

公司研究

乘风拓展基本盘，品牌升维再启航

——水井坊（600779.SH）投资价值分析报告

要点

几度更迭，管理层回归本土化。水井坊曾是全兴旗下的高端白酒品牌，目前为中国境内唯一由外资控股的白酒上市企业。从水井坊管理控制权变化来看，以全兴上市为起点，其经历了三个阶段：**1)** 从国企转民营并更名为水井坊；**2)** 2006年起帝亚吉欧逐步取得水井坊主导权，外资入主初期呈现水土不服，2006-2012年营收和净利润 CAGR 低于多数酒企。**3)** 2015年年底开始管理层回归本土化，2021年7月新管理层就位及9月员工持股计划落地，强化团队稳定信心。

次高端正值风口，分化仍将持续。**1)** 伴随消费升级、普五打开价格空间，次高端白酒承接上下需求，迎来发展窗口。2018-2020年，300-600元/600元以上白酒收入规模 CAGR 为 26%/22%，2020年合计规模占比接近 40%。**2)** 次高端价位上沿，300-400元价位基础深厚，600-700元价格带增长潜力较高。相较于高端白酒，次高端白酒集中度较分散，全国性名酒、区域龙头参与者众多，但市场份额向名酒集中为大势所趋。

巩固次高端基本盘，渠道助力对外扩张。水井坊：**1)** 先天具备名酒基因，后天营销推广不遗余力，销售费用率位居业内前列。**2)** 主攻次高端及以上价格带，核心单品卡位明确，臻酿八号深耕宴席场景，井台定价略高，商务属性具备较大挖掘潜力。**3)** 渠道模式采用新老总代并存，新老总代模式有利于实现厂家把控终端与精细化管理。核心门店引导终端动销、挖掘宴席等细分场景。**4)** 基地市场赋予消费者教育优势，公司采取蘑菇战术深耕高增长潜力地区，借助渠道与核心终端力量突破核心市场，大致估算水井坊在华东、华南等次高端市场份额约 7-10%。未来伴随公司加大资源聚焦与渠道深耕，核心市场有望快速成长。

明确高端战略，提升品牌价值。**1)** 水井坊较早探路高端化，但过去进展略为缓慢，原因可能在于大单品打造不足、团购渠道发展有限、核心消费者培育有待增强。**2)** 2021年公司再次坚定高端化战略，9月发布升级版典藏，定价 1399元/瓶，渠道运作方面将典藏与臻酿八号、井台独立，公司内部成立高端事业部与消费者培育部，并成立水井坊高端白酒销售公司，强化厂商联结，专注团购渠道，费用投放维持高水平，但重心有所转变，以培育品牌高度与核心消费群体为主。

盈利预测、估值与评级：新管理层就位稳定奠定发展基础，核心单品有望享受次高端红利扩张，渠道改革和核心门店有利于精耕细作，稳扎稳打拓展核心市场，公司前瞻性进行品牌升维，蓄力长期发展。预测 2021-23 年净利润为 11.60/14.95/18.31 亿元，对应 EPS 为 2.38/3.06/3.75 元，当前股价对应 P/E 为 54/42/34 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：次高端白酒竞争加剧，费用投放产出比不及预期，国内疫情反复。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,539	3,006	4,562	5,835	7,058
营业收入增长率	25.53%	-15.06%	51.77%	27.90%	20.96%
净利润(百万元)	826	731	1,160	1,495	1,831
净利润增长率	42.60%	-11.49%	58.67%	28.80%	22.53%
EPS(元)	1.69	1.50	2.38	3.06	3.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	39.12%	34.24%	42.81%	44.05%	43.84%
P/E	76	86	54	42	34
P/B	29.7	29.4	23.2	18.5	15.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-17

买入（首次）

当前价：128.50 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

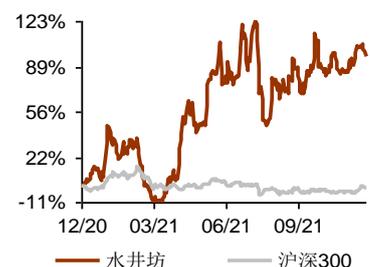
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.88
总市值(亿元)	627.56
一年最低/最高(元)	59.98/160.57
近3月换手率	75.79%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.04	7.68	66.78
绝对	0.82	10.44	66.32

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) **臻酿八号、井台**：受疫情影响，2020 年臻酿八号、井台销量呈现下滑，2021 年恢复较高增长，后续臻酿八号继续深耕宴席市场、加大低线城市下沉、提高核心市场渗透率，井台除渠道下沉之外，重点挖掘商务属性、发展团购渠道，预期未来井台销量增速将高于臻酿八号。预测 2021-23 年臻酿八号销量同比增长 45%/20%/15%，井台系列销量同比增长 42%/20%/16%。价格方面，21 年臻酿八号、井台提价，以及后续公司增强对渠道价值链的管理，估计均价稳步提升，预测 2021-23 年臻酿八号、井台均价同比提升 5%/5%/4%。

2) **典藏及菁萃**：2020 年销量同比亦呈现下滑，2021 年下半年公司发布升级版典藏、成立高端品销售公司，确立以典藏为核心的高端化战略，从 2021 年前三季度来看典藏及以上产品实现较高增长，2022 年伴随品牌升级、渠道模式变革等效果显现，估计将实现更高增速。预测 2021-23 年典藏、菁萃等产品销量同比增长 45%/35%/20%，均价同比提升 5%/10%/8%。

我们的创新之处

我们从公司管理控制权的变更出发，认为水井坊作为外资控股公司，过去的股权变动、管理层频繁更迭一定程度上影响了战略持续性，外资入主初期公司有所水土不服，导致其未能充分抓住行业黄金期，2016 年开始公司的高管任命呈现本土化趋势，2021 年调整到位的本土高管奠定后续发展基础，持股计划落地稳定人心。

我们将公司同价格带产品与剑南春进行对比，认为臻酿八号价格低于剑南春从而保持性价比优势，井台定价略高可以承接部分商务需求，通过拆分渠道利润率，两大单品整体顺价利润率 10% 以上，渠道推力具有一定优势。在全国扩张方面，市场对于水井坊的担忧在于基地市场四川竞争激烈、水井坊基础较弱，但我们认为川酒较早走出省内，水井坊具备一定的消费者教育优势。针对主要市场，我们估算了水井坊在各省次高端白酒的市场份额，进一步验证在华东、华南等地区，水井坊市占率有不错表现。

公司未来看点在于高端化战略实现品牌升维。对此，我们分析了公司较早启动高端路线却进展缓慢的原因，在此基础上重点分析本轮高端化路径的变化，并借鉴国窖、内参等业内经验，对比分析了销售公司模式运作高端产品的优势。

股价上涨的催化因素

1) 臻酿八号在主要市场渗透率快速提升，渠道下沉进展超出预期；2) 井台发展团购渠道，挖掘商务属性，商务场景表现超出预期；3) 渠道精耕细作、终端动销效率提升，公司市场份额提升超预期。4) 高端化战略顺利推进，费投效率提升，品牌升维进度加快。

估值与评级

新管理层就位稳定奠定发展基础，核心单品有望享受次高端红利扩张，渠道改革和核心门店有利于精耕细作，稳扎稳打拓展核心市场，公司前瞻性进行品牌升维，蓄力长期发展。预测 2021-23 年净利润为 11.60/14.95/18.31 亿元，对应 EPS 为 2.38/3.06/3.75 元，当前股价对应 P/E 为 54/42/34 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 引言	6
2、 几度更迭，管理层回归本土化	7
2.1、 国企转民营，全兴更名水井坊.....	7
2.2、 帝亚吉欧入主，迎来外资管理.....	8
2.3、 管理层本土化，开启战略调整.....	10
3、 次高端正值风口，分化仍将持续	12
3.1、 次高端白酒扩容趋势强劲.....	12
3.2、 内部分化，名酒份额有望提升.....	14
4、 巩固次高端基本盘，渠道助力对外扩张	16
4.1、 先天后天结合，讲好品牌故事.....	16
4.2、 两大单品明确次高端定位.....	17
4.3、 渠道模式改革，深耕核心市场.....	18
4.3.1、 渠道建设顺势而变.....	18
4.3.2、 核心门店增强精耕细作.....	20
4.3.3、 聚焦核心市场，推进省外扩张.....	21
5、 明确高端战略，拉升品牌价值	24
5.1、 打造高端品牌非一朝一夕.....	24
5.2、 聚焦典藏，再度破局高端化.....	25
6、 盈利预测、估值与评级	28
6.1、 盈利预测.....	28
6.2、 相对估值.....	29
6.3、 绝对估值.....	30
6.4、 投资建议.....	32
7、 风险分析	32

图目录

图 1: 水井坊过往表现呈现阶段性起伏.....	6
图 2: 早期全兴采取“酒类+药业”双线经营	7
图 3: 1999-2000 年全兴酒类收入在白酒行业内位居中上	7
图 4: 2002 年开始国有资本退出全兴股份	8
图 5: 公司 2003 年剥离制药业务, 04 年业绩扭亏为盈	8
图 6: 帝亚吉欧从 2006 年开始逐步收购全兴集团	8
图 7: 帝亚吉欧全资控股水井坊集团, 为水井坊股份公司实际控制人	9
图 8: 2006-2012 年期间水井坊营收 CAGR 低于主要酒企	9
图 9: 2013-2014 年公司归母净利润出现两年亏损 (单位: 亿元)	9
图 10: 2015-2019 年, 水井坊收入增长态势较为突出	10
图 11: 2017-2019 年水井坊高档酒收入稳步提升	10
图 12: 水井坊股权激励进展: 21 年 9 月员工持股计划落地	11
图 13: 水井坊过去换帅频繁, 2020 年开始朱总主管公司经营	11
图 14: 白酒消费结构转向以商务和大众消费为主	12
图 15: 消费者选购白酒品牌时较重视品质与口感	12
图 16: 茅台、普五出厂价提升至 900 元价位.....	13
图 17: 高端白酒批价抬升, 向下留出价格空间.....	13
图 18: 次高端白酒收入复合增速较为突出	13
图 19: 2020 年白酒结构升级加速	13
图 20: 2020-2025 年次高端市场规模的增长势头显著	14
图 21: 次高端白酒单品较多	14
图 22: 高端白酒市场集中度较高.....	15
图 23: 次高端白酒参与者众多、市场相对分散	15
图 24: 老八大名酒 (除董酒外) 市场份额占比明显提升	15
图 25: 川酒六朵金花市场份额呈上升趋势	15
图 26: 水井坊销售费用率在白酒企业中位居前列	16
图 27: 水井坊密集进行营销推广	16
图 28: 2020 年水井坊广告及促销费占销售费用比重约 80%, 高于其他酒企	16
图 29: 臻酿八号批价低于水晶剑.....	18
图 30: 臻酿八号、井台渠道顺价利润率在 10% 以上	18
图 31: 2020 年水井坊产能在浓香型酒企中相对紧张.....	18
图 32: 邛崃项目一波三折, 2018 年再度重启.....	18
图 33: 新总代模式转换期间, 销售人员数量有所增加	19
图 34: 2016-2017 年, 公司经销商数量明显减少	19
图 35: 水井坊渠道模式探索历程.....	20
图 36: 水井坊新型总代模式有利于渠道精细化管理.....	20
图 37: 2016 年 10 月水井坊开启对核心单品的提价周期	20
图 38: 核心门店持续升级迭代, 提高终端动销效率.....	21
图 39: 2020 年各省市白酒企业数量: 四川省遥遥领先	21

图 40: 2020 年四川省白酒产量占全国产量接近一半.....	21
图 41: 水井坊八大核心市场白酒流通规模位居前列.....	22
图 42: 水井坊 2020 年确立八大市场.....	22
图 43: 水井坊各区域收入占比: 东区收入贡献相对较高.....	22
图 44: 水井坊销售规模在亿元以上的主要市场.....	22
图 45: 水井坊较早开启高端化路线.....	24
图 46: 过去高端化进展相对缓慢.....	24
图 47: 新版典藏在包装方面升级.....	25
图 48: 新版典藏在品质方面进行“1+3+5”升级.....	25
图 49: 水井坊高端销售公司由 25 家经销商合作组建.....	25
图 50: 水井坊高端销售公司模式下, 厂家对终端的把控较强.....	26
图 51: 老窖采取品牌专营公司模式, 厂家主导品牌营销.....	26
图 52: 内参通过体外销售公司运作.....	27
图 53: 2019 年开始内参系列快速成长.....	27

