

# 水井坊 (600779. sh)

## 销售体制改革效果初显

汤玮亮 食品饮料 研究员

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

### 投资分析要点

(1) **销售体制改革、加大费用投入、水井坊重回发展的快车道。**公司从 09 年下半年和外商合作, 成立固定小组, 进行深度分销, 帮助经销商来做市场。2010 年 1 季度销售费用增幅较大, 高达 72%。费用投入主要还是在区域性的广告投放增加。深度分销取得了一定的效果, 销售份额也得到了较大提升, 增加了分销商利润空间。2010 年 1 季度水井坊收入增长 50%、销量增长 30-40%。中档酒增速较快, 全兴大曲增长 100%。2 季度收入增幅与 1 季度差不多。我们认为对于水井坊而言, 由于全兴品牌基座不够、品牌驱动力不足, 因此加大费用投入有助于加快销量增速、重回发展的快车道。(2) **帝亚吉欧入主带来实质性的利好。**外商股东对水井坊的目标期望较高, 派驻了帝亚吉欧原大中华区的总裁柯思明担任公司总经理, 改革力度很大。要约收购价 21.45 元, 也为公司股价构筑了底部。(3) **房地产业务 2010 年贡献利润将大幅减少, 郫县土地增值较大。**郫县的土地原是公司的储酒基地, 有 560 亩, 地理位置优越、升级潜力巨大, 已经缴纳出让金。现阶段地价 300 万/亩, 成本 80-90 万/亩。(4) **公司现阶段重点市场仍位于经济最活跃的地区, 包括华北、华东、华南, 2010 年上半年占收入比重 70%多, 华北地区上半年收入增速较快。**新兴市场有河南、湖南、陕西等, 河南市场合作经销商实力较强, 09 年、10 年上半年河南增速很快。

### 盈利预测与投资评级

预计 2010-2012 年实现 EPS 0.71、0.74、1.03 元。对比白酒行业可比公司, 水井坊的 PS 估值水平较低。我们给予公司“买入”的投资评级, 3 季度销售收入若能继续保持较高增幅, 则公司销售体制改革的效果明显, 或可成为股价的催化剂。稳健的投资者也可在 3 季度业绩明朗之后再买入。

### 风险提示

下半年白酒行业利润增速可能放缓。外商股东和管理层的磨合不顺利、销售体制改革的效果低于预期。

### 公司评级

**买入**

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 20.69 |
| 目标价格(元) | 25.00 |
| 前次评级    | 持有    |

### 股价走势



| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月   |
|--------|--------|--------|---------|
| 股价涨幅   | 11.90% | -4.67% | 22.83%  |
| 沪深 300 | 13.57% | -6.47% | -23.18% |

### 股票数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 总股本(万股)    | 48,854.57 |
| 流通 A 股(万股) | 29,532.35 |
| 主要股东:      |           |

四川成都全兴集团有限公司

|          |        |
|----------|--------|
| 主要股东持股比例 | 39.71% |
| 流通 A 股比例 | 60.45% |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 21.46% |
| ROA      | 18.78% |
| 资产负债率    | 46.16% |
| 每股净资产(元) | 3.06   |

