

## 水井坊(600779)

**销售模式调整见效 利润增长有待时日**

研究员: 张芸  
执业证书编号: S0570200010050  
电话: 025-83290884  
E-mail: zylt4463@sina.com  
地址: 南京市中山东路90号

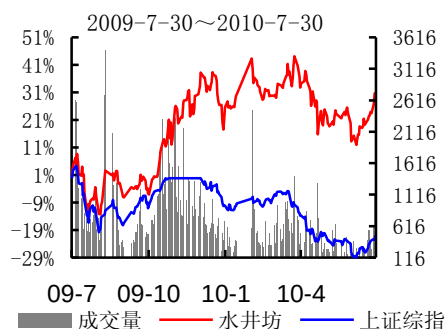
投资评级: 推荐 (维持)

饮料制造 II

当前价格(元): 21.15

目标价格(元): 23.26

### 股价走势图



### 相关研究

- 1、《水井坊首次调研报告》  
2006年3月
- 2、《水井坊2007年年报点评》  
2008年3月

### 投资要点:

- 1、我们在2010年6月份市场调研中,了解到公司上半年水井坊系列的销量增速接近30%。
- 2、2009年10月份,帝亚吉欧协助公司以成都为试点区域进行深度分销,精细化操作市场,取得了较好的效果,公司2010年在重点销售地区推广这一模式。目前来看,公司以区域总代理为主的销售模式尚无显著变化。但公司加大了市场参与度和话语权,加大了对渠道的覆盖率和对渠道的终端投入,也加大了对产品的区隔。帝亚吉欧还协助公司对经销商进行培训,引导大经销商对渠道进行扁平化管理等,公司正在逐步改变调整销售模式。
- 3、今年一季度,公司营业费用同比增长78.3%,远高于收入增速,营业费用率为23.8%,同比上升近2个百分点,可以看出公司希望通过加大费用投入力度,提升水井坊品牌影响力和市场份额,并且在市场销售方面已经取得了一定成果,关键是未来公司是否能够在费用投入比例保持稳定的情况仍实现销售的增长,或是在销量稳定的情况下逐步减少费用的占比从而获得利润的提升。
- 4、公司产品结构布局合理,但以现有资源条件,主要集中在水井坊销售的做大做强方面。
- 5、经历近四年的合作,双方合作日益深入,2010年3月1日帝亚吉欧与成都盈盛签订了股权转让协议,受让其持有的4%的全兴集团股权。该股权转让事宜尚需相关部门批准,预计其过程约需3-6个月,如获批,帝亚吉欧将拥有全兴集团53%的股权,间接持有公司39.71%的股权,将触发对流通股股东的要约收购义务,收购价格为21.45元/股,从而给股价带来安全边际。
- 6、我们预期2010年酒类业务贡献每股收益为0.51元/股,房地产业务贡献每股收益0.15元/股;2011年公司酒类业务贡献每股收益0.64元/股。按照白酒行业目前2010年平均35倍的PE,公司合理股价17.85元;房地产业务按20倍PE计算,增加3元,公司合理股价位20.85元。考虑到帝亚吉欧收购价为21.45元/股,若收购成功将激发市场对公司未来的信心,我们给予公司23.26元的目标价。
- 7、公司风险:帝亚吉欧收购公司未获批准。

## 一、销售模式调整 销量增长明显

水井坊是我们持续关注的白酒上市公司之一。公司原名全兴股份，1963 年全兴酒参加全国评酒会，获得中国名酒称号。公司于 2000 年推出水井坊品牌，定位于中国最高端白酒，通过“卡位”获得了销售方面的成功，奠定了在高端白酒领域的地位，2007 年公司白酒销售收入接近 10 亿元，之后保持稳中有增的态势。

2009 年上半年，公司产品销量受经济下滑影响，总收入同比下降了 19.5%。我们在 2010 年 6 月份市场调研中，了解到公司上半年水井坊单品的销量增速接近 30%。也就是说公司在低基数的基础上实现了高增长，公司之所以能够实现这一快速增长，与公司销售模式调整密切相关。

2009 年 10 月份，帝亚吉欧协助公司以成都为试点区域进行深度分销，精细化操作市场，取得了较好的效果。今年，公司在一些重要区域推广了这种做法。目前来看，公司以区域总代理为主的销售模式尚无显著变化。但公司加大了市场参与度和话语权，加大了对渠道的覆盖率和渠道的终端投入，也加大了对产品的区隔。帝亚吉欧还协助公司对经销商进行培训，引导大经销商对渠道进行扁平化管理，对完成销量的经销商给予一定的年度支持。