表目录

表 1: 水井坊为中国境内唯一由外资控股的白酒上市公司.....	6
表 2: 水井坊产品构成.....	17
表 3: 水井坊在主要省份次高端白酒的市场份额估算.....	23
表 4: 公司分项业务收入及毛利率、费用率预测.....	29
表 5: A 股白酒公司盈利预测与估值对比.....	30
表 6: 绝对估值核心假设表.....	30
表 7: 现金流折现及估值表.....	31
表 8: 敏感性分析表.....	31
表 9: 绝对估值法结果汇总.....	31

1、引言

水井坊脱胎于川酒“六朵金花”之一的全兴大曲，曾是四川全兴集团股份有限公司旗下的高端白酒品牌，后被全球烈酒巨头帝亚吉欧控股，目前为中国境内唯一由外资控股的白酒上市企业。2020 年水井坊实现营收 30 亿元，在 19 家白酒上市公司中位列第 12 位。

回顾过往，水井坊具备老名酒基因，是行业内最早走高端路线的品牌之一，从收入和归母净利润来看，2015 年以前公司呈现较为明显的起伏，其高端化和全国扩张也经历了一定曲折，2016 年以来公司开始多项调整，尽管 2020 年公司也受到了疫情带来的阶段性冲击，不过从 2020 年下半年以来，水井坊销售逐渐恢复，21 年前三季度呈现较为强劲的增长，公司亦强调高端品牌建设、产品升级创新、市场销售突破等战略部署，以积极全新的姿态迈开改革步伐。

本篇报告在梳理水井坊发展之路以及现下行业特征的基础上，主要探讨以下问题：1) 从管理控制权出发，水井坊经历了哪些变化；2) 本轮行业周期下，水井坊的产品升级和全国扩张成效如何，是否能够赢取更多的次高端市场份额；3) 重新发力高端化，水井坊的品牌价值能否继续提升。

表 1：水井坊为中国境内唯一由外资控股的白酒上市公司

股票代码	上市公司	公司性质	实际控制人名称	实控属性	控股比例（上市公司）
600519.SH	贵州茅台	地方国有企业	贵州省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	54.00%
000858.SZ	五粮液	地方国有企业	宜宾市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	34.43%
000568.SZ	泸州老窖	地方国有企业	泸州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	51.01%
002304.SZ	洋河股份	地方国有企业	宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	34.16%
600809.SH	山西汾酒	地方国有企业	山西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	56.56%
000860.SZ	顺鑫农业	地方国有企业	北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	37.51%
600197.SH	伊力特	地方国有企业	新疆生产建设兵团第四师国有资产监督管理委员会	地方国资委	41.82%
600199.SH	金种子酒	地方国有企业	阜阳市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	27.10%
603369.SH	今世缘	地方国有企业	涟水县人民政府	地方政府	44.72%
000596.SZ	古井贡酒	地方国有企业	亳州市人民政府	地方政府	51.34%
600559.SH	老白干酒	地方国有企业	衡水市财政局	地方政府	25.40%
000799.SZ	酒鬼酒	中央国有企业	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	31.00%
000995.SZ	皇台酒业	民营企业	赵满堂	个人	1.20%
600702.SH	舍得酒业	民营企业	复星系	个人	29.97%
603198.SH	迎驾贡酒	民营企业	倪永培	个人	29.46%
603589.SH	口子窖	民营企业	刘安省、徐进	个人	29.92%
603919.SH	金徽酒	民营企业	复星系	个人	30.00%
600779.SH	水井坊	外资企业	Diageo Plc.	境外	63.17%

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：统计数据截至 2021 年三季报

图 1：水井坊过往表现呈现阶段性起伏



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、几度更迭，管理层回归本土化

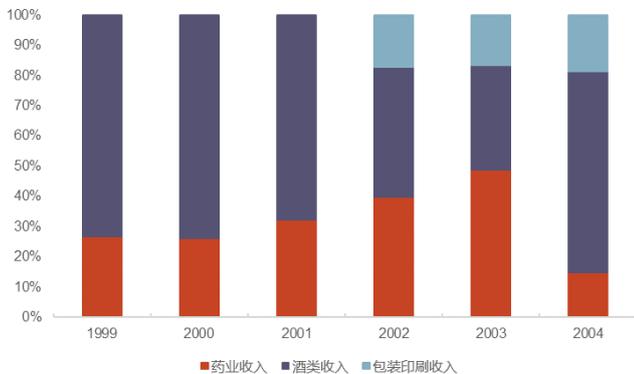
对水井坊投资价值的分析，首先需要理顺公司管理控制权的变更，以全兴借壳上市为起点，水井坊经历了三个阶段：1) 2006 年以前的全兴股份时期；2) 2006-2015 年帝亚吉欧入主、外资主导时期；3) 2015 年底开始的管理层本土化时期。

2.1、 国企转民营，全兴更名水井坊

全兴入主四川制药完成借壳上市，早期采取“酒业+药业”双线经营。全兴集团前身为成都全兴酒厂，以经营全兴大曲及全兴品牌系列酒为主，1997 年 10 月，成都国资委授权全兴集团入主四川制药，1999 年四川制药股份有限公司正式更名为四川全兴股份有限公司，全兴股份由此完成借壳上市，早期采取“制药+酒业”双线经营模式。1999-2000 年，全兴收入规模在白酒行业内位居前列，但 2001 年白酒消费税改革导致全兴税负压力增加、2003 年青霉素价格下跌，公司酒类与制药业务均遭受较大冲击。

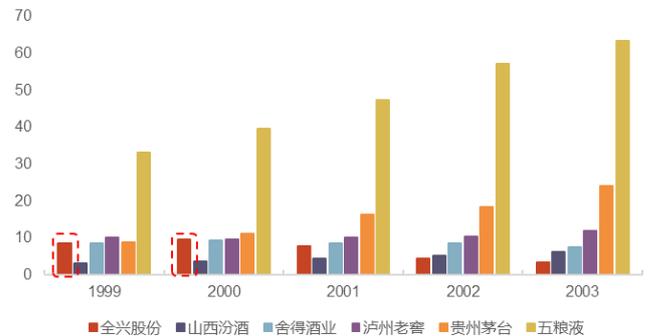
乘六百年古迹现世之东风，全兴高端白酒品牌“水井坊”面世。1998 年 8 月，公司在进行厂房改造时发现有一百年历史的酒坊遗址水井坊。由于遗迹保存较为完整、坊内古物可填补国内酒坊考古空白，水井坊被认定为“全国重点文物保护单位”。2000 年，水井坊的相关报道引起社会广泛关注，全兴集团顺势推出高端白酒品牌“水井坊”，彼时产品定价 600 元，高于当时的茅台、五粮液，原主打品牌“全兴”转以中低端路线发展。

图 2：早期全兴采取“酒类+药业”双线经营



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：1999-2000 年全兴酒类收入在白酒行业内位居中上



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：单位为亿元，全兴股份为酒类业务收入

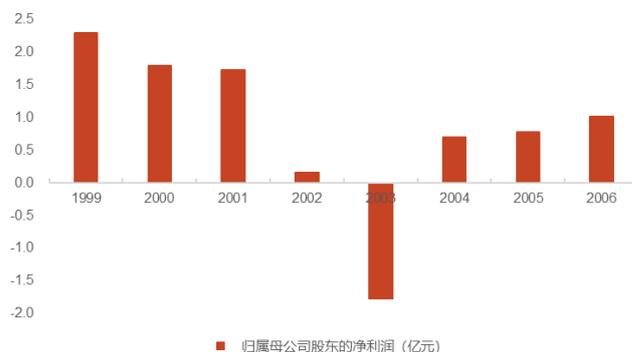
管理层开启 MBO，剥离制药业务，全兴股份正式进入水井坊时期。为适应外部环境变化，全兴股份在 2002-2006 年期间进行了一系列调整，具体包括：1) 管理层 MBO。受税改影响叠加国企改革浪潮，集团在董事长杨肇基先生的牵头下，于 2002 年开启管理层收购，同年成都国资委同意国有资本退出，全兴股份自此由国有企业转变为民营企业；2) 剥离制药业务。2003 年青霉素价格战影响，公司业绩出现亏损，为避免上市公司主体面临退市风险，全兴集团决定剥离制药业务，2004 年公司业绩扭亏为盈；3) 聚焦高端白酒，公司更名水井坊。白酒消费税政策的调整使公司原有品牌“全兴”发展受限，公司决定调整战略，主推高端品牌水井坊。2006 年 10 月，全兴完成股权分置，上市主体自此更名水井坊。

图 4：2002 年开始国有资本退出全兴股份



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：公司 2003 年剥离制药业务，04 年业绩扭亏为盈

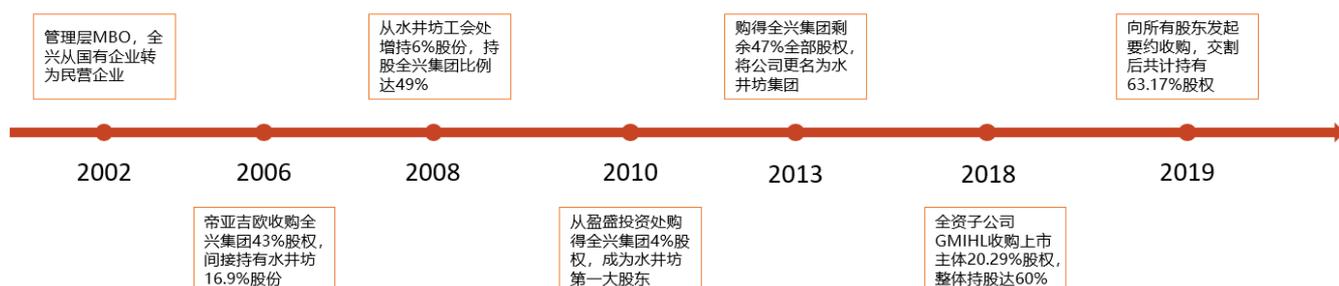


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.2、 帝亚吉欧入主，迎来外资管理

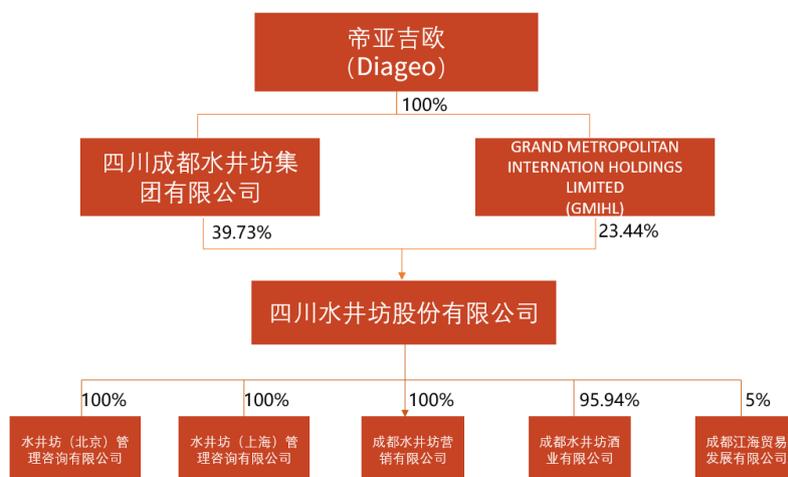
帝亚吉欧收购全兴集团并逐步取得水井坊主导权，水井坊迎来外籍高管。2006 年 12 月，全球烈酒巨头帝亚吉欧开始对全兴集团的控股之路，到 2013 年 7 月，帝亚吉欧先后从成都盈盛投资股份有限公司（管理层持股平台）以及水井坊工会处合计收购全兴集团 100% 股权，后将全兴集团更名为水井坊集团，同时逐步成为水井坊股份公司的实际控制人。伴随帝亚吉欧入主，水井坊先后迎来两位外籍高管，2010 年帝亚吉欧原大中华区总裁柯明思担任水井坊总经理，成为白酒上市公司中首位外籍掌门人，2012 年美国人大米接任总经理，接连两位外籍高管对内部风控、产品生产等进行了改造，从而提升了公司经营质量。

图 6：帝亚吉欧从 2006 年开始逐步收购全兴集团



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：帝亚吉欧全资控股水井坊集团，为水井坊股份公司实际控制人



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：截至 2021 年三季报

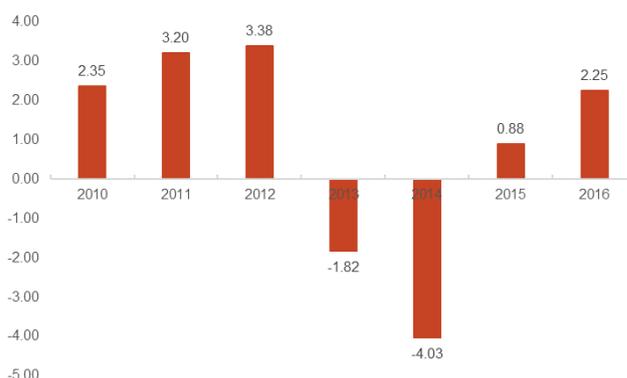
频繁的股权变动导致公司未能充分抓住行业窗口期，外资入主初期呈现水土不服。2006-2012 年政商务白酒消费活跃，正值行业黄金期，但由于股权变动与资本运作，水井坊在此阶段未能腾出足够精力聚焦市场，首位外籍高管柯明思较为重视海外业务，但在国内白酒市场百花齐放的背景下，当时的国际化战略似乎有些得不偿失，2006-2012 年公司营收和归母净利润 CAGR 为 12.5%/22.1%，低于业内多数酒企。2012 年底行业进入调整期，高端白酒供过于求、价格下滑，水井坊主打高端路线，产品矩阵单一的问题暴露，库存积压下部分区域总经销商退出。2013 年大米就任后，公司尝试扁平化直营、推出臻酿八号并降低井台价格、借鉴快消品运作思路，2013-14 年经历两年业绩亏损期，2015 年扭亏为盈。

图 8：2006-2012 年期间水井坊营收 CAGR 低于主要酒企



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：2013-2014 年公司归母净利润出现两年亏损（单位：亿元）

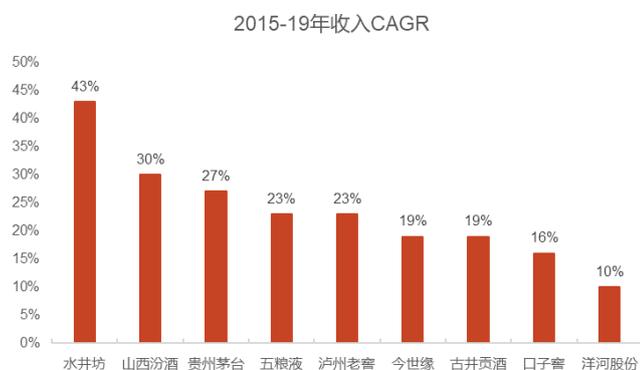


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、管理层本土化，开启战略调整

2016 年开始管理层偏向本土化，水井坊开启各项调整。2015 年 10 月，在啤酒行业拥有丰富经验的范祥福接任公司总经理，商务总监等核心岗位亦有履新，水井坊管理层逐渐回归本土化，并开启了各项调整，具体包括：1) 明确次高端定位，以臻酿八号、井台、典藏作为三款核心单品；2) 渠道建设回归总代模式，同时增强厂家对于终端的管控；3) 聚焦核心市场，采用蘑菇战术实现以点带面扩张；4) 推出核心门店项目，提高终端动销效率。叠加 2015 年之后行业调整结束，水井坊逐渐发力，2015-19 年营收 CAGR 达到 43%，复苏态势较为强劲。2019 年危永标接任总经理，虽然在职时间较短，但过去的次高端战略得以延续。

图 10：2015-2019 年，水井坊收入增长态势较为突出



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：2017-2019 年水井坊高档酒收入稳步提升

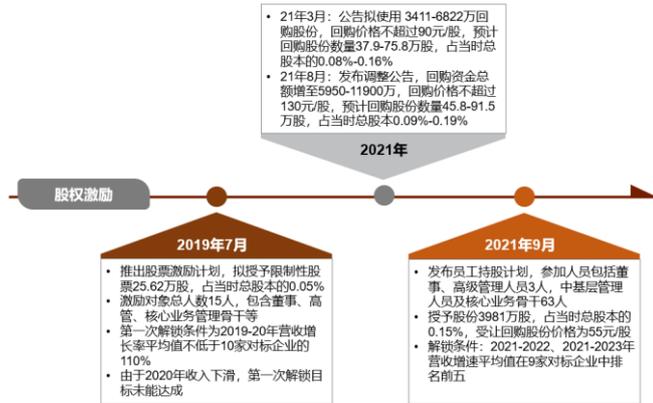


资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：高档酒为水井坊品牌系列，中档酒为天号陈系列酒，低档酒为基酒销售

2021 年 7 月朱镇豪正式担任总经理，本土酒类经验丰富的管理层逐步稳定。2020 年 9 月，公司任命朱镇豪代为行使总经理职责，21 年 6 月底正式公告聘任朱镇豪先生为总经理，朱总拥有深厚的帝亚吉欧工作背景，且主要负责中国市场，具备丰富的本土酒水运作经验，另外蒋磊峰亦正式出任财务总监。

2021 年 9 月员工持股计划落地，激励机制继续完善。2019 年 7 月水井坊推出股票激励计划，针对董事、高管、核心业务骨干等 15 人，第一次解锁条件为 2019-20 年营收增长率平均值不低于 10 家对标企业（2018 年 A 股营收排名前十的白酒公司）的 110%，但未能达成（对标企业营收增速平均值 9.23%，水井坊平均增速 5.23%）。21 年 3 月末，公司公告拟使用 3411-6822 万回购股份，回购价格不超过 90 元/股，8 月份发布调整公告，回购资金增加至 5950-11900 万，价格不超过 130 元/股。9 月员工持股计划正式落地，参与人员包括董事、中高层管理、技术骨干等 66 人，授予股份合计 3981 万股，占总股本的 0.15%，受让价格 55 元/股，解锁条件为 2021-23 年营收增速平均值在 9 家对标企业中（2020 年营收排名前十，不含贵州茅台）排名前五。

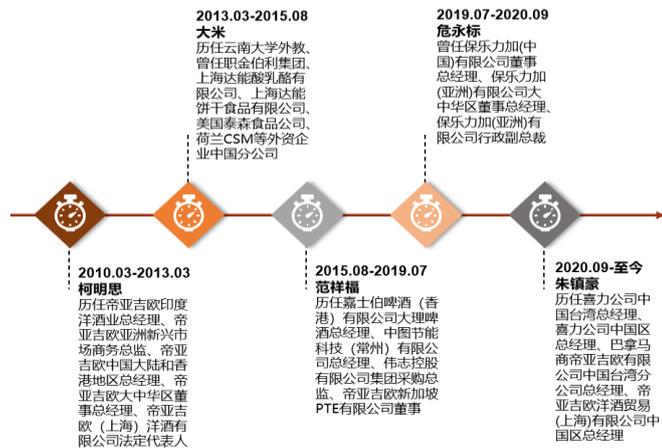
图 12: 水井坊股权激励进展: 21 年 9 月员工持股计划落地



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

整体来看, 过去管理层频繁更迭在一定程度上影响了公司的战略持续性, 2021年以来调整到位的本土高管将奠定后续发展基础。作为 A 股唯一的外资控股白酒公司, 在帝亚吉欧入主之后水井坊换帅动作较为频繁, 这也是过去市场对公司的主要担忧之一。2010 年到现在水井坊共经历了五位总经理, 从范总开始, 公司高管任命呈现本土化趋势, 经营亦逐步改善, 2020 年朱总开始主持工作, 2021 年持股计划落地进一步强化管理层稳定信心。

图 13: 水井坊过去换帅频繁, 2020 年开始朱总主管公司经营



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

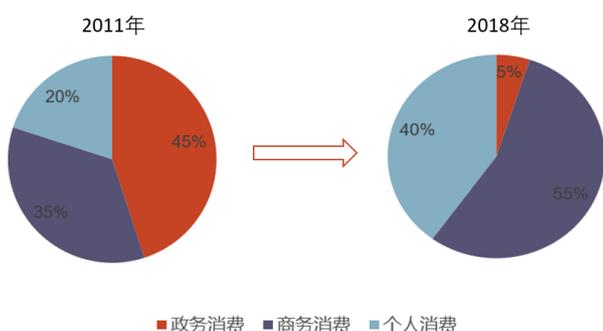
3、次高端正值风口，分化仍将持续

内部团队的稳定奠定了水井坊新一轮改革的基础，而从外部环境来看，次高端白酒的高景气度也为水井坊创造了发展机遇，在 2016 年走出行业调整期之后，次高端白酒成为了本轮行业周期最大的受益者。

3.1、次高端白酒扩容趋势强劲

需求方面，白酒消费场景转向以商务和大众消费为主，消费偏好更加侧重品质与口感。2016 年以来，在行业调整期结束后，白酒主要饮用场景转向商务消费和大众消费，中产阶层崛起，消费诉求向理性回归，饮酒习惯从过去的“多喝酒”转向“少喝酒、喝好酒、喝健康酒”，对于白酒的性价比要求有所下降，更看重产品品质、品牌底蕴、口感风味等，消费者愿意接受价格更高的白酒，对性价比的要求减弱。主打性价比优势的中低端白酒受到挤压，次高端及以上价位白酒迎来需求扩容。

图 14：白酒消费结构转向以商务和大众消费为主



资料来源：酒业家，光大证券研究所，注：按照销量的消费场景占比

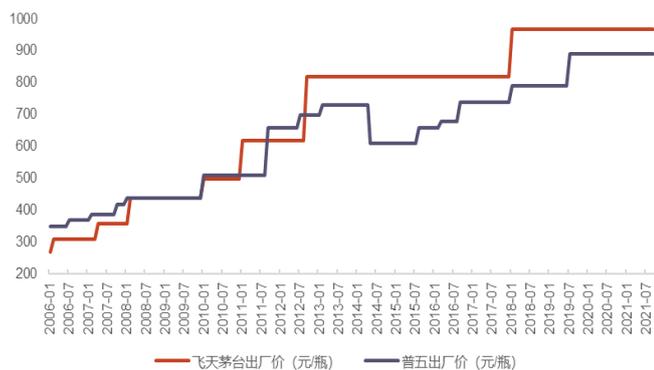
图 15：消费者选购白酒品牌时较重视品质与口感



资料来源：尼尔森（2021 年统计），光大证券研究所

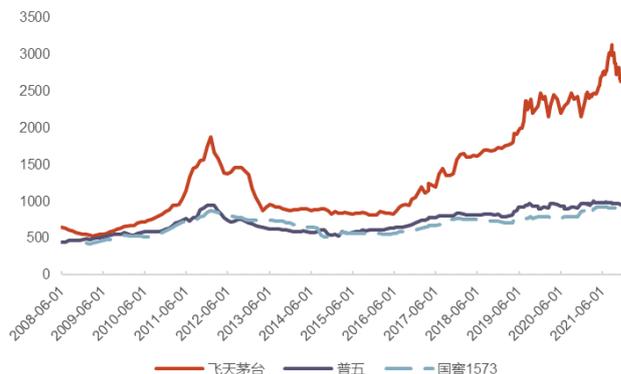
价格方面，飞天茅台拔高白酒行业价格天花板，普五提价拉升次高端价格带。2018 年飞天茅台出厂价由 819 元提高至 969 元，普五自 2014 年 6 月开始出厂价陆续提升，从 609 元逐步提升至目前 889 元（计划内），行业复苏期以来批价整体呈现抬升，目前散瓶飞天茅台/普五批价分别在 2800/970 元左右。普五批价稳定在千元左右，为次高端白酒留出了足够的价格空间。

图 16: 茅台、普五出厂价提升至 900 元价位



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 注: 截至 2021 年 9 月

图 17: 高端白酒批价抬升, 向下留出价格空间



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 注: 截至 2021 年 11 月底 单位: 元/瓶

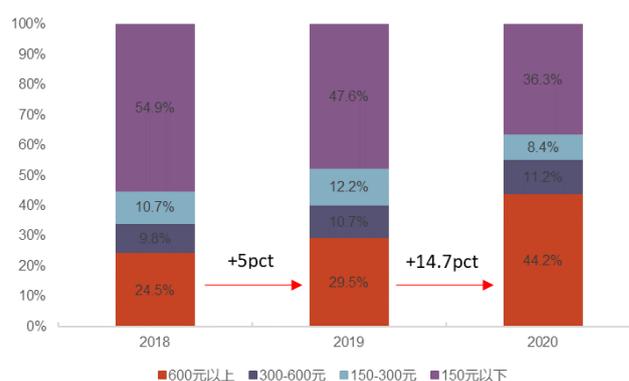
伴随消费端升级、普五打开价格空间, 次高端白酒承接上下需求, 实现快速扩容。一方面, 高端白酒由于产能限制, 供给持续紧张, 且千元以上价位消费者以高净值人群、政商务精英为主, 向下溢出的空间较大, 另一方面, 中端及以下消费者逐渐上移至 300 元+价位, 次高端白酒承接这部分人群向上溢出的需求, 尤其在商务宴请、宴席等场景的扩容空间较大。据渠道调研, 江苏、浙江、上海等经济水平发达的地区, 宴席用酒的主流价位基本在 300 元以上, 商务场合逐渐上移至 600 元价位。从 2018 到 2020 年, 300-600 元/600 元以上的白酒收入规模 CAGR 分别为 26%/22%, 2020 年合计规模占比接近 40%。据尼尔森统计, 2020 年白酒行业升级加速, 300 元以上白酒在全国现代渠道的销售额占比已经超过 50%。

