

食品饮料行业

强烈推荐（维持）

证券分析师

文献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号：S1060209040123

0755-22627143

wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号：S0260511020009

tangweiliang978@pasc.com.cn

研究助理

丁芸洁

一般证券从业资格编号：S1060110040054

dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿

一般证券从业资格编号：S1060110070210

xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

糖酒会观察之沱牌舍得经销商大会暨一季报业绩预增公告点评

12年计划收入增长突破100%

■ 平安观点

近日，我们在成都参加了沱牌的经销商大会。投资者可关注几个要点：

1. 2011年舍得系列酒销售增长超过90%，中高端产品销售增长达130%，中高端产品销售比例已达70%。2011年中高端产品销售额首次超过中低端产品，公司品牌战略结构调整阶段性目标已经达到。
2. 2012年是营销转型第三年，计划收入增长突破100%，中高端产品达到70%以上。
3. 2011年沱牌销售人员增幅较大，年报上公布的销售人员数量增66%，2012年沱牌舍得营销人员数量还将大幅扩充，预计营销队伍的规模年底超过1500人。按多劳多得的原则对销售人员实施高薪激励，2011年销售团队整体的收入水平大幅提高。
4. 广告投入加大，2012年继续加大舍得品牌的宣传，公司追加1个多亿的费用用于中央电视台和主流媒体的广告投放。未来在适合的时候，公司也将增加水晶舍得、沱牌曲酒在央视的广告投放。
5. 2012年公司销售区进一步细分，减少层级，从2011年的24个细分至39个，公司计划选择100个左右有潜力的地县级重点市场进行运作，形成以点带面对效果。
6. 经销商大会现场表彰了17名年度卓越经销商、36名年度沱牌舍得优秀经销商，从区域构成情况来看，全国各地均有分布，东北、华北等地相对较多，符合沱牌舍得销售区域的分布特点。
7. 水晶舍得【2012珍藏版】的推出可提升沱牌舍得的整体产品形象，根据媒体报道数字推算，水晶舍得【2012珍藏版】可为公司贡献7000-8000万收入。
8. 中信银行成都分行已决定给沱牌舍得酒业经销商提供10亿元人民币的意向性融资授信，沱牌舍得的经销商可借助银行融资迅速扩大经营规模。

■ 2012年一季度业绩再超市场预期

沱牌舍得3月28日发布业绩预增公告，1季度业绩比上年同期增长180%-220%，EPS达到0.30-0.35元，再超市场预期，达到2011年全年业绩的52-61%。我们预计1季度销售收入增幅超过100%。1季度业绩的高速增长可缓解市场前期对终端库存压力的担心。

■ 维持沱牌舍得“强烈推荐”的投资评级

公司从2010年进行营销转型，2012年是转型第3年，业绩向上的拐点期已经到来。预计2012-2014年实现每股收益1.12、1.83、2.47元，同比增长94%、63%、35%，2012年盈利预测存在继续上调的可能性，我们维持“强烈推荐”的投资评级。

一、四大工程确保 2012 年业绩高增长

根据经销商大会上公布的数字，2011 年舍得系列酒销售增长超过 90%，中高端产品销售增长达 130%，中高端产品销售比例已达 70%。2011 年中高端产品销售额首次超过中低端产品，公司品牌战略结构调整阶段性目标已经达到。2012 年是营销转型第三年，计划收入增长突破 100%，中高端产品达到 70%以上。

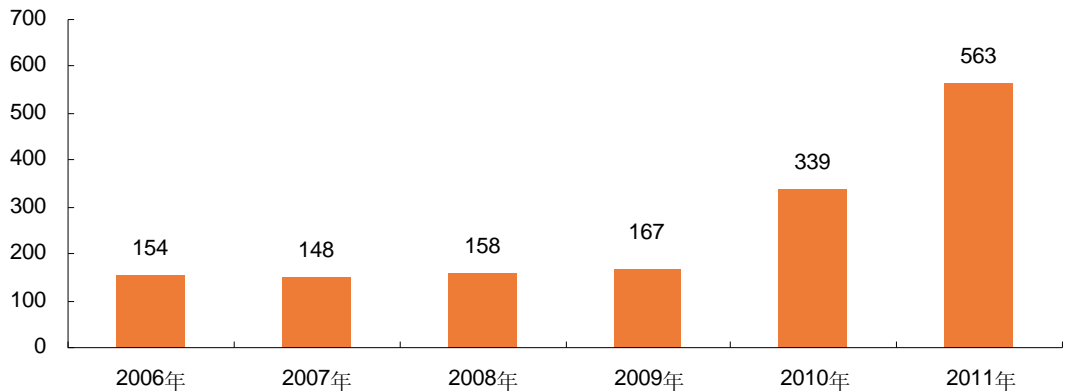
公司将推进四大工程确保 2012 年业绩实现预定目标：人才工程、品牌工程、渠道工程、服务工程。

