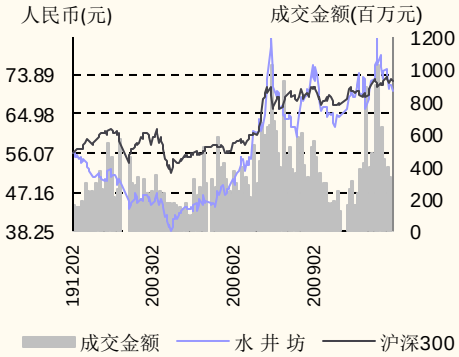
水 井 坊 (600779.SH)　增持（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）： 70.00 元
目标价格（人民币）：91.37-91.37 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.89
已上市流通 A 股(亿股)	4.88
总市值(亿元)	341.98
年内股价最高最低(元)	82.39/38.25
沪深 300 指数	4960
上证指数	3392



锁定次高端白酒，未来发展可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,819	3,539	3,422	4,163	5,285
营业收入增长率	37.62%	25.53%	-3.30%	21.67%	26.93%
归母净利润（百万元）	579	826	652	781	1,003
归母净利润增长率	72.72%	42.60%	-21.09%	19.86%	28.30%
摊薄每股盈利（元）	1.186	1.691	1.335	1.600	2.052
每股经营性现金流净额	0.94	1.77	3.07	2.24	2.75
净资产收益率	31.21%	39.12%	26.05%	26.29%	28.06%
市盈率（倍）	26.70	30.60	52.45	43.76	34.11
市净率（倍）	8.33	11.97	13.66	11.51	9.57

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

水井坊作为中国白酒第一坊，品牌历史文化底蕴深厚。经营业绩稳健，收入利润均稳定增长，2017-2019 年公司营收 CAGR 为 44.36%，归母净利润 CAGR 为 54.33%。2020 年前三季度受疫情影响，实现营业收入 19.46 亿元，同比降低 26.58%；归母净利润 5.02 亿元，同比降低 21.49%。其中第三季度实现营收 11.42 亿元，同比增长 18.86%；归母净利润 3.99 亿元，同比增长 33.09%。20Q3 增长主要有两大因素：1）渠道、终端的补库，2）随着宴席、礼赠等消费场景恢复，次高端需求提升。长期看，公司在次高端领域依然具备良好的成长空间。

锁定次高端白酒核心消费层，大单品产品升级，产品结构持续优化。20Q3,酿八号和井台总体营收同比+20%，贡献主要销量；井台 12 和井台珍藏系列营收同比+124%，典藏大师版和菁翠营收同比+5%，产品结构持续升级。公司聚焦次高端板块，保持价值链稳定的同时，坚持大单品产品升级。

深耕核心市场，区域扩张仍是未来发展的核心方向。20Q3，公司在东区营收同比+39.1%，北区营收同比+34.4%。核心市场疫情后迅速恢复，增速高于去年同期，基本面稳定且加速下沉。南区和北区营收增速高于公司整体水平，投资回报率可观，未来会继续挖掘其销售潜力，使区域化落地。

股权激励调动管理层积极性，加强经营稳健性。19 年股权激励计划首期解锁条件为 19 年和 20 年营收增长率均值，不低于对标企业平均水平的 110%。20Q3 营收增长+18.9%，对标企业中排第三，三季度业绩改善显著。随着解锁期临近，股权激励模式激活人才势能，调动管理层积极性，加强经营稳健性。

投资建议

- 预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 34.22、41.63、52.85 亿元，同比-3.30%/+21.67%/+26.93%，归母净利润分别为 6.52、7.81、10.03 亿元，同比-21.09%/+19.86%/+28.30%，对应 EPS 分别为 1.34、1.60、2.05 元，给予公司 2021 年 44 倍 PE，目标价为 91.37 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 宏观经济下行、省外市场拓展不及预期风险、股权质押风险、食品安全风险

刘宸倩　分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

内容目录

一、水井坊：中国白酒第一坊，定位次高端白酒.....4
1.1 主要产品：产品聚焦次高端市场，水井坊系列表现突出.....5
1.2 经营业绩：17-19 年业绩稳健，收入利润均稳定增长.....6
二、行业分析：消费升级背景下次高端白酒市场持续扩容.....7
2.1 大众消费崛起，白酒消费升级.....7
2.2 次高端核心价位 300-600 元将持续扩容.....8
三、竞争优势：品牌形象鲜明，渠道良性发展.....9
3.1 品牌端：中国白酒第一坊，打造品牌 IP.....9
3.2 渠道端：新总代模式强化终端管控，聚焦核心市场与核心门店.....12
四、未来空间：次高端大单品产品升级，区域扩张，股权激励.....14
4.1 锁定次高端白酒核心消费层，大单品产品升级.....14
4.2 深耕核心市场，坚持区域扩张.....15
4.3 股权激励调动管理层积极性，加强经营稳健性.....16
五、同行对比：盈利能力较好，现金流有所改善.....18
5.1 盈利能力：毛利率领先而净利率处于行业中下游，费用结构有待改善.18
5.2 现金流和负债情况：现金流有所改善，资产负债率较高.....19
六、投资建议.....19
七、风险提示.....21

图表目录

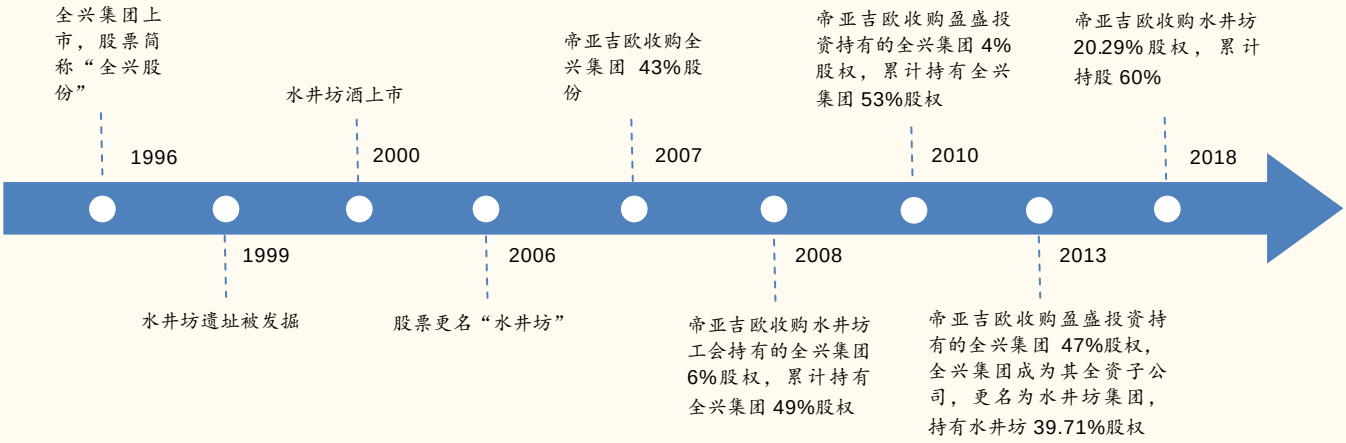
图表 1：水井坊历史沿革.....4
图表 2：水井坊股权结构图.....5
图表 3：水井坊主要产品系列.....5
图表 4：水井坊各档产品及其竞争品牌.....6
图表 5：2011-2019 公司营业收入及其增速.....6
图表 6：2011-2019 公司归母净利润及其增速.....6
图表 7：2011-2019 可比公司营收增速（%）.....7
图表 8：2011-2019 公司毛利率和净利率（%）.....7
图表 9：2019 年分产品营业收入.....7
图表 10：2019 年分地区营业收入.....7
图表 11：2010-2020 年中国收入阶层比例及预测.....8
图表 12：白酒价格提升.....8
图表 13：2011（左）-2018（右）白酒消费群体结构发生变化.....8
图表 14：次高端主要白酒竞争品牌.....9
图表 15：水井坊遗址.....10
图表 16：水井坊博物馆.....10
图表 17：2017-2019 公司各档产品结构变化.....10

图表 18：2017-2019 公司各档产品毛利率（%）.....10
图表 19：公司全国和地区性广告费用.....11
图表 20：公司销售费用占营业收入比例.....11
图表 21：水井坊广告宣传.....12
图表 22：水井坊品牌活动.....12
图表 23：各渠道收入占比.....12
图表 24：各渠道毛利率比较（%）.....12
图表 25：公司前五大客户销售额占比（%）.....12
图表 26：公司经销商数量地区分布.....12
图表 27：两种销售模式比较.....13
图表 28：2016-2019 公司营业收入地区构成变化 13
图表 29：水井坊核心门店展示.....14
图表 30：白酒行业发展趋势.....14
图表 31：2020 年前三季度水井坊销售区域占比情况.....15
图表 32：水井坊分大区营业收入增速（%）.....15
图表 33：公司股权激励计划.....16
图表 34：2019 年与对标企业的营收增长情况.....17
图表 35：2020 年前三季度与对标企业的营收增长情况.....17
图表 36：2020 年上半年与对标企业的营收增长情况.....18
图表 37：2020 年第三季度与对标企业的营收增长情况.....18
图表 38：2011-2019 可比公司毛利率（%）.....18
图表 39：2011-2019 可比公司净利率（%）.....18
图表 40：2011-2019 可比公司销售费用率（%）.....19
图表 41：2011-2019 可比公司管理费用率（%）.....19
图表 42：2011-2019 可比公司经营现金净流量/营收.....19
图表 43：2011-2019 可比公司资产负债率（%）.....19
图表 44：水井坊收入拆分（单位：百万元）.....20
图表 45：可比公司估值情况.....20

