



水井坊 (600779.SH)

增持 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

行业迭变中，第一坊破局潜力如何？

投资逻辑

本文首先剖析了当下与 16~17 年相比，从行业到消费者中各环境的变与不变：白酒行业商业模式未变，信息化、高效化、趋同化是变数；酒厂营销学习成本更低、厂商利益博弈更突出，内卷的发展态势下分化与集中并存。基于此，我们探讨了公司未来业绩弹性的抓手，即产品价位聚焦+厂商关系良性+品牌认知不俗，低预期下建议持续关注。

23 年 VS16~17 年，消费链条各环节的变与不变。1) 行业层面：分化与集中是此轮周期的关键词，各价位大单品陆续凸显，控盘分利搭配信息化厂商利益博弈更进一步；2) 酒企层面：营销战术学习成本降低，均在加码对终端的触及，市场化水平有所提升但团队精细化能力仍各异；3) 渠道&烟酒店：资源向头部大商集中，烟酒店情绪谨慎&理性；4) 消费者层面：信息化下如何选择更纠结，多元化需求是大势所趋。

公司的看点：1) **核心品所处价位弹性可期：**核心单品臻酿八号&井台 FY23 营收占比 80%+，高度聚焦 300~500 元低线次高端价位，我们看好未来中档酒需求升级&常规商务需求回暖下该价位的高弹性，上述单品在次高端赛道市占尚不足 3%，分散的竞争格局下渠道耕耘&激励得当未尝不能破局；2) **厂商关系良性包袱轻：**帝亚吉欧引入了优秀的信息化治理及良性的经营思路，近年面临需求波动公司仍维系了相对良性的渠道价值链与厂商关系，并未对渠道过多压货，历史包袱较轻；3) **品牌认知中调性高：**公司历史底蕴不俗，曾在高端赛道内占据一席之地，近年来营销层面持续高费投 (17~22 年销售费用率均在 25%+)，营销活动核心围绕体育&文化美学展开，渠道&消费端对品牌具备一定认知，目前也在推进费用投放改革，更倾向品鉴会、美学馆、BC 联动等销售转换效率更高的线下活动。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 23-25 年营收分别为 48.46/57.22/66.67 亿元，同比+3.7%/+18.1%/+16.5%；归母净利润分别为 12.75/15.60/18.53 亿元，同比+4.9%/+22.4%/+18.7%；当前股价对应 PE 分别为 21.2X/17.3X/14.6X。当前自上而下市场情绪较弱，对于泛全国化酒企深化招商、完善区域布局的认可度较低。参考可比公司估值，给予公司 24 年 21 倍 PE，对应目标价 67.10 元，维持“增持”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期；行业政策风险；产品结构升级不及预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：叶韬

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：55.22 元

目标价 (人民币)：67.10 元

相关报告：

- 1.《水井坊公司点评：Q3 业绩符合预期，价位受益弹性足》，2023.10.30
- 2.《水井坊公司点评：业绩符合预期，复苏下高增可期》，2023.7.29
- 3.《水井坊公司点评：控渠道业绩阶段性承压，逐季修复明确》，2023.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,632	4,673	4,846	5,722	6,667
营业收入增长率	54.1%	0.9%	3.7%	18.1%	16.5%
归母净利润(百万元)	1,199	1,216	1,275	1,560	1,853
归母净利润增长率	64.0%	1.4%	4.9%	22.4%	18.7%
摊薄每股收益(元)	2.46	2.49	2.61	3.20	3.79
每股经营性现金流净额	3.34	2.69	3.02	3.84	4.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	45.6%	35.2%	29.3%	28.7%	27.5%
P/E	48.87	33.91	21.15	17.28	14.55
P/B	22.27	11.92	6.20	4.95	4.00

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

引言.....	4
白酒行业：23 年 VS 16~17 年，消费链条参与方的变与不变.....	4
行业层面：名酒效应助推集中度攀升，控盘分利下厂商博弈更进阶.....	4
酒企层面：营销策略趋同，加码直销增强对核心圈层触及.....	7
渠道及烟酒店：资源亦集中于大商，烟酒店经营更理性.....	10
消费者层面：信息化下选择更纠结，香型需求呈多元化趋势.....	10
水井坊：产品聚焦 300~500 元，良性厂商关系&消费认知助力再前行.....	11
历史复盘：16~17 年景气周期起始，公司率先享受改革&全国化红利.....	11
看点 1：产品价位高度聚焦，看好 300~500 元价位复苏弹性.....	14
看点 2：厂商关系良性，品牌调性及消费认知较优.....	16
投资建议：顺周期下弹性充足，低预期下持续关注.....	19
风险提示.....	20

图表目录

图表 1：2015 年至今白酒各子板块累积收益率情况.....	4
图表 2：2011 年至今规上白酒企业销售收入及可比增速.....	5
图表 3：2011 年至今规上白酒企业利润总额及可比增速.....	5
图表 4：2011 年至今白酒规上营收/利润集中度持续提升.....	5
图表 5：2011 年至今规上白酒企业产量及可比增速.....	5
图表 6：23 年重点酒企 20~200 亿左右销售额单品情况梳理.....	5
图表 7：2018 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）.....	6
图表 8：2018 年至今普五、国窖 1573 批价走势（元/瓶）.....	6
图表 9：主流千元以下白酒单品 16 年&23 年批价情况（元/瓶）.....	6
图表 10：控盘分利模式下名义上的价格倒挂已成为常态.....	7
图表 11：潭酒五码合一模式示意图.....	7
图表 12：泸州老窖销售公司&品牌专营公司架构示意.....	8
图表 13：酒企普遍推出开瓶扫码赢奖互动促销及开瓶.....	8
图表 14：主流白酒头部品牌在千元及以下价位产品的价格带覆盖情况.....	9
图表 15：茅台直销收入占比逐年提升.....	9
图表 16：舍得推出鉴藏主打 ToC 销售.....	9
图表 17：渠道代理普五的毛利水平逐年波动.....	10
图表 18：22 年至今酱酒单品批价普遍波动下滑.....	10



图表 19: 双十一期间线上购物平台各类名酒白酒标价纷繁	11
图表 20: 部分白酒消费大省香型占比预估	11
图表 21: 部分省市酱酒消费规模及占比情况	11
图表 22: 16 年开始景气周期内, 水井坊、汾酒/酒鬼酒、舍得相继享受红利跑出超额	12
图表 23: 16~20 年公司股价复盘及关键性事件	12
图表 24: 17~18 年公司营收明显提速	13
图表 25: 16~18 年外拓期公司归母净利波动较高	13
图表 26: 21 年至今公司股价复盘及关键性事件	13
图表 27: 20 年至今公司营收增速波动趋平	13
图表 28: 20 年至今公司归母净利增速仍较高波动	13
图表 29: 白酒板块重点标的 22 年表观产品价格带分布拆分	14
图表 30: FY23 公司产品结构拆分	14
图表 31: 臻酿八号&井台需求场景拆分	14
图表 32: 次高端部分单品/品牌 23 年销售规模预估 (亿元)	15
图表 33: 22 年至今臻酿八号&井台批价走势	16
图表 34: 22 年至今典藏&菁翠批价走势	16
图表 35: 近年来八大核心市场增速持续优于其他市场	17
图表 36: FY23 公司主要市场规模拆分	17
图表 37: 公司核心单品渠道价值链拆分	18
图表 38: 20 年至今次高端酒企分季度营收增速波动情况	18
图表 39: 近年来公司销售费用率维持在 20%+ 水平	18
图表 40: 公司销售费用率在次高端赛道内居前	18
图表 41: 公司营销活动围绕体育&文化美学展开	19
图表 42: 15 年至今公司 PE-Bands	19
图表 43: 公司及可比标的盈利预测	20



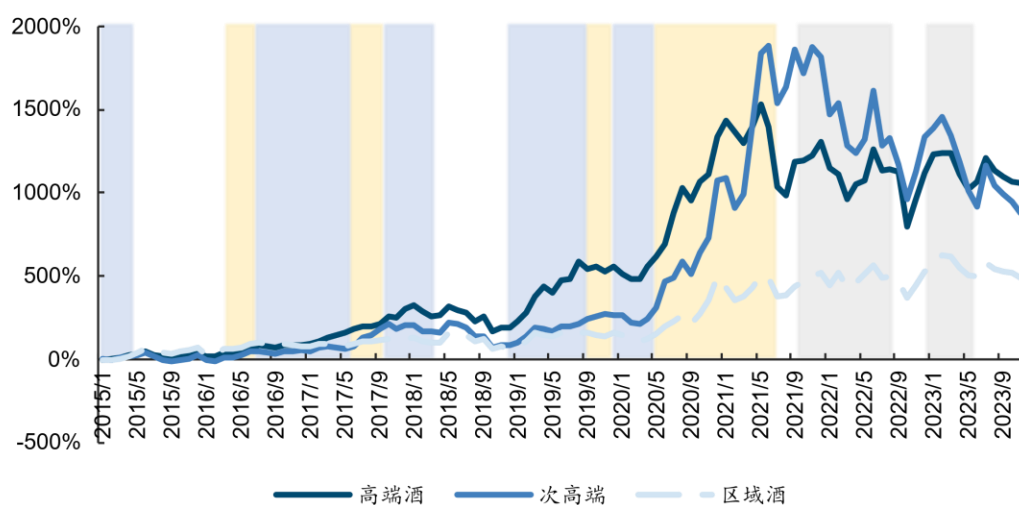
引言

商务活动、居民消费情绪&消费力与宏观景气预期相关，致使白酒行业在发展进程中呈现周期性特征，在香型更迭、经济大周期内，行业库存周期起熨平波动的作用。本文首先回顾了场景约束放开后的 23 年，与上一轮景气拐点向上时 16~17 年的变与不变。

新的环境下，酒企&经销商的行为、战术有何异同？我们认为：酒厂、经销商对过往经历具备记忆性，因此某种程度上会有“按图索骥”的行为，赋予了白酒行业的传统特性。而当下信息化、物流便捷化等带来的高效率、低学习成本也让酒厂、经销商、消费者链条链接更灵活，彼时酒厂仰仗的营销力壁垒当下或更难维系。当下差异化体现在香型、营销精细化、战略定力等层面，因此在内卷的行业中分化与集中并存。

在此基础上，我们剖析了次高端行业中泛全国化酒企面临的机遇与挑战，思考对于如水井坊具备深厚历史底蕴的公司能否在可期的新一轮景气周期中再现“一马当先”。整体而言，更内卷的行业氛围下突围的难度确会有提升，但公司的相对优势在于集中的产品架构、良性的厂商关系、不俗的品牌认知。乘势而上，品牌底蕴始终是周期更迭中不变的利器。

图表1：2015 年至今白酒各子板块累积收益率情况



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2023 年 12 月 5 日，蓝色底纹为高端明显跑赢行业区间，黄色底纹为次高端明显跑赢行业区间，灰色底纹为次高端明显跑输行业区间）

白酒行业：23 年 VS 16~17 年，消费链条参与方的变与不变

行业层面：名酒效应助推集中度攀升，控盘分利下厂商博弈更进阶

■ 行业量缩价增，名酒集中度持续攀升

1) 规上白酒行业产量绝对值自 17 年起开始下滑，规上白酒企业数量在 17 年达到顶峰(1593 家)，截至 22 年行业产量绝对值、规上酒企数量分别较 17 年-44%、-40%；