公司销售团队的建设也在不断加强之中，目前公司销售人员约有 120 多名，公司销售人员每个月都要回成都进行交流，进行培训学习，销售人员薪酬体系的改革也在酝酿中。公司还在一些地区采用地招模式，招聘一些促销人员和市场调研人员，辅助公司销售人员完成一些工作。

公司加大了与总部采购模式的商超的合作，比如家乐福、欧尚、大润发、易初莲花等，通过与全国总部谈判，确定全国统一价格，接下来，公司还将跟去他大型连锁超市洽谈合作事宜。公司还专门成立了团购部，但公司目前团购的比重还很小。

对于之前的窜货，公司于 2010 年开始进行直接管理，收取市场价格维护方面的保证金，如果价格没问题，一年以后可转化成为货款，这样有助于保持市场秩序。

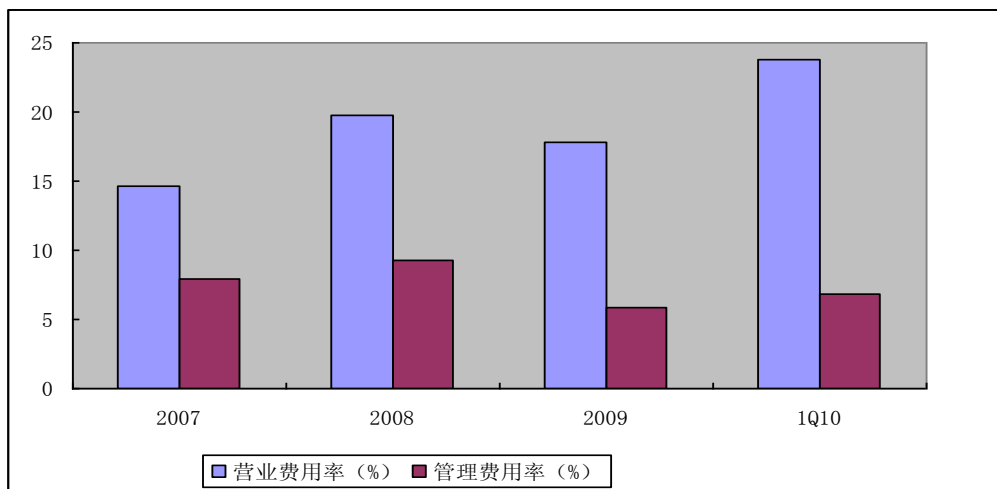
公司以深度经销，精细化操作为核心，多管齐下，因而获得了较好的销售表现。

## 二、营业费用快速增长

今年一季度，公司营业费用同比增长 78.3%，远高于收入增速，营业费用率为 23.8%，同比上升近 2 个百分点，可以看出公司希望通过加大费用投入力度，提升水井坊品牌影响力和市场份额，并且在市场销售方面已经取得了一定成果，关键是未来公司是否能够在费用投入比例保持稳定的情况仍实现销售的增长，或是在销量稳定的情况下逐步减少费用的占比从而获得利润的提升。与销售费用相比，公司管理费用控制相对稳定。

图表1 公司营业费用率和管理费用率变化情况

单位：%



资料来源：WIND 系统。

### 三、产品结构布局合理 短期仍要依赖水井坊

公司的产品结构合理，并非只有水井坊系列高端产品，也有中高端和中端产品。如公司的全兴大曲，曾经是全国性品牌，鼎盛时期销量超过1.5万吨，但由于公司运作失当，以及曾在99年被暴光质量不合格，导致该品牌销量不断下滑。近年来，公司开始稳扎稳打，推出婚庆520等系列产品，销量约在 2000 吨左右的规模。天号陈是公司推出的中高档产品，目前销量很小。

图表 2 公司产品结构表

单位：元/瓶

| 产品系列                   | 主要价格区间        |
|------------------------|---------------|
| 水井坊（典藏系列和井台系列 52/38 度） | 450-20000 元/瓶 |
| 天号陈（52/38 度）           | 200-400 元/瓶   |
| 全兴系列、520 系列            | 100 元及以下      |

资料来源：市场调研

同时，公司和帝亚吉欧合作，推出了具有白酒元素的伏特加酒，“SHANGHAI WHITE”，该产品的基酒是伏特加，在公司经过白酒的勾兑，2009 年 6 月在香港上市，在酒吧中销售获得了成功。2010 年 9 月预计登陆北美市场。该产品的出口及业务推广都是由帝亚吉欧负责，目前没有在大陆市场销售的计划，未来不排除。

公司将全兴酒业转让给了成都金瑞通实业股份有限公司，公司仅保留 40%的股权。但由于金瑞通没有酒类相关经营经验，公司在生产和销售方面仍有很大话语权。因为全兴是中国名酒

