清、菁翠、典藏大师、井台、臻酿八号、鸿运、梅兰竹菊等。从产品布局上看，高档酒主要包括水井坊品牌系列，中档酒包括天号陈及系列酒，低档酒则为基酒销售。从收入构成来看，高档酒是水井坊的主要收入来源，自2006年以来，高档酒收入占比基本维持在90%以上，2020年和1-3Q21高档酒收入占比分别为97.5%、97.7%。从收入增速来看，2014-2020年高档酒收入GAGR高达41.9%，2021年1-9月增76%。

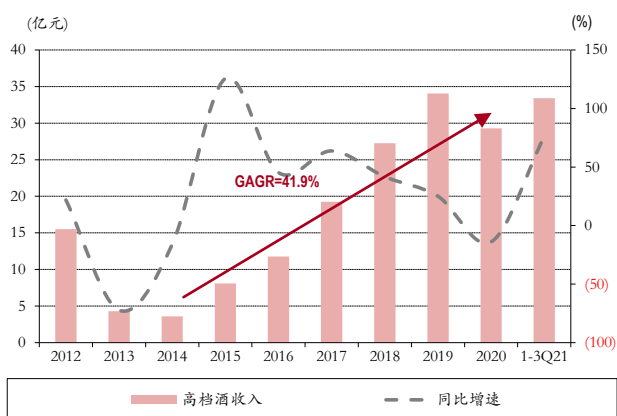
我们认可水井坊的聚焦策略。过去十年的白酒行业发展规律来看，除了汾酒等极少数公司，由于品牌形象的定位原因，白酒公司都难以在两个不相邻价格带同时取得成功。因此持续聚焦于次高端及以上产品线，有助于水井坊向消费者传递清晰的品牌形象，并不断累积品牌厚度。

图表 17. 水井坊产品体系

定位	产品	推出年份	售价 (元/瓶)	包装	产品特点
高端	水井坊菁翠	2017	1599		基酒十年沉淀, 精选蜀南竹海独有优质翠竹竹炭淬炼, 香味繁馥, 饱满浓郁
	典藏大师	2017	859		以双轮发酵、双重蒸馏之加倍考究工艺, 经 1800 余昼夜天然熟成, 造就典藏“陈香优雅, 醇厚丰满”之独特口感
次高端	井台珍藏 (龙)	2019	1298		具有独特美好象征意义的瑞兽图腾, 大师特调 53° 酒体
	井台珍藏 (凤)	2019	1298		具有独特美好象征意义的瑞兽图腾, 大师特调 53° 酒体
	井台 12	2019	558		口感三甘三柔, 比井台多一层“柔”
	臻酿八号禧庆版	2019	399		为庆贺人生各大禧庆时刻而生, 融入五福元素, 主打宴席市场
	井台	2000	529		甄取 600 年来繁衍驯化而成的独有“水井坊一号菌”酿造而成, 甘柔之中, 更富香醇
中端酒	臻酿八号	2013	375		臻选水井街酒坊八号古窖池珍稀窖泥, 接种扩大培养酿造, 酒体香味丰富, 口感独特
	天号陈红盒		238		选用优质高粱、大米、糯米、小麦、玉米为原料, 传统工艺酿造; 口味醇厚绵长, 酒品豁达自然

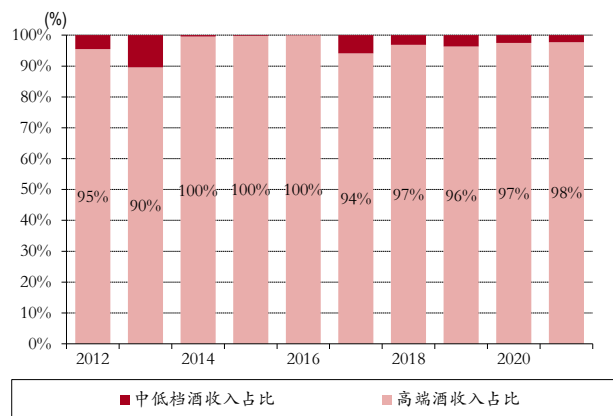
资料来源: 公司官网、京东、中银证券

图表 18. 高档酒收入及同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

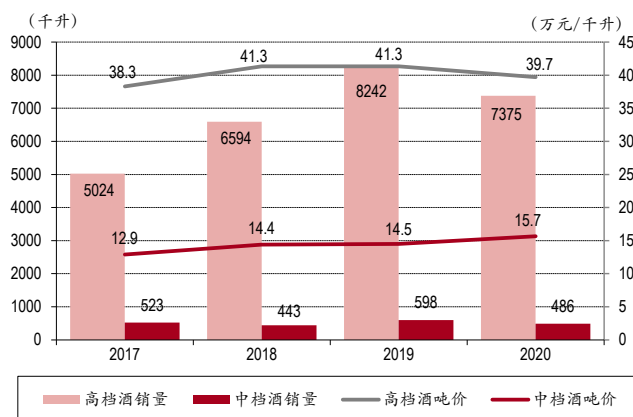
图表 19. 高档及中档酒收入占比



资料来源: 万得, 中银证券

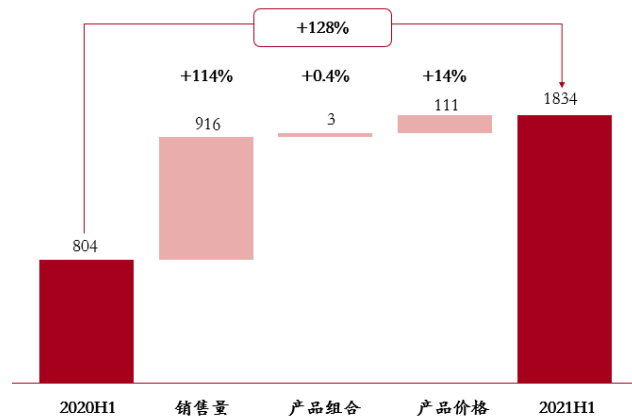
产品稳步提价, 核心产品量价齐升。2017-2019 年, 公司高档酒销量由 5024 千升上升到 8242 千升, 中高档酒的吨价也在不断提升, 其中高档酒吨价由 38.3 万元/千升增至 41.3 万元/千升。2020 受疫情影响, 高档酒的销售受到较大影响, 吨价有所回落。2021 年上半年, 公司所有核心单品消费者成交价均上升了 20-40 元, 受益于销售量回升和产品价格的提升, 中高档酒收入同比实现大幅增长。

图表 20. 中高档销量与吨价变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 21. 2021H1 主营业务收入增长动因



资料来源: 万得, 中银证券

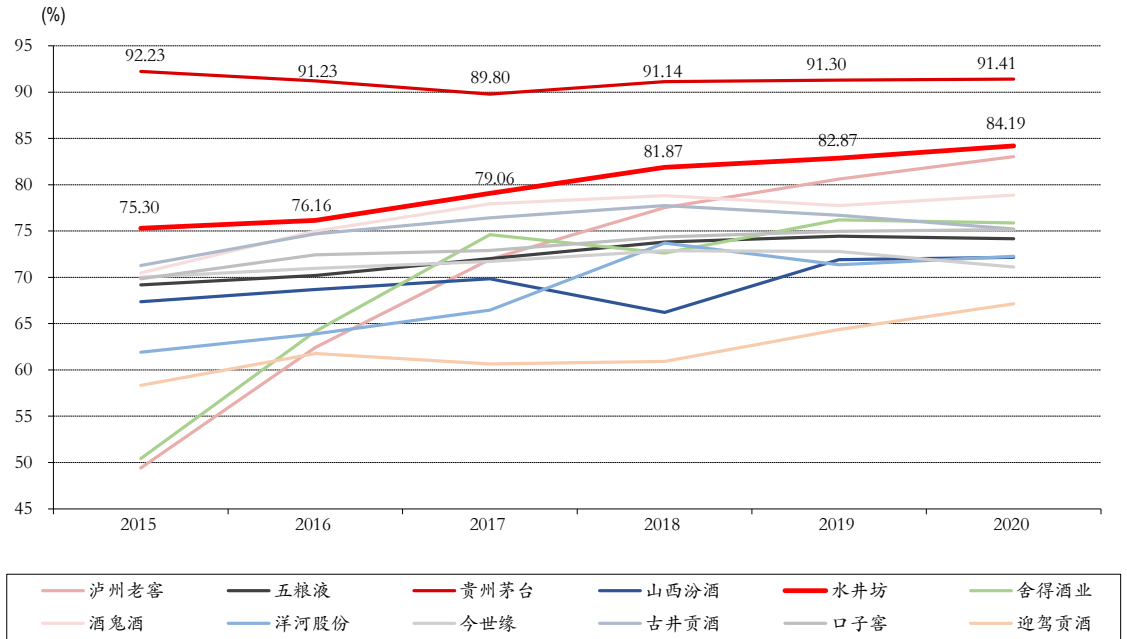
图表 22. 水井坊产品价格调整情况

日期	产品提价措施
2017/7/10	典藏、井台、臻酿八号出厂价分别上涨 15 元/瓶, 10 元/瓶, 10 元/瓶
2019/11/12	52 度典藏大师上涨 60 元/瓶, 价格为 1039 元 52 度臻酿八号、臻酿八号禧庆版、鸿运装均上涨 20 元/瓶, 零售价分别为 478 元、498 元、518 元
2020/9/2	臻酿八号 42 度 500ml 由 448 元/瓶上调至 468 元/瓶; 38 度 500ml 由 438 元/瓶上调至 458 元/瓶
2020/12/16	臻酿八号 52 度 500ml 由 478 元/瓶上调至 498 元/瓶, 涨价幅度为 20 元/瓶
2020/12/31	52 度典藏大师版零售价上调至 1199 元, 上调幅度 160 元/瓶 38 度典藏大师版零售价上调至 899 元, 上调幅度 120 元/瓶
2021/4/1	井台供货价与零售价均上涨 20 元 臻酿八号供货价与零售价同时上涨 10 元
2021/9/30	井台全系列零售价上调 30 元/瓶, 臻酿八号全系列零售价上调 20 元/瓶

资料来源: 微酒、酒说、糖酒快讯、中银证券

相对高端的产品结构，有利于水井坊提升产品利润空间。自 2015-2020 年，水井坊的毛利率一直处于上升态势，从 75.3% 提升到 84.2%，较高的毛利率给公司创造了较大的利润空间。与上市酒企相比，水井坊的毛利率在近几年均居于领先地位，仅低于贵州茅台，超越了高端酒企五粮液和泸州老窖，也超越了酒鬼酒、山西汾酒、古井贡酒等次高端酒企。

图表 23. 白酒公司毛利率对比



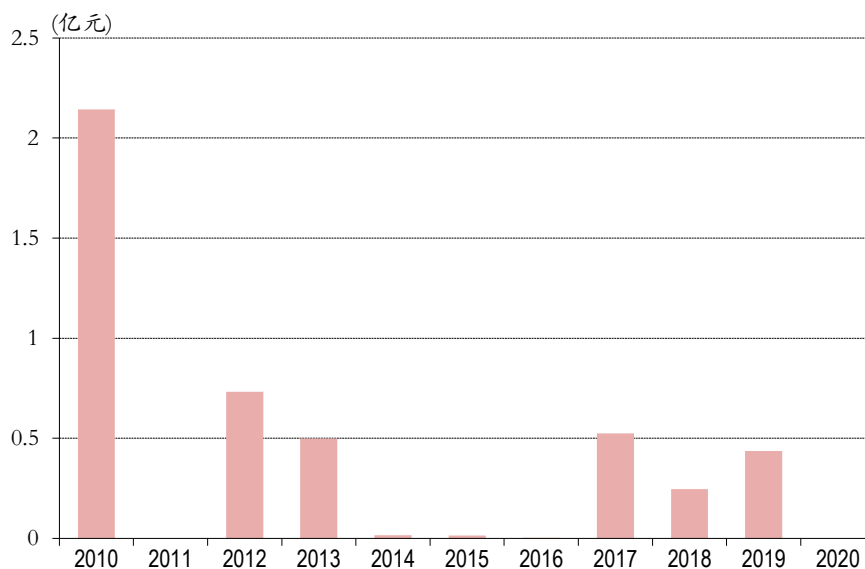
资料来源：万得、中银证券

从产品结构可以看出，水井坊专注次高端及以上产品，目前已完全剥离低端酒产品。

水井坊的产品结构十分独特，不同于中国大多数酒企的全价格带体系，水井坊作为高端白酒品牌的开创者，长期聚焦于次高端与高端市场，并在 17 年下定决心开始剥离低端酒产品。

我们分析水井坊不做低端酒主要出于以下两点原因：（1）水井坊在 17 年之前曾有过做低端酒的想法，但由于本身是做高端酒起家的，且早年剥离了全兴大曲之后，在低端酒的销售、渠道等方面都不具备竞争优势，设计的品牌到最后也没有获得成功。（2）低端产品虽然能够给公司带来引流的作用，但也容易拉低公司的品牌形象，与水井坊打造“高端浓香头部品牌”的愿景不符。于是公司下定决心在现有阶段不再做低端酒，而专注于中高端以上品牌的发展。朱镇豪先生在水井坊年度经销商大会上阐述了以“高端化”和“长期价值”作为核心词的未来发展路径。

图表 24. 公司低档酒收入情况



资料来源：公司公告、中银证券

夯实次高端产品矩阵，加码高端化——井台、臻酿八号贡献主要收入，典藏大师占比有望提升

不断丰富产品结构，筑牢次高端基本盘。井台和臻酿八号是水井坊在 300-600 元价格带推出的核心单品。目前，井台和臻酿八号构成了水井坊的主要收入来源，两者营收占比合计接近 90%。

- **臻酿八号有效承接了原有水井坊主力品种的降级，现已成为收入规模最大的品种。**臻酿八号于 2013 年底推出，定位“自买自用”的个人消费，由于定位清晰且具有高性价比，臻酿八号避开了五粮液、国窖 1573 的直接竞争，产品形象一脉相承且成长迅速，有效承接了典藏和井台装消费群体的降级。目前，根据我们测算，臻酿八号近年来的占比均高于 50%，已成为公司产品中收入规模最大的品种。
- **井台为公司主打次高端产品，收入占比有望进一步提升。**井台装作为传统高端单品之一，售价曾突破千元，并曾一度为公司贡献了主要收入来源，目前井台的收入占比 30-40%。2013-2014 年白酒行业进入了深度调整期，公司主动下调井台装价格，将井台装定位为次高端价位商务用酒，从而与五粮液、国窖 1573 等竞品形成了一定的差异，具有较高的性价比。随着专属井台的品牌传播与消费者培育活动的开展，以及对井台酒体、包装等方面进行升级，公司有望建立起井台的次高端符号，我们判断未来几年井台的收入占比有望逐步提升。
- **此外，公司不断推出新品丰富次高端产品矩阵。**2019 年推出了“井台丝路版”、“臻酿八号禧庆版”及“井台珍藏”三大战略单品，同时精准补强江苏市场，推出满足当地消费者口感需求的“井台 12”。

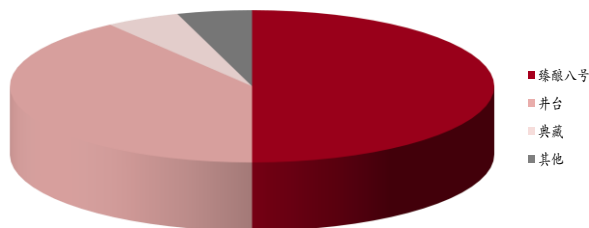
千元价格带扩容，公司将以典藏为核心发力高端产品。公司于 2017 年推出典藏大师，2019 年推出典藏大师的升级版——金狮装。2021 年以来，公司看到了次高端价格带扩容的发展趋势，更是明确了“以典藏为核心，发力高端产品”的战略。根据微酒新闻，公司已针对典藏采取了多种措施：

- 2021 年 6 月 1 日，水井坊下达通知，对典藏系列产品暂停发货和接单，并准备在下半年对典藏的酒体和包装进行升级。
- 2021 年 7 月，公司内部成立了高端产品事业部，同时支持省代成立高端品牌销售公司，重点运作典藏及以上高端产品。
- 2021 年 8 月 18 日，水井坊启动了“典藏公益行动计划”，计划从今年起，将典藏及以上高端产品销售额的一部分用于公益事业，该举措在回馈社会的同时也有利于形成典藏的品牌价值与品牌精神。

- 2021年9月9日，水井坊高端战略再落新子，“陈香圆润·极致造未来”全新典藏发布会在成都举行，推出的新典藏的定价为1399元/瓶。新典藏在保留老典藏精华的同时，又在基酒和陈酿调味酒上进行了创新升级，使得新典藏酒体达到最圆润丰满的状态。

随着产品、品牌与营销组织高端化的完成，水井坊的高端化战略已迎来最佳时机。新典藏承载着水井坊的高端使命，根据微酒，水井坊在品牌拉升方面也配置了更多国际化、高规格的IP资源，如助力冬奥，进一步扩大与超级体育资源的深度合作。我们预计，随着典藏品牌宣传活动及产品升级活动的开展，典藏将逐步扩大品牌影响力，并贡献业绩增量，收入占比有望从5%突破至双位数。

图表 25. 产品收入占比



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 新典藏发布

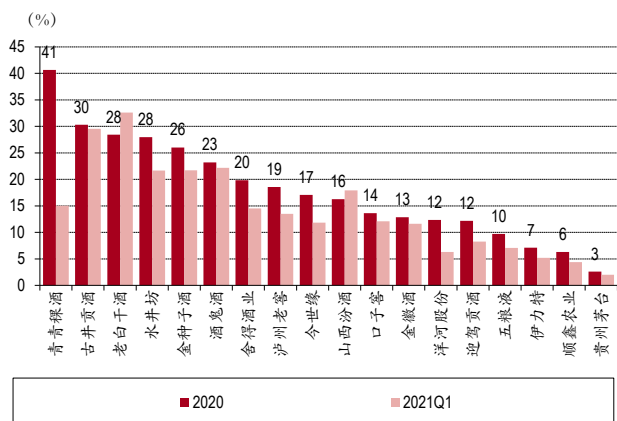


资料来源：微酒，中银证券

高举高打，推进品牌内涵建设，优化消费者培育形式

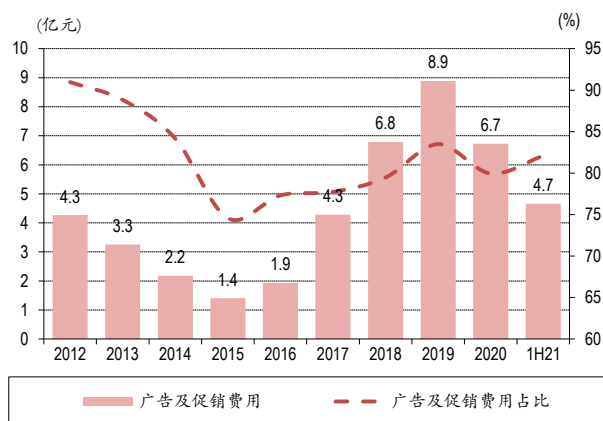
高举高打，持续投入品牌建设。水井坊多年来在品牌宣传与营销方面，采取高举高打的方式，投入巨额销售费用，致力于打造“高端浓香头部品牌”。与其他上市酒企相比，公司的销售费用率常年居于高位，2020年水井坊销售费用率为28.0%，居于行业第4位，我们判断广告费用占比较高。

图表 27. 销售费用率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 历年广告及促销费用投入



资料来源：万得，中银证券

大型营销活动助力品牌文化输出。水井坊的品牌营销活动主要包括三大类：1) 携手央视，赞助《国家宝藏》等全国性节目，通过国家宝藏将品牌故事讲述清楚；2) 赞助省市级大型活动，锁定高端客户；3) 打造水井坊博物馆，结合戏剧等文化传播方式进行品牌宣传。

2017年水井坊以独家官方白酒身份亮相2017《财富》全球论坛，并独家赞助《国家宝藏》。2018年，水井坊携手太庙打造“传世盛典”。2019年，公司创造性地将非遗酿造技艺与话剧相结合，打造“沉浸式戏剧体验”。2020年至今，公司再度冠名《国家宝藏》，并与上海劳力士大师杯合作，同时启动了“水井坊杯·城市网球赛”。通过高费用投入大型营销活动与广告，水井坊得以持续渗透进目标消费者圈层，打造更强的品牌价值。“高端化”与“长期价值”已成为水井坊的发展基调，预计未来几年，公司将通过持续投入来实现品牌高端化。

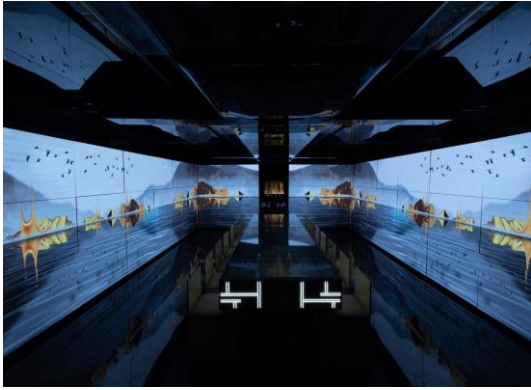
图表 29. 大型营销活动

时间	活动	地点
2017/3/19	水井坊·典藏大师版暨《久等了》微电影发布会，在成都水井坊博物馆举行	成都
2017/11/21	水井坊签约财富全球论坛，成为论坛独家官方白酒	广州
2017/12/27	独家赞助2017年央视文博综艺扛鼎之作《国家宝藏》	
2018/9/12	水井坊在“传世盛典”主题活动上发布超高端收藏系列新品“博物馆壹号”	
2019/3/18	定价688元的“井台丝路版”在成都产区白酒战略新品发布会正式推出	成都
2019/5/9	水井坊·臻酿八号(禧庆版)携手华少、陈铭、蔡澜邀大众接“福器”	
2019/5/22	水井坊·臻酿八号(禧庆版)赞助热播综艺《亲爱的，结婚吧!》	
2019/10/22	成都第七届非遗节开幕 水井坊联手黄磊体验“沉浸式戏剧”	成都
2019/11/25	水井坊新品井台12“突袭”江苏	江苏
2020/8/21	水井坊邀请黄磊、李响等名人组成“水井坊井礼特邀信使”开启江浙五城巡演，将情义与关怀传递到市场一线	江浙五城
2020/12/7	水井坊再度回归，携手《国家宝藏》续“CP”情谊	
2021/1/14	水井坊与《国家宝藏》联袂在多地奉上无人机表演	成都、长沙、苏州、郑州、广州
2021/4/6	主题为“狮心荟聚·共创未来”的2021年水井坊全国经销商大会在成都举行	成都
2021/4/8	《水井坊成都论坛—城市与白酒产业发展高峰论坛》在成都西部国际博览城举办	成都
2021/5/6	水井坊博物馆接待超4000人次到访打卡非遗沉浸戏剧	成都
2021/6/3	一“网”情深十城联动2021水井坊杯·城市网球赛来袭	北京、上海、广州、深圳、成都、杭州、苏州、郑州、长沙、石家庄
2021/6/10	水井坊携手上海劳力士大师赛再启新征程	上海

资料来源：公司官网、万得、中银证券

重视消费者培育，丰富消费体验。2016年，水井坊建立会员系统“悦坊会”，开启高端白酒领域的社交商业新生态。2016-2018年间，水井坊举办了一系列高端消费者品鉴会，并针对不同人群分别搭建“水井坊壹席”和“水井坊菁宴”，力求达到消费者体验精准化、定制化。2019年，水井坊创新品牌体验形式，推出了“水井坊·尊享晚宴”和“移动空间”。2020年，公司将高端品鉴会规模化运营，并逐步扩大至全国28个省份，继续打造消费者体验活动行业标杆。2021年，水井坊开始重点打造高端消费者圈层营销平台——“狮王荟”，通过联动水井坊和经销商的社会资源，共同维护意见领袖和团购消费者，赋能区域高端业务并高效促进销售转化。通过高端品鉴会及品牌行等活动，水井坊得以直接与高端消费人群接触，并逐步进行消费者培育。

图表 30. 水井坊移动空间内部沉浸式体验



资料来源：微酒，中银证券

图表 31. 水井坊高端品鉴会



资料来源：微酒，中银证券

销售体系：渠道模式持续升级，深耕核心市场

新老总代模式并行，持续升级核心门店

改革优化渠道管理，新老总代模式助力渠道布局。2013年之前，水井坊采取的是传统总代理制模式。该模式下，公司的所有线下市场活动均由合作伙伴代为执行。2013年起，公司开始在一些重点区域采取扁平化直营以取代原总代模式。2016年，公司首次推出新型总代模式，直至目前，水井坊仍采用新老总代并行的模式。在新型总代模式下，公司负责销售前端管理，前端销售全部由水井坊销售人员负责，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。通过这种模式，公司实现了对售点的掌控和开拓，并加强了对终端的服务与管理。

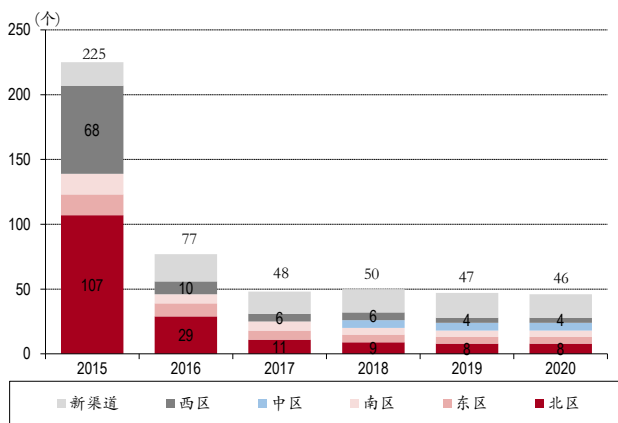
图表 32. 渠道模式历年调整

年份	渠道模式	内容	调整原因
2012年	传统总代模式	该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的合作伙伴，在指定的区域独家代理公司的产品销售。在指定区域内，该合作伙伴根据与公司达成的合作计划，自行发展其产品销售网络和销售事务。公司的所有线下市场活动均由该合作伙伴代为执行。	传统总代模式实际上是大经销商承包制度，即由较有实力的经销商承包某个地区的代理，市场开拓成本较低且扩张速度较快，较符合该阶段的发展。
2013年-2015年	传统总代+扁平化分销+其他公司合作	扁平化分销即在在相应区域内，由公司自己的销售人员来发展分销网络并开展相应的销售及线下市场活动。	传统总代制制约了公司发展，由于渠道过于粗放，公司很难直接从终端获得消费者信息与真实的消费动向。扁平化直营对终端的掌控能力强。
2016年-至今	传统总代+新总代	新型总代模式下，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。同时，在上述省份，也相应增加了销售团队人手配备以适应新模式下的业务发展，加强对终端的服务和管理。	扁平化分销模式下，公司扮演主导角色，需要投入更多的人力、财力、物力去铺终端和拉动销，成本过高且对自身渠道控制力要求较高；新总代模式则有利于以较低的成本实现渠道扩张，且能够加强对终端的掌控，及时获取市场信息

资料来源：公司公告、中银证券

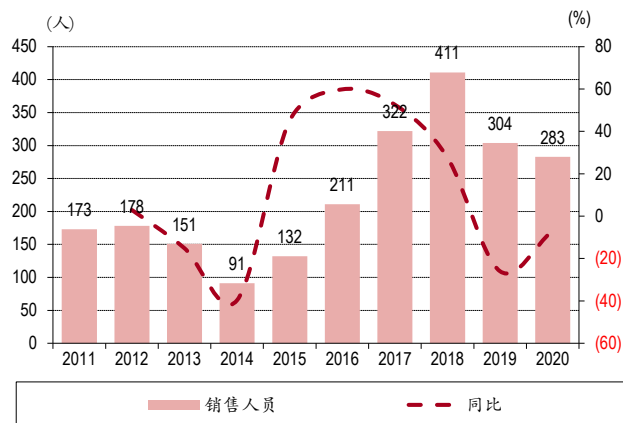
新总代模式下，经销商数量持续减少。2015年-2020年，公司各大区的经销商数量均维持下降的趋势，经销商数量由2015年的225家减少至2020年的46家，其中北区和西区的经销商数量下降幅度最大，分别减少了99家和64家。在新总代模式下，公司需要配备销售人员负责前端销售，自2016-2018年销售人员数量大幅增加，但2019-2020年则出现下降，我们判断与新总代模式趋于成熟有关。

图表 33. 16年起经销商数量锐减



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 新总代模式下销售人员大规模扩容



资料来源：万得，中银证券

推进核心门店项目，强化市场动销效果。2016年，水井坊首次提出建设核心门店项目，强调“动销为本”的营销理念，将销售重点转向门店的开发、维护、激励和促销上。通过为核心终端门店提供一系列促销计划，加强在终端层面与消费者的对话与激励，帮助提升核心终端门店的动销效率。2016-2020年，公司逐步升级核心门店模式，加速对核心门店的优化与提升。2018年，公司在促销礼品种类、宴席推广支持、门店形象全新打造等方面都给予了更多的投入；2020年，公司推出核心门店5.0计划，在加强核心门店执行力的同时，甄选明星店，并简化渠道经营，更加注重区域化差异和产品间的梯度感，进一步优化宴席体系，达到引导消费动销的目的。2016-2020年，公司核心门店数量逐年增加，由原有的六七千家提高至三万多家。

图表 35. 核心门店迭代升级

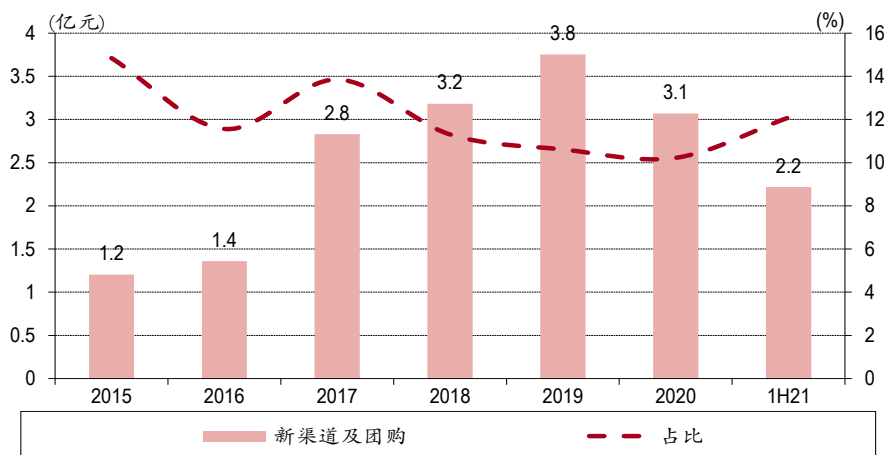
2016	2017	2018	2019	2020
核心门店1.0	核心门店2.0	核心门店3.0	核心门店4.0	核心门店5.0
首次推动核心门店项目建设，强调“动销为本”营销理念，将销售团队的注意力重心转到门店的开发、维护、激励和促销	持续将核心门店做强做大，注重销售团队培训及绩效考核，持续关注经销商及销售团队执行力的提升	全面导入“八大升级服务”，促销礼品种类、宴席推广支持、门店形象全新打造等方面都给予更多投入，并采用先进、系统性的销售管理工具	打造英雄汇APP，掌握终端客户销售情况等，通过数字化手段助力门店业务拓展，增加高潜力市场门店覆盖	加强核心门店的执行力，同时甄选明星店，通过差异化营销工具和区域特色的资源配置，拉动门店产品动销

资料来源：公司公告、中银证券

优化团购机制，拓宽团购渠道。水井坊目前已建立团购分销模式，并组建了专职团购团队，同时也积极推进“名企行”活动，促进团购业务的发展。过去公司较少直接走入企业，2021年来做了很多新尝试，未来名企行也有望成为重要成长动力。在2020年之前，水井坊的渠道重点放在核心门店项目，如今开启团购渠道的布局，有助于实现多渠道发展，并通过不同的分销模式来培育新的增长极。

发力新渠道和团购，收入占比快速提升。2016-2020年以来，虽然新渠道及团购收入有上升趋势，但其收入占比提升并不明显。2021H1，水井坊新渠道及团购实现营收2.2亿元，同比增长185.8%，收入占比提升至12.1%。由于近几年水井坊都致力于消费者培育，我们判断，随着团购板块的发力，公司有望将C端客户背后的企业资源有效转化，我们看好公司团购业务持续发展。

图表 36. 新渠道及团购收入

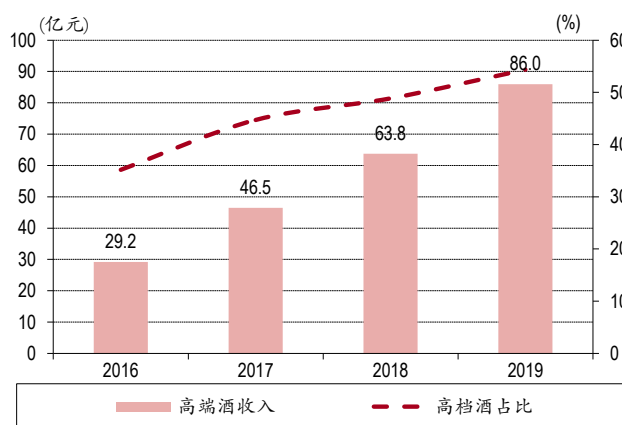


资料来源：万得、中银证券

成立高端白酒销售公司，实现“品牌+渠道”双驱动

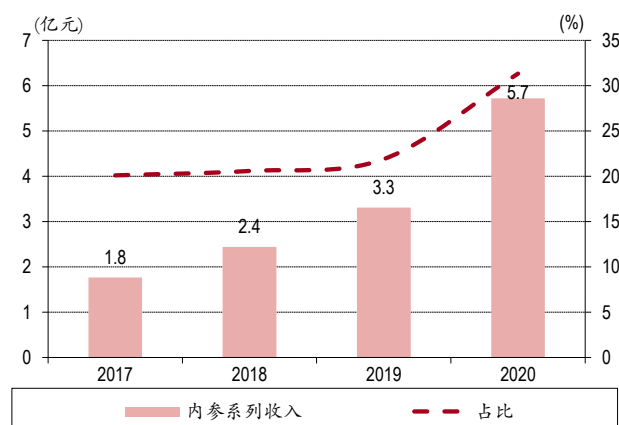
重提高端化愿景，成立高端白酒销售公司。根据微酒、酒业家新闻，2021年7月，全国25位高端白酒大商共同出资成立了“成都水井坊高端白酒销售公司”，专门运作水井坊典藏及以上产品。2021年8月18日晚，成都水井坊高端白酒销售公司召开了首届股东大会。根据微酒新闻，高端酒销售公司注册资本达1.02亿元，25位股东均为当地实力型经销商，既包括河南、湖南、江苏、四川、广东、浙江等传统核心市场，也包括河北、陕西、山东、广西等新兴核心市场。这种高端产品运作模式，在行业内其实早有先例并得到成功实践，如国窖的专营模式，以及酒鬼酒的内参销售公司模式，“名优酒企+大商”合作成立销售公司已成为酒企推动高端产品发展的一种方式。

图表 37. 泸州老窖高档酒收入（国窖 1573 为主）



资料来源：万得，中银证券

图表 38. 内参系列收入



资料来源：万得，中银证券

我们认为高端酒公司的成立基于两个背景：

- 总代模式的弊端在于，原有的总代模式下，经销商的能力范围是有边界的。不同产品间的营销策略及品牌活动缺乏区分度，因而无法满足特定圈层的消费者需求，尤其是高端消费人群。酒企的营销政策无法直接传递到各级经销商，政策传递的力度逐渐减小，导致底层经销商的积极性不高，尤其是对高端酒推广的积极性不高。
- 随着消费升级，传统 300-500 元次高端价格带正在向 500-800 元的高线次高端和 800 元以上的千元价格带升级，水井坊需要通过典藏来作为新的增长点。

高端酒销售公司的成立，有助于解决上述两个问题。高端酒公司组建独立团队专业操盘，可升级销售体系的能力，为客户提供更加灵活、专业的服务，解决水井坊现有渠道模式与高端产品不匹配的问题，更好地推动典藏及以上高端产品运营。同时又可以维护原有经销商的利益，减小改革的阻力。

图表 39. 高端酒销售公司运营模式

运营方向	内容
产品层面	聚焦典藏、菁翠及以上产品
渠道层面	聚焦资源在机会较大的市场，力争在团购渠道实现突破，推动销量提升
组织运营层面	组建独立团队专业操盘，服务经销客户，优化产品价值链和保障客户利益
职能层面	承担品牌策略落地的责任，输出更多高质量体验活动，为高净值人群提供高质量服务