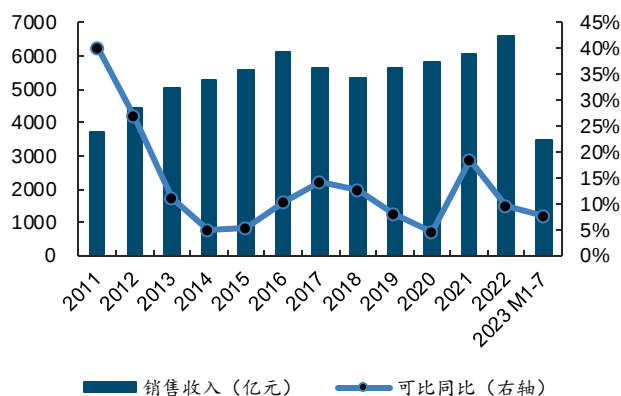
2) 规上白酒企业销售收入自 16 年 6126 亿元小幅提升至 22 年 6626 亿元，但上市酒企收入端 CR4 自 15%大幅提升至 38%，行业内也涌现出一批 100 亿、200 亿体量的酒企，其中非上市酒企如习酒、郎酒、剑南春等。

整体而言，“分化”&“集中”是此轮泛景气周期内的核心关键词，背后是消费端品牌化意识的持续夯实，也与近年来头部酒企产能枷锁持续打破、市场供给加大相关。

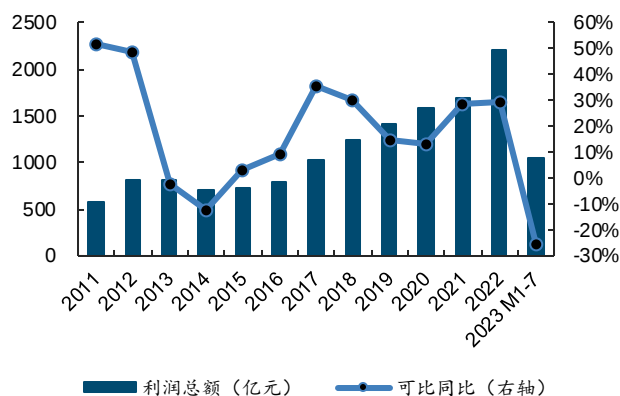
此外，线性的规划思路容易导致产销端的分化，中小酒厂会因当下行业高景气而大步快跑赶上量，当供需不再匹配时再交替退出。例如 17 年酱酒热初见端倪，21 年酱酒酒厂&渠道情绪至高潮，22 年开始渠道热有所退潮，再至今年重阳下沙季据酒业家报道“不少中小酱酒企业减少下沙量甚至停止下沙”。与此同时，头部酱酒酒企仍在加码扩产，分化与集中持续演绎。



图表2：2011 年至今规上白酒企业销售收入及可比增速



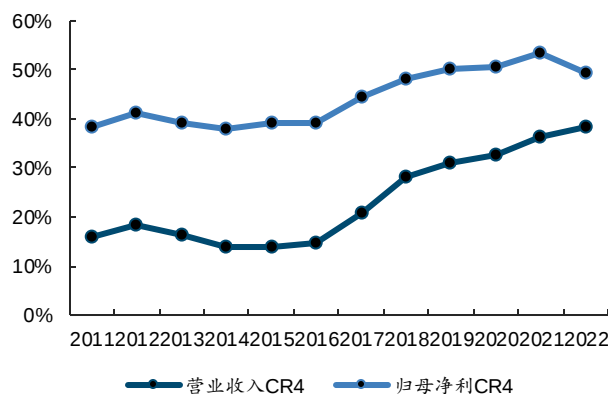
图表3：2011 年至今规上白酒企业利润总额及可比增速



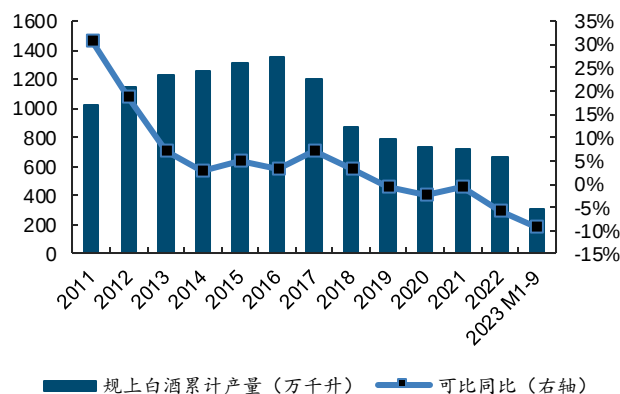
来源：中国酒业协会，国金证券研究所

来源：中国酒业协会，国金证券研究所

图表4：2011 年至今白酒规上营收/利润集中度持续提升



图表5：2011 年至今规上白酒企业产量及可比增速



来源：中国酒业协会，Wind，国金证券研究所（注：CR4=历年上市酒企营收、归

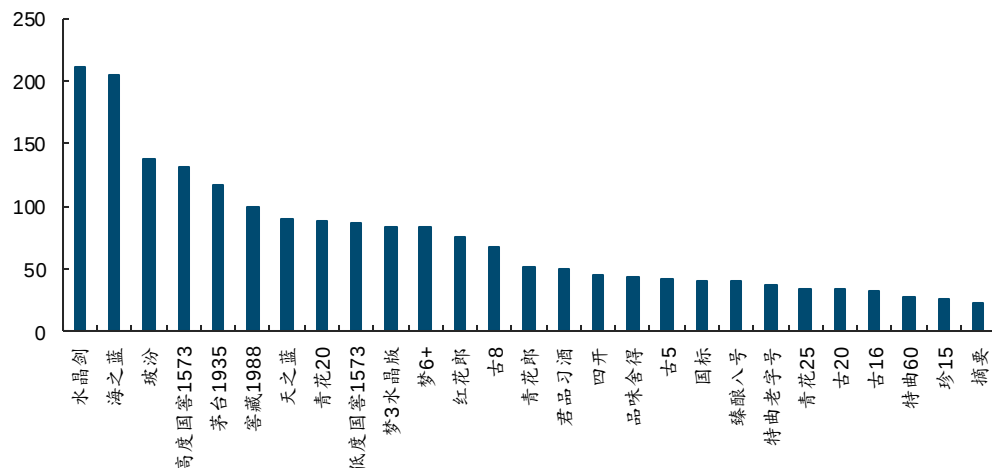
来源：Wind，国金证券研究所

母净利规模 Top4 合计值÷当年规模以上白酒企业销售收入、利润总额）

■ 大单品格局更清晰，消费层级逐步提升

相较于 16 年，酒企核心大单品更突出，销售端除千亿大单品飞天茅台、500 亿左右单品普五以外，也涌现出较多百亿级大单品，价格带自上而下如茅台 1935、高度国窖 1573、水晶剑、海之蓝、玻汾，横跨高端、次高端、中端及大众光瓶。

图表6：23 年重点酒企 20~200 亿左右销售额单品情况梳理



来源：各公司公告，国金证券研究所（注：测算仅供参考）



当各个价位跑出全国化/泛全国化大单品后，伴随消费者的趋同心理&品牌化趋势，大单品的势能、消费认知会由点汇成面更进一步，因此小单品面临的竞争格局实质上会更激烈，区域性单品如何自 20~30 亿左右更进一步需精细揣摩。而且目前 70~100 亿的准百亿单品也有较多，如天之蓝、青花 20、低度国窖 1573 等，该类规模化单品近年增速亦较为可观。

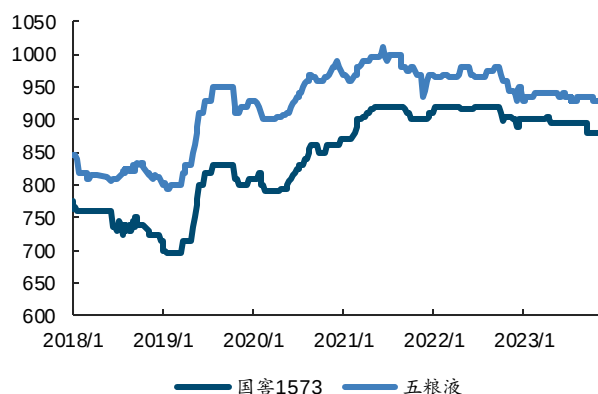
此外，酒企产品量价策略上也有所分化。在消费升级的趋势下，酒企可以通过：1) 较多放量以性价比抢占价位市场份额，例如品味舍得、臻酿八号等单品当前批价与 16 年几无提升，但体量已增长较多；2) 量价均衡实现价位提升，例如飞天批价由 16 年约 800~900 元提升至当前 2700/3000 元左右，普五由 600~650 元提升至当前 930 元。

整体而言，各价位天花板普遍有所提升，例如次高端门槛从 200 元提升至 300 元，高端酒门槛由 500~600 元提升至 800 元。实际上普五、高度国窖批价提升至 800 元+后，600~800 元高线次高端价位规模化单品仍有限，主要包括低度国窖 1573、低度五粮液，但低度产品属地性会较强，因此主流次高端价位仍以 300~500 元为主，我们仍看好该价位在未来消费升级趋势下的扩容速率。

图表7：2018 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）



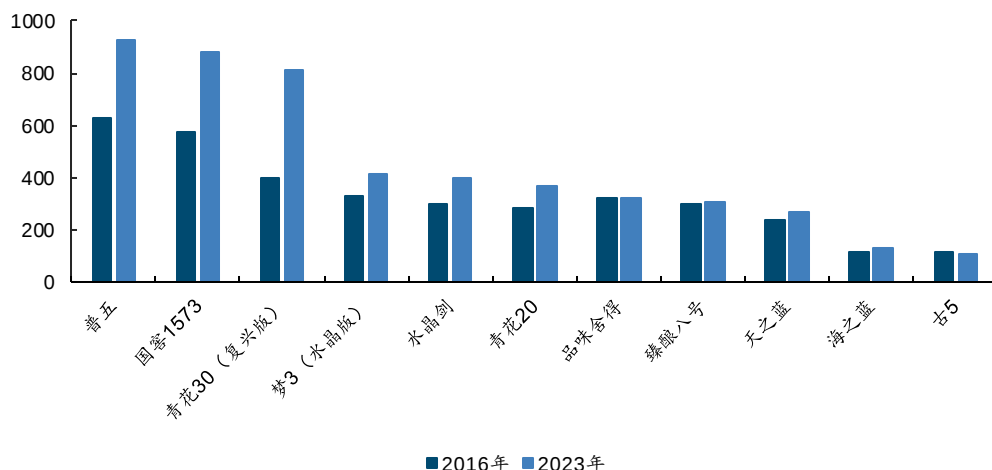
图表8：2018 年至今普五、国窖 1573 批价走势（元/瓶）



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 12 月 5 日）

来源：今日酒价，百荣酒价，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 12 月 5 日）

图表9：主流千元以下白酒单品 16 年&23 年批价情况（元/瓶）



来源：各公司公告，酒价参考，国金证券研究所（注：数据口径为 16 年及 23 年 1~11 月批价均价）

■ 控盘分利成为主流模式，信息化下厂商利益博弈更进一步

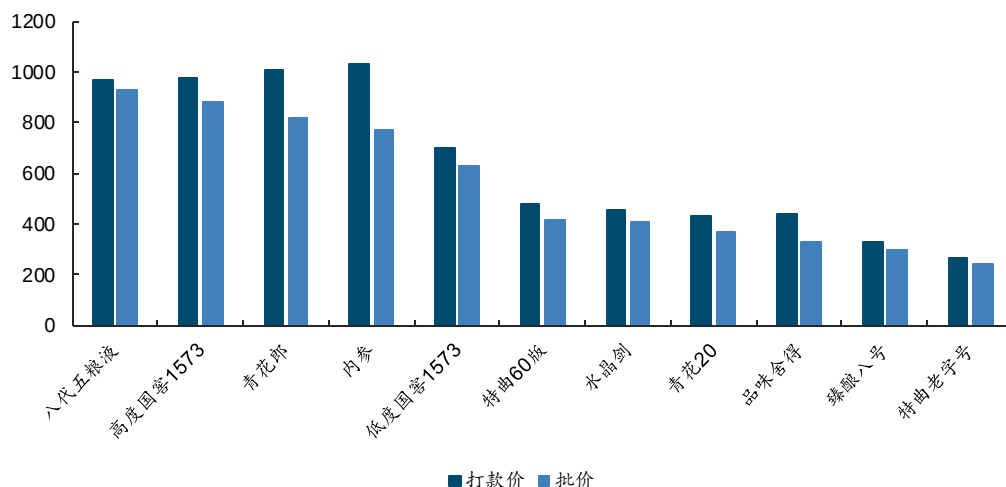
近年来白酒价格倒挂成为行业发展中为人诟病的焦点。渠道虽名义上存在价格倒挂（即打款价>一批价），但考虑各类保证金、费用、补贴、奖励后一批价普遍≥经销商的实际成本价。但相较于顺价模式而言，厂商间利益博弈反而会加剧，一定意义上也与行业竞争中“劣币驱逐良币”相关。

酒企目前更多不再采用随量费用的方式进行渠道促销费用投放，转而通过如赠酒、加大品鉴会铺设力度、赠送旅游等非付现的方式进行费投，因此部分渠道会试图套取该部分费用



并折算入单品的隐含成本中。当渠道现金诉求或库存压力较高时，便会紧贴该隐含成本甚至略低向流通市场甩货，此时便需考验酒企的市场管控能力。

图表10：控盘分利模式下名义上的价格倒挂已成为常态



来源：各公司公告，酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至23年12月5日，单位为元/瓶）

信息化下酒企对销售各链条的触及相对更便利，目前酒企普遍已推出五码合一产品，一物一码下通过箱码、盒码、瓶内码来实现销售通路的管控，异地密集扫码可以实时于后台显现，相较于此前依赖销售人员进行监管效率倍增。

但在该过程中仍会有些许矛盾，例如如何让经销商、烟酒店、消费者愿意扫码。目前常规解决方案是通过扫码返利+BC联动的激励来促进消费者扫码，但激励力度的把控也较为微妙：若激励力度较高，渠道会同样采取信息化手段盗刷瓶内码甚至直接售卖换盖酒来套取返利。对于高端酒而言，渠道普遍反馈目标消费客群对身份等信息较敏感、扫码率较低。即使当酒企监控到疑似渠道窜货等行为时，可以考虑通过缩减返利、缩减配额甚至取消代理权等方式进行管控，但酒厂也需考虑目标实现等。

整体而言，当下厂商间利益博弈氛围持续提升，最终费投效率仍取决于销售团队的成熟性。伴随单品发展周期由导入、成长至稳定期，大单品渠道毛利会有所压缩，如何在实现既定量价策略的同时维持渠道良性毛利仍是酒企核心竞争力的构筑要点。而小单品未尝不可借助渠道推力去实现规模跃升，机遇与调整并存。

图表11：潭酒五码合一模式示意图



来源：数字化星球，国金证券研究所

酒企层面：营销策略趋同，加码直销增强对核心圈层触及

■ 营销战术学习成本降低，趋同化下更考验细节处理

无论是营销模式或是营销打法，当下酒企已不复以往可以通过营销创新来构建差异化。

例如14年老窖在前期柒泉公司的基础上，新设成立窖龄、特曲销售公司，包含了此前柒泉公司模式下的股东经销商。在此基础上，老窖再分地区施行经销模式或直营模式，主要考量在于当地产品的消费氛围以及经销体系的成熟程度。通过表外销售公司的渠道模式，一方面可以更市场化地进行营销战术落实，另一方面将公司核心经销商通过股东的形式绑定厂商关系，使厂商目标一致性更高。

以此为鉴，酒鬼酒于18年底成立内参销售公司，吸纳全国30多位大商；21年8月水井



坊成立典藏销售公司，吸纳全国 25 位大商；相类似的还有今年舍得对藏品 10 年成立的销售公司、老白干对甲等 20 设立销售公司等。

图表12：泸州老窖销售公司&品牌专营公司架构示意



来源：公司公告，天眼查，国金证券研究所

酒企在营销活动的策划上趋同性会更明显。目前高端私享品鉴会、回厂游、国内外旅游、名酒进名企、高铁赞助、线上广宣等营销投入基本已成为标配，扫码红包+BC 联动、演唱会赞助也更流行。当行业有新颖的营销策划面市时，其余酒企可以在短时间内模仿并推出，对酒企而言差别更多在于预算规模的差异。

在同质化的渠道活动策划背景下，后续考验的必然是费投的效率，即细节处理。在此过程中体制的保障尤为重要，本质是要让销售团队有足够的稳定性、动力去推进营销活动的落实。固然头部酒企受益于规模优势会有更充裕的费用预算，但成长性酒企也可以通过点状的密集投入来培育自身的种子市场，并在此基础上辐射向外。

图表13：酒企普遍推出开瓶扫码赢奖互动促销及开瓶



来源：舍得酒业，泸州老窖，国金证券研究所

■ 大单品策略深入人心，产品 SKU 逐步完善

在产品策略上，酒企近年来对大单品的认知明显更强，因此涌现出前述多个 50 亿、100 亿甚至更高的大单品。酒企普遍缩减非主品条码，即使新开条码普遍向上开发而非向下，典型如每年的生肖酒、文创艺术酒、IP 联名产品等，目的在于维护主品的价格定位并拉升品牌高度。

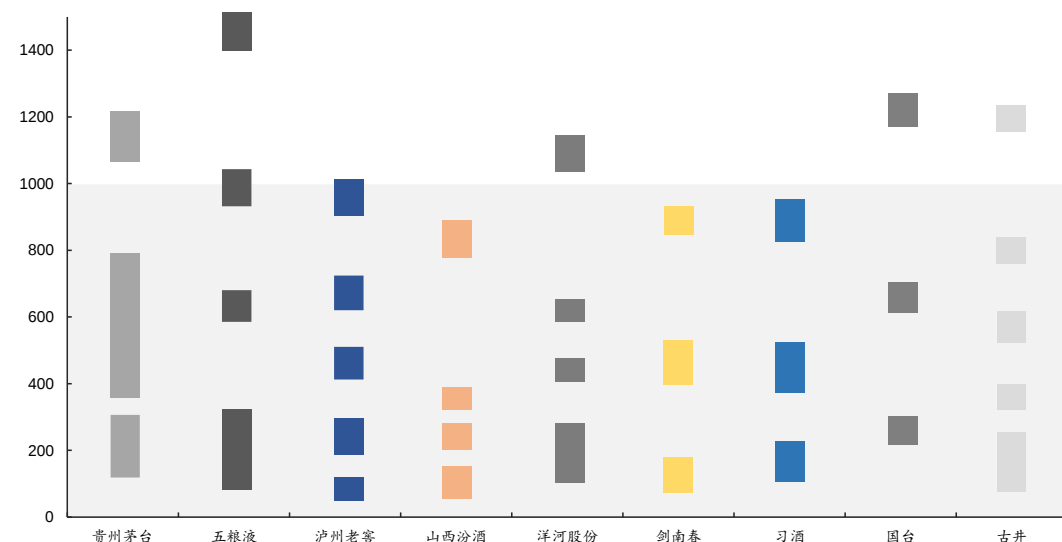
在大单品的基础上，酒企开始重视产品架构梯队的建设，在大单品副翼培育其他品系单品。当单品达到一定规模后往往会触及酒企渠道管控半径上限，相较于放量而言控量挺价会更



有利，因此需要其他品系单品来分担酒厂业绩压力，较典型的即 16 年至今泸州老窖对国窖、特曲&窖龄轮动放量、稳价、提价的打法。今年部分酒企也通过副翼产品放量的方式切实分化了主品的压力，例如茅台对非标、茅台 1935 加大投放，五粮液对 1618、低度五粮液导入扫码红包加大促销，汾酒玻汾节奏前移等。

强势品牌加大对向下价位的产品覆盖是 23 年相较于 16~17 年明显的区别，当时酒企普遍以聚焦核心单品放量抢占份额的思路为主。当下越向下的价格带竞争越激烈、越内卷，泛全国化酒企的产品不仅要面临其余强品牌力酒企的降维打击，也面临区域强势品牌向上升级的产品竞争。

图表14：主流白酒头部品牌在千元及以下价位产品的价格带覆盖情况



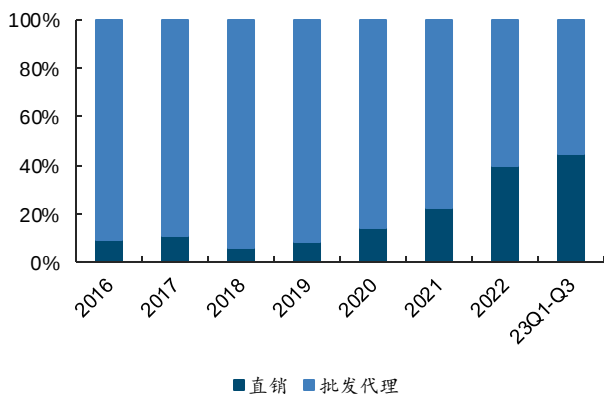
来源：公司公告，今日酒价，国金证券研究所（注：价格带口径为批发价，方块长度与实际规模无关，仅代表批价所处价格范围，未包含对应品牌所有单品）

■ 消费链条缩短，酒企普遍加码直销

加码直销其实伴随的是酒企在结构提升时试图弱化渠道效能、直接掌握核心圈层客户资源的诉求。例如老窖在 14~15 年时就对部分区域开始施行直营模式。直营模式的特点是渠道深度精细化，经销层级削弱，由厂家委派销售人员执行市场开发、费用落地执行、消费者培育等活动的开展。由于酒厂把控了费用的投向等，控盘分利在直营模式下能更好地执行，费用效率明显占优。

当下对于相对高价位产品，酒企普遍想掌握核心意见领袖的资源、定向进行培育，措施包括开设直营店、专卖店、加强名酒进名企的频次与覆盖面、渠道模式上在成熟的优势区域逐步施行直控终端等，因此酒企的市场化水平逐年持续有在提升。

图表15：茅台直销收入占比逐年提升



图表16：舍得推出鉴藏主打 ToC 销售

严格执行五原则销售.....

- 工厂直供** **资质审核** **限量限售** **不进流通** **不售个人**
- 工艺精**
舍得藏藏的酿造集“国家级非物质文化遗产”、“全国质量奖”、“多项国家发明专利”之大成。
- 品质高**
舍得藏藏执行的是国家地理标志产品GB/T21820（特级）标准，参照市场上1000-1500元价位白酒进行对标品鉴后，按照“优中选优”的标准甄选陈年基酒勾调而成。
- 产量少**
中国酒业协会统计结果显示“高端浓香白酒总量不到0.7%”，每一瓶舍得藏藏酒从制曲到成品酒出库的周期超过10年，更为稀缺。
- 包装简**
舍得藏藏是为了满足公务接待“低调喝好酒，简化包装喝好酒”而生产的高品质白酒，将节约的包装成本用于提升酒体品质，倡导“绿色、低碳”新消费。

来源：公司公告，国金证券研究所

来源：舍得酒业，国金证券研究所



渠道及烟酒店：资源亦集中于大商，烟酒店经营更理性

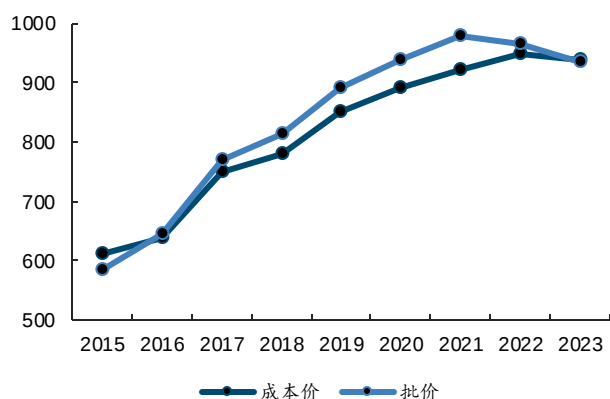
根据近期调研反馈，我们认为经销商的经营行为与思路普遍具备记忆性，对于代理时间较长的名酒品牌并不会因为1~2年的毛利承压、库存提升便放弃代理权或主动缩减合同配额。特别是对于掌握了茅台酒配额的经销商，现金流压力相对较小。

经销商的分化侧面体现出经销商群体也在头部集中，掌握了茅台配额的、有较多团购资源的经销商拥有更灵活的经营手段以及行业地位。以10吨配额的茅台经销商为例，近几年单年渠道毛利达4000万左右；普五当前批价虽较低，但团购出货价普遍仍顺价，若渠道因缺乏团购资源、集中在流通渠道出货，今年预计考虑返利后仍会有所亏损。

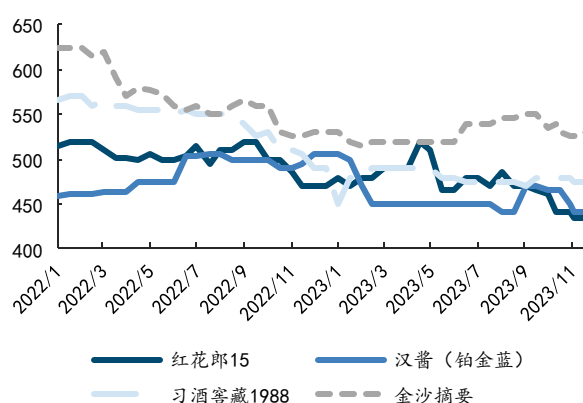
对于泛全国化品牌，当下渠道代理情绪较16~17年明显目前降低，特别是对于19~21年经历酱酒热兴起再退潮的群体，库房中仍遗留不少酱酒开发酒。由于缺乏价格认知&流动性，即使折价也很难批量处理，因此泛全国化酒企培育消费者认知的重要性并不亚于渠道铺设。

此外，社会库存在渠道与烟酒店环节的架构亦有所变化。目前烟酒店会有较多陈设品牌但单品牌库存保持低位，经营谨慎性情绪较高，即使酒企加大终端进货、陈列等激励效果仍有限。受益于物流成本降低，烟酒店可以在较短时间内自经销商处进货并到货，因此社会库存更集中于渠道环节，让终端愿意主动加杠杆的关键仍在于稳定向上的批价预期。

图表17：渠道代理普五的毛利水平逐年波动



图表18：22年至今酱酒单品批价普遍波动下滑



来源：酒价参考，国金证券研究所（注：成本价为在打款价基础上考虑返利后的预估值，批价为当年均值，23年数据截至11月，单位为元/瓶）

来源：酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至23年12月5日，单位为元/瓶）

消费者层面：信息化下选择更纠结，香型需求呈多元化趋势

在目前信息化、直播电商流行的时代，白酒产品价格透明度相对更高，但也导致低价的假冒伪劣产品更肆虐，背后是高利润率驱动，即使真假混卖中真酒比例达到80%+，假酒部分盈利能明显超越真酒部分的折价。因此消费者会更多去思考如何买到价格合适且保真的产品。

从目前的消费行为来看，对于高价值的名酒，消费者普遍仍会愿意付出额外对价从实体销售渠道或官方线上渠道购买，但线下渠道及终端普遍反馈需要更多精力去告知消费者线上购酒的弊端。

此外，目前消费需求亦呈现多元化趋势，例如19~21年酱酒热兴起，即使当下渠道酱酒降温，酱酒酒企仍在持续进行消费者培育，因此消费群体仍在持续扩容。

相类似地，清香型、低度酒消费群体亦在扩容，龙头酒企从供给端、渠道端加大推力与趋势的形成密不可分。典型如汾酒利用玻汾进行清香型消费群体培育，通过高性价比尖刀直入，后逐步导入老白汾、青花系列等高价产品，预计后续伴随汾酒产能枷锁逐步打开，香型培育效率会更进一步。

相对而言，中低度消费属地性较强，主要集中于华北、华东部分区域，但因为口感相对更契合新消费人群、价格性价比更高等因素也逐步为消费者所接受。从酒企层面而言，要均衡考虑低度对高度产品分流等影响，以及高度产品价格定位等因素，因此从供给端尚未形成趋势性行为。

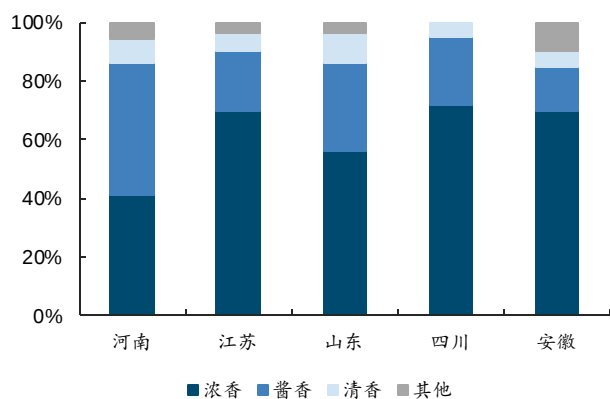


图表19：双十一期间线上购物平台各类名酒白酒标价纷繁

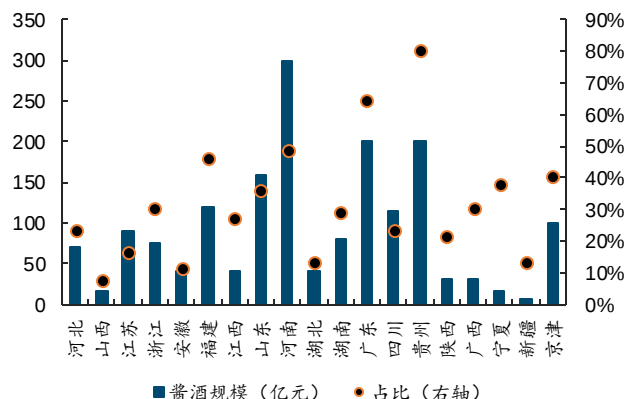


来源：淘宝，京东，拼多多，国金证券研究所（注：截图日期为 23 年 11 月 11 日）

图表20：部分白酒消费大省香型占比预估



图表21：部分省市酱酒消费规模及占比情况



来源：微酒，酒说，酒业家，国金证券研究所（注：占比仅供参考）

来源：微酒，酒说，酒业家，国金证券研究所（注：规模及占比仅供参考）

水井坊：产品聚焦 300~500 元，良性厂商关系&消费认知助力再前行

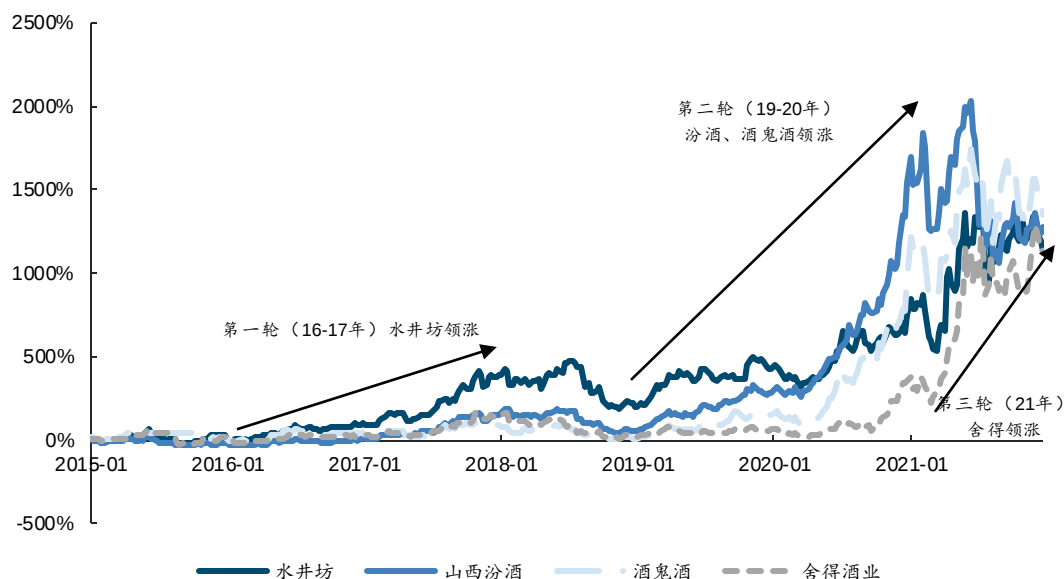
历史复盘：16~17 年景气周期起始，公司率先享受改革&全国化红利

我们对 15 年起行业底部拐点向上周期内次高端标的的进行复盘，可以发现节奏可以大体分为三轮：

- 1) 16~17 年，期内水井坊率先领涨。15 年 10 月范祥福接任公司总经理，16 年逐步推动原直营运作的省区回归新总代模式，并率先在营销层面开始践行高端化圈层营销、核心门店建设，在区域扩张&新品铺设的带动下享受了行业红利，业绩在次高端赛道内率先释放。
- 2) 19~20 年，期内汾酒、酒鬼酒领涨。实际上 17 年初汾酒集团就与国资委签订目标责任书拉开国改序幕，后 18 年初引入战投华润、年末推出股权激励并逐步收购集团酒类资产、收回少数股权，国改成效逐步显现。对于酒鬼酒而言，16~17 年中粮入驻后管理层便在产品架构、渠道利益等层面进行梳理，18 年末与核心大商成立内参销售公司进一步构筑全国化&高端化预期。
- 3) 21 年板块内轮动至舍得领涨，早间天洋时期践行了诸如渠道扁平化、产品聚焦、费用模式等改革，基础持续夯实但后续因占用资金等问题使得并未完全获取行业红利，至 20 年下半年复星入主后内部理顺开始对外发力，持续推进老酒战略开启全国化扩张。



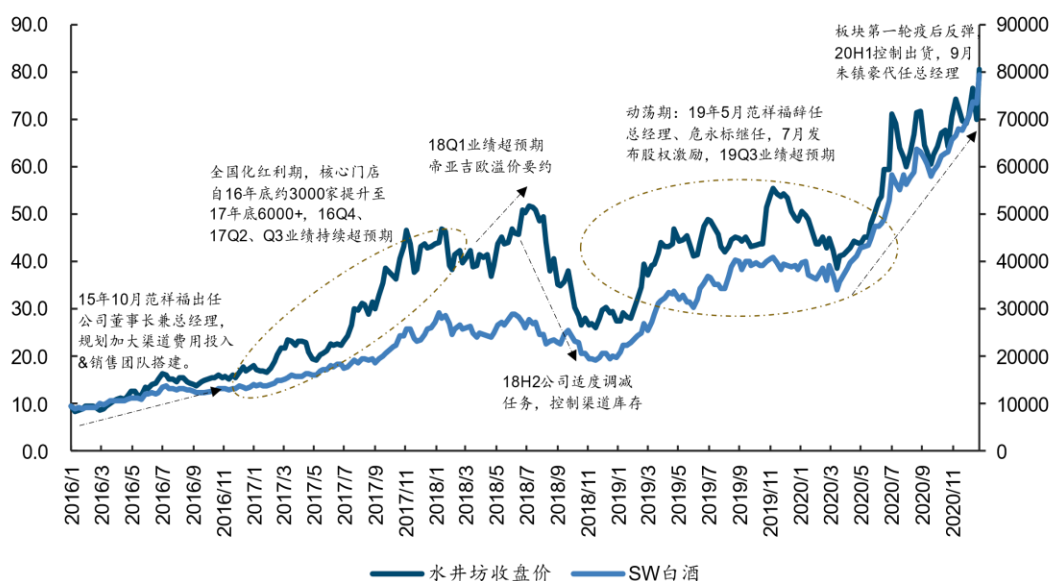
图表22：16年开始景气周期内，水井坊、汾酒/酒鬼酒、舍得相继享受红利跑出超额



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据范围自2015年~2021年）

就水井坊而言，在16年起的景气周期中享受了第一轮全国化红利，T1架构完善、核心门店数大幅增长，带动业绩在16~17年多次超预期。超额收益自19年起消失，系全国化红利逐渐趋缓、业绩增速换挡。

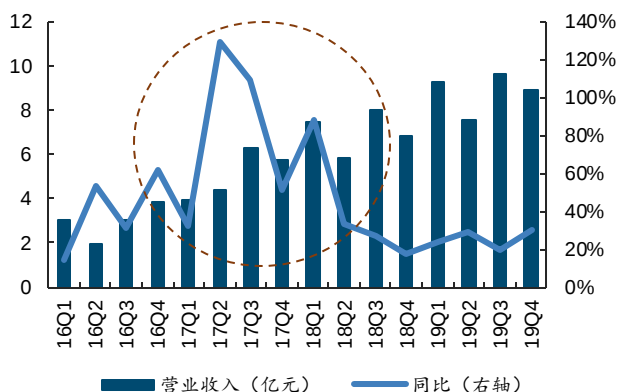
图表23：16~20年公司股价复盘及关键性事件



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所（注：数据范围自2016年~2020年）

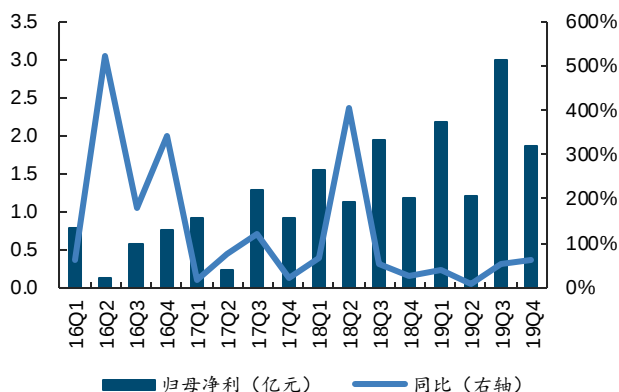


图表24：17~18 年公司营收明显提速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：16~18 年外拓期公司归母净利波动较高



来源：公司公告，国金证券研究所

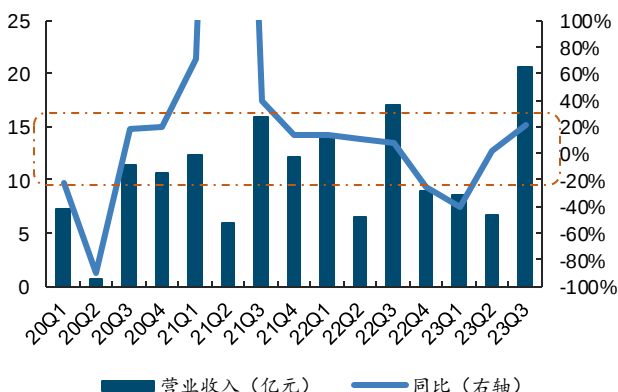
21 年特别是中期公司仍具备相对超额，主要系 21Q1 业绩超预期，叠加回购以备员工持股计划、酱酒热潮下拟与国威合作进军新赛道，但 21Q2 业绩略不及预期回撤明显。后续公司在全中国化、高端化层面均未取得较亮眼成绩，井台更新换代市场接受度一般，整体伴随行业震荡波动。

图表26：21 年至今公司股份复盘及关键性事件



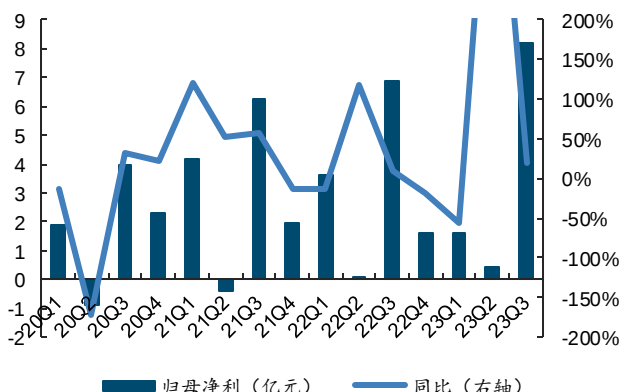
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 12 月 5 日）

图表27：20 年至今公司营收增速波动趋平



来源：公司公告，国金证券研究所（注：21Q2 营收同比+691%未在图内显示）

图表28：20 年至今公司归母净利增速仍较高波动



来源：公司公告，国金证券研究所（注：23Q2 归母净利同比+509%未在图内显示）

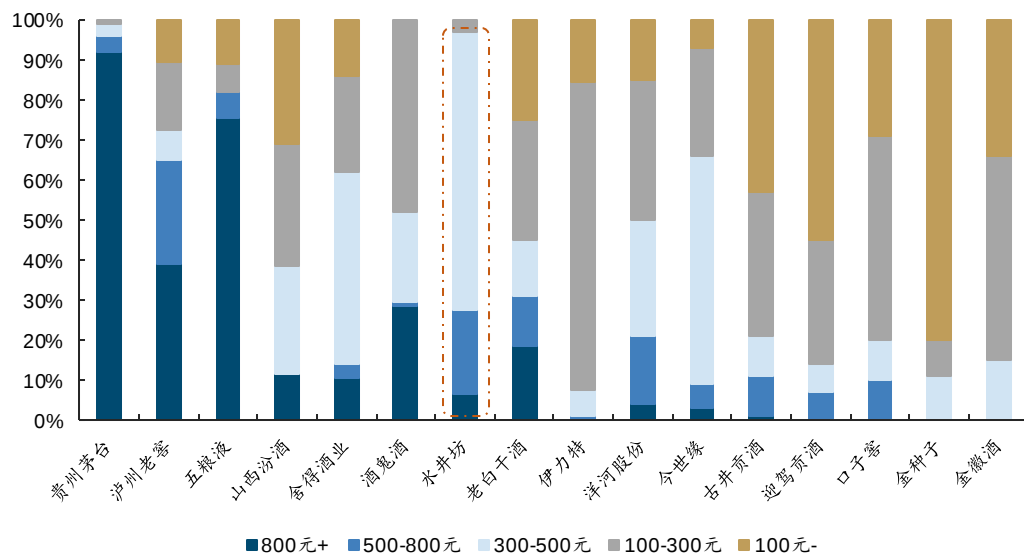


看点 1：产品价位高度聚焦，看好 300~500 元价位复苏弹性

公司核心单品均布局于次高端价位，包括成交价 300~400 元臻酿八号、400~500 元井台、600 元+典藏，三者合计 FY23 营收占比 90%+，其余产品包括中档酒天号陈、小水井、高端酒菁翠、元明清系列。其中，新典藏推出于 21 年 9 月，尚在培育期并未有较高体量，因此公司 80%+营收聚焦于 300~500 元低线次高端价位，即臻酿八号&井台单品，在酒类上市公司中于该价位集中度最高。

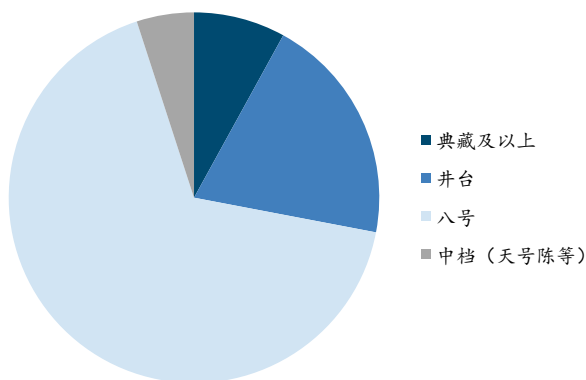
从行业内的规模酒企范畴看，剑南春或有更高的价位&产品集中度（水晶剑单品市场价 400 元+，占剑南春比重预计 85%左右），两者区别在于水晶剑高度聚焦于宴席市场，而臻酿八号&井台需求场景则更广泛，商务&团购占比会相对更高。

图表29：白酒板块重点标的 22 年表现产品价格带分布拆分



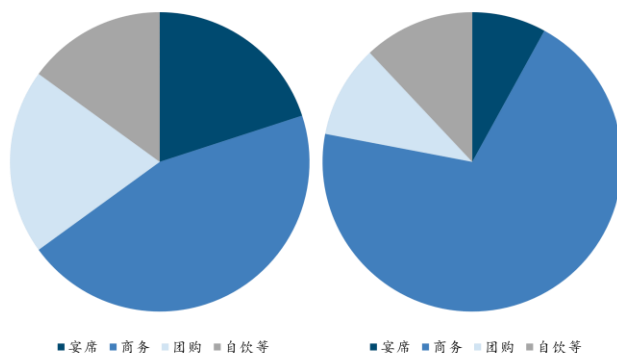
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表30：FY23 公司产品结构拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：臻酿八号&井台需求场景拆分



来源：公司公告，国金证券研究所（注：需求场景拆分仅作参考）

我们预计 16~22 年 300~500 元价位行业规模 CAGR 在 10%+，其中量的 CAGR 约 2%，价的 CAGR 近 10%，其中不光核心单品如水晶剑、梦 3、青 20 等价格较 15~16 年有所提升，且酱酒热逐渐降温下部分单品如窖藏 1988、金沙摘要、红花郎 15 等批价也回落至 500 元以下。

未来我们判断公司核心单品所处 300~500 元价位或是后复苏时期弹性最高的价位，驱动因素包括 100~300 元中档酒需求消费升级+常规商务消费持续回暖。今年 100~300 元价位需求恢复斜率斐然，主要源于区县市场自饮&招待需求升级+宴席回补较旺，我们预计升级趋势仍会持续，现有多数区域的主流自饮&宴席价位尚未提升至 300 元+水平。

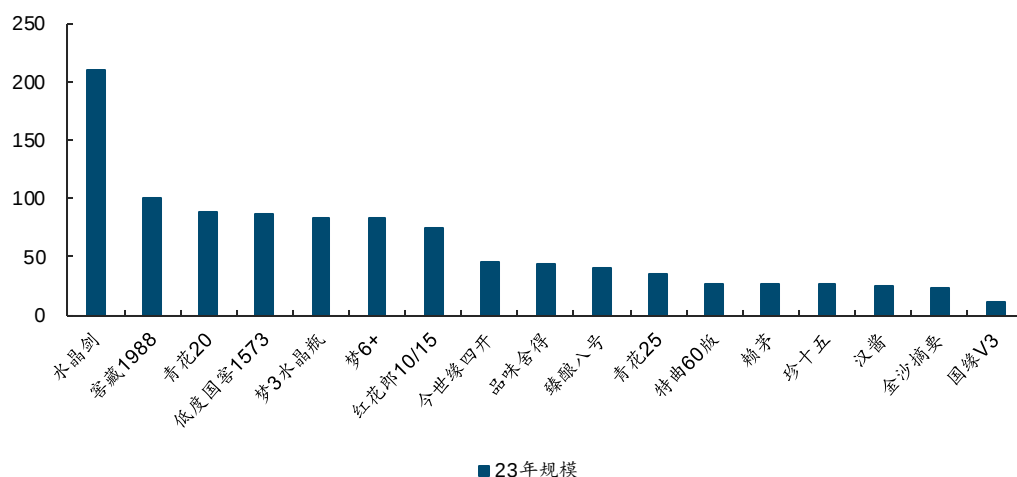
此外，相较于 800 元+高端价位，越向下价位的竞争格局越分散，消费者对于品牌认知的



粘性较弱，消费行为更容易受渠道/烟酒店的主动推销所影响。我们预计 22 年次高端价位行业规模约 1500~1600 亿，其中头部单品水晶剑的市占率在 13%左右，而高端赛道五粮液+国窖市占近 90%。

分散化的格局意味着后来者存在借势居上的潜力，特别是对于规模仍相对较小的单品，近年来不乏逆势高速增长的单品，例如红花郎在 23 年单设事业部运作后规模快速跃升。我们测算臻酿八号&井台合计在次高端赛道 22 年市占率尚不足 3%，与 17 年比市占率甚至有所收窄，潜力仍较足。

图表32：次高端部分单品/品牌 23 年销售规模预估（亿元）



来源：各公司公告，国金证券研究所

在此基础上，产品结构优化的潜力亦会赋予公司业绩弹性。臻酿八号在 13 年年末推出的背景是行业下行期名酒价格带向下挤压，当时飞天茅台批价跌落 900 元，公司为了舒缓井台价格压力方推出臻酿八号，彼时零售指导价定价 428 元。

臻酿八号后来逐步超越井台成为公司核心单品，与产品高性价比&渠道模式相关。从传统总代模式到试水扁平化直营模式再到当前新老总代分区域并行模式，公司的渠道区隔主要以地理分布为主。参考老窖柒泉模式在行业下行期的运作情况，经销商普遍主动加大对高周转产品的拿货，对于仍需渠道推力的窖龄品系并未受到重视。

相类似地，高性价比&流动性的臻酿八号更受渠道青睐，且 22 年井台焕新提价并未顺畅落地（部分渠道反馈井台提价后公司未有相适配的营销活动落地，缺乏渠道推力同时需求拉力较弱，动销受阻后影响价盘，而营销活动在区域间的差异预计与新老总代模式也相关）。

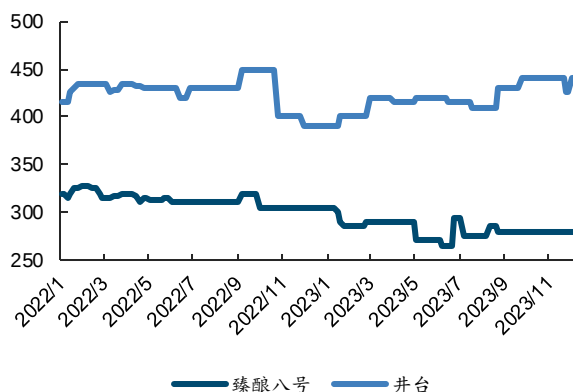
对于典藏而言，在新设销售公司独立运作后效果并不佳，核心品与高端平台公司缺乏资源有效协同，核心店&经销商、团购商更迭频繁，原老总代缩量明显，新总代反馈目前仅承担仓储物流等职能，前端开拓职能多由公司承担，因此会更考验平台公司精细化圈层营销的能力。

我们认为井台及以上产品做大的潜力源于两块：1）良性的厂商关系、不错的品牌调性是基本底蕴，后文我们会详述；2）当下井台&典藏规模仍较小，渠道运作上如果稳价盘、稳情绪、精细化改革得当，未尝不能破局。井台&典藏均不是新品，都已在渠道面市许久，近年来依靠优秀的圈层营销，李渡、武陵等品牌也达成 10 亿级体量。

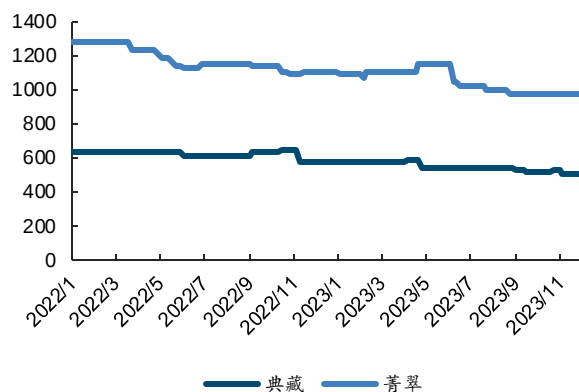
此外，公司也笃定要提升井台的占比及增速，措施包括井台会战、战区考核指标从严设立等，资源预计会倾斜至公司高端化的战略，建议持续关注后续管理层落定情况以及战略层面的变化。



图表33：22年至今臻酿八号&井台批价走势



图表34：22年至今典藏&菁翠批价走势



来源：酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至23年12月5日，单位为元/瓶）

来源：酒价参考，国金证券研究所（注：数据截至23年12月5日，单位为元/瓶）

看点2：厂商关系良性，品牌调性及消费认知较优

公司传统经销渠道的模式主要分为以下两类：

1) 新老总代并行模式。13年之前公司基本沿用老总代模式，在上一轮行业回调期内由于部分总代退出，公司在重点地区进行扁平化运作，但深度扁平化对人力&物力资源投入要求较高，因此16年起公司逐步将扁平化模式转换为新总代模式。

新总代模式类似于厂商1+1模式，但仍保存总代—T1—终端的传统总代模式架构，公司投入销售团队承担空白市场开拓、经销商管理、营销方案策划及落地等职能，总代更多保留回款、仓储、配送等功能。目前江苏、河北、浙江、四川等地已经落实新总代模式，但在河南、湖南、上海等地推行时有所阻力，因此在该类区域仍然施行传统总代模式。

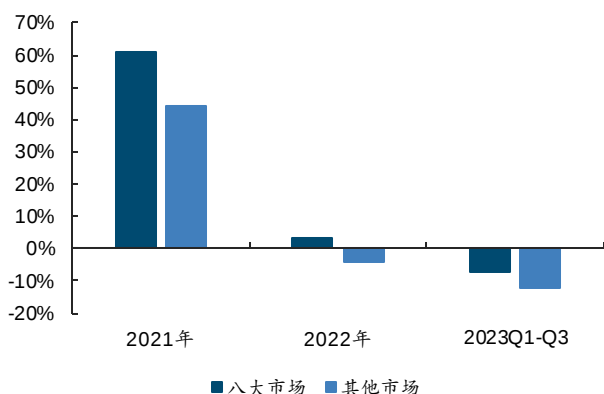
新老总代模式的差异主要体现在：1) 厂家销售团队配备主要集中在新总代区域，如渠道反馈江苏区域厂家销售人员在60人左右，而传统总代区域的地推人员仍以经销商团队为主，如河南区域厂家销售人员在10人左右（总代的销售人员在60人左右）；2) 新总代区域公司承担更多地推职能，因此新总代区域的打款价会略高于传统总代区域，传统总代区域全价值链相对更高（返利上老总代也多于新总代，老总代需要承担地推等费用）。

公司推行新总代模式成效较为明显，江苏作为第一个转换为新总代模式的区域，目前已经成为公司体量最高的区域；老总代区域的扁平化也在持续推进，例如渠道反馈郑州开始施行分区扁平招商。上述规模化区域也是公司“5+3”八大核心市场布局中的重点，即河南、湖南、江苏、广东、四川五大核心市场+山东、河北、浙江，预计FY23八大市场营收贡献在70%+，且近年来表现持续优于非核心市场。

2) 高端产品运营模式。21年7月公司成立高端销售公司，该平台公司由25位经销商持股，其中主要为老总代构成，涉及典藏及以上高端产品（目前平台公司已更名为成都狮心典藏白酒销售有限公司）。其中入股经销商参与分红，目的在于实现酒厂与核心经销商的利益绑定。伴随平台公司成立，原总代覆盖区域收窄，例如河南总代仅负责郑州区域，其余区域平台公司直接对接团购/流通经销商。

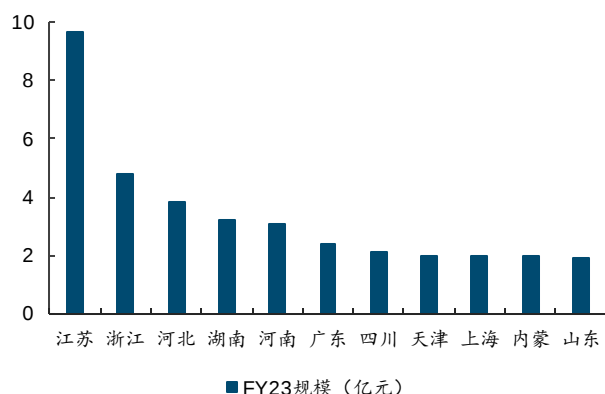


图表35：近年来八大核心市场增速持续优于其他市场



来源：公司公告，国金证券研究所

图表36：FY23 公司主要市场规模拆分



来源：国金证券研究所（注：规模仅做量级参考）

基于上述渠道模式，近年来需求环境波动的背景下公司基本维护了较为良性的厂商关系，核心点在于主要单品臻酿八号&井台仍然保证了合适的渠道价值链，环境较弱时也未对渠道过多压货。具体而言：

1) 明面上臻酿八号、井台、典藏均处于批价倒挂状态，但酒厂会投入例如品鉴会、返利、回款促销、终端扫码 BC 联动、送小酒礼盒/旅游等促销费用，实际上 SD、T1、终端基本仍保持正向的渠道利差。以臻酿八号为例，我们测算全渠道价值链在 25% 左右，SD 基本在 10%+，较竞品并不处于劣势；部分区域反馈井台 22 年焕新时红包、返利等政策更可观，全渠道价值链较优，但井台的流通速率会慢于臻酿八号。

但对于典藏，即使渠道返利若按照当下大流通出货来看部分渠道毛利为负，受动销较弱、价值链波动的影响会较高，部分 SD 考虑平台公司分红后有成本优势。FY22、FY23 酒厂对典藏经销商持续清理优化，主要是针对窜货乱价行为的治理，酒厂在不断更迭合适的团购商加入。考虑到新典藏面市时间较短、体量较小，历史包袱相对较轻。

2) 公司并未给予渠道过度的库存压力，特别是面临外部环境波动时，因此公司表现业绩波动会较为剧烈，例如 20Q2 营收下滑达 90%，22Q4~23Q1 也录得营收下滑，与当时酒企考虑渠道情况后普遍下调各区域 FY23 目标相关。

从库存情况来看，近几年 SD 库存基本在 1~2 个月，在环境较弱的时期库存会略高，目前渠道库存较为良性。酒厂的一贯思路便在于不会强加压货，因此在类似价位中库存属于相对良性状态，社会库存包袱也不大，营收泡沫较小。

■ 如何看待当下竞争氛围下酒企压货行为的利弊？

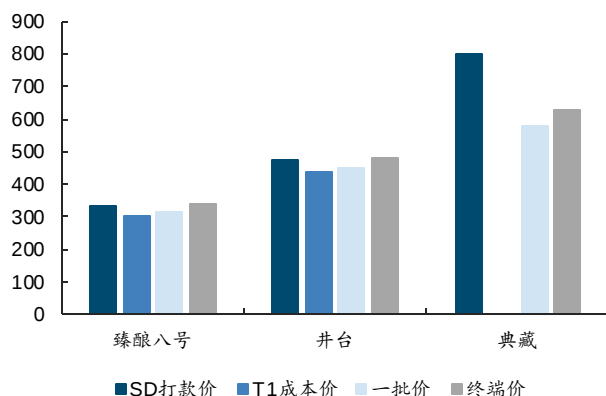
一方面，例如公司并未给予渠道过多压力，但在次高端赛道的市占率近年来确实有所降低，臻酿八号、井台的部分份额被青花 20、红花郎、剑南春等单品所获取；另一方面，近几年也不乏大步快跑后渠道动销未跟上导致被动渠道库存出清的酒企。

压货也应区分方式，本质上渠道&核心终端库存提升伴随要牺牲部分资金周转率，为此酒厂应给予额外费用补贴，但又需谨防低价窜货行为，因此“度”的把握很重要。典型如国窖今年通过春雷行动、秋收计划拓宽核心店帮助渠道梳理库存，今年针对往年配额给予额外返利，渠道管控也较优，因此渠道&终端对库存的包容度较高。但更多酒企仅从战术层面考虑去抢占回款，思路是让渠道保持一定压力去主观加大推力去库存，但渠道其实可以选择直接甩货，若此便会负面导致价格波动、经销商流失。

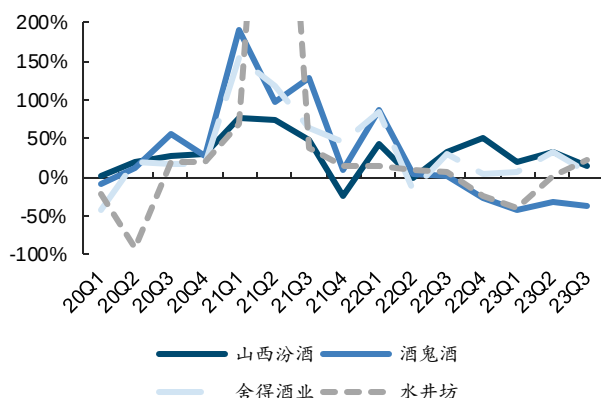
因此，理想情况是在保持渠道价格良好管控、渠道合理盈利水平的前提下给予部分库存压力，发挥渠道主观推力，在行业景气周期内使用渠道杠杆也更顺畅。对于公司而言，部分区域仍采用老总代模式，对终端的触及并不强，新总代模式的区域也在持续培育，因此保持合理库存是较为稳健的发展路径，也为未来发力高成长性奠定基础。



图表37：公司核心单品渠道价值链分析



图表38：20 年至今次高端酒企分季度营收增速波动情况



来源：国金证券研究所（注：数据截至 23 年 12 月 5 日，单位为元/瓶）

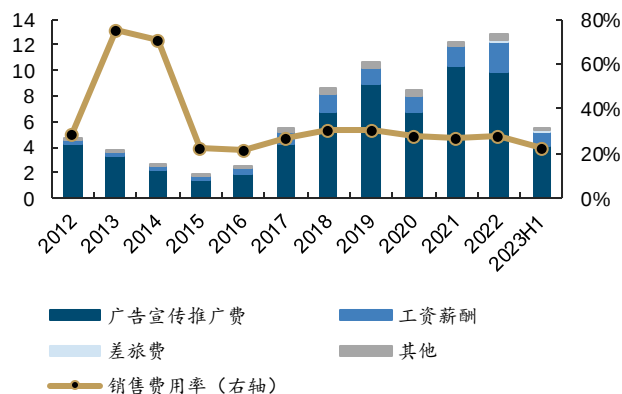
来源：Wind，国金证券研究所（注：21Q2 水井坊营收同比+691%未完全显示）

此外，水井坊品牌也曾在高端酒赛道占据一席之地，千禧年推出时定价一度达 600 元。在 10 年左右高端酒赛道主要品牌包括茅台、五粮液、国窖、水井坊等，其中茅五占近八成，国窖、水井坊位于第二梯队，因此公司的品牌调性、底蕴是较为优秀的。

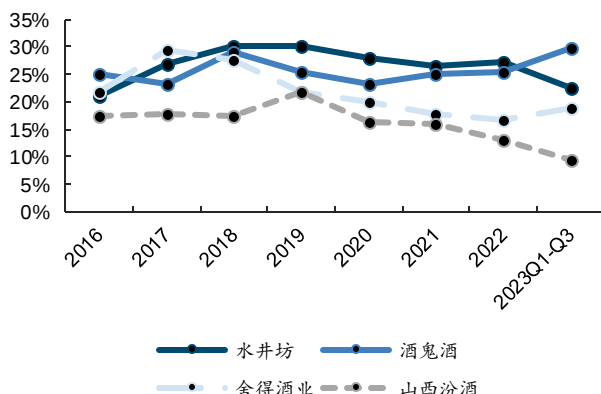
从我们近期同行业渠道大商的交流来看，其对于有品牌底蕴的品牌会有更多青睐，品牌力是白酒商业模式中最具备先天禀赋的一环，名酒阶段性沉寂并不影响在合适的契机下爆发，如近几年西凤酒的加速外拓。

公司也在持续且不遗余力地树立高端白酒的品牌形象。帝亚吉欧给公司引入了优秀的信息化治理体系及合规文化，在今年内卷信息化扫码、BC 联动的环境下公司实际已经运作许久。17~22 年公司销售费用率均在 25%+，在白酒板块内也属于较高水平。

图表39：近年来公司销售费用率维持在 20%+ 水平



图表40：公司销售费用率在次高端赛道内居前



来源：Wind，国金证券研究所（注：销售费用细项单位为亿元）

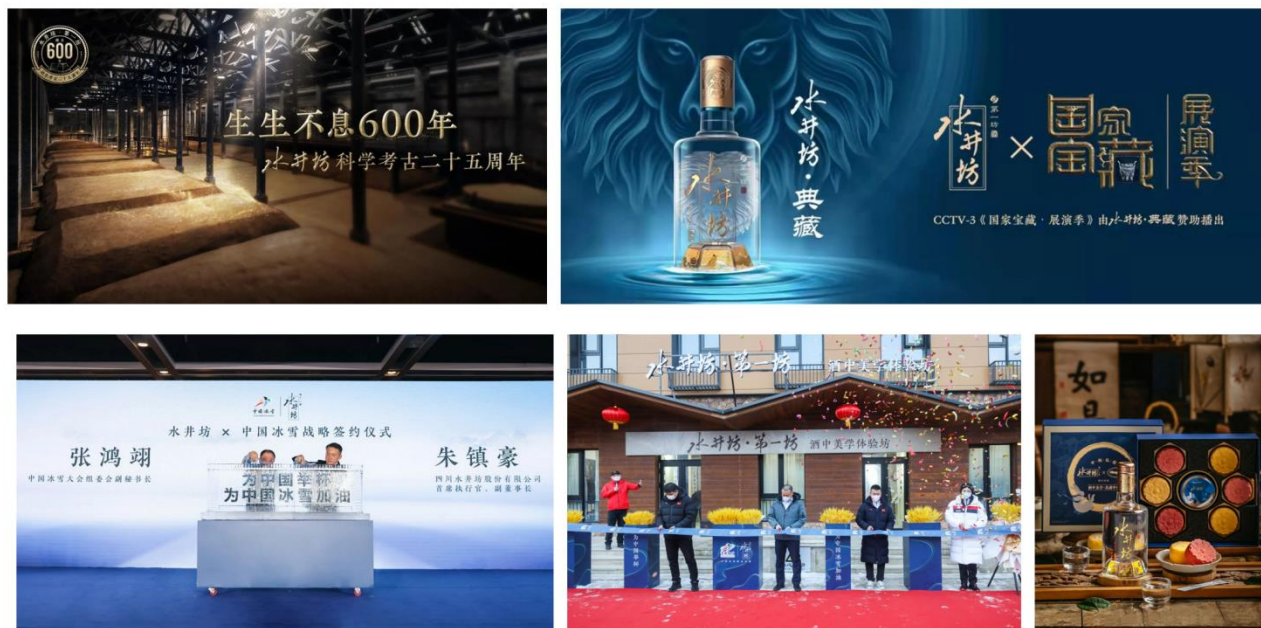
来源：Wind，国金证券研究所

在营销活动策划上，公司围绕体育&文化美学展开，例如赞助国家宝藏综艺并推出典藏国家宝藏（三星堆纪念版）、赞助网球/冰雪/乒乓球/高尔夫等体育赛事、伴随第一坊推出酒中美学体验坊等。可以看到线上&线下公司较高的产品曝光度，因此公司在渠道&消费者层面具备一定的品牌认知。

品宣活动更多为树立品牌高度服务，销售转换率低，对推进实际销售仍应以线下地推、小型品销会等为主，特别是对典藏及以上产品，应重点营销以笼络白酒文化中的核心 KOL 群体。目前公司在保持营销投入的同时，规划调整费用中线上&线下的比重，重点倾向品鉴会、美学馆、体验馆、BC 联动等效率更高的线下活动，改革思路明确。



图表41：公司营销活动围绕体育&文化美学展开



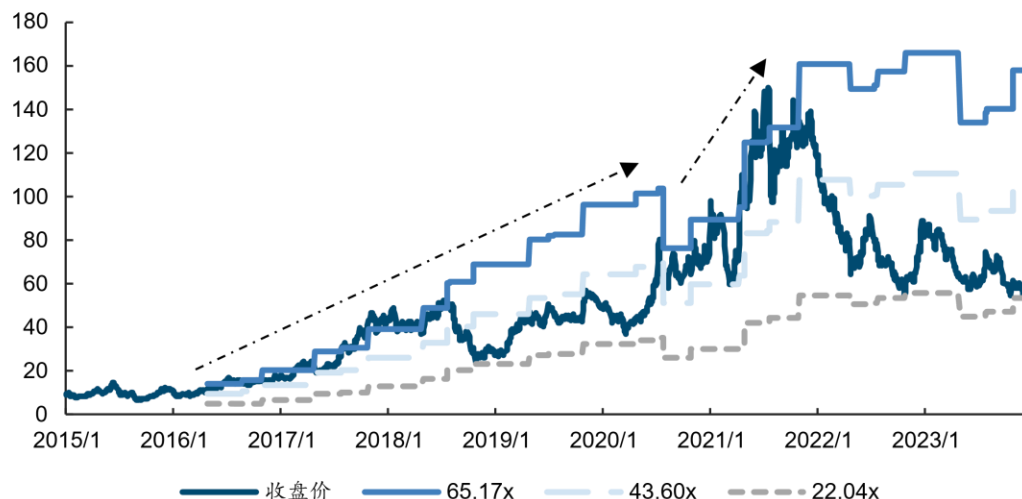
来源：水井坊微信公众号，酒讯，糖酒快讯，国金证券研究所

投资建议：顺周期下弹性充足，低预期下持续关注

上文我们阐述了公司的主要优势在于：1) 核心单品臻酿八号、井台聚焦低线次高端价位，看好该价位在后复苏时期的弹性；2) 帝亚吉欧引入优秀的信息化治理及合规制度，厂商关系良性，持续费投下渠道&消费端对公司品牌具备一定认知。当下内卷的竞争环境下拥有禀赋的公司会更受益，信息化驱动营销壁垒削弱、酒企学习成本降低，运营得当公司未尝不能延续上一轮景气周期下的区域扩张。

上轮周期时公司享受高端化&全国化预期下溢价，目前预期较弱主要源于：1) 管理层阶段性时有更迭，政策延续性弱。自 08 年到当下总经理多轮更替，产品策略、渠道策略多有差别，控股股东帝亚吉欧对业绩兑现也较为重视。目前艾总代任总经理，公司尚未落定总经理人选，思路基本平稳延续朱总时期，持续重视核心意见领袖开发。2) 高端酒圈层营销成效较弱，高端品事业部与臻酿八号、井台间缺乏有效协同，营销费效比较低，销售团队流动性较高。3) 缺乏扎实的基地市场，区域分散化，行业环境波动时业绩波动性也会较高，致使当前市场对公司的业绩置信度预期较低。

图表42：15 年至今公司 PE-Bands



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 12 月 5 日，收盘价单位为元/股）



当前自上而下情绪较弱，对于泛全国化酒企深化招商、完善区域布局的认可较低。我们认为向上的催化在于公司战略、渠道战术的有效落地，以及总经理人选确认后对后续战略战术的改革规划等，公司具备品牌与渠道底蕴，历史包袱也较轻，近期同渠道大商交流来看商业模式赋予的行业韧性仍较优，景气改善时业绩&估值具备复合抬升的潜力。

我们预计公司 23~25 年营收分别为 48.5/57.2/66.7 亿元，同比分别+3.7%/+18.1%/+16.5%；归母净利分别 12.8/15.6/18.5 亿元，同比分别+4.9%/+22.4%/+18.7%，当前股价对应 PE 分别为 21.2X/17.3X/14.6X。参考可比公司估值，考虑相对的业绩置信度与渠道情况，给予公司 24 年 21 倍 PE，对应目标价 67.10 元，维持“增持”评级。

图表43：公司及可比标的盈利预测

公司名称	归母净利（亿元）				YOY				PE		
	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
泸州老窖	104	133	165	201	30%	28%	24%	22%	21	17	14
山西汾酒	81	105	132	166	52%	30%	25%	26%	26	21	16
酒鬼酒	10	6	8	10	17%	-42%	33%	29%	37	27	21
舍得酒业	17	18	22	28	35%	9%	23%	24%	17	14	11
平均									25	20	16
水井坊	12	13	16	19	1%	5%	22%	19%	21	17	15

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 23 年 12 月 5 日，盈利预测均源于国金证券）

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期。白酒消费与宏观景气度具备正相关性，特别是对于次高端价位白酒，若宏观经济恢复不及预期，将影响核心品需求恢复斜率。
- 行业政策风险。市场对于政策层面的预期会影响白酒板块的估值溢价，若消费税负增加亦会影响公司的盈利水平。
- 产品结构升级不及预期。产品结构提升不及预期会影响公司业绩弹性。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,006	4,632	4,673	4,846	5,722	6,667
增长率		54.1%	0.9%	3.7%	18.1%	16.5%
主营业务成本	-475	-717	-725	-749	-857	-975
%销售收入	15.8%	15.5%	15.5%	15.5%	15.0%	14.6%
毛利	2,530	3,915	3,948	4,097	4,864	5,693
%销售收入	84.2%	84.5%	84.5%	84.5%	85.0%	85.4%
营业税金及附加	-468	-736	-735	-761	-893	-1,033
%销售收入	15.6%	15.9%	15.7%	15.7%	15.6%	15.5%
销售费用	-841	-1,227	-1,279	-1,303	-1,533	-1,780
%销售收入	28.0%	26.5%	27.4%	26.9%	26.8%	26.7%
管理费用	-280	-305	-355	-354	-412	-473
%销售收入	9.3%	6.6%	7.6%	7.3%	7.2%	7.1%
研发费用	-2	-20	-37	-39	-46	-53
%销售收入	0.1%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	940	1,626	1,542	1,640	1,981	2,353
%销售收入	31.3%	35.1%	33.0%	33.8%	34.6%	35.3%
财务费用	23	37	33	46	63	84
%销售收入	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.3%
资产减值损失	-13	-5	-13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	965	1,669	1,633	1,711	2,094	2,486
营业利润率	32.1%	36.0%	35.0%	35.3%	36.6%	37.3%
营业外收支	-7	-33	-2	0	0	0
税前利润	958	1,636	1,632	1,711	2,094	2,486
利润率	31.9%	35.3%	34.9%	35.3%	36.6%	37.3%
所得税	-227	-437	-416	-436	-534	-633
所得税率	23.7%	26.7%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	731	1,199	1,216	1,275	1,560	1,853
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	731	1,199	1,216	1,275	1,560	1,853
净利率	24.3%	25.9%	26.0%	26.3%	27.3%	27.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	731	1,199	1,216	1,275	1,560	1,853
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	88	86	109	93	120	155
非经营收益	-45	-28	-95	-33	-36	-40
营运资金变动	62	372	84	137	231	240
经营活动现金净流	836	1,629	1,314	1,473	1,876	2,208
资本开支	-218	-538	-953	-423	-434	-639
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-218	-538	-953	-423	-434	-639
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-6	0	0
其他	-545	-531	-339	-383	-468	-556
筹资活动现金净流	-545	-531	-339	-389	-468	-556
现金净流量	73	560	21	660	973	1,013

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,330	1,890	1,912	2,570	3,542	4,554
应收款项	12	23	18	36	43	50
存货	1,879	2,197	2,443	2,565	2,959	3,391
其他流动资产	44	77	37	59	68	77
流动资产	3,265	4,187	4,410	5,230	6,612	8,072
%总资产	74.8%	71.1%	62.6%	63.5%	66.4%	67.6%
长期投资	10	9	9	9	9	9
固定资产	763	1,205	2,107	2,428	2,722	3,181
%总资产	17.5%	20.5%	29.9%	29.5%	27.3%	26.6%
无形资产	125	121	144	151	168	188
非流动资产	1,102	1,704	2,637	3,001	3,351	3,876
%总资产	25.2%	28.9%	37.4%	36.5%	33.6%	32.4%
资产总计	4,367	5,891	7,047	8,231	9,963	11,948
短期借款	0	5	6	0	0	0
应付款项	1,192	1,908	2,205	2,339	2,699	3,088
其他流动负债	1,024	1,320	1,350	1,515	1,795	2,094
流动负债	2,216	3,233	3,561	3,853	4,494	5,183
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	26	28	27	26	25
负债	2,231	3,259	3,589	3,880	4,520	5,207
普通股股东权益	2,136	2,632	3,458	4,351	5,443	6,740
其中：股本	488	488	488	488	488	488
未分配利润	850	1,463	2,313	3,206	4,298	5,595
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,367	5,891	7,047	8,231	9,963	11,948

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.497	2.455	2.490	2.611	3.195	3.794
每股净资产	4.373	5.389	7.082	8.910	11.146	13.802
每股经营现金净流	1.712	3.335	2.690	3.015	3.840	4.522
每股股利	1.200	0.750	0.750	0.783	0.959	1.138
回报率						
净资产收益率	34.24%	45.56%	35.16%	29.31%	28.67%	27.49%
总资产收益率	16.75%	20.35%	17.25%	15.49%	15.66%	15.51%
投入资本收益率	33.61%	45.20%	33.16%	28.09%	27.12%	26.01%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.06%	54.10%	0.88%	3.70%	18.08%	16.53%
EBIT 增长率	-10.80%	72.92%	-5.17%	6.38%	20.77%	18.77%
净利润增长率	-11.49%	63.96%	1.40%	4.88%	22.36%	18.74%
总资产增长率	10.66%	34.91%	19.63%	16.80%	21.04%	19.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	1,305.3	1,037.1	1,168.5	1,250.0	1,260.0	1,270.0
应付账款周转天数	311.2	373.8	541.7	600.0	600.0	600.0
固定资产周转天数	64.8	39.5	37.7	45.5	44.5	47.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.27%	-71.61%	-55.10%	-59.07%	-65.07%	-67.57%
EBIT 利息保障倍数	-40.9	-43.9	-46.6	-35.6	-31.4	-28.1
资产负债率	51.09%	55.33%	50.93%	47.14%	45.37%	43.58%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-23	增持	79.70	N/A
2	2022-07-27	增持	79.20	N/A
3	2022-10-31	增持	55.38	N/A
4	2023-04-29	增持	65.55	N/A
5	2023-07-29	增持	68.80	N/A
6	2023-10-30	增持	58.45	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究