品牌，在国家产业政策上是不允许外方控股的。公司转让全兴酒业，一方面可以为帝亚吉欧为主公司做铺垫，另一方面也通过业外资本的进入增加对全兴的投入。

由于资源有限，公司目前的主要工作还是集中精力营销水井坊。

#### 四、与帝亚吉欧的合作渐进深入

帝亚吉欧始创于 1749 年，帝亚吉欧占据了全球洋酒 30% 的市场份额，是世界上唯一一家同时经营烈酒、葡萄酒以及啤酒的集团公司。通过一系列并购，其旗下拥有众多世界顶级烈酒品牌，其中世界排名前 100 位酒类品牌的就有 17 种，包括世界第一伏特加 Smirnoff（皇冠）、世界第一苏格兰威士忌 JohnnieWalker（尊尼获加）、世界第一利口酒 Baileys（百利甜酒）、世界第一的黑啤 Guinness（健力士）等。其中，苏格兰威士忌 JonnieWalker，拥有 200 年历史，世界第一的黑啤 Guinness 拥有 250 年历史。帝亚吉欧重视中国市场，一直在中国市场寻求合作伙伴。

公司与帝亚吉欧合作从 2006 年开始。2006 年水井坊管理层与帝亚吉欧在集团层面上进行合作，帝亚吉欧和集团签订股权转让协议，帝亚吉欧支付 5.17 亿元从盈盛投资购买全兴集团 43% 的股份。此后，公司又增持集团公司股权，达到了 49% 的比例。

2007 年 4 月，帝亚吉欧派遣 Kenneth Macpherson、Peter Batey 和 David C. Chen 分别就任中外合资全兴集团副董事长、董事和财务副总监。此后，帝亚吉欧还派营销和生产方面专业人员进入公司，参与日常工作，双方合作日渐深入。

经历近四年的合作，2010 年 3 月 1 日帝亚吉欧与成都盈盛签订了股权转让协议，受让其持有的 4% 的全兴集团股权。该股权转让事宜尚需相关部门批准，预计其过程约需 3-6 个月，如获批，帝亚吉欧将拥有全兴集团 53% 的股权，间接持有公司 39.71% 的股权，将触发对流通股股东的要约收购义务，收购价格为 21.45 元/股，从而给股价带来一定安全边际。

#### 五、消费税从严政策压力不大

水井坊的白酒消费税缴纳一直比较严格，因而即使消费税从严征收对公司的影响也较小。

图表3 公司营业税金占收入情况比较表

单位：%

| 公司         | 2006          | 2007          | 2008         | 2009          | 1Q2010        |
|------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 五粮液        | 9.30%         | 7.90%         | 7.10%        | 7.20%         | 8.10%         |
| 贵州茅台       | 11.70%        | 8.30%         | 8.30%        | 9.70%         | 17.80%        |
| 泸州老窖       | 7.90%         | 7.40%         | 6.90%        | 7.40%         | 6.40%         |
| <b>水井坊</b> | <b>11.70%</b> | <b>10.10%</b> | <b>9.00%</b> | <b>11.60%</b> | <b>10.00%</b> |

|      |        |        |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 山西汾酒 | 18.40% | 15.60% | 15.50% | 17.17% | 14.50% |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|

资料来源：WIND系统

## 六、公司盈利预测及估值

公司除了白酒业务还有房地产业务，房地产业务主要包括两个项目：

一是蓉上坊，蓉上坊二期已经实现销售，当时销售均价7000多元/平方米，预计今年四季度交房可实现收益；

二是郫县项目，郫县项目560亩地规划建设容积率在2以下的连排别墅或单套别墅。但其开工时间要取决于公司搬迁到工业园的进程，具体进展尚不明确。

初步预测公司房地产业务2010年可实现的收入与2009年持平，2011年房地产难有贡献。预计2010年公司房地产业务可贡献的每股收益为0.15元/股左右。

公司2009年高档白酒销售收入10.42亿元，白酒业务预计2010年同比增长20%，2011年预计有25%增速，考虑到2010年销售费用增加，按照2010年20%的销售净利润率计算，可贡献净利润分别为2.5亿元和3.125亿元，公司酒类业务可实现每股收益0.51元/股和0.64元/股。

综上所述，我们预期公司2010年酒类贡献每股收益为0.51元/股，房地产业务贡献每股收益0.15元/股；2011年公司酒类业务贡献每股收益0.64元/股。按照白酒行业目前2010年平均35倍的PE，公司合理股价17.85元，加上房地产业务按照20倍PE计算，增加3元，公司合理股价位20.85元。考虑到帝亚吉欧收购价为21.45元/股，若收购成功将激发市场对公司未来的信心，我们给予公司23.26元的目标价。

## 七、风险提示：

帝亚吉欧收购未获批准。

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

## 免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司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。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。