一、水井坊：中国白酒第一坊，定位次高端白酒

水井坊是四川白酒企业，主营浓香型白酒产品的生产和销售。水井坊诞生于元末明初，位于成都老东门大桥外，历史悠久，作为“世界上最古老的酿酒作坊”，延续六百余年从未间断生产，被列入“全国重点文物保护单位”。水井坊融合深厚的文化底蕴与现代艺术表现，承载六百年中华传统文化的精髓，彰显现代艺术美的典范，被我国考古界、史学界、白酒界专家誉为“中国白酒第一坊”，定位于高端白酒市场。四川水井坊股份有限公司原名四川制药股份有限公司、四川全兴股份有限公司，于 1996 年在上交所上市，股票代码 600779.SH。2007 年，全球最大烈性酒集团帝亚吉欧收购全兴集团 43%股份，又分别于 2008 年、2010 年收购水井坊工会持有的全兴集团 6%股权、盈盛投资持有的全兴集团 4%股权，于 2013 年收购盈盛投资剩余 47%股权，实现对水井坊集团 100%控股，至此全兴集团成为帝亚吉欧全资子公司，更名为四川成都水井坊集团有限公司，持有水井坊 39.71%股权。公司现阶段的产品主要有超高端产品水井坊·元、明、清，高端产品水井坊·菁翠、水井坊·典藏大师版、水井坊·井台、水井坊·臻酿八号等。

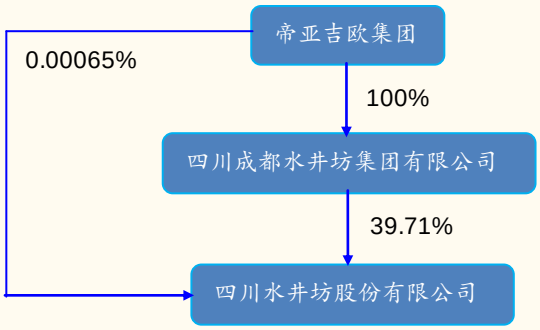
图表 1：水井坊历史沿革



来源：公司官网及公告，国金证券研究所

外资控股，股权激励激发经营活力。四川成都水井坊集团有限公司为公司控股股东，持有公司 39.71%股份，帝亚吉欧持有水井坊集团 100%股份，为公司实际控制人。大股东 GMIHL 于 2019 年再次要约收购，直接和间接持有上市公司股份达 70%，强化控股权。2019 年公司对董事长、总经理、CFO 及其他核心骨干实施限制性股票激励，绑定新老两任核心管理层，加强经营稳健性，形成长效激励。

图表 2：水井坊股权结构图



来源：Wind，国金证券研究所

1.1 主要产品：产品聚焦次高端市场，水井坊系列表现突出

■ **产品定位清晰**

水井坊聚焦次高端白酒。公司主要经营水井坊和系列酒两大类，其中定位高档产品的水井坊系列收入占比在 90%以上。水井坊品牌系列包括水井坊·菁翠、水井坊·典藏大师版、水井坊·井台珍藏、水井坊·井台装、水井坊·鸿运装、水井坊·臻酿八号等产品，价位从 300 元/500ml 到逾 1500 元/500ml 不等，覆盖高端和次高端。系列酒包括水井尚品、天号陈、小水井等，价格在 100 元/500ml 到 300 元/500ml 之间，定位于中档产品，销售规模较小。

图表 3：水井坊主要产品系列

水井坊


水井坊·井台珍藏（凤）


水井坊·井台珍藏（龙）


水井坊·臻酿八号


臻酿八号·禧庆版

水井坊


水井坊·典藏大师版


水井坊·井台装


水井坊·菁翠


水井坊·鸿运装

系列酒


天号陈红盒


水井尚品


小水井红运装


小水井普通装

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 4：水井坊各档产品及其竞争品牌

档次	系列	零售价格	本公司主要产品	省内主要竞争品牌	市场其他主要产品或品牌
高档	高端系列	500 元/500ml 以上	水井坊·典藏大师版、水井坊·井台珍藏、水井坊·菁翠	五粮液 1618、五粮液、国窖 1573、品味舍得酒、红花郎、52°剑南春	飞天茅台、青花 30 汾酒、洋河梦之蓝 M9 和 M6、今世缘国缘 V6 和 V9、酒鬼酒内参
	次高端系列	300 元至 500 元/500ml	水井坊·臻酿八号、臻酿八号·禧庆版、水井坊·井台装、水井坊·鸿运装	五粮特曲、52°剑南福	汉酱、仁酒、青花 20 汾酒、洋河梦之蓝、洋河天之蓝、西凤三十年
中档	普通系列	100 元至 300 元/500ml	天号陈红盒、水井尚品、小水井红运装、小水井普通装	五粮春、郎酒 1912（Z6）、剑南液、金六福四星、金六福五星、沱牌特曲	茅台王子酒、茅台迎宾酒、老白汾酒、洋河海之蓝、凤香醇 10 年、小糊涂仙、习酒、衡水老白干、伊力春、酱领、今世缘典藏典藏

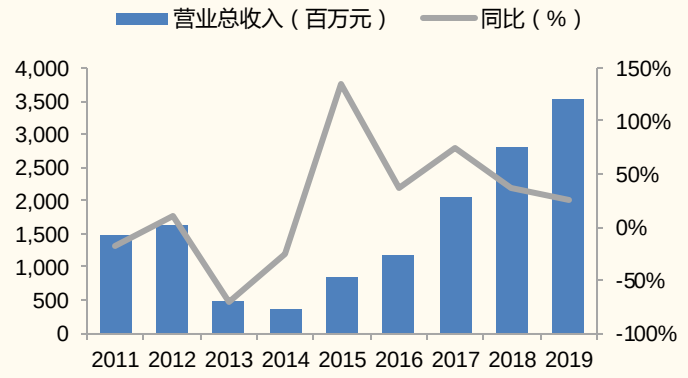
来源：招股说明书，国金证券研究所

1.2 经营业绩：17-19 年业绩稳健，收入利润均稳定增长

■ **近三年营收复合增速 44.36%；归母净利润复合增速 54.33%**

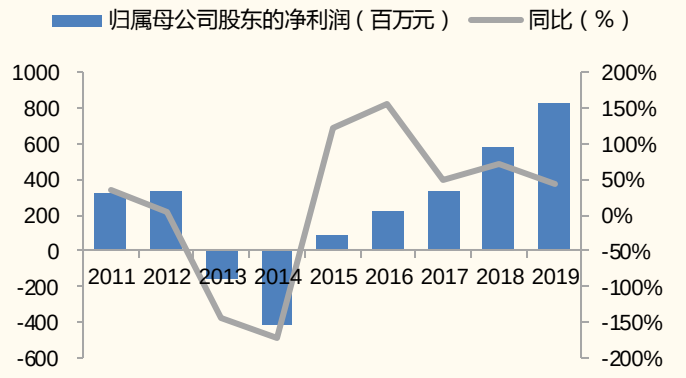
截至 2019 年年底，水井坊营业收入达到 35.39 亿元，同比增长 26%，公司近三年营收复合增速为 44.36%。观察公司的收入变化轨迹可以发现，公司 2011、2012 年收入平稳增长，2013、2014 年由于限制“三公消费”以及内部营销模式改革的影响，收入断崖式下滑，2015 年逐步恢复，重拾增长。和同行业相比，公司营收增速较快，处于上游水平。截至 2019 年底，公司归母净利润为 8.26 亿元，同比增长 42.6%，近三年复合增速为 54.33%。公司毛利率和净利率 2015 年以来呈不断上升态势，截至 2019 年年底公司毛利率和净利率分别为 82.87%和 23.35%，相比 2018 年有所上升。

图表 5：2011-2019 公司营业收入及其增速



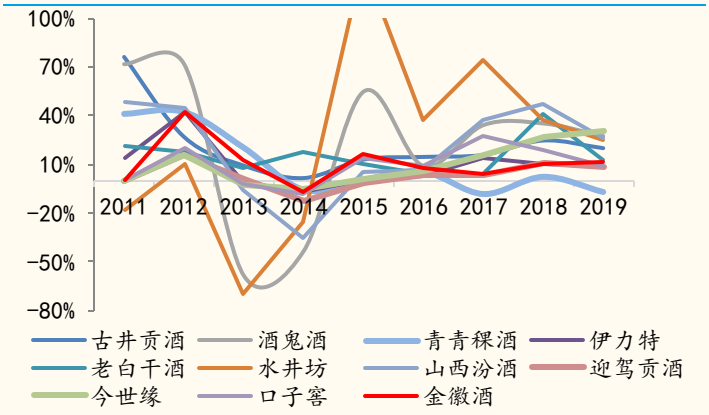
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2011-2019 公司归母净利润及其增速



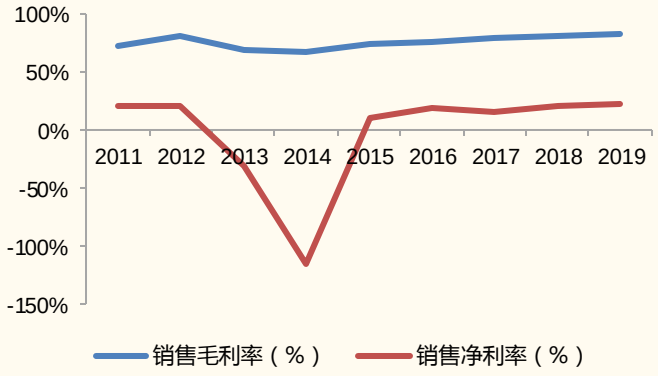
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2011-2019 可比公司营收增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

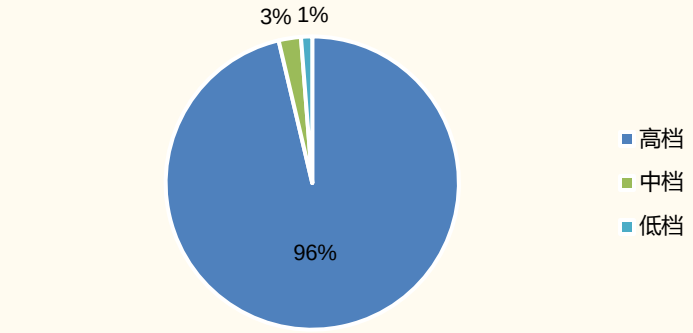
图表 8：2011-2019 公司毛利率和净利率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