资料来源：微酒、糖酒快讯、中银证券

图表 40. 水井坊高端销售公司召开首届股东大会 & 启动“典藏公益行动计划”

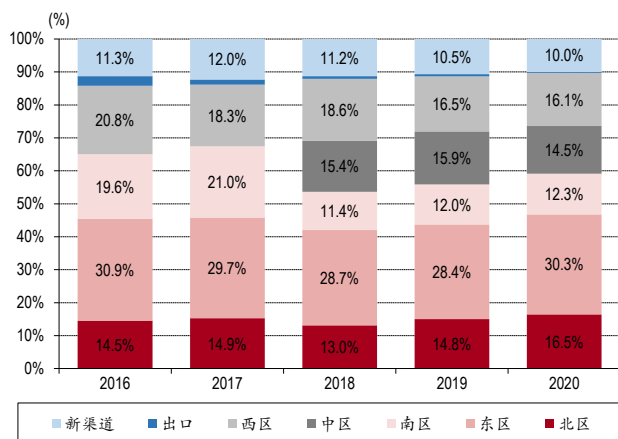


资料来源：微酒、中银证券

多点开花，推进全国化布局

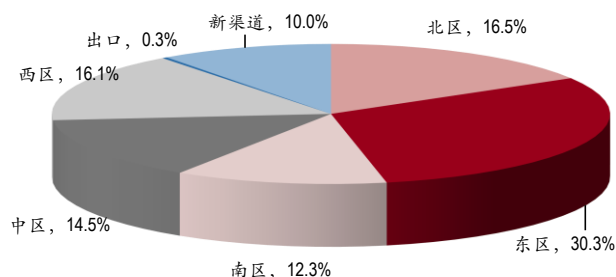
多点开花实现全国化布局。自 2014 年以来，水井坊在集中优势资源发展固有市场的同时，采用“蘑菇战术”积极开拓新兴市场。一方面对优势市场精耕细作，另一方面也借此带动周边市场的协同发展，加快全国区域拓展。随着业务的推进，新兴核心市场已成为公司业绩增长的重要来源。根据公司分的各个大区来看，各区占比均保持在 10% 以上，发展较为均衡，其中 2020 年东区收入占比最高，达 30.3%，新渠道占比最小，为 10%。

图表 41. 各大区收入占比



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 2020 年各大区收入占比



资料来源：万得，中银证券

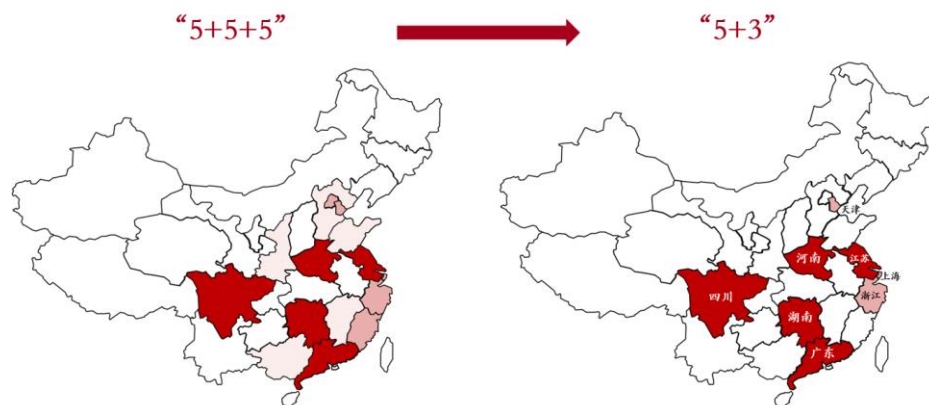
优化调整区域战略，聚焦核心市场。水井坊早先明确了五大核心业务区域，即河南、湖南、江苏、广东、四川。2016 年开始拓展为“5+5”十大核心市场，包括河南、湖南、江苏、广东、四川、北京、上海、浙江、天津和福建。2017 年起，在聚焦十大核心市场的同时，又进一步拓展了河北、山东、江西、陕西、广西作为第三梯队的新兴核心市场，形成了“5+5+5”的市场格局。2020 年受疫情影响，水井坊管理层调整战略布局，不盲目追求扩大市场和铺货率，而是选择深耕最有潜力的八大核心市场，核心市场由原来的“5+5+5”调整为“5+3”，即在巩固原有 5 大优势市场的同时聚焦浙江、上海、天津三大潜力市场，实现品牌效能的集中爆破。

图表 43. 区域布局策略历年调整

年份	区域布局策略调整
2012 年	在北京、上海、广州、武汉、成都陆续设立五个大区平台
2015 年	明确五大核心市场，分别为四川、江苏、湖南、河南和广东
2016 年	明确十大核心市场，分别为河南、湖南、江苏、广东、四川、北京、上海、浙江、天津、福建
2017 年	聚焦十大核心市场，进一步拓展河北、山东、江西、陕西、广西五大新兴核心市场
2018 年	采取蘑菇战术，加快区域拓展，并着力开拓五大新兴核心市场
2019 年	精准补强江苏市场
2020 年-至今	将区域布局由“5+5+5”调整为“5+3”，重点聚焦八大核心市场

资料来源：公司公告、中银证券

图表 44. 核心市场调整为八大核心市场



资料来源：万得、中银证券

盈利预测与投资评级

基于前文的分析，我们对水井坊未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、预计主力产品均保持较快增速，其中典藏增速更快。（1）受益于次高端扩容及次高端价格带提升，2022-23 年井台及臻酿八号有望实现 20-25%的增速。（2）2022-2023 年公司将通过高端酒公司发力典藏及以上高端产品，预计典藏收入快于井台和八号，占比将逐步提升。
- 2、2021 年销售费用率维持高位，2022-23 年稳步下降。与其他上市酒企相比，公司的销售费用率常年居于高位。2021 年以来公司持续保持市场投入，随着收入规模的提升，预计未来三年公司的费用率会稳步下降。

图表 45. 水井坊收入预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3538	3004	4534	5738	6969
同比增速(%)	26	-15	51	27	21
毛利率(%)	82.9	84.2	85.5	86.0	86.5
高档酒收入	3407	2928	4440	5627	6843
同比增速(%)	25	-14	52	27	22
毛利率(%)	83.8	84.8	85.5	86.1	86.5
中档酒收入	87	76	94	111	126
同比增速(%)	36	-12	24	18	13
毛利率(%)	58.6	61.2	62.0	63.1	64.2

资料来源：万得，中银证券

我们看好水井坊的理由：

- 受益于高档酒挺价和消费升级，次高端价格带快速扩容，未来 3-5 年行业可维持 20%以上增速。
- 水井坊定位清晰，聚焦次高端及以上产品线，品牌塑造和广告投入高举高打，充分享受次高端扩容的红利。
- 全国范围来看，原有的总代模式还有提升空间。另外，成立高端酒公司，规避渠道短板，助力结构升级。

预计公司 2021-23 年 EPS 为 2.57、3.42、4.43 元，同比增 71%、33%、30%，首次覆盖给予 **买入** 评级。

风险提示

宏观经济增长不达预期。若宏观经济增长不达预期，则可能影响公司产品需求，导致收入、业绩不达预期。

行业竞争加剧。若行业出现竞争加剧，则可能挤压公司的市场份额。

新品推广不达预期。由于典藏价格定位明显高于井台和八号，消费者的接受度还需要观察。

渠道调整进度低于预期。如果高端酒公司在实际运作过程中，不能平衡好总代和新经销商的利益，则可能影响渠道调整的进度。

股权激励可能会影响业绩释放动力。股权激励绑定了各方的长期共同利益，不过在特定阶段，可能会影响业绩释放动力。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	3,539	3,006	4,536	5,741	6,972
销售成本	(1,168)	(943)	(1,338)	(1,665)	(1,987)
经营费用	(1,246)	(1,033)	(1,535)	(1,886)	(2,154)
息税折旧前利润	1,125	1,029	1,663	2,190	2,831
折旧及摊销	62	74	51	66	77
经营利润(息税前利润)	1,063	955	1,612	2,124	2,754
净利息收入/(费用)	23	23	53	107	137
其他收益/(损失)	(1)	(7)	(7)	(7)	(7)
税前利润	1,101	965	1,638	2,178	2,822
所得税	(274)	(227)	(377)	(502)	(651)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	826	731	1,254	1,669	2,164
核心净利润	826	731	1,254	1,669	2,164
每股收益(人民币)	1.692	1.497	2.567	3.417	4.431
核心每股收益(人民币)	1.692	1.497	2.567	3.417	4.431
每股股息(人民币)	0.875	1.109	1.902	2.532	3.284
收入增长(%)	26	(15)	51	27	21
息税前利润增长(%)	41	(10)	69	32	30
息税折旧前利润增长(%)	40	(9)	62	32	29
每股收益增长(%)	43	(11)	71	33	30
核心每股收益增长(%)	43	(11)	71	33	30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,243	1,330	2,266	3,079	3,753
应收帐款	32	4	6	8	9
库存	1,520	1,879	1,993	2,202	2,579
其他流动资产	248	52	78	99	120
流动资产总计	3,043	3,265	4,343	5,388	6,462
固定资产	613	763	851	928	1,000
无形资产	123	123	117	111	104
其他长期资产	167	215	215	215	215
长期资产总计	903	1,102	1,183	1,254	1,320
总资产	3,946	4,367	5,526	6,642	7,782
应付帐款	478	631	873	1,067	1,249
短期债务	4	31	0	0	0
其他流动负债	1,328	1,555	2,187	2,685	3,091
流动负债总计	1,810	2,216	3,060	3,752	4,340
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	15	6	(3)	(12)
股本	489	488	488	488	488
储备	1,623	1,648	1,972	2,405	2,965
股东权益	2,112	2,136	2,461	2,893	3,454
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,946	4,367	5,526	6,642	7,782
每股帐面价值(人民币)	4.32	4.37	5.04	5.92	7.07
每股有形资产(人民币)	4.07	4.12	4.80	5.70	6.86
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.54)	(2.66)	(4.64)	(6.30)	(7.68)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,101	965	1,638	2,178	2,822
折旧与摊销	62	74	51	66	77
净利息费用	(23)	(23)	(26)	(53)	(68)
运营资本变动	5	28	(2)	(2)	(2)
税金	(275)	(233)	(384)	(509)	(658)
其他经营现金流	112	175	746	508	251
经营活动产生的现金流	982	985	2,023	2,188	2,422
购买固定资产净值	(215)	(218)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	18	48	0	0	0
其他投资现金流	197	(61)	(27)	(38)	(44)
投资活动产生的现金流	0	(230)	(127)	(138)	(144)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	90	416	(31)	0	0
支付股息	(427)	(542)	(929)	(1,237)	(1,604)
其他融资现金流	(427)	(542)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(765)	(668)	(960)	(1,237)	(1,604)
现金变动	217	87	936	813	674
期初现金	1,026	1,243	1,330	2,266	3,079
公司自由现金流	982	754	1,895	2,050	2,278
权益自由现金流	1,049	1,148	1,839	1,996	2,210

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	31.8	34.2	36.7	38.1	40.6
息税前利润率(%)	30.0	31.8	35.5	37.0	39.5
税前利润率(%)	31.1	32.1	36.1	37.9	40.5
净利率(%)	23.3	24.3	27.6	29.1	31.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(58.7)	(60.8)	(92.1)	(106.4)	(108.7)
速动比率(倍)	0.8	0.6	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	79.1	89.4	52.1	39.2	30.2
核心业务市盈率(倍)	79.1	89.4	52.1	39.2	30.2
市净率(倍)	31.0	30.6	26.5	22.6	18.9
价格/现金流(倍)	66.5	66.4	32.3	29.9	27.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	57.0	62.2	37.9	28.4	21.8
周转率					
存货周转天数	147.7	206.4	155.8	133.4	125.1
应收帐款周转天数	3.5	2.2	0.4	0.4	0.5
应付帐款周转天数	45.4	67.3	60.5	61.7	60.6
回报率					
股息支付率(%)	51.7	74.1	74.1	74.1	74.1
净资产收益率(%)	41.6	34.4	54.5	62.3	68.2
资产收益率(%)	22.4	17.6	25.1	26.9	29.4
已运用资本收益率(%)	53.5	44.6	70.8	81.4	88.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371