图 18: 次高端白酒收入复合增速较为突出



资料来源: 公司业绩会交流材料预测, 光大证券研究所整理

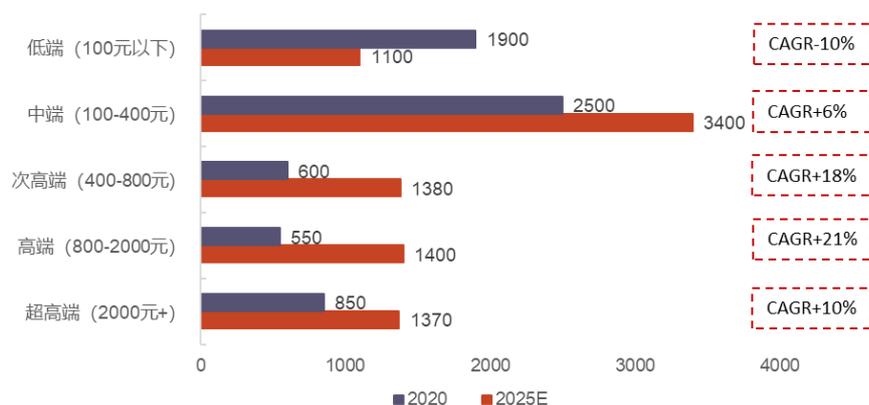
图 19: 2020 年白酒结构升级加速



资料来源: 尼尔森, 光大证券研究所, 注: 数据按照全国现代渠道白酒销售额统计

2020-2025 年次高端白酒增长势头明显, 市场规模 CAGR 有望达到 18%。展望未来, 消费升级推动次高端白酒将成为主要受益者, 据里斯咨询预测, 2020-2025 年高端白酒 (800-2000 元) 和次高端白酒 (400-800 元) 市场容量 CAGR 分别可以达到 21%/18%, 增长势头最为显著, 中端白酒 (100-400 元) 虽然体量较大、但增长潜力较低, 100 元以下的低端白酒市场将出现明显萎缩, 预估市场容量下降近 50%。

图 20：2020-2025 年次高端市场规模的增长势头显著

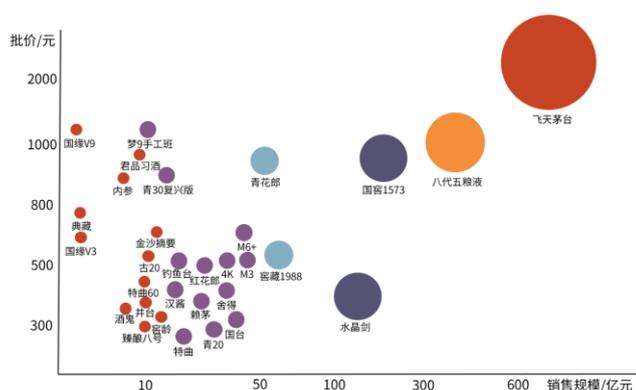


资料来源：里斯咨询预测，光大证券研究所，注：单位为亿元

3.2、内部分化，名酒份额有望提升

次高端白酒价位上沿、内部价格带细分，300-400 元价位基础深厚，600-700 元价格带增长潜力较高。过去次高端以剑南春为代表，多数品牌集中在 300-400 元价位，伴随价格带拉宽，次高端梯队亦有所分化。300-400 元价位以水晶剑、井台、臻酿八号、天之蓝等传统产品为主，市场规模较大，消费场景以宴席为主，承接大众升级需求。600-700 元价位为最新崛起的黄金价格带，承接高端向下溢出需求，具备一定的商务属性、且多采取团购运作，虽然目前规模较小、但成长性更高，梦 6+ 前瞻布局，五粮液、国窖等低度酒继续开拓市场，另有金沙、国台等酱酒品牌推出相关单品布局。

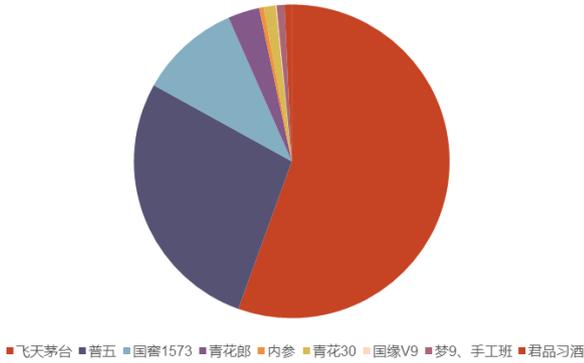
图 21：次高端白酒单品较多



资料来源：酒业家，各公司公告，光大证券研究所，注：2020 年销售规模

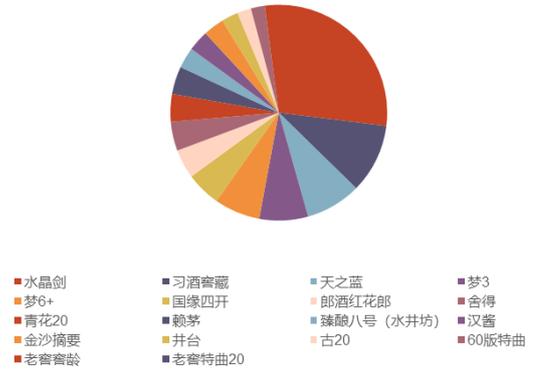
由于消费场景多元、品牌粘性相对高端白酒较弱，次高端白酒集中度较为分散、全国性名酒、区域龙头参与者众多。不同于高端白酒消费群体较为集中，且茅台、五粮液等较早完成核心消费者培育，品牌壁垒与忠诚度较高，次高端白酒宴席、自饮、商务宴请等场景较为分散，竞争激烈，集中度相对较低。大致估计 2020 年千元以上价格带 CR3 超过 70%，300-900 元价格带 CR5 约 30%，其中水晶剑为百亿规模大单品，汾酒、水井、舍得等全国性名酒，洋河、古井等地产龙头均在此深耕。

图 22: 高端白酒市场集中度较高



资料来源: 酒业家, 各公司公告, 光大证券研究所, 注: 按照 2020 年销售规模

图 23: 次高端白酒参与者众多、市场相对分散



资料来源: 酒业家, 各公司公告, 光大证券研究所, 注: 按照 2020 年销售规模

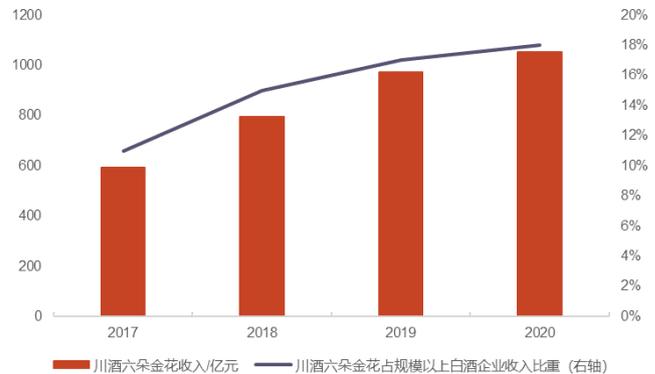
内部分化加剧, 市场份额向名酒集中为大势所趋。虽然次高端白酒集中度相对高端较低, 但在本轮消费端结构调整的行业周期下, 次高端白酒内部分化亦较为明显, 市场份额呈现向品牌资产深厚的名优酒企集中态势。2016-2020 年, 老八大名酒中除董酒之外的酒企在规模以上白酒企业收入中的占比逐年提升, 川酒六朵金花收入占比亦呈现上升趋势, 结构性增长下, 名优白酒有望攫取更多市场份额。

图 24: 老八大名酒 (除董酒外) 市场份额占比明显提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 注: 此处统计 1979 年国家评酒会入选名酒 (茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、剑南春、洋河、古井贡酒), 董酒因缺少数据剔除, 剑南春采用销售额数据, 由于口径差异, 统计结果供参考

图 25: 川酒六朵金花市场份额呈上升趋势



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 注: 包括五粮液、泸州老窖、剑南春、水井坊、舍得、郎酒, 剑南春采用销售额数据, 其余为营收数据

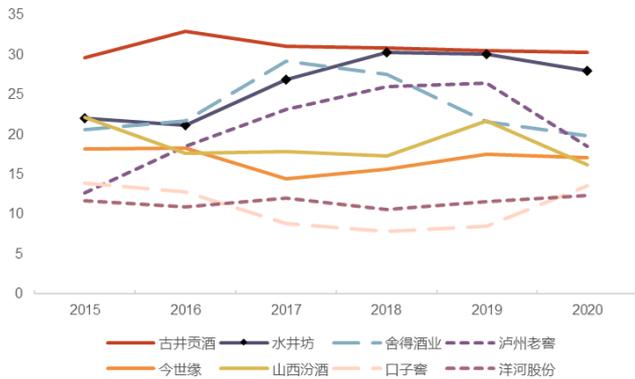
4、巩固次高端基本盘，渠道助力对外扩张

4.1、先天后天结合，讲好品牌故事

水井坊先天具备名酒基因，600年文化传承奠定品牌内涵。对于白酒企业来说，品牌故事是最重要的无形资产，水井坊的先天优势在于具备厚重的遗迹与酿造技艺遗产，1998年全兴在进行厂房改造时发现水井街古迹，人们得以窥见600余年前，前庭当垆、后庭酿酒、酿酒作坊与酒肆结合的繁华景象，这是我国目前认定最早的古代酿酒作坊和酒肆。水井坊酒街遗址被归为1999年中国十大考古发现之一，经国务院批准列为全国重点文物保护单位。2013年，水井坊博物馆正式开馆，以集中展示水井街坊遗貌，提升品牌形象。

后天营销推广不遗余力，坚持构筑品牌形象。虽然拥有600年的历史传承，但对于走全国化路线的次高端酒企来说，如何传播品牌文化、提高消费者认知度依然是前期最大的难度之一。对此，水井坊选择了持续密集的品牌投入，以不断强化品牌形象。例如赞助合作“中网”、通过博物馆展开体验式营销、合作米其林大师赛、高尔夫联赛等。2017年开始独家冠名《国家宝藏》，并确立了“600年，每一杯都是活着的传承”主题，2020年以来合作CCTV、成都春糖会。反映在费用投放上，水井坊的销售费用率在主要酒企中一直位居前列，广告及促销费为销售费用的主要构成，2020年占比约80%，明显高于业内其他酒企。

图 26：水井坊销售费用率在白酒企业中位居前列



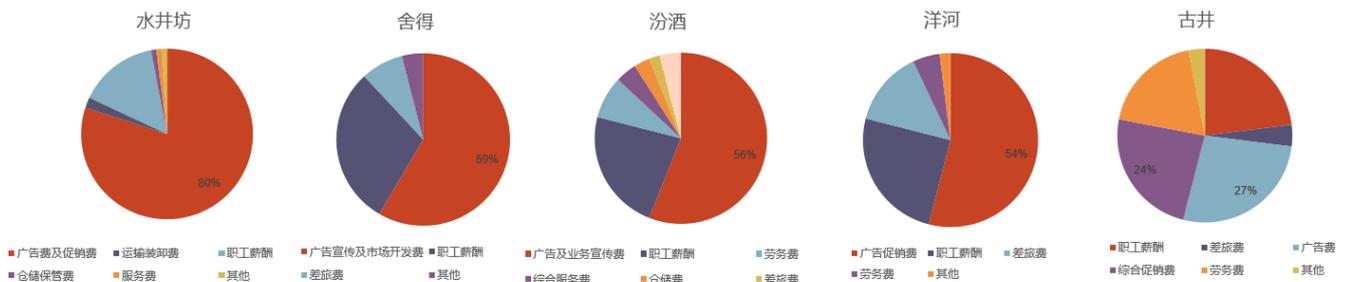
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：单位/%

图 27：水井坊密集进行营销推广



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 28：2020 年水井坊广告及促销费占销售费用比重约 80%，高于其他酒企