1.人才工程-2012 年销售团队规模超 1500 人

2011 年沱牌销售人员增幅较大，年报上公布的销售人员数量达到 563 人，同比增 66%。根据公司规划，2012 年沱牌舍得营销人员数量还将大幅扩充，预计营销队伍的规模年底超过 1500 人。

公司按多劳多得的原则对销售人员实施高薪激励，现阶段销售团队动力很足。从 2010 年开始销售团队的激励机制发生改变，总体收入水平提高、收入差距扩大。2011 年普通销售人员平均收入可以拿到 10-20 万，低的仍是几万元，销售大区经理 50-60 万，相比 2010 年之前提升十分明显。

图表 1 2011年沱牌舍得销售人员数量同比增长66% 单位：人

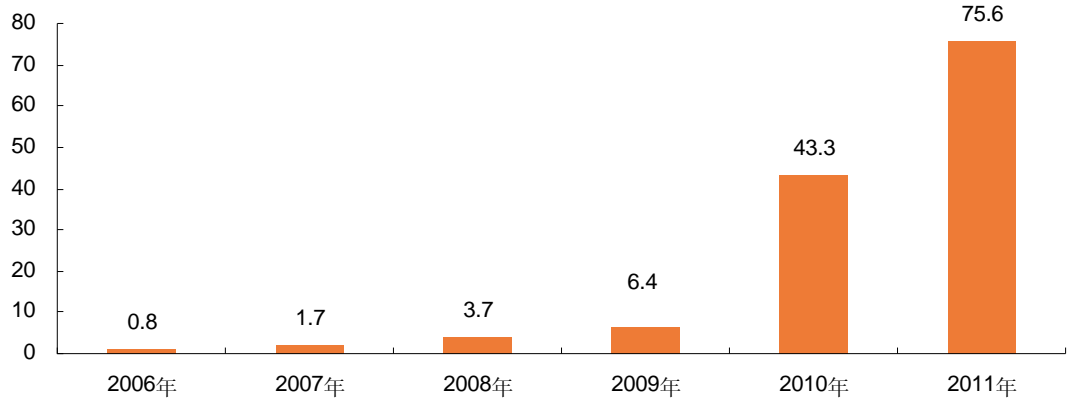


资料来源：平安证券研究所、Wind

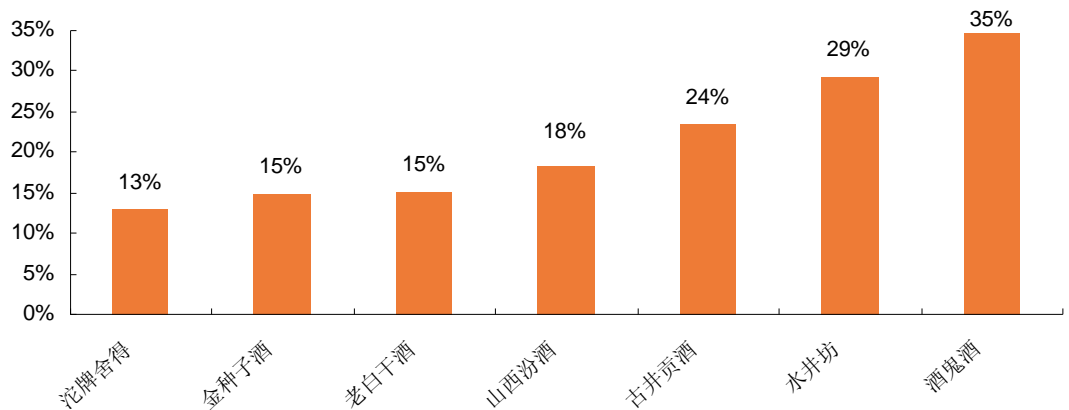
2.品牌工程-2012 年继续加大舍得品牌的宣传

2011 年营销投入加大，报表上体现的广告费用达到 7555 万，同比增长 75%。对比其他二三线白酒企业，沱牌舍得的销售费用率水平较低，我们预计与公司的费用投入方式有关，更多的销售费用体现在经销商层面。

2012 年公司将继续加大舍得品牌的宣传力度，追加 1 个多亿的费用用于中央电视台和主流媒体的广告投放。未来在适合的时候，公司也将增加水晶舍得酒、沱牌曲酒在央视的广告投放。

图表 2 沱牌舍得广告费用投入收入同比增长75% 单位：百万元

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 沱牌舍得销售费用率水平低于其它二三线白酒企业

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 4 沱牌舍得2012年央视广告投放情况

央视频道	广告投放对应节目
CCTV-1	天气预报, 收视指南, 晚间新闻
CCTV-6	电影盛典年度合作伙伴
CCTV-7	军事科技, 军事报道, 和平年代, 军事纪实, 军营大舞台, 谁是终极英雄, 公益广告, 防务新观察, 今日点击
CCTV-9	公益套装
CCTV-10	探索·发现, 百家讲坛, 科教频道栏目及时段 15 秒广告, 30 秒宣传片广告
CCTV-13	环球视线

资料来源：平安证券研究所、Wind

3.渠道工程-销售区进一步细分，选择 100 个地县级重点市场进行运作

2012 年销售区继续调整，公司 08 年至今对销售区持续进行调整：

- 08年由以前的每省一区。
- 08年分为6个大区，由原来销售公司统管，每位副总分管各个大区，资源、人员分配有问题。
- 2011年年初沱牌将全国市场划分为了24个销售区，由销售总经理张萃富直接管理，有利于资源的集中调配。
- 2011年公司销售区进一步细分，减少层级，从2011年24个细分至39个。

公司2012年计划选择100个左右有潜力的地县级重点市场进行运作，将这些市场打造成区域市场的标杆和榜样，形成以点带面对效果。

4.服务工程-全面提升客户满意度

公司将加强总部的营销指挥及服务职能的完善，全面提升客户满意度，主要措施有：

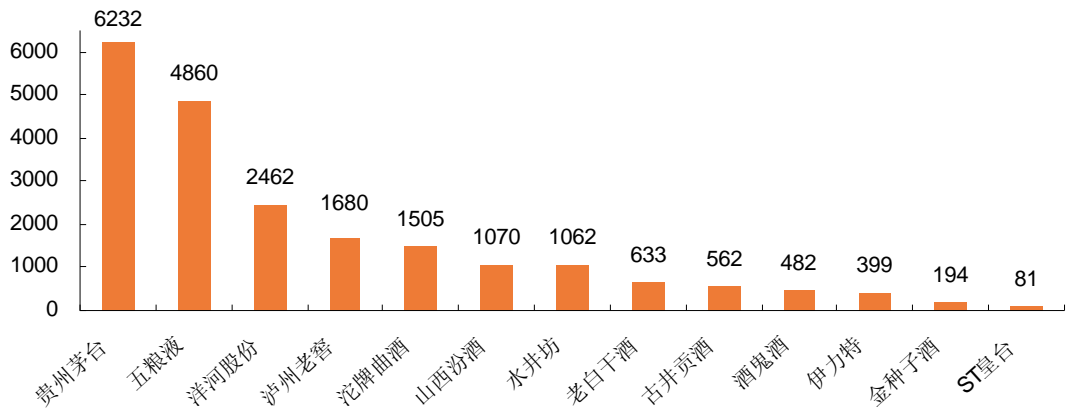
- 加强总部策划、督查及服务力量，对内部人员的分工及职能进一步细化。
- 加强对客户重点关心事项的督查督办。
- 加强产、供、销协调，大幅度提高核心产品订单交付及时率。
- 加强费用核销及财务管理、产品储运等服务工作，提升市场反应效率。

二、水晶舍得【2012 珍藏版】加快优质存酒资源变现

沱牌拥有巨大的优质基酒储备资源，已经获得市场的公认，因此可以基于现有存酒资源开发品牌或推行新的销售模式。2011 年济南糖酒会上沱牌集团副董事长张树平曾表示，公司优质基酒的储量已高达 15 万吨。

2011 年 3 月水晶舍得【2012 珍藏版】推出，可提升沱牌舍得的整体产品形象，根据媒体报道数字推算，水晶舍得【2012 珍藏版】可为公司直接贡献 7000-8000 万收入，加快优质存酒资源变现。

图表 5 白酒上市公司存货规模对比 2011年3季度



资料来源：平安证券研究所、Wind

三、2012年1季度业绩再超市场预期

沱牌舍得 3 月 28 日发布业绩预增公告，1 季度业绩比上年同期增长 180%–220%，EPS 达到 0.30–0.35 元，再超市场预期，达到 2011 年全年业绩的 52–61%。我们预计 1 季度销售收入增幅超过 100%。

1 季度业绩的高速增长可缓解市场前期对终端库存压力的担心。公司 2011 年 10 月底发出提价通知，舍得酒提价 15%，11 月底之前仍按照原价发货，经销商提前备货，11 月单月销售增幅比较大、预计超过 200%。因此，部分投资者担心 2011 年 4 季度收入快速增长可能导致终端库存过大。与茅台、五粮液不同，二三线白酒企业经销商囤货的意愿不高，因此若沱牌舍得产品 2011 年 4 季度的存货未能顺利消化，经销商不敢在 2012 年 1 季度继续大量进货，业绩继续保持高速增长可缓解市场前期对终端库存压力的担心。

四、维持沱牌舍得“强烈推荐”的投资评级

公司从 2010 年进行营销转型，2012 年是转型第 3 年，业绩向上的拐点期已经到来。预计 2012–2014 年实现每股收益 1.12、1.83、2.47 元，同比增长 94%、63%、35%，2012 年盈利预测存在继续上调的可能性，我们维持“强烈推荐”的投资评级。

五、风险提示

政策调整可能短期抑制中高端白酒需求。

需密切留意渠道库存的风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257