

## 舍得决定未来高度和宽度 略降预测 维持评级

2012年3月22日

强烈推荐/维持

沱牌舍得

调研报告

### ——沱牌舍得（600702）调研快报

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynlijw999@hotmail.com">yynlijw999@hotmail.com</a>	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a>

#### 事件:

近日我们到公司实地考察,并对其本地最大市场遂宁市部分商超及终端市场进行了草根调研,对其2011年爆发式增长的基本逻辑、市场表现和未来的增长态势有了进一步了解。

#### 观点:

**1.2011年舍得系列酒爆发式增长直接得益于营销整体转型,特别是精细化和深度营销。**公司是老牌川酒六朵金花之一,“悠悠岁月酒、滴滴沱牌情”这句至今仍然堪称经典的广告语将“沱牌”成功推向中国驰名商标。但由于沱牌系列产品总体定位于中低端,加上营销保守,导致影响力日渐下滑,公司从2003年开始就推出以文化酒为鲜明特色的“舍得”酒产品和舍得品牌,运作八、九年之后进展仍不尽如人意,在2008至2010年三年期间基本上维持500吨左右销量。中低端市场逐步萎缩、中高端酒销售不温不火,公司日益感到面临很大压力甚至有生存危机之感,于是,2010年开始逐步在人员、模式、激励、宣传等多层面转型,并在2011年开始整体转型,突出精细化和深度营销,主要表现为:将全国市场细分为24个销售区,实行定目标、定区域、定责任、定时间、定费用的“五定”考核机制、强化销售团队激励,提升一线营销人员积极性、扩充营销队伍以及增加广告投入等积极措施,终于在2011年实现了爆发式增长:全年舍得系列酒销售超过1000吨,比2010年翻了一番多,销售收入达到5亿多元,占公司白酒收入的50%左右,成为公司收入和利润支柱。

**2.2011年受到内外压力和动力等多因素驱动而爆发式增长。**综合调研结果,公司2011年舍得酒爆发以及净利润增长155%有一系列原因,是多因素综合作用的结果。内因方面,首先是营销整体转型使得效果凸显。2011年是公司营销转型第二年,主要变化是实施精细化营销,强化执行力。营销公司下设的市场、销售、品牌研发等七个职能部门都积极行动起来;还设立了督查部,负责督查督办营销各项工作的执行,参与制订营销政策、经营模式和管理制度,开展调查研究以及各种考评、考核活动,并提出合理化建议;各地区都有战斗单元,遂宁则各个县都有;实行沱牌和舍得两个品牌分团队分渠道运作,沱牌以商超、餐饮等为主,舍得酒主要定位于团购市场,销售队伍合计已达600多人,力量明显壮大,使得营销和服务力度与频率得以大幅提升。这一切最终实现舍得系列酒销售的有效突破。其次,机制转向灵活,激励约束都有一定改善。公司的国有体制和机制一直比较传统,多年来无法与市场经济特别是白酒行业比较前卫的制度机制接轨。近两年来,公司开始注重激励与约束机制的改革,比如销售大区的营销人员可以自主招聘,公司一般都尊重大区意见,对学历、各方面条件都符合要求的,大区只要将资料报备公司,通过营销中心审核一下就可以招聘;第三,舍得酒的品质好,获得消费者认同。公司以前做低端,许多优质基酒储存下来,使得舍得酒的酒质得到保证;第四,产品口味创新,主要香型为浓头酱尾,很有特色;第五,公司立足做文化酒,消费者认同“感悟智慧人生,品位智慧舍得”这一独特舍得酒文化,这对销售有较好推动作用。外因方面,主要是市场投入、广告费

增加，以及对经销商的筛选从过去多而杂转到少而精，基本上朝着“扁平化”方向转变，经销商积极性普遍调动起来。另外，四川省、遂宁市和射洪县政府给公司提出了高要求，外部压力和动力凸显。最明显的变化是，省市县三级政府均要求公司融入白酒金三角，并制定了到 2015 年沱牌集团销售 150 亿元的宏大目标，而且白酒要占主要比重，当然，各级政府特别是市县政府也给予较多支持，如将公司产品舍得定位于政府招待用酒等。目前，舍得酒已经是遂宁市政府和各区县的政府招待指定用酒，这对于舍得酒短期内的销售收入增长和市场拓展发挥了极为关键的作用。

**3.品牌线格局将会从沱牌、舍得两大品牌为主过渡到沱牌、陶醉和舍得三大品牌为主，从低端到中端和高端全价位段覆盖。**公司近年来完成了梳理和完善核心产品和重点产品的开发与发展工作，确立了以浓香舍得、沱牌曲酒和陶醉三大品牌为主的**品牌线格局**，公司产品结构调整进入全新阶段。公司区分高中低端酒的标尺是出厂价：300 元/瓶以上为高端，包括沱牌天曲、舍得、吞之乎、天子呼等产品；出厂价 50-300 元/瓶为中端，50 元/瓶为低端。以此为标准，可以清晰看出公司品牌与产品结构档次图谱以及未来的战略意图：**沱牌定位中低端，也会提升价格重心。**如销量较大的沱牌大曲目前终端价 20 元以下，未来要做更高价位特曲，价格带从 20-30 元提升至 50-100 元，如沱牌天曲系列有 20 年、30 年年份酒，未来会做更多市场推广；新近开发的**陶醉系列定位中高端，终端价格定位 100 元至 200 元左右，位于沱牌之上、舍得之下。**目前陶醉系列销售良好，有可能成立单独的事业部，主要产品系列有陶醉三年、六年、九年，还将开发十二年，目前陶醉三年已被陶醉六年替代，六年陶醉将成为主要品种；**高端以舍得为主，有三个系列品种：品味舍得、水晶舍得、珍藏舍得，出厂价分别达到 468 元、700 元左右和 1000 元左右，终端价可达 600-700 元、1000 元左右和 1380 元左右；超高端方面确立了酱香天子呼、吞之乎两大品牌线，是公司产品品质和高价位酒的代表。**

**4.区域性重点强势市场培育进步明显，今年强调重点市场扩张。**公司 2011 年销售额过亿元的区域主要有四川、东北三省、华北（河北）、山东、河南等，四川主要是遂宁市销售较多，已经将原来市场份额第一的某品牌占有率从 50%挤压至 30%了，遂宁白酒销售额可以达到 3 亿元，公司实现了近 2 亿元，成为该地区主力品牌。公司在省外都相应成立了销售大区，北京也在 2011 年独立出来成一个大区了，销售额 2000 多万元。东北和绵阳地区陶醉酒卖得好。餐饮市场方面，黄河以北是重点，做得好；黄河以南和长江之间包括江苏、上海、江西、湖南、湖北等有一定突破，而长江以南基本上属于薄弱地区。2012 年及以后几年重点开发的市场主要有三块，也会有相应的战略策略考虑：黄河以北区域继续巩固目前快速增长势头，实现持续增长；中部地区要争取有大的突破，长江以南要有选择地重点突破。其中，2012 年湖北、湖南和江西将重点开发，湖北经销商要从 20 多家增加 10 多家至 30 多家，销售额要翻番；湖南江西要力争过亿。

**5.舍得酒的营销力度将会决定成长的空间和持续能力。**我们认为，公司未来三到五年的成长高度和宽度主要取决于舍得酒的营销力度，主要因为：**第一，白酒消费面临从低端到中端和高端的快速过度期，而对超高端的需求增速则会放缓，这给公司舍得酒的营销带来十分有利的消费环境。**国内未来三至五年都将会是 200-800 元价格带白酒的黄金期，公司的舍得系列主打品种“品味舍得”价格正好位于其间的黄金段位；**第二，舍得能够肩负起提升品牌力，特别是赢得商务政务市场的亲睐、获取最大效益之重任。**能够占领政务商务市场的产品，基本上都是高端产品，无论是单品效益还是综合效益都远高于中端和低端，公司惟有舍得酒可以做到这一点，这也会成为公司未来几年成长高度和宽度的决定性力量。**第三，公司拥有极好的优质基酒储备，完全可以满足市场拓展之需。**包括钢罐和陶罐在内的公司基酒总储量应不少于 5 万吨，能够做成舍得酒的基酒占比相当可观，以目前和未来几年的舍得酒销量看，足可以卖上好几年。也就是说，舍得酒没有专门的基酒，放量基本没有问题。**第四，舍得酒的表现足以验证其未来几年的增长潜质。**从 2011 年各品牌销量构成看，公司低档酒占比一半以上，其他销量依次为舍得、沱牌特曲、沱牌曲酒和陶醉。舍得酒虽然只占二十分之一左右销量，但却占一半左右销售收入，利润贡献占比更高。**第五，公司的品牌战略定位非常清晰，舍得酒已**

**被赋予核心产品地位。**我们判断，未来若干年沱牌将成为公司有量有市场但效益不明显的品牌，会得到继续巩固和发展；陶醉品牌势头不错但会发展到何种程度还不能准确预测，而天子呼、吞之乎销量不会很大，11年销售了40-50吨，作为未来超高端的增长点还会继续发展，但不会产生太多的收入和利润，只有舍得系列酒会在2011年业绩增长主力之基础上，成为主推品种，成为既有销量、又有品牌、更有效益的绝对主力。

### 结论：

公司位于中国白酒第一酿酒带，我们发现其独家添加糯米达到六种粮食并原粮酿造的独特工艺酿出了独特香型原酒，我们建议公司申请“沱香型”；内外因素促成其营销和机制加速转型完善，正成为川酒老六朵金花中的后起之秀；未来有可能高中低端共同实现量价齐升，尤以高端产品舍得酒为绝对主力提振业绩进入高速增长通道；假如公司机制更灵活，与各地政务商务系统、经销商、终端销售商、客户以及自身员工等方面的利益关系处理及服务水平等更加到位，则有可能迎来高速增长的黄金三年，成为销售收入突破10亿关口之后可以实现连续多级跳的四川白酒又一奇葩。不过，考虑到舍得所承载的重任太多且舍得酒没有专门的基酒，能够成为公司业绩增长支柱的产品线不够丰满，我们从中性偏乐观角度，与2011年年报点评报告相比，将2012-2013年的净利润增速从100%和72.50%调降20个百分点和7.5个百分点至80%和65%，对应EPS调降0.12元和0.28元至1.04元和1.72元，2014年增速维持不变但EPS调降0.44元至2.74元，2012-2014年动态PE分别为26、16和9倍，考虑到二级市场给予二三线酒的估值会有局限，给予2012年目标价40元预期，对应PE38倍，距当前价位还有46%左右提升空间，故维持“强烈推荐”评级。

**表 1：公司 2011-2013 年盈利预测表**

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	894.60	1,269.22	1,903.82	2,855.73	4,140.82
(+/-)	23.66%	41.87%	50.00%	50.00%	45.00%
经营利润（EBIT）（百万元）	106.78	264.20	475.55	813.20	1285.26
(+/-)	74.27%	147.41%	80.00%	71.00%	58.05%
净利润（百万元）	76.48	195.21	351.38	579.77	924.73
(+/-)	42.18%	155.25%	80.00%	65.00%	59.50%
每股净收益（元）	0.23	0.58	1.04	1.72	2.74
市盈率（倍）	111.91	47.38	26.32	15.95	9.25
市净率（倍）	4.61	4.55	4.14	3.76	3.17

资料来源：东兴证券研究所

### 分析师简介

#### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业研究小组负责人，研究所所长助理，1993年进入证券市场，2007年加盟东兴证券研究所。

### 联系人简介

#### 李德宝

食品科学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。