



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

聚焦核心市场，重塑高端形象

—水井坊(600779)公司深度报告

2022年07月23日

马铮 食品饮料首席分析师
S1500520110001
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

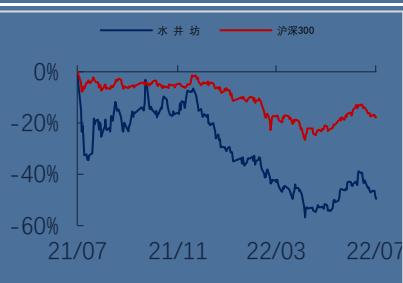
公司研究

公司深度报告

水井坊(600779)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	76.55
52 周内股价波动区间	146.96-65.53 (元)
最近一月涨跌幅(%)	-11.28
总股本(亿股)	4.88
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	373.84

资料来源：信达证券研发中心

聚焦核心市场，重塑高端形象

2022 年 07 月 23 日

本期内容提要：

- ◆ **投资建议：**悠久历史造就中国白酒第一坊，水井坊具备高端化基础。水井坊近几年增长势头较好，但市场认为水井坊规模较小，且品牌力相比其他老牌名酒略显不足，同时受到酱酒的冲击，未来持续高增长具有不确定性。我们认为，自 2000 年推出即定位高端白酒，以 600 年酿造历史为支撑，水井坊具备高端化基础。随着 2021 年高端销售公司的成立，水井坊有望提升典藏及以上产品的运作能力，高端化成果值得期待。我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.94/3.66/4.46 元，对应 2022 年 7 月 22 日收盘价（76.55 元/股）市盈率 26/21/17 倍，首次给予“买入”评级。
- ◆ **享受次高端扩容红利，公司产品结构有望持续优化。**近几年居民收入不断增加，消费升级趋势自下而上推动次高端扩容。此外，高端酒价格上涨给予次高端价位成熟时间及提价空间，同时酱酒热催生次高端上沿价位的扩容，给予次高端价位带内的结构升级空间。水井坊核心产品为臻酿八号、井台和典藏，其中臻酿八号和井台占公司主要营收，分别布局 300-400 元、400-600 元次高端价格带，有望享受消费升级红利，向井台倾斜发力。随着公司高端化战略不断推进，井台、典藏及以上产品或将成为公司未来的发展重心，高端化将成为公司未来发展的重要推力。
- ◆ **聚焦“核心市场+核心门店”，精耕细作成效显著。**2020 年公司将“5+5+5”的市场布局精简为“5+3”八大核心市场，集中资源进行重点市场突破。新老省代模式相结合因地制宜，充分发挥各地区的区域优势，适合水井坊当前的发展阶段。2020 年核心门店升级到 5.0 版本，增加了“明星店”进行差异化营销，充分利用各地的优势资源。水井坊对渠道不断扁平化精细化，数字化营销在行业处领先地位，有利于发挥自身的竞争优势。
- ◆ **展望未来，高端销售公司和邛崃项目在高端化和基酒量上为水井坊提供持续增长动力。**2021 年 7 月，水井坊成立高端销售公司，对典藏及以上产品进行独立运作，通过省代入股方式，将经销商利益与公司利益捆绑，提高了经销商运作高端产品的积极性。同时典藏独立运作缓解了外资控股下机制过于僵化和流程化等局限，使销售政策可以更贴近市场，灵活性大大提升。此外，邛崃项目一期工程已于 2020 年开工，2023 年建成投产后可增加 2 万千升/年的基酒生产能力，保障了水井坊后续高速增长的空间。同时，公司已与邛崃政府达成追加投资意向，产能有进一步提升空间。
- ◆ **股价催化剂：**次高端持续扩容。
- ◆ **风险因素：**疫情反复；行业竞争加剧。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,006	4,632	5,415	6,585	7,917
增长率 YoY %	-15.1%	54.1%	16.9%	21.6%	20.2%
归属母公司净利润(百万元)	731	1,199	1,434	1,789	2,180
增长率 YoY%	-11.5%	64.0%	19.6%	24.8%	21.9%
毛利率%	84.2%	84.5%	85.0%	85.4%	85.8%
净资产收益率 ROE%	34.2%	45.6%	35.3%	30.6%	27.1%
EPS(摊薄)(元)	1.50	2.45	2.94	3.66	4.46
市盈率 P/E(倍)	55.45	48.90	26.08	20.90	17.15
市净率 P/B(倍)	18.98	22.27	9.20	6.39	4.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 07 月 22 日收盘价

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

目 录

投资逻辑:	5
1. 行业趋势: 消费升级催生次高端扩容	6
2. 历史复盘: 业务聚焦精简, 具备高端基础	7
2.1 1996-2005: 水井坊品牌诞生, 剥离药业聚焦酒业	7
2.2 2006-2012: 全兴资产剥离, 帝亚吉欧入主	9
2.3 2013-2014: 面对高端需求冲击, 推出性价比产品	10
2.4 2015 至今: 消费升级加快, 重新探索高端	11
3. 竞争优势: 品牌底蕴深厚, 渠道持续精耕	12
3.1 承载厚重历史文化, 品牌建设初显成效	12
3.2 外资管理注重合规, 管理层激励体系健全	13
3.3 产品结构精简, 持续打造高端	16
3.4 新老省代分区域并行, 聚焦“核心市场+核心门店”	17
4. 展望未来: 典藏独立运作, 产能积极布局	19
4.1 成立高端销售公司, 打造高端核心单品	19
4.2 重启扩产计划, 保障未来成长空间	20
5. 盈利预测与评级	21
5.1 盈利预测及假设	21
5.2 投资评级	21
6. 风险因素	22

表 目 录

表 1: 全兴大曲三次入选全国名酒	8
表 2: 帝亚吉欧收购过程	14
表 3: 2019 年股权激励分配情况	15
表 4: 2019 年股权激励解锁条件及实际完成情况	15
表 5: 2021 年股权激励分配情况	16
表 6: 2021 年股权激励解锁条件及实际完成情况	16
表 7: 公司核心产品线	16
表 8: 三种销售模式定义及其优缺点	17
表 9: 公司收入预测	21
表 10: 可比公司盈利及估值对比	21

图 目 录

图 1: 2016-2021 年居民收入水平持续提升	6
图 2: 2016-2021 年食品烟酒人均消费维持在 30% 左右	6
图 3: 次高端价位段逐渐成熟	6
图 4: 水井坊二十年多年发展概述	7
图 5: 1999 年全兴酒厂资产注入后营收大幅提升	7
图 6: 2000 年公司核心业务为酒业	7
图 7: 2001 年起销售费用率呈提升趋势	8
图 8: 2002 年 MBO 后公司股权结构	8
图 9: 2003 年药业亏损拖累公司业绩	9
图 10: 2005 年剥离制药业务	9
图 11: 2000-2006 年水井坊与全兴大曲营收份额反转	9
图 12: 2006-2011 年酒类收入增长稳定	9
图 13: 2012 年公司产品以中高端白酒为主	10
图 14: 2013 年公司酒类收入大幅下滑	10
图 15: 2013-2014 年公司连续两年亏损	10
图 16: 2013-2014 年公司持续投入高额营销费用	10
图 17: 2017 年公司推出水井坊·典藏大师版	11
图 18: 2015 年以来公司毛利率与净利率逐年提升	11
图 19: 2015 年以来公司业绩稳定增长	11
图 20: 2015 年以来价量齐升趋势清晰	11
图 21: 水井坊遗址拥有 600 年酿造历史	12
图 22: 水井坊获得众多荣誉	12
图 23: 水井坊广告促销费持续增长	12
图 24: 水井坊品牌价值逐年攀升	12
图 25: 水井坊携手上海劳力士大师赛	13

图 26: 水井坊冰雪版产品	13
图 27: 水井坊携全新典藏亮相《国家宝藏》	13
图 28: “壹席”晚宴现场布局	13
图 29: 公司股权结构情况	14
图 30: 数字化营销闭环	15
图 31: 新典藏“1+3+5”品质密码	17
图 32: 新井台的“一独双香”“三加工艺”“六更”品质	17
图 33: 新省代模式下, 经销商数量大幅减少	17
图 34: “5+5+5”蘑菇战略示意图	18
图 35: “5+3”八大核心市场战略示意图	18
图 36: 2015-2020 年省外收入占比逐年提升	18
图 37: 2017-2020 年东区和北区收入占比不断提升	18
图 38: 水井坊核心门店版本更迭路经	19
图 39: 高端销售公司召开首次股东会议	20
图 40: 高端销售公司运营模式	20
图 41: 2017-2020 年公司产能利用率均处于较高水平	20
图 42: 2017-2021 年公司产销率保持高位	20

投资逻辑：

市场认为，外资控股下水井坊在国内市场的运作仍有“水土不服”，并且在疫情及宏观经济波动双重影响的外部压力下，公司主动下调全年目标，缺乏狼性精神。

我们认为水井坊的主动放慢主要在于对行业风险的规避，保持渠道良性，给予经销商代理安全感，同时公司也在筹划动销改善后的反转布局，而并非完全“躺平”。当前公司估值已充分回落至低位，三季度叠加中秋旺季，实为公司财年的开门红季度，有望带来短期业绩催化。中长期，公司也将在高端化上持续发力，通过井台及典藏的销售占比提升提供持续增长动力。

成立高端销售公司，推进高端化战略。水井坊自 2000 年推出就定位于高端白酒，打响了高端品牌形象。后续因 2012 年行业进入调整，高端白酒需求下滑，受迫于经营压力推出高性价比腰部产品。如今随消费升级趋势引领，水井坊重启高端化战略，通过井台和典藏的品质升级换代，在次高端上沿及千元价位发力，重塑高端品牌形象。高端销售公司的成立体现了水井坊高端化决心，通过与经销商利益捆绑，提高典藏及以上产品的运作积极性，产品结构有望持续优化。