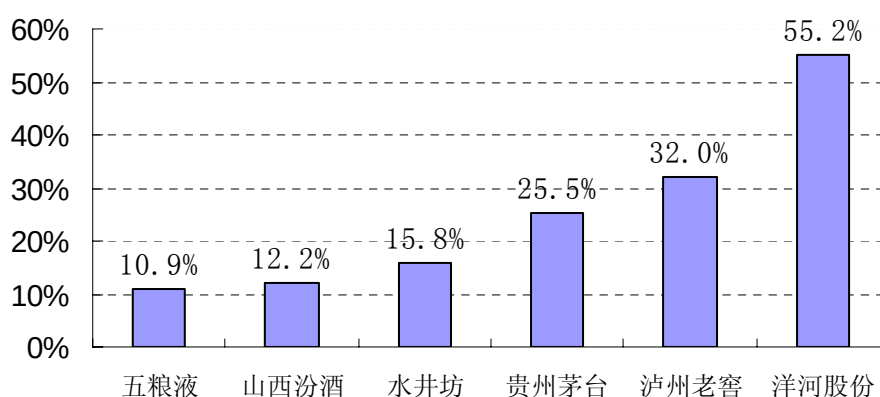
2009 年报数据。

## 前几年收入增速较慢的原因剖析

**产能无忧，销售是关键。**公司已有产能完全能够满足当前的市场需求。公司现有2000余口窖池，水井坊系列酒的最高产量也达到5000吨以上，公司每年还有大量的散酒对外销售。因此未来白酒的销售将决定公司的盈利能力。

**前几年发展速度相对较慢。**从06-09年，水井坊与泸州老窖、洋河相比，销售规模的增长速度相对较慢。

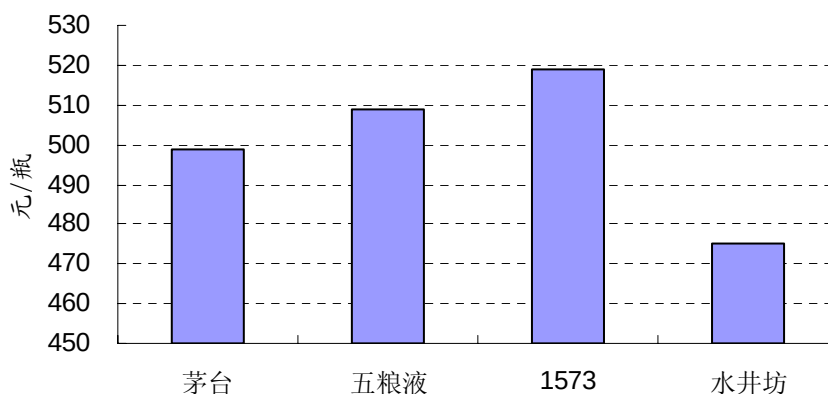
图 1：06-09年白酒上市公司酒业销售收入复合增长率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**产品持续提价能力较弱。**2000年水井坊推出之际，零售价高达300元/瓶以上，高于同期茅台、五粮液200元/瓶左右的价位。但现阶段与其它名白酒企业相比，水井坊的出厂价已落后于茅台、五粮液、1573等竞争对手。

图 2：名白酒出厂价



数据来源：广发证券发展研究中心

我们对水井坊发展速度较慢的原因进行了一些分析:

(1) 品牌基座不如茅台、五粮液、老窖等其他名白酒企业, 茅台、泸州老窖蝉联5届国家名酒, 五粮液4届国家名酒, 而全兴大曲只在2、4、5届评酒会被评为国家名酒;

(2) 为了保证利润、费用投入不足。我们对比了04-06年的泸州老窖和06-08年水井坊, 可以看出, 对比泸州老窖高档酒同等收入规模时期的销售费用投入水平, 水井坊差距较大, 因此发展后劲不足。

表 1: 04-06 年的泸州老窖和 06-08 年水井坊的销售费用投入情况 单位: 百万元

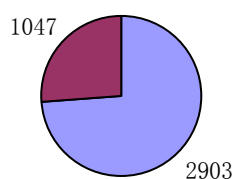
|            | 泸州老窖   |        |        | 水井坊    |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 年份         | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
| 白酒收入       | 1248   | 1443   | 1833   | 731    | 945    | 1138   |
| 高档酒收入      | 609    | 815    | 1009   | 664    | 886    | 1066   |
| 销售费用       | 258    | 321    | 349    | 136    | 147    | 233    |
| 销售费用/白酒收入  | 20.7%  | 22.3%  | 19.0%  | 18.6%  | 15.6%  | 20.5%  |
| 销售费用/高档酒收入 | 42.4%  | 39.4%  | 34.6%  | 20.5%  | 16.6%  | 21.9%  |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

(3) 与洋河相比, 四川省内名白酒企业众多, 水井坊难以打造出类似于洋河在江苏的根据地市场, 水井坊09年酒业内销售收入仅占18.5%, 远低于洋河73.5%。同时水井坊的价格定位高端、需直接面对五粮液和茅台的竞争, 而洋河蓝色经典定位在中档, 避开了茅台、五粮液的锋芒。中档酒竞争力弱也导致水井坊错过了近两年中档酒快速发展的大好时机。

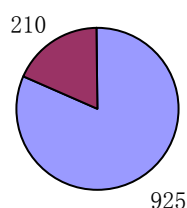
图 3: 水井坊和洋河股份省内外销售收入构成情况

洋河股份省内外销售收入比重



■ 江苏省内 ■ 江苏省外

水井坊酒业省内外销售收入比重



■ 四川省外 ■ 四川省内

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

(4) 与其它名白酒企业相比, 水井坊09年销售增速大幅放缓, 酒业销售收入下滑0.31%, 水井坊产品销量从08年的2300吨下滑至2000吨, 下滑了10%多, 而同期茅台、五粮液、泸州老窖销售收入增幅分别为17%、28%、14%, 直接原因在于09年1季度公司白酒业务未通过预收账款来调节收入, 同时主销区集中在华东、华南, 09年初受经济下滑的冲击较大。

(5) 水井坊的销售体系采取的是大区代理, 在空白市场容易实现快

速扩张，但达到一定规模之后，成长动力不足。

(6) 原有产品宣传理念老化、新的宣传理念未能引起消费者的共鸣。从“中国白酒第一坊”到“中国高尚生活元素”，现在宣传“双重检测”，新的宣传理念比未能够引起消费者的共鸣。

