

底蕴深厚，体育、文化领域势能高

——水井坊首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

● 率先去库存，轻装上阵启新程

1) **轻装上阵启新程**。公司总部位于成都市金牛区，旗下拥有元末明初的“水井街酒坊遗址”。2022年，公司总收入、归母净利润分别为46.73、12.16亿元，近5年CAGR分别为17.93%、29.37%，22Q4及23Q1公司主动去库存，23Q2收入恢复正增长，23Q2、23Q3公司总收入分别同比+2.22%、+21.48%。

2) **外资控股，实控人控制63.16%股权**。水井坊是国内唯一一家外资控股的上市白酒企业，2023Q3末，公司的实际控制人是Diageo plc（帝亚吉欧），通过水井坊集团及全资子公司GMIHL共控制公司63.16%的股权。

● 行业去库存逐步深化，平稳过渡主基调不变

虽然2022年以来，受消费场景波动和去库存周期影响，名酒的批价短期有所波动，但名酒企产业链话语权强，有望在行业调整期实现平稳过渡。短期来看，行业去库存逐步深化，叠加消费场景温和复苏，白酒行业有望保持逐步复苏、平稳增长趋势不变；中长期来看，白酒行业底层逻辑不变（社交需求等），结构性调整持续（结构升级+集中度提升），优秀名酒企有望受益集中度提升，取得领先行业增长。

● 深挖底蕴品质为基，营销、渠道关系通畅

从产品看，水井坊品牌底蕴深厚，旗下“一号菌群”缔造出水井坊的独特品质；从营销看，水井坊围绕体育、文化艺术平台进行圈层营销，落实品牌高端化战略；从渠道看，公司厂商关系良性，22Q4率先去库存，库存良性、价盘稳健；从管理层看，职业经理人制度成熟，董事长范祥福先生坐镇，管理层换届平稳过渡。

● 率先去库存，品牌高端化长期策略持续

短期来看，公司率先去库存，维稳价盘、保障经销商利益，同时多措施积极促终端动销，在行业深度调整期率先降风险，轻装上阵有望激发经销商活力；此外，面对短期出现的消费波动形势，公司焕新帝黄瓶天号陈，拥抱大众赛道，打造新增长点，一定程度弥补去库存阶段业绩缺口。中长期来看，公司坚持品牌高端化策略，产品、营销双管齐下，持续推动品牌高端化。

● 投资建议

我们预计，公司2023、2024、2025年归母净利润分别为12.51、15.04、17.62亿元，增速2.92%、20.17%、17.16%，对应1月19日PE 20、17、14倍（市值251亿元），给予“增持”评级。

● 风险提示

消费需求复苏不及预期风险、行业竞争过剧风险、政策调整风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4631.86	4672.74	4690.06	5546.70	6393.28
收入同比(%)	54.10	0.88	0.37	18.26	15.26
归母净利润(百万元)	1199.08	1215.84	1251.38	1503.83	1761.95
归母净利润同比(%)	63.96	1.40	2.92	20.17	17.16
ROE(%)	45.56	35.16	28.57	27.88	29.60
每股收益(元)	2.46	2.49	2.56	3.08	3.61
市盈率(P/E)	20.93	20.65	20.06	16.69	14.25

资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

基本数据

52周最高/最低价(元): 85.93 / 50.46

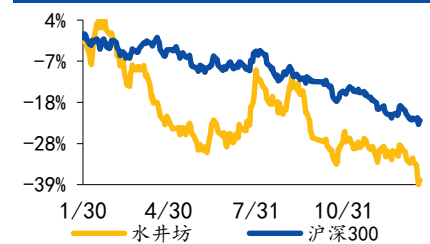
A股流通股(百万股): 488.36

A股总股本(百万股): 488.36

流通市值(百万元): 25101.78

总市值(百万元): 25101.78

过去一年股价走势



资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾
电话 021-51097188
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

目 录

1.率先去库存，轻装上阵启新程.....	4
1.1 首家外资控股上市白酒企业.....	4
1.2 外资控股，实控人控制 63.16%股权.....	5
1.3 主业盈利能力稳健，轻装上阵健康发展.....	7
2. 去库存逐步深化，平稳复苏主基调持续.....	12
2.1 短期去库存逐步深化，长期结构性调整趋势不变.....	12
2.2 次高端市场竞争激烈，全国化、区域性酒企同台竞争.....	14
3.深挖底蕴品质为基，营销、渠道关系通畅.....	16
3.1 品牌底蕴深厚，缔造独特品质.....	16
3.2 品牌 IP 丰富，传播品牌魅力.....	16
3.3 厂商关系良性，价盘稳健、库存良性.....	18
3.4 职业经理人制度，管理层经验丰富.....	19
4.率先去库存，品牌高端化长期策略持续.....	20
4.1 渠道库存较良性，积极促进终端动销.....	20
4.2 产品为基，稳健提价.....	21
4.3 焕新天号陈，承接消费需求.....	22
5.盈利预测及投资建议.....	23
5.1 盈利预测.....	23
5.2 投资建议.....	24
6.风险提示.....	24

图表目录

图 1：公司白酒主业收入及增速.....	5
图 2：公司与实控人间的产权及控制关系（截至 2022 年）.....	6
图 3：公司总收入、归母净利及增速.....	7
图 4：公司高档酒收入及增速.....	8
图 5：公司高档酒销量及增速.....	8
图 6：公司高档酒单价及增速.....	8
图 7：公司中档酒收入及增速.....	8
图 8：公司中档酒销量及增速.....	8
图 9：公司中档酒单价及增速.....	8
图 10：公司分渠道收入情况.....	9
图 11：公司经销商数量及增速.....	9
图 12：公司单个经销商规模及增速.....	10
图 13：公司分渠道单个经销商规模.....	10
图 14：公司各地区主营收入占比情况（%）.....	10
图 15：公司分地区批发渠道经销商平均规模（亿元，%）.....	10
图 16：公司毛利率、净利率情况.....	11

图 17: 公司销售人员数量及增速.....	11
图 18: 公司费用率情况	12
图 19: 公司分产品毛利率情况	12
图 20: 中国白酒行业收入及增速 (规上)	12
图 21: 中国白酒产量及增速	12
图 22: 茅五泸出厂价变动情况 (元)	13
图 23: 中国分档次白酒收入及增速 (出厂端)	13
图 24: 中国次高端白酒收入 (出厂端)	13
图 25: 水井街酒坊遗址	16
图 26: 三大结论, 验证“一号菌群”酿造独特品质.....	16
图 27: 水井坊三大核心产品批价变动情况 (元/瓶)	19
图 28: 公司分季度酒业收入及增速	20
图 29: 水井坊“扫码赢金币活动”	20
图 30: 公司白酒产品销量及增速.....	22
图 31: 公司白酒产品单价及增速.....	22
图 32: 水井坊中档产品单季度收入及增速	23
表 1: 公司大事记.....	4
表 2: 公司前十大股东情况 (截至 2023Q3 末)	5
表 3: 公司股权激励情况.....	6
表 4: 公司员工持股计划情况	7
表 5: 公司 4 种销售模式情况	9
表 6: 国内核心酒企核心次高端白酒产品情况.....	15
表 7: 公司品牌 IP.....	17
表 8: 公司高端产品情况.....	17
表 9: 公司同步推出 IP 产品	18
表 10: 公司四大核心产品.....	18
表 11: 公司董事及高管情况 (不含独立董事)	19
表 12: 公司历任总经理情况	20
表 13: 公司新一代水井坊·井台、水井坊·典藏情况	21
表 14: 水井坊核心产品 2017 年以来提价情况.....	21
表 15: 公司全新帝黄瓶天号陈情况	22
表 16: 水井坊收入拆分	23
表 17: 可比公司估值.....	24

1. 率先去库存，轻装上阵启新程

1.1 首家外资控股上市白酒企业

水井坊是目前国内唯一一家外资控股的上市白酒企业。公司总部位于成都市金牛区，旗下拥有元末明初的“水井街酒坊遗址”。“水井坊”品牌成立于2000年，是中国知名的高端白酒品牌，其以老窖菌群为根本，采用泥窖固态发酵，是中国浓香型白酒的典范。2006-2011年间，帝亚吉欧逐步增持水井坊母公司全兴集团（2013年更名为水井坊集团）股权，2011年成为水井坊的实控人。自此，水井坊成为目前国内第一家&唯一一家外资控股的上市白酒企业。

表 1：公司大事记

年份	事件
2019年	帝亚吉欧要约收购水井坊股份，对水井坊间接持股比例从60%提高至63.14%。
2018年	帝亚吉欧的全资间接子公司要约收购水井坊20.29%的股份，对水井坊间接持股比例从39.71%提高至60%。
2013年	7月，全兴集团（水井坊母公司）公司名称变更为“四川成都水井坊集团有限公司”。8月，帝亚吉欧受让成都盈盛所持水井坊集团（原全兴集团）47%的股权，全资控股水井坊集团，对水井坊上市公司的间接持股比例达39.71%。
2011年	帝亚吉欧受让成都盈盛所持全兴集团4%的股权，持有全兴集团的股份比例增加至53%，成为水井坊的实际控制人。
2010年	水井坊剥离全兴大曲，分两次出让了所持全兴酒业95%的股权。
2008年	帝亚吉欧持有全兴集团的股份比例增加至49%。“水井坊酒传统酿造技艺”被列入第二批国家“非物质文化遗产”名录。
2006年	10月，全兴股份更名为四川水井坊股份有限公司，股票简称变更为“水井坊”。12月，帝亚吉欧收购了全兴集团43%的股份，间接持有水井坊16.87%的股权。
2004年	公司开始剥离医药业务，聚焦白酒主业。
2002年	全兴集团董事长杨肇基牵头启动管理层收购，公司改制成为民营企业。
2000年	全兴股份推出高端子品牌“水井坊”。
1999年	全兴酒业借壳上市，四川制药更名为“全兴股份”。
1998年	全兴集团在车间改建过程中，偶然发现具有600年历史的大型古代酒坊遗址“水井坊”，该处遗址被国家文物局列为“1999年全国十大考古新发现”，誉为“中国白酒第一坊”。

资料来源：Wind、公司公告、中国新闻网、公司官网、新华网、国元证券研究所整理

回顾公司发展历程：

1) 借壳上市，实施管理层收购（1999-2004年）：1999年，公司借壳上市；2001年，受白酒税改实施影响，公司收入、利润有所下滑；2003年，青霉素价格暴跌，受医药业务影响，公司借壳上市后出现首次亏损；2004年，公司剥离医药等业务（借壳公司四川制药原资产），聚焦白酒业务，彼时，公司白酒板块收入为5.46亿元。

2) 聚焦白酒主业，业务快速壮大（2005-2012年）：公司聚焦白酒主业后，白酒业务快速发展，2005-2012年，公司白酒业务收入CAGR为15.38%，2012年，公司白酒业务收入达16.23亿元。其中，2009年，受全球金融危机影响，高档白酒需求短期受损；彼时，公司主动调整产销结构，增加低档酒销售占比，抵消部分高档白酒需求下降影响。

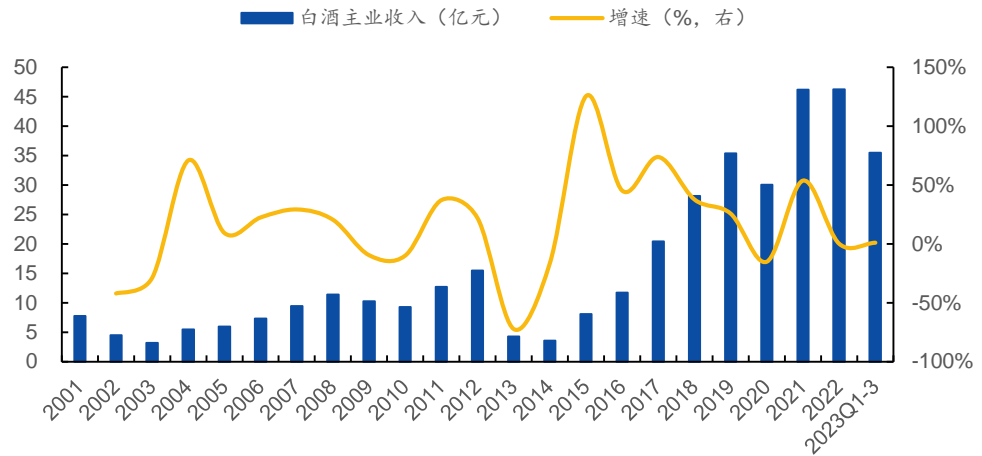
3) 市场波动，积极改革（2013-2014年）：2012年，面对宏观经济增速、房地产投资等放缓，三公消费等限制，白酒行业需求下行，行业迎来去库存周期。2013年，

公司积极应对，在一些重点区域实现扁平化直营以取代原总代模式，主动收回退出总代的库存，降低水井坊品牌新模式运营及价格体系风险，短暂影响 2013、2014 年收入。

4) 量价齐升，白酒主业快速发展 (2015-2021 年): 2015 年，白酒市场逐步回暖，公司白酒主业再次进入快速发展阶段，2015-2021 年公司白酒主业收入 CAGR 达 33.65%，2021 年白酒业务收入达 46.21 亿元。

5) 率先去库存，实现轻装上阵 (2022 年至今): 2022 年，受市场暂时波动等影响，白酒行业进入新一轮去库存周期，2022Q4 及 2023Q1，公司主动控制出货，率先去库存，2023H1 末公司渠道库存已恢复健康水平，2023Q3 主业收入已恢复双位数增长 (同比+20.54%)。

图 1: 公司白酒主业收入及增速



资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

1.2 外资控股，实控人控制 63.16%股权

实控人控制公司 63.16%股权。 2023Q3 末，公司的实际控制人是 Diageo plc (帝亚吉欧)，通过水井坊集团及全资子公司 GMIHL 共控制公司 63.16%的股权。Diageo plc 成立于 1886 年，旗下拥有横跨烈酒、葡萄酒、啤酒三大品类的超 200 个酒类品牌，销售网络覆盖超 180 个国家，是全球洋酒领先企业。

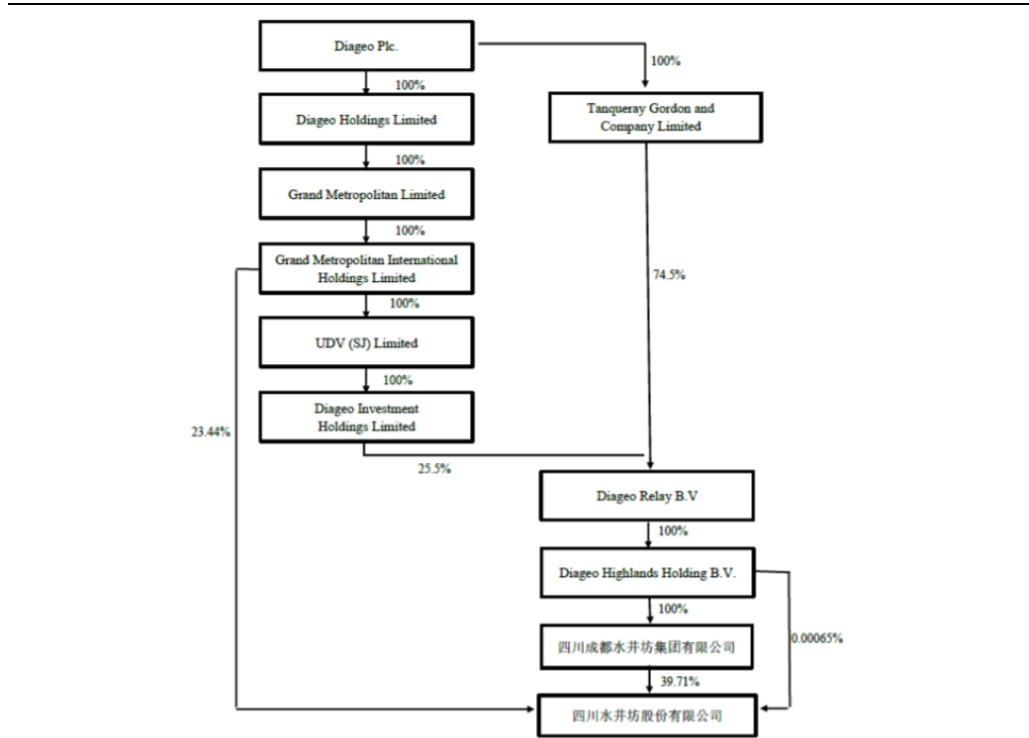
表 2: 公司前十大股东情况 (截至 2023Q3 末)

序号	股东名称	股东简介	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	四川成都水井坊集团有限公司	其实控人为 Diageo Plc	19,400	39.72
2	GRAND METROPOLITAN INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED	其实控人为 Diageo Plc	11,447	23.44
3	香港中央结算有限公司	-	1,688	3.46
4	招商中证白酒指数证券投资基金	-	1,230	2.52
5	鹏华中证酒交易型开放式指数证券投资基金	-	274	0.56
6	泓德睿泽混合型证券投资基金	-	261	0.54
7	摩根健康品质生活混合型证券投资基金	-	211	0.43

序号	股东名称	股东简介	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
8	周启增	-	185	0.38
9	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	-	153	0.31
10	前海人寿保险股份有限公司-分红保险产品	-	110	0.23
11	合计	-	34,958	71.59

资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 2：公司与实控人间的产权及控制关系（截至 2022 年）



资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

实施股权激励、员工持股计划，深度绑定核心员工。公司相继实施股权激励（2019年）、员工持股计划（2021年），深度绑定核心员工，同时制定行业领先的业绩考核目标，激发活力。

表 3：公司股权激励情况

授予日	授予股份	授予价格	股份来源	授予对象（占授予总数比例）	解锁时点	解锁比例	公司层面业绩解锁条件	是否达成
2019/8/21	24.22 万股	25.56 元/股	公司所回购的二级市场股份	董事长范祥福（15.98%）、 董事&总经理危永标（15.98%）、董事&财务总监 HO DANNY WING FI（13.95%）、其他核心技术（业务）管理骨干 10 人	2021/05	50%	2019 年度、2020 年度的营业收入增长率的平均值，不低于对标企业平均水平的 110%	否
					2022/05	50%	2019 年度、2020 年度、2021 年度的营业收入增长率的平均值，不低于对标企业平均水平的 110%	是

资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

注：对标企业为 A 股中前 10 名的白酒行业上市公司（按 2018 年上市公司年报披露的营业收入排名）。

表 4: 公司员工持股计划情况

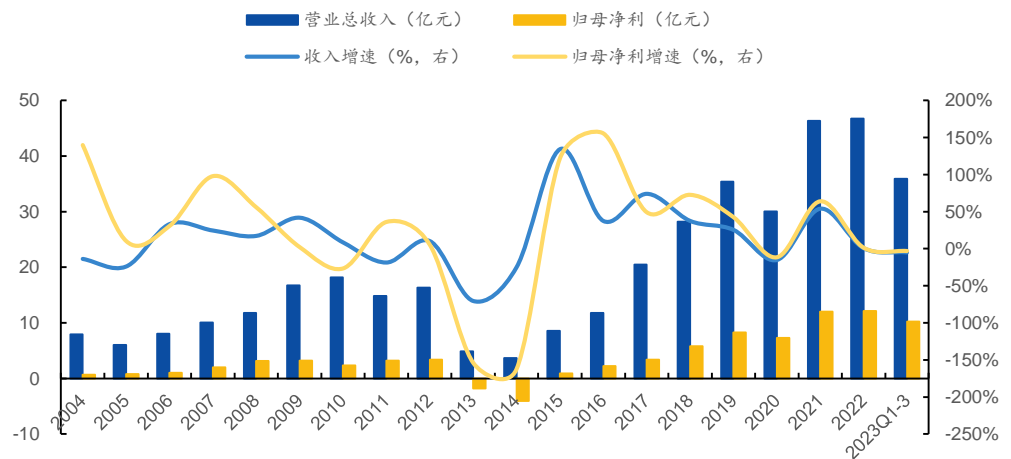
过户日	总股份	受让价格	股份来源	员工持股计划对象	解锁时点	解锁比例	公司层面考核要求	是否达成
2021/11/22	69.57 万股	55.00 元/股	均来自公司回购的股份	董事长范祥福、副董事长&总经理朱镇豪、董事&财务总监&代理董事会秘书蒋磊峰、中基层管理人员及核心技术（业务）骨干，合计共 65 人	2023/5/19	50%	公司 2021 年、2022 年度的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5	是
					2024/5/19	50%	公司 2021 年度、2022 年度、2023 年度的营业收入增长率的平均值，在 9 家对标企业中排名前 5	-

资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

注：对标企业为白酒行业上市公司 2020 年营业收入排名前十，不含贵州茅台，共 9 家对标企业。

1.3 主业盈利能力稳健，轻装上阵健康发展

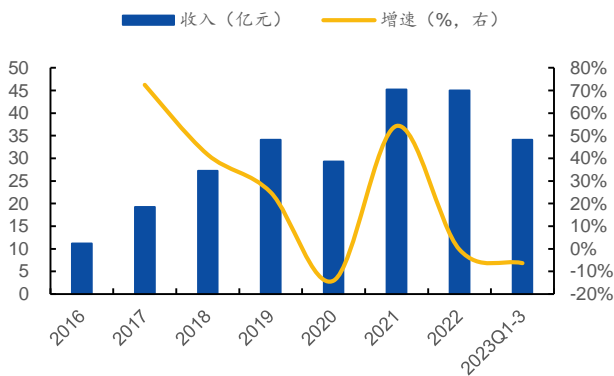
主动去库存，轻装上阵健康发展。2022 年，公司总收入、归母净利分别为 46.73、12.16 亿元，近 5 年 CAGR 分别为 17.93%、29.37%；22Q4 及 23Q1 公司主动去库存，短暂影响收入，23Q2 收入已恢复正增长，23Q2、23Q3 公司总收入分别同比 +2.22%、+21.48%。

图 3: 公司总收入、归母净利及增速


资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

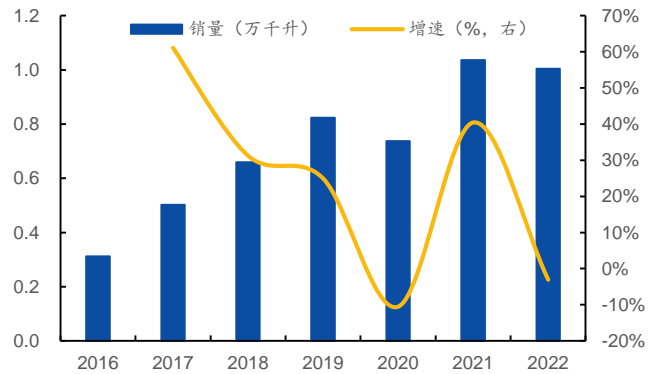
高档酒收入增速领先。公司“高档”主要代表品牌为水井坊品牌系列，“中档”主要代表品牌为天号陈、系列酒。2022 年，公司高档酒、中档酒收入分别为 45.03、1.25 亿元，2016-2022 年 CAGR 分别为 26.18%、12.93%，高档酒增速领先，仅 2020Q1 及 Q2（消费场景波动影响）、2022Q4 及 2023Q1（主动去库存）收入有所下滑。

图 4：公司高档酒收入及增速



资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

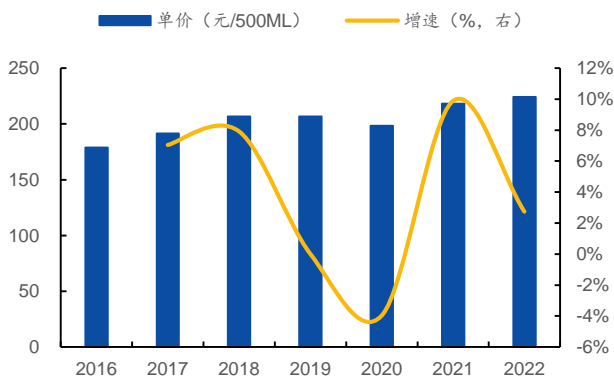
图 5：公司高档酒销量及增速



资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

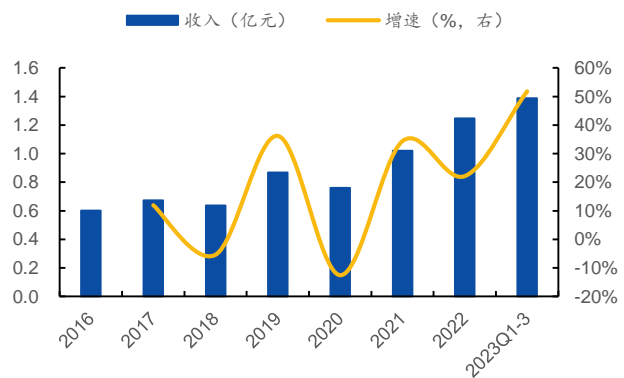
高档酒、中档酒均呈现量价齐升。分量价看，2022 年，公司高档酒、中档酒销量分别为 1.00、0.07 万千升，2016-2022 年 CAGR 分别为 21.53%、4.74%，高档酒销量增速领先；2022 年，高档酒、中档酒单价分别为 224.14、85.38 元/500ML，2016-2022 年 CAGR 分别为 3.83%、7.82%，高档酒除 2020 年外单价均呈现提升态势。

图 6：公司高档酒单价及增速



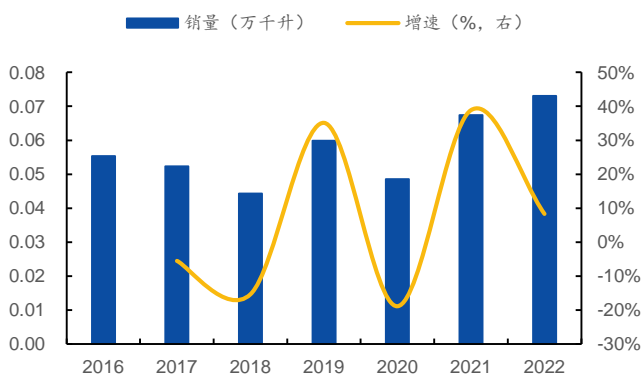
资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 7：公司中档酒收入及增速



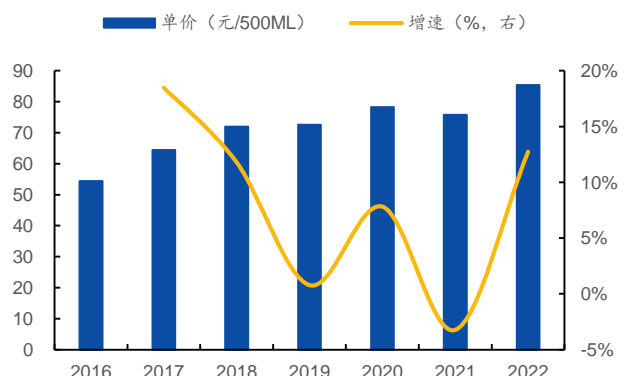
资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 8：公司中档酒销量及增速



资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 9：公司中档酒单价及增速



资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

批发渠道收入占比超 90%。2022 年，公司批发渠道、“新零售及团购渠道”收入分别为 43.28、2.99 亿元，2016-2022 年 CAGR 分别为 26.83%、14.07%；2023 年前三季度，批发渠道、“新零售及团购渠道”收入分别同比-8.72%、+62.59%，批发渠道主要受公司主动去库存影响短暂下滑。

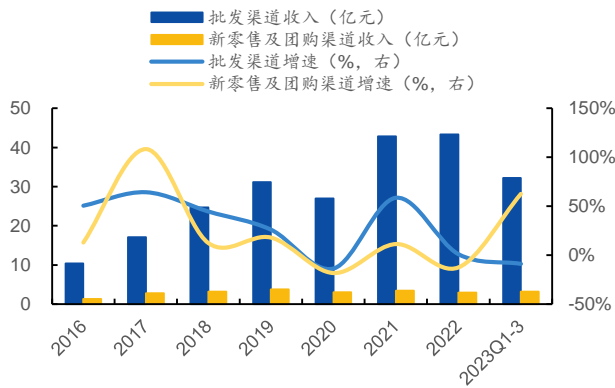
表 5：公司 4 种销售模式情况

销售模式	介绍
传统总代模式	公司指定某一经销商作为公司的合作伙伴，在区域内独家代理公司产品销售。
新型总代模式	公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，总代作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。2016 年，新管理层上任后，提出新型总代模式，即在缺乏资源的核心重点地区，由公司负责市场开拓、消费者培育和销售权端管理。
高端产品运营模式	公司部分经销商共同组建水井坊高端产品销售公司，销售水井坊典藏及以上产品。2021 年，公司推动 25 家经销商成立成都水井坊高端白酒销售有限公司，专注高端白酒市场份额拓展。
新兴渠道运营模式	新兴渠道运营模式主要包括电商渠道和团购渠道。

资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

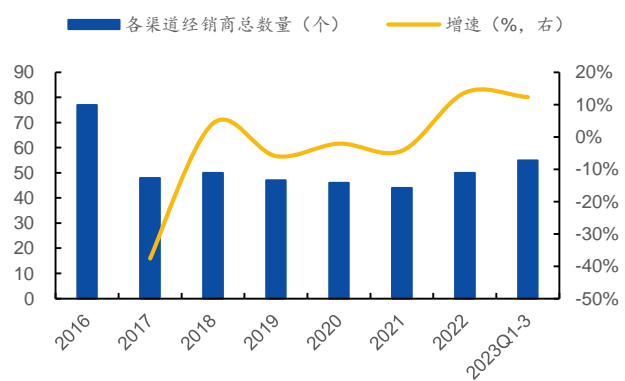
总代经销商平均规模超亿元，2022 年经销商数量重启增长。2013 年以来，公司逐步优化经销商结构，单个经销商规模呈现逐年提升趋势，2021 年，公司单个经销商平均规模达 1.05 亿元。分渠道看，公司批发渠道经销商平均规模大于新渠道，2019 年，公司批发渠道、新渠道经销商平均规模分别为 1.11、0.20 亿元。从数量看，2022 年，公司经销商数量重启增长。截至 2023Q3，公司共有 55 个经销商。

图 10：公司分渠道收入情况



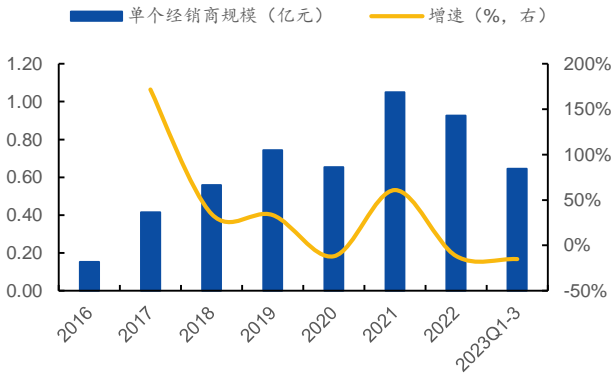
资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 11：公司经销商数量及增速



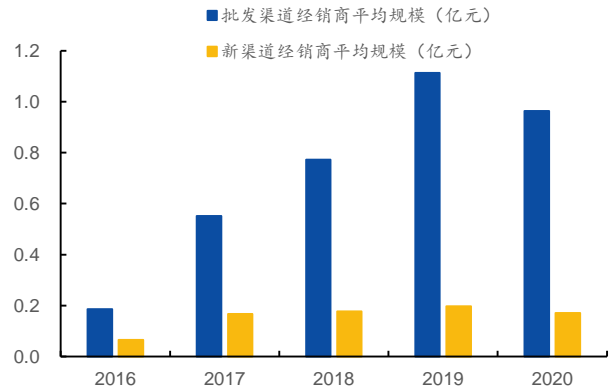
资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 12: 公司单个经销商规模及增速



资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 13: 公司分渠道单个经销商规模



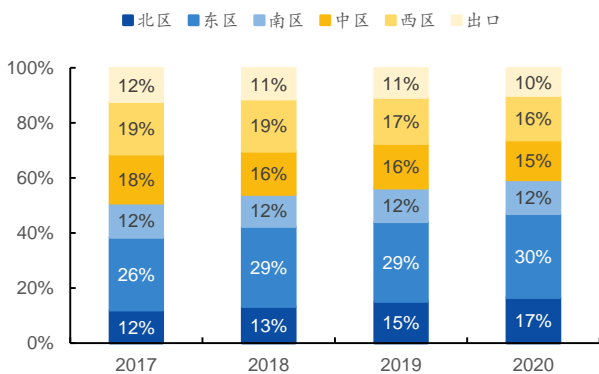
资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

注: 公司 2021 年起未披露分渠道经销商数量, 无法计算分别的经销商平均规模。

2017-2020 年公司北区、东区收入占比呈现提升趋势。2017-2020 年, 公司北区、东区、南区、中区、西区、出口收入 CAGR 分别为 28.20%、20.67%、15.05%、7.60%、8.91%、7.69%, 均实现增长趋势, 其中, 北区、东区收入占比呈现逐年提升趋势, 南区收入占比基本维持不变。

公司各地区收入增长主要来自经销商平均规模提升, 经销商数量变化较小。2020 年, 公司北区、东区、南区、中区、西区经销商数量分别为 8、5、5、6、4 个, 较 2017 年不变、-1、不变、不变、-2 个。从经销商平均规模看, 公司东区经销商平均规模最高 (2019 年东区经销商平均规模达 2.01 亿元), 北区经销商平均规模较低 (2019 年北区经销商平均规模为 0.66 亿元)。

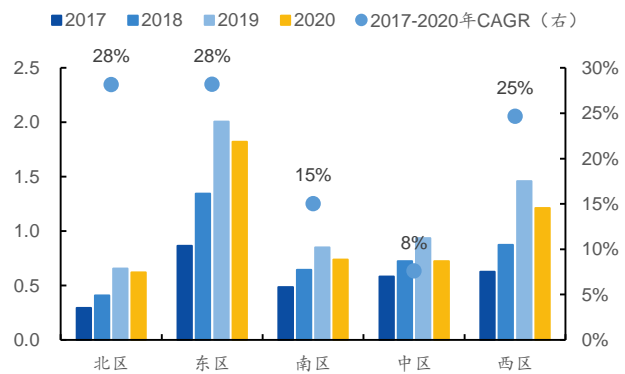
图 14: 公司各地区主营收入占比情况 (%)



资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

注: 公司 2021 年起未披露国内各地区的收入数据; 以上占比数据的分母不包括新渠道收入、基酒销售收入、其他业务收入。

图 15: 公司分地区批发渠道经销商平均规模 (亿元, %)



资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

注: 公司 2021 年起未披露国内各地区的收入数据和经销商数量情况。

回顾公司利润率情况:

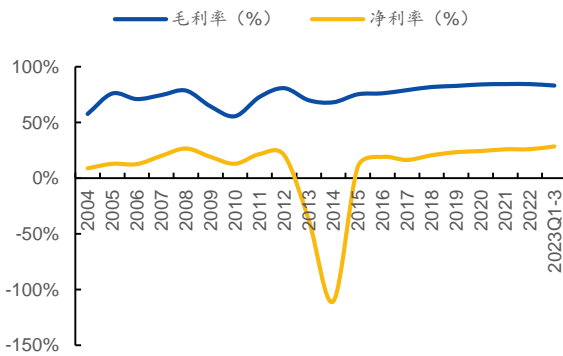
1) 聚焦主业, 利润率逐年提升 (2005-2008 年): 公司聚焦白酒主业后, 毛利率和净利率均呈现逐年提升趋势。2008 年, 公司毛利率、净利率分别为 78.64%、26.61%, 较 2005 年分别提升 2.64、13.73pct。

2) 产品结构、房地产业务短暂影响毛利率 (2009-2011 年): 2009-2011 年, 公司分别实现房地产收入 5.32、6.71、0.86 亿元, 由于房地产业务毛利率低于白酒业务 (房地产业务 2009-2010 年毛利率分别为 45.37%、30.45%、9.13%), 影响公司整体毛利率; 剔除来看, 2009-2011 年, 公司白酒主业毛利率分别为 73.24%、70.53%、76.88%, 2009、2010 年毛利率较前些年有所下降, 主要由于全球金融危机短暂影响高档酒需求, 公司主动调整产品结构增加低档酒销售所致。

3) 去库存影响利润率水平 (2013-2014 年): 2013-2014 年, 白酒去库存背景下, 公司回购退出总代的库存, 公司利润率短期受到影响。

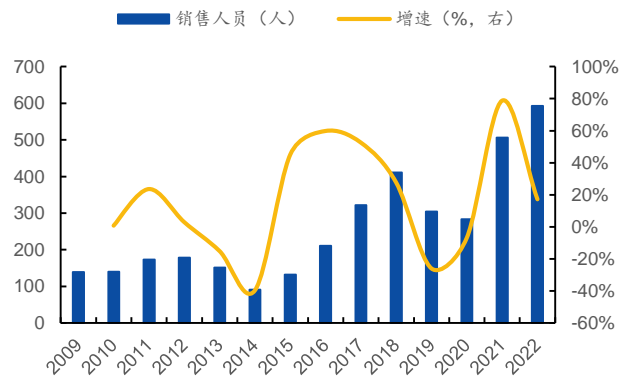
4) 产品结构升级, 利润率逐步提升 (2015 年至今): 2015 年, 白酒市场回暖后, 公司利润率逐步提升, 2022 年, 公司毛利率、净利率分别为 84.49%、26.02%, 较 2015 年分别提升 9.19、15.73pct。

图 16: 公司毛利率、净利率情况



资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 17: 公司销售人员数量及增速



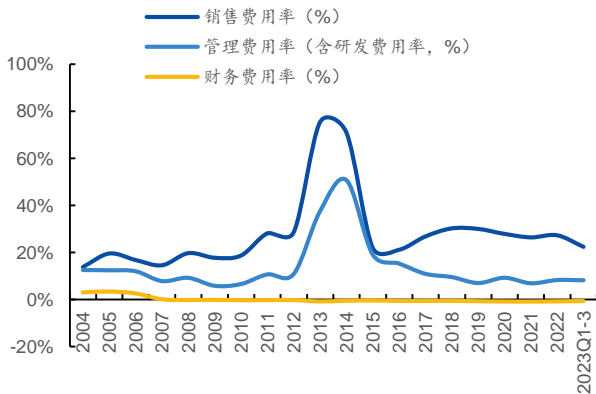
资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

近 3 年销售费用率在 26%-27%间波动。 2017-2019 年, 公司加大广告和营销活动等投入, 以及新型总代模式下、公司增加销售人员配备, 销售费用率从之前的 20%左右提升至 27%-30%。2021 年, 受会计政策变更影响 (运输成本从销售费用重分类至营业成本), 公司销售费用率有所下降, 2020-2022 年间, 公司销售费用率在 26%-27%间波动 (根据最新会计政策回溯, 2020 年销售费用率为 27.31%, 运输成本影响约 0.66pct)。

近 3 年管理费用率在 7%-9%间波动。 2015-2019 年, 公司管理费用率逐年回落, 主要得益于销售规模快速增长以及公司优化人员配置等贡献, 2020 年至今, 公司管理费用率较稳定, 在 7%-9%间波动。

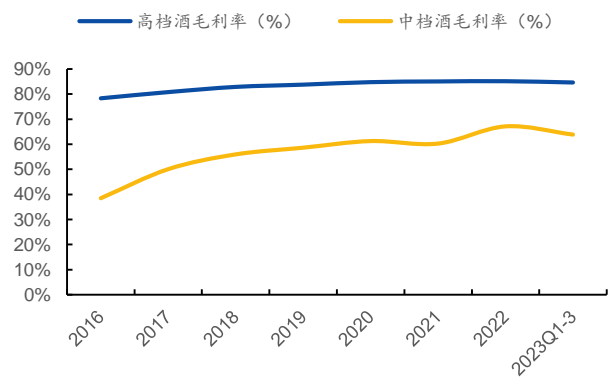
公司高档酒、中档酒产品近些年毛利率均呈现逐年提升趋势。 2022 年, 公司高档酒、中档酒毛利率分别为 85.16%、67.07%, 均呈现逐年提升的趋势, 较 2016 年分别 +6.88、+28.62pct。

图 18: 公司费用率情况



资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

图 19: 公司分产品毛利率情况



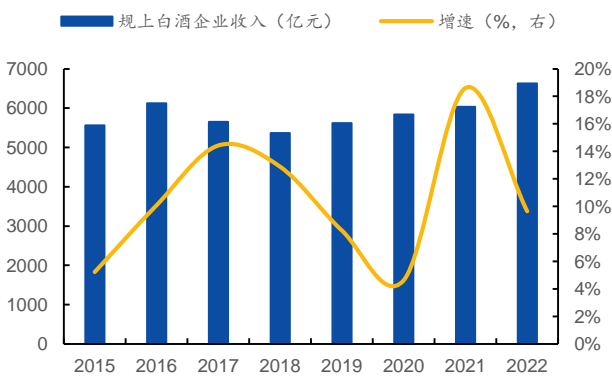
资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

2. 去库存逐步深化，平稳复苏主基调持续

2.1 短期去库存逐步深化，长期结构性调整趋势不变

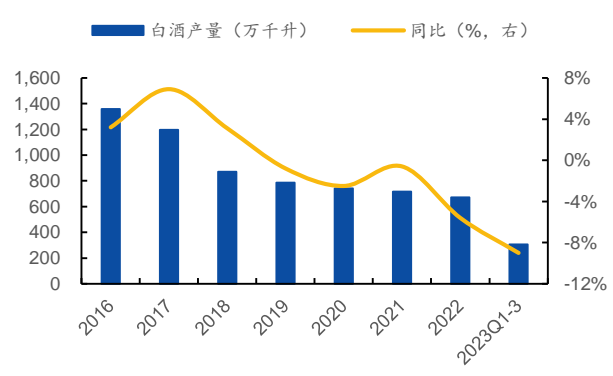
白酒行业呈挤压式增长，价增是行业增长的主要驱动。2022 年，中国规上白酒企业收入为 6626.45 亿元，近 5 年 CAGR 为 10.69%，收入增长主要来自价格提升，2022 年，我国白酒产量为 671.2 万千升，近 5 年 CAGR 为 -1.32%，推算单价近 5 年 CAGR 为 12.18%。

图 20: 中国白酒行业收入及增速 (规上)



资料来源: 中国酒业协会、国元证券研究所整理

图 21: 中国白酒产量及增速



资料来源: 国家统计局、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

次高端白酒收入规模约 1200 亿元。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年，我国次高端白酒收入 (出厂端) 约 1200 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 10.60%。

图 22：中国分档次白酒收入及增速（出厂端）

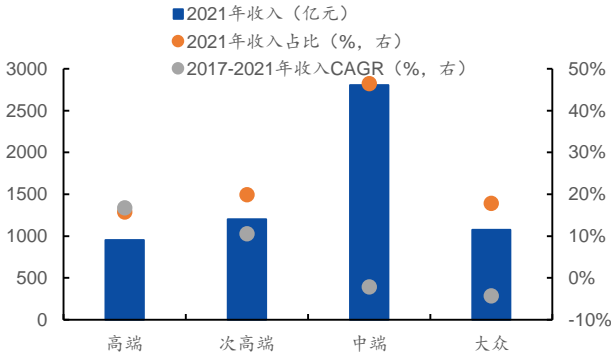
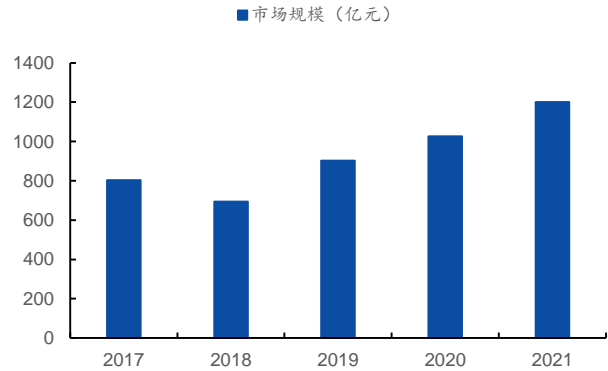


图 23：中国次高端白酒收入（出厂端）



资料来源：国家统计局、珍酒李渡招股书、弗若斯特沙利文、国元证券研究所整理

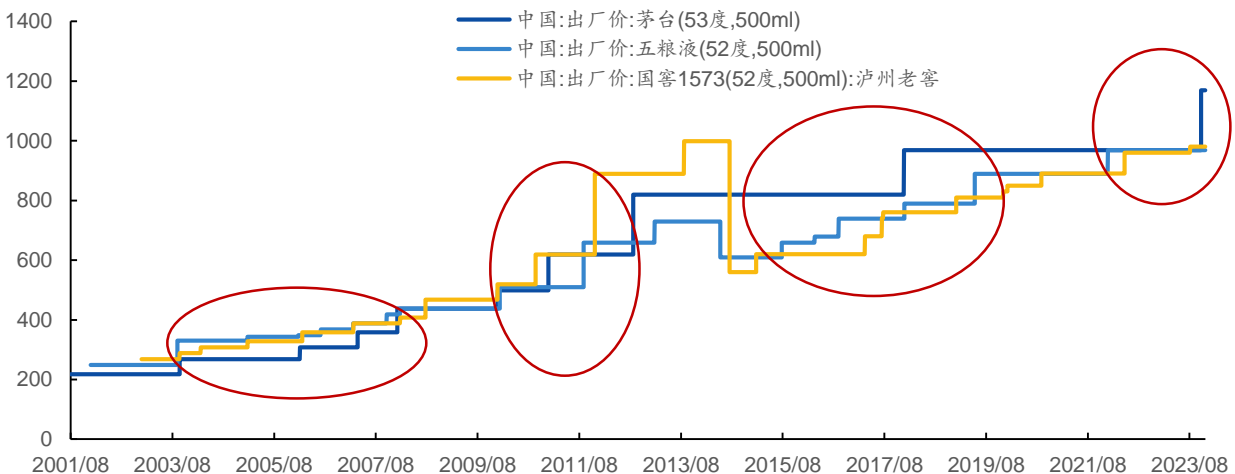
资料来源：国家统计局、珍酒李渡招股书、弗若斯特沙利文、国元证券研究所整理

高端白酒提价，带动次高端白酒市场扩容。回顾我国高端白酒“茅五泸”2000年以来的涨价史：

1) 高端白酒站稳 400 元+价位带（2003 年 9 月-2007 年底）：由于 M2 快速增长及政商活动繁荣刺激，“茅五泸”核心大单品的出厂价从 200 元+逐步提升至 400 元+。2008 年受全球金融危机影响，白酒提价有所停歇。

2) 高端白酒站稳 600 元+价位带，次高端白酒扩容升级至 100-600 元（2009 年底-2012 年）：2009 年随着经济复苏，年底“茅五泸”进入新一轮提价周期，到 2012 年底，飞天茅台出厂价提升至 819 元/500ml（2012/9/1），普五、国窖 1573 分别提价至 659 元/500ml（2011/9/10）、889 元/500ml（2011/11/30）。2012 年受三公消费禁令等影响，白酒需求端下降，导致彼时普五、国窖逆势提价的支撑力较弱，出厂价有所回落。2015 年左右，中国的高端白酒站稳 600 元+价位带，也带动次高端白酒价位带延伸至 100-600 元。

图 24：茅五泸出厂价变动情况（元）



资料来源：Wind、公司公告、国元证券研究所整理

3) 高端白酒站稳 800 元+价位带，次高端白酒扩容升级至 300-800 元(2015 年-2019 年)：2015 年，随着经济发展、白酒需求端结构变动（从以政商消费需求为主，向以大众消费为主转变）、酱酒热等因素影响，白酒迎来新一轮涨价周期，茅台一步到位提价至 969 元/500ml(2017/12/28)，普五、国窖多次小步快走，提价至 800 元以上，带动次高端白酒的价位带从之前的 100-600 元提升至 300-800 元。

4) 高端白酒进入千元价位带(2022 年至今)：2020-2021 年，受消费场景波动影响，茅台、普五未调整出厂价格，国窖多次小步快走追赶五粮液出厂价。2022 年以来，普五、国窖出厂价逐步提升至 969 元/500ml、980 元/500ml，赶超茅台出厂价格；2023 年 11 月 1 日，飞天茅台时隔 6 年宣布提价，出厂价从 969 元/500ml 提升至 1169 元/瓶，将高端白酒的出厂价提升至千元价位带。

图 25：中国上市白酒企业总收入、归母净利润及增速

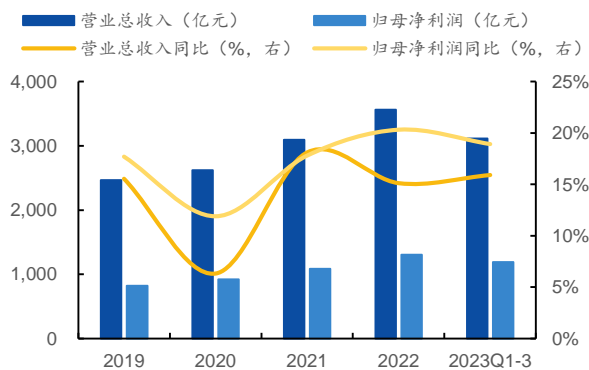
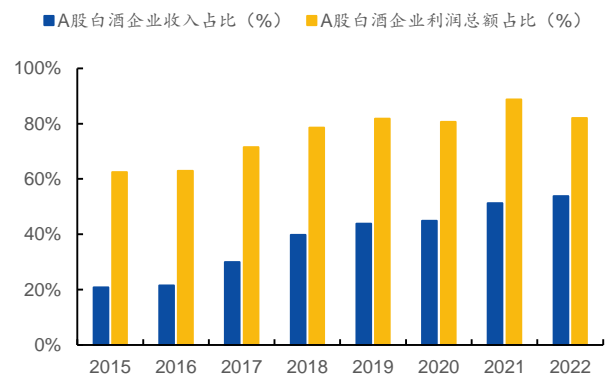


图 26：A 股白酒企业收入利润占规上企业比重



资料来源：Wind、Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：中国酒业协会、Wind、Iifind、国元证券研究所整理

短期呈现平稳增长、逐步复苏主基调，长期结构性调整、集中度提升趋势不变。虽然 2022 年以来，受消费场景波动和去库存周期影响，名酒的批价短期有所波动，但名酒企产业链话语权强，有望在行业调整期实现平稳过渡。短期来看，行业库存去化逐步深化，叠加消费场景温和复苏，白酒行业有望保持逐步复苏、平稳增长趋势不变；中长期来看，白酒行业底层逻辑不变（社交需求等），结构性调整持续（结构升级+集中度提升），优秀名酒企有望受益集中度提升，取得领先行业增长。

2.2 次高端市场竞争激烈，全国化、区域性酒企同台竞争

次高端市场竞争激烈，全国化、区域性酒企同台竞争。次高端白酒市场是全国性名酒企和各大地方领先酒企的必争之地，其竞争者主要可以分为三类：

- 1) 全国化领先酒企：**全国化酒企实力强劲，旗下推出次高端品牌矩阵，例如茅台推出的“一曲三茅四酱”酱酒产品，五粮液推出的“4+4”产品矩阵，泸州老窖的窖龄酒、特曲和老字号等，从 300 元到 800 元的价位带实现全覆盖。
- 2) 泛全国化领先酒企：**次高端白酒市场是洋河、汾酒等泛全国化领先酒企的重要战略占位市场，例如洋河推出的 M6+、汾酒推出的青花 20 大单品的价格已位于次高端产品价位带头部，是公司向高端白酒领域进军的重要助力。
- 3) 区域领先酒企：**次高端价位带是区域领先酒企在高端化过程中进军的重要价位带。

表 6：国内核心酒企核心次高端白酒产品情况

所属品牌	白酒产品	规格	香型	批价（元/瓶）	实际零售价（元/瓶）
茅台	华茅蓝	53 度 500ml	酱香	-	728
	王茅（祥邦）	53 度 500ml	酱香	-	699
	赖茅（传承蓝）	53 度 500ml	酱香	-	472
	贵州大曲（70 年代）	53 度 500ml	酱香	-	338
	汉酱（茅）	53 度 500ml	酱香	575	743
	仁酒	53 度 500ml	酱香	280	316
五粮液	名门春	52 度 500ml	浓香	-	650
	低度五粮液	39 度 500ml	浓香	710	759
泸州老窖	低度国窖 1573	38 度 500ml	浓香	-	799
	窖龄 90	52 度 500ml	浓香	395	668
	窖龄 60	52 度 500ml	浓香	250	329
	泸州老窖特曲（60 版）	52 度 500ml	浓香	420	498
	泸州老窖特曲（老字号）	52 度 500ml	浓香	260	388
	洋河	M6+	52 度 550ml	浓香	600
M3		52 度 550ml	浓香	-	580
梦三水晶版		52 度 550ml	浓香	435	595
天之蓝		52 度 520ml	浓香	278	340
汾酒	青花 20	53 度 500ml	清香	370	488
剑南春	水晶剑	52 度 500ml	浓香	410	479
水井坊	新井台	52 度 500ml	浓香	510	560
	臻酿八号	52 度 500ml	浓香	360	389
古井贡酒	古 20	52 度 500ml	浓香	490	660
	古 16	50 度 500ml	浓香	320	431
	古 8	50 度 500ml	浓香	225	310
舍得	智慧舍得	52 度 500ml	浓香	450	623
	品味舍得	52 度 500ml	浓香	333	458
酒鬼	紫坛酒鬼	52 度 500ml	馥郁香	480	415
	红坛酒鬼	52 度 500ml	馥郁香	420	373
口子窖	口子窖 20 年型	41 度 500ml	兼香	320	408
白云边	白云边 20 年陈酿	53 度 500ml	兼香	410	480
金沙	摘要（珍品）	53 度 500ml	酱香	530	720
国台	国台国标 2018	53 度 500ml	酱香	248	389
	国台国标 2017	53 度 500ml	酱香	270	389
郎酒	红花郎 15 年	53 度 500ml	酱香	455	530
	红花郎 10 年	53 度 500ml	酱香	295	350
珍酒	珍 15	53 度 500ml	酱香	340	443

资料来源：今日酒价、京东、国元证券研究所整理

注：酒类批价使用今日酒价 2023 年 12 月 5 日数据，酒类零售价使用京东官方旗舰店 2023 年 12 月 5 日到手价数据。

300-600 元价位带竞争激烈，600-800 元价位带对品牌力要求更高。进一步拆分来看，次高端价位带可以划分为 300-600 元及 600-800 元，300-600 元价位带产品在市场规模上占据主导地位，600-800 元价位带对酒企品牌力的要求更高。

3.深挖底蕴品质为基，营销、渠道关系通畅

3.1 品牌底蕴深厚，缔造独特品质

品牌底蕴深厚。元末明初的“水井街酒坊遗址”是公司独有的重要生产资源和品牌基础，是不可复制的、极为珍贵的历史文化遗产和有极高使用价值的“活文物”，被国家文物局列为“1999年全国十大考古新发现”，国务院批准为“全国重点文物保护单位”，并被国家文物局先后三次列入《中国世界文化遗产预备名单》；“水井坊酒传统酿造技艺”被国务院列为“国家级非物质文化遗产”。

图 27：水井街酒坊遗址



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

图 28：三大结论，验证“一号菌群”酿造独特品质



- ◎“一号菌群”是一座有益于酿酒的微生物宝库，菌种丰富，数量多，活性强。在水井坊窖泥中，业内公认对浓香白酒呈香呈味有直接关联的己酸菌属、为生香菌群产生创造环境的甲烷细菌，以及帮助增香提味的喜热菌等潜在生香微生物，汇聚在“一号菌群”中协同作用，奠定了水井坊酒体更为甘甜润泽的口感和丰富的香味。
- ◎“一号菌群”中的微生物配比接近“黄金比例”，较为理想。600多年来，传统酿造工艺的长期驯化，让“一号菌群”能够协调不同的微生物各司其职、各占其位、相互配合，保证了幽雅香味始终占据“C位”，“发挥”出水井坊酒的“黄金风味”。
- ◎此次研究发现的微生物特有类群 18 个属和近 20 个从未被报道的新菌种，可能正是水井坊产品风味独特的关键。

资料来源：《水井坊窖泥研究报告》、国元证券研究所整理

携手中科院研究珍稀菌种“一号菌群”，推进产品品质提升及创新。1998年，水井街酿酒古窖池中发现珍稀菌种“一号菌群”，由此诞生水井坊品牌。水井坊酒以老窖菌群为根本，采用泥窖固态发酵，精选优质多粮，工艺精湛深微，完美融合多粮风格，具有“无色透明，窖香、粮香幽雅，陈香细腻，醇厚甘柔，香味谐调，回味净爽，多粮浓香型白酒风格典型”的特点。此外，水井坊携手中科院微生物研究所，共同深入科研水井坊博物馆古窖池中传承 600 余年的一号菌群，将最新的科研成果运用到酿造，持续提升产品品质，推动产品创新。

研究显示“一号菌群”可能是水井坊产品独特风味的关键。中科院科学研究工程团队发布《水井坊窖泥研究报告》，报告显示水井坊窖泥微生物与宜宾产区和泸州产区相比，菌群既有相同也有差异；水井坊窖泥中存在特有类群 18 个属和近 20 个从未报道过的新菌株，这些菌株可能是水井坊产品风味独特的关键。

3.2 品牌 IP 丰富，传播品牌魅力

围绕体育、文化艺术平台进行圈层营销，落实品牌高端化战略。在体育上，公司和 WTT 世界乒联、中国冰雪大会合作，成为指定用酒，携手劳力士大师赛，利用网球赛事平台打造高端白酒圈层；在文化美学上，公司利用《国家宝藏》的文化底蕴助力传统文化新生，传播品牌文化内涵。

表 7：公司品牌 IP

时间	事件
2022 年	1、水井坊赞助 WTT 世界乒乓球职业大联盟，达成 3 年战略合作，成为 WTT 世界乒联全球指定庆功酒，伴随 WTT 在全球各地的赛事展示在国际舞台上，并且还由此衍生出水井坊独家 IP “以桌会友”系列城市论坛和乒乓球赛事。
	2、公司继续携手劳力士大师赛，利用网球赛事平台打造高端白酒圈层。
	3、公司与中国冰雪大会合作，成为中国冰雪指定用酒，利用中国冰雪的号召力提升品牌形象。
	4、公司携手央视《国家宝藏》，推出“守护国宝”系列产品——水井坊三星堆和铜奔马酒。
2021 年	1、水井坊与中欧国际工商学院建立战略合作关系。
	2、水井坊成为第二届互联网艺术大会赞助商。
	3、成都市文联、水井坊、成都广播电视台共同策划执行“2021·第五届成都国际诗歌周”。
	4、水井坊携手《国家宝藏》展演季，化身为国宝守护者。
	5、水井坊成为上海劳力士大师赛的荣誉赞助商。
	6、水井坊成为中国冰雪庆功酒。

资料来源：公司官网、公司公告、国元证券研究所整理

推出高端产品相呼应，丰富高端新品和 IP 产品矩阵。公司推出水井坊博物馆一号、元明清升级版、美人醉等高端新品，积极拓展高端消费圈层；并在开展各类品牌推广活动的同时，同步推出了与其相对应的 IP 产品。

表 8：公司高端产品情况

产品	规格	酒精度	建议零售价（元）
水井坊·珍藏系列（龙凤）	1L	53%vol	1598
	500ML	53%vol	778
		38%vol	699
水井坊·井台中国冰雪纪念版	500ML	52%vol	768
水井坊·典藏中国冰雪纪念版	500ML	52%vol	1499
		38%vol	1099
水井坊·典藏国家宝藏（三星堆纪念版）	500ML	53%vol	1699
水井坊·博物馆壹号	1L	53%vol	16998
水井坊·元	2L	58%vol	109988
水井坊·明	1L	56%vol	51899
水井坊·清	500ML	53%vol	3299

资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

表 9：公司同步推出 IP 产品

合作方/活动	产品
中国冰雪合作	公司推出了水井坊典藏和水井坊井台“中国冰雪纪念版”。
WTT 世界乒联	公司推出了“国球版”水井坊臻酿八号，并将进一步联合推出水井坊典藏和水井坊井台的国球版联名产品
网球运动	公司围绕网球运动推出了水井坊典藏·敬网球人生。
央视《国家宝藏》	公司推出了守护国宝系列产品——水井坊三星堆与铜奔马酒，在小批量酒体中特别加入珍贵的调味老酒，使酒体呈现出更加顺喉细腻的口感。
陶瓷艺术大师	公司将水井坊 600 年传承创新精神融入到艺术作品中，推出了水井坊美人醉等产品，其兼具文化与稀缺性的同时，还极具收藏属性。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.3 厂商关系良性，价盘稳健、库存良性

公司四大核心产品定位清晰，覆盖中端到高端价位带。公司核心产品有水井坊臻酿八号（目标价位带 518-558 元）、水井坊井台（768-808 元）、水井坊典藏（999-1399 元）、水井坊菁翠（1999 元）。

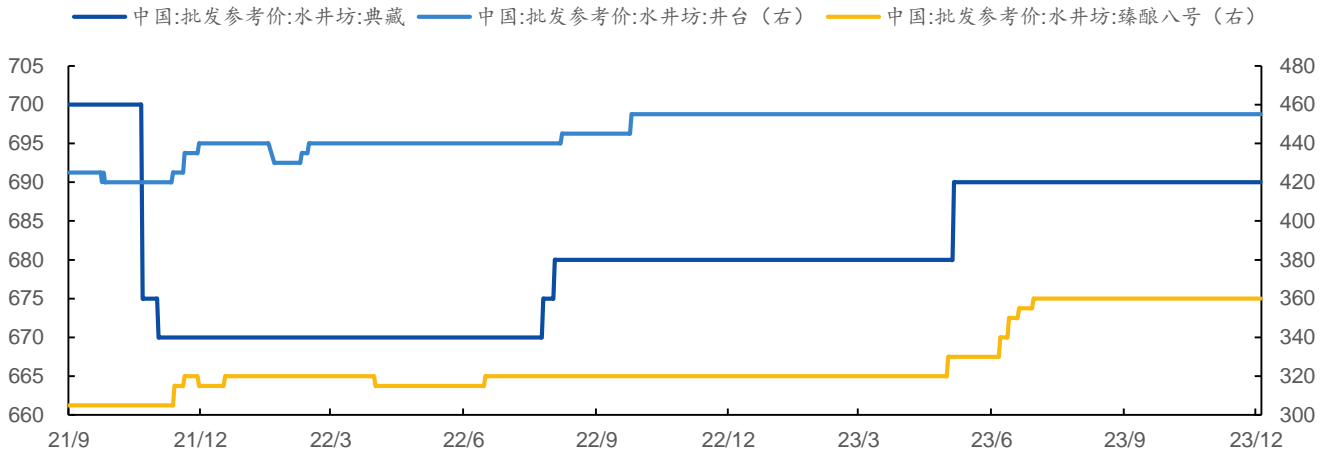
表 10：公司核心产品

产品	规格	酒精度	建议零售价（元）	批价（元）	官方旗舰店实际零售价（元）
水井坊·臻酿八号	500ML	52%vol	558	360	389
		42%vol	528	-	-
		38%vol	518	-	379
水井坊·井台（2022 全新升级）	500ML	52%vol	808	510	560
		38%vol	768	-	550
水井坊·井台（老井台）	500ML	52%vol	738	455	-
		38%vol	698	-	-
水井坊·典藏	500ML	52%vol	1399	690	1075
		38%vol	999	-	-
水井坊·菁翠	500ML	52%vol	1999	-	1868
天号陈帝王黄	500ML	52%vol	268	-	248
		42%vol	258	-	258
		38%vol	248	-	248

资料来源：公司官网、今日酒价、京东官方旗舰店、财联社、国元证券研究所整理

注：批价采用今日酒价 2024/1/21 数据，官方旗舰店实际零售价采用京东官方旗舰店 2024/1/21 数据。

价盘稳定，核心产品批价稳中有升。22Q4 以来，水井坊三大核心产品臻酿八号、井台、典藏价盘稳定，批价稳中有升，主要得益于公司主动减少出货量，控制社会库存，臻酿八号、井台、典藏批价分别提升 40、10、10 元至 360、455、690 元。

图 29：水井坊三大核心产品批价变动情况（元/瓶）


资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：此处井台为老井台，并非 2022 年全新升级后的新井台。

3.4 职业经理人制度，管理层经验丰富

管理层经验丰富。董事长范祥福先生啤酒行业出身，快消经验丰富，曾于 15-19 年担任水井坊总经理，带领公司快速发展，2018 年 6 月至今担任公司董事长，掌舵公司发展方向。Mark Anthony Edwards 先生 2023 年 3 月 1 日出任水井坊代总经理，品牌营销、市场拓展经验丰富，Edwards 先生已在中国超 20 年，曾促成帝亚吉欧多类产品亮相消博会，以及推进了洋酒中国市场的本土化尝试等。

表 11：公司董事及高管情况（不含独立董事）

序号	姓名	职位	介绍
1	范祥福	董事长、董事	历任嘉士伯啤酒（香港）有限公司大理啤酒总经理、中图节能科技（常州）有限公司总经理、伟志控股有限公司集团采购总监，帝亚吉欧新加坡 PTE 有限公司董事、四川水井坊股份有限公司总经理。现任四川水井坊股份有限公司第十届董事会董事长。
2	Mark Anthony Edwards	代总经理	曾任联合利华英国及欧洲地区品类组品牌经理、帝亚吉欧韩国市场和创新总监、帝亚吉欧亚太区臻选品牌 (Reserve) 品牌总监。来中国已超过二十年，曾在联合利华和帝亚吉欧担任市场经理、市场总监、总经理等。
3	John O' Keeffe	董事	历任帝亚吉欧牙买加/加勒比海市场总监，北欧市场总监，北欧商务&创新总监，瑞典&芬兰总经理，尊尼获加欧洲市场总监，俄罗斯&独联体董事总经理，俄罗斯&东欧董事总经理，全球啤酒与百利甜产品总监，创新、啤酒与百利甜业务全球负责人、帝亚吉欧非洲区总裁，现任帝亚吉欧亚太区及全球免税业务总裁、四川水井坊股份有限公司第十届董事会董事。
4	蒋磊峰	董事、财务总监、副总经理	历任帝亚吉欧洋酒贸易（上海）有限公司中国区高级财务控制经理，帝亚吉欧洋酒贸易（上海）有限公司中国区高级绩效管理经理，帝亚吉欧洋酒贸易（上海）有限公司中国区商务财务总监，帝亚吉欧洋酒贸易（上海）有限公司中国区财务总监、四川水井坊股份有限公司财务副总监。现任四川水井坊股份有限公司董事、副总经理、财务总监。
5	Sathish Krishnan	董事	历任宝洁印度财务经理，宝洁新加坡财务经理，宝洁菲律宾财务副总监，宝洁大中华区财务总监，宝洁中东地区财务高级总监，现任帝亚吉欧亚太区财务总监、四川水井坊股份有限公司第十届董事会董事。
6	田冀东	董事会秘书	历任成都全兴销售公司业务一部副经理、业务五部经理，四川水井坊股份有限公司董秘助理、证券事务代表、董事会秘书、董事办主任。

资料来源：公司官网、公司公告、Wind、国元证券研究所整理

表 12: 公司历任总经理情况

序号	姓名	职务	任职日期	离职日期	性别	国籍	介绍
1	Mark Anthony Edwards	代总经理	23/3/1	-	男	英国	坚持“产品升级创新、品牌高端化、营销突破”三大策略，产品升级创新方面，开启“一号菌群”二阶段研究，面对各类高端团购和圈层的需求持续创新；品牌高端化方面，以产品创新升级为基础，辅之体育、文化圈层营销；营销突破方面，厂商协同配合，提高铺市率，创新宴席细分场景、推出一系列终端支持活动等。
2	朱镇豪	总经理 代总经理	21/7/1 20/9/21	23/2/25 21/7/1	男	中国	在位期间，高端战略方面，将典藏、菁翠拆分出来单独管理运作，对外由经销商组成高端销售公司，对内成立高端化事业部；产品方面，升级典藏、井台、天号陈三款核心单品，并通过“一号菌群”讲好品质故事；品牌层面，围绕体育、文化进行圈层营销。
3	危永标	总经理	19/7/1	20/9/19	男	中国	在位期间，剑指江苏市场，针对江苏市场推出新品 42 度井台 12，带领水井坊平稳度过 2020 年消费场景波动。
4	范祥福	总经理	15/10/5	19/7/1	男	中国	啤酒行业出身，快消经验丰富，在位期间，产品上确立以臻酿八号、井台、典藏作为三款核心单品，渠道上回归总代模式。
5	大米	总经理	13/3/15	15/10/5	男	美国	曾任职于金佰利、达能、泰森、荷兰 CSM 等外资企业的中国分公司，食品快消领域工作经验丰富；在位期间提出坚持走高端路线、坚持核心产品价格底线不降价、坚持推进直营模式；2013 年底，推出大单品臻酿八号。
6	柯明思	总经理	10/3/17	13/3/15	男	英国	水井坊首位外籍总经理，在位期间提出开拓水井坊国际市场。

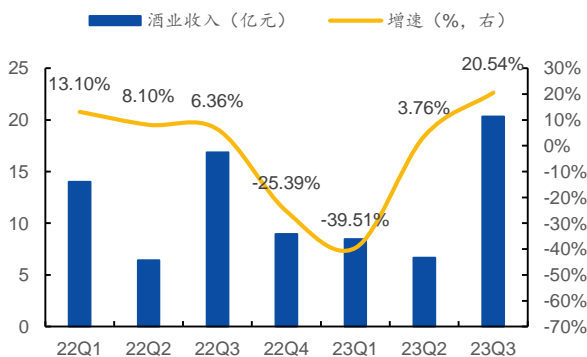
资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

4. 率先去库存，品牌高端化长期策略持续

4.1 渠道库存较良性，积极促进终端动销

渠道库存较良性，积极促进动销增长。2022Q4 及 2023Q1，公司主动控制出货，2023H1 末公司渠道库存已恢复健康水平，下半年轻装上阵，Q3 收入已实现双位数正增长，公司公告中预计 2023 年全年净利润与营业收入同比 2022 年保持增长。虽然短期行业调整去库存，终端需求的短期催化因素较弱，但公司主动去库存后，厂商关系良性，经销商资金压力减轻，同时，公司推出了“扫码赢金币”等一系列终端动销支持活动，创新开拓宴席场景，积极开展井台团购项目，聚焦门店拓展提升铺市率等，促进消费者终端动销，提高经销商周转效率。

图 30: 公司分季度酒业收入及增速



资料来源: Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 31: 水井坊“扫码赢金币活动”





资料来源: 水井坊公众号、国元证券研究所整理

4.2 产品为基，稳健提价

典藏、井台完成升级，奠定高端浓香品质基础。2021年9月9日，公司新一代典藏发布会在成都举行，在工艺、品质上进行了全面升级，奠定了高端浓香的品质基础。2022年4月11日，公司新一代水井坊井台在线上发布，对井台酒体和包装均进行了全面升级，建议零售价也同步提升了70元。

表 13：公司新一代水井坊·井台、水井坊·典藏情况

产品图片	产品名称	升级
	水井坊·典藏	2003年，初代典藏上市，历经三次迭代，2021年，第三代典藏亮相。新一代典藏陈香圆润的风味代表着水井坊在品质上的全新升级，而新典藏“1+3+5”工艺密码则充分奠定水井坊成为高端浓香的品质基础，在关键的发酵、蒸馏、储存和勾调等方面实现了工艺的全面创新。其中，“1”是指“水井坊1号菌群”，其奠定了典藏香味丰富的高端特征；“3”是指基酒升级三大要诀：双重蒸馏，酒体更圆滑柔顺；以老带新，酒体陈香更突出；只存半坛，酒体陈香更丰富；“5”是指陈酿调味酒五大工艺：八月伏天制曲、三月春分入窖、两轮精粮肥糟、五倍超长发酵时间、一年空窗养窖。
	水井坊·井台(2022全新升级)	1、新一代井台以“一独双香”为基础，通过三大加强工艺，酿造出“六更”品质。“一独双香”指以水井坊古窖独有“一号菌群”为基础，进行了醇甜、醇厚双香工艺创新。“三加六更”是指加入更多老酒，酒体更陈更柔；加长发酵时间，酒体香味更醇更厚；加强原粮脱脂工艺，品饮更加净爽。 2、新一代井台也进行了“美学”升级。公司携手品牌代言人张国立先生共同开启水井坊井台“酒中美学文化探寻之旅”，在一些核心消费区域选择重点城市，围绕酒中美学升级理念，开展一系列客户培育活动，不断加深目标消费者对公司品牌的喜好，进一步提升品牌知名度。

资料来源：公司官网、公司公告、国元证券研究所整理

提价节奏稳健。2019-2023年间，公司核心大单品典藏大师(52度)、井台(52度)、臻酿八号(52度)的建议零售价分别提升420元/瓶、120元/瓶、100元/瓶达1399元/瓶、808元/瓶、558元/瓶，提价幅度分别为42.90%、17.44%、21.83%，公司提价节奏稳健，精准卡位高端、600-800元次高端、300-600元次高端赛道。中长期来看，公司坚持品牌高端化策略，产品、营销双管齐下，持续推动品牌高端化进程。

表 14：水井坊核心产品 2017 年以来提价情况

产品	提价时间	提价幅度
典藏大师	2023年8月18日	典藏38度经销商结算价上涨15元/瓶
	2021年11月1日	52度典藏大师版团购价上调50元/瓶，达920元/瓶，建议零售价上调200元/瓶，达1399元/瓶；38度典藏大师版团购价上调40元/瓶，达660元/瓶，建议零售价上调100元/瓶，达999元/瓶
	2020年12月31日	52度典藏大师建议零售价上调160元/瓶，达1199元/瓶；38度典藏大师建议零售价上调120元/瓶，达899元/瓶
	2019年11月12日	52度典藏大师建议零售价上调60元/瓶，达1039元/瓶
	2017年7月10日	典藏出厂价上涨15元/瓶
井台	2022年4月1日	新一代井台发布，产品升级的同时提价70元/瓶，建议零售价达808元/瓶(52度)、768元/瓶(38度)
	2021年9月30日	井台全系列建议零售价上涨30元/瓶，52度、38度井台建议零售价达738元/瓶、698元/瓶
	2021年4月1日	井台出厂价、供货价、建议零售价均上涨20元/瓶，52度、38度建议零售价达708元/瓶、668元/瓶
	2017年7月10日	井台出厂价上涨10元/瓶
	2023年6月20日	臻酿八号全系列建议零售价上涨30元/瓶，52度、42度、38度建议零售价达558元/瓶、528元/瓶、518元/瓶
臻酿八号	2021年9月30日	臻酿八号全系列零售价上涨20元/瓶，52度、42度、38度建议零售价分别达528元/瓶、498元/瓶、488元/瓶
	2021年4月1日	臻酿八号供货价及建议零售价上涨10元/瓶，52度、42度、38度建议零售价达508元/瓶、478元/瓶、468元/瓶
	2020年12月16日	臻酿八号52度建议零售价提价20元/瓶，达498元/瓶
	2020年9月2日	42度臻酿八号提价20元/瓶，达468元/瓶；38度臻酿八号提价20元/瓶，达458元/瓶
	2019年11月12日	臻酿八号52度建议零售价上涨20元/瓶，达478元/瓶
	2017年7月10日	臻酿八号出厂价上涨10元/瓶

资料来源：公司公告、公司官网、财联社、南方都市报、和讯网、新京报、中国经济网、时代周报、今日酒价、微酒、酒业家、国元证券研究所整理

2016-2022 年平均单价 CAGR 达 5%。2022 年，公司总销量 1.08 万千升，2016-2022 年 CAGR 为 19.66%，单价为 214.73 元/500ML，2016-2022 年 CAGR 为 5.01%，主要来自产品结构升级及提价。2023 年前三季度，公司总销量、单价分别同比+4.86%、-9.31%，产品结构变动、去库存等因素短暂影响产品单价。

图 32: 公司白酒产品销量及增速

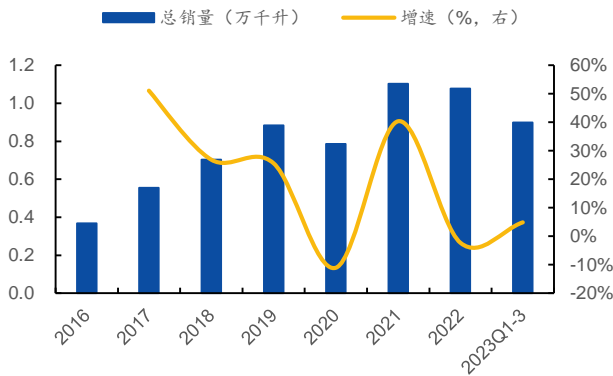
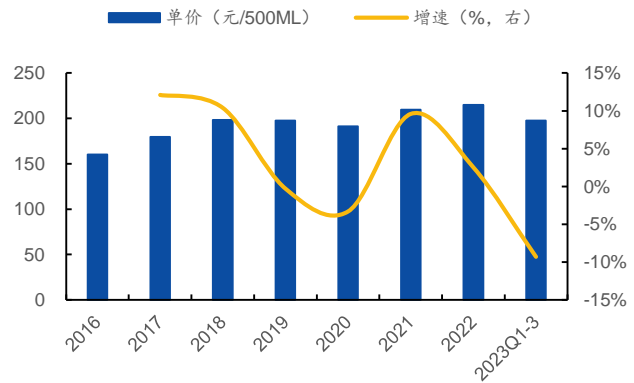


图 33: 公司白酒产品单价及增速



资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

注: 销量数据剔除了低档基酒, 2017-2019 年公司分别销售低档基酒 0.51、0.22、0.47 万千升。


资料来源: Wind、公司公告、国元证券研究所整理

注: 单价数据为剔除低档基酒的销售后的公司平均单价。

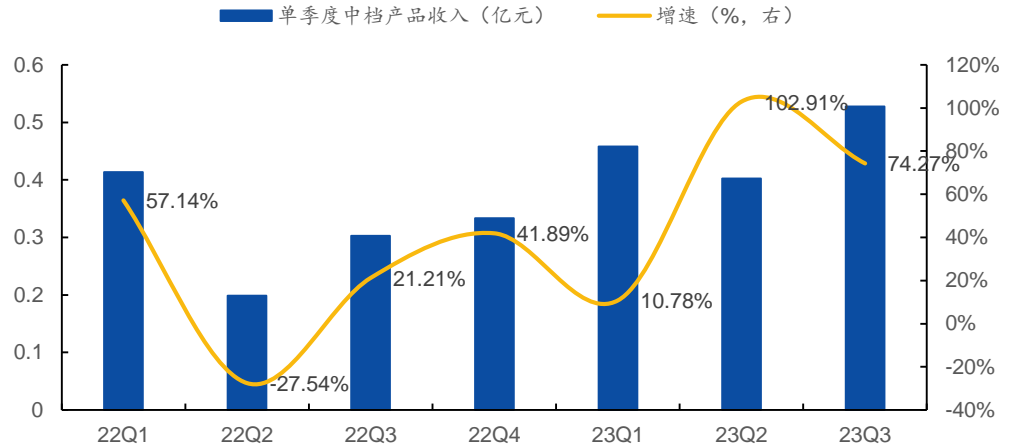
4.3 焕新天号陈, 承接消费需求

拓宽价位带, 承接消费趋势变动流量。2022 年 9 月, 公司面向 100-300 元价格带, 推出了全新的帝黄瓶天号陈, 顺应短期消费波动形势下, 消费者对高性价比大众产品的需求。全新的帝黄瓶天号陈是公司升级典藏、井台两大单品之后, 开启的第三个产品升级, 定位 100-300 元中端价格带, 顺应消费形势, 拓宽大众赛道, 为公司打造收入、利润新增量。

表 15: 公司全新帝黄瓶天号陈情况

产品图片	产品名称	介绍	规格	酒精度	建议零售价 (元)
	天号陈帝黄	其酿造过程秉持公司对于产品品质的高要求, 并在此基础上融入了现代改良工艺, 酒体“四香合一, 五味天成”。	500ML	52%vol	268
				42%vol	258
				38%vol	248

资料来源: 公司官网、公司公告、国元证券研究所整理

图 34：水井坊中档产品单季度收入及增速


资料来源：Wind、国元证券研究所整理

注：中档产品主要为天号陈、系列酒。

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

公司盈利预测假设如下：

- 1) 公司高档产品 2023 年受去库存影响，增速短期放缓，2023Q3 公司高档产品收入增速已恢复双位数增长，2024 年、2025 年公司轻装上阵，有望保持稳健增速。
- 2) 受消费趋势波动影响，公司 2023 年增加高性价比的中档产品出货，中档产品收入实现稳健增长，2024 年、2025 年公司中档产品有望保持稳健增长。

表 16：水井坊收入拆分

指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入 (亿元)	30.06	46.32	46.73	46.90	55.47	63.93
增速	-15.06%	54.10%	0.88%	0.37%	18.26%	15.26%
毛利率	84.19%	84.51%	84.49%	83.57%	84.05%	84.44%
归母净利润 (亿元)	7.31	11.99	12.16	12.51	15.04	17.62
增速	-11.49%	63.96%	1.40%	2.92%	20.17%	17.16%
归母净利率	24.33%	25.89%	26.02%	26.68%	27.11%	27.56%
一、酒类收入 (亿元)	30.04	46.21	46.28	46.45	55.02	63.48
增速	-15.08%	53.82%	0.14%	0.37%	18.44%	15.39%
销量 (万千升)	0.79	1.10	1.08	1.18	1.34	1.50
增速	-11.07%	40.34%	-2.33%	9.26%	13.92%	11.51%
平均售价 (元/升)	382.18	418.88	429.46	394.52	410.19	424.46
增速	-4.50%	9.60%	2.52%	-8.14%	3.97%	3.48%
1、高档收入 (亿元)	29.28	45.19	45.03	44.47	52.56	60.38
增速	-14.05%	54.33%	-0.36%	-1.23%	18.18%	14.88%
占比	97.42%	97.57%	96.37%	94.83%	94.76%	94.44%

指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销量 (万千升)	0.74	1.04	1.00	1.05	1.20	1.34
增速	-10.51%	40.44%	-3.02%	4.88%	14.35%	11.38%
占比	93.82%	93.89%	93.22%	89.48%	89.82%	89.72%
平均售价 (元/升)	397.03	436.29	448.27	422.14	436.28	449.98
增速	-3.96%	9.89%	2.75%	-5.83%	3.35%	3.14%
毛利率	84.79%	85.06%	85.16%	84.62%	85.10%	85.48%
2、中档收入 (亿元)	0.76	1.02	1.25	1.98	2.46	3.10
增速	-12.49%	34.40%	22.15%	58.44%	24.32%	26.30%
占比	2.53%	2.21%	2.67%	4.21%	4.43%	4.85%
销量 (万千升)	0.05	0.07	0.07	0.12	0.14	0.15
增速	-18.84%	38.87%	8.34%	69.53%	10.23%	12.65%
占比	6.18%	6.11%	6.78%	10.52%	10.18%	10.28%
平均售价 (元/升)	156.50	151.46	170.77	159.60	179.99	201.81
增速	7.82%	-3.22%	12.74%	-6.54%	12.78%	12.12%
毛利率	61.21%	60.22%	67.07%	63.93%	64.45%	66.32%
二、其他收入 (亿元)	0.01	0.11	0.45	0.45	0.45	0.45

资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

我们预计,公司 2023、2024、2025 年归母净利润分别为 12.51、15.04、17.62 亿元,增速 2.92%、20.17%、17.16%,对应 1 月 19 日 PE 20、17、14 倍(市值 251 亿元),给予“增持”评级。

表 17: 可比公司估值

序号	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润及增速 (百万元, %)						PE		
		(2024.1.19)	2023E	增速	2024E	增速	2025E	增速	2023E	2024E	2025E
1	水井坊	251.02	1,251.38	2.92	1,503.83	20.17	1,761.95	17.16	20.06	16.69	14.25
2	舍得酒业	300.89	1,822.05	8.11	2,225.36	22.13	2,750.86	23.61	16.51	13.52	10.94
3	口子窖	250.98	1,800.03	16.12	2,118.63	17.7	2,466.27	16.41	13.94	11.85	10.18
4	酒鬼酒	223.00	722.94	-31.07	934.78	29.3	1,183.70	26.63	30.85	23.86	18.84
5	古井贡酒	989.74	4,441.09	41.29	5,711.58	28.61	7,146.69	25.13	22.29	17.33	13.85
6	今世缘	547.71	3,153.06	25.98	3,921.25	24.36	4,814.74	22.79	17.37	13.97	11.38
7	金徽酒	111.80	375.62	34.04	496.81	32.26	637.8	28.38	29.76	22.50	17.53

资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注: PE 数据使用 2024 年 1 月 19 日市值计算所得,除水井坊外,其他公司采用 Wind 一致预期数据。

6. 风险提示

消费需求复苏不及预期风险、行业竞争过剧风险、政策调整风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4186.84	4410.14	4790.03	5735.38	6667.37
现金	1889.90	1911.72	2137.52	2608.63	3131.81
应收账款	7.46	3.46	5.52	61.01	76.72
其他应收款	9.68	14.90	12.38	30.51	42.20
预付账款	76.72	16.32	41.98	55.91	64.29
存货	2197.07	2442.91	2579.83	2963.95	3333.92
其他流动资产	6.00	20.83	12.80	15.36	18.44
非流动资产	1704.15	2637.32	3157.49	3622.23	3723.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	500.79	483.18	454.15	978.88	1614.42
无形资产	119.54	129.99	116.87	103.87	92.47
其他非流动资产	1083.81	2024.14	2586.47	2539.48	2016.63
资产总计	5890.99	7047.46	7947.52	9357.61	10390.89
流动负债	3233.05	3560.64	3545.06	3939.81	4412.97
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	987.75	1163.41	1026.02	1178.41	1324.76
其他流动负债	2245.30	2397.23	2519.04	2761.40	3088.21
非流动负债	26.24	28.37	23.09	23.88	25.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.24	28.37	23.09	23.88	25.11
负债合计	3259.29	3589.01	3568.15	3963.69	4438.08
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	488.37	488.36	488.36	488.36	488.36
资本公积	395.27	418.52	418.52	418.52	418.52
留存收益	1873.22	2723.79	3608.90	4487.04	5045.93
归属母公司股东权益	2631.70	3458.45	4379.37	5393.92	5952.81
负债和股东权益	5890.99	7047.46	7947.52	9357.61	10390.89

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1628.91	1313.55	1222.28	1476.15	1902.07
净利润	1199.08	1215.84	1251.38	1503.83	1761.95
折旧摊销	79.35	90.36	133.74	171.94	243.41
财务费用	-37.04	-33.07	-42.84	-50.29	-60.93
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	370.63	50.94	-175.62	-262.45	-144.11
其他经营现金流	16.90	-10.52	55.61	113.12	101.76
投资活动现金流	-538.12	-952.78	-696.01	-643.90	-324.77
资本支出	538.12	952.80	696.00	635.29	315.99
长期投资	0.00	0.00	-8.97	0.00	0.00
其他投资现金流	0.00	0.01	-8.98	-8.61	-8.77
筹资活动现金流	-530.91	-339.40	-300.47	-361.14	-1054.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.07	-0.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-1.21	23.24	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-529.64	-362.64	-300.47	-361.14	-1054.13
现金净增加额	559.88	21.36	225.80	471.12	523.18

资料来源:公司公告、国元证券研究所整理

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4631.86	4672.74	4690.06	5546.70	6393.28
营业成本	717.36	724.68	770.38	884.81	994.69
营业税金及附加	736.45	735.16	741.03	879.15	1003.75
营业费用	1226.69	1278.74	1186.59	1403.32	1623.89
管理费用	304.96	355.10	353.16	414.34	476.94
研发费用	20.48	37.23	33.51	36.86	40.54
财务费用	-37.04	-33.07	-42.84	-50.29	-60.93
资产减值损失	-4.81	-13.25	-10.50	-10.29	-10.91
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1668.88	1633.20	1670.16	2006.77	2350.92
营业外收入	2.53	1.68	1.68	1.68	1.68
营业外支出	35.73	3.33	3.33	3.33	3.33
利润总额	1635.68	1631.54	1668.50	2005.11	2349.27
所得税	436.60	415.70	417.13	501.28	587.32
净利润	1199.08	1215.84	1251.38	1503.83	1761.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1199.08	1215.84	1251.38	1503.83	1761.95
EBITDA	1711.19	1690.49	1761.06	2128.42	2533.40
EPS (元)	2.46	2.49	2.56	3.08	3.61

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	54.10	0.88	0.37	18.26	15.26
营业利润(%)	73.00	-2.14	2.26	20.15	17.15
归属母公司净利润(%)	63.96	1.40	2.92	20.17	17.16
获利能力					
毛利率(%)	84.51	84.49	83.57	84.05	84.44
净利率(%)	25.89	26.02	26.68	27.11	27.56
ROE(%)	45.56	35.16	28.57	27.88	29.60
ROIC(%)	67.13	43.24	34.99	34.80	38.75
偿债能力					
资产负债率(%)	55.33	50.93	44.90	42.36	42.71
净负债比率(%)	0.16	0.17	0.11	0.13	0.11
流动比率	1.30	1.24	1.35	1.46	1.51
速动比率	0.61	0.54	0.61	0.69	0.74
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.72	0.63	0.64	0.65
应收账款周转率	986.97	855.48	1044.72	166.75	92.84
应付账款周转率	0.98	0.67	0.70	0.80	0.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.46	2.49	2.56	3.08	3.61
每股经营现金流(最新摊薄)	3.34	2.69	2.50	3.02	3.89
每股净资产(最新摊薄)	5.39	7.08	8.97	11.04	12.19
估值比率					
P/E	20.93	20.65	20.06	16.69	14.25
P/B	9.54	7.26	5.73	4.65	4.22
EV/EBITDA	13.53	13.70	13.15	10.88	9.14

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188