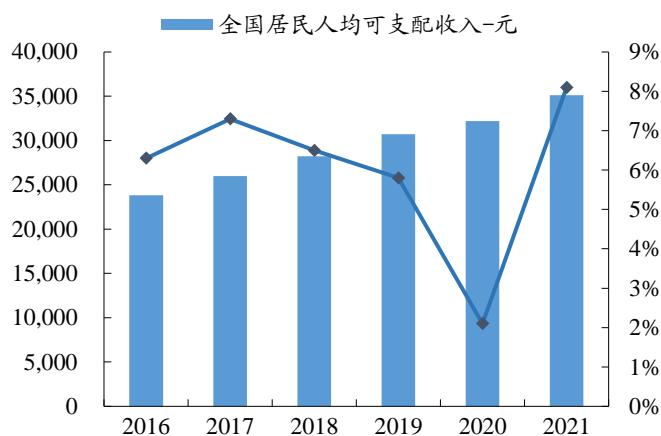
渠道数字化行业领先，坚定核心市场深耕。水井坊聚焦八大核心市场，推进核心门店 5.0 建设，渠道管理更加扁平化精细化。通过新老省代模式相结合因地制宜，充分发挥各地市场的区域优势，加快深耕布局。同时，水井坊坚持与体育、文化相结合，持续加大品牌建设力度，形成对高端群体的圈层营销，品牌力和知名度有望进一步提升。

产能扩建缓解利用率紧张问题，保障长期发展。近几年白酒行业的总产量呈下滑趋势，但头部名优酒企均在实施扩产计划，主要因“少喝酒，喝好酒”的习惯驱动下，次高端及以上价位的“品质+文化”名酒需求不减。水井坊 2020 年启动邛崃项目建设，2023 年达产后可增加 2 万千升/年的基酒生产能力 and 6 万千升的储存能力，为后续的增长奠定了量上的保障。并且公司邛崃项目上已与当地政府达成追加投资意向，未来将进一步增强产能供应。

1. 行业趋势：消费升级催生次高端扩容

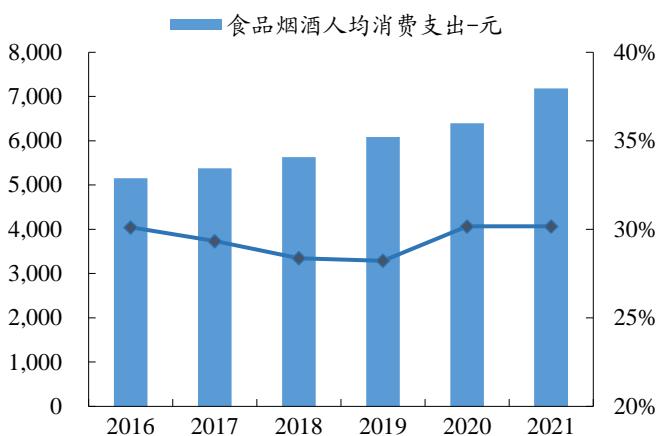
消费升级趋势明显，自下而上推动次高端价位扩容。近几年中国经济持续向好，居民收入水平不断提高，近5年全国居民人均可支配收入名义年化增长8%，2021年达到35128元。收入的提高使得居民消费能力和消费意愿不断增强，人们对高品质高价格产品的接受度不断提高，其中食品烟酒在居民消费支出中占比30%左右，食品烟酒人均消费支出也在逐年递增，消费升级趋势明显。在此趋势下，受“少喝酒、喝好酒”的习惯转变，中低端白酒已不能满足部分人群对高品质的需求，这部分需求上移至次高端白酒，同时次高端主流消费价格带也出现上移，消费升级自下而上地推动了次高端白酒的扩容。

图1：2016-2021年居民收入水平持续提升



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

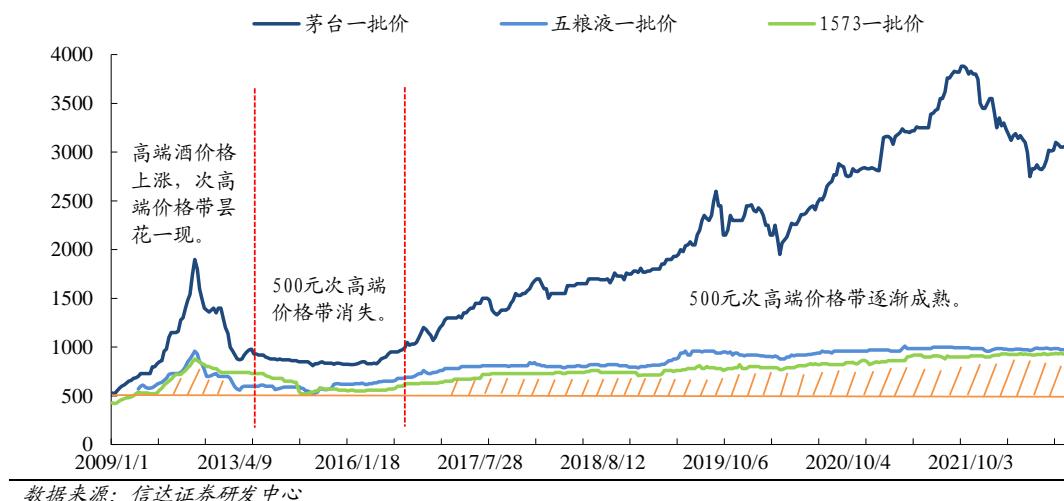
图2：2016-2021年食品烟酒人均消费维持在30%左右



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

高端酒价格带上移，自上而下推动次高端价位扩容。受三公消费限制影响，2012年次高端价格带昙花一现，并未真正成熟；2017年以来在茅台的引领下，五粮液与国窖站稳千元价格带，给予次高端价位对消费者较长的培育时间，洋河凭借区域渠道优势，率先在600-800元形成M6+大单品。此外，2020年以来的酱酒热从香型差异角度，以1/4或1/6茅台的价格突破剑南春在400元价位的标杆效应，催生次高端上沿价位的扩容，给予次高端价位带内的结构升级空间。

图3：次高端价位段逐渐成熟

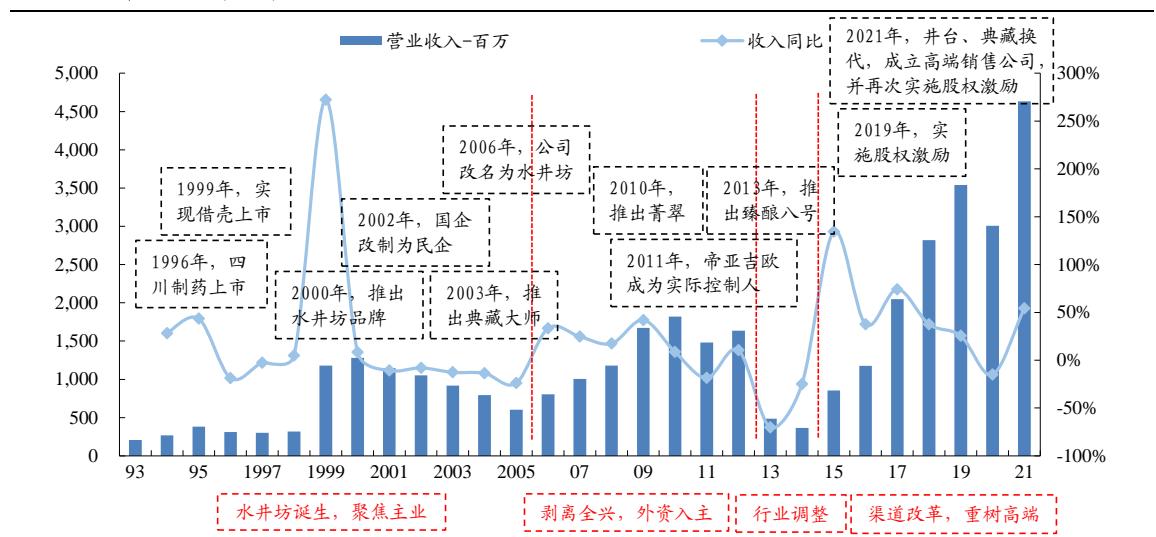


数据来源：信达证券研发中心

2. 历史复盘：业务聚焦精简，具备高端基础

水井坊坐落于四川成都老东门大桥外，是历史悠久的遗址名酒，前身为全兴酒厂，其产品全兴大曲曾三次入选全国名酒，同五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒和舍得被誉为“川酒六朵金花”。1999年公司通过注资实现借壳上市，随后发现了迄今为止最早且保存最完整的酿酒作坊，享有“中国白酒第一坊”的美誉。2000年公司推出水井坊品牌，价格曾经一度力压茅台、五粮液等一线品牌，定位高端白酒。2006年起，帝亚吉欧不断收购公司股份并最终于2011年成为水井坊的实际控制人，水井坊成为了A股第一家且唯一一家外资控股白酒企业。目前公司的核心产品主要有菁翠、典藏、井台和臻酿八号等，以次高端及高端产品销售为主，凭借蘑菇云战术深入全国市场布局，逐步建立起八大核心市场。

图4：水井坊二十年多年发展概述

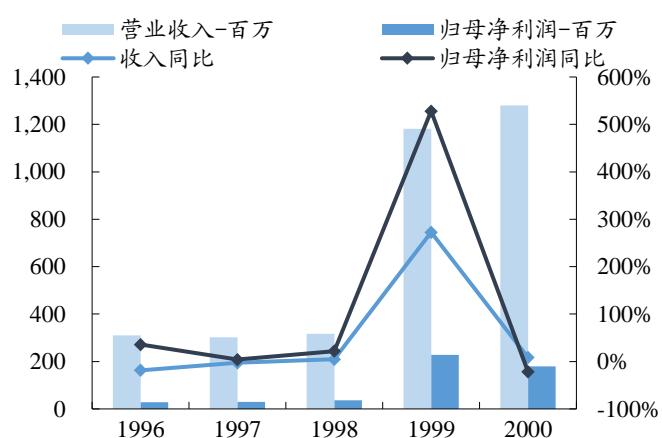


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

2.1 1996-2005：水井坊品牌诞生，剥离药业聚焦酒业

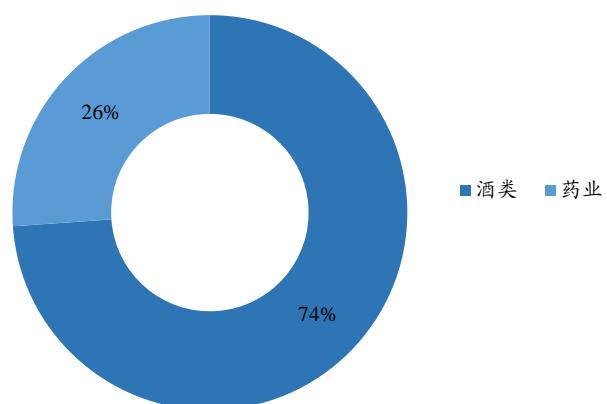
注入全兴酒厂，酒业成为公司核心业务。1996年，四川制药股份有限公司上市，以制药业务为主。1999年，全兴集团完成资产重组，全兴酒厂资产注入上市公司，公司更名为四川全兴股份有限公司，业务主要为酒业和制药业。全兴酒厂的主要产品为全兴大曲，曾三次入选全国名酒，被誉为“川酒六朵金花”之一。酒类业务为公司贡献大量营收，2000年酒业收入占总营收74%左右，全兴大曲成为公司的核心产品。

图5：1999年全兴酒厂资产注入后营收大幅提升



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

图6：2000年公司核心业务为酒业



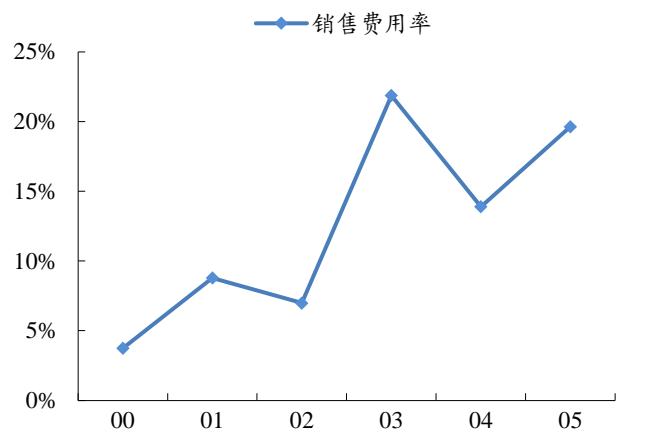
数据来源：Wind, 信达证券研发中心

表 1：全兴大曲三次入选全国名酒

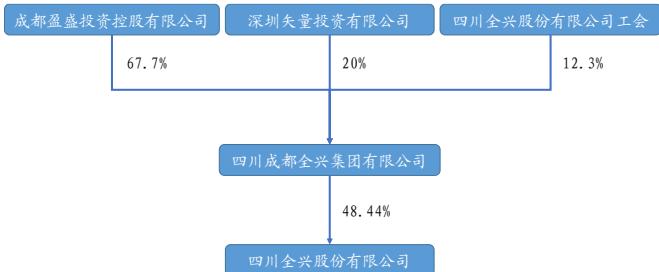
年份	称号	入选白酒公司
1952	四大名酒	茅台、汾酒、泸州大曲酒、西凤
1963	八大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、西凤、五粮液、古井贡、 全兴大曲 、董酒
1979	八大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河
1984	十三大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、西凤、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河、 全兴大曲 、双沟、黄鹤楼、郎酒
1989	十七大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、西凤、五粮液、古井贡、董酒、剑南春、洋河、 全兴大曲 、双沟、黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌

资料来源：全国评酒会，信达证券研发中心

发现 600 年作坊遗址，水井坊品牌诞生。1998 年全兴集团在技改工地偶然发现地下遗址，随后经考古专家挖掘后发现了具有 600 年历史的白酒酿造作坊，该作坊上起元末历经明清下至当今，被誉为“中国白酒第一坊”。在消费税加征倒逼结构升级的契机下，水井坊品牌横空出世，价格曾经一度力压茅台、五粮液等一线品牌，成为高端白酒的代表之一。自水井坊推出以来，其品牌运营和全兴大曲就独立分开，且公司将资源更多的向水井坊倾斜，2001 年起销售费用率大幅增加。水井坊品牌推出当年即实现营收 0.55 亿元，2001 年进一步达到 1.85 亿元，迅速起势。

图 7：2001 年起销售费用率呈提升趋势


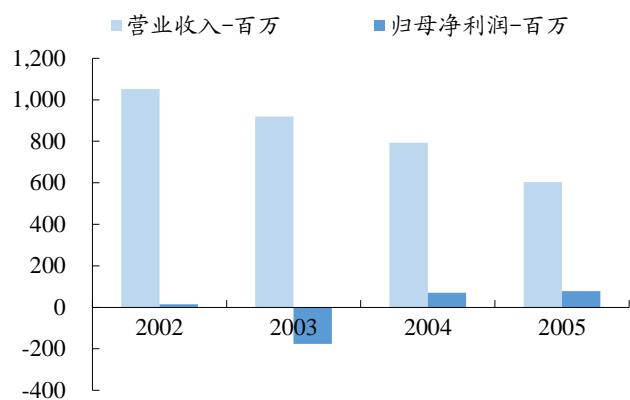
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：2002 年 MBO 后公司股权结构


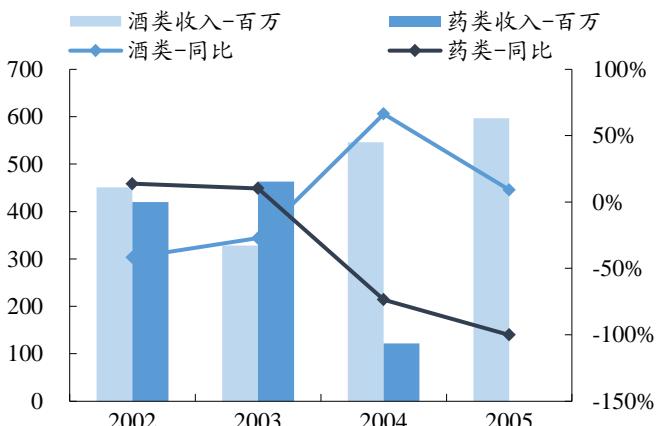
数据来源：Wind，信达证券研发中心

MBO 改制，国企变民营。2002 年全兴集团在四川省人民政府和成都市政府的支持下开始改制，盈盛投资、深圳矢量投资有限公司和全兴股份有限公司工会分别受让 67.7%、20% 和 12.3% 的股权，其中盈盛投资是包括董事长杨肇基在内的全兴集团管理团队的持股平台，全兴股份工会是全兴集团母子公司员工持股平台，矢量投资是外部投资者。至此，管理层完成 MBO，公司由国企变为一般民企。

剥离制药业务，聚焦白酒核心业务。2003 年公司制药业务亏损严重，而酒类业务则增长稳定。为保持健康且持续发展，公司将经营亏损的四川制药从上市公司中剥离，聚焦酒业，为后续水井坊的快速发展奠定了基础。

图 9: 2003 年药业亏损拖累公司业绩


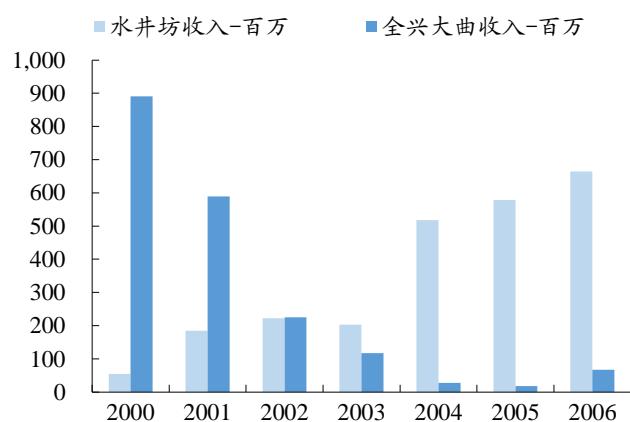
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 2005 年剥离制药业务


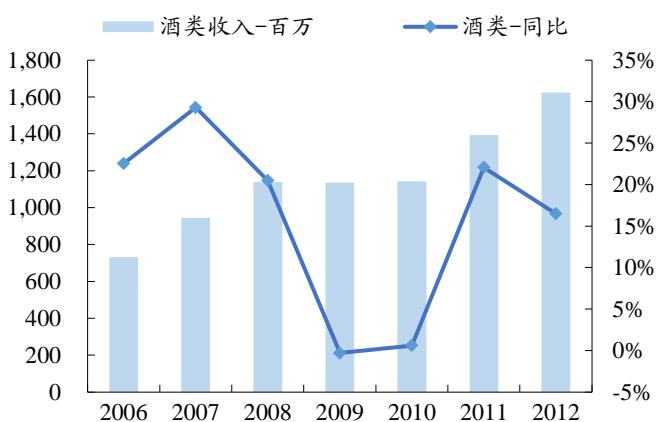
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 2006-2012：全兴资产剥离，帝亚吉欧入主

公司改名为水井坊，引入帝亚吉欧。水井坊品牌推出后蓬勃发展，而全兴大曲则连年萎缩，2006 年水井坊销售收入已占公司营收的 82%。面对既定事实，公司更名为四川水井坊股份有限公司。同年，帝亚吉欧收购全兴集团 43% 股权，从而间接持有水井坊 16.64% 的股份。2008 年帝亚吉欧再次收购全兴集团 6% 股权，共计持有全兴集团 49% 的股份。帝亚吉欧的加入为水井坊带来了品牌、渠道和管理上的帮助，2006-2012 年水井坊增长势头良好，酒类收入 CAGR 为 14.23%。

图 11: 2000-2006 年水井坊与全兴大曲营收份额反转


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 2006-2011 年酒类收入增长稳定


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

剥离全兴酒业资产，帝亚吉欧成为实际控制人。根据国家发改委、商务部颁布的《外商投资产业指导目录》(2007 年修订)，名优白酒生产需由中方控股，而全兴大曲曾三次入选全国名优白酒，因此需要剥离全兴大曲资产才可进一步收购。为了规避条款限制，水井坊分两次出让了所持全兴酒业 95% 的股权，与全兴品牌彻底分家。随后帝亚吉欧顺利收购全兴集团 4% 股权并触发全面要约收购，至此帝亚吉欧持有全兴集团 53% 股权，间接控制水井坊 39.71% 股权，顺利成为水井坊实际控制人。

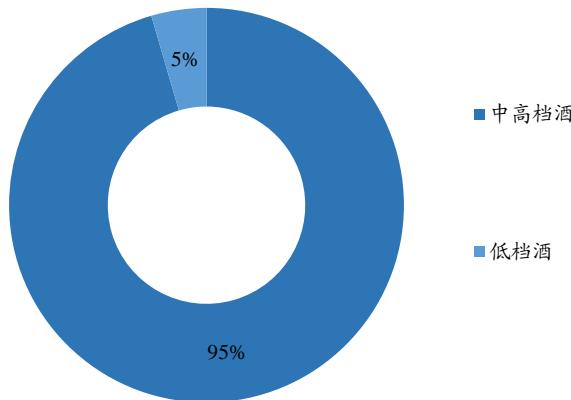
大举国际化战略，过程并不顺利。2010 年，中国白酒史上首位外籍总经理柯明思上任，除了带来全新的管理模式，更重要的是带来了崭新的国际化管理和战略目标，其多次在公开场合表示，水井坊将借助帝亚吉欧在全球 180 多个国家的营销网络，力争在 5 年内，国际市场销售额占比上升至 40%。虽然通过赞助体育赛事、国际论坛、启用国际标准灌装生产线

等方式，水井坊的国际业务由 2009 年的 921 万元快速增长到 2012 年的 7351 万元，但销售占比距离 40% 的目标仍相差甚远。由于文化差异，水井坊的海外业务开展并不顺利，自 2012 年起出口收入连年下滑。

2.3 2013-2014：面对高端需求冲击，推出性价比产品

高端白酒需求下降，业绩出现大幅下滑。2012 年三公消费禁令和八项规定等政策出台，高端白酒需求受到冲击。而公司在剥离全兴酒业后只剩下以中高档白酒为主的水井坊产品，2012 年中高档白酒营收占比高达 95%。面对需求下滑，执着于高端路线水井坊选择了不降价策略，并持续投入高额营销费用打造高端产品形象。外籍管理团队对中国市场的水土不服使水井坊陷入困境，2013 年公司营业收入为 4.86 亿，同比下降 70.31%，连续两年出现亏损，被实施退市风险警示。

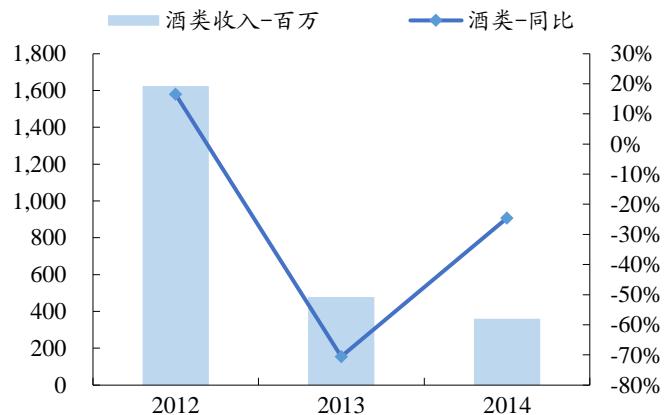
图 13：2012 年公司产品以中高档白酒为主



数据来源：Wind，信达证券研发中心

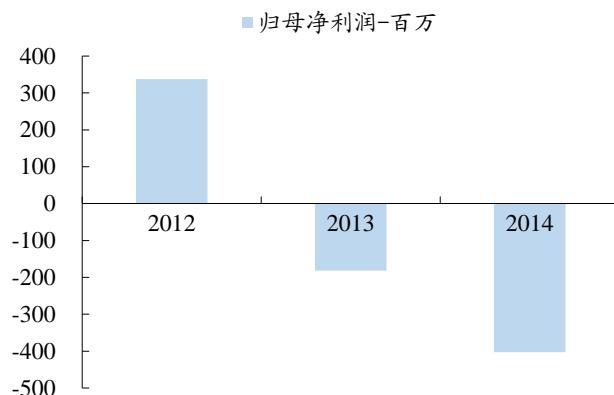
图 14：2013 年公司酒类收入大幅下滑

图 14：2013 年公司酒类收入大幅下滑



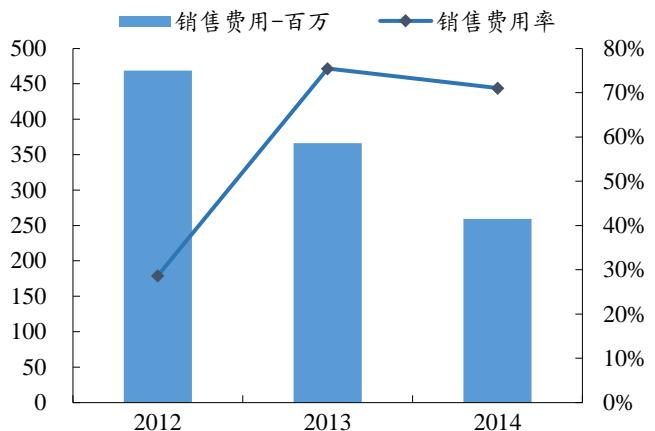
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：2013-2014 年公司连续两年亏损



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：2013-2014 年公司持续投入高额营销费用



数据来源：Wind，信达证券研发中心

完善产品结构，推出高性价比单品。在高端白酒调整的冲击下，水井坊开始转变产品策略，于 2013 年 12 月推出臻酿八号，零售价 428 元。这一产品相对公司之前的高端产品价格下降了不少，主要面向“自买自用”的个人消费市场，回归主流消费。虽然吨价和毛利率有所下滑，但臻酿八号经过一两年的运营后开始放量，公司于 2015 年实现扭亏为盈，顺利在行业的大调整中生存下来。

2.4 2015 至今：消费升级加快，重新探索高端

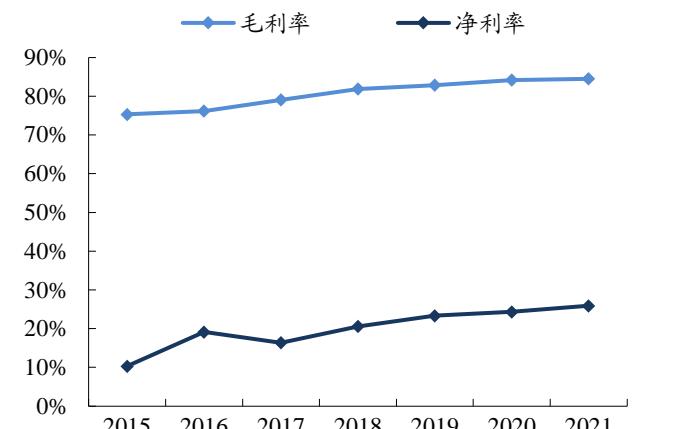
结束“洋帅”时代，聚焦中高端市场。2015年，帝亚吉欧首次起用中国籍总经理，范祥福临危受命接管水井坊。同年，公司宣布彻底放弃300元以下的低端白酒，专注于中高端，有别于一般酒企的双品牌运作。此后几年，水井坊在站稳300元价位的基础上，相继推出典藏大师版、高端单品菁翠、水井坊博物馆壹号等高端产品，重回高端品牌阵营的意图坚定。2015年以来，公司毛利率也呈现提升趋势。

图 17：2017 年公司推出水井坊·典藏大师版



资料来源：糖酒快讯，信达证券研发中心

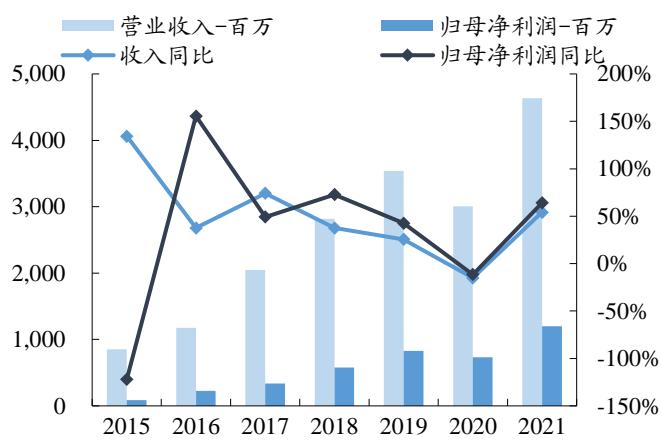
图 18：2015 年以来公司毛利率与净利率逐年提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

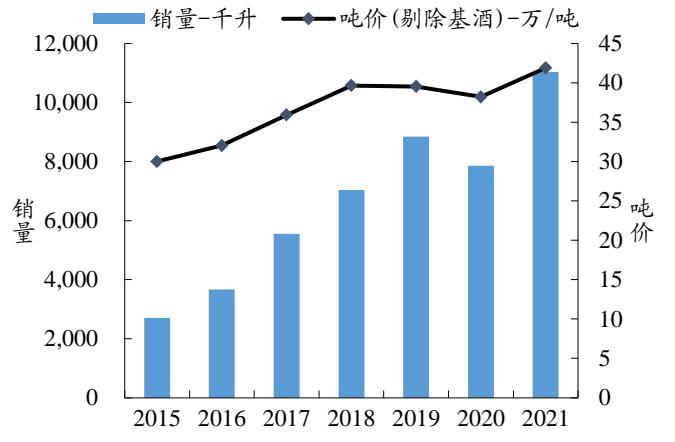
白酒行业回暖，公司业绩高速增长。伴随消费理念和消费能力的提升，高端白酒的政务消费逐渐被商务宴席和大众消费承接，以中高档白酒为主的水井坊凭借渠道精细化运作，实现业绩的快速恢复。除2020年受疫情影响，宴席消费场景缺失，公司主动清理社会库、优化价值链的空间存外，2015-2021年营收CAGR为32.53%，归母净利润CAGR为54.56%。剔除基酒销售后，公司发展保持量价齐升的良好势头。

图 19：2015 年以来公司业绩稳定增长



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：2015 年以来价量齐升趋势清晰



数据来源：Wind，信达证券研发中心

3. 竞争优势：品牌底蕴深厚，渠道持续精耕

3.1 承载厚重历史文化，品牌建设初显成效

600 年酿造历史，造就“中国白酒第一坊”。“水井坊”源于 1999 年发现的川酒烧坊遗址，因其坐落于成都市水井街而取名为“水井坊”，该遗址具有 600 年的酿酒历史，贯穿元明清三代，被认定为历史上最古老的白酒作坊。2000 年水井街酒坊被评为“1999 年全国十大考古新发现”，同年“水井坊”白酒诞生。2021 年 2 月水井坊经典包装荣获第 30 届“莫比”包装设计金奖和最高成就奖，这是亚洲广告设计界首次获次荣誉。同年 5 月，水井街酒坊凭借“最古老的酿酒作坊”称号被载入大世界吉尼斯记录。2001 年 6 月水井街酒坊被国务院评委全国第五批重点文物保护单位。水井街酒坊与水井坊白酒荣誉众多，承载着深厚的历史文化，其在品牌文化与品牌故事上不输于其他名酒。

图 21：水井坊遗址拥有 600 年酿造历史



资料来源：环球网，信达证券研发中心

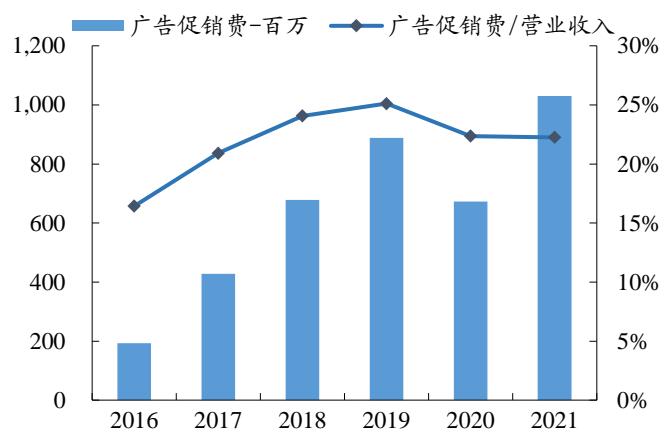
图 22：水井坊获得众多荣誉



资料来源：酒市网，信达证券研发中心

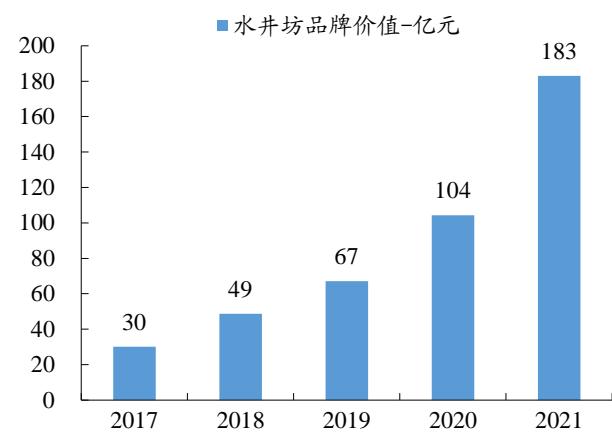
重视品牌建设，价值不断提升。水井坊酿造历史早，但水井坊品牌在市场上的出现时间却相对较短，在高端品牌形象的建设中，公司营销宣传投入不断增加，广告促销费长期处于较高水平。得益于高费用投放策略，水井坊品牌价值连年提升，2021 年水井坊品牌价值达到 233.15 亿元。

图 23：水井坊广告促销费持续增长



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 24：水井坊品牌价值逐年攀升



数据来源：华樽杯，信达证券研发中心

携手体育圈层，拓展城市精英人群。从 2000 年开始，水井坊连续 14 年成为中国城市网球赛的赞助商，并于 2021 年重启该活动。此外，2008 年水井坊与中国网球协会建立战略合

作，支持顶级职业网球赛事；自 2011 年起水井坊曾连续五年成为中国网球公开赛唯一的白金赞助商；2021 年又与上海劳力士大师赛成为战略合作伙伴，多年来与网球运动形成深度捆绑，不断提高品牌影响力。在国家大力推动冰雪运动之际，水井坊又与中国冰雪大会达成合作，并推出典藏冰雪版和井台冰雪版两款产品，“以小众，带大众”传递冰雪精神。2022 年，公司与世界乒乓球职业大联盟 WTT 三年战略合作，撬动爱好乒乓球的高端消费群。

图 25：水井坊携手上海劳力士大师赛



资料来源：红星新闻，信达证券研发中心

图 26：水井坊冰雪版产品



资料来源：凤凰网，信达证券研发中心

冠名《国家宝藏》强化 IP，品鉴体验讲好水井故事。2017 年水井坊独家冠名《国家宝藏》第一季，联手九大国家级博物馆，传播酒中美学和白酒文化。2020 年水井坊再度联手《国家宝藏》，以“600 年·年轻的宝藏”为宣传标语开启第三季，重点突出其对 600 年传统非遗技艺的坚守，引起观众共鸣。2021 年，水井坊与《国家宝藏》三度联手，携全新典藏亮相，不断构筑品牌文化内涵。在品鉴体验方面，水井坊通过场景化消费策略，打造了“壹席”和“菁宴”两大沉浸式体验形式，讲好水井坊品牌故事，塑造高端品牌形象。

图 27：水井坊携全新典藏亮相《国家宝藏》



资料来源：酒业家，信达证券研发中心

图 28：“壹席”晚宴现场布局



资料来源：酒业家，信达证券研发中心

3.2 外资管理注重合规，管理层激励体系健全

国内唯一外资控股酒企，实控人多次增持彰显信心。英资企业帝亚吉欧是目前水井坊的实际控制人，2006 年首次收购全兴集团 43% 股份后，开始不断增持水井坊。2008 年帝亚吉欧持有全兴集团 49% 的股份，距成为实控人仅差一步。2011 年在公司剥离全兴酒业资产后，外资控股在政策上的顾虑消除，帝亚吉欧顺势再收购全兴集团 4% 股份，至此水井坊正式成为外资控股的国内白酒企业。2013 年帝亚吉欧收购了全兴集团剩余的 47% 股份，合计持有

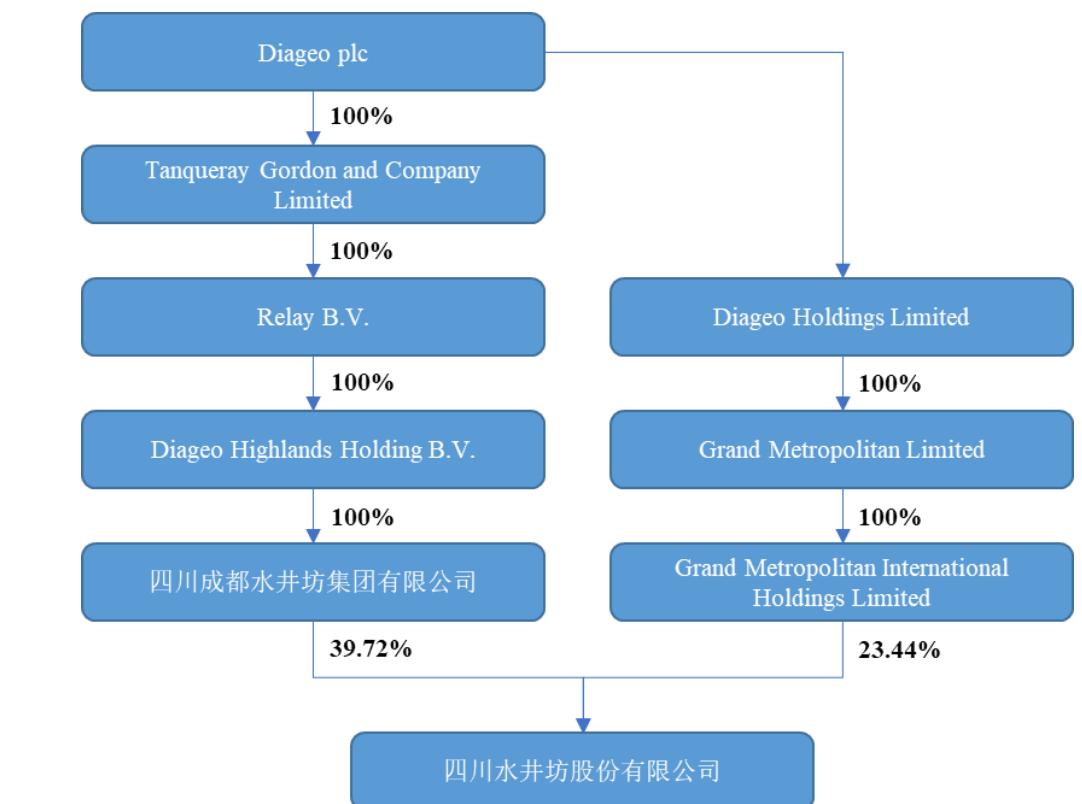
全兴集团 100% 股份。2018 年和 2019 年帝亚吉欧通过子公司要约收购方式不断增持，增强了自身对水井坊的股权控制，合计控制水井坊 63.14% 的股份。

表 2：帝亚吉欧收购过程

公告时间	收购事件	收购后情况
2006.12.11	帝亚吉欧收购全兴集团 43% 股份	累计持有全兴集团 43% 股份
2008.07.29	帝亚吉欧增持全兴集团 6% 股份	累计持有全兴集团 49% 股份
2011.07.04	帝亚吉欧增持全兴集团 4% 股份	累计持有全兴集团 53% 的股份，间接控制水井坊 39.71% 股份
2013.07.23	帝亚吉欧增持全兴集团 47% 股份	累计持有全兴集团 100% 的股份，间接控制水井坊 39.71 股份
2018.08.11	帝亚吉欧通过子公司 GMIHL 要约收购水井坊 20.29% 股份	合计控制水井坊 60% 股份
2019.04.03	帝亚吉欧通过子公司 GMIHL 要约收购水井坊 3.14% 股份	合计控制水井坊 63.14% 股份

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：公司股权结构情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心 截止 2022 年 7 月 20 日

外资合规意识强，数字化建设领先。早在 2013 年，水井坊便着手数字化营销改革创新，实施扁平化直营，并基于电商及数字化的新渠道打造新型商业模式，增强对营销网络的把控。凭借数字化手段，水井坊和终端的衔接更加透明化，从产品下发出到各终端门店到中后期的销售数量等，公司都能实时在线获取精确数据。并且，公司可以有选择性地在核心门店进行铺货，有效帮助门店引流，实现定点引爆，形成双向赋能的关系。而基于外资对合规的重视程度较强，水井坊的品鉴会在行业具有标杆地位，不论是参加人员的精准限制，还是每场活动的标准流程规范，都给消费者带来更好的品鉴体验，发挥圈层定向培育的目的。

图 30: 数字化营销闭环


资料来源：大数据引擎，信达证券研发中心

推出股权激励计划，增强管理层积极性。2019年8月，公司向13名核心员工授予限制性股票24.22万股，包含董事长、总经理、财务总监和10名其他核心技术管理骨干，授予价格为25.56元/股，按1:1比例分两期解锁。该方案解锁条件要求公司营收增长率不低于对标企业平均水平的110%，同时对个人层面进行考核，只有当个人考核等级为合格及以上时方可解除限售。此举将公司利益与管理层利益捆绑，提高了管理团队的业务积极性。

表 3: 2019 年股权激励分配情况

姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	目前职务
范祥福	董事长	3.87	15.98%	董事长
危永标	总经理/董事	3.87	15.98%	已离职
HODANNY WING FI	财务总监/董事	3.38	13.95%	已离职
其他核心技术管理骨干（10人）		13.10	54.09%	
总计		24.22	100%	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 4: 2019 年股权激励解锁条件及实际完成情况

解锁安排	考核年度	解锁比例	营业收入增长率目标	实际完成情况
第一期解锁	2019、2020	50%	营业收入增长率的平均值不低于对标企业平均水平的110%	公司业绩不达标，未解锁
第二期解锁	2019、2020、2021	50%	营业收入增长率的平均值，不低于对标企业平均水平的110%	公司业绩达标

资料来源：Wind，信达证券研发中心

再次员工持股，完善激励体系。2020年受疫情影响较大，公司营业收入下滑15.06%，导致第一期解除限售条件未达成，同时激励对象危永标、HODANNY WING FI等3人2020年离职，导致限制性股权激励计划有效性下降。公司面对该情况积极完善激励机制体系，2021年11月，公司再次向66名核心员工授予72.37万股，包含董事长、总经理、财务总监和63名中基层管理人员及核心技术（业务）骨干，授予价格为55元/股，按1:1比例分两期解锁。该方案解锁条件要求公司营收增长率平均值在9家对标企业中排名前5，同时对个人层面进行考核，只有当个人考核等级为满意及以上时方可解除限售。该举措将激励范围

进一步扩大，并弥补了此前因高管离职导致的有效性不足，增强了对管理团队的激励效果。

表 5：2021 年股权激励分配情况

姓名	职务	持有份额上限（万份）	持有份额占持股计划比例
范祥福	董事长	185.93	4.67%
朱镇豪	副董事长/总经理	572.09	14.37%
蒋磊峰	董事/财务总监/代董秘	155.13	3.90%
中基层管理人员及核心技术（业务）骨干（63人）		3067.85	77.06%
总计		3981.00	100%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

表 6：2021 年股权激励解锁条件及实际完成情况

解锁安排	考核年度	解锁比例	营业收入增长率目标
第一期解锁	2021、2022	50%	营业收入增长率的平均值在 9 家对标企业中排名前 5
第二期解锁	2021、2022、2023	50%	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, 信达证券研发中心

3.3 产品结构精简，持续打造高端

产品定位清晰，聚焦水井坊品牌。高端化一直以来是公司的核心诉求，2000 年井台以高于茅台、五粮液的价格上市，轰动市场；2003 年公司推出更高价位的典藏；在三公消费限制下，臻酿八号于 2013 年上市，向下补足腰部价位，顺应大众消费需求；随着消费回暖，2017 年公司重启高端化战略，推出千元价位的典藏大师版和新菁翠；2021 年进一步对典藏和井台升级换代，加速布局更高价位带。目前公司核心单品包括定位千元及以上的菁翠和典藏、400-600 元的井台和 300-400 元的臻酿八号，近年来水井坊品牌收入占比一直保持在 95% 以上。2020 年起，公司不再以散酒形式销售基酒，进一步聚焦高端和次高端产品。

表 7：公司核心产品线

产品档次	核心产品	规格	度数	建议零售价	产品展示
高端	水井坊·菁翠	500ml	53%vol	1999 元	
	水井坊·新典藏		52%vol	1399 元	
	水井坊·井台		38%vol	999 元	
	水井坊·鸿运		52%vol	808 元	
	水井坊·臻酿八号(禧庆版)		38%vol	768 元	
	水井坊·臻酿八号		52%vol	548 元	
次高端	小水井		52%vol	528 元	
	水井赋		52%vol	528 元	
	水井坊·臻酿八号		42%vol	498 元	
			38%vol	488 元	
中端	小水井		52%vol	299 元	
	水井赋		52%vol	299 元	

资料来源：公司官网、京东商城，信达证券研发中心

产品结构持续优化，典藏成为发力重点。公司目前营收主要由臻酿八号和井台两款次高端产品贡献，其中臻酿八号收入占比过半，井台占比约 1/3，而典藏及以上产品占比仅个位数。臻酿八号是公司应对高端白酒需求下滑所开发的腰部产品，承接了公司在次高端价位带的主要需求，多年来产品运作已相对成熟。如今伴随消费升级及次高端白酒价格带扩容，公司逐步缩减在臻酿八号上的费用投放，转而向井台及典藏倾斜资源，意图用更高价位实现企业持续稳定的快速增长。2021 年 8 月，水井坊高端销售公司落地，在酒体和包装的升级的基础上，典藏及以上产品将持续发力助推水井坊成为浓香高端品牌。

图 31：新典藏“1+3+5”品质密码



资料来源：京东商城，信达证券研发中心

图 32：新井台的“一独双香”“三加工艺”“六更”品质



资料来源：新周刊，信达证券研发中心

3.4 新老省代分区域并行，聚焦“核心市场+核心门店”

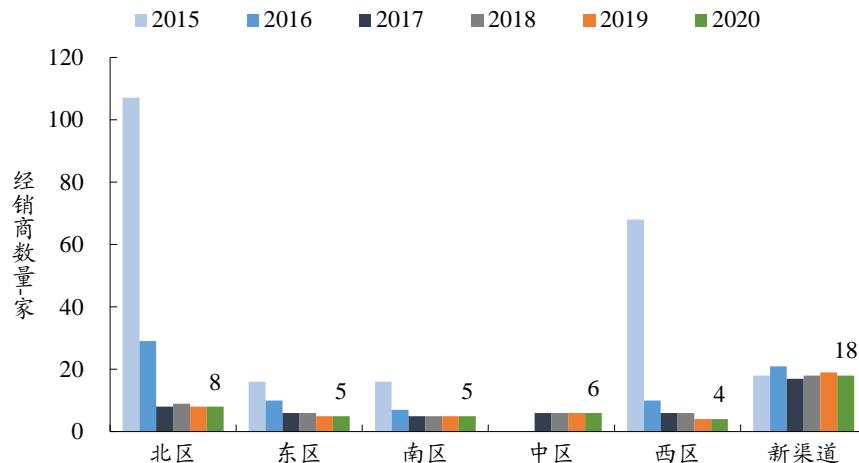
新老总代分区域并行，强化终端控制力。2013 年之前，公司一直采用传统总代模式，由经销商独家代理区域内产品的销售。2013 年白酒行业受挫，众多总代的退出对水井坊造成沉重打击，公司开始在重点区域以扁平化直营的模式替代传统总代模式。扁平化直营虽然加强了公司对前端的控制力，但成本过高扩张过慢等缺陷也逐渐暴露。2016 年公司调整了销售模式，将扁平化直营模式转变为新型总代模式，采取新老总代分区域并行模式，既发挥了经销商在区域内的优势，以低成本快速扩张，也增强了公司对终端的控制力，有利于公司积极应对各种市场变化。

表 8：三种销售模式定义及其优缺点

模式名称	定义	优点	缺点
传统总代模式	以一省或多省为单位，由公司指定经销商独家代理 区域内的公司产品销售	扩张速度快；有利于发挥经销商 在区域内的优势；成本低	厂家对终端的控制力差； 对市场变化的敏感度低
扁平化直营	由公司自己的销售人员来发展区域内的分销网络， 并开展销售及线下市场活动	厂家对终端的控制力强	成本高；扩张速度慢
新型总代模式	公司负责前端管理，总代负责销售后端的工作，包 括订单处理、物流、仓储和收款等	厂家对信息反应及时；厂家的费 用投放更有效果	部分市场拓展困难

资料来源：信达证券研发中心

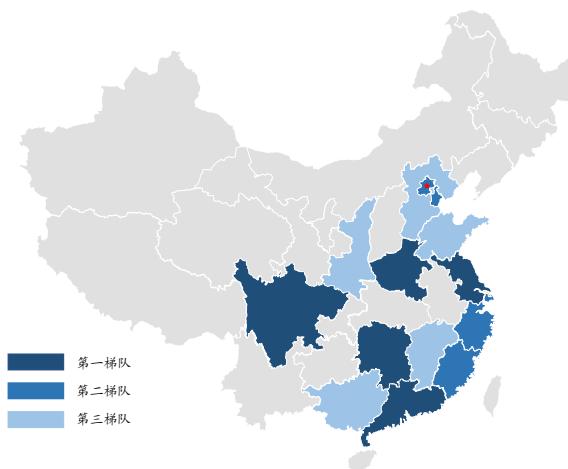
图 33：新省代模式下，经销商数量大幅减少



数据来源：Wind，信达证券研发中心

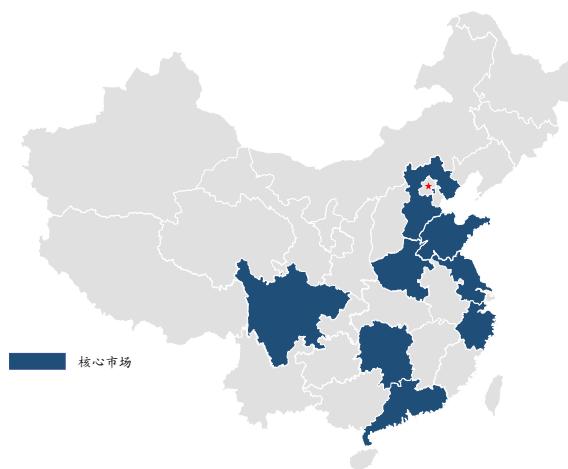
“5+5+5” 蘑菇战术精简到八大区域，持续聚焦核心市场。2015 年公司明确了河南、湖南、江苏、广东和四川为核心市场，2016 年在五大核心市场的基础上追加了北京、上海、浙江、天津和福建作为第二梯队，集中核心资源加速核心市场发展。同时，2016 年优化了销售部门组织架构，“3 个销售大区+新渠道” 变更为“4 个销售大区+新渠道”，市场运作更加精细。2017 年十大核心市场增速较快，给予了公司加速全国化的信心，公司进一步确立河北、山东、陕西、江西和广西五大新兴市场为第三梯队，形成了“5+5+5” 蘑菇战略布局，精耕优势市场。2020 年突发疫情冲击白酒市场，公司资源集中力度加大，战术精简为深耕“5+3”八大核心市场，包括第一梯队市场外加山东、河北和浙江市场。

图 34：“5+5+5” 蘑菇战略示意图



资料来源：信达证券研发中心

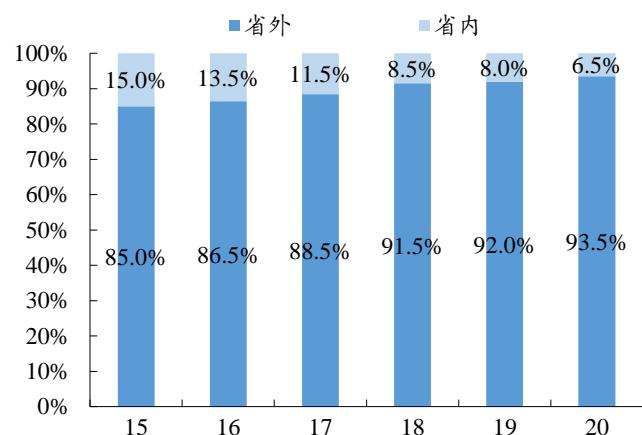
图 35：“5+3” 八大核心市场战略示意图



资料来源：信达证券研发中心

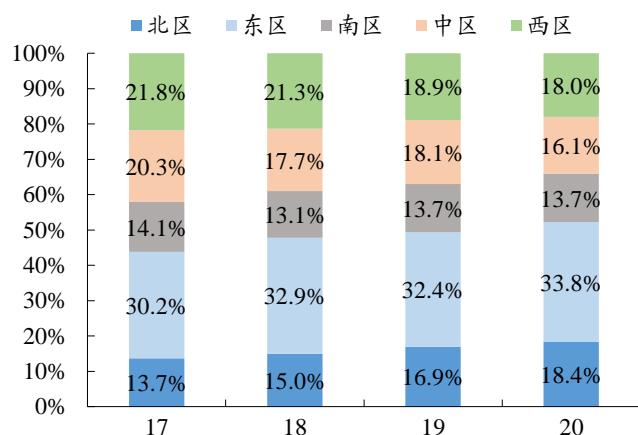
全国化不断推进，重点聚焦东区北区。自 2015 年确立核心市场后，公司全国化进程不断加速，省外收入占比从 84.99%逐步提升至 93.47%，重点聚焦东区和北区市场，营收占比提升明显。2019 年公司针对江苏省市场，精准推出新品井台 12，同时辅以密集的广告投入和媒体营销，以江苏为核心的东区市场表现良好。北区新兴市场业务基数小、潜在消费基础大，深耕后增速明显。

图 36：2015-2020 年省外收入占比逐年提升



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

图 37：2017-2020 年东区和北区收入占比不断提升

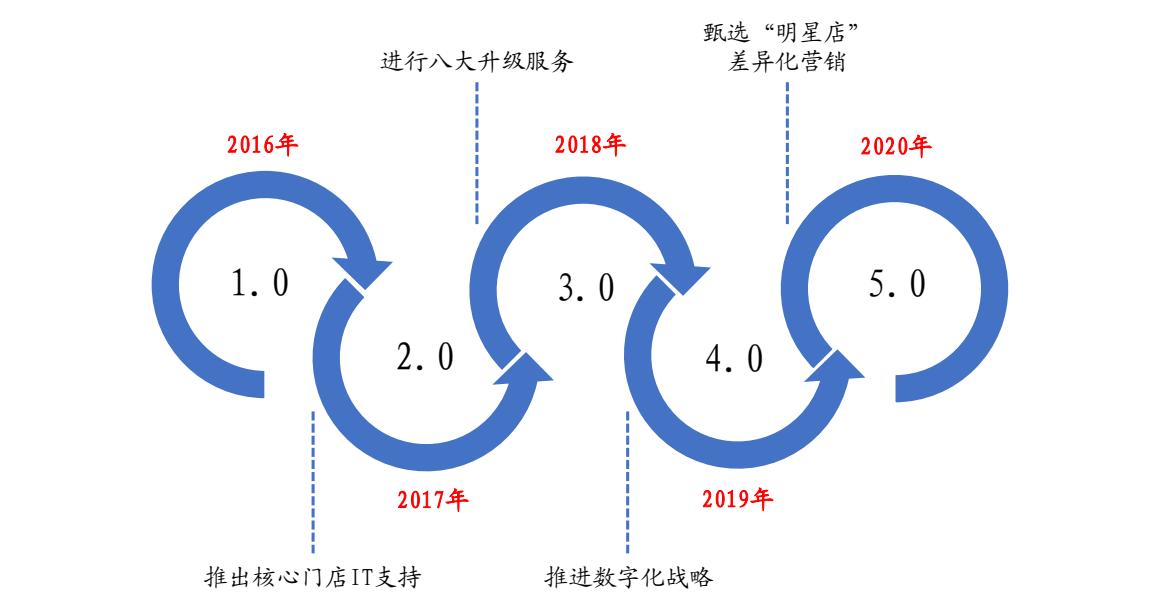


数据来源：Wind, 信达证券研发中心

推进核心门店 5.0 建设，提升动销效率。公司于 2016 年开始建设核心门店，强调“动销为本”，注重门店的开发维护和激励促销，加强与消费者的对话。2017 年在原有基础上推出了核心门店 IT 支持，采用信息化系统对核心门店进行管理，核心门店进入 2.0 时代。2018 年对核心门店进行了八大升级服务，包括增加促销礼品、增加宴席增值服务、提升门店形象、

提升门店关怀服务、标准化小品会、AI 识别陈列奖励对付、物料直到门店和构建更畅通的厂商信息交流渠道等，水井坊的核心门店系统更加完善。2019 年公司在继续加大对终端门店关怀的同时推进数字化战略，将经销商、门店管理系统和销售拜访系统链接起来，通过数字化精准服务客户。2020 年，核心门店进入 5.0 时代，公司从核心门店中甄选出“明星店”发挥带头作用，根据不同区域不同环境对核心门店进行差异化营销，因地制宜增强产品在不同区域的竞争力。

图 38：水井坊核心门店版本更迭路经



资料来源：信达证券研发中心

4. 展望未来：典藏独立运作，产能积极布局

4.1 成立高端销售公司，打造高端核心单品

契机：1) 内参销售公司在借鉴国窖专营公司基础上，实现收入三年连续翻番，顺利实现放量，并带动酒鬼品牌全国化突破，经验可学习。2) 由于公司没有低端产品销售，缺乏双品牌驱动，为实现更高的销售目标，需要丰富高端化板块，保持增长潜力。3) 典藏有 10 年以上的运作基础，渠道及消费者均有一定的认可。

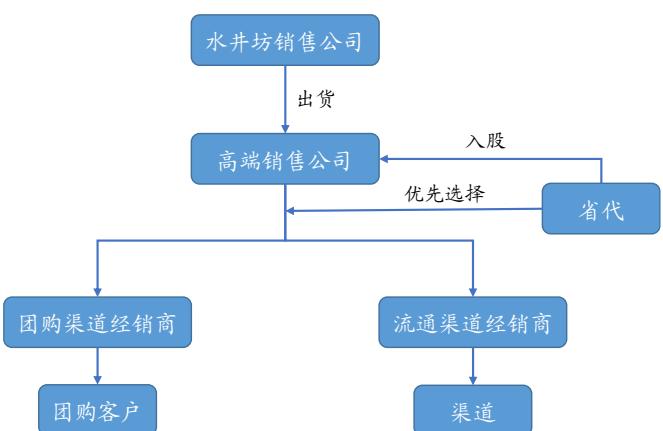
省代入股高端销售公司，典藏及以上产品独立运作。2021 年 7 月，水井坊成立了成都水井坊高端销售公司，完全由 25 位经销商持股，其中 24 位为公司省代，既包含了河南、湖南、江苏、四川和广东等第一梯队核心市场，也涵盖了河北、山东和浙江等新兴核心市场。经销商入股门槛分为 300 万和 600 万两个级别，仅参与利润分红，不参与平台销售公司的销售权，每一名股权商只能选择本省一个地级市场经营。高端销售公司按照“1+N”模式进行招商，在全国 14 个重点城市运作。每个城市根据实际情况安排 1 个流通渠道经销商和 N 个团购经销商，省外经销商可优先选择成为流通渠道经销商或团购渠道经销商，两种渠道分别要求任务量不低于 500 万箱和 100 万箱。高端销售公司主要经营典藏及以上产品，通过将经销商与公司的利益一体化，大大提升了经销商的积极性。