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

4.2、 两大单品明确次高端定位

主攻次高端及以上价格带，核心单品卡位明确。水井坊主要围绕井台、臻酿八号、典藏三大单品搭建自有产品体系，卡位次高端及高端市场。高端产品以典藏为主，辅以菁翠、珍藏（龙凤）等产品，目前占比较低、约 5%左右，次高端以井台、臻酿八号两大单品为主，并运行禧庆版、鸿运装等产品以瞄准细分市场，井台、臻酿八号系列为公司贡献主要收入，据渠道调研，浙江、上海、福建等核心市场井台及臻酿八号合计占比 80%以上，中档单品小水井、天号陈、水井尚品等占比较低。

表 2：水井坊产品构成

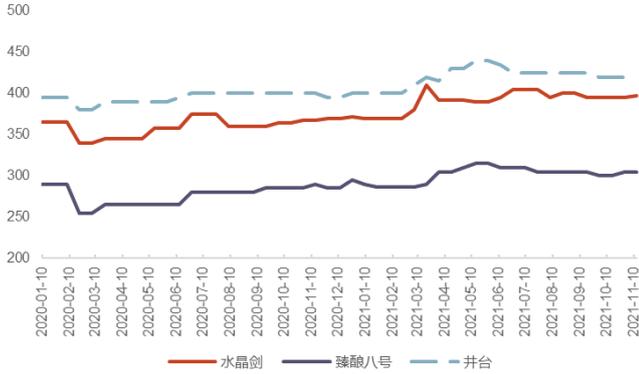
分类	产品	终端价 (元 / 500 ML)	产品展示
高端 (终端价 1000 元以上)	52° 水井坊·菁翠	1899	 水井坊·菁翠 水井坊·典藏大师 水井坊·珍藏(龙) 水井坊·珍藏(凤)
	53° 水井坊·珍藏	1398	
	52° 水井坊·典藏大师	1065	
次高端 (终端价 400-800 元)	52° 水井坊·禧庆版	445	 水井坊·梅兰竹菊 水井坊·井台 水井坊·禧庆版 水井坊·鸿运装 水井坊·臻酿八号
	52° 水井坊·井台	565	
	52° 水井坊·臻酿八号	415	
	52° 水井坊·梅兰竹菊	675	
	52° 水井坊·鸿运装	435	
中档 (终端价 300 元以下)	水井坊·小水井	199	 水井坊·小水井 天号陈 水井尚品
	天号陈	115	
	水井尚品	199	

资料来源：公司官网，京东旗舰店，光大证券研究所，注：终端价格统计时间截止 2021 年 10 月底

臻酿八号深耕宴席场景，相较剑南春具备渠道推力优势。臻酿八号为水井第一大单品，估计收入贡献达到 50%以上，消费场景以宴席为主。根据渠道调研，在浙江，水井坊宴席场景占比达 60%，上海臻酿八号宴席占比约 1/3。在 300-400 元价位，臻酿八号竞品以剑南春为代表，剑南春优势在于市场基础雄厚、品牌认可度较高，臻酿八号在价格上相对剑南春较低，保持一定的性价比优势，并且维持一定的顺价利润空间，例如上海渠道利润率在 10-20%之间，浙江渠道整体环节利润率 12%左右，另有费用、返利等支持保证渠道推力。

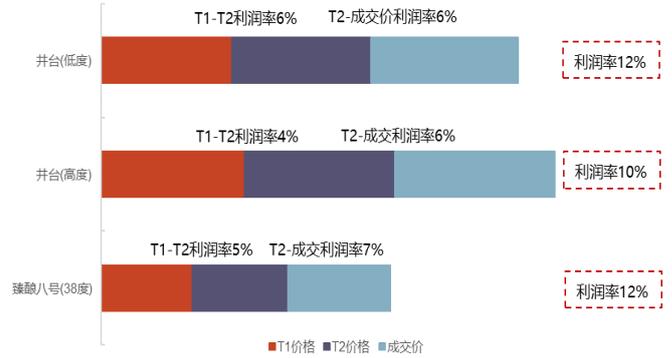
井台定价略高，商务属性具备较大挖掘潜力。井台收入贡献估计达到 30%以上，定位 400-500 元价格带，承载臻酿八号向上的升级需求。从品质来说，井台与臻酿八号各有千秋，井台由熟化三年的基酒调配而成，酒体圆润、粮香突出，臻酿八号由基酒加新酒调配而成，酒体甜柔、香味细腻。从消费场景来说，由于井台定位更高，除部分经济发达地区的宴席场景之外，在部分城市也承接了商务宴请的需求，后续井台与臻酿八号或将各有侧重，井台在商务团购市场仍有较大发展空间。

图 29：臻酿八号批价低于水晶剑



资料来源：今日酒价，光大证券研究所，注：单位元/500ML，截至 2021 年 11 月底

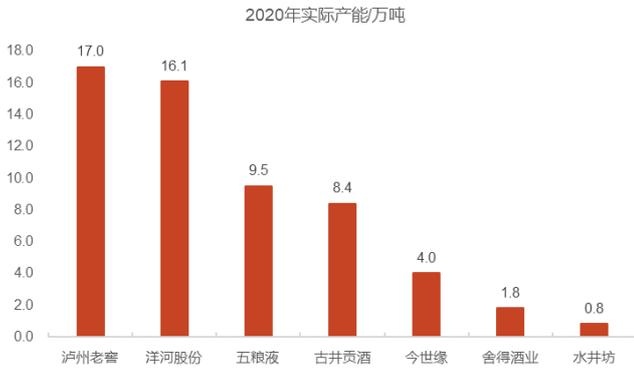
图 30：臻酿八号、井台渠道顺价利润率在 10% 以上



资料来源：渠道调研，光大证券研究所，注：不包含宴席奖励、模糊返利等，T1 指总代理下面的一级经销商，T2 为二级经销商/分销商。

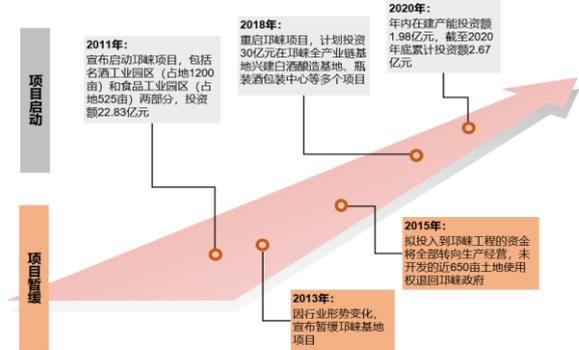
邛崃项目重启，产能扩充为后续增长保驾护航。水井坊主打次高端以上路线，优质基酒的储备为规模扩张的前提，根据 2020 年报披露，2020 年水井坊的设计/实际产能分别为 10857/8161 千升，在浓香型酒企中产能相对紧张，对于扩产的需求也逐渐上升。早在 2011 年，水井坊即宣布投资邛崃项目，投资金额 22.83 亿元，并成立成都水井坊酒业有限公司负责该项目，但在行业环境变化下，2013 年邛崃项目暂缓，2015 年中宣布将未开发的土地使用权退回邛崃政府。2018 年 6 月，公司公告重启邛崃项目，总投资额约 30 亿元，第一期项目预计将形成 2 万千升原酒酿造能力以及 4 万千升储存能力。

图 31：2020 年水井坊产能在浓香型酒企中相对紧张



资料来源：各公司公告，光大证券研究所，注：按照年报披露的当年基酒口径实际产能，不包含原酒储存，洋河产能为洋河和双沟合计

图 32：邛崃项目一波三折，2018 年再度重启



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.3、渠道模式改革，深耕核心市场

4.3.1、渠道建设顺势而变

水井坊的渠道建设经历过多次探索，经历了从传统总代模式到扁平化直营、再到回归总代模式的转变，在借助渠道力量扩张的同时、增强对于终端的管控为主要趋势，目前水井坊采用新老总代并存的模式。

行业调整期之前，公司主要采用省级总代理模式。在某省份选取一家经销商，这种模式的优势在于当销售规模较小、省外扩张市场基础较弱时，有利于在较短时间内实现规模扩张、增强与大商的合作关系，但劣势在于渠道管理较为粗放、厂家与终端消费者链接较少。2013 年行业开始深度调整之后，由于动销疲软、库存积压较大，湖北、四川等地区总代退出，渠道阻塞下传统总代模式弊端显现，部分销售阵地也有所丢失。

为摆脱困境，公司开始进行直营渠道改革。2013 年开始在北京、武汉、四川、广东等地推行扁平化直营、取代原总代模式，开辟商超、酒店等渠道，自建销售团队供货给终端，这种模式下厂家与终端的联系增强，但同时厂家的资金、人力投入也会大幅增加，存在投入产出比较低、覆盖范围较小的问题，在传统总代和扁平化直营并存的情况下，部分省代对自身利益也有所担忧。同时，公司在部分区域采取与帝亚吉欧的合作模式，借助合作伙伴的分销网络。

2016 年，水井坊开始逐步回归省代模式，在原有基础上进行调整优化。新型总代模式下，由公司销售团队服务和管控终端，负责前端管理，总代作为平台商做好订单处理、物流、仓储、收款等后端工作，销售人员数量也有所增加。新总代模式一方面可以借助经销商力量实现渠道扩张，另外也有利于厂家把控终端、维护价格、实现精细化管理。从实施效果来看，2016 年运用新总代的市場业务销售增速高于全国市场平均增速。2016-2017 年因模式变化，公司经销商数量明显减少、销售人员有所增加，到 2018 年，原有的扁平化市场均已转换为总代模式。

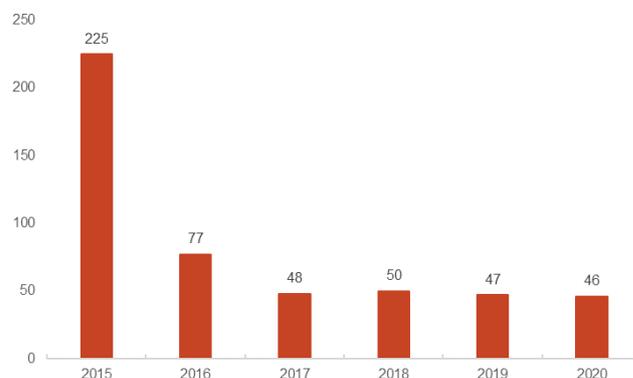
疫情后布局团购渠道，增强企业型客户复购粘性。2020 年下半年，伴随业务复苏、渠道库存良性，公司亦开始着重布局团购渠道，2020 年建立专职团购 T1 和团购团队，由公司和总代共同开发团购型经销商，并配合开展名酒进名企、投入定制化资源打造营销新模式，目前团购渠道虽然基数较低、但成长性较高。

图 33：新总代模式转换期间，销售人员数量有所增加



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 34：2016-2017 年，公司经销商数量明显减少



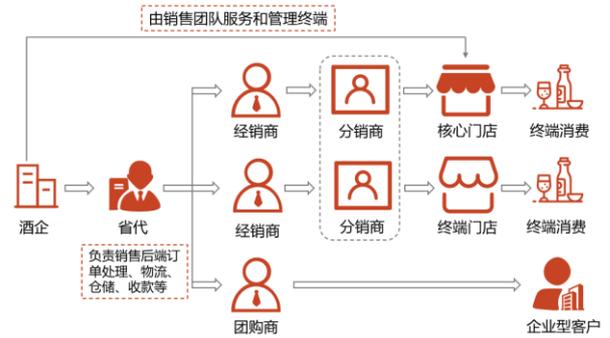
资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：单位为家

图 35: 水井坊渠道模式探索历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 36: 水井坊新型总代模式有利于渠道精细化管理



资料来源：公司公告，渠道调研，光大证券研究所

循序渐进提价优化价值链，保证渠道推力。受行业调整冲击，水井坊曾在 2014 年 6 月下调出厂价，此后两年多的时间维持出厂价不变。伴随公司业务逐步复苏、渠道回归总代模式，为优化价值链，保证渠道信心，公司开启对核心单品的提价周期。2016 年 10 月，水井坊对臻酿八号和井台系列的出厂价进行不同程度上调，2017 年 7 月，主力产品典藏、井台、臻酿八号出厂价分别上调 15/10/10 元/瓶，其他产品亦有一定涨幅，12 月宣布上调核心产品建议零售价，2019-2020 年上调臻酿八号、典藏大师零售价。到 2021 年 4 月，井台与臻酿八号供货价再次上调，终端零售价亦同步调整，9 月底下发通知，井台与臻酿八号全系列产品建议零售价再度上调。

图 37: 2016 年 10 月水井坊开启对核心单品的提价周期



资料来源：酒业家，糖酒快讯，光大证券研究所，注：浅色为上调出厂价/供货价，深色为上调建议零售价

4.3.2、核心门店增强精耕细作

核心门店引导终端动销、挖掘宴席等细分消费场景。在渠道模式变革的同时，公司于 2016 年开始启动核心门店项目建设，由销售团队负责门店的开发、维护、激励和促销，公司亦配备足够的销售人员进行管理。核心门店提供一系列针对消费者的促销计划，有助于在终端层面增强厂家与消费者链接、提高动销效率；2017-2018 年进一步推出核心门店 2.0/3.0，针对婚宴、宴会等节庆场景展开促销，在促销礼品、宴席增值服务、标准化小品会、AI 识别陈列奖励支付、物料直到店等方面升级；2019 年推出核心门店 4.0，采用数字化手段拓展门店业务；2020 年推出核心门店 5.0，在渠道经营上进行简化，更加注重区域间差异

以及产品梯队，并进一步优化宴席体系，例如借助主题宴席、定制具备区域特色的宴席活动，扩大品牌在宴席场景的认知度。

图 38：核心门店持续升级迭代，提高终端动销效率

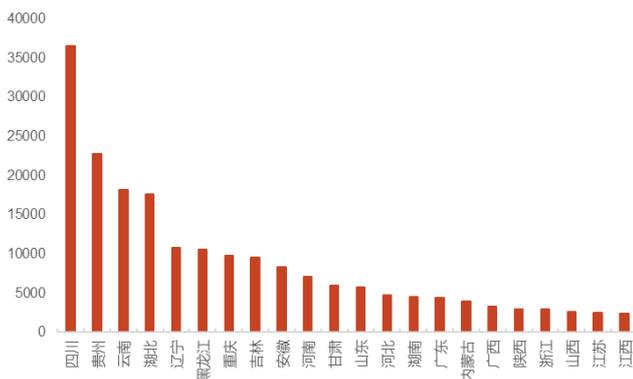


资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.3.3、聚焦核心市场，推进省外扩张

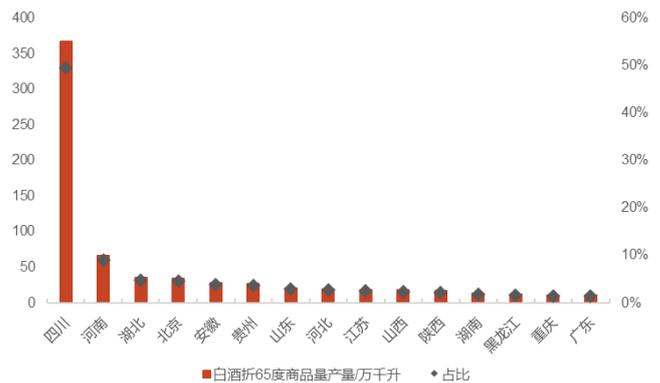
基地市场虽竞争激烈，但赋予水井坊一定的消费者教育优势。不同于洋河、古井、汾酒等次高端酒企在各自基地市场的领先优势，水井坊所在的四川历来为名酒重地，不仅有五粮液、老窖等高端品牌，也有剑南春这样的次高端代表，由于市场容量有限、名酒竞争激烈，想要单纯通过提升省内市占率来快速成长难度较高，省外扩张是大多数川酒企业的必经之路。对于次高端酒企而言，进入外埠市场的难度主要在于品牌认知度，但作为川酒六朵金花之一，加之五粮液老窖较早完成了浓香型白酒在全国范围内的市场培育，水井坊的对外扩张反而具备一定的消费者教育优势。

图 39：2020 年各省市白酒企业数量：四川省遥遥领先



资料来源：企查查，光大证券研究所，单位：家

图 40：2020 年四川省白酒产量占全国产量接近一半



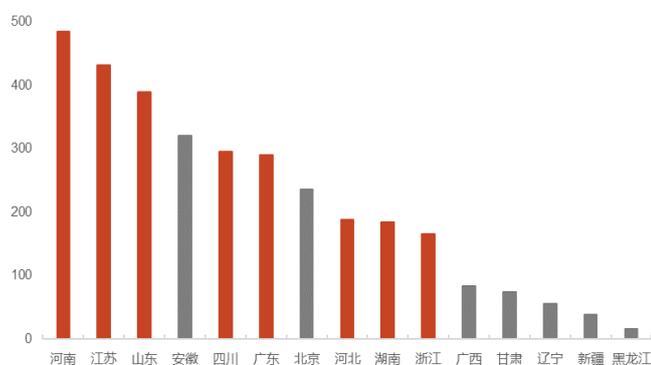
资料来源：Wind，光大证券研究所

着眼高增长潜力市场，采取蘑菇战术深耕。不同于传统的环基地市场扩张，水井坊选取市场规模较大、增长潜力较高的市场进行突破，2015 年首先聚焦江苏、河南、湖南、四川、广东五个核心市场，2016 年新增北京、上海、浙江、天津、福建等五个次核心市场，2017 年进一步拓展河北、山东、江西、陕西、广西为新兴核心市场，形成“5+5+5”布局，同时在区域内采用蘑菇战术，即先精耕具体市场，当业务发展良好时再以点带面向外延申。2019 年以来，公司加强对核

心市场的精准补强，例如针对江苏推出满足当地口感需求的“三甘三柔”、“井台12”，2020年聚焦为八大核心省份（江苏、河南、湖南、四川、广东、河北、山东、浙江），收入贡献达到58%，其中江苏销售规模最大。

借助渠道与核心终端力量突破华东等核心市场。省外扩张的重点在于消费者触达，外来品牌在初期往往存在品牌影响力欠缺、消费者层面推力不足的问题，而借助渠道力量可以较快实现拓展。例如在浙江市场，水井坊借助大商力量成立平台公司，给予大商合理的利润分配，大商收益除价差之外，还包括返点和模糊返利，利润分割下经销商愿意贡献资源，公司在铺货同时通过品鉴、促销等活动提升品牌拉力，2020年水井在浙江销售规模超过3.5亿元，2021年估计可以实现5亿、同比增长30%+。伴随宴席等消费场景价格升级，公司有望通过在乡镇等市场的渠道下沉维持高增长。在江苏市场，由于竞争激烈且地产酒表现强劲，除依靠大商资源之外，水井坊更加注重以核心终端为主的蘑菇战术，从而积累一定的品牌基础。

图 41：水井坊八大核心市场白酒流通规模位居前列



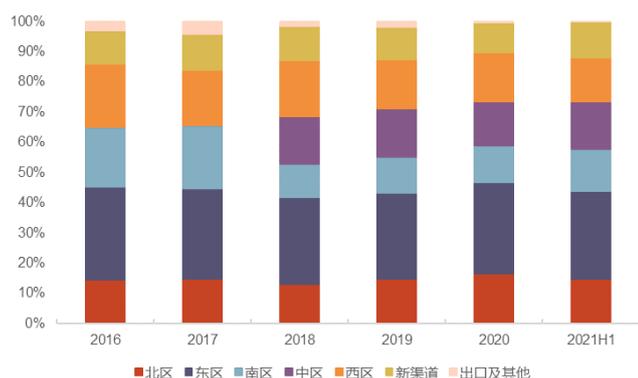
资料来源：《中国酒类流通行业白皮书》，光大证券研究所，注：2019年流通规模，单位为亿元，标红省份为水井坊的八大核心市场。

图 42：水井坊 2020 年确立八大市场



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 43：水井坊各区域收入占比：东区收入贡献相对较高



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 44：水井坊销售规模在亿元以上的市场



资料来源：渠道调研，光大证券研究所，注：2020年销售数据

通过大致估算水井坊在主要省份的市场份额，可以看出水井在华东地区（江苏、浙江、上海）、华南地区（广东、福建）次高端市场具备一定优势，河北作为八大市场之一亦有不错表现。这一方面受益于江苏等地区白酒消费结构升级，另一方面浙江、广东、福建等地区没有强势地产酒、白酒市场较为包容，亦为水井坊

的对外扩张提供沃土。水井坊在四川、河南等地份额相对较低，主要因名酒集中、竞争激烈。未来伴随公司加大资源聚焦与渠道深耕，核心市场有望快速成长。

1) 根据渠道调研估计，2020年水井坊在江苏/浙江/河南/广东/湖南/四川/上海的销售规模约为8/3.5/3.2/3/3/3/3亿元，在山东/河北/安徽/福建的规模约为2/2/2/1亿元，上述省份规模合计34亿元，占整体比重约70%，其中第一梯队市场占比超过50%。

2) 渠道反馈2020年江苏白酒销售规模约400-500亿，此处按照450亿估算，考虑白酒地域结构较为稳定，根据《中国酒类流通行业白皮书（2020）》披露的2019年各省流通规模，估计2020年浙江/河南/广东/湖南/四川/上海白酒规模分别约173/505/302/192/308/130亿，山东/河北/安徽/福建白酒规模约为406/196/333/60亿。

3) 从300-800元价格带来看，考虑2019-2020年各省次高端白酒占比相对稳定，估计江苏/浙江/河南/广东/湖南/四川/上海次高端白酒在当地白酒行业整体规模的占比约为27%/21%/15%/13%/20%/20%/25%，对应次高端白酒规模约122/36/76/39/38/62/33亿元，山东/河北/安徽/福建次高端占比约为12%/12%/12%/20%，对应市场容量约为49/24/40/12亿元。

4) 估计2020年江苏/浙江/河南/广东/湖南/四川/上海次高端白酒市场中，水井坊的市场份额约为6.6%/9.7%/4.2%/7.7%/7.9%/4.8%/9.1%，在山东/河北/安徽/福建次高端市场的份额约为4.1%/8.3%/5.0%/8.3%。

表3：水井坊在主要省份次高端白酒的市场份额估算

	江苏	浙江	河南	广东	湖南	四川	上海	山东	河北	安徽	福建	合计
2020年水井坊销售规模/亿元	8	3.5	3.2	3	3	3	3	2	2	2	1	33.7
2019年白酒流通规模/亿元	432	166	485	290	184	296	-	390	188	320	-	-
2020年白酒市场规模/亿元	450	173	505	302	192	308	130	406	196	333	60	3055
2020年次高端白酒规模占比	27%	21%	15%	13%	20%	20%	25%	12%	12%	12%	20%	17%
2020年次高端白酒规模/亿元	122	36	76	39	38	62	33	49	24	40	12	531
2020年水井坊在次高端市占率	6.6%	9.7%	4.2%	7.7%	7.9%	4.8%	9.1%	4.1%	8.3%	5.0%	8.3%	6.3%

资料来源：渠道调研，《中国酒类流通行业白皮书（2020）》，腾讯网，光大证券研究所估算，注：2020年水井坊各省销售规模来自渠道调研，2019年各省白酒流通规模来自白皮书，2020年江苏白酒规模来自渠道反馈，福建白酒规模来自腾讯网报道，上海与江苏消费结构接近，以人口数量作为影响因子估计白酒规模约130亿，其余省份对标江苏450亿规模、按照2019年流通规模分布估算，2020年各省次高端白酒占比根据2019年白皮书以及渠道调研综合估计。

5、明确高端战略，拉升品牌价值

5.1、 打造高端品牌非一朝一夕

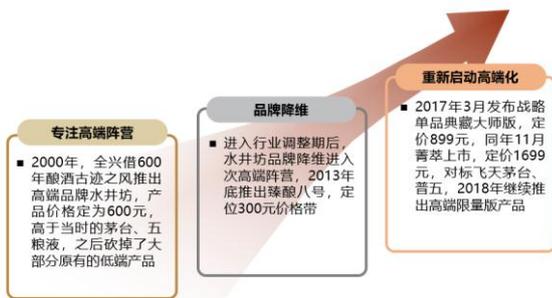
水井坊较早探路高端化，但过去进展略为缓慢。早在 2000 年，全兴便借 600 年古迹遗风推出水井坊品牌定位高端，彼时产品价格定为 600 元，高于当时的茅台、五粮液，在帝亚吉欧入主后，水井坊砍掉了大部分原有的低端产品，意图专注高端阵营，但在行业调整期间受到较大冲击，对此，公司进行品牌降维。伴随行业逐渐复苏，2017 年水井坊再度加快高端化步伐，3 月发布战略单品典藏大师版，定价 899 元，同年 11 月菁萃上市，定价 1699 元，两款产品从价格来看对标当时的飞天茅台和普五（当时飞天茅台指导零售价 1299 元），2018 年继续推出限量版产品，同时持续匹配高端营销投入，但过去的高端化进展略显缓慢，2020 年典藏及以上产品收入贡献 5% 左右，究其原因可能在于：

1) **核心单品打造不足，高端化缺乏一定支撑。** 高端白酒阵营主要分为两类，一类是以茅五泸为代表的具备较高品牌认知度、基本完成消费者教育的全国名酒，另一类是汾酒、洋河、郎酒等过去在次高端发力、同时参与高端市场竞争的知名品牌。水井坊过去专注高端，虽然有利于聚焦品牌，但劣势在于产品结构较为单一，在缺乏典型大单品与基地市场支撑的情况下，单纯追求高端化反而导致当存在外部行业冲击时，公司业绩出现大幅波动。

2) **渠道模式未能因地制宜，导致灵活性不足。** 水井坊以总代模式为主，对大商依赖性较强，过去对于井台、臻酿八号、典藏等产品采取一视同仁的渠道模式，虽然降低了渠道拓展难度，但由于多数经销商以次高端领域为主，在高端市场的资源布局相对较弱，导致公司虽然在产品上布局较为全面，但在高端渠道触达方面相对较弱。另外，水井坊的外资文化决定了公司对于可能也对高端产品销售造成了一定影响。

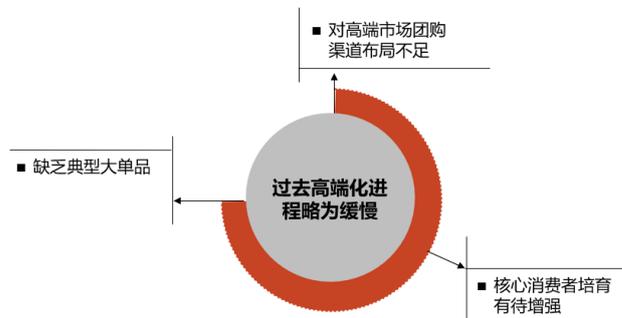
3) **广告营销投入较高，但在培育核心消费群体方面有所欠缺。** 高端品牌的受众群体有限，品类属性决定了其对核心消费者的依赖性较强，因此在品牌运作上最重要的是触达并培育核心意见领袖，继而实现圈层营销。水井坊过去以大规模的广告营销投放为主，虽然有助于打造品牌形象、促进营收增长，但在核心高端消费者培育方面略有欠缺，从长期角度对于高端化路径助力有限。

图 45：水井坊较早开启高端化路线



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 46：过去高端化进展相对缓慢



资料来源：光大证券研究所

5.2、 聚焦典藏，再度破局高端化

2021年，在稳固臻酿八号与井台两大次高端产品市场基础的同时，水井坊围绕典藏这一核心单品，再次坚定高端化战略，具体来看：

1) **产品层面**，2021年9月水井坊发布升级版典藏，定价1399元/瓶，相较之前的典藏大师零售价（1199元/瓶）提升200元。新版典藏在包装和品质方面均进行了升级，包装上综合运用琥珀金和宝藏蓝，延续水井坊一贯的美学优势，狮子扣环、瓶盖雕刻、底部烧花也有变化，以展现“陈香圆润 典藏人生”的精神境界。品质方面进行“1+3+5”升级，“1”为采用水井坊“存活600年的1号菌”、“3”指基酒酿造遵循双重蒸馏、以老带新、半坛储存的要诀，“5”为在陈酿调味酒的酿制过程中，做到五大工艺集合（八月制曲、三月入窖、五倍发酵、两轮肥槽、一年空窗养窖），从而保证酒体丰富和谐、口感圆润。

图 47：新版典藏在包装方面升级



资料来源：酒业家，光大证券研究所

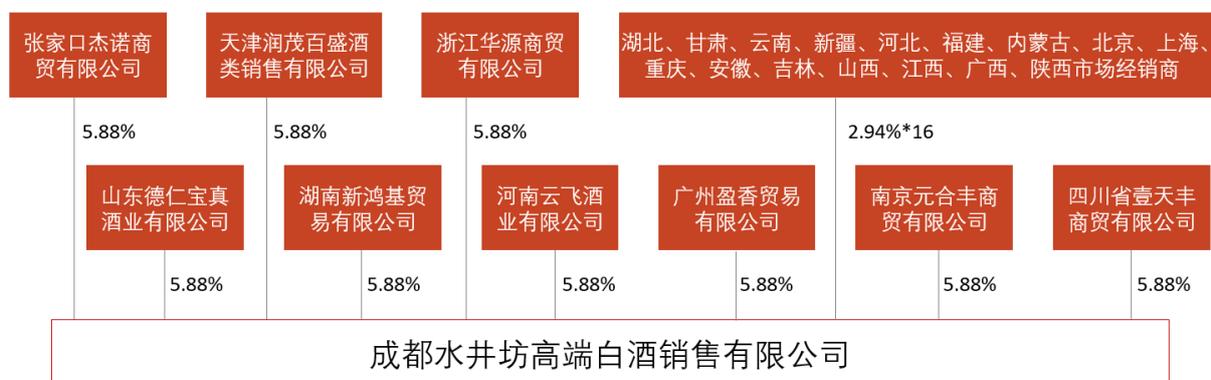
图 48：新版典藏在品质方面进行“1+3+5”升级



资料来源：酒业家，光大证券研究所

2) **在渠道运作方面，将典藏与臻酿八号、井台独立。**公司内部成立了专门的事业部与消费者培育部，短期内专注典藏产品，同时成立了水井坊高端白酒销售公司，围绕典藏和菁萃打造体外独立的营销和渠道体系。高端销售公司由24个省级市场的25家经销商合作组建，既包括河南、湖南、江苏、浙江、四川等传统核心市场，也包括河北、山东、陕西、广西等新兴核心市场，认缴出资额分为600万与300万两档，注册资本达到1.02亿。

图 49：水井坊高端销售公司由25家经销商合作组建



资料来源：企查查，光大证券研究所，注：为2021年12月统计的股权结构

销售公司模式强化厂商联结，有助于厂与商之间的利润合理分配。厂家和经销商之间的利润分配往往是酒企需要解决的核心问题之一，水井坊的高端销售公司成立后，参股大商以保底收益为基础、并根据实际收益享受分红，厂商之间利益联结更加紧密，有利于整合厂家运营能力与经销商渠道资源、双方共同维护价格体系稳定。

专注团购渠道，重视把控终端。高端销售公司在运作典藏时以团购渠道为主，在原有典藏团队中筛选符合未来合作目标的群体，同时分区域进行扁平化招商，即销售公司直接和经销商合作，费用由公司直接下放到销售公司。这种模式给予了销售公司足够的市场运作空间，在营销方面拥有更高的自主权和灵活性，厂家人员负责品牌培育、活动策划等，对终端和消费者具有较强的掌控力。

从行业内经验来看，国窖、内参在之前即采取了类似的厂商联盟方式，厂商协同、渠道扁平化为共同特征，其对于高端产品的运作已经得到初步验证。

泸州老窖：早期推出柒泉模式，2015年设立品牌专营公司模式，延续厂家与经销商分利的特点，品牌专营公司以单个品牌为核心，由经销商持股组建。由于各个区域情况不同，老窖采取灵活的渠道模式，例如在成都实行久泰模式，经销商入股成立新公司并统一结算，在杭州采取大商模式，在南京成立子公司主要由厂方负责。但共同特点是厂方团队承担更多终端销售工作、品牌活动主要由厂方主导，经销商以货物通路的职责为主。

内参：2018年12月由30多位高端白酒亿级大商共同出资设立湖南内参酒销售有限责任公司，2021年新引入7名省外大商作为股东。公司根据注册资本给予销售公司股东一定分红，高渠道利润有利于推动经销商贡献资源、维护价格体系。另外，内参销售公司作为体外民营企业相对独立，主要由厂家掌控、给予经销商费用支持，在高端产品运作上具有更高灵活性，也有利于省外扩张。从运作效果来看，2019年开始内参系列迅速成长，2021年上半年收入占比达到30%。

图 50：水井坊高端销售公司模式下，厂家对终端的把控较强



资料来源：公司公告，渠道调研，光大证券研究所

图 51：老窖采取品牌专营公司模式，厂家主导品牌营销



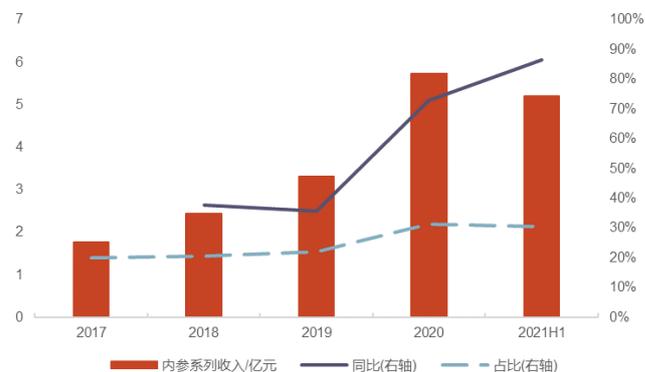
资料来源：泸州老窖公司公告，光大证券研究所

图 52：内参通过体外销售公司运作



资料来源：酒鬼酒公告，光大证券研究所

图 53：2019 年开始内参系列快速成长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3) 费用投放维持高水平，但重心有所转变，以培育品牌高度与核心消费群体为主。高端产品尚在导入培育阶段，公司会继续加大费用投放，预期未来 50%以上的费用会投入至典藏及以上产品，但投放重心较过去有所转变，对于高端产品不再采用传统的广告投放，而是聚焦有政商关系、圈层人脉的核心消费者，例如 21 年春糖期间宣布成立“水井坊·狮王荟”高端圈层消费者培育平台，举办回厂游、品鉴会、名企行等活动，牵手水井坊杯城市网球赛，与中欧国际商学院展开合作等。营销模式的变革有助于增强消费者认可度，逐步将渠道和营销推力转化为消费者推力。

6、盈利预测、估值与评级

6.1、盈利预测

高档产品（主要为水井坊品牌系列）：主要包括臻酿八号、井台、典藏及以上高端产品，估计 2020 年臻酿八号、井台、典藏及以上产品销量在高档酒中占比分别约 60%/35%/5%，收入占比约 50%/40%/10%。2021 年上半年高档产品实现收入 17.81 亿元，同比增长 128.22%。

臻酿八号及井台：受疫情影响，2020 年臻酿八号、井台销量呈现下滑，2021 年恢复较高增长，后续臻酿八号继续深耕宴席市场、加大低线城市下沉、提高核心市场渗透率，井台除渠道下沉之外，重点挖掘商务属性、发展团购渠道。预测 2021-23 年臻酿八号销量同比增长 45%/20%/15%，井台系列销量同比增长 42%/20%/16%。价格方面，21 年臻酿八号、井台提价，以及后续公司增强对渠道价值链的管理，估计均价稳步提升，预测 2021-23 年臻酿八号、井台均价同比提升 5%/5%/4%。

典藏及菁萃：2020 年销量同比亦呈现下滑，2021 年下半年公司发布升级版典藏、成立高端品销售公司，确立以典藏为核心的高端化战略，从 2021 年前三季度来看典藏及以上产品实现较高增长，2022 年伴随品牌升级、渠道模式变革等效果显现，估计将实现更高增速。预测 2021-23 年典藏、菁萃等产品销量同比增长 45%/35%/20%，均价同比提升 5%/10%/8%。

综合预计高档酒 2021-23 年实现营收 44.80/57.49/69.68 亿元，同比增加 53%/28%/21%。

中档产品（主要为天号陈、系列酒）：2020 年营收 0.76 亿，同比下滑 12.49%，一方面受疫情影响，另一方面中档产品非公司发展方向且占比较低。预测 2021-23 年中档酒销量同比增长 5%/5%/5%，均价维持不变，合计实现收入 0.80/0.84/0.88 亿元，同比增长 5%/5%/5%。

低档产品（主要为基酒）：2020 年已不存在基酒销售，2021-23 年亦不考虑。

毛利率层面：

高档产品：2021 年执行提价措施、升级典藏，估计毛利率相较 2020 年有较为明显的提升，后续预期毛利率小幅上涨。具体来看，预测 2021-23 年臻酿八号毛利率分别为 80.0%/80.5%/80.8%，井台毛利率为 90.0%/90.5%/90.8%，典藏及菁萃等毛利率为 95.0%/95.2%/95.4%。考虑井台、典藏等产品收入占比提升，预测高档产品 2021-23 年毛利率为 85.54%/86.17%/86.56%。

中档产品：结构升级下估计毛利率逐步提升，预测 2021-23 年毛利率分别为 62.0%/62.5%/63.0%。

费用率层面：

公司品牌升级、高端化战略下，后续将继续维持较高的费用投放，2021 年前三季度销售费用率同比有所降低，估计主要因疫情反复影响部分推广活动。综合预测 2021-23 年销售费用率分别为 27.76%/28.14%/28.20%，管理及研发费用率维持相对稳定，2021-23 年为 9.36%。

表 4：公司分项业务收入及毛利率、费用率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
臻酿八号					
销量/千升	4944.94	4425.26	6416.62	7699.95	8854.94
同比		-10.51%	45.00%	20.00%	15.00%
均价 (万元/千升)	34.45	33.11	34.76	36.50	37.96
同比		-3.90%	5.00%	5.00%	4.00%
营收/百万元	1703.59	1465.08	2230.59	2810.54	3361.41
同比		-14.00%	52.25%	26.00%	19.60%
毛利率	78.0%	79.0%	80.0%	80.5%	80.8%
井台系列					
销量/千升	2884.55	2581.40	3665.59	4398.71	5102.50
同比		-10.51%	42.00%	20.00%	16.00%
均价 (万元/千升)	47.25	46.46	48.78	51.22	53.27
同比		-1.67%	5.00%	5.00%	4.00%
营收/百万元	1362.87	1199.32	1788.19	2253.12	2718.17
同比		-12.00%	49.10%	26.00%	20.64%
毛利率	88.0%	89.0%	90.0%	90.5%	90.8%
典藏、菁萃等					
销量/千升	412.08	368.77	534.72	721.87	866.24
同比		-10.51%	45.00%	35.00%	20.00%
均价 (万元/千升)	82.68	82.23	86.34	94.97	102.57
同比		-0.55%	5.00%	10.00%	8.00%
营收/百万元	340.72	303.24	461.68	685.60	888.53
同比		-11.00%	52.25%	48.50%	29.60%
毛利率	93.0%	94.0%	95.0%	95.2%	95.4%
高档产品					
营收/百万元	3407.17	2928.30	4480.46	5749.26	6968.11
同比		-14.05%	53.01%	28.32%	21.20%
中档产品					
营收/百万元	86.84	76.00	79.80	83.79	87.98
同比		-12.49%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	58.58%	61.21%	62.00%	62.50%	63.00%
营业收入合计/百万元	3538.69	3005.71	4561.75	5834.61	7057.72
同比		-15.06%	51.77%	27.90%	20.96%
毛利率	82.87%	84.19%	85.12%	85.83%	86.27%
销售费用率	30.08%	27.97%	27.76%	28.14%	28.20%
管理及研发费用率	7.12%	9.36%	9.36%	9.36%	9.36%

资料来源：公司公告，渠道调研估算，光大证券研究所预测

6.2、相对估值

水井坊相对估值。1) A 股白酒公司，截至 2021 年 12 月 17 日，按照 Wind 一致盈利预测的 2021-23 年 P/E 均值为 52/38/31 倍，中位数为 47/37/30 倍。2) 主力产品位于次高端价格带且以全国扩张为主的酒企（山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒）2021-23 年 P/E 均值为 68/48/36 倍，区域名酒（洋河股份、古井贡酒、

今世缘、口子窖、迎驾贡酒) 2021-23 年 P/E 均值为 40/32/27 倍。3) 根据我们预测,水井坊 2021-23 年 EPS 分别为 2.38/3.06/3.75 元,对应 P/E 为 54/42/34 倍,对比全国性酒企估值平均水平,水井坊当前估值水平较为合理。考虑水井坊正处于对外扩张期,公司核心单品产品力较强,渠道变革和核心门店运作下增长潜力以及弹性较足,后续估值水平有望进一步抬升。

表 5: A 股白酒公司盈利预测与估值对比

公司	代码	总市值/亿元	收盘价/元	EPS/元				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	600519.SH	25761	2050.70	37.17	41.98	48.84	56.13	55	49	42	37
五粮液	000858.SZ	9128	235.16	5.14	6.17	7.34	8.63	46	38	32	27
泸州老窖	000568.SZ	3640	248.51	4.10	5.25	6.60	8.19	61	47	38	30
山西汾酒	600809.SH	3713	304.30	3.53	4.56	6.20	8.11	86	67	49	38
洋河股份	002304.SZ	2634	174.81	4.97	5.24	6.47	7.71	35	33	27	23
古井贡酒	000596.SZ	1395	263.88	3.68	4.51	5.68	6.92	72	59	46	38
酒鬼酒	000799.SZ	739	227.38	1.51	2.95	4.30	5.85	151	77	53	39
舍得酒业	600702.SH	798	240.35	1.73	3.94	5.68	7.62	139	61	42	32
今世缘	603369.SH	720	57.43	1.25	1.57	1.95	2.37	46	37	29	24
口子窖	603589.SH	494	82.30	2.13	2.74	3.32	3.93	39	30	25	21
顺鑫农业	000860.SZ	277	37.41	0.57	0.93	1.19	1.47	66	40	31	25
迎驾贡酒	603198.SH	575	71.86	1.19	1.66	2.05	2.49	60	43	35	29
伊力特	600197.SH	132	27.87	0.73	0.95	1.20	1.44	38	29	23	19
金种子酒	600199.SH	120	18.28	0.11	0.15	0.30	0.40	166	122	61	46
金徽酒	603919.SH	198	38.95	0.65	0.83	1.04	1.30	60	47	37	30
平均								75	52	38	31
中位数								60	47	37	30
全国扩张型次高端酒企平均								125	68	48	36
区域名酒								50	40	32	27
水井坊	600779.SH	628	128.50	1.50	2.38	3.06	3.75	86	54	42	34

资料来源: Wind, 光大证券研究所, 可比公司 EPS 为 Wind 一致盈利预测, 水井坊 EPS 为光大证券研究所预测, 数据截至 2021-12-17

6.3、绝对估值

- 1、长期增长率:** 考虑次高端白酒在上下需求推动下扩容, 公司核心单品卡位明确, 有望享受增长红利, 高端品牌培育有望逐步见效, 假设长期增长率为 1.5%。
- 2、β 值选取:** 采用申万二级行业分类-白酒的历史平均 β (1.20) 作为公司的近似 β;
- 3、无风险收益率:** 采用十年期国债收益率 (3.23%) 作为无风险收益率;
- 4、税率:** 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 24.00%。

表 6: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.50%
无风险利率 Rf	3.23%
β(Blevered)	1.20

Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	8.43%
税率	24.00%
Kd	3.31%
Ve	67899.26
Vd	3.73
目标资本结构	0.00%
WACC	8.43%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 7: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	4561.23	5.29%
第二阶段	11161.68	12.94%
第三阶段 (终值)	70544.91	81.77%
企业价值 AEV	86267.82	100.00%
加: 非经营性净资产价值	927.81	1.08%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	3.73	0.00%
总股本价值	87191.90	101.07%
股本 (百万股)	488.44	-
每股价值 (元)	178.51	-
PE (隐含)	75.14	-
PE (动态)	58.53	-

资料来源: 光大证券研究所预测

表 8: 敏感性分析表

WACC/g	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
7.43%	196.55	209.85	225.39	243.80	265.94
7.93%	176.35	187.28	199.92	214.68	232.17
8.43%	159.05	168.12	178.51	190.52	204.55
8.93%	144.10	151.71	160.34	170.21	181.62
9.43%	131.11	137.53	144.76	152.96	162.35

资料来源: 光大证券研究所预测

表 9: 绝对估值法结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	178.51	131.11-265.94	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	174.20	126.80-261.63	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据我们的假设和预测, 采用 FCFF/APV 两种绝对估值法得到水井坊的每股价值分别为 178.51/174.20 元。

6.4、投资建议

新管理层就位稳定奠定发展基础，核心单品有望享受次高端红利扩张，渠道改革和核心门店有利于精耕细作，稳扎稳打拓展核心市场，公司前瞻性进行品牌升维，蓄力长期发展。预测 2021-23 年净利润为 11.60 /14.95/18.31 亿元，对应 EPS 为 2.38/3.06/3.75 元，当前股价对应 P/E 为 54/42/34 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

7、风险分析

- 1) **次高端白酒竞争加剧。**次高端白酒市场集中度相对较低，全国性酒企、地产名酒竞争较为激烈，公司重点市场如江苏、河南、四川等白酒大省品牌较多，若行业竞争加剧，可能会导致臻酿八号、井台等核心产品销量增长放缓。
- 2) **费用投放产出比不及预期。**公司高端化战略导向需要匹配较高费用投放，但品牌培育需要一定时间，若费用投放加大下费投效率不及预期，可能会影响公司净利率，导致业绩增长不及预期。
- 3) **国内疫情反复影响消费场景。**臻酿八号、井台等宴席消费场景占比较高，若国内疫情形势再次严峻，可能会对宴席、聚会等场景产生较大冲击，从而影响公司产品销售。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,539	3,006	4,562	5,835	7,058
营业成本	606	475	679	827	969
折旧和摊销	62	74	69	83	94
税金及附加	562	468	707	910	1,094
销售费用	1,064	841	1,267	1,642	1,990
管理费用	250	280	424	543	656
研发费用	2	2	3	4	4
财务费用	-23	-23	-23	-23	-23
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,102	965	1,527	1,968	2,410
利润总额	1,100	958	1,527	1,967	2,410
所得税	274	227	366	472	578
净利润	826	731	1,160	1,495	1,831
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	826	731	1,160	1,495	1,831
EPS(元)	1.69	1.50	2.38	3.06	3.75

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	868	845	1,343	1,701	2,025
净利润	826	731	1,160	1,495	1,831
折旧摊销	62	74	69	83	94
净营运资金增加	81	-423	434	207	218
其他	-101	463	-321	-84	-119
投资活动产生现金流	-214	-218	-350	-325	-300
净资本支出	-215	-218	-300	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	-50	-75	-50
融资活动现金流	-436	-545	-563	-789	-1,023
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	4	-4	0	0	0
无息负债变化	489	401	286	275	280
净现金流	217	83	429	586	702

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	82.9%	84.2%	85.1%	85.8%	86.3%
EBITDA 率	32.6%	34.9%	34.9%	34.9%	35.3%
EBIT 率	30.8%	32.4%	33.4%	33.5%	33.9%
税前净利润率	31.1%	31.9%	33.5%	33.7%	34.1%
归母净利润率	23.3%	24.3%	25.4%	25.6%	25.9%
ROA	20.9%	16.7%	22.2%	24.2%	25.3%
ROE (摊薄)	39.1%	34.2%	42.8%	44.1%	43.8%
经营性 ROIC	44.2%	45.4%	52.1%	56.1%	59.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	46%	51%	48%	45%	42%
流动比率	1.68	1.47	1.59	1.69	1.82
速动比率	0.84	0.63	0.77	0.93	1.10
归母权益/有息债务	553.89	-	-	-	-
有形资产/有息债务	963.52	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,946	4,367	5,227	6,184	7,249
货币资金	1,243	1,330	1,759	2,346	3,047
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	29	2	23	29	35
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	8	3	0	0	0
存货	1,520	1,879	2,052	2,096	2,173
其他流动资产	209	15	93	157	218
流动资产合计	3,043	3,265	3,978	4,689	5,546
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	531	534	696	738	788
在建工程	81	228	186	230	277
无形资产	123	123	219	264	309
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	6	6	6	6
非流动资产合计	903	1,102	1,250	1,495	1,703
总负债	1,834	2,231	2,517	2,792	3,071
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	329	482	407	496	582
应付票据	149	149	204	248	291
预收账款	371	0	0	0	0
其他流动负债	0	31	31	31	31
流动负债合计	1,810	2,216	2,501	2,775	3,055
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	15	15	15	15
非流动负债合计	24	15	17	17	17
股东权益	2,112	2,136	2,710	3,393	4,178
股本	489	488	488	488	488
公积金	811	807	807	807	807
未分配利润	827	850	1,424	2,106	2,891
归属母公司权益	2,112	2,136	2,710	3,393	4,178
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	30.08%	27.97%	27.76%	28.14%	28.20%
管理费用率	7.06%	9.30%	9.30%	9.30%	9.30%
财务费用率	-0.65%	-0.76%	-0.50%	-0.39%	-0.33%
研发费用率	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
所得税率	25%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.45	1.20	1.66	2.14	2.62
每股经营现金流	1.78	1.73	2.75	3.48	4.15
每股净资产	4.32	4.37	5.55	6.95	8.55
每股销售收入	7.24	6.15	9.34	11.95	14.45

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	76	86	54	42	34
PB	29.7	29.4	23.2	18.5	15.0
EV/EBITDA	54.2	59.4	39.2	30.5	24.8
股息率	1.1%	0.9%	1.3%	1.7%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE