



增持（上调）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：45.43

证券分析师

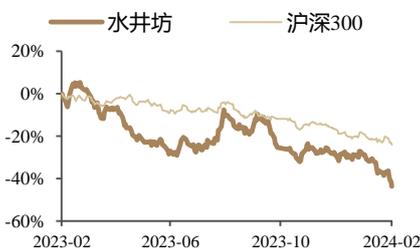
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiopeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-21.77	-20.32	-25.44
相对涨幅(%)	-14.44	-11.61	-14.48

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《水井坊（600779）2023 三季度点评：开门红顺利完成，关注后续改革推进》，2023.11.1
- 《水井坊（600779.SH）：疫情扰动下成长态势放缓，期待23年逐步改善》，2023.5.1

中国白酒第一坊，高端化战略坚定

水井坊（600779.SH）深度报告

投资要点

- 600年酿酒遗迹的发现，种下水井坊高端基因。**2000年，借考古发现600年酒坊之机，水井坊品牌脱胎于全兴酒厂，拥有水井街酒坊遗址和水井坊酒传统酿造技艺“双遗产”，产品推出后在部分市场大获成功，水井坊以其悠久的历史故事，在高端品牌中拥有了一席之地。
- 渠道改革持续创新，成立高端销售公司助推高端化。**水井坊起步于大商制，2015年后推行新总代制并推出核心门店项目，加强厂方对渠道、终端的控制力。2021年为配合高度化战略，公司对内成立高端品事业部，对外牵头经销商组建高端白酒销售公司，独立、专业化运作高端产品，助力高端化战略。
- 相继升级典藏井台，高端化战略坚定不移。**2021、2022年，公司先后升级推出新典藏、新一代井台，升级酒体、包装并拔高价值定位，精准卡位高线次高端及高端，参与更高价位竞争，同时重构渠道利润分配，针对典藏更是开辟了全新的渠道运作模式，绑定经销商利益，实现厂商利益合一。2023年推出定位超高端的产品“第一坊”，扩大了品牌在高端产品客群的影响力和渗透范围，实现了品牌价值回归。为配合高端化战略，公司对高价位紧密布局，彰显了公司坚定不移推进高端化的决心和执行力。
- 以文体领域为圈层切入点，消费者体验开创先河。**自成立起，公司便以体育、文化为宣传切入点，尤其重视体育、艺术文化领域的圈层营销，大力支持冰雪运动、网球赛、国球乒乓赛事等，冠名《国家宝藏》。同时，公司在消费者教育上再次成为行业典范，线下落地文化美学馆、白酒学坊，加强消费者感官体验、水井坊及行业文化传播，为公司推进圈层营销提供社交场合，从广度、深度双向推广品牌。
- 行业与自身改善的双重红利下，公司有望享受快速成长。**疫后经济持续复苏，水井坊作为商务需求占比较高的品牌产品，有望更好享受经济修复的红利，未来随着渠道、高端化改革持续推进，井台、典藏逐步放量，顺周期下加速释放成长性。预计2023-2025年分别实现归母净利润12.69/14.38/16.25亿元，同比+4.4%/+13.3%/+12.9%，对应EPS分别为2.60/2.95/3.33元，给予2024年25倍PE估值，对应目标价73.8元，维持“增持”评级。
- 风险提示：**核心市场竞争加剧，经济复苏不及预期，行业竞争加剧

股票数据

总股本(百万股):	488.36
流通A股(百万股):	488.36
52周内股价区间(元):	45.43-85.05
总市值(百万元):	22,186.26
总资产(百万元):	7,915.54
每股净资产(元):	8.49

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,632	4,673	4,954	5,637	6,281
(+/-)YOY(%)	54.1%	0.9%	6.0%	13.8%	11.4%
净利润(百万元)	1,199	1,216	1,269	1,438	1,625
(+/-)YOY(%)	64.0%	1.4%	4.4%	13.3%	12.9%
全面摊薄 EPS(元)	2.46	2.49	2.60	2.95	3.33
毛利率(%)	84.5%	84.5%	84.0%	84.0%	83.9%
净资产收益率(%)	45.6%	35.2%	29.1%	24.8%	21.9%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

投资五要素	6
核心逻辑	6
估值和投资建议	6
与市场观点的差异之处	6
股价的催化因素	6
风险提示	6
1. 酒中贵族、底蕴深厚，成长正当时	8
1.1. 意外发现酿酒古迹，高端品牌顺势而生，水井坊借势一举获胜	8
1.2. 业务高度聚焦酒类，2015年后开启第二轮快速成长	8
2. 帝亚吉欧控股，高管团队多来自体系内	9
2.1. 从国营资产到帝亚吉欧实控，成为唯一一家外资上市白酒企业	9
2.1.1. 重组川药，实现酒业上市	9
2.1.2. 母公司全兴集团（水井坊集团）的私有化及外资化过程	10
2.1.3. 帝亚吉欧直接增持上市公司，巩固酒业控制权	10
2.2. 帝亚吉欧时代换帅频繁，战略及政策波动影响阶段业绩	11
2.3. 主要高管多来自帝亚吉欧，新总经理有望带来新的发展机遇	13
3. 高档酒占比领先行业，高端化战略坚决推进	14
3.1. 品质密码“一号菌群”，高档酒占比超 95%	14
3.2. 升级、聚焦核心单品，坚定不移谋求高端化	15
3.2.1. 臻酿 8 号大获成功，高端品牌飞入寻常百姓家	15
3.2.2. 2016 年后战略聚焦高端，推出典藏、菁翠彰显品牌发展决心	16
3.2.3. 典藏、井台升级，酒体、包装、渠道、定位等全方面优化	17
3.2.4. 重新推出天号陈，参与大众白酒升级	19
4. 总代制到高端销售公司，积极探索渠道创新	20
4.1. 新总代制相对温和，核心门店项目树立行业典范	20
4.1.1. 得失皆由总代制，渠道模式逐步完善	20
4.1.2. 传统总代 VS 新型总代，温和扁平化	21
4.2. 核心门店的先行者，七年来不断迭代优化	22
4.3. 成立高端销售公司，绑定渠道利益加速高端化	23
5. 注重品牌打造，薪酬激励到位，全国化基础扎实	25
5.1. 体育+文化重点打造圈层营销，品牌造势持续推进	25

5.1.1. 另辟蹊径专攻体育文化营销，推出相关领域 IP 产品	25
5.1.2. 文化美学馆、白酒学坊多地开花，延续 C 端创新优势	26
5.1.3. 品牌宣传力度大，导致销售费用高	28
5.2. 销售高薪酬福利，核心骨干股权激励，上下一心动力强	29
5.2.1. 薪酬竞争力强，对内对外吸引人才	29
5.2.2. 推出股权激励方案，调动核心骨干积极性	30
5.3. 蘑菇战略以点带面，初步全国化后选择聚焦	31
6. 盈利预测及投资建议	33
6.1. 关键假设和盈利预测	33
6.2. 估值分析与投资建议	33
7. 风险提示	34

图表目录

图 1: 水井坊的诞生	8
图 2: 水井坊上市价格远超前时茅台的价格	8
图 3: 水井坊公司营业总收入及增速	9
图 4: 水井坊公司归母净利润及增速	9
图 5: 2022 年按水井坊经营业务构成	9
图 6: 水井坊业务结构变化	9
图 7: 全兴集团 MBO 私有化前后股权结构	10
图 8: 股份公司前十大股东持股结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)	11
图 9: 水井坊历任总经理任职期间公司经营情况	13
图 10: 水井坊发布一号菌群最新阶段性科研成果	14
图 11: 水井坊酒类产品收入规模及增速	14
图 12: 水井坊高中低档酒结构占比	14
图 13: 走向大众消费的水井坊·臻酿 8 号	16
图 14: 2016 年以来水井坊品牌收入快速增长	16
图 15: 2017 年 4 月典藏大师上市发布会	16
图 16: 2017 年 11 月菁翠上市发布会	16
图 17: 井台丝路版上市发布会	17
图 18: 臻酿 8 号禧庆版上市发布会	17
图 19: 水井坊典藏升级发布	17
图 20: 新典藏建议零售价提高	17
图 21: 新一代井台品质全面提升	18
图 22: 新一代井台建议零售价提高 (单位: 元/瓶)	18
图 23: 新一代井台包装升级	18
图 24: 新一代井台导入扫码红包奖励	19
图 25: 天号陈·帝黄瓶	19
图 26: 水井坊渠道模式变迁	20
图 27: 水井坊各大区期末经销商数量	22
图 28: 水井坊销售人员数量	22
图 29: 水井坊“核心门店”项目迭代升级	23
图 30: 高端销售公司具体运作思路	24
图 31: 联合冰雪运动推出冰雪 IP 版井台、典藏	25
图 32: “国球版”臻酿 8 号	25

图 33: 联合《国家宝藏》推出“守护国宝”系列产品	26
图 34: 水井坊文化美学馆在传统专卖店之上进一步优化	27
图 35: 水井坊文化美学馆门头	27
图 36: 水井坊文化美学馆馆内	27
图 37: 白酒学坊·特别企划活动现场	28
图 38: 白酒学坊·特别企划活动苏州站	28
图 39: 水井坊、山西汾酒、酒鬼酒销售费用率	28
图 40: 2022 年水井坊各项销售费用明细占比	29
图 41: 水井坊、山西汾酒广宣费用率	29
图 42: 广告费用及广告费用率 (单位: 亿元)	29
图 43: 全国性/地区性广告费用占比	29
图 44: 水井坊销售人员薪酬福利逐年提高	29
图 45: 2022 年部分次高端酒企销售人员人均薪酬 (单位: 万元/人/年)	29
图 46: 2019 年限制性股票激励计划股权分配方案	30
图 47: 2016 年确立“5+5”十大核心市场	31
图 48: 2017 年升级“5+5+5”市场战略	31
图 49: 2020 年水井坊分区域分渠道收入占比	32
图 50: 核心市场战略推进提升省外收入占比	32
图 51: 2020 年后形成“5+3”聚焦八大核心市场战略	32
表 1: 帝亚吉欧收购全兴集团过程	10
表 2: 帝亚吉欧通过 GMIHL 要约收购水井坊至持股 63.14%	10
表 3: 帝亚吉欧入主前后历任总经理任期及履历	11
表 4: 帝亚吉欧对水井坊的改造	11
表 5: 水井坊现任高管一览	13
表 6: 水井坊主要产品信息一览	15

投资五要素

核心逻辑

水井坊脱胎于老八大名酒之一全兴品牌，品牌高度立于全兴之上，曾在消费者心中树立起高端印象，品牌起点较高。在有良好品牌认知的基础上，我们认为公司在产品、渠道、组织等方面采取的各项动作，有望在经济逐步复苏的环境下，发挥出较好的效果，推动公司经营、业绩进一步向上。

产品端：1) 臻酿 8 号受益疫后大众宴席回补+恢复正常，需求好转；2) 天号陈导入渠道、市场，前期铺货有望带来增长；3) 井台、典藏随经济环境复苏、商务活动恢复，前期培育效果释放，有望实现恢复性增长。

市场端：中长期看，八大核心市场有望通过渠道精耕，实现进一步市场下沉，公司在各价位带上均有提前布局、培育，未来随消费力提升，核心市场凭借品牌认知、市场基础，有望顺利抓住大众消费升级红利。未来伴随行业逐渐走出低谷、周期恢复、库存见底、价格回升，水井坊作为泛全国化基础扎实的名酒品牌之一，有望享受新一轮招商、新市场扩张的红利。

估值和投资建议

预计 2023-2025 年公司实现营业收入 49.54/56.37/62.81 亿元，同比 +6.0%/+13.8%/+11.4%，实现归母净利润 12.69/14.38/16.25 亿元，同比 +4.4%/+13.3%/+12.9%，对应 EPS 分别为 2.60/2.95/3.33 元。我们认为，未来随着渠道改革、产品培育的持续推进，三五年左右有望进一步提速增长，给予 2024 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 73.8 元，维持“增持”评级。

与市场观点的差异之处

市场对于外资金管理风格应用于白酒企业有一定质疑。我们认为，上一轮行业扩张期，水井坊取得亮眼成绩，已证明帝亚吉欧控股下的白酒企业，只要做好产品、渠道的提前布局，同样能够抓住行业机遇，顺势而为，收获良好的增长表现。

水井坊曾以高端形象面世，经历一轮行业调整后，当前产品主要定位为次高端，市场对于产品结构下行有一定担忧。我们认为，白酒品牌的生命力非常强大，影响长远，不可忽视水井坊品牌曾经在高端价格带的建树，这是水井坊公司相对较为宝贵的资产，随着后续在高端价位带上倾斜资源，不断加强品牌传播、人才团队建设，强化渠道力，水井坊在高端化的道路上，仍有较多看点。

股价的催化因素

- 1) 总经理人选的最终选定；
- 2) 经济复苏的步伐加快；
- 3) 渠道扁平化持续推进，终端门店持续拓展并强化。

风险提示

- 1) **核心市场竞争加剧**：公司核心市场多为白酒大省，市场竞争较为激烈，若市场竞争加剧，或导致公司在当地的经营不及预期；
- 2) **经济复苏不及预期**：公司产品聚焦次高端及高端，相对于大众产品更依赖宏观经济活力，若经济环境复苏不及预期，则会继续拖累公司产品销售；

3) **行业竞争加剧**: 若行业竞争进一步加剧, 渠道受到更严重的挤压, 或影响渠道扁平化推进、延缓市场扩张步伐。

1. 酒中贵族、底蕴深厚，成长正当时

水井坊品牌脱胎于全兴酒厂，出生即定位高端。全兴大曲的前身是四川成都酒厂，名列“老八大名酒”，上世纪末销量节节攀升。1998年，全兴酒厂改建厂房扩产时，意外发现水井街酒坊遗址，该酿酒作坊延续六百年未间断生产，被誉为“中国白酒第一坊”，并因此诞生了“水井坊”品牌。

出生即定位高端的水井坊品牌，拥有水井街酒坊遗址和水井坊酒传统酿造技艺“双遗产”，被列为我国第一个浓香型白酒“原产地域保护产品”，并首家获得“中国历史文化名酒”称号。

1.1. 意外发现酿酒古迹，高端品牌顺势而生，水井坊借势一举获胜

1998年全兴酒厂发现水井街酒坊遗址时，正值亚洲金融危机、山西朔州假酒案对白酒行业造成重大冲击，全兴大曲也难以独善其身，销量从1997年的14000吨急剧下滑到1999年的数千吨，在重重经营压力下，水井街酿酒古迹的发现，给了全兴酒厂重起炉灶的希望，也提供了高端化的绝佳机会。

2000年8月9日，水井坊正式上市，定价528元/瓶，超出茅台和五粮液市场表现价200元以上，敢于定高价离不开背后强大的品牌故事与当时管理层的远见和魄力。经营不善的全兴酒厂对其寄予厚望，希望水井坊以时间换空间，遂在品牌打造和市场开拓上不遗余力，在当时经济环境高速发展的加持下，水井坊作为全新的品牌，抓住了时代的机遇，在激烈的市场竞争中快速突出重围，一举获得成功，待到2005年五粮液重夺白酒价格之最时，水井坊销量已超过2000吨，在全国已初步站稳脚跟。

图 1：水井坊的诞生



资料来源：长江酒道微信公众号，德邦研究所

图 2：水井坊上市价格远超彼时茅台的价格

时间	茅台出厂价 (元/瓶)	茅台市场零售价 (元/瓶)
2000	185	220
2001	218	230
2002	218	240

资料来源：长江酒道微信公众号，德邦研究所

1.2. 业务高度聚焦酒类，2015年后开启第二轮快速成长

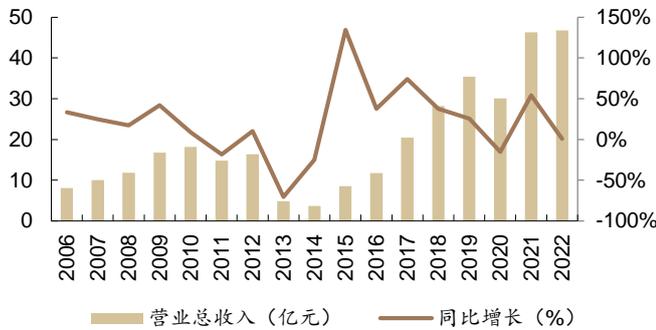
到目前，水井坊公司主营业务为酒类产品生产、销售，过去曾经营酒业、药业、房地产业，其中药业、房地产业分别于2004年、2013年后全部剥离，此后聚焦白酒主业，自2012年开始，公司酒类产品业务收入占比一直保持在95%及以上。

2022年，水井坊公司实现营业总收入46.73亿元，其中酒类产品实现收入46.28亿元，同比增长0.14%，其他业务收入0.45亿元。2022年主业收入增长不明显，主要系当年疫情影响，公司重要市场疫情频发、消费场景缺失，叠加经济活力不强等外部因素所致。2022年，公司实现归母净利润12.16亿元，同比增长1.40%。

复盘公司过去成长，主要分为三个阶段：1) 2012年以前逐年稳健增长，主

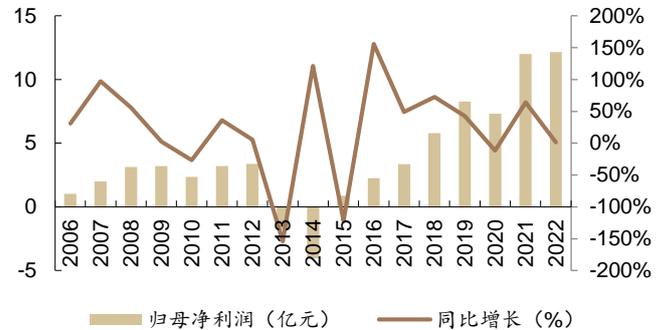
要得益于白酒黄金十年，外部经济环境利好，公司战略前瞻。2) 2013-2014 年受三公消费限制影响，公司定位高档酒，受损尤其严重，导致收入大幅下滑。3) 2015 年以后，随外部环境好转、居民消费升级、行业走出困境、次高端高速扩容，公司内部积极进行渠道、产品端变革，收入也开始恢复性增长，并于 2017 年后逐年创新高，仅于 2020 年受疫情影响、消费场景缺失出现下滑。

图 3：水井坊公司营业总收入及增速



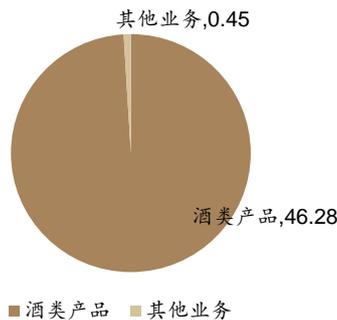
资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

图 4：水井坊公司归母净利润及增速



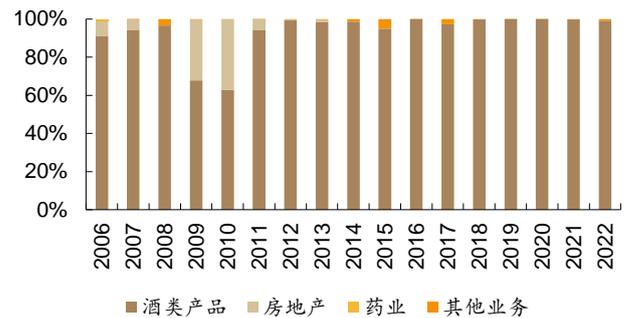
资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

图 5：2022 年按水井坊经营业务构成



资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

图 6：水井坊业务结构变化



资料来源：iFinD，公司公告，德邦研究所

2. 帝亚吉欧控股，高管团队多来自体系内

2.1. 从国营资产到帝亚吉欧实控，成为唯一一家外资上市白酒企业

2.1.1. 重组川药，实现酒业上市

重组川药实现酒业上市，由四川制药更名为全兴股份。四川水井坊股份有限公司前身为 1996 年于上交所上市的四川制药股份有限公司（下称“四川制药”），由成都市国有资产管理局控股 53.69%，授权四川成都全兴集团有限公司（下称“全兴集团”）代行股东权利。

为剥离盈利水平不高的资产，转投盈利水平较高的项目，1998 年 12 月 23 日，四川制药转让其所持有的成都川力有限公司全部股权，同时与全兴集团共同出资组建四川成都全兴酒业有限公司（下称“全兴酒业”），此后一年内四川制药陆续增持全兴酒业，至 1999 年底已取得全兴酒业 100% 控股权。

1999 年 8 月，四川制药更名为全兴股份，更名前后股权结构未变更。2000 年 6 月，由全兴股份、全兴集团共同出资组建“成都水井坊有限公司”，两者分

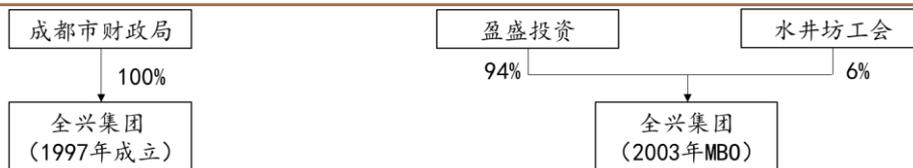
别持股 95%、5%。

2.1.2. 母公司全兴集团（水井坊集团）的私有化及外资化过程

一场私有化全兴集团的 MBO 运作。全兴集团成立于 1997 年 9 月，原始股东为成都市财政局。2002 年 11 月 6 日，以杨肇基、陈可、黄建勇等 18 名自然人为代表的全兴集团母子公司管理团队合计 123 名成员，通过自筹资金的方式，设立了成都盈盛投资控股有限公司（下称“盈盛投资”）。

2003 年 1 月，针对全兴集团的 MBO 揭开面纱，成都市财政局将所持全兴集团全部股权分别转让给盈盛投资 67.7%、全兴股份（水井坊）工会 12.3%、深圳市矢量投资发展有限公司 20%。此后通过一系列股权收购运作，最终形成盈盛投资持有全兴集团 94% 股权，水井坊工会持有全兴集团 6% 股权的结构。

图 7：全兴集团 MBO 私有化前后股权结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

帝亚吉欧分四次全面收购全兴集团，实现对上市公司的间接控股。2006 年至 2013 年，帝亚吉欧全资孙公司 Diageo Highlands Holding B.V.（下称“DHHBV”）分四次向盈盛投资、全兴股份工会收购，实现 100% 控股全兴集团，间接持有公司 39.71% 的股份，同时全兴集团更名为“四川成都水井坊集团有限公司”（下称“水井坊集团”）。

表 1：帝亚吉欧收购全兴集团过程

收购时间	原股权持有方	收购股份	支付对价	完成后持股比例
2006 年 12 月 11 日	盈盛投资	43%	5.17 亿	43%
2008 年 7 月 28 日	四川水井坊股份有限公司工会	6%	1.4 亿	49%
2011 年 7 月 4 日	盈盛投资	4%	0.14 亿英镑	53%（实现控股）
2013 年 7 月 23 日	盈盛投资	47%	2.33 亿英镑	100%

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：持股比例为帝亚吉欧系持有全兴集团的股份比例。

2.1.3. 帝亚吉欧直接增持上市公司，巩固酒业控制权

帝亚吉欧再次增持上市公司股份。为提高帝亚吉欧对水井坊的持股比例，巩固控股权，帝亚吉欧全资孙公司 Grand Metropolitan International Holdings Limited（下称“GMIHL”），于 2018 年 7 月 13 日至 2018 年 8 月 11 日、2019 年 3 月 5 日至 2019 年 4 月 3 日期间，两次通过要约收购的方式，分别以 62 元/股、45 元/股的价格，向除水井坊集团及 DHHBV 以外的水井坊股东依次收购 20.29%、3.14% 的股份。完成后，帝亚吉欧系对水井坊股份公司的持股比例达到 63.14%，至此，控股股东对上市公司的持股结构基本进入稳定阶段。

表 2：帝亚吉欧通过 GMIHL 要约收购水井坊至持股 63.14%

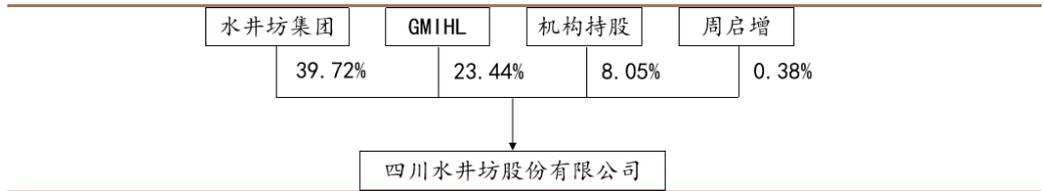
收购时间	收购价格	收购前持股比例	收购后持股比例
2018.07.13-2018.08.11	62 元/股	39.71%	60%
2019.03.05-2019.04.03	45 元/股	60%	63.14%

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：持股比例为帝亚吉欧系持有水井坊股份公司的比例。

帝亚吉欧成为实际控制人，股权结构集中。截至 2023 年 9 月 30 日，公司控股股东为水井坊集团，实际控制人为帝亚吉欧，持股比例为 63.16%，其余为机构及社会公众持股。

图 8：股份公司前十大股东持股结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：部分持股比例较 2019 年要约收购后有小幅变化系公司于 2019、2021 年两次回购股票所致。

2.2. 帝亚吉欧时代换帅频繁，战略及政策波动影响阶段业绩

总经理更换频繁，业绩考核为主要导向，外管理风格鲜明。与过去总经理一职长期稳定形成鲜明对比，自帝亚吉欧入主，2010 年第一位外籍总经理柯明思任职以来，公司已经历六任总经理的管理，其中除危永标来自另一国际洋酒巨头保乐力加外，其余历任总经理均来自帝亚吉欧体系内，均拥有丰富的外资企业任职背景，在任职以前均担任过其他公司总经理，专业领域集中但不仅限于销售，任期大部分在 3 年以内，公司管理层用人制度具有鲜明的外资风格。

表 3：帝亚吉欧入主前后历任总经理任期及履历

历任总经理	任职日期	离职日期	履历背景
黄建勇	2000/5/1	2008/3/28	曾任全兴酒厂副厂长，水井坊公司董事长、营销公司总经理。
王仲滋（代行）	2008/3/28	2010/3/17	曾任全兴销售公司总经理，水井坊公司副总经理、常务副总经理，曾代行公司总经理职责。
进入帝亚吉欧时代			
柯明思（Kenneth Macpherson）	2010/3/17	2013/3/15	历任帝亚吉欧子公司总经理、商务总监、区域总经理、总裁，曾任水井坊公司经理、全兴集团副董事长。
大米（James Michael Rice）	2013/3/15	2015/9/30	历任金伯利财务经理、分公司总经理兼厂长，达能酸乳酪总经理、达能饼干销售总监、泰森食品区域总裁、荷兰 CSM 区域 CEO，曾任水井坊公司、集团董事、总经理。
范祥福	2015/10/5	2019/7/1	历任嘉士伯大理啤酒总经理、中图节能科技总经理、伟志控股采购总监。曾任帝亚吉欧新加坡 PTE 公司董事、水井坊公司总经理，现任水井坊公司董事长。
危永标	2019/7/1	2020/9/18	历任保乐力加董事总经理、行政副总裁，曾任水井坊总经理。
朱镇豪（代行）	2020/9/22	2021/7/1	曾任帝亚吉欧分子公司总经理，水井坊公司副董事长、总经理。
朱镇豪	2021/7/1	2023/2/25	
艾恩华（Mark Anthony Edwards）（代行）	2023/3/1	至今	历任联合利华区域品牌经理、帝亚吉欧区域市场创新总监、品牌总监。现任水井坊公司代总经理。

资料来源：公司公告，德邦研究所

帝亚吉欧来自英国，是全球领先的高档酒业集团，位列世界 500 强，业务横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒三大品类，旗下知名品牌包括尊尼获加、珍宝、百利、健力士等，作为全球化企业，帝亚吉欧业务遍及 180 多个国家和地区，拥有先进、科学的企业管理理念与方法。

帝亚吉欧的到来，无疑给水井坊公司带来了国际化视野、现代化的管理体系和经验。在帝亚吉欧的帮助下，公司在产品质量控制、创新研发、风险防范、公司治理等多方面有了显著提升。另外，双方还在新品商务开发、国际销售产品包装再设计、消费市场调研及酒体设计上开展了持续、广泛和深入的合作。

表 4：帝亚吉欧对水井坊的改造

角度	优化与提升
防范风险与危机	建立了企业风险评估与危机管理体系，梳理各项制度，为企业长期持续发展打下体系基础。

生产管理	引入 5S 现场管理模式，加强系统化生产，保障生产秩序有条不紊，改善生产环境。
质量控制	建立包材检测中心，并对酒体检测中心设备进行升级以提升检测能力，同时严格执行国家标准和国际蒸馏酒标准“双重检测”，内外兼修提升产品品质。
供应采购	双方密切合作，优化供应商选择，同时根据国际包材标准要求，帮助供应商建立符合国际出口标准的包材生产制度，为公司获得优质包材，缩短包材供应周期提供了必要保障，也为公司试水国际化道路做了供应端准备。

资料来源：公司公告，德邦研究所

另一方面，由于不同管理人员在战略间的侧重点有所不同，一定程度上也影响力水井坊在市场、渠道政策执行上的稳定性和连贯性。算上目前代行总经理一职的艾恩华总，帝亚吉欧入主后，公司已经历过六位总经理的执掌，他们在对白酒市场的看法、战略方向的选择、业务经营的重点等方面意见并不完全相同，因此对外呈现出的战术、决策也有所差异。以下为帝亚吉欧入主前后，历任总经理在任期间，对公司经营的主要贡献：

黄建勇时代（2000-2008 年）：水井坊高调出世，品牌打造、市场开拓另辟蹊径，黄金十年高歌猛进。2000 年 5 月出任公司总经理，打造高端白酒品牌水井坊，初代水井坊产品以高于茅台、五粮液的价格上市，成为中国第一高价酒，借力足球队出圈，为“水井坊”品牌扬名，创造了白酒营销的典范。在董事长杨肇基、总经理黄建勇的共同带领下，2003-2008 年公司酒类业务收入一路稳健快速增长。

柯明思时代（2010-2013 年）：第一位帝亚吉欧系高管，不断推动企业综合管理水平提高。柯明思总经理在任期间，对生产质量、内控、人力、绩效、行为准则等方面进行了内部改革，运用其在国际化企业的经验，赋能水井坊公司综合管理。同时他也非常看重水井坊在国际市场的潜力和拓展，多次在公开场合强调，希望在 5 年内将国际市场的销售占比提升至 40%。柯明思作为第一位来自帝亚吉欧体系的总经理，他的任职标志着帝亚吉欧正式入主帝亚吉欧后，开始逐步引入自己的高管团队。

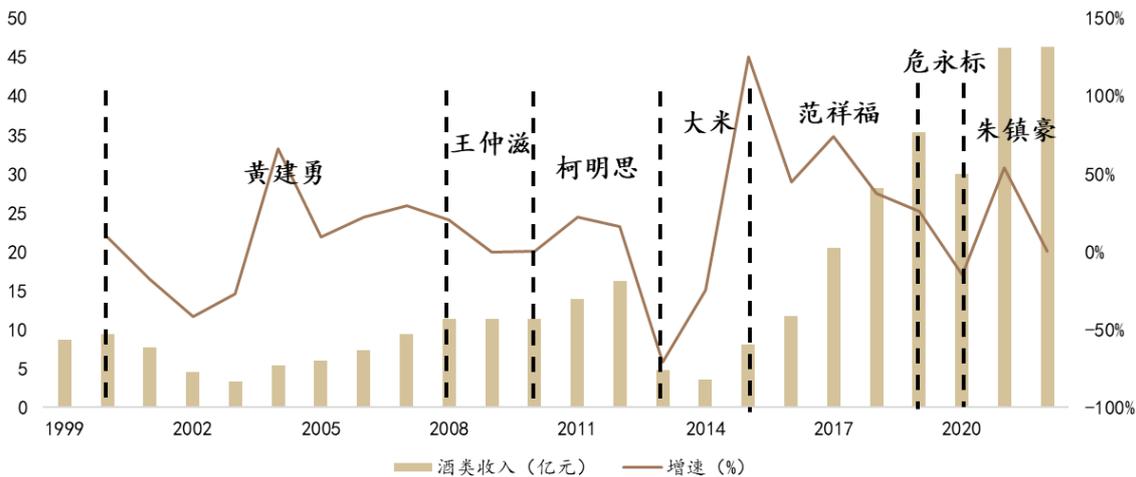
大米时代（2013-2015 年）：行业调整期受损严重，渠道改革难挡下滑。三公消费、八项规定落地执行，对高端白酒打击尤其惨重，而主打高端路线的水井坊，产品矩阵单一带来的问题暴露无遗。此时，五粮液、老窖纷纷降价保市场，但大米坚持高端白酒不降价，在库存积压的压力下，北京、四川、武汉、广东四个区域的省代于 2013 年退出合作，公司无奈接手当地市场，自建营销团队推行扁平化直营。尽管公司推出相对价格更低的臻酿 8 号，积极推进掌控终端，一时间仍然无法力挽狂澜，大米任职的三年内，公司酒类业务收入大幅下滑。

范祥福时代（2015-2019 年）：大刀阔斧改革，带领公司走出困境。范总在任期间，根据过往在啤酒行业积累的丰富经验，对水井坊进行了多方位改革：1) 产品：确立以臻酿 8 号、井台、典藏为核心单品；2) 渠道：回归总代模式，但对省代模式进行升级，提出“新省代模式”，增强厂家对终端的掌控，推出“核心门店”项目；3) 市场：聚焦核心市场，采用“蘑菇战术”，以点带面扩张；4) 品牌：定位调整为“600 年，每一杯都是活着的传承”，强调水井坊品牌文化底蕴深厚。伴随行业恢复、新一轮周期上行，范总相对温和的渠道扁平策略效果显著，公司酒类业务收入也迎来一轮快速增长。同时，范总的任职，也标志着帝亚吉欧开始起用本土职业经理人。

危永标时代（2019-2020 年）：重视市场秩序，帮扶渠道平稳度过疫情。疫情期间，危总带领水井坊启动生意复苏计划，严格控制发货节奏、调整经销商和终端考核目标等措施，减轻渠道现金流压力，帮扶下游渠道平稳度过疫情困难期，保障了渠道和市场的有序、良性发展，也帮助水井坊快速从疫情中恢复过来。但疫情的严重影响，公司选择良性发展等因素，也导致了 2020 年上半年公司收入下滑严重。

朱镇豪时代 (2020-2023 年)：不同于此前空降总经理，朱总在代行总经理一职以前，已兼任水井坊 5 年董事、1 年副董事长，对公司业务经营较熟悉。朱总任期内同样对公司做了几方面改革：1) 将高端战略具体化：将典藏、菁翠从原有产品体系中独立出来单独运作，对外牵头经销商组建高端销售公司，对内成立高端化事业部；2) 产品：升级井台、典藏两大核心单品，通过“一号菌群”讲好品质故事；3) 品牌：加大各类以体育运动为主的活动营销，包括网球、乒乓球、冰雪运动、劳力士大师赛等，面向中高端消费人群持续做圈层；4) 合作伙伴：主动示好，进一步提升与经销商、政府、协会、媒体的关系，重启产地市场；5) 激励：再次推出回购股份计划，充分调动员工积极性。

图 9：水井坊历任总经理任职期间公司经营情况



资料来源：公司公告，长江酒道，酒业家微信公众号，德邦研究所

2.3. 主要高管多来自帝亚吉欧，新总经理有望带来新的发展机遇

主要高管多来自帝亚吉欧体系，目前，范祥福卸任总经理后仍担任公司董事长，朱镇豪于 2023 年离职后，艾恩华代任总经理一职。目前高管阵列中，除董秘田总外，其余高管包括董事长、总经理、财务总监，均来自帝亚吉欧体系，公司现阶段高管体系仍体现出股东帝亚吉欧对公司的强管控。

公司具体经营事务主要由总经理负责，艾总十分重视品牌打造、氛围渲染，围绕品牌高端化持续加大投入，同时，在渠道、消费者培育、产品等方面继续强化、聚焦。

根据公司 8 月 28 日最新公告，因新任总经理的聘任工作仍在推进中，为保证公司经营工作的正常进行，公司董事会同意艾恩华先生自 2023 年 9 月 1 日起继续代行使公司总经理职责，期限预计约六个月，后续公司董事会将按相关规定尽快完成新任总经理的聘任工作。

我们认为，公司此次选聘新任总经理，意在将白酒主业继续做大做强，后续新任总经理到任后，有望给公司带来新的生机和发展机会。在选聘期间，艾总将继续代行总经理的职责，带领公司稳中向上顺利度过过渡期。

表 5：水井坊现任高管一览

姓名	职务	任期起始日期	职责内容
范祥福	董事长	2018 年 6 月 7 日	◇ 历任嘉士伯大理啤酒总经理、中图节能科技总经理、伟志控股采购总监。 曾任帝亚吉欧新加坡 PTE 公司董事、水井坊总经理。 现任水井坊董事长。
艾恩华	总经理	2023 年 3 月 1 日	◇ 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。 现任水井坊代总经理。

朱镇豪 (离任)	总经理 (离任)	2021 年 7 月 1 日	曾任帝亚吉欧分公司总经理, 水井坊副董事长、总经理。 ◇ 历任帝亚吉欧中国区高级财务经理、高级绩效管理经理、财务总监, 水井坊财务副总监、代董秘。
蒋磊峰	副总经理、财务总监	2020 年 9 月 1 日	◇ 历任全兴销售公司业务一部经理, 水井坊董秘助理、证券事务代表、董事办主任。 现任水井坊董事、财务总监。
田冀东	董事会秘书	2022 年 4 月 23 日	现任水井坊董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3. 高档酒占比领先行业, 高端化战略坚决推进

3.1. 品质密码“一号菌群”, 高档酒占比超 95%

水井坊酒以老窖菌群为根本, 以高粱、大米、糯米、小麦、玉米五种粮食为原料, 采用泥窖固态发酵, 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, 成为中国浓香型白酒的典范。

1998 年, 水井街酒坊科学考古, 从窖泥中分离出的“一号菌群”成为了滋养水井坊 600 余年生生不息的独特品质密码。2023 年 9 月 1 日, 水井坊“生生不息 600 年·活态传承 发展未来”大会在成都举行, 现场发布了“一号菌群”最新的阶段性科研成果, 此次科研借助先进的基因测序方法, 深入到更精细的层面, 从水井坊窖池中鉴定出超过 25 万个功能基因、近 4000 种微生物, 发现潜在新微生物 103 种, 含有 37 条独特的生香代谢通路, 这些对于形成水井坊酒的风味和品质意义重大。

图 10: 水井坊发布一号菌群最新阶段性科研成果



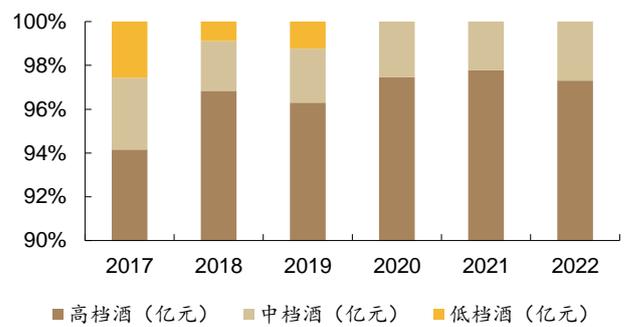
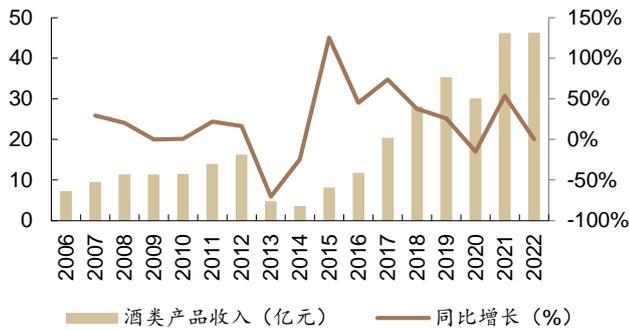
资料来源: 澎湃新闻, 德邦研究所

公司按产品档次, 主要分为高档酒、中档酒、低档酒, 高档主要为水井坊品牌系列, 中档主要为天号陈、系列酒, 低档主要包含基酒销售, 2019 年后已不再产生基酒销售。

自从全兴品牌剥离后, 公司产品全面聚焦水井坊品牌, 产品矩阵集中于次高端及高端, 故公司高档酒收入占比较高, 2018-2022 年间, 高档酒收入占比始终维持在 96%-98%, 中档酒收入占比则在 2%以内。

图 11: 水井坊酒类产品收入规模及增速

图 12: 水井坊高中低档酒结构占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

资料来源：公司公告，德邦研究所

3.2. 升级、聚焦核心单品，坚定不移谋求高端化

目前，公司生产的白酒产品主要有水井坊元明清、水井坊菁翠、水井坊典藏、水井坊井台、水井坊臻酿八号、水井坊井台珍藏（龙凤）、水井坊鸿运、水井坊梅兰竹菊、小水井、天号陈等。其中，水井坊菁翠、水井坊典藏、水井坊井台、水井坊臻酿八号是公司核心产品。

表 6：水井坊主要产品信息一览

产品	上市时间	规格	酒精度	零售指导价 (元)
菁翠	2017 年 11 月	500ml	52% vol	1999 元
典藏	2003 年	500ml	52% vol 38% vol	1399 元 999 元
井台	2000 年	500ml	52% vol 38% vol	808 元 768 元
臻酿 8 号	2013 年 12 月	500ml	52% vol 42% vol 38% vol	528 元 498 元 488 元
天号陈帝王黄	2022 年 10 月	500ml	52% vol 42% vol 38% vol	268 元 258 元 248 元

资料来源：公司官网，卖酒狼圈子，酒业家微信公众号，每日经济财经，网易酒香，德邦研究所

3.2.1. 臻酿 8 号大获成功，高端品牌飞入寻常百姓家

遇行业寒冬推出臻酿 8 号，水井坊走上大众化之路。水井坊以高端酒出世，2013 年遇行业调整，坚持高端定位不降价，但为了适应市场需求，水井坊引领高端白酒向消费本质回归、向大众回归、向多元价值回归，于是年 12 月推出定位家宴的“水井坊·臻酿 8 号”，推出时零售价定位 428 元，主要针对“自买自用”市场，以“大家臻酿，大家共享”的理念走向市场、走向大众，是当时高端受损严重的环境下，水井坊回归主流价值用酒的体现，也是水井坊大众化之路的开端。

“臻酿八号”出自国家级非物质文化遗产“水井坊酒传统酿造技艺”代表性传承人赖登辉之手，由赖登辉亲自精选提取水井坊博物馆八号窖池国宝级窖泥，接种扩大培养，所酿酒体于“窖香隽永、陈香郁郁、幽雅细腻、回味甘润”的特色基础上，更具有绵润、柔滑、净爽的独特魅力。

臻酿 8 号借力水井坊一贯以来留给消费者的高端印象，凭借自身过硬的品质、精美的包装设计、超高的性价比，上市后快速扩张，表现亮眼。在臻酿 8 号的大力贡献下，公司高档白酒（水井坊品牌）逐年快速增长，从 2016 年营收刚过 10 亿，到 2019 年规模接近 35 亿，而后又于 2021 年突破 45 亿营收规模，真正跑

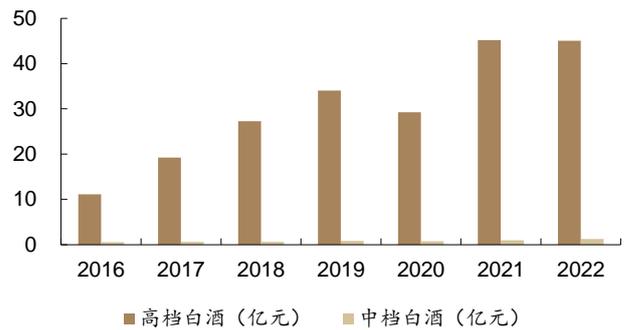
出了“臻酿8号速度”。

图 13：走向大众消费的水井坊·臻酿8号



资料来源：美酒招商网，德邦研究所

图 14：2016 年以来水井坊品牌收入快速增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：高档白酒为水井坊品牌产品，中档白酒为天号陈、系列酒。

3.2.2. 2016 年后战略聚焦高端，推出典藏、菁翠彰显品牌发展决心

行业迎来机遇，水井坊决心聚焦高端化战略。2016 年开始，行业逐渐走出低谷，水井坊迅速调整企业战略，清晰品牌定位，持续聚焦高端，打出推新、升级、提价等“组合拳”，围绕产品体系全方位优化。

陆续推出高端典藏大师、超高端菁翠，上延完善产品矩阵。2017 年 3 月，公司在清理旧品库存大约半年以后，重新推出水井坊·典藏大师版，定价 899 元，臻选有推荐高端产品能力的门店，为销售点和商家带来更好的利润空间，制定较大力度的宴席支持政策，通过品牌拉力和渠道推力共同促进销售。典藏大师的推出是公司聚焦高端的第一次试水，进入市场以后，消费者普遍对酒质、口感较为认可，加上政策支持和宴席返利，试销阶段已被大多数经销商烟酒店看好。

在典藏大师试水获得正向反馈后，公司于 2017 年 11 月 19 日，再次推出更高端的水井坊·菁翠，定价 1699 元，在水井坊销售氛围较好、消费能力较强的广州等市场进行点状布局，精选部分有能力销售超高端产品的核心门店，启动小规模“菁英私宴”项目来进行品鉴和团购，通过核心人群的品鉴会拉动销售，同时向水井坊的 VIP 客户渠道销售。

相继推出典藏大师和菁翠，彰显了水井坊重回高端阵营、提高品牌发展质量的决心。同时，典藏大师和菁翠的重磅推出，也意味着至此，水井坊品牌针对不同核心消费人群、聚焦核心价格段，已成功构建起完整的从低到高依次为臻酿 8 号、井台、典藏大师、菁翠的产品结构体系。

图 15：2017 年 4 月典藏大师上市发布会



资料来源：消费时报，德邦研究所

图 16：2017 年 11 月菁翠上市发布会



资料来源：酒说微信公众号，德邦研究所

补充有针对性的单品，对优势价位饱和式占领。在拉高品牌价格天花板后，水井坊于 2019 年相继推出 8 号、井台系列概念单品，包括针对九个省份推出的专属区域装“水井坊井台丝路版”、针对婚宴市场推出的“臻酿 8 号禧庆版”、将川酒与区域消费特色相结合推出的“水井坊井台 12”等。此次对次高端价位带的加码，是利用了典藏、菁翠上市留下的价格空间，夯实了次高端产品矩阵，同时对水井坊优势价格带完成了饱和式占领，加深了水井坊品牌的消费群体基础。

图 17：井台丝路版上市发布会



资料来源：澎湃新闻，德邦研究所

图 18：臻酿 8 号禧庆版上市发布会



资料来源：微信微信公众号，德邦研究所

3.2.3. 典藏、井台升级，酒体、包装、渠道、定位等全方面优化

2021 年，水井坊提出“产品升级创新、品牌高端化、营销突破”三大策略，围绕这三大策略，水井坊公司先后对典藏、井台这两个核心单品进行了升级。

2021 年 9 月 9 日，水井坊“典藏”升级发布，52° 和 38° 新典藏零售指导价分别定价 1399 元/999 元，较老版典藏大师零售指导价分别上涨 200 元/100 元。为匹配价格价值提升，新典藏在过去典藏大师的基础上升级了酒体和口感，由此延展出新的口感关键词“陈香圆润”，同时做了包装升级，运用琥珀金和宝藏蓝的结合，传承了水井坊一贯的美学优势，体现稀缺性和高级感，从酒体到包装，由内而外构建起了一套全新的高端表达体系。

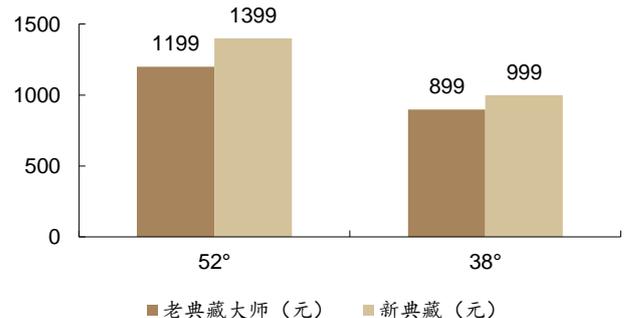
此次典藏升级，是继 8 月 18 日水井坊高端酒销售公司成立后，水井坊配套打出的产品举措，在推出之前对典藏系列产品已进行 3 个月停货去化库存。由于典藏定位高端，走传统大商渠道有局限性且不够聚焦，为此公司组建了高端酒销售公司，独立负责典藏销售，类似于国窖专营公司、内参销售公司的模式，以经销商参股的方式经营，进一步加强了渠道的专业性和积极性，是公司在产品、营销模式上的同步创新，也象征着典藏以更规范的方式再一次走入市场。

图 19：水井坊典藏升级发布



资料来源：酒业家微信公众号，德邦研究所

图 20：新典藏建议零售价提高



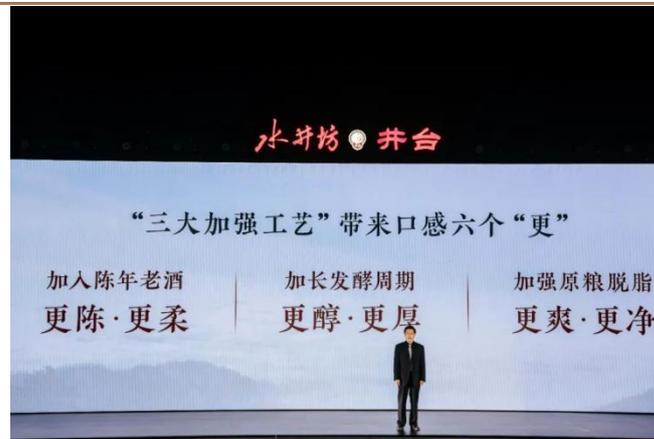
资料来源：中国商报，时代周报，中华网酒业，公司官网，德邦研究所

井台是水井坊品牌的开山之作，“一独双香”的特色成就了经典井台的高品质地位，指的是以水井坊古窖独有的“一号菌群”为基础，由水井坊第七代传承人赖登辉大师结合水井坊传统酿造技艺，进行“双香”工艺创新，将“一号菌群”自然酿酒的醇甜和“双重蒸馏”择优提香带来的醇厚巧妙融合平衡，成就了经典井台的高品质。

井台的此次升级是一个重要的里程碑，是全方位的升级，是一个系统的工程，是既定“产品战略”升级的执行。

站在经典井台的优良品质之上，新一代井台通过独特工艺实现品质再升级。新一代井台基于传统的“一独双香”，通过“三加”工艺，发挥出了“六更”品质特点。“三加”具体包括：1) 加入更多优质老酒，在增强酒体饱满度和丰富层次感的基础上，让口感更陈、更柔；2) 加长发酵时间，促进优质糟醅中的香味成分大量生成，使酒体的香味更醇更厚；3) 加强原粮脱脂工艺，通过对玉米脱胚，去除多余脂肪，保证发酵充分的同时，减少原酒中杂味物质的含量，使得品饮时更加净爽。总体来说，水井坊十分重视此次井台产品升级，投入了大量研发，在产品品质端做出了全面的提升，给市场交出了一份更完美的答卷。

图 21：新一代井台品质全面提升



资料来源：微酒微信公众号，德邦研究所

除了品质升级的核心外，同时还配套了价格升级、包装升级和营销升级等系统工程。

1) 价格升级：52° 新一代井台建议零售价 808 元、38° 建议零售价 768 元，较老版井台建议零售价均提高 70 元/瓶，更高的定位意在加码 500-800 元这一市场扩容最为明显的价格带。

2) 包装升级：新一代井台以立体全息图景呈现的天府宝地山川风物、瓶底焕新的烧画图等，利用前卫的包材新工艺彰显了美学的迭代，也体现了水井坊一脉相承绵延不断的传承和创新故事。

图 22：新一代井台建议零售价提高（单位：元/瓶）

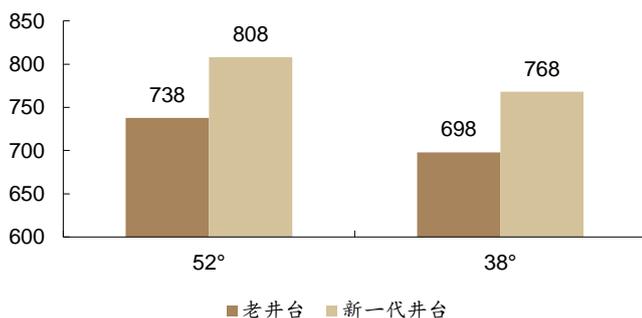


图 23：新一代井台包装升级



资料来源：每日经济新闻，时代周报，德邦研究所

资料来源：微酒微信公众号，知酒网，德邦研究所

3) 营销升级：水井坊在本次活动“官宣”了成为 WTT 世界乒联全球顶级合作伙伴，以“国球”IP 为新一代井台赋能，强调国之概念的同时，加强在国际范围内的影响力。同步推出“世界乒联大满贯好礼‘码’上赢”活动，消费者购买新一代水井坊·井台即可获奖，奖品包括世界乒乓球职业大联赛（WTT）主题双人游、WTT 水井坊纪念品、新一代井台品鉴酒以及微信红包等奖品。

图 24：新一代井台导入扫码红包奖励



资料来源：微酒微信公众号，德邦研究所

3.2.4. 重新推出天号陈，参与大众白酒升级

经历过本轮疫情，100-300 元价位大众用酒的需求韧性强、抗风险性更强的特征明显体现，此外，疫情给部分群体带来了收入影响，《2021 年中国白酒消费洞察报告》显示，100-300 元是唯一一个消费者在线上线下“最常购买”占比均超过 40%的白酒价格带。

基于如上所述的白酒消费现状，水井坊公司决定重新推出天号陈，定价 268 元，尝试发力 100-300 元价位带，并升级产品名为“天号陈·帝黄瓶”。尽管在市面上的声量不及臻酿 8 号、井台等产品，但“天号陈”品牌实际上已推出超过 20 年，过去仅与核心伙伴在部分区域市场上小范围运作。“天号陈”品牌名称源自铭刻于全国重点文物保护单位水井坊酒坊遗址出土的清代青花瓷盘之上，相传是清朝年间酿酒大师王氏兄弟选址水井坊，创“福升全”酿“天号陈”，是水井坊酒传统酿造技艺代代传承的核心资产之一。

帝黄瓶“天号陈”与水井坊品牌核心产品一脉相承、同宗同源，水井坊酿酒大师通过独特的调香手法，融合丰富多粮香，平衡糟味，在传统高粱的醇香之上，更显玉米之甜香、小麦之麦香、大米之饭香，形成了“四香合一”的特征，带来了全新升级的口感体验——醇、绵、厚、甘、爽，形成了“五味天成”的口感。

图 25：天号陈·帝黄瓶



资料来源：卖酒狼圈子微信公众号，德邦研究所

此次针对“天号陈”的升级推新，是确定三大策略以来，继典藏、井台之后的第三次产品升级。我们认为天号陈面向市场，同时具备渠道优势、品牌高度优势、消费者认知优势、性价比优势，有望成为公司除水井坊品牌以外的又一条增长曲线，让公司能够更好参与本轮大众白酒的消费升级，助力水井坊品牌培育更广的消费“塔基”，帮助公司构建更强大的抗风险体系。

4. 总代制到高端销售公司，积极探索渠道创新

4.1. 新总代制相对温和，核心门店项目树立行业典范

4.1.1. 得失皆由总代制，渠道模式逐步完善

公司以传统总代模式起家，2012 年以来不断推进渠道改革，按渠道模式大致可以分为四个阶段：

1) 2012 年及以前：采取单一省区总代制，即某省份选取一家总经销商，负责水井坊在该省范围内全部销售。总代制曾为水井坊跻身白酒高端品牌立下汗马功劳，但随着区域总代经营规模日益壮大，话语权增强，渠道深耕、市场下沉、终端把控、消费者培育、费用投放、厂商关系等问题也日益尖锐。

2) 2013-2015 年：迫于四川、北京、武汉、广东省代的退出，公司在当地市场转为厂家直营，这个阶段最终形成了总代、直营、与帝亚吉欧合作这三种渠道模式并存的局面，但短时间对渠道进行大力度的变革，不仅投入大、行业低谷期改革效率低下，也导致了经销商反应强烈，市场出现一定程度的混乱，当时的水井坊并不完全适用这样的改革猛药。

3) 2016-2020 年：改革方向从产品端向营销端转变。回归总代制，打消合作伙伴的疑虑，但对原总代制进行改革，在部分市场推行新型总代模式，借鉴啤酒行业，强调销售团队服务和管控市场终端，有利于公司对白酒产品价格做好管控，保障价格体系稳定的同时做好销售。

4) 2021 年至今：在两种总代制并行的基础上，为更专业化运营高端产品水井坊·典藏，公司对内成立高端品事业部，对外牵头经销商共同组建高端白酒销售公司，销售典藏及以上产品。

图 26：水井坊渠道模式变迁



资料来源：公司公告，微酒，酒说，华夏酒报微信公众号，德邦研究所

目前，公司形成了“传统总代+新型总代+高端品运营公司+新兴渠道”四种销售模式相结合的渠道运营状态。其中，新兴渠道运营模式主要包括电商渠道、团购渠道。

电商渠道方面，公司交付产品给运营商，运营商负责线上开店及日常运营，公司负责电商平台的价值链管理，减少、防止出现低价窜货行为，避免新兴渠道成为传统渠道的泄水池，并与运营商共同做好平台上的相关活动。

团购渠道方面，公司持续开发团购客户并精细化管理，同时由公司牵头，举办品鉴会、品牌行等活动，开发团购客户，促使团购客户产生购买意向，而后交由经销商或门店维护。

4.1.2. 传统总代 VS 新型总代，温和扁平化

2016年4月，水井坊新型总代模式落地，宣告公司重新回归总代制，与过往单一总代制不同的是，此次实行的是传统+新型两类总代并行的制度。

传统总代：以一省或多省为单位，由公司指定某一经销商作为公司的合作伙伴，在区域内独家代理公司产品销售。在区域内，省代根据与公司签订的合作计划，按公司要求发展产品销售网络和销售事务，加强对终端的服务和管理。公司在当地区域的市场动作主要由该总代执行。传统总代制下，总代有丰富的客户资源，可以快速在当地铺开，但酒厂对终端掌控较弱。

新型总代：公司负责一线市场管理，在新总代区域派出省区经理，相应完善销售团队、增加人手配备，开拓并掌控终端，加强对终端的服务和管理，而总代则作为销售服务平台负责销售后端的各项工作，包括订单处理、物流、仓储、收款等工作，较传统总代模式更偏配送商角色，酒厂对当地市场的把控能力更强，同时招商也由厂方负责。新型总代制下，总代降低了其招商成本，酒厂则增强了对终端的控制力和感知力，为之后更细致、更先进的终端运营模式和C端战略布局奠定了基础。

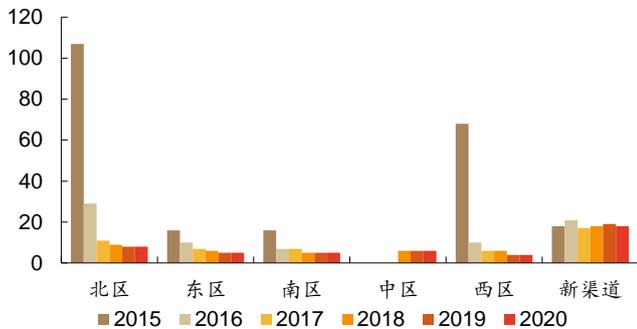
表 7：传统总代制 VS 新型总代制

	传统总代制	新型总代制
销售范围	一省或多省	一省或多省
厂方职责	生产、制定任务	招商、终端开发管理、市场管理
总代职责	前端销售、终端开发维护、市场管理	订单处理、物流、仓储、收款
核心区别	总代销售前后端一体化	剥离销售前端由厂方负责
优势	新品快速导入市场、市场发展迅速	政策执行力高、市场价格稳定、厂方对市场及终端的控制力感知力更强、费用落地更精准、保障渠道利润、市场下沉
劣势	厂方对终端的把控弱	厂方投入较高

资料来源：公司公告，酒业家微信公众号，界面新闻，糖酒快讯微信公众号，德邦研究所

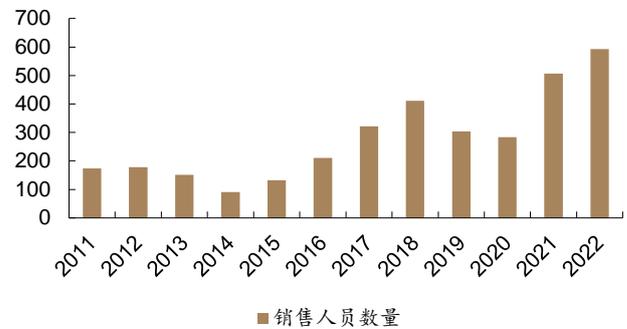
2016 年为新型总代模式改革第一年，各大区期末经销商数量大幅缩减，尤其是北区、西区、南区，期末经销商数量减少 50% 以上，回归总代模式推进有力，成效显著。但同时，新总代市场由水井坊的团队对终端进行开拓与维护，这要求公司在当地有较为完善的销售团队，从公司销售人员数量可以看出，自 2014 年起，销售人员数量从 91 人快速增长到 2018 年 411 人，公司快速扩建完善销售团队，以匹配新总代市场维护的需要，到 2022 年，公司销售人员达到 593 人。

图 27：水井坊各大区期末经销商数量



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 28：水井坊销售人员数量



资料来源：公司公告，德邦研究所

我们认为相较于直接在当地市场扁平化，新总代模式在保障了总代利益的情况下，同时实现了酒厂对当地市场、终端的把控，改革相对温和灵活，厂商双方都容易接受，故改革能够顺利推行。

实际结果来看，2016 年以后推行的新总代模式，重新平衡了销售端的利益，提高了水井坊对于销售终端的掌控能力，对公司及时掌握市场信息变化，有的放矢投放资金资源等都起到了积极的作用，实行新总代模式的市场业务增速高于全国市场平均增速，收效良好。

新总代制推行至今，全国大部分市场已实行新总代制并完成相应的市场调整，未来，公司预计将在坚持总代制的基础上，坚定不移推进渠道扁平化，持续强化核心门店。

4.2. 核心门店的先行者，七年来不断迭代优化

与“新省代”模式配套的是“核心门店”项目。2016 年 5 月开始，水井坊正式推广“核心门店”项目，即为核心门店 1.0 版本，在全国各地，只要有水井坊销量的地方，都力争布局核心门店，只要符合水井坊年度销售额要求的门店，都有机会加入水井坊的“核心门店”计划。

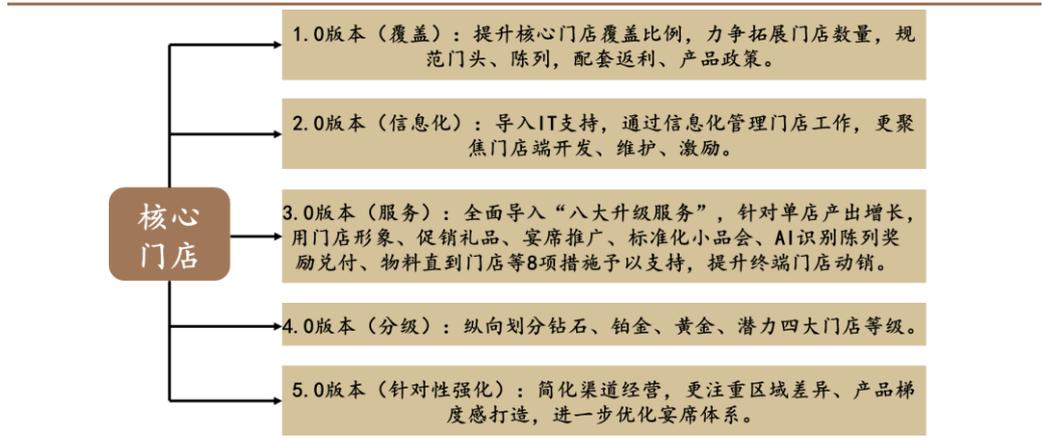
核心门店 2.0: 2017 年推出核心门店 IT 支持，通过信息化系统对门店工作进行管理，更加聚焦于门店端的开发、维护、激励。同时，进一步提高了核心门店的覆盖比例，完善了核心门店的执行方案。公司也在相应市场增加销售人员，以加强对门店的细化服务并使公司对市场变化做出快速反应。

核心门店 3.0: 面对日趋激烈的“终端争夺战”全面导入“八大升级服务”，针对单店产出增长，用门店形象、促销礼品、宴席推广、标准化小品会、AI 识别陈列奖励兑付、物料直到门店等 8 项措施予以支持，一整套“组合拳”始终围绕提升终端门店动销服务，不同于大部分酒企仅重视利益配给，水井坊更关注的是门店自身业务的拓展，并全力助推门店的生意，想办法帮助门店加强动销。

核心门店 4.0: 纵向划分钻石、铂金、黄金、潜力四大门店等级。

核心门店 5.0: 在渠道经营上进行简化，更加注重区域化差异和产品间的梯度感，并进一步优化宴席体系，同时推行区域化、品牌化细分的消费者激励体制，对宴席等高端场景进行赋能。

图 29：水井坊“核心门店”项目迭代升级



资料来源：酒说，微酒，酒业家等微信公众号，德邦研究所

核心门店项目的开展，对水井坊的新一轮高增长起到了至关重要的作用，也是实行新总代模式市场快速成长的重要原因。

4.3. 成立高端销售公司，绑定渠道利益加速高端化

2021年9月9日，水井坊“典藏”升级上市。以典藏为主要战略单品的高端产品，消费场景更集中于高端商务宴请，消费人群也定位高端商务人士，渠道打法自然区别于传统大流通，而是更侧重于团购、圈层，无论是新老总代模式，以传统渠道见长的经销商不能再用坐商的模式继续运作典藏及以上高端品。

因此，为更深入挖掘经销商背后的团购资源，公司借鉴了老窖、内参的成功经验，于2021年8月18日，由公司牵头、25名股东合资成立成都水井坊高端白酒销售有限公司，负责典藏及以上产品的运作与销售。组织构建上，25位股东来自水井坊24个省级市场的25家商贸企业，由四川总代新天丰集团董事长骆小蓉担任董事长，代表经销商一方利益，由高端品事业部总经理陈全担任总经理，在业务推进上实现厂商互相监督促进。

表 8：高端销售公司成立之初股东名录

入股经销商		
新疆福锦水酒业有限公司	广州盈香贸易有限公司	南昌市隆酒鑫商贸有限公司
安徽省黄海商贸有限公司	南京元合丰商贸有限公司	重庆宁朗酒业有限公司（后退出）
张家口杰诺商贸有限公司	河南云飞酒业有限公司	湖南新鸿基贸易有限公司
陕西锦翔酒业有限公司	南宁悦远商贸有限公司	天津润茂百盛酒类销售有限公司
四川省壹天丰商贸有限公司	山西华夏同源商贸有限公司（后退出）	内蒙古锦蒙天成商贸有限公司
石家庄航秀商贸有限公司	山东德仁宝真酒业有限公司	浙江华源商贸有限公司
昆明隆云经贸有限公司	武汉市康美副食品有限公司	北京歌德金创贸易有限公司（后退出）
吉林省柏晟酒业有限公司	厦门真旺进出口有限公司	甘肃锦欣翔商贸有限公司（后退出）
上海康联酒业发展有限公司		

资料来源：微酒微信公众号，德邦研究所

在具体运作方面，高端销售公司在产品定位、市场动作、团队组建等方面一一作出改变，围绕高端产品营销服务，主要有以下优化思路。

1) 产品定位：高端销售公司将聚焦典藏及以上产品，通过更好的、更落地的、更接近市场的或者说更符合高端消费场景的产品，去满足目标消费者的需求。

2) 市场动作：高端销售公司将承担品牌策略落地的责任，输出更多高质量的体验活动，为经销商提供更加灵活、更加深度、更加专业的服务，对高净值人

群进行高质量服务，使消费者理解、感受到水井坊高端产品的品质与文化。

3) 团队组建：通过组建独立的团队，不断优化产品价值链，确保客户的利益得到保障，并邀请表现优异、贡献较大的合作伙伴加入公司成为股东，共享品牌成长红利，有助于进一步拓展全国市场。

图 30：高端销售公司具体运作思路



资料来源：酒说微信公众号，人民资讯等，德邦研究所

为配合此次渠道改革创新、产品升级，水井坊公司也提前在市场层面做好了准备。2020年12月31日，52度典藏大师版建议零售价上调160元/瓶至1199元，38度典藏大师版建议零售价上调120元/瓶至899元。2021年6月1日，水井坊针对典藏系列，包括38度500mL典藏大师版及52度500mL典藏大师版进行了停货。通过一系列涨价、停货动作，在部分区域市场，典藏批价涨幅达到15%-20%以上，表现出强劲的市场成长性。

2022年9月23日，高端销售公司吸引了一批新的优质股东，完成了一次优质股东置换。2023年7月19日，水井坊高端白酒销售公司更名为“狮心典藏白酒销售有限公司”，新名字更为直接，从名称突出产品重心在于典藏。

表 9：狮心典藏白酒销售有限公司股东名录（截至 2023 年 11 月 28 日）

入股经销商（各家持股比例 8.70%）		
湖南新鸿基贸易有限公司	广州盈香贸易有限公司	四川省壹天丰商贸有限公司
入股经销商（各家持股比例 4.35%）		
南昌市隆酒鑫商贸有限公司	湖州中糖酒业有限公司（新加入）	南京元合丰商贸有限公司
石家庄航秀商贸有限公司	南宁悦远商贸有限公司	苏州狮心荟聚酒业有限公司（新加入）
昆明隆云经贸有限公司	武汉市康美副食品有限公司	聊城市华樽商贸有限公司（新加入）
河南云飞酒业有限公司	厦门真旺进出口有限公司	邢台福伟商贸有限公司（新加入）
上海康联酒业发展有限公司	安徽省黄海商贸有限公司	浙江华源商贸有限公司
张家口杰诺商贸有限公司	新疆福锦水酒业有限公司	

资料来源：iFinD，德邦研究所

水井坊高端销售公司的成立，让股东经销商除了赚取固有的销售产品产生的渠道利润以外，还能享受平台分红，深度绑定了厂商销售典藏等高端品的利益，以高额利润充分调动经销商积极性，成功挖掘经销商及大型终端背后的团购用酒需求，在全力推进高端化方面真正做到了厂商齐心协力。

对于厂方来说，通过组建高端销售公司，水井坊公司能够对经销商进行系统赋能，帮助经销商提升营销专业能力、市场执行力，帮助其建立市场竞争优势，有利于水井坊高端产品做大做强，同时这也是水井坊在渠道改革方面的又一次探索和深化，是公司高端化战略上“营销突破”的重要抓手。

5. 注重品牌打造，薪酬激励到位，全国化基础扎实

5.1. 体育+文化重点打造圈层营销，品牌造势持续推进

2017 年以来，水井坊在品牌宣传、圈层营销、终端体验打造等方面不断加强，打造多样化营销方式。在圈层营销方面，水井坊选择另辟蹊径，在体育、艺术文化领域重点打造，冠名冰雪大会、网球赛、WTT 世界乒联、《国家宝藏》等赛事或节目，并推出多款相应 IP 产品，扩大品牌影响范围，加强品牌影响力。在终端建设方面，水井坊再一次成为行业标杆，先后落地文化美学馆、白酒学坊，增强消费者互动体验，传播白酒行业知识，将水井坊深厚的文化品牌底蕴更全面、更立体表达出来。

5.1.1. 另辟蹊径专攻体育文化营销，推出相关领域 IP 产品

一次借足球的宣传策划，让水井坊品牌知名度迅速提升。2000 年 3 月 8 日，全兴集团（水井坊集团前身）发布，成立于 1993 年的四川全兴足球队更名为四川水井坊足球队，引发媒体持续一周的关注，水井坊凭借足球之名火速出圈，因此，水井坊（当时名为全兴）与体育事业的结缘，开始于创立之初。

多年探索下来，水井坊在体育营销方面已运营得更加多样化、精细化，目前主要在冰雪运动、网球、国球乒乓等领域积极参与、联合开展活动，其中冰雪、网球运动更多覆盖的是精英人群，对生活品质有较高的追求，是水井坊主要的目标消费群体，这一点也与水井坊的品牌定位相匹配。通过与高端精英人士的紧密互动，水井坊持续夯实了其在高端白酒品牌中的地位和影响力。

- 1) 与奥运会的两次结缘：2008 年北京奥运会期间，经过层层选拔，水井坊成为“国家体育总局训练局中国体育军团指定庆功酒”。2021 年 11 月 20 日，北京冬奥会筹办期间，水井坊又与中国冰雪达成战略合作，将水井坊品牌白酒作为中国冰雪官方指定用酒，同时重磅推出了水井坊典藏冰雪版和水井坊井台冰雪版两款冰雪联名产品。
- 2) 持续深耕网球营销：从 2000 年开始水井坊几乎每年赞助中国城市网球赛，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，水井坊连续三年成为中国网球公开赛白金赞助商，水井坊·典藏成为“中网”官方唯一指定白酒。2021 年，水井坊除了与上海劳力士大师赛展开战略合作，冠名第十三届全国名校 EMBA 网球精英赛外，还独家冠名赞助面向普通网球爱好者的“2021 水井坊一球致胜网球大奖赛”，覆盖专业与大众两个方向，拔高品牌高度，扩大品牌知名度。
- 3) 携手国球“以桌会友”：2022 年，水井坊官宣与 WTT 世界乒联达成合作，成为 WTT 世界乒联全球顶级合作伙伴，联合推出国球主题产品——52.1 度的“国球版”臻酿八号，将国球“永不放弃每一分”的精神导入其中，未来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，水井坊将伴随 WTT 在全球各地的赛事展示在国际舞台上，并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。

图 31：联合冰雪运动推出冰雪 IP 版井台、典藏

图 32：“国球版”臻酿 8 号



资料来源：水井坊 600 年快讯微信公众号，德邦研究所



资料来源：公司官网，德邦研究所

2017、2020 年，水井坊两次与央视合作，依次拿下了央视扛鼎之作《国家宝藏》第一季、第三季的独家冠名权。在文化自信逐渐上升到国家战略的时代背景下，水井坊结合国家文化进行宣传，能够起到更好的品牌文化传播作用。

2021 年底，水井坊携手央视《国家宝藏》，相继推出“守护国宝”系列产品——典藏三星堆版和铜奔马酒，面向 1000 元以上高端消费市场，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。

2023 年，公司推出超高端产品“水井坊·第一坊”，由高端销售公司负责，面向高端团购和圈层打造，采用限量配额制打造稀缺概念。近几年，各一二线白酒企业纷纷加强千元价位带布局，推出定价千元的产品，水井坊品牌自诞生即定位高端，因此需要在更高的价位带有所布局，在这样的诉求下，公司推出定位定价更高的第一坊，产品命名与水井坊品牌享有的“中国白酒第一坊”的美誉相衬，更加强调了水井坊深厚的品牌底蕴，提升了水井坊品牌高度。

图 33：联合《国家宝藏》推出“守护国宝”系列产品



资料来源：糖酒快讯微信公众号，德邦研究所

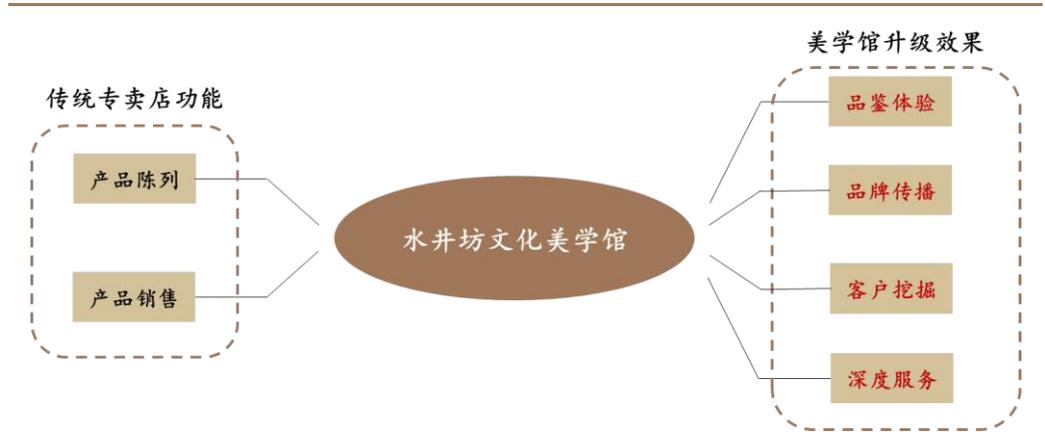
5.1.2. 文化美学馆、白酒学坊多地开花，延续 C 端创新优势

2022 年 6 月开始，水井坊全新打造终端体验综合体“水井坊文化美学馆”，将“水井坊博物馆”搬到全国各地，全面承载、立体表达了水井坊“酒中美学”的品牌精神，在直接触达消费者的品牌表达与文化传播方面，水井坊又一次做出了创新，通过体验式 C 端建设，让消费者触达变得更容易，通过全国多点开花的方式，主动贴近消费者，更直接进入大众视野。

作为所在区域的地标性建筑，每一个文化美学馆都是功能强大的圈层培育有

机体，体验者在其中不仅可以感知到水井坊的品牌个性和历史底蕴，也可将其视为一个满足社交需求的公共价值空间。除此以外，水井坊文化美学馆更超脱于传统的专卖店、旗舰店的产品陈列和卖货功能，将品鉴体验、传播、销售、服务融为一体，成为品牌连接目标圈层人士的有效终端。

图 34：水井坊文化美学馆在传统专卖店之上进一步优化



资料来源：酒业家，云酒头条，糖酒快讯，酒之味微信公众号，公司公告，德邦研究所

水井坊美学馆以水井坊博物馆的建筑风格为灵感，二者的挑梁结构与青砖砌筑等元素一脉相承，将“第一坊”的核心概念融入极具美学感的设计。文化美学馆的建设，除了直接产生的品牌推广、消费者培育作用以外，也能够帮助公司吸引外部优质合作伙伴加入，并为合作伙伴的品牌运营和市场动销强赋能，各地经销商踊跃参与，陆续在聊城、马鞍山、阜阳、石家庄等地相继开店，全国首批就建成了十几家文化美学馆。

图 35：水井坊文化美学馆门头



资料来源：云酒头条微信公众号，德邦研究所

图 36：水井坊文化美学馆馆内



资料来源：云酒头条微信公众号，德邦研究所

2022 年 11 月，中国酒业协会与水井坊达成战略合作，同期“白酒学坊”正式启动，随后“白酒学坊”便在全国多地开展“试点”，覆盖消费者上千余人。2023 年春糖期间，在“试运营”数月后，水井坊“白酒学坊·第一坊”开始正式推广，成为国内首个由品牌牵头、行业协会及白酒教育机构共同打造的白酒知识传播平台。

白酒学坊·特别企划以沉浸式体验白酒文化之旅为切入点，在核心市场落地，走进企业家、投资人等高净值圈层，以酒会友，给企业家们提供一个互相结识、交流的平台。在满足消费者体验升级需求的同时，白酒学坊还增强了消费者、客户对高品质白酒的理解，维护并对外宣传了水井坊高端品牌的形象，是水井坊在 C 端建设上的又一次行业示范。

据财经新天地公众号，首场白酒学坊·特别企划选择在苏州举办，苏州有着浓厚的创业创新氛围，聚集着具有高端思想、文化、素质、价值的企业家圈层。通过白酒学坊，来自各行业的 30 余位苏州以及江苏百强企业高管汇聚一堂，体验了一场地域限定的沉浸私享。

开设至今，水井坊白酒学坊·特别企划活动已走过苏州站及广州站，已有超过 8000 位核心消费者参与。我们认为，白酒学坊作为由公司牵头组织的集体性活动，相比于传统终端零散的参观、游览，带给消费者的体验感更全面、强烈，冲击感更强，消费者培育的效果更好，且圈层集中度更高，对目标消费群体的覆盖度更好。

图 37：白酒学坊·特别企划活动现场



资料来源：长江酒道微信公众号，财经资讯榜单，德邦研究所

图 38：白酒学坊·特别企划活动苏州站

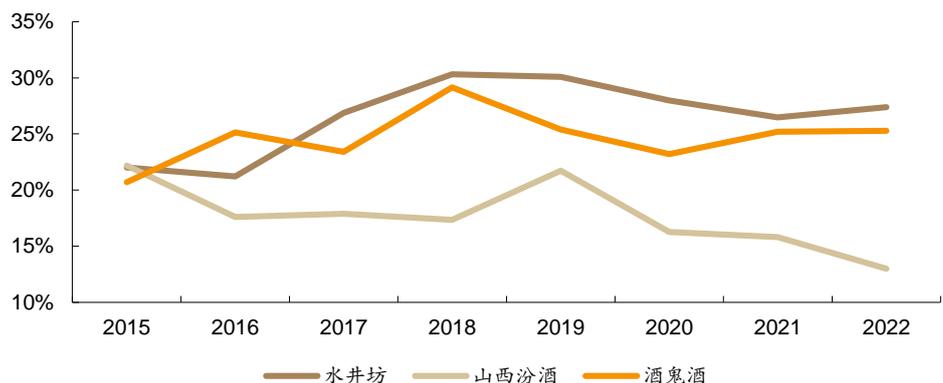


资料来源：水井坊 600 年快讯微信公众号，德邦研究所

5.1.3. 品牌宣传力度大，导致销售费用高

水井坊十分注重品牌打造，2015-2018 年，销售费用率逐年走高，2018-2019 年达到 30% 以上，2020 年至今有所回落。2022 年，公司销售费用率为 27.37%，略高于酒鬼酒，远高于山西汾酒，销售费用率位居次高端上市酒企前列。

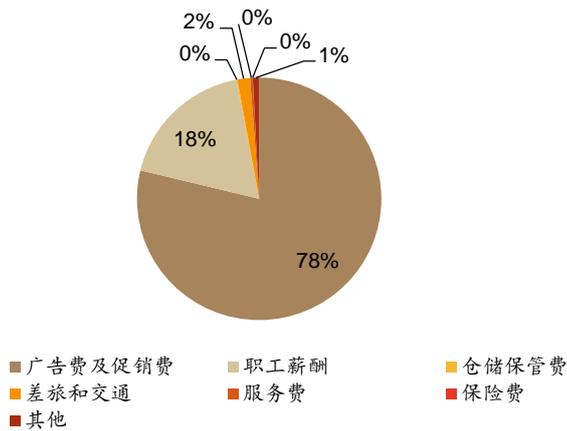
图 39：水井坊、山西汾酒、酒鬼酒销售费用率



资料来源：iFinD，水井坊公司公告，山西汾酒公司公告，酒鬼酒公司公告，德邦研究所

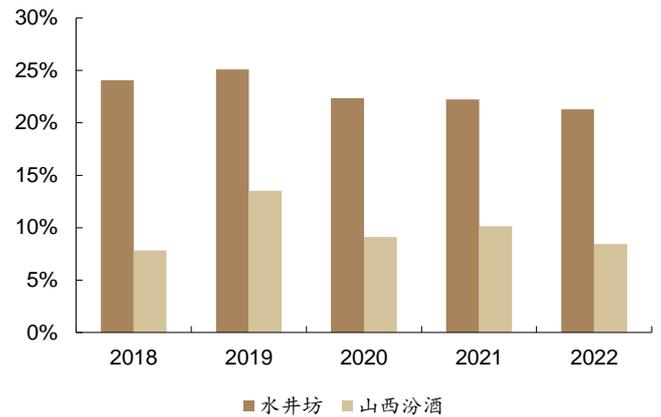
从销售费用各项明细来看，2022 年水井坊广告费及促销费在销售费用中的占比达到 78%，其次是职工薪酬占 18%，公司主要在广告及促销方面投入较大。2015 年行业走出低谷以来，水井坊逐渐恢复广宣投入，广告促销费占营业总收入的比重小幅回升，2017 年以后逐年稳定在 20-25% 之间，目前已形成较为稳定的投放方式，投入预算控制良好。总结来看，在广告投放、品牌宣传上的大力度投入，是导致销售费用率较高的主要原因。

图 40: 2022 年水井坊各项销售费用明细占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

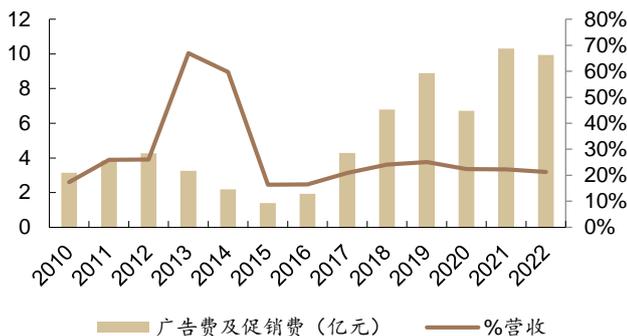
图 41: 水井坊、山西汾酒广宣费用率



资料来源: iFinD, 水井坊公司公告, 山西汾酒公司公告, 德邦研究所

从广宣费用投入范围来看, 2016-2019 年间, 除 2017 年以外, 其余年份地区性广告费用占比都高于全国性广告费用, 我们认为相比于全国面上的广告投放, 公司落地到具体市场上的推广、动销动作更多, 而 2017 年全国性广告费用占比偏高, 预计与当年首次冠名《国家宝藏》有一定关系。

图 42: 广告费用及广告费用率 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 43: 全国性/地区性广告费用占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

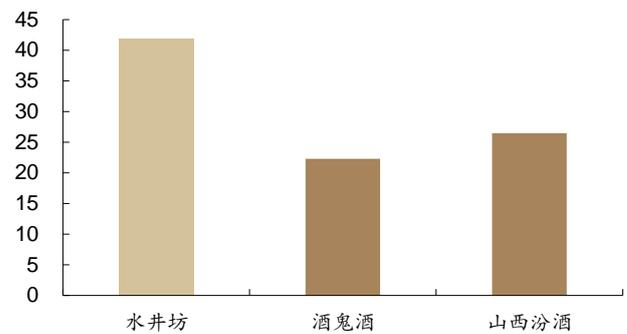
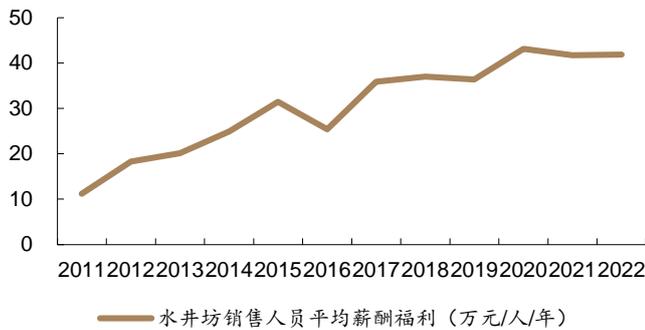
5.2. 销售高薪酬福利, 核心骨干股权激励, 上下一心动力强

5.2.1. 薪酬竞争力强, 对内对外吸引人才

2016 年, 水井坊公司内部推行了薪酬体制改革, 开展了蓝领薪酬回顾、白领岗位价值评估和薪酬对标工作, 以确保公司薪酬对外具有竞争力, 对内具有公平性。从 2022 年销售人员人均薪酬来看, 水井坊以 41.86 万元/人/年的人均薪酬福利水平, 显著领先酒鬼酒、山西汾酒, 有助于公司对内稳定现有销售团队, 对外不断吸引业内优秀人才加入。

图 44: 水井坊销售人员薪酬福利逐年提高

图 45: 2022 年部分次高端酒企销售人员人均薪酬 (单位: 万元/人/年)



资料来源: iFinD, 公司公告, 德邦研究所

资料来源: iFinD, 水井坊公司公告, 酒鬼酒公司公告, 山西汾酒公司公告, 德邦研究所

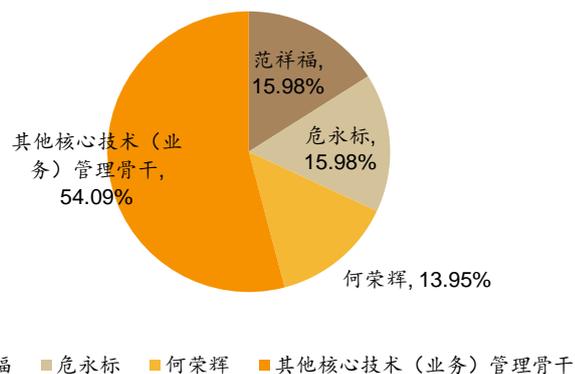
注: 人均薪酬=职工薪酬[(年初+年末销售人员数量)/2]

5.2.2. 推出股权激励方案, 调动核心骨干积极性

2019年8月21日, 公司以从二级市场回购的股份, 推出限制性股票激励计划, 向包括时任董事、高管、核心骨干等在内的总计13人, 以25.56元/股的价格授予限制性股票总计24.22万股, 约占当时公司股本总额48854.57万股的0.05%, 锁定期为自授予日起的21个月。

股权分配覆盖全面、分配集中。具体分配方案来看, 董事长范祥福、时任总经理危永标、时任财务总监何荣辉获授股份分别占授予总股份数量的15.98%、15.98%、13.95%, 高管团队获授合计占比45.91%, 剩余54.09%分配给其他核心技术(业务)管理骨干, 对象主要包括各职能部门总管。此次股权激励涉及部门全面, 涉及人数较少、分配较为集中, 激励对象主要覆盖管理团队, 对各部门工作积极性都有提振作用, 是一次全公司范围内的生产积极性调动方案。

图 46: 2019 年限制性股票激励计划股权分配方案



资料来源: 《水井坊 2019 年限制性股票激励计划激励对象名单(授予日)》公司公告, 德邦研究所

表 10: 授予对象及时任职位

激励对象	职位(时任)	激励对象	职位(时任)
董事、高级管理人员			
范祥福	董事长	危永标	董事、总经理
何荣辉	董事、财务总监		
核心技术(业务)管理骨干			
张福钧	中国业务区商务总经理	蔡承青	首席项目管理官

舒杨	市场总监	王刚	首席文化传承官、博物馆馆长
王建文	首席生产运营官	林东	传统技艺总监
蒋炜	核心品事业部总经理、商务部总经理	叶静萍	供应链负责人
邢宪辉	IT 负责人	王咏梅	供应财务经理

资料来源：天眼查，开元咨询集团，中国新闻网等，德邦研究所

此次股权激励分两次解锁，两次解锁时间分别为自授予日起 21 个月后的 12 个月内、33 个月后的 12 个月内，每一次解锁比例为 50%，解锁条件分别为 2019-2020 年、2019-2021 年公司营收增速平均值，不低于对标企业平均值的 110%。

从实际结果来看，第一次解锁期内，由于 2020 年疫情对整个行业及公司经营造成了严重影响，首次解锁条件未达成，第二次解锁期内，疫情对经营业绩的干扰一定程度上得到平滑，解锁条件顺利达成。最终，符合解除限售条件的激励对象共计 9 人，解除限售的限制性股票数量合计为 5.79 万股，占公司当时股本总额 48836.50 万股的 0.01%，上市流通时间为 2022 年 6 月 2 日，尽管受外部环境干扰，未能全部解锁，但仍起到了调动积极性的作用。

表 11：股权激励解锁安排及解锁情况

解锁安排	解锁时间	解锁比例	解锁条件	结果
第一次解锁	自授予日起 21 个月后的首个交易日起至授予日起 33 个月内的最后一个交易日当日止	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%。	未达成解锁条件 公司 19、20 年度营收增长率的平均值 (5.24%) 为对标企业平均水平 (9.29%) 的 56.38%，低于 110%。
第二次解锁	自授予日起 33 个月后的首个交易日起至授予日起 45 个月内的最后一个交易日当日止	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%。	达成解锁条件 公司 19、20、21 年度营收增长率的平均值 (21.52%)，对标企业平均水平为 13.05%，不低于 110%。

资料来源：《2019 年限制性股票激励计划（草案）》，《股权激励限制性股票回购注销实施公告》，《关于 2019 年限制性股票激励计划第二个解除限售期解除限售条件成就的公告》公司公告，德邦研究所

5.3. 蘑菇战略以点带面，初步全国化后选择聚焦

生于四川，选择长于广东，与当时的经济环境息息相关。诞生之初的水井坊定位高端，定价超过茅台、五粮液，区域上看仅有京沪的消费力能够承接，且广东不仅消费水平高，本土地产白酒品牌不强势，供需之间的错配给外来品牌提供了绝对肥沃的生长土壤，于是水井坊瞄准了这一机会，在广东市场率先打开了销路。

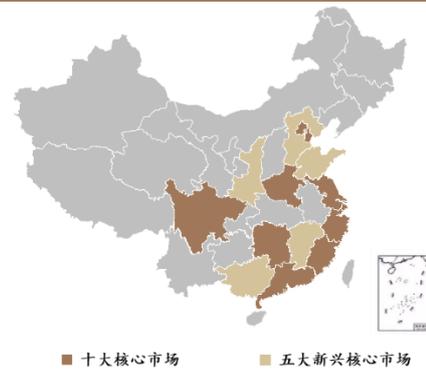
从“5”到“5+5+5”的区域战略。此前，公司五大传统核心市场为河南、湖南、江苏、广东、四川。2016 年，公司明确了河南、湖南、江苏、广东、四川、北京、上海、浙江、天津、福建等十大核心市场战略。2017 年，水井坊在十大核心市场的基础上，进一步拓展了河北、山东、江西、陕西和广西五省作为第三梯队的新兴核心市场。

图 47：2016 年确立“5+5”十大核心市场

图 48：2017 年升级“5+5+5”市场战略



资料来源：长江酒道微信公众号，德邦研究所



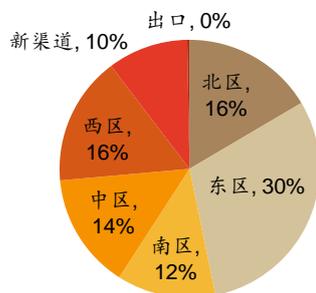
资料来源：中外酒业，德邦研究所

核心市场战略配合蘑菇战术，省外市场快速扩张。2016年以后通过“5+5”、“5+5+5”市场战略的接连升级与落地执行，公司省外市场快速扩张。同时，2017年，公司选择聚焦核心市场，采用“蘑菇战术”实现以点到面的市场扩张，即先在每个省份有一个表现比较好的试点区域，建立根据地后，再向周边地区发展，最后连成一片形成合力。

除了横向扩张外，水井坊也加强了市场纵深开拓，挖掘地县级市场的发展空间。在市场的争夺战中，水井坊以在消费升级下增长最快的宴席市场作为突破口，全面制定专属的宴席推广方案，提升了臻酿8号、井台、新典藏在宴席市场的竞争力，配套政策落实下来，水井坊在宴席市场收获了不少正面反响。

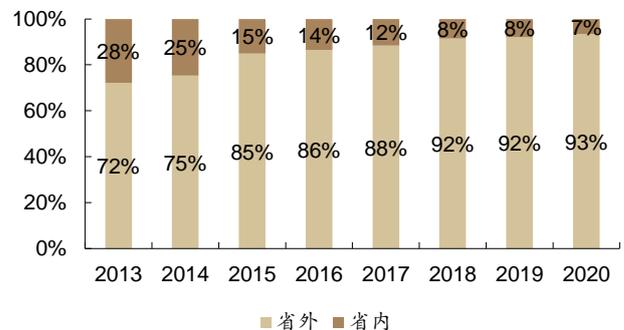
纵横双向发力，水井坊省外市场快速扩张，省外收入从2013年占比72%提升至2020年占比93%，全国化程度领先白酒行业。

图 49：2020 年水井坊分区域分渠道收入占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

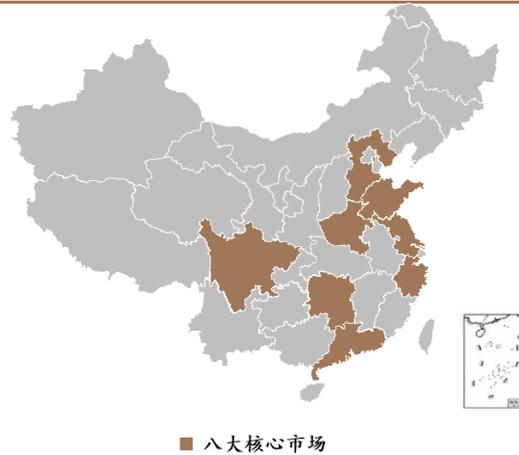
图 50：核心市场战略推进提升省外收入占比



资料来源：公司公告，iFinD，德邦研究所

2020年疫情对消费行业的冲击，让公司认识到基地市场具有更强的韧性和抗风险性，认识到夯实核心市场的重要性，遂明确了聚焦八大核心市场的战略，在原有的第一梯队四川、河南、湖南、江苏、广东之外，外加山东、河北、浙江三大潜力市场，共同点是与核心市场毗邻、消费力较强，形成“5+3”的核心市场战略规划。

图 51：2020 年后形成“5+3”聚焦八大核心市场战略



资料来源：酒度 VOL，德邦研究所绘制

6. 盈利预测及投资建议

6.1. 关键假设和盈利预测

收入假设：水井坊品牌产品定位次高端及高端，消费场景主要为商务用酒、送礼等，且典藏及以上高端产品仍需时间加以培育，天号陈重启市场，前期遵循导入渠道的铺货逻辑，且基数较低。因此，我们认为，在接下来温和复苏的经济环境下，预计 2024-2025 年以水井坊品牌为主的高档白酒有望保持双位数稳健增长，以天号陈为主导的中档白酒中短期内增速更快，预计公司 2023-2025 年高档白酒营收同比+6.5%/+13.6%/+11.1%，中档白酒营收同比+10.0%/+20.0%/+20.0%。

表 12：主营业务拆分与主要假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
高档（百万元）	2,928.30	4,519.19	4,502.98	4,797.32	5,447.70	6,053.76
YoY (%)	-14.1%	54.3%	-0.4%	6.5%	13.6%	11.1%
中档（百万元）	76.00	102.14	124.76	137.24	164.68	197.62
YoY (%)	-12.5%	34.4%	22.1%	10.0%	20.0%	20.0%
酒类（百万元）	3,004.30	4,621.33	4,627.74	4,934.56	5,612.39	6,251.38
YoY (%)	-15.1%	53.8%	0.1%	6.6%	13.7%	11.4%
营业收入（百万元）	3,005.71	4,631.86	4,672.74	4,953.54	5,637.23	6,280.99
YoY (%)	-15.1%	54.1%	0.9%	6.0%	13.8%	11.4%

资料来源：公司公告，德邦研究所

毛利率及费用率假设：考虑到短期内中档白酒增速更快，高端产品仍需培育，且目前行业仍处于弱复苏状态，大幅提价不符合市场规律，行业提价行为相对谨慎，我们预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 84.0%/84.0%/83.9%。由于公司 2023 年以来继续加大终端体验建设、消费者活动，后续打造品牌、培育高端、推动产品结构上行仍需保持投入，合理假设 2023-2025 年销售费用率分别为 27.0%/27.0%/27.0%，管理费用率小幅优化，分别为 7.3%/7.1%/6.9%。

基于以上假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 49.54/56.37/62.81 亿元，同比+6.0%/+13.8%/+11.4%，分别实现归属于上市公司股东的净利润 12.69/14.38/16.25 亿元，同比+4.4%/+13.3%/+12.9%。

6.2. 估值分析与投资建议

估值分析

参考行业目前普遍采用的相对估值法，我们选取同样有全国化、高端逻辑的可比公司山西汾酒、酒鬼酒、五粮液、泸州老窖，对应德邦预测下 2023/2024 年 PE 平均值分别为 22X/18X。考虑到公司已实现泛全国化，在核心市场品牌认知度、自点率高，未来随渠道建设持续推进、品牌培育发力高端，市场管理水平、行业地位有望进一步加强与巩固，我们认为未来估值水平仍具有一定提升空间，给予公司 2024 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 73.8 元。

表 13：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (元)		EPS (元/股)			PE			
		(2024/2/2)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600809.SH	山西汾酒*	200.11	6.64	8.57	10.69	13.10	43	24	20	16
000799.SZ	酒鬼酒*	62.07	3.23	1.76	2.28	2.88	43	33	25	20
000858.SZ	五粮液*	126.30	6.88	7.83	8.82	10.00	26	16	14	12
000568.SZ	泸州老窖*	146.80	7.04	9.10	11.30	13.95	32	16	13	10
	平均值							22	18	15
600779.SH	水井坊*	47.73	2.50	2.60	2.95	3.33	34	17	15	14

资料来源：iFinD，标“*”标的采用德邦证券盈利预测，德邦研究所
 备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 2 日。

投资建议：

短期来看，1) 臻酿 8 号受益大众宴席回补+恢复正常，需求好转；2) 天号陈导入渠道、市场，前期铺货有望带来增长；3) 井台、典藏随经济环境复苏、商务活动恢复，前期培育效果释放，有望实现恢复性增长。

中长期来看，八大核心市场有望通过渠道精耕，实现进一步市场下沉，公司在各价位带上均有提前布局、培育，未来随消费力提升，核心市场凭借品牌认知、市场基础，有望顺利抓住大众消费升级红利。未来伴随行业逐渐走出低谷、周期恢复、库存见底、价格回升，水井坊作为泛全国化基础扎实的名酒品牌之一，有望享受新一轮招商、新市场扩张的红利。

短期看好宴席恢复、经济复苏、改革预期下公司发生积极变化，中长期看好行业新周期下的深度全国化。我们认为，水井坊品牌底蕴深厚、市场基础良好、全国化已初步做实，消费者对产品、品牌的认知度较高，动销培育、消费者教育已取得阶段性胜利，销售链上的最后一公里问题已得到解决。作为宴席与商务宴请需求结合的品牌，随着提振经济的政策不断出台、后续经济持续复苏，水井坊有望同时享受到经济活力恢复、大众消费升级的红利。短期内渠道库存良性、同期基数低，有望实现高于行业平均的增速，未来随着渠道改革、产品培育的持续推进，三五年左右有望进一步提速增长，预计 2023-2025 年分别实现归母净利润 12.69/14.38/16.25 亿元，同比+4.4%/+13.3%/+12.9%，对应 EPS 分别为 2.60/2.95/3.33 元，给予 2024 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 73.8 元，维持“增持”评级。

7. 风险提示

- 1) 核心市场竞争加剧：**公司核心市场多为白酒大省，市场竞争较为激烈，若市场竞争加剧，或导致公司在当地的经营不及预期；
- 2) 经济复苏不及预期：**公司产品聚焦次高端及高端，相对于大众产品更依赖宏观经济活力，若经济环境复苏不及预期，则会继续拖累公司产品销售；
- 3) 行业竞争加剧：**若行业竞争进一步加剧，渠道受到更严重的挤压，或影响渠道扁平化推进、延缓市场扩张步伐。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.50	2.60	2.95	3.33
每股净资产	7.08	8.93	11.88	15.20
每股经营现金流	2.69	1.73	4.95	2.21
每股股利	0.75	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	33.80	18.37	16.20	14.35
P/B	11.92	5.34	4.02	3.14
P/S	4.99	4.71	4.13	3.71
EV/EBITDA	23.15	11.98	9.69	8.49
股息率%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	84.5%	84.0%	84.0%	83.9%
净利润率	26.0%	25.6%	25.5%	25.9%
净资产收益率	35.2%	29.1%	24.8%	21.9%
资产回报率	17.3%	16.6%	14.0%	13.8%
投资回报率	34.4%	29.1%	24.8%	21.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.9%	6.0%	13.8%	11.4%
EBIT 增长率	-2.3%	6.4%	14.0%	12.5%
净利润增长率	1.4%	4.4%	13.3%	12.9%
偿债能力指标				
资产负债率	50.9%	43.1%	43.7%	37.0%
流动比率	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.5	0.6	0.8	0.9
现金比率	0.5	0.6	0.8	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.4	0.5	0.4	0.4
存货周转天数	1,152.5	1,154.3	1,109.9	1,138.9
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5
固定资产周转率	9.7	10.8	13.2	15.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,216	1,269	1,438	1,625
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	109	84	88	93
非经营收益	-95	7	7	6
营运资金变动	84	-514	882	-642
经营活动现金流	1,314	847	2,416	1,081
资产	-953	-505	-678	-726
投资	0	-2	-2	-2
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-953	-508	-680	-728
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-339	-366	0	0
融资活动现金流	-339	-366	0	0
现金净流量	21	-26	1,736	353

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 02 日
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,673	4,954	5,637	6,281
营业成本	725	792	903	1,009
毛利率%	84.5%	84.0%	84.0%	83.9%
营业税金及附加	735	779	890	989
营业税金率%	15.7%	15.7%	15.8%	15.8%
营业费用	1,279	1,337	1,522	1,696
营业费用率%	27.4%	27.0%	27.0%	27.0%
管理费用	355	362	400	433
管理费用率%	7.6%	7.3%	7.1%	6.9%
研发费用	37	21	31	37
研发费用率%	0.8%	0.4%	0.6%	0.6%
EBIT	1,603	1,706	1,944	2,187
财务费用	-33	0	0	0
财务费用率%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-13	0	1	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,633	1,699	1,939	2,181
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	1,632	1,699	1,939	2,181
EBITDA	1,699	1,790	2,034	2,280
所得税	416	429	501	557
有效所得税率%	25.5%	25.3%	25.8%	25.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,216	1,269	1,438	1,625

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,912	1,885	3,621	3,974
应收账款及应收票据	3	10	3	13
存货	2,443	2,635	2,933	3,452
其它流动资产	52	84	104	85
流动资产合计	4,410	4,614	6,661	7,523
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	483	459	426	395
在建工程	1,624	2,059	2,668	3,323
无形资产	130	132	135	141
非流动资产合计	2,637	3,053	3,639	4,268
资产总计	7,047	7,668	10,300	11,791
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,166	722	1,592	1,084
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,395	2,555	2,879	3,254
流动负债合计	3,561	3,277	4,471	4,338
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	28	28	28	28
非流动负债合计	28	28	28	28
负债总计	3,589	3,306	4,499	4,366
实收资本	488	488	488	488
普通股股东权益	3,458	4,362	5,800	7,425
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	7,047	7,668	10,300	11,791

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。