基于上面分析，水井坊要重新高速成长，必须从以下几个方面着手：

(1) 加大费用的投入。现阶段水井坊白酒业务的销售规模并不大，品牌影响力不足，还需持续投入，精耕细作现有的强势市场。

(2) 需提出新的营销宣传理念，赋予消费者新的消费体验。

(3) 通过推出新品的方式来恢复恢复全兴系列产品的市场地位，弥补公司中档酒的缺失。

## 销售体制改革、加大费用投入

### 营销管理架构持续调整

从08年至现在，公司的营销管理架构持续进行了调整，增设了团购部、KA部。目前公司的渠道主要还是商超卖场、酒店餐厅，团购占比很小。渠道排位情况：商超卖场>餐饮>团购。

### 重点区域推行深度分销

加大产品深度分销和市场拓展的力度，完善分销网络，优化渠道结构。公司从09年下半年和外方合作，成立固定小组，进行深度分销，帮助经销商来做市场。首先在成都做深度分销，现阶段有做深度分销的有7、8个重点城市。每月销售人员都在增加，对业务人员的考核严格多了。

2010年1季度销售费用增幅较大，高达72%。费用投入主要还是在区域性的广告投放增加，另外，由于实行深度分销，也增加了促销人员。

表 2：水井坊盈利能力指标

|       | 2008<br>一季 | 2008<br>二季 | 2008<br>三季 | 2008<br>四季 | 2009<br>一季 | 2009<br>二季 | 2009<br>三季 | 2009<br>四季 | 2010<br>一季 |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 销售净利率 | 27.2%      | 20.0%      | 30.1%      | 27.3%      | 35.8%      | 3.9%       | 12.1%      | 20.1%      | 25.2%      |
| 销售毛利率 | 82.3%      | 75.6%      | 82.6%      | 72.0%      | 83.8%      | 59.9%      | 73.7%      | 54.5%      | 76.2%      |
| 销售费用率 | 26.0%      | 9.0%       | 25.4%      | 13.5%      | 21.9%      | 25.4%      | 38.0%      | 5.1%       | 23.8%      |
| 管理费用率 | 6.1%       | 12.4%      | 6.8%       | 13.8%      | 10.1%      | 10.8%      | 4.7%       | 4.2%       | 6.8%       |

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们认为对于水井坊而言，由于全兴品牌基座不够、品牌驱动力不足，因此实行深度分销有助于加快销量增速、重回发展的快车道。

深度分销取得了一定的效果，销售份额也得到了较大提升，增加了经销商利润空间。2010年1季度收入增幅较大，水井坊收入增长50%、销量

增长30-40%。中档酒增速较快，全兴大曲增长100%。2季度收入增幅与1季度差不多，但费用投入大，预计利润增幅较小。

销售体制改革的效果还需时间检验。3季度销售收入若能继续保持较高增幅，则公司销售体制改革的效果明显，或可成为股价的催化剂。稳健的投资者也可在3季度业绩明朗之后再买入。

## 产品结构调整

公司现阶段也积极推进产品结构的调整，向上主要推广典藏，向下则推广全兴的润藏系列产品。主推产品：公元十三、典藏、天号陈、润藏系列，产品线向上下延伸。

- 公元十三，超高端产品，价格1000多元。
- 典藏比普通的井台装终端价高100-200元，销量100多吨。
- 井台装，是销量最大的品种，也是公司现阶段盈利的主要来源，出厂价在470-480元左右，5月份终端指导价618元调到658元。
- 天号陈。200多元出厂价，终端200-300元。09年销售130-40多吨，同比增长60-70%，但基数较小。
- 小水井、接待酒，由于受众较窄，只有几十吨的量。
- 09年全兴系列产品销量2000吨左右，增速较快、实现了40-50%的增长，主打品种出厂价在40-50元/瓶。现阶段重点在推润藏6、8、12年，09年四季度推出，零售价100-200元。

## 金瑞通接手全兴品牌

全兴大曲是水井坊的品牌基座，前身是成都府大曲，据史料记载：全兴烧坊始建于清代乾隆五十一年（公元1786年），距今已有二百多年的历史，在全国第2、4、5届评酒会上荣获国家名酒称号。09年全兴系列产品销量2000吨左右，实现了40-50%的增长，2010年1季度增速更快。

公司将所持全兴酒业55%的股权转让给成都金瑞通实业股份有限公司，水井坊不再使用全兴品牌，此次转让可为今年贡献每股收益0.042元。但公司仍拥有对全兴品牌的控制权，不用担心全兴品牌旁落：

- 全兴酒业剥离主要基于通过相关部门审批的考虑。
- 全兴酒业仅负责生产、而销售全由水井坊公司负责。
- 接收方缺乏酒类运作的经验，主要仍由水井坊公司掌控。
- 全兴酒业的生产基地在蒲江，不影响水井坊的生产。
- 全兴酒业09年仅贡献净利润204.7万元，对公司利润影响不大。

## 帝亚吉欧入主带来实质性的利好

外方股东帝亚吉欧Diageo已与盈盛投资于2010年3月1日签订了股权