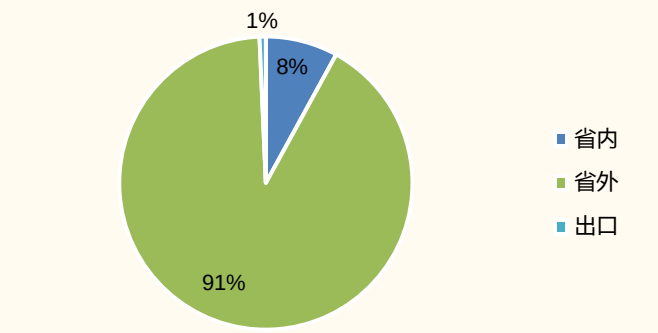
■ **分产品来看，公司收入主要来自高档产品；分地区来看，公司收入主要来自省外地区。**公司高档白酒收入占比 96%，中档收入占比 3%，低档收入占比 1%。公司四川省内收入占比 8%，省外收入占比 91%，出口收入占比 1%。

图表 9：2019 年分产品营业收入



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 10：2019 年分地区营业收入



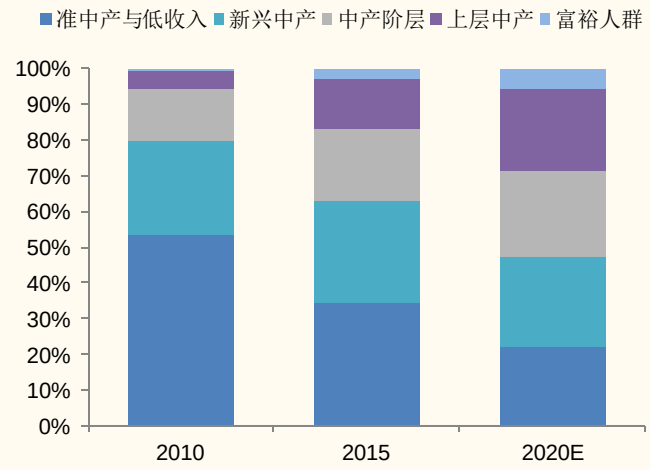
来源：国家统计局，国金证券研究所

二、行业分析：消费升级背景下次高端白酒市场持续扩容

2.1 大众消费崛起，白酒消费升级

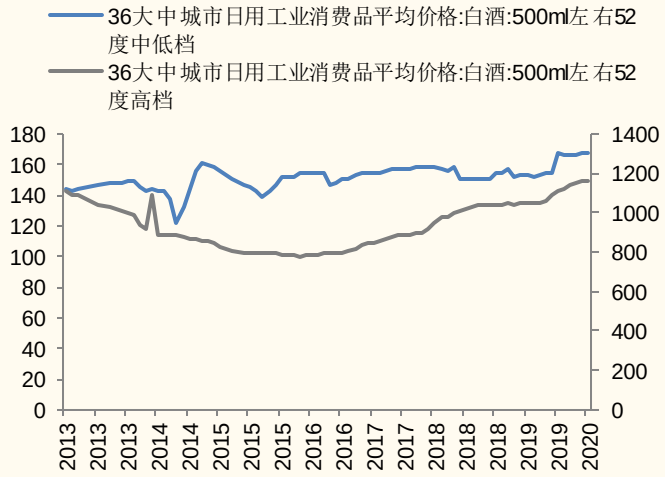
白酒消费升级趋势明显。随着中国居民人均可支配收入的增加，消费者正在逐渐提升白酒的消费档次。农村从低档向中低档过渡，城镇向中高档过渡。我国消费人群结构也发生了巨大的变化，中产阶层、上层中产及富裕人群的比例不断上升，扩大了中高档白酒消费规模，白酒消费升级趋势明显。最直观的表现就是 2016 年以来我国高档白酒平均消费价格从 780 元/瓶跃升到了 2020 的 1160 元/瓶，中低档白酒平均价格也有小幅上升，从 2013 年的 144 元/瓶上升到了 2020 年的 168 元/瓶。

图表 11：2010-2020 年中国收入阶层比例及预测



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

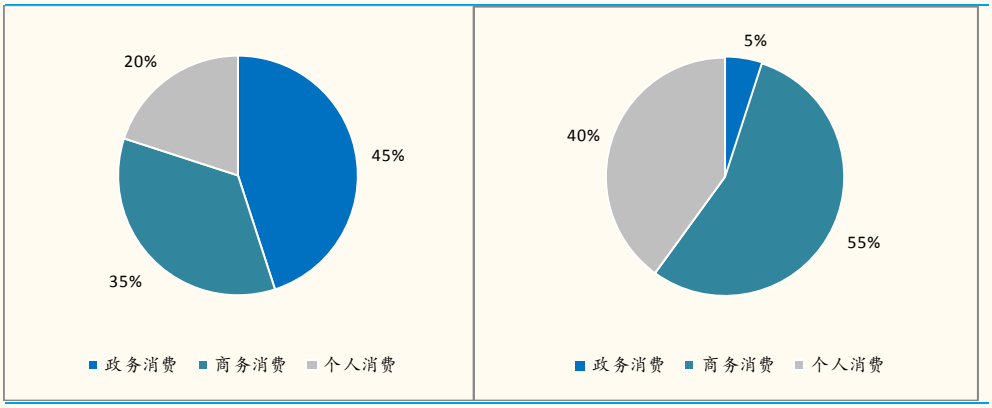
图表 12：白酒价格提升



来源：Wind，国金证券研究所

大众消费取代政务消费成为高端白酒消费主流。白酒行业复苏、消费升级推动白酒根基由原来的三公消费群体转向商务、个人消费群体。2012 年前，政务消费在白酒消费结构中占比 45%。2012 年，限制三公消费之后，白酒消费需求呈现断崖式下跌，商务、个人消费逐渐取代政务消费。2018 年，商务消费占比达到 55%，个人消费占比也提升至 40%。大众消费具有较为坚实的基础，是驱动白酒持续消费升级的主要动力。

图表 13：2011（左）-2018（右）白酒消费群体结构发生变化



来源：Wind，国金证券研究所

2.2 次高端核心价位 300-600 元将持续扩容

消费升级背景下，白酒消费价格带整体上移，次高端白酒市场 300-600 元价格带将持续扩容，是行业增速最快的板块，也吸引了 600 元以上和 300 元以下板块的领先企业纷纷进入布局，水井坊、剑南春、舍得、洋河梦之蓝、汾酒青花等品牌在次高端板块竞争愈发激烈。

图表 14：次高端主要白酒竞争品牌

品牌	产品	价位
水井坊	臻酿八号、井台装	359-509 元/500ml
洋河	天之蓝、梦之蓝 M1、M3	393-599 元/500ml
汾酒	青花 20	498 元/500ml
郎酒	红花郎 10	419 元/500ml
沱牌舍得	品味舍得	468 元/500ml
剑南春	水晶剑	458 元/500ml

来源：国金证券研究所

三、竞争优势：品牌形象鲜明，渠道良性发展

3.1 品牌端：中国白酒第一坊，打造品牌 IP

■ **品牌历史文化底蕴深厚，高档白酒形象深入人心**

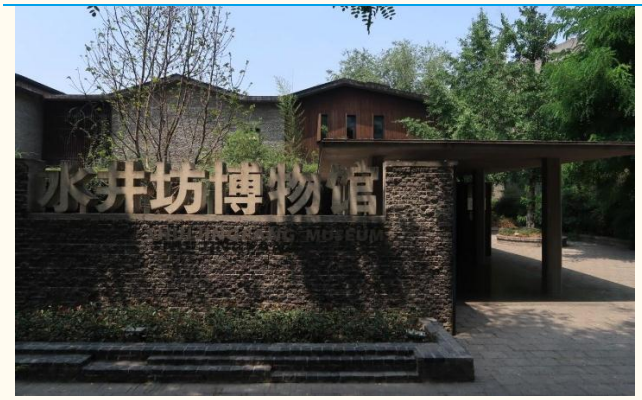
水井坊历史悠久，文化底蕴深厚。水井坊诞生于元末明初，位于成都老东门大桥外，历史悠久，是一座元、明、清三代川酒老烧坊的遗址。2000 年被国家文物局评为 1999 年度全国十大考古发现之一，2001 年由国务院公布为全国重点文物保护单位。水井坊遗址的发掘极大地丰富了中国传统酒文化研究的内容，填补了中国古代酒坊遗址、酿酒工艺等方面的考古空白，是迄今为止最全面、最完整、最古老、最具有民族独创性的酒坊，其史学价值堪与“秦始皇兵马俑”媲美，被誉为“中国白酒第一坊”。坊间数百年来的技艺留存至今，是活着的文物，被誉为“中国白酒的一部无字史书”。作为世界吉尼斯之最“世界上最古老的酿酒作坊”，水井坊延续六百余年从未间断生产，它丰富的文化内涵，完备的酿酒工艺设施，点点滴滴皆为天地灵气与人类智慧的结晶。艺术家从水井坊蕴含的中国传统文化和东方神韵得到灵感，设计出具有现代艺术品位的包装，历史性而不失个性，获得了“莫比”大赛包装设计金奖和最高成就奖、“世界之星”包装设计奖、星耀世界烈酒大赛酒体银奖及最佳包装类铜奖等多项荣誉。水井坊融合深厚的文化底蕴与现代艺术表现，承载六百年中华传统文化的精髓，彰显现代艺术美的典范，其历史底蕴和文化魅力足以让人“人未饮酒心已醉”。

图表 15：水井坊遗址



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：水井坊博物馆



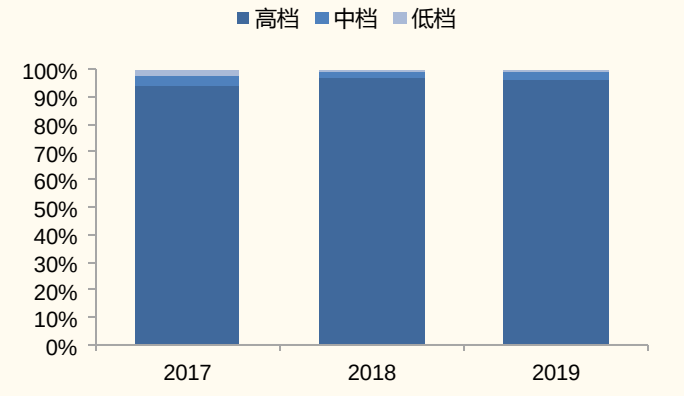
来源：公司公告，国金证券研究所

定位清晰，高档白酒形象深入人心。水井坊的前身是被誉为川酒“六朵金花”之一的全兴，作为“中国白酒第一坊”，水井坊始终定位于高端路线。其主要产品水井坊系列井台装、臻酿八号定位于 300-600 元的次高端价格带，典藏大师版、菁翠定位于 800 元以上的高端价位，超高端产品水井坊·元、明、清价格分别为 65999 元/瓶、29999 元/瓶、2500 元/瓶。水井坊酒的高价格既源于它的高品质，也源于它的高品位和带给消费者的至美享受。通过高端和超高端产品的推出，水井坊不断巩固其品牌形象，跻身茅台、五粮液、泸州老窖等白酒一线品牌。