图 39：高端销售公司召开首次股东会议



资料来源：蓝鲸财经，信达证券研发中心

图 40：高端销售公司运营模式

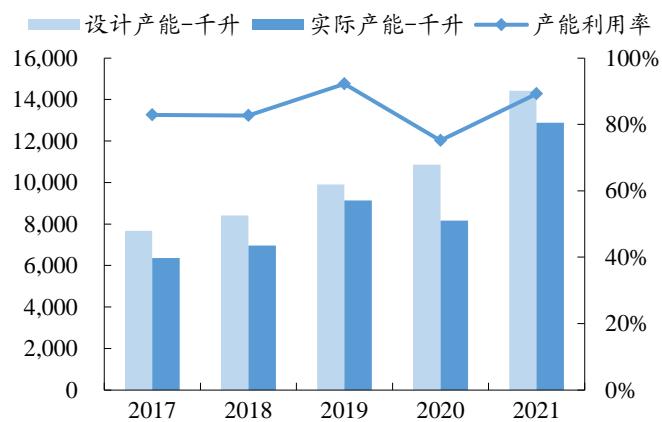


资料来源：信达证券研发中心

4.2 重启扩产计划，保障未来成长空间

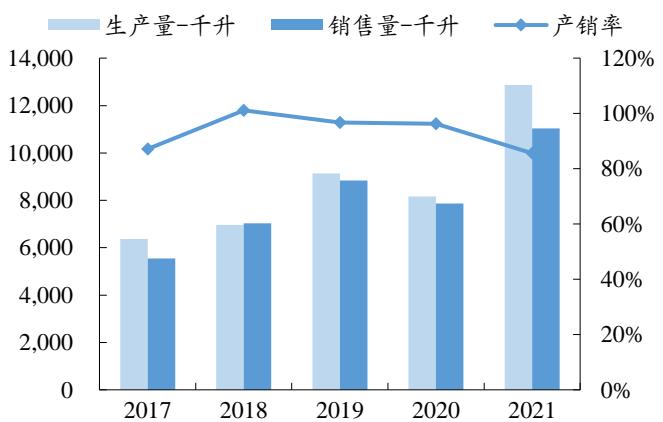
现有产能利用率较高，扩产项目具有必要性。除 2020 年由疫情导致生产计划调整外，2017-2021 年公司产能利用率均位于 80%之上，同时公司产销率也常年处于较高水平，扩产对水井坊未来长期发展具有深远的必要性。

图 41：2017-2020 年公司产能利用率均处于较高水平



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

图 42：2017-2021 年公司产销率保持高位



数据来源：Wind, 信达证券研发中心

重启邛崃扩产计划，增加原酒生产与储存能力。早在 2011 年，公司曾在邛崃规划过扩产项目，项目总投资 22.8 亿元，完工后可增加 2.8 万吨基酒产能、10 万吨储酒能力和 2 万吨酒类产品包装能力。但由于 12 年后白酒行业进入深度调整期，公司生产和经营面临较大困难，因此水井坊 2013 年决定暂缓邛崃项目，并最终 2015 年决定终止邛崃项目。2018 年 7 月公司公告拟投资开展水井坊邛崃全产业链基地项目一期，2020 年 5 月该项目开工建设，2023 年建成投产后将形成 2 万千升/年的原酒生产能力及 6 万千升的储存能力。此外，2022 年 5 月，公司公告拟对邛崃全产业链基地项目追加投资，包括酿造基地、瓶装酒包装中心、仓储物流基地、国家实验室、新产品研发中心等建设，与邛崃市人民政府已达成初步投资意向。

5. 盈利预测与评级

5.1 盈利预测及假设

收入预测: 我们预计水井坊 2022-2024 年的收入将分别达到 54.15 亿元、65.85 亿元和 79.17 亿元，分别同比增长 16.9%、21.6% 和 20.2%。

表 9：公司收入预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
酒类收入	收入-百万元	3004	4621	5405	6574	7906
	YOY	-15%	54%	17%	22%	20%
	毛利率	84.2%	84.5%	85.0%	85.4%	85.8%
高档酒	收入-百万元	2928	4529	5287	6398	7677
	YOY	-7%	54%	17%	21%	20%
	毛利率	84.8%	85.1%	85.5%	86.0%	86.5%
中档酒	收入-百万元	76	102	117	176	229
	YOY	-12%	34%	15%	50%	30%
	毛利率	61.2%	60.2%	61.0%	62.0%	63.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率预测: 我们预计，随着典藏及井台营收占比的提升，水井坊 2022-2024 年的毛利率将分别达到 85.0%、85.5% 和 85.8%，分别同比上升 0.5pct、0.5pct 和 0.3pct。

费用率预测: 我们预计，随着品牌势能的提升，公司在营销费用及管理人员工工资上的投入比重可适当减少，水井坊 2022-2024 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 33.0%、32.5% 和 32.5%，呈略微下降趋势。

净利润预测: 我们预计水井坊 2022-2024 年的归母净利润将分别达到 14.34 亿元、17.89 亿元和 21.80 亿元，分别同比增长 19.6%、24.8% 和 21.9%。

5.2 投资评级

表 10：可比公司盈利及估值对比

2022/07/22	总市值(亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG			PS		
		21A	22E	23E	2021-23	21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
贵州茅台	24,458	41.76	50.10	58.76	18.6%	49.09	38.87	33.14	2.09	22.34	19.04	16.44			
五粮液	7,216	6.02	7.11	8.26	17.1%	36.97	26.13	22.52	1.53	10.90	9.48	8.27			
泸州老窖	3,422	5.41	6.80	8.50	25.4%	46.74	34.21	27.37	1.35	16.58	13.55	11.18			
山西汾酒	3,548	4.36	6.46	8.67	41.1%	72.51	45.04	33.55	1.10	17.77	12.98	10.29			
洋河股份	2,568	4.98	6.45	7.76	24.8%	33.07	26.42	21.96	1.07	10.13	8.49	7.28			
今世缘	543	1.62	2.01	2.57	26.0%	33.63	21.53	16.85	0.83	8.47	6.76	5.39			
古井贡酒	1,231	4.35	5.96	7.49	31.2%	56.13	39.11	31.11	1.25	9.28	7.53	6.42			
酒鬼酒	514	2.75	4.57	6.21	50.3%	77.28	34.62	25.46	0.69	15.05	10.17	7.83			
舍得酒业	587	3.75	5.76	8.03	46.3%	60.59	30.69	22.03	0.66	11.82	8.58	6.47			
平均					31.2%	51.78	32.96	26.00	1.17	13.59	10.73	8.84			
水井坊	374	2.46	2.94	3.66	22.1%	48.87	26.07	20.90	1.18	8.07	6.90	5.69			

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 均为信达证券预测数

我们预计水井坊 2022-2024 年 EPS 分别为 2.94、3.66 和 4.46 元，对应 2022 年 7 月 22 日收盘价 (76.55 元/股) 市盈率 26/21/17 倍，首次给予“买入”评级。

6. 风险因素

疫情反复: 疫情反复影响白酒正常动销，尤其是宴席场景，对次高端白酒影响较大

行业竞争加剧风险: 随着白酒行业集中度不断提升，主要名优酒企更加重视营销工作、加大招商力度、加强渠道建设等，白酒行业和白酒企业间竞争将更加激烈。管理团队变动风险

资产负债表					
	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,265	4,187	5,634	7,654	10,088
货币资金	1,330	1,890	3,298	5,151	7,480
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2	7	7	9	11
预付账款	36	77	81	96	112
存货	1,879	2,197	2,231	2,378	2,461
其他	18	16	16	20	24
非流动资产	1,102	1,704	2,050	2,384	2,707
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	534	501	562	641	734
无形资产	123	120	115	110	105
其他	445	1,084	1,373	1,634	1,868
资产总计	4,367	5,891	7,684	10,038	12,794
流动负债	2,216	3,233	3,593	4,158	4,734
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	149	27	29	34	40
应付账款	482	988	1,115	1,321	1,538
其他	1,585	2,218	2,448	2,803	3,156
非流动负债	15	26	26	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他	15	26	26	26	26
负债合计	2,231	3,259	3,619	4,185	4,761
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,136	2,632	4,065	5,854	8,034
负债和股东权益	4,367	5,891	7,684	10,038	12,794

重要财务指标					
	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,006	4,632	5,415	6,585	7,917
同比 (%)	-15.1%	54.1%	16.9%	21.6%	20.2%
归属母公司净利润	731	1,199	1,434	1,789	2,180
同比 (%)	-11.5%	64.0%	19.6%	24.8%	21.9%
毛利率 (%)	84.2%	84.5%	85.0%	85.4%	85.8%
ROE%	34.2%	45.6%	35.3%	30.6%	27.1%
EPS (摊薄)(元)	1.50	2.45	2.94	3.66	4.46
P/E	55.45	48.90	26.08	20.90	17.15
P/B	18.98	22.27	9.20	6.39	4.65
EV/EBITDA	38.15	32.93	17.01	12.96	9.90

利润表					
	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,006	4,632	5,415	6,585	7,917
营业成本	475	717	814	964	1,123
营业税金及附加	468	736	866	1,054	1,267
销售费用	841	1,227	1,435	1,712	2,058
管理费用	280	305	352	428	515
研发费用	2	20	27	33	40
财务费用	-23	-37	0	0	0
减值损失合计	-13	-5	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	14	11	16	20	24
营业利润	965	1,669	1,937	2,413	2,938
营业外收支	-7	-33	-13	-13	-13
利润总额	958	1,636	1,924	2,400	2,926
所得税	227	437	491	612	746
净利润	731	1,199	1,434	1,789	2,180
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	731	1,199	1,434	1,789	2,180
EBITDA	1,028	1,722	2,005	2,489	3,022
EPS (当年)(元)	1.50	2.45	2.94	3.66	4.46

现金流量表					
	单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流					
经营活动现金流	845	1,629	1,862	2,308	2,787
净利润	731	1,199	1,434	1,789	2,180
折旧摊销	75	81	84	95	108
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	71	372	320	399	471
其它	-33	-24	23	26	28
投资活动现金流					
投资活动现金流	-218	-538	-453	-456	-458
资本支出	-218	-538	-453	-456	-458
长期投资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流					
筹资活动现金流	-545	-531	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-542	-447	0	0	0
现金流净增加额	83	560	1,408	1,853	2,329

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推论仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。