■ 产品定位清晰，水井坊系列表现突出

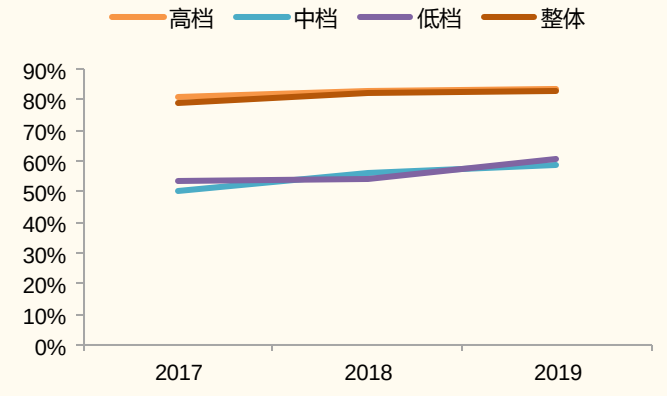
公司产品高端定位明确，水井坊系列高档产品收入占比在 90%以上。公司白酒产品覆盖低档、中档和高档，分别对应 100 元/500ml 以下，100-300 元/500ml 和 300 元/500ml 以上，其中低档产品主要指基酒销售。公司高档白酒收入占比 2017-2019 年均在 90%以上，2019 年达到 96.3%，是公司最主要的收入来源，包括水井坊品牌系列，主要有水井坊·菁翠、水井坊·典藏大师版、水井坊·井台装、水井坊·臻酿八号等产品。中档白酒收入占比 2018 年从 3.3%下降至 2.3%，2018-2019 年中档白酒收入均不到 3%，主要包括天号陈、小水井、水井尚品等系列酒产品。低档白酒收入占比 2018 年从 2.6%下降至 0.9%，2019 年上升至 1.2%。这说明公司产品定位清晰，坚持高端路线，高端产品为公司营业收入的主力军。其中，水井坊·井台装和水井坊·臻酿八号为公司两大核心产品，定位 300-500 元价格带。

图表 17：2017-2019 公司各档产品结构变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：2017-2019 公司各档产品毛利率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

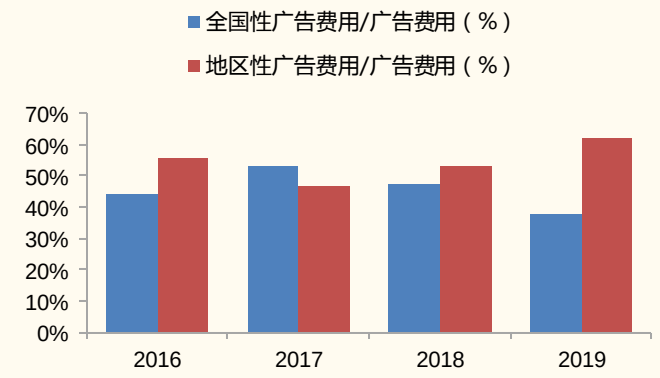
毛利率平稳上升，高档白酒毛利率高于中档和低档白酒毛利率。2017-2019 年公司整体毛、利率以及高档、中档、低档白酒毛利率均呈平稳上升态势。高档白酒毛利率高于中档和低档白酒毛利率，2019 年高档白酒毛利率达到 84%。高档白酒的高毛利率与公司主打高端产品的路线相吻合，说明公司次高端与高端价格带产品具有较大潜力。

■ 聚焦核心单品，区域精准营销，打造水井坊品牌 IP

打造水井坊核心单品。公司主打核心产品为水井坊·臻酿八号、水井坊·井台装、水井坊·典藏大师版，价位分别在 350 元/500ml、500 元/500ml、840 元/500ml。水井坊·臻酿八号的理念为“大家臻酿，大家共享”。水井坊·典藏大师版传承历代水井坊酿酒大师对品质不断追求的执着精神，以考究工艺造就典藏“陈香优雅，醇厚丰满”的独特口感，堪为浓香典范。不同核心单品定位明晰，存在合理价差，从包装到品质都符合水井坊的高端品牌形象。

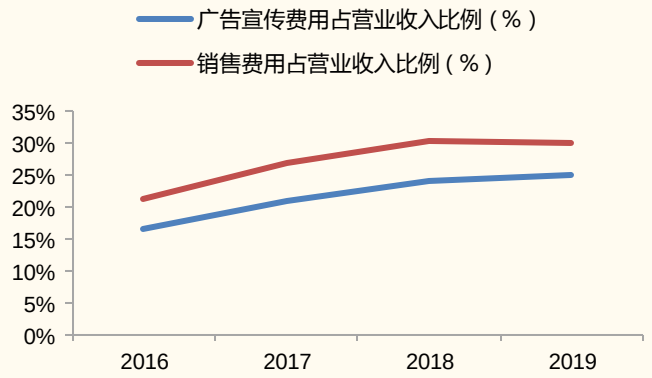
广告宣传投入增加，逐渐重视地区精准营销。从销售费用来看，公司销售费用率 16-18 年有所上升，19 年保持不变。广告宣传费用率 16-19 年不断上升，说明公司在广告宣传方面投入增加。公司 17-19 年地区性广告费用占比不断上升，19 年地区性广告费用达 62.12%，远大于全国性广告费用，说明公司致力于区域性精准营销。

图表 19：公司全国和地区性广告费用



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：公司销售费用占营业收入比例



来源：Wind，国金证券研究所

品牌体验活动与央视冠名同步推进品牌文化输出。公司着力打造品牌体验活动，丰富消费者体验感受。2017 年 9 月，水井坊首登太庙打造“水井坊·天工御宴”，为全行业奉献了一场视听的饕餮盛宴。2018 年 5 月，水井坊打造“壹席”品鉴会，和美食深度合作。2018 年，水井坊高端产品水井坊·菁翠与佳肴、3D 光影共同带来“菁宴”的感官盛宴。2019 年 10 月，在第七届中国成都国际非物质文化遗产节·锦江区分会场上，公司创造性地将水井坊非遗酿造技艺与话剧相结合，打造“沉浸式戏剧体验”，有效提升了品牌的文化美誉度。公司携手央视，铸就品牌高度。2017 年年末，水井坊独家冠名央视大型文博综艺 IP《国家宝藏》，首开白酒行业传承传统文化之先河，被央视授予“CCTV 中国白酒文化传承品牌”称号，标志着水井坊品牌影响达到新高度。

图表 21：水井坊广告宣传



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 22：水井坊品牌活动



冠名《国家宝藏》



水井坊·天工御宴



“壹席”



“菁宴”

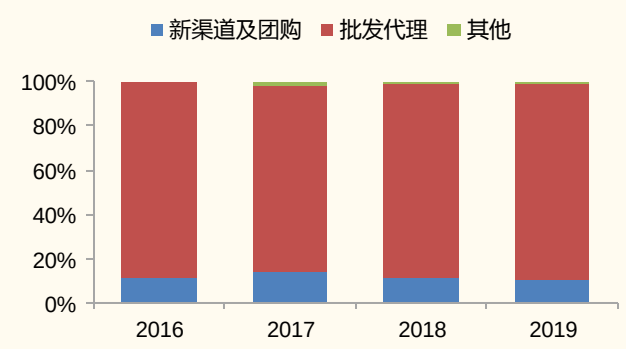
来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 渠道端：新总代模式强化终端管控，聚焦核心市场与核心门店

■ 新总代模式助推渠道布局

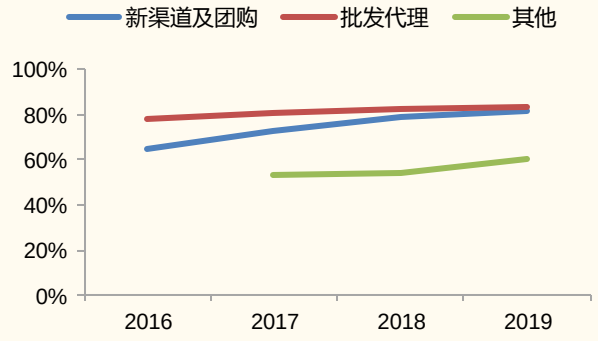
公司渠道以批发代理为主。公司销售渠道包括批发代理、新渠道及团购，以批发代理为主。2019 年批发代理渠道收入占比 88.16%，新渠道及团购收入占比 10.61%。公司批发代理渠道毛利率略高于新渠道及团购，2019 年高出 2.31%。2019 年公司前五大销售客户收入占比 39.07%，相比 2018 年降低了 4.95%。从地区分布来看，公司经销商在北区和新渠道分布较多，而在西区、中区、东区、南区分布较少。除了新渠道，所有地区经销商在 2016-2019 年都有流失现象。

图表 23：各渠道收入占比



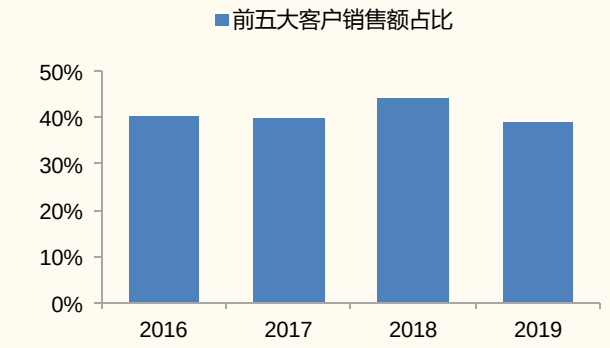
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 24：各渠道毛利率比较（%）



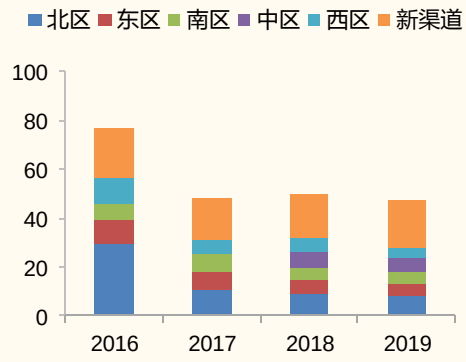
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 25：公司前五大客户销售额占比（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 26：公司经销商数量地区分布



来源：公司年报，国金证券研究所

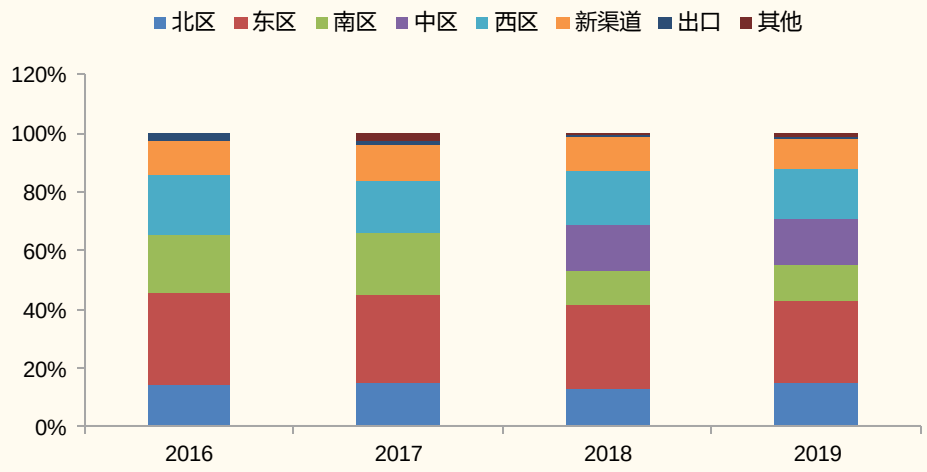
新总代模式确保渠道良性发展。在销售模式方面，公司将传统总代模式与新型总代模式相结合。传统总代模式由代理经销商负责整个区域的产品销售，而采用新型总代模式后，经销商主要作为销售服务平台负责销售后端包括订单处理、物流、仓储、收款等工作，公司对终端的把控得到加强。新总代模式下，公司能够实时监控各渠道价格，严格监管防止窜货行为发生，从而疏通整治渠道，确保发展可持续性。

图表 27：两种销售模式比较

销售模式	特点
传统总代模式	该模式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，该合作伙伴根据与公司达成的合作计划，按公司要求发展其产品销售网络和销售事务，加强对终端的服务和管理。
新型总代模式	在新的总代模式下，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。同时，在上述省份，也相应增加了销售团队人手配备以适应新模式下的业务发展，加强对终端的服务和管理。

来源：公司年报，国金证券研究所

图表 28：2016-2019 公司营业收入地区构成变化



来源：公司年报，国金证券研究所

■ 精耕核心市场，聚焦核心门店

公司确定了江苏、广东、河南、湖南、四川五大第一梯队核心市场，北京、上海、浙江、天津、福建五大第二梯队核心市场，以及河北、山东、江西、陕西、广西五大新兴市场，精耕细作、重点培育，促进核心市场加速成长。公司核心门店数量 2016-2018 年持续增长，从 7000 家增加到 3 万多家。2020 年水井坊步入核心门店 5.0 时代，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，并将进一步优化宴席体系，达到引导消费动销的目的。

图表 29：水井坊核心门店展示



来源：公司官网，国金证券研究所

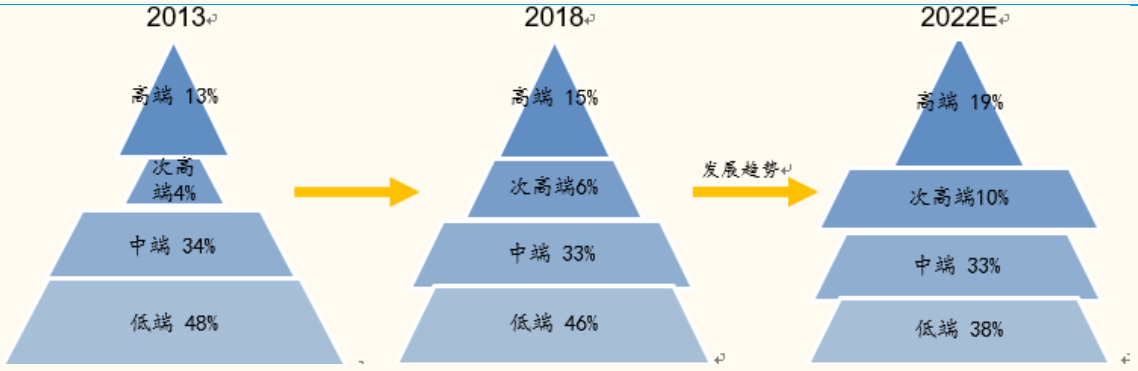
四、未来空间：次高端大单品产品升级，区域扩张，股权激励

4.1 锁定次高端白酒核心消费层，大单品产品升级

随着中国居民人均可支配收入的增加，中高档白酒消费规模扩大，白酒消费升级趋势明显。2016 年以来我国高档白酒平均消费价格从 780 元/瓶跃升到了 2020 年的 1160 元/瓶。次高端白酒 300-600 元价格带持续扩容，快速增长。

高端白酒的提价拉高了白酒行业价格天花板，使得定位紧随其后的梦之蓝、水井坊等次高端白酒提供了广阔的发展空间。根据产业信息网的统计和测算，白酒行业 2018 年高端、次高端、中端和低端市场规模占比分别是 15%、6%、33%和 46%；2022 年预计高端、次高端、中端和低端市场规模占比为 19%、10%、33%和 38%。水井坊位于次高端板块，将受益于板块扩容红利。

图表 30：白酒行业发展趋势



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

20H1 公司高档酒营收 7.80 亿元，同比-51.40%，占比 97%，同比+2pcts；中档酒营收 0.23 亿元，同比-42.02%。其中 20Q2，高档酒营收 0.62 亿元，同比-91.12%；中档酒营收 0.13 亿元，同比-19.51%。上半年业绩大幅下滑，主要受第二季度拖累。疫情影响下宴席等聚集场景收缩，以及控制发货节奏消化库存使得销量大幅下滑,双重影响下第二季度营收同比-91.12%，业绩大幅下滑。

20Q3 公司高档酒营收 11.18 亿元，同比+19.5%，占比 97.92%，同比+0.5pct，产品结构持续优化，毛利率 84.73%，同比+1.1pcts；中档酒营收 0.24 亿元，同比-3.8%，毛利率 64%，同比+4pcts，盈利能力改善。根据业绩交流会公布的数据——2020 年第三季度关键业绩指标（不含出口），第三季度，臻酿八号和井台总体的销售收入同比+20%；井台 12 和井台珍藏系列总体的销售收入同比+124%；典藏大师版和菁翠的总体的销售收入同比+5%。

20Q3 臻酿八号和井台总体的同比+20%，次高端产品发展良好，未来进一步看好次高端产品的发展。臻酿八号是水井坊次高端的起步点，既吸引中端向次高端升级的消费者，也帮助水井坊在现存市场中站稳脚跟，主攻宴席等消费场景；井台 12、井台珍藏系列的推广营销，主攻礼赠等消费场景，是市场份额提升的推动器；井台全系列/典藏主攻高端品鉴会，以获得更多消费者的青睐与认同，拉升品牌。

由于井台系列、珍酿系列占营收 80%，目前公司重点工作在于次高端，但未来发展方向是向高端系列进发，品牌支撑是关键。公司大力推典藏与菁翠等高端产品提升品牌形象，借以拉动臻酿八号和井台等次高端产品的销售和提价。典藏大师版和菁翠尚无法迅速放量，但能提升品牌形象。

水井坊其基本面是稳定的，在次高端已经有知名度，将坚持聚焦次高端板块，水井坊过去、现在、未来的首要任务都是保持价值链的稳定。未来资源会继续向高端化方面投放，发展高端产品，坚持大单品产品升级。

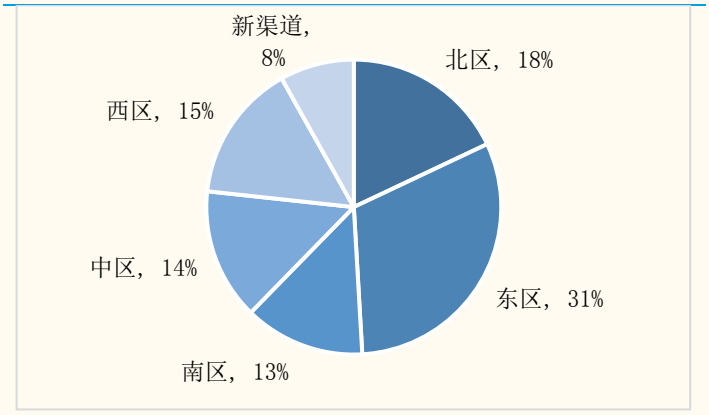
4.2 深耕核心市场，坚持区域扩张

2020 年前三季度公司在各大区分别实现营收，北区 3.49 亿元(同比-11.2%，占比 18%)、东区 6.03 亿元(同比-16.7%，占比 31%)、南区 2.57 亿元(同比-15.5%，占比 13%)、中区 2.79 亿元(同比-36.9%，占比 14%)和西区 2.93 亿元(同比-37.8%，占比 15%)。

20Q3，公司在各大区分别实现营收，北区 2.15 亿元(同比+34.4%，占比 19%)、东区 3.56 亿元(同比+39.1%，占比 31%)、南区 1.48 亿元(同比+25.4%，占比 13%)、中区 1.68 亿元(同比+12.0%，占比 15%)和西区 1.72 亿元(同比-5.0%，占比 15%)。

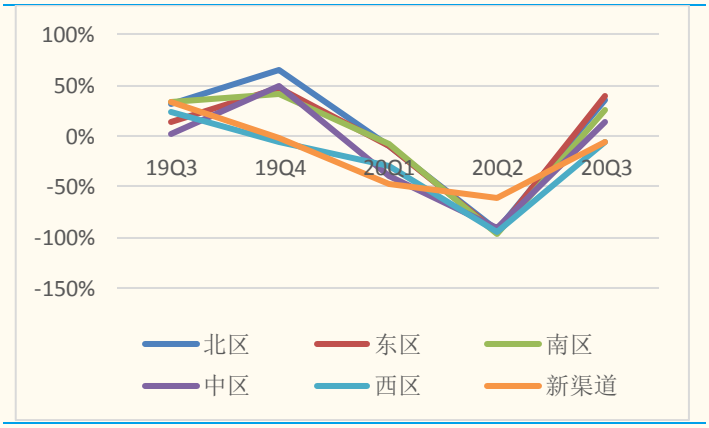
20Q3 北区、东区两销售区域共营收 5.71 亿元(占比 50%)，是公司主要市场，两区总营收同比+37.26%，疫情后迅速恢复，说明公司在主要市场基础扎实，基本面稳定，核心市场业绩抗压能力优秀。20Q3 东区营收同比+39.1%，北区营收同比+34.4%；2019Q3 东区营收同比+14%，北区营收同比+32%，公司在东区、北区加速下沉，深耕核心市场。

图表 31：2020 年前三季度水井坊销售区域占比情况



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 32：水井坊分大区营业收入增速（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

整体上来看，东区占比最大，占比 31%，这是因为东区是全国次高端容量最大的区域。未来，公司会继续在东区扩张，营收增速 19Q3、19Q4、20Q3 分别为 14%，47%，39%，疫情后 20Q3 增速高于去年同期，公司在东区这一核心市场发展迅猛。南区和北区虽然基数小，但营收增速高于公司整体水平，营收增速 19Q3、19Q4、20Q3，南区为 34%、41%、25%，北区为 32%、64%、35%，投资回报率相当可观，未来会在南区北区继续提升影响力和市场份额。中区、西区是公司扎根良久的地方，增速相对较慢，未来会继续挖掘核心销售潜力。

上半年白酒市场受疫情影响，公司前五大甚至前十五大市场的抗压能力相对较好，而其他的非十五大大市场本身的根基相对缺乏，受疫情影响相对较大。五大强势市场包括江苏（3-5 亿元）、河南、湖南、四川、广东，其他强势市场

包括陕西、北京、福建等，公司近上半年的下滑势头在主导市场都在环比改善。第三季度，北区的河内、内蒙古、东区的江苏、山东，南区的广东、江西，中区的河南，这些市场都表现良好。

精准化市场打造助推区域深耕。19 年公司以苏州为入口进军整个江浙沪市场，扩大水井坊在全国范围内影响力，在江苏市场试点取得良好反响，针对区域饮用口感推出的“井台 12”配合专属落地活动，让水井坊品牌渗透江苏市场。20Q3，井台 12 和井台珍藏系列总体的销售收入同比+124%，区域化落地效果明显。未来，公司不仅在渠道激励政策、产品方案的持续优化提升，也要在数字化时代要构建自己的销售通路和社会关系数据库，为每一位合作伙伴找出发展的机会，用更高效、精准的方案实施落地执行。

核心门店进一步赋能，增强区域竞争力。水井坊在业内最早推出核心门店模式，取得较大的成功。目前全国核心门店+潜力门店约 3 万多家，分为核心门店、潜力门店、普通门店三类，根据当地市场所规划的任务量决定门店类别，不同的档次，有相应支持力度。未来，将继续推进核心门店 5.0 计划，加强核心门店的执行力，同时甄选明星店，通过差异化营销工具和区域特色的资源配置，拉动门店产品动销。三季度无论是核心门店的数量，还是合同签约金额，相较 2019 年同期都有两位数的增长。未来发展的方向是质量的提升，而非数量的提升。要依托核心门店进一步赋能本地区域，增强在区域内的市场竞争力。

4.3 股权激励调动管理层积极性，加强经营稳健性

公司在 2019 年 7 月 5 日披露了股权激励计划，已向符合条件的 13 名董事、高管及核心技术（业务）管理骨干授予 24.22 万股限制性股票，每股转让价 25.56 元，有效期 3.8 年，首期/二期解锁条件为 2019-2020 年/2019-2021 年三年收入增速平均值不低于对标企业平均水平的 110%。对标企业为 2018 年营收排名前十的上市白酒企业，分别为：贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、顺鑫农业、山西汾酒、古井贡酒、口子窖、今世缘、老白干酒。

激励对象各期可解锁股份数=业绩考核应解锁股份数*解除限售比例+战略性绩效考核应解锁股份数*解除限售比例，战略绩效指标及员工考核期表现由薪酬委员会商定及考核，“保底+提成”的模式放大对关键指标负责人的激励动力。股权激励同时绑定新老两任核心管理层，调动管理层积极性，加强经营稳健性。

图表 33：公司股权激励计划

对象	本计划涉及的激励对象共计 15 人，包括： （一）公司董事； （二）公司高级管理人员； （三）公司核心技术（业务）管理骨干； （四）公司董事会认为需要进行激励的其他人员。 以上激励对象中，未含公司独立董事、监事和单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。所有激励对象必须在本计划的考核期内于公司任职并已与公司或控股子公司签署劳动合同，且未参与除本公司激励计划外的其他上市公司的股权激励计划。
来源	股票来源为从二级市场上回购的本公司 A 股普通股。
数量	本激励计划拟授予的限制性股票数量 25.6247 万股，占本激励计划草案及摘要公告日公司股本总额 488,545,698 股的 0.05%。
价格	本次股权激励计划授予限制性股票的授予价格为每股 25.56 元，即满足授予条件后，激励对象可以每股 25.56 元的价格购买公司股票。
有效期	本激励计划有效期自限制性股票授予之日

	起至所有限制性股票解锁或回购注销完毕之日止，最长不超过 45 个月。

来源：公司公告，国金证券研究所

20H1 由于社交距离管控导致消费场景消失，消费需求骤降导致经销商和终端库存走高，公司以去库存、做动销为主。20H1 销量 2367 吨，同比-43%；营业收入 8.04 亿元，同比-52%。毛利率 82%，基本持平；营业利润 1.25 亿元，同比-72%，主要系资本密集型产业，利润会极大受到规模效应（销量）的影响。

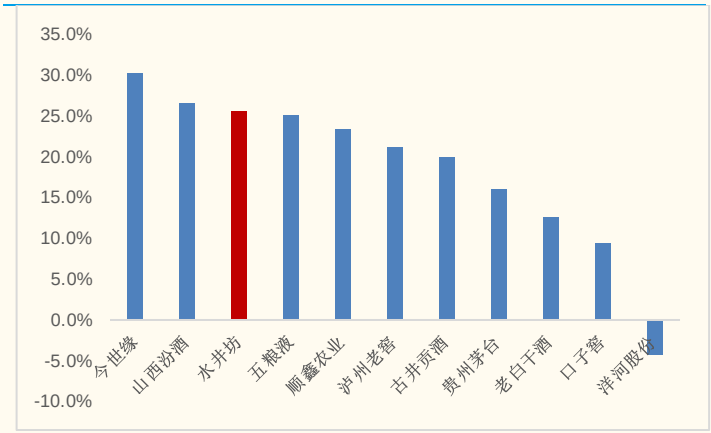
20H1 公司以动销为本，帮助经销商降库存。2-6 月，公司严控出货，调整经销商和门店的考核目标与方式，关注出货和门店动销，采用灵活的渠道激励政策。期间，小型宴席的预售、高端宴席的配套推广，送客户的保健礼盒、小型品鉴会等消费者激励政策，都达成预期效果。6 月底，库存已降低至 18、19 年的水平，库存健康。同时，核心单品价格稳定，臻酿八号与井台在部分地区批价有上涨情况。Q2 末，渠道与价值链稳定。

203Q 国内销量 2878 吨，同比+19%，国内营收 11.42 亿元，同比+18.9%，毛利率 84，同比+1%pct，销售费用率 18%，-5%pcts。20Q3 增长主要有两大因素，1）来自于渠道、终端的补库，同时在 H1 的动销去库存的基础上，价值链继续保持稳定，8 号和井台成交价在部分地区较去年 9 月同期上涨。2）随着宴席、礼赠等消费场景恢复，次高端需求提升。宴席方面，超额完成 Q3 场次目标，动销贡献占比较去年同期有明显提升，同时借助主题宴席扩大水井坊全品类在宴席场景的认知度，井台及以上产品的占比由个位数升至两位数，市场份额进一步提高。

20 年前三季度营收同比-26.6%，在十一家企业中排最末，主要被第二季度拖累，20H1 水井坊营收增长-52%，而 20Q3 营收增长+18.9%，在十一家企业中排名第三，第三季度业绩改善显著。截至 9 月 30 日公司合同负债总额为 7.13 亿元，同比+41.47%，进入三季度经销商打款进货的积极性明显提升，四季度业绩极有可能再度提速。

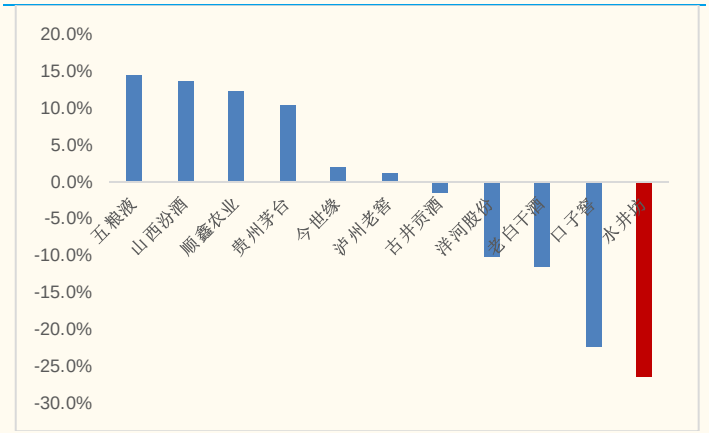
20 年前三季度对标企业营收增速 0.8%（几何平均值），6.5%（加权平均值），这对公司业绩和运营能力提出了更高要求。虽然公司短期业绩承压，但长期看，凭借帝亚吉欧的股东背景，外企市场化的机制和消费升级的大趋势，公司在次高端领域依然具备较大的成长空间。

图表 34：2019 年与对标企业的营收增长情况



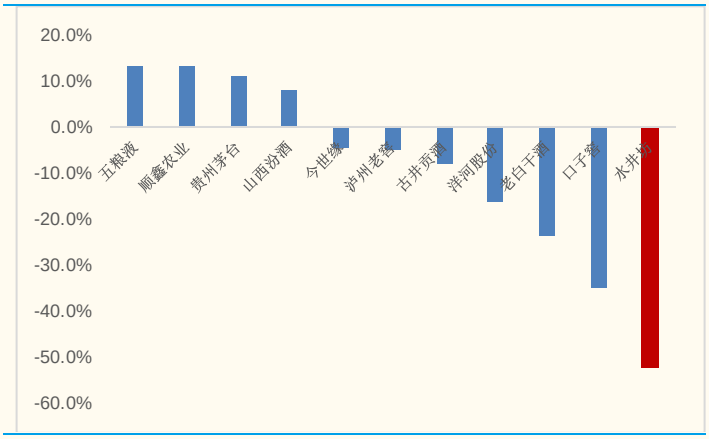
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 35：2020 年前三季度与对标企业的营收增长情况



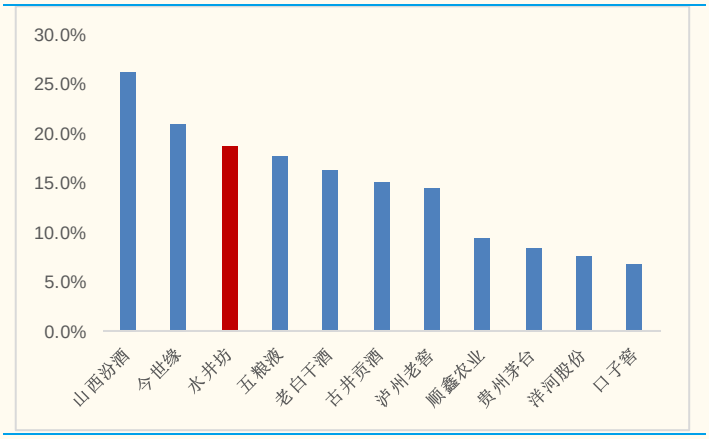
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 36：2020 年上半年与对标企业的营收增长情况



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 37：2020 年第三季度与对标企业的营收增长情况



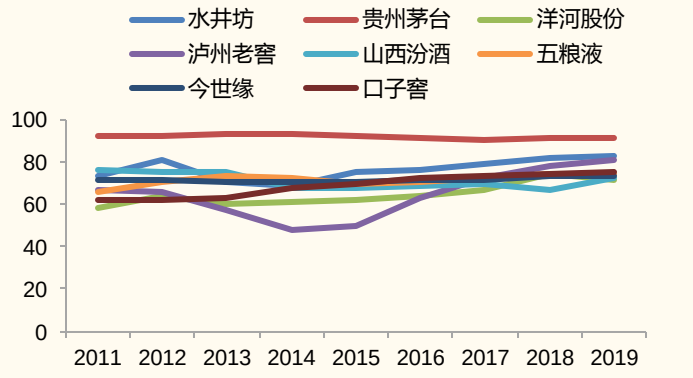
来源：公司年报，国金证券研究所

五、同行对比：盈利能力较好，现金流有所改善

5.1 盈利能力：毛利率领先而净利率处于行业中下游，费用结构有待改善

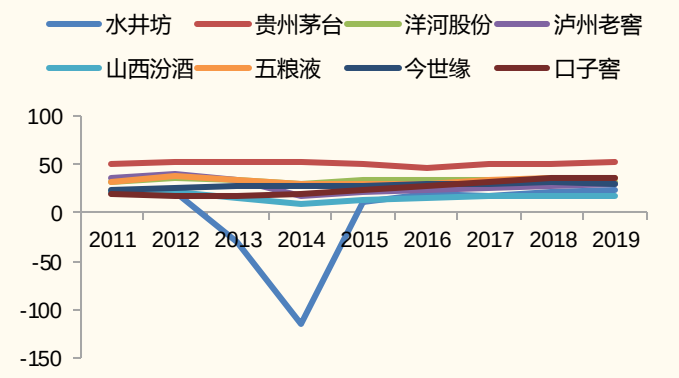
- 为进行行业比较，选取了 10 家可比区域性白酒龙头公司。从毛利率来看，公司毛利率 2013-2019 年处于逐步上升趋势，2019 年公司毛利率（82.87%）仅低于贵州茅台（91.3%），高于泸州老窖（80.62%）、山西汾酒（71.92%）、洋河股份（71.35%）等。从净利率来看，公司净利率 2017-2019 年不断上升，2019 年公司净利率（23.35%）仅高于山西汾酒（17.29%），贵州茅台净利率最高（51.47%）。

图表 38：2011-2019 可比公司毛利率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

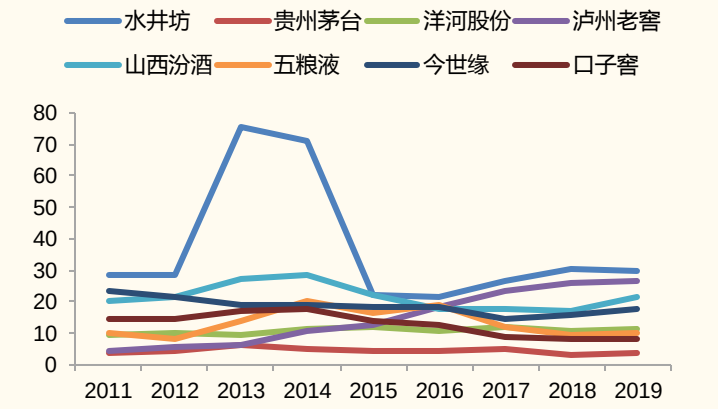
图表 39：2011-2019 可比公司净利率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

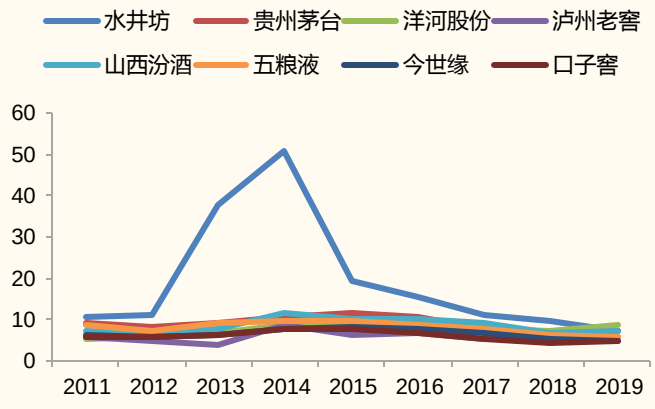
- 从费用率来看，2011-2019 年水井坊销售费用率在可比公司中处于较高的水平，2019 年公司销售费用率（30.08%）是 10 家公司中最高的。公司管理费用率 2014-2019 年持续下降，但在可比公司中依然较高，2019 年仅低于洋河股份（8.72%）和山西汾酒（7.39%）。反观今世缘（4.54%）、口子窖（4.81%）管理费用率较低。因而，公司费用结构有待改善。

图表 40：2011-2019 可比公司销售费用率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：2011-2019 可比公司管理费用率（%）

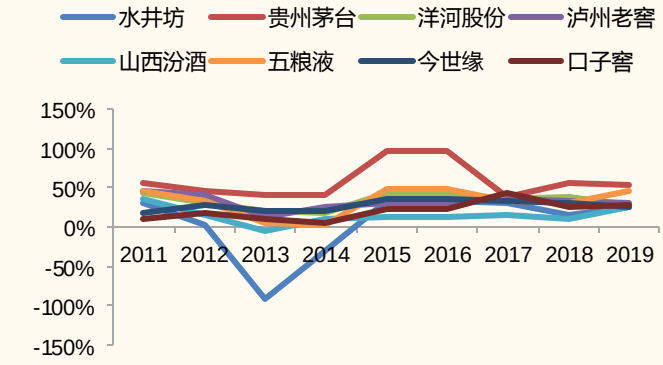


来源：Wind，国金证券研究所

5.2 现金流和负债情况：现金流有所改善，资产负债率较高

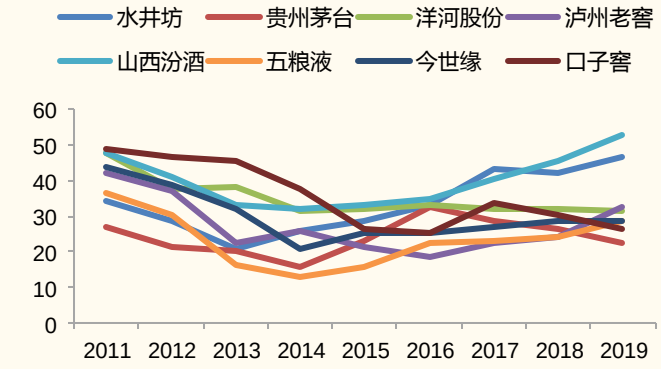
- 从可比公司现金流状况来看，2015-2019 年公司现金流状况良好，但在行业内处于中下游。2019 年公司经营现金流占营收的比重从 18 年的 15%上升到了 25%。从资产负债情况来看，2013-2017 年水井坊资产负债率不断上升，2019 年公司资产负债率为 46.48%，仅低于山西汾酒（52.55%）。

图表 42：2011-2019 可比公司经营现金净流量/营收



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：2011-2019 可比公司资产负债率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

六、投资建议

- 水井坊作为中国白酒第一坊，品牌历史文化底蕴深厚。经营业绩稳健，收入利润均稳定增长，2017-2019 年公司营收 CAGR 为 44.36%，归母净利润 CAGR 为 54.33%。2020 年前三季度受疫情影响，实现营业收入 19.46 亿元，同比降低 26.58%；归母净利润 5.02 亿元，同比降低 21.49%。其中第三季度实现营收 11.42 亿元，同比增长 18.86%；归母净利润 3.99 亿元，同比增长 33.09%。
- 20Q3 增长主要有两大因素，1）渠道、终端的补库，2）随着宴席、礼赠等消费场景恢复，次高端需求提升。截至 9 月 30 日公司合同负债总额为 7.13 亿元，同比+41.47%，经销商打款进货积极性高。长期看，公司在次高端领域依然具备较大的成长空间。
- **锁定次高端白酒核心消费层，大单品产品升级，产品结构持续优化。**20Q3,酿八号和井台总体的销售收入同比+20%，贡献主要销量，井台 12 和井台珍藏系列营收同比+124%，典藏大师版和菁翠营收同比+5%，产品结构持续升级。公司聚焦次高端板块，保持价值链稳定的同时，坚持大单品产品升级。

- **深耕核心市场，区域扩张仍是未来发展的核心方向。**20Q3，公司在东区营收同比+39.1%，北区营收同比+34.4%，疫情后迅速恢复，增速高于去年同期，核心市场基本面稳定且加速下沉。南区和北区营收增速高于公司整体水平，未来会继续挖掘其销售潜力，使区域化落地。
- **股权激励调动管理层积极性，加强经营稳健性。**19 年股权激励计划首期解锁条件为 19-20 营收增长率均值，不低于对标企业平均水平的 110%。20Q3 营收增长+18.9%，对标企业中排第三，三季度业绩改善显著。随着解锁期临近，股权激励模式激活人才势能，调动管理层积极性，加强经营稳健性。
- 预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 34.22、41.63、52.85 亿元，同比-3.30%/+21.67%/+26.93%，归母净利润分别为 6.52、7.81、10.03 亿元，同比-21.09%/+19.86%/+28.30%，对应 EPS 分别为 1.34、1.60、2.05 元，给予公司 2021 年 44 倍 PE，目标价为 91.37 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 44：水井坊收入拆分（单位：百万元）

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
高档酒	1924.33	2725.93	3407.17	3269.18	3962.25	5002.34
YOY		41.7%	25.0%	-4.1%	21.2%	26.3%
毛利率	80.78%	82.87%	83.78%	84.0%	85.0%	86.0%
中档酒	67.34	63.76	86.84	99.97	121.17	152.97
YOY		-5.3%	36.2%	15.1%	21.2%	26.3%
毛利率	50.03%	55.91%	58.58%	59.0%	60.0%	62.0%
低档酒	52.37	24.53	43.60	52.84	80.06	129.37
YOY		-53.2%	77.7%	21.2%	51.5%	61.6%
毛利率	53.35%	54.15%	60.38%	61.0%	62.0%	63.0%
合计	2044.05	2814.22	3537.62	3422.00	4163.47	5284.68
YOY		37.68%	25.71%	-3.3%	21.7%	26.9%
毛利率	79.06%	82.01%	82.87%	82.9%	83.8%	84.7%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 45：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）				PB（倍）	EPS CAGR（%）	PEG（倍）
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E		2020E
600519.SH	贵州茅台	1705	21,418.17	32.80	37.07	44.07	51.33	52	46	39	33	14	18	2.6
000858.SZ	五粮液	265	10,286.26	4.48	5.26	6.34	7.45	59	50	42	36	13	19	2.6
000568.SZ	泸州老窖	186.69	2,734.55	3.17	3.93	4.77	5.64	59	48	39	33	12	20	2.4
002304.SZ	洋河股份	174.97	2,636.78	4.90	5.05	5.79	6.60	36	35	30	27	7	14	2.4
600809.SH	山西汾酒	250.1	2,179.69	2.23	3.05	3.87	4.79	112	82	64	52	24	25	3.2
000596.SZ	古井贡酒	228.35	1,149.97	4.17	4.21	5.32	6.41	55	54	403	36	12	23	2.3
603589.SH	口子窖	63	378	2.87	2.38	2.86	3.34	22	26	22	19	6	18	1.4
603369.SH	今世缘	51.04	640.30	1.16	1.26	1.56	1.92	44	41	33	26	8	24	1.7
平均								55	48	39	33	12	20	2.3

中值								53	47	39	33	12	19	2.4
600779.SH	**水井坊**	**70.00**	**343.45**	**1.69**	**1.34**	**1.60**	**2.05**	**30**	**53**	**44**	**34**	**14**	**24**	**2.2**

来源：Wind，国金证券研究所（山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、今世缘为国金证券研究所预期，其余为 Wind 一致预期，收盘价截至 2020 年 5 月 15 日，水井坊收盘价截止 2020 年 12 月 30 日）

七、风险提示

- **宏观经济下行的风险：**中高端白酒消费受宏观经济影响较大，若整体经济下行，消费疲软，预计会对公司业绩造成一定的冲击。
- **省外市场拓展不及预期风险：**省外市场强势地产酒品牌及全国性白酒品牌瓜分市场份额，省外市场拓展还需公司加大对产品、品牌营销、渠道建设方面加大资源投入，预计若拓展不成功会影响公司业绩。
- **股权质押风险：**股票价格的波动具有高度不确定性，若公司股票价格持续下跌，并最终引发爆仓，股东所质押股权的实际价值将无法清偿融资本金，由此产生的损失须由进行股权质押的股东承担，进而导致公司出现严重的资金问题。
- **食品安全风险：**如果公司个别产品因为生产监管不严而出现食品安全风 险，将对公司整体的品质、口碑、形象产生重大打击，进而影响公司维 持、提升市场份额。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,048	2,819	3,539	3,422	4,163	5,285
增长率		37.6%	25.5%	-3.3%	21.7%	26.9%
主营业务成本	-429	-511	-606	-585	-673	-806
%销售收入	20.9%	18.1%	17.1%	17.1%	16.2%	15.3%
毛利	1,620	2,308	2,932	2,837	3,490	4,478
%销售收入	79.1%	81.9%	82.9%	82.9%	83.8%	84.7%
营业税金及附加	-301	-428	-562	-565	-695	-893
%销售收入	14.7%	15.2%	15.9%	16.5%	16.7%	16.9%
销售费用	-551	-854	-1,064	-1,100	-1,388	-1,789
%销售收入	26.9%	30.3%	30.1%	32.2%	33.3%	33.9%
管理费用	-226	-270	-250	-332	-404	-513
%销售收入	11.0%	9.6%	7.1%	9.7%	9.7%	9.7%
研发费用	0	-2	-2	-3	-4	-5
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润（EBIT）	542	754	1,054	837	1,000	1,278
%销售收入	26.5%	26.7%	29.8%	24.5%	24.0%	24.2%
财务费用	11	13	23	37	55	70
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-1.1%	-1.3%	-1.3%
资产减值损失	-107	0	-5	0	-6	-6
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	446	780	1,102	874	1,049	1,343
营业利润率	21.8%	27.7%	31.1%	25.6%	25.2%	25.4%
营业外收支	-29	-48	-2	-5	-7	-6
税前利润	417	732	1,100	869	1,042	1,337
利润率	20.4%	26.0%	31.1%	25.4%	25.0%	25.3%
所得税	-82	-153	-274	-217	-260	-334
所得税率	19.6%	20.9%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	335	579	826	652	781	1,003
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	335	579	826	652	781	1,003
净利率	16.4%	20.6%	23.3%	19.1%	18.8%	19.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	335	579	826	652	781	1,003
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	147	48	69	58	58	58
非经营收益	-37	15	-31	151	7	6
营运资金变动	137	-182	2	639	247	278
经营活动现金净流	582	460	867	1,500	1,094	1,345
资本开支	-86	-132	-215	-123	-133	-132
投资	0	0	0	0	0	0
其他	224	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	138	-132	-214	-123	-133	-132
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-10	0	0
其他	-225	-303	-436	-261	-313	-401
筹资活动现金净流	-225	-303	-436	-270	-313	-401
现金净流量	496	26	217	1,106	648	812

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,030	1,026	1,243	2,349	2,997	3,809
应收款项	90	38	223	39	45	57
存货	920	1,345	1,520	1,634	1,660	1,988
其他流动资产	64	40	56	58	54	57
流动资产	2,104	2,449	3,043	4,080	4,756	5,911
%总资产	75.4%	76.6%	77.1%	83.3%	84.3%	86.1%
长期投资	14	10	10	10	10	10
固定资产	444	535	613	682	751	820
%总资产	15.9%	16.7%	15.5%	13.9%	13.3%	11.9%
无形资产	81	75	126	126	126	125
非流动资产	685	749	903	818	887	955
%总资产	24.6%	23.4%	22.9%	16.7%	15.7%	13.9%
资产总计	2,789	3,198	3,946	4,898	5,643	6,866
短期借款	0	0	4	0	0	0
应付款项	811	925	1,178	1,164	1,355	1,646
其他流动负债	380	385	629	1,213	1,298	1,628
流动负债	1,191	1,310	1,810	2,377	2,653	3,274
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	31	24	18	18	18
负债	1,209	1,341	1,834	2,395	2,671	3,292
普通股股东权益	1,580	1,857	2,112	2,503	2,972	3,574
其中：股本	489	489	489	489	489	489
未分配利润	307	558	827	1,218	1,687	2,288
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,789	3,198	3,946	4,898	5,643	6,866

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.687	1.186	1.691	1.335	1.600	2.052
每股净资产	3.235	3.801	4.323	5.124	6.084	7.315
每股经营现金净流	1.192	0.942	1.775	3.070	2.239	2.753
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.534	0.640	0.821
回报率						
净资产收益率	21.23%	31.21%	39.12%	26.05%	26.29%	28.06%
总资产收益率	12.03%	18.12%	20.94%	13.31%	13.85%	14.60%
投入资本收益率	27.59%	32.13%	37.43%	25.08%	25.23%	26.83%
增长率						
主营业务收入增长率	74.13%	37.62%	25.53%	-3.30%	21.67%	26.93%
EBIT增长率	74.75%	39.03%	39.84%	-20.58%	19.41%	27.89%
净利润增长率	49.24%	72.72%	42.60%	-21.09%	19.86%	28.30%
总资产增长率	26.56%	14.67%	23.39%	24.12%	15.21%	21.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.8	7.5	3.3	3.1	3.0	3.0
存货周转天数	733.5	808.6	862.3	1,020.0	900.0	900.0
应付账款周转天数	199.3	207.8	191.3	250.0	220.0	200.0
固定资产周转天数	74.3	67.6	54.8	51.2	37.6	26.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.15%	-55.25%	-58.69%	-93.86%	-100.84%	-106.58%
EBIT利息保障倍数	-50.2	-56.0	-45.7	-22.5	-18.1	-18.1
资产负债率	43.34%	41.94%	46.48%	48.89%	47.33%	47.95%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH