

2018年1月19日

# 白酒次高端价格带高速增长，舍得盈利弹性较大

## 买入（上调）

**■ 次高端白酒迎来历史性成长机遇：品牌减少供给收缩，行业竞争格局优化！消费升级带来需求扩容，同时高端酒价格上涨打开次高端白酒价格空间。**

1) 去三公消费之后，300元以上品牌数减少80%+，剩下全国化十亿元以上品牌不到10个，地产酒缺乏品牌支撑，退出次高端价格带，供给收缩显著。2) 次高端白酒收入占比整体白酒7-8%，增速10%，18年行业规模有望达到550-600亿。行业集中度低，CR6仅38%，除剑南春和红花郎体量在50亿以上，其他品牌都集中在20-30亿，整体体量小，全国化空间大。3) 高端酒价格上涨，300-500元白酒性价比凸显，大众消费升级带动行业空间扩容。预计未来精细化管理改革驱动全国化放量，收入和利润边际改善更大。

**■ 公司聚焦舍得次高端品牌，产品结构更优：**1) 舍得核心单品品味舍得占比60-70%，卡位400-500元价格带，高于竞品剑南春郎酒水井坊300-400元的价格带。公司16年舍得为主的中高档酒收入占比78%，预计17年收入占比90%以上，结构占比更优。2) 中高端酒的快速恢复，带动收入从15年调整期最低点8亿，17年有望接近12年顶峰的19亿收入规模。我们认为，依靠舍得的品牌积淀、优秀的酿酒工艺，加上全国化的投入与布局，对标剑南春17年全国约100亿的收入体量，预计舍得在未来3-5年达到40-50亿的收入规模，成为一个全国化的次高端品牌。3) 中低端酒沱牌品牌梳理，18年有望恢复增长。

**■ 从核心市场走向全国化，品牌扩张期收入增长弹性大：**1) 核心市场带动收入增长：草根调研，17年公司西南、河南、山东、东北、华北等前五大核心市场贡献收入90%，其中品味舍得平均增长70-80%以上。公司3月开始加大营销投入，截止到17Q3全国经销商1363家，较16年末净增354家，已经完成全国主要区域的布局。2) 聚焦核心终端门店，联盟体门店数量快速增长：草根调研，公司17年在终端烟酒店铺货已达2万家以上，针对其中的核心门店，公司与其建立联盟体，签订协议投入费用。预计17年在核心市场建立联盟体门店5000-6000家，收入贡献占比在50%以上。公司计划未来全国建设联盟体门店1万家，成为未来收入增长的核心动力。

**■ 体制理顺后经营效率改善，净利率有望进一步提升：**1) 公司民营体制更加灵活，狼性文化十足。17年公司在市场投入、团队建设和激励等方面都有显著提升。1-3Q17公司销售费用3.9亿，同比+153%，管理费用2.3亿，同比+46%，其中包含当期计提的0.62亿员工内退费用。草根调研，舍得在市场费用投入上比竞品更加灵活，保证品味舍得终端利润60-80元以上，显著高于竞品水晶剑和红花郎，渠道推力足。2) 净利提升空间大：公司17年三季报毛利率达到历史最高72.4%。接近水井坊79%，山西汾酒69%和酒鬼酒77%的毛利水平。但公司净利率8.6%，远低于水井坊17%，汾酒18%和酒鬼酒21%。我们认为，随着内部管理、营销体系的逐步理顺，公司未来净利率有望提升到20%左右的合理水平，净利率提升空间大。3) 定增批文拿到，大股东增持彰显未来发展信心：公司17年10底拿到定增批文，定增有望落地。预计定增后，大股东将持有35-40%的股份，控制力进一步加强，同时彰显公司对于公司发展的信心。

**■ 盈利预测与估值：**我们认为，公司成长路径可以参考16-17年的水井坊。公司收入体量上及渠道模式同水井坊相似。水井坊自16Q2实施核心市场+核心门店政策，用1年时间完成内部梳理，从17Q2开启高成长模式，1-3Q17实现收入同比+85%的高速增长。参考水井坊，我们认为，舍得公司17年3月营销改革初现成效，聚焦核心区域，联盟体门店费用投放更加灵活高效，18年有望复制水井坊的高速增长路径。同时公司未来运营效率提升后有望带来净利润释放。我们预计，公司17-19年公司收入规模18.0/25.1/32.3亿，同比增23%/40%/28%，净利润1.2/5.4/7.9亿，同比+52%/346%/44%，考虑到18年定增摊薄后EPS为0.36/1.35/1.94元，对应当前市盈率分别为132/36/25倍。考虑公司规模提升+机制理顺有望迎来利润拐点，未来三年净利复合增长50%以上，给予18年45xPE，上调公司评级从“增持”至“买入”评级。

**■ 风险提示：**竞争加剧费用投放高于预期，新市场开发不达预期，新产品推广低于预期，研发进度不确定影响预期，管理人员流失风险，食品安全问题。

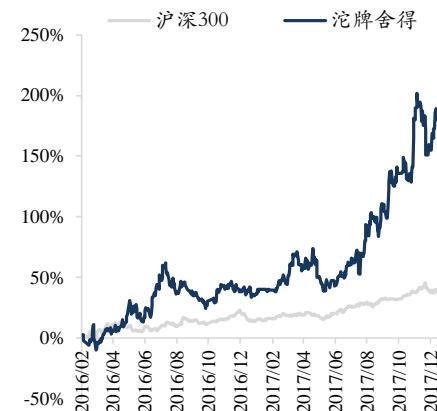
证券分析师 马浩博

S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

## 股价走势



## 市场数据

收盘价 (元)	47.84
一年最低价/最高价	22.43/51.17
市净率	6.64
流通市值 (亿)	161亿

## 基础数据

每股净资产	7.21
资产负债率	43.90
总股本 (百万股)	337.30
流通股A股 (百万股)	337.30

## 相关研究

- 沱牌舍得：舍得带动收入提速，短期费用影响业绩释放 -20170824
- 沱牌舍得：品牌聚焦助推产品升级，控费高效带来业绩大幅增长 -20170312

## 目录

<b>1. 高端白酒带动行业复苏，次高端扩容快速增长.....</b>	<b>5</b>
1.1. 行业景气持续，品牌化和集中度提升使中高端白酒受益 ..	5
1.2. 次高端享受消费升级更为直接 .....	5
1.3. 次高端品牌集中度低，品牌去产能后竞争格局更优 .....	6
1.4. 茅台价格上涨拉升白酒价格体系，打开中高端价格空间 ..	7
1.5. 次高端增长逻辑：精细化营销推动全国化放量 .....	8
<b>2. 体制改革有望充分发挥民营体制活力 .....</b>	<b>9</b>
2.1. 天洋集团入主，进入发展新阶段 .....	9
2.2. 天洋控股集团：业务多元，综合经营实力较强 .....	10
2.3. 定增获批，天洋集团控制权有望进一步加强 .....	10
<b>3. 营销改革彻底，聚焦次高端收入利润增长弹性大 10</b>	
3.1. 品牌聚焦舍得，发展次高端驱动未来业绩增长 .....	11
3.1.1. 产品定位清晰：舍得主攻次高端，沱牌定位中低端.....	12
3.1.2. 产品结构升级：聚焦舍得品牌带动收入利润增长恢复 .....	12
3.1.3. 品牌建设：智慧讲堂增强品牌文化属性.....	13
3.2. 扁平化管理+渠道精耕，从核心市场走向全国化布局 .....	13
3.2.1. 聚焦重点市场，加速全国化布局策略.....	13
3.2.2. 渠道扁平化，强化终端掌控，加强品牌建设.....	14
3.2.3. 加强终端门店管控，直控终端，单点突破.....	16
3.3. 费用投放力度大，充分体现民营企业“狼性文化”.....	17
3.3.1. 市场费用投放灵活，充分配套支持品牌和渠道发展.....	17
3.3.2. 核心产品渠道利润充足，渠道推力强.....	17
3.4. 人员激励机制改革到位 .....	18
3.5. 18年继续优化战术，团队执行力和战斗力有望继续提升	18
3.6. 财务分析 .....	19
3.6.1. 营销模式导致费用同比增加，未来费用率有望趋于稳定 .....	19
3.6.2. 机制理顺短期费用影响逐步消除，净利率有望提升到合理水平.	19
<b>4. 公司业绩预测与估值 .....</b>	<b>21</b>
4.1. 关键假设 .....	21
4.1.1. 聚焦品味舍得大单品，次高端品牌快速放量 .....	21
4.1.2. 成熟市场快速放量，全国化布局带来增量 .....	21
4.2. 公司盈利预测 .....	21
4.3. 公司相对估值 .....	22
<b>5. 风险提示： .....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图表 1: 白酒行业销量及同比增速.....	5
图表 2: 白酒行业收入及同比增速.....	5
图表 3: 结构升级, 低端向中高端市场传导.....	6
图表 4: 预计次高端白酒市场规模 2018 年达到 550 亿.....	6
图表 5: 高净值人群不断扩容.....	6
图表 6: 次高端酒白酒规模及历史收入高低点.....	7
图表 7: 次高端酒 CR6 38%, 集中度较低.....	7
图表 8: 茅台一批价格的上涨, 带动高端白酒整体进入提价周期.....	7
图表 9: 高端白酒价格重新定位, 逐步分化为高端和次高端, 价格差异化竞争.....	8
图表 10: 高端白酒增长逻辑.....	9
图表 11: 次高端白酒增长逻辑.....	9
图表 12: 沱牌舍得发展历程.....	9
图表 13: 2012-2015H1 天洋集团收入及利润.....	10
图表 14: 天洋集团控股公司结构.....	10
图表 15: 定增前沱牌舍得股权结构.....	10
图表 16: 定增完成后沱牌舍得股权结构.....	10
图表 17: 定增认购基本情况.....	10
图表 18: 07-17Q3 公司收入及同比增速.....	11
图表 19: 07-17Q3 公司净利润及同比增速.....	11
图表 20: 12-17H1 公司酒类收入及同比增速.....	11
图表 21: 12-17H1 净利润及同比增速.....	11
图表 22: 沱牌品牌主要产品.....	12
图表 23: 舍得品牌主要产品.....	12
图表 24: 公司中高端酒收入及增速.....	13
图表 25: 公司中高端酒收入占比及毛利率.....	13
图表 26: 公司各类消费者品鉴会活动.....	13
图表 27: 舍得智慧讲堂节目.....	13
图表 28: 沱牌舍得分区域销售占比.....	14
图表 29: 沱牌舍得分区域销售收入及增速.....	14
图表 30: 沱牌舍得对经销商进行优化.....	15
图表 31: 沱牌舍得经销商数量变化.....	15
图表 32: 沱牌舍得直控终端管理体系.....	16
图表 33: 水井坊新总代模式.....	16
图表 34: 舍得扁平化渠道管理体系.....	16
图表 35: 舍得联盟体门店建设规划.....	17
图表 36: 舍得联盟体门店支持.....	17
图表 37: 沱牌舍得加强市场费用管控.....	17
图表 38: 沱牌舍得销售费用投放及同比增长.....	18
图表 39: 品味舍得渠道利润比较.....	18
图表 40: 公司销售人员工资薪酬.....	18

图表 41: 沱牌舍得日常考核 KPI 体系.....	18
图表 42: 沱牌舍得费用率变化趋势.....	19
图表 43: 沱牌舍得和水井坊、汾酒、酒鬼酒销售费用率对比.....	19
图表 44: 沱牌舍得和可比公司营收及增速.....	20
图表 45: 可比公司净利润及增速.....	20
图表 46: 沱牌舍得净利润和净利率.....	20
图表 47: 沱牌舍得和可比公司净利率.....	20
图表 48: 对标老白干, 改制后净利率稳步提升.....	21
图表 49: 可比公司估值.....	22
图表 50: 可比公司 08-13 年 PE (最新年报 LYR) .....	22
图表 51: 可比公司 17 年至今 PE (最新年报 LYR) .....	22
图表 52: 沱牌舍得三年预测财务报表 (考虑定增后) .....	23

## 1. 高端白酒带动行业复苏，次高端扩容快速增长

### 1.1. 行业景气持续，品牌化和集中度提升使中高端白酒受益

2016-2017年白酒行业复苏，景气度持续提升。正如我们一直强调的，这一轮白酒复苏并不是整个行业的狂欢，而是名酒收复失地和尽享升级带来的高增长。

行业核心变化在于消费升级带来的品牌化、龙头化和集中度提升，行业量低增，价格涨，结构升的“新常态”在18年仍将延续。

图表 1：白酒行业销量及同比增速



图表 2：白酒行业收入及同比增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

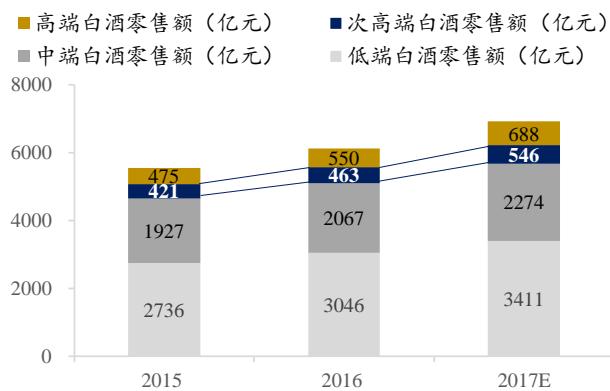
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 1.2. 次高端享受消费升级更为直接

我们认为，300-500元价位白酒作为民间大众消费的顶端，品牌效应+性价比驱动消费者的选择行为。一方面，随着经济的发展和消费水平的提高，300-500元价格带白酒在量上享受中低端酒向上升级扩容；另一方面，高端酒价格恢复上涨，行业逐步回暖向上，300元以上的价格空间也在逐步扩容。

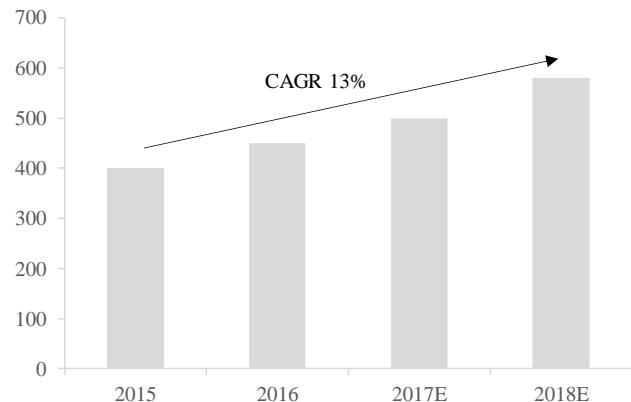
我们估计，16年次高端行业收入占整体白酒行业的7.8%，市场规模在450-500亿，受消费升级带动明显，15-16年YOY增长10%左右。我们预计18年次高端行业规模有望拓展到550-600亿。

图表 3: 结构升级, 低端向中高端市场传导



资料来源：酒业协会，东吴证券研究所

图表 4: 预计次高端白酒市场规模 2018 年达到 550 亿



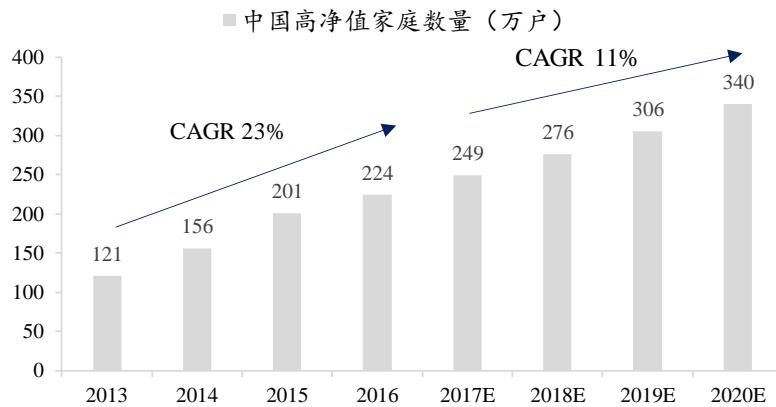
资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

去三公消费使得中高端白酒价格泡沫失去了支持。白酒价格合理回归，消费结构发生变化：商务、个人消费带动了整体需求的恢复。白酒的消费向理性回归，更加看重产品的品牌和品质，回归消费品的本质。

以茅台为例，53 度飞天茅台零售价格从 13 年最高 2000 元以上，回归到 16 年 900 元左右，性价比凸显，刺激了大众需求的增长。根据茅台股东大会信息，茅台公务消费占比从之前的 30% 以上，降到去年不到 1%，主流消费群体也转化为中产阶级。根据经销商调研，我们估计 2012 年到 2016 年间，中高端白酒中个人消费和商务消费的百分比约分别增加到 27% 和 8%。个人消费和商务消费的不断增加，刺激了市场需求的大幅度上升。

随着经济的发展和消费水平的提高，300-500 元价格带更受益于中端酒消费升级。富裕阶层和中产阶级的崛起，带来在高端商务宴请、婚喜宴等场合下消费群体的扩容。

图表 5: 高净值人群不断扩容



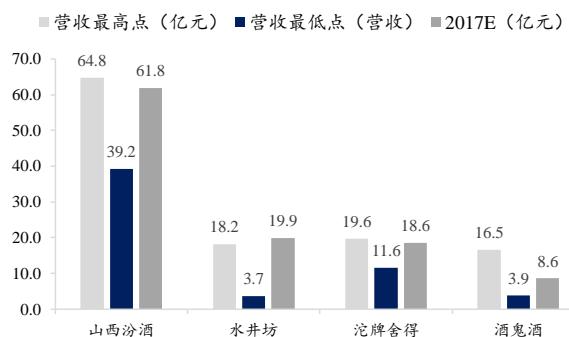
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 1.3. 次高端品牌集中度低，品牌去产能后竞争格局更优

#### 1. 行业调整期次高端受到严重挤压，品牌减少供给侧改革明显

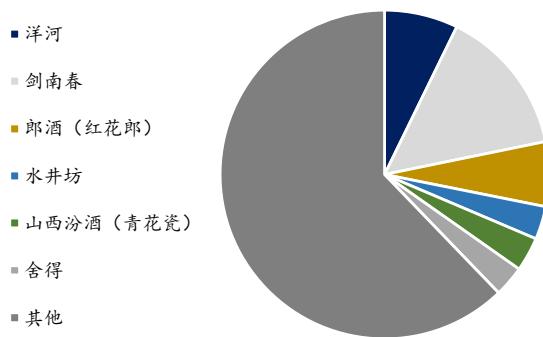
300 元以上白酒供给侧收缩显著，行业调整期回归价格去泡沫化。零售端 300 元以上的白酒品牌从 2012 年行业调整期前超过 50 个，到现在仅有不到 10 个品牌能够实现全国化放量和十亿元以上营收，品牌数缩减 80%+，地产酒被挤压消失，供给侧改革显著。

图表 6：次高端酒白酒规模及历史收入高低点



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 7：次高端酒 CR6 38%，集中度较低



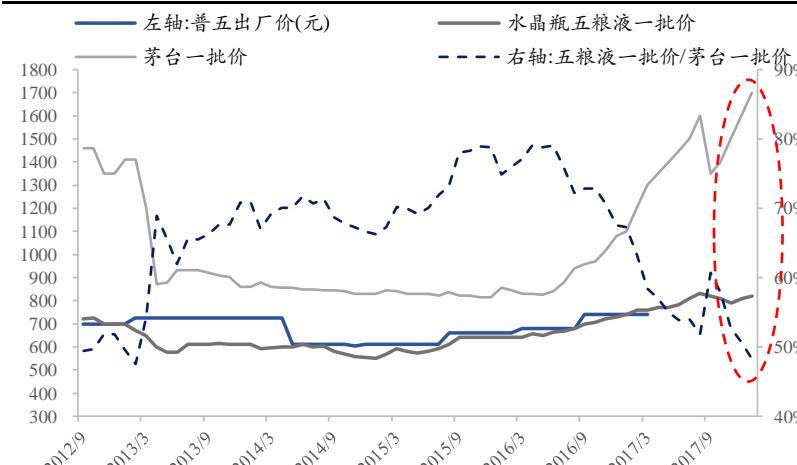
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

#### 1.4. 茅台价格上涨拉升白酒价格体系，打开中高端价格空间

中高端白酒竞争以价格卡位为主，在 13 年-15 年的行业调整期，高端酒价格下跌，对 300-500 元价位的次高端白酒挤压明显。16 年以来，以茅台为代表的高端酒价格上涨，打开了消费者对白酒价格的心理价格天花板，对整体白酒的价格体系重新拉升。

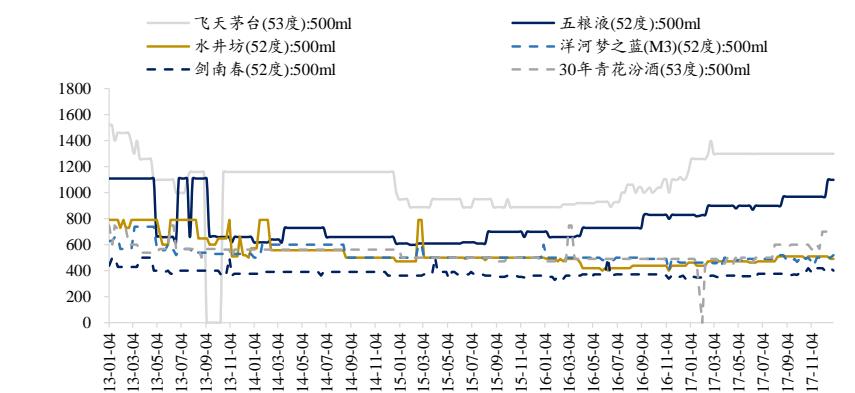
茅台价格在 17 年由于供求关系的紧张快速提升，带动高端白酒价格走上 800 元以上价位，凸显 300-500 元价位的次高端白酒的性价比。行业空间再次被打开。

图表 8：茅台一批价格的上涨，带动高端白酒整体进入提价周期



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 9：高端白酒价格重新定位，逐步分化为高端和次高端，价格差异化竞争



资料来源：Wind 资讯，京东商城，东吴证券研究所

### 1.5. 次高端增长逻辑：精细化营销推动全国化放量

支撑 300-500 元价位的次高端白酒消费基础，是民间大众和商务消费的顶端需求，目前品牌格局已经形成，缺乏名酒基因的品牌已经很难再在这个价格带放量。品牌已经成为消费者选择 300-500 价位段次高端产品的必要条件。

所以我们认为，次高端品牌之间的竞争，需要依靠更加市场化和精细化的营销，推动全国化布局，实现体量上的突破。

1) 价格上，消费者对次高端品牌的价格相对于高端酒更加敏感，品牌之间的替代性更强，消费者更加看重性价比。所以品牌需要依靠推出高端产品来提升品牌定位，而无法直接采用高端酒茅五泸直接提价的模式。我们预计，次高端品牌的提价未来是温和提价，是为了改善渠道利润、旺季前前提前抢占经销商资金库存资源的战术性提价。

2) 40-50 亿的体量，是成为全国化白酒品牌的门槛。除剑南春外，次高端的主要品牌体量还处于 10-30 亿之间，基本集中在 3-5 个省，平均每个省有 1-5 亿左右的销售规模，并未成为全国化的品牌。以水井坊为例，公司 1-3Q17 前 5+5 核心市场贡献了近 80% 的销售收入，但平均每个市场收入规模仅在 2-3 亿左右。草根调研，水井坊 17 年最大的核心市场河南、江苏销售规模在 3-4 亿左右，约仅占河南和江苏当地白酒销售市场份额的 3-5%。

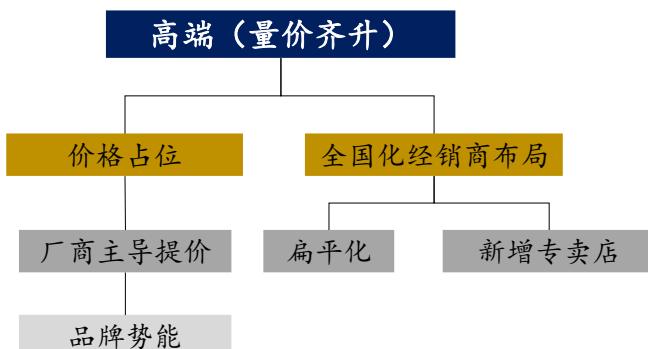
3) 放量更加依靠精细化的终端管理。此轮支撑白酒复苏的消费主体已经变为民间大众消费，白酒营销回归消费品本质。

终端门店是连接品牌和消费者的毛细血管节点。我们认为，同日化、饮料、啤酒、液奶等消费品一样，终端门店将成为未来白酒品牌争夺消费者的重要战场。从最初的洋河、古井，到水井坊、舍得、酒鬼，都选择了采用快消的运作模式，强调对终端门店的精耕细作，体现在产品铺货、陈列排面、客情维护、库存价格管理等方面。

4) 放量来自于水平增长和垂直增长，也就是产品铺货和单店产出。由于次高端白酒价位和消费特点，需要有白酒婚宴酒水团购、商务团购等核心消费资源支撑。所以厂家将会选择开发名烟名酒店为主的核心终端作为市场导入，以点带面逐步进行市场突破。

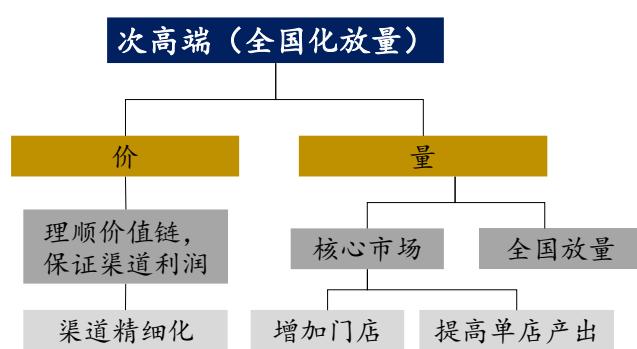
终端门店数量增长体现在初期产品铺货，铺货之后终端库存和动销的质量决定了长期稳定放量，更加考验品牌在终端掌控的执行力和控制力。通过加强品牌陈列沟通、消费者促销和单门店内售卖品项 SKU 的增加，来带动单店产出的提升。

图表 10：高端白酒增长逻辑



资料来源：东吴证券研究所整理

图表 11：次高端白酒增长逻辑



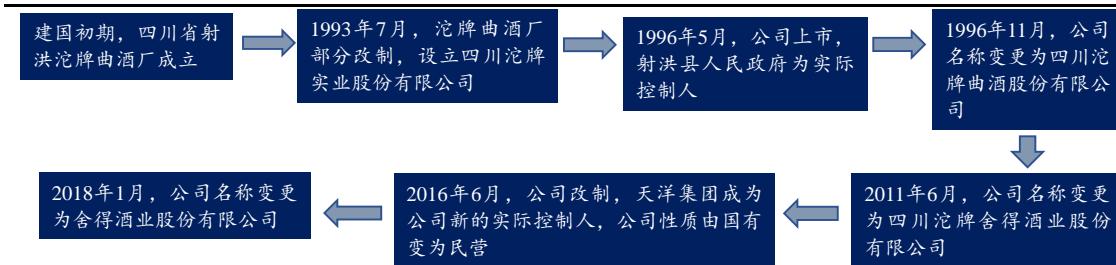
资料来源：东吴证券研究所整理

## 2. 体制改革有望充分发挥民营体制活力

### 2.1. 天洋集团入主，进入发展新阶段

舍得酒业股份有限公司原企业为四川省射洪沱牌曲酒厂，是建国初期建立的地方国有酿酒企业。1993年7月，四川省射洪沱牌曲酒厂部分改制，与中国工商银行四川省分行总府支行等共同发起设立四川沱牌实业股份有限公司，其中射洪沱牌曲酒厂为公司国有法人股。1996年5月，公司上市，射洪县人民政府成为公司实际控制人。同年11月，公司名称变更为四川沱牌曲酒股份有限公司。2011年6月，公司名称再次发生变更，变更后的名称为四川沱牌舍得酒业股份有限公司。2015年11月，公司发布公告，射洪县人民政府与天洋控股集团有限公司签订了《股权转让及增资扩股协议》，拟向天洋控股集团有限公司转让公司控股股东四川沱牌舍得集团有限公司38.78%股权，同时由天洋集团向沱牌舍得集团进行增资扩股至持有沱牌舍得集团70%股权。2016年7月，沱牌舍得集团股权交割正式完成，天洋集团成为四川沱牌舍得酒业股份有限公司的实际控制人。2018年1月，公司再次正式更名为舍得酒业股份有限公司。

图表 12：沱牌舍得发展历程

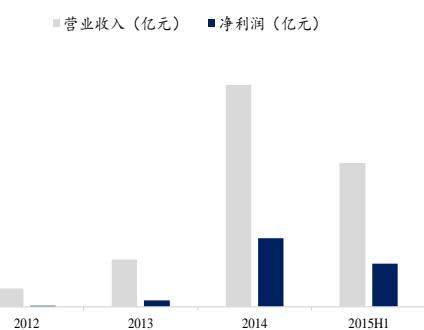


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 天洋控股集团：业务多元，综合经营实力较强

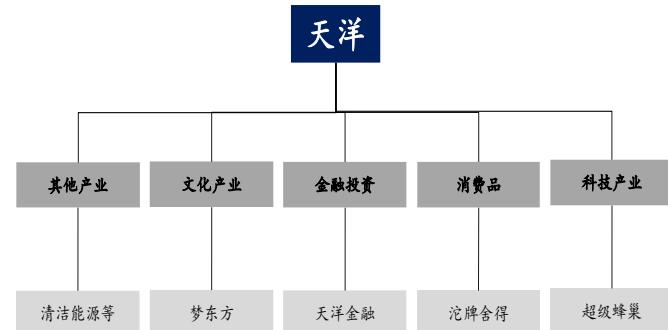
天洋控股集团横跨文化产业、科技产业、消费品、金融投资和其他产业，旗下拥有梦东方集团和沱牌舍得两家上市公司。近年来，天洋集团营收和利润高速增长，2012-2014年集团营收、归母净利润CAGR分别达到246.5%、721.2%，表现出较强的经营实力。

图表 13：2012-2015H1 天洋集团收入及利润



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 14：天洋集团控股公司结构

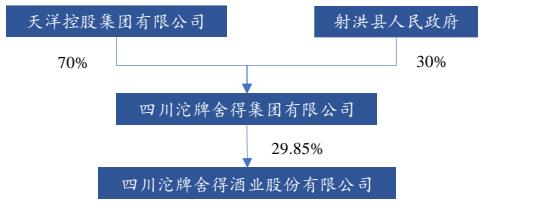


资料来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2.3. 定增获批，天洋集团控制权有望进一步加强

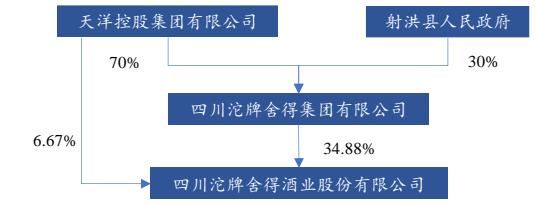
2017年3月，公司发布定增修订预案，拟向大股东沱牌集团及实际控制人天洋控股非公开发行不超过6746万股（现总股本的20%），金额不超过18.39亿元，其中沱牌集团认购不超过4048万股，天洋控股认购不超过2698万股。募集资金将用于酿酒技改项目、营销体系建设项目及沱牌舍得酒文化体验中心项目。定增预案于2017年10月获证监会核准批复。定增完成后，天洋控股集团将合计持有公司41.54%股份，对公司的控制权进一步加强。

图表 15：定增前沱牌舍得股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 16：定增完成后沱牌舍得股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 17：定增认购基本情况

序号	发行对象	认购数量（万股）	认购金额（万元）
1	四川沱牌舍得集团有限公司	不超过4048万股	不超过110375万元
2	天洋控股集团有限公司	不超过2698万股	不超过73565万元
	合计	不超过6746万股	不超过183940万元

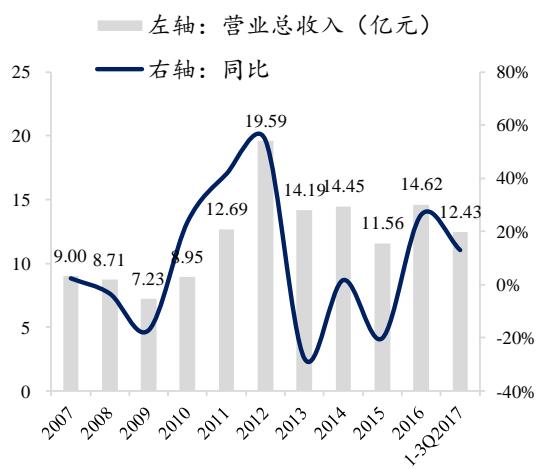
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 3. 营销改革彻底，聚焦次高端收入利润增长弹性大

公司品牌历史悠久，沱牌曲酒作为中国老名酒之一，也是同五粮液、泸州特曲、剑南春、全兴大曲等并列的“川酒六朵金花”之一。在上一轮白酒周期中，公司在11年开始品牌升级，在中高端品牌舍得的带动下，12年收入19.6亿，达到历史高峰。随着13年之后中高端白酒的调整，公司的经营业绩也出现了波动和调整，沱牌和舍得品牌的收缩在西南（四川遂宁、射洪）、河南、东北、山东等地基础市场，15年公司收入下滑到11.6亿。

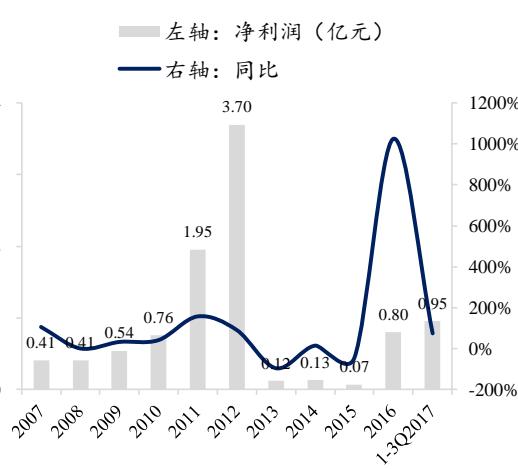
2016年开始，随着中高端白酒行业的复苏和公司的改制，收入和业绩进入到恢复期。中高端白酒以其较高的收入增速和毛利率带动公司收入和利润的稳步提升，有望在18年突破历史20亿的收入高峰。

图表 18: 07-17Q3 公司收入及同比增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

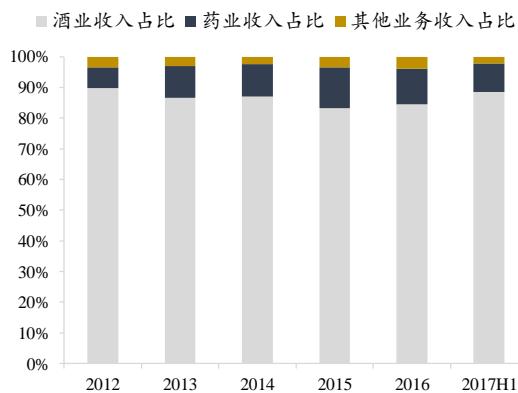
图表 19: 07-17Q3 公司净利润及同比增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

在2017年8月之前，公司的主要业务主要包括白酒业务和医药业务，其中白酒业务为主，2012-2017H1酒业收入占比一直在80%以上。公司改制后，于17年8月彻底剥离医药业务，更加专注于做大做强白酒业务。

图表 20: 12-17H1 公司酒类收入及同比增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 21: 12-17H1 净利润及同比增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3.1. 品牌聚焦舍得，发展次高端驱动未来业绩增长

### 3.1.1. 产品定位清晰：舍得主攻次高端，沱牌定位中低端

公司改制后，对产品结构进行梳理，公司明确舍得定位次高端，沱牌定位大众中低端消费并进行品牌梳理，聚焦沱牌“天特优”产品，并优化定制酒，减少贴牌产品。

#### 沱牌：拥有名酒基因，天特优重塑低档酒产品价格带

公司拥有优秀的名酒基因。沱牌曲酒历史悠久，是中国十七大名酒之一，四川白酒六朵金花之一。改制之后，公司积极梳理沱牌系列产品线，大力度清理贴牌包销产品，淘汰原有老产品，并于2016年11月上市天曲、特曲、优曲三大沱牌系列战略新品，终端价分别在160元、130元、80元左右，重新定位了低档酒系列产品价格带。

#### 舍得：升级中高端，继续聚焦次高端品牌发展

舍得酒是公司中高档酒的代表，舍得系列目前主要包括品味舍得、水晶舍得和舍得酒坊。草根调研，17年3月以来，公司聚焦核心单品：品味舍得，终端价400-500元/500ml，水晶舍得终端600-700元/500ml。

自2011年舍得获公司重点发展以来，拉动了公司整体营收的增长。我们估计，舍得16年收入增速超过60%，而其中品味舍得收入占比也超过60%。

图表 22：沱牌品牌主要产品



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 23：舍得品牌主要产品



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.1.2. 产品结构升级：聚焦舍得品牌带动收入利润增长恢复

公司将主推核心单品——品味舍得。我们认为，公司聚焦舍得、打造核心大单品的思路既有利于集中公司的资源和精力发展核心业务，有望通过核心业务的收入提升拉动公司整体的收入情况，也易于营造以大单品为核心的品牌氛围和文化，提高品牌知名度，进而为其他单品的投放奠定市场基础，解决动销问题。

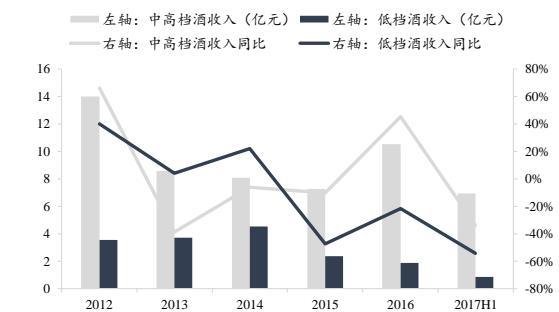
我们预计，舍得未来将成为贡献公司收入和利润的主要来源，预计17-18年，舍得系列收入占比有望达到80%以上。公司未来也计划以独立团队或事业部来打造高端产品，布局600-1000元价位段的舍得系列产品，预计将继续带动产品结构的升级。

2016年开始，随着中高端白酒行业的复苏和公司的改制，收入和业绩进入到恢复期。中高端白酒以其较高的收入增速和毛利率带动公司收入和利润的稳步提升。

随着次高端白酒市场扩容信号的加强，公司的营销策略正不断向舍得系列倾斜，聚焦次高端打造大单品的思路愈加清晰。2018年1月16日，

公司正式更名，将“沱牌”二字从公司名称中移除，公司聚焦舍得，将舍得酒打造为次高端领导品牌的目标更加明确。

图表 24：公司中高端酒收入及增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 25：公司中高端酒收入占比及毛利率



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3.1.3. 品牌建设：智慧讲堂增强品牌文化属性

在“优化生产、颠覆营销”的工作方针下，沱牌舍得积极推动品牌营销战略转型。公司一方面通过推出品鉴会、生态游、文旅节等形式，邀请重点客户，了解产品内核、品牌内涵，将营销工作直接做到消费者，增强消费体验感；另一方面在行业内率先推出“零风险退出机制”的经销商政策，消除经销商的后顾之忧。此外，公司联合凤凰网打造大型高端访谈节目《舍得智慧讲堂：中国境界》，为品牌形象增强文化属性，达到串联线上传播和线下消费者的效果。

图表 26：公司各类消费者品鉴会活动



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 27：舍得智慧讲堂节目



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

## 3.2. 扁平化管理+渠道精耕，从核心市场走向全国化布局

### 3.2.1. 聚焦重点市场，加速全国化布局策略

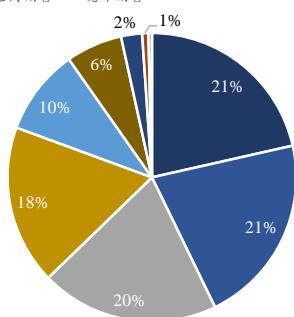
17年3月，公司开始加大舍得全国化招商布局，在公司传统的川渝、河南、东北、山东以及京津冀等具备一定品牌基础的市场之外，通过经销商招商布局，加快全国化的步伐。

从17Q1-3的情况来看，公司重点区域西南、华中、华北、华东和东北这前五大核心区域销售占比在90%以上，其中核心区域川渝、河南、山东、东北占比份额比较大，预计占全国销售收入的70%左右。华东华

南整体增速较慢，公司品牌认知度还比较低，需要逐步营造品牌的市场氛围、打开局面。

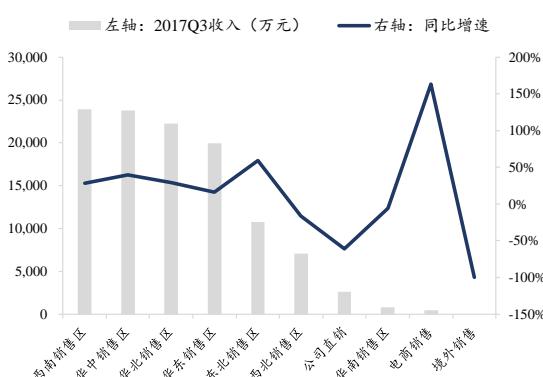
图表 28：沱牌舍得分区域销售占比

■西南销售区 ■华中销售区 ■华北销售区 ■华东销售区  
 ■东北销售区 ■西北销售区 ■公司直销 ■华南销售区  
 ■电商销售 ■境外销售



资料来源：Wind 资讯，公司公告，东吴证券研究所

图表 29：沱牌舍得分区域销售收入及增速



资料来源：Wind 资讯，公司公告，东吴证券研究所

根据草根调研了解，公司将全国市场细分为重点市场、一般市场及顺带市场。

1) 重点市场配置专门队伍来布局与推广，集中所有财力，物力，人力主抓核心终端。

2) 一般市场由 1 人管理多个市场，适度进行市场费用投入。

3) 顺带市场主要由经销商负责，厂家不直接投入费用。

### 3.2.2. 渠道扁平化，强化终端掌控，加强品牌建设

沱牌舍得采用扁平化经销商的渠道策略，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，经销商定位为平台商，作为销售服务平台负责包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。

#### 1) 扁平化招商，对经销商进行优化

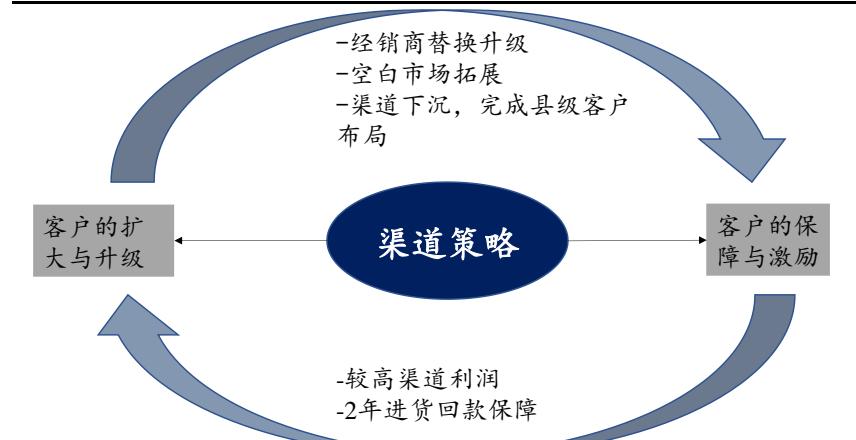
扁平化分销模式下，经销商规模较小，多立足于市级和县级市场精耕。草根调研，公司的渠道招商，是对经销商的梳理和布局，针对老经销商进行替换和升级，新市场重点在空白市场拓展和渠道下沉。目前核心市场已经做到以县为单位，根据经销商下线网络和能力分品类招商。具体的思路是：

1) 公司品牌策略的转变，需要可以适应公司新单品及新战略的客户，需要原有客户做出改变。

2) 新品的开发需要拓展空白市场，需要更多新客户的加入。公司从 17 年春节前已经开始布局，在 17 年春糖期间加大了与经销商的谈判及优惠力度，从之前省级、市级到目前已经完成县级客户的布局。

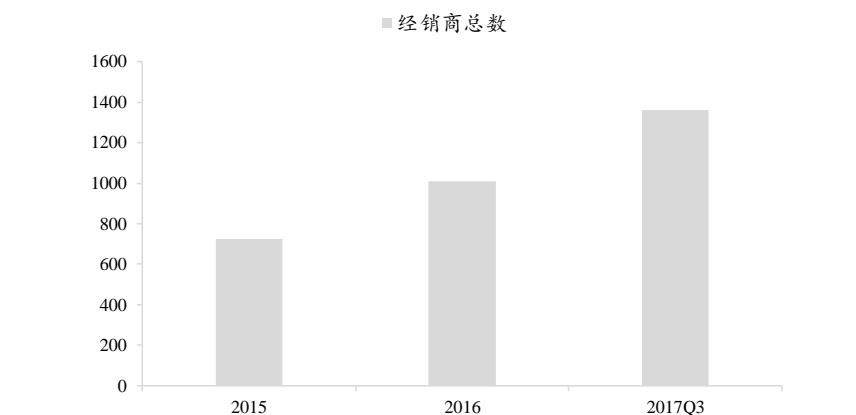
3) 针对经销商合理的激励及保障机制：给予渠道经销商较高经营利润，保持渠道积极性；2 年内销量不能完成且不再从事公司经销商的客户，可按进货价回款，免去后顾之忧。

图表 30：沱牌舍得对经销商进行优化



资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

图表 31：沱牌舍得经销商数量变化



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2) 精细化管理，直控终端

目前白酒营销已经进入市场细分化和终端精细化管理的阶段，各个厂商对于终端烟酒门店的掌控和争夺也更加重视。厂家都配备了专业的营销人员，深度布局、掌控终端，目的在于通过终端直接面对消费者，发挥渠道利润的推力和品牌建设的拉力，获取渠道上的竞争优势。

草根调研，沱牌舍得的中基层团队，都是富有丰富白酒营销经验的人员，对于洋河、郎酒、水井坊以及快消品饮料、啤酒的运作模式都非常熟悉和了解。公司根据自身的特点，采用扁平化的操作模式。但本质上，仍然是加强厂家对于终端销售、品牌建设和费用投放的控制模式。

根据草根调研了解到，针对重点市场，公司配置专门队伍来布局与推广，经销商仅负责打款、发货、送货与收款，公司委派厂家人员对终端门店进行管控，有效提高费用使用效率，防止冲货，窜货，实现厂家对终端的控制。

公司人员日常主要的任务，分别是：1) 市场调研，针对产品价格体系设定进行终端目标谈判，渠道拜访及氛围营销，对不同目标消费群进行分类培养，多采用生态旅游等体验营销。2) 管理市场费用。一改经销

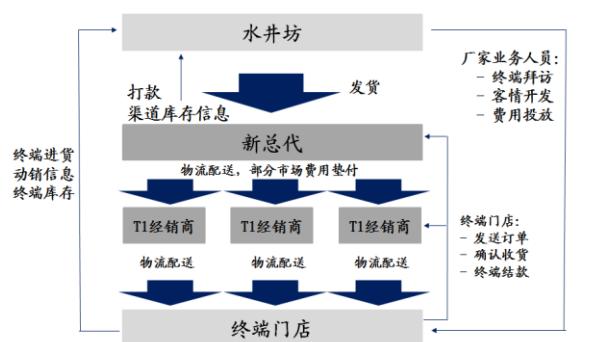
商用费用做营销的旧规，现由厂家人员直接设计销售方案并完成支付，建立全国市场督察部，对前线门店进行管控，有效提高费用使用效率，防止冲货，窜货。3) 品牌建设：检查和督促品牌陈列、品鉴会等品牌活动的落地执行。

图表 32：沱牌舍得直营终端管理体系

供应关系	角色定位	费用投放
厂商	发货给经销商	品牌建设，招商 人员管控， 核查费用使用情况
经销商	送货给终端门店	物流配送，收发款 部分垫资
终端门店	销售给消费者	陈列，开拓消费者 品鉴会，陈列， 促销，礼品等

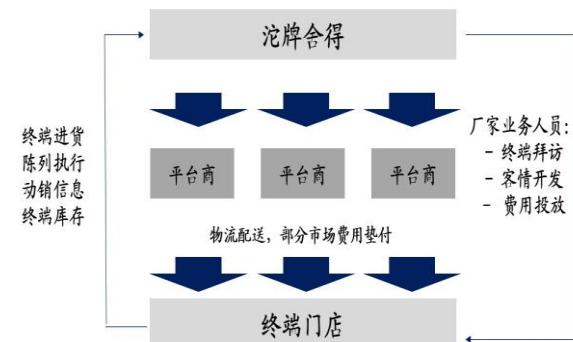
资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

图表 33：水井坊新总代模式



资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

图表 34：舍得扁平化渠道管理体系



资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

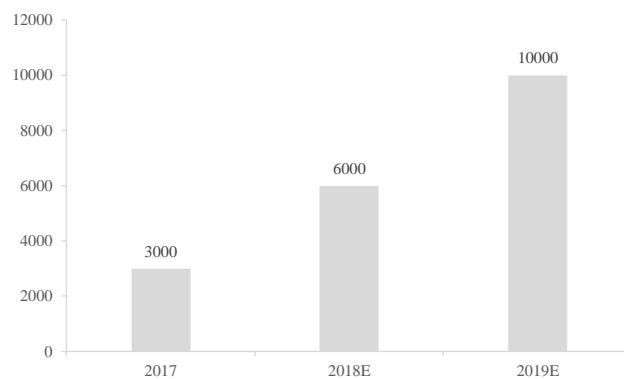
### 3.2.3. 加强终端门店管控，直控终端，单点突破

作为公司打造整个营销体系的重点，终端门店的打造成为整个营销体系的毛细血管末梢，承担起了连接厂家渠道与消费者的角色。草根调研，公司在西南、河南、山东、京津冀等主要市场与核心烟酒店终端签订联盟体协议，有条件地提高终端烟酒店的利润，与核心烟酒店形成利益共同体，使其成为舍得及沱牌中高端产品销售的主要渠道，并建立有效的渠道壁垒。

公司通过设计不同程度的激励标准提高烟酒店的积极性。根据草根调研，公司目前已经在全国建立起了 5000-6000 个联盟体店中店，且联盟体对整体收入贡献可观，预计联盟体成熟区域贡献收入占 50% 以上，未来还有望进一步提升。

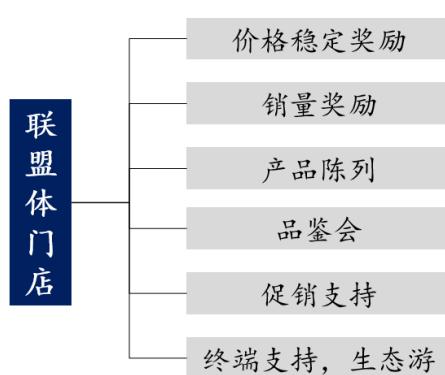
根据此前定增的方案，公司拟在全国开发 10000 个联盟体门店，意味着公司未来还将继续开发 4000-5000 个联盟体门店，结合单店产出的提升来考虑，公司未来的成长空间仍然很大。

图表 35：舍得联盟体门店建设规划



资料来源：公司定增公告，东吴证券研究所

图表 36：舍得联盟体门店支持



资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

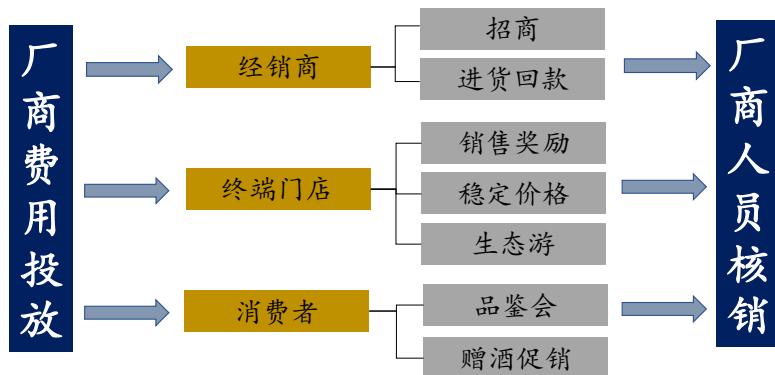
### 3.3. 费用投放力度大，充分体现民营企业“狼性文化”

#### 3.3.1. 市场费用投放灵活，充分配套支持品牌和渠道发展

公司改制后，在市场费用的投放形式上更加灵活，针对渠道经销商以及终端门店都采用了比较多样化的费用投放形式。

费用管控上，公司改为中央总控双月审批制，确保市场费用真正落地。公司对重点市场配置专门队伍来布局与推广，公司督查部门既加强了对市场费用执行情况的督察力度，遏制了销售人员虚报的情况，也加大了对经销商窜货打假的督查力度，严格管控产品市场价格。

图表 37：沱牌舍得加强市场费用管控



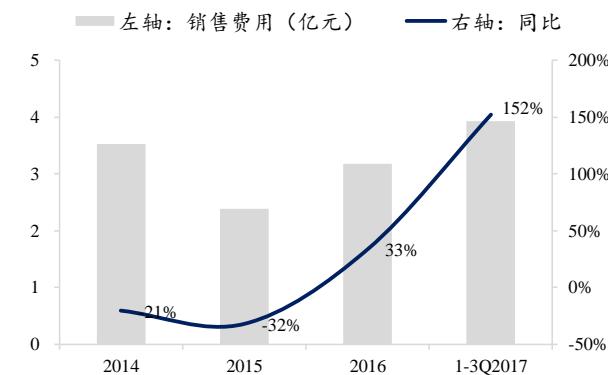
资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

#### 3.3.2. 核心产品渠道利润充足，渠道推力强

公司费用投放主要集中在终端，特别是在支持核心产品的渠道利润上。经销商作为平台商，产品价格采用平进平出的模式，经销商供货价同出厂价持平，经销商依靠 8-10% 左右的后台毛利和返利。

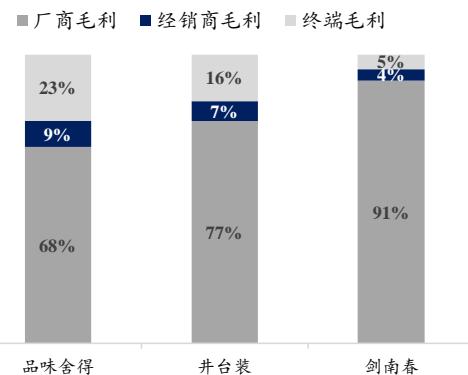
终端更多享受进货奖励、联盟体门店投入等费用支持，核心产品品味舍得的终端渠道利润远大于同类竞品，保证了充足的渠道利润和推力。终端门店在消费者选择 300-500 元同等价位的酒时，有足够的动力进行推荐，可以将一部分竞品的消费者转化为舍得的消费者，带动终端动销。

图表 38：沱牌舍得销售费用投放及同比增长



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 39：品味舍得渠道利润比较

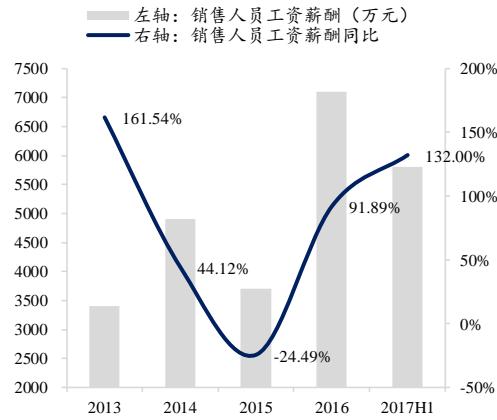


资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

### 3.4. 人员激励机制改革到位

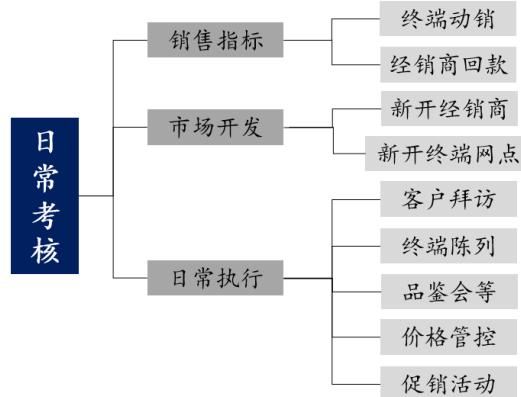
天洋入主后，针对内部管理人员和销售人员的业绩考核体系较为单一、员工积极性不高的情况，公司16年以来调整业绩考核方案，提高激励额度。对于销售人员，公司在考核方式上不仅考核回款，还考核开发经销商、团队的动销，将考核指标和员工薪资直接挂钩，奖金每月兑现外加年底提成。对于中层管理人员，公司明晰KPI指标体系，将销量作为最重要的考核指标，目标明确促进内部员工的行动有效性。

图表 40：公司销售人员工资薪酬



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 41：沱牌舍得日常考核 KPI 体系



资料来源：经销商调研，东吴证券研究所

公司也对原有员工进行了优化，根据公司公告，公司为加快内部改革步伐，优化人员结构，对于符合《公司内部退养方案》的员工进行内退并现金补偿。根据调研，此方案涉及的员工覆盖销售、生产等部门，并依照天洋入主时对员工和政府对于就业稳定的保证方案，给予现金补偿，在公司用人机制上采用市场化改革。

### 3.5. 18年继续优化战术，团队执行力和战斗力有望继续提升

根据草根调研中市场的反馈和我们的观察，我们认为，公司在17年是全面营销改革的元年，在品牌聚焦、产品调整、渠道布局和团队建设

方面的调整力度非常大，成效也非常显著。公司未来正在向正确方向进行转变：

**1) 价格管控：**舍得 17 年 3 月来在全国大范围地招商布局，通过大力的渠道费用投入，终端的铺货显著提升。但是由于费用投放集中，出现投入不平衡，局部区域窜货对市场价格产生了冲击。我们认为，对产品价格和窜货的管控，核心还是在于疏导，而不是堵漏。公司从 17Q3 开始重视终端动销，从疏通渠道库存入手，价格管控开始逐见成效。

**2) 费用投放：**我们认为，舍得的费用投放力度和灵活性远高于水井坊、汾酒这类外企和国企，在投放方式上也开始逐步优化。草根调研，公司在 17 年中秋国庆期间，通过消费者赠酒、礼品等形式，主抓婚喜宴团购渠道，对终端动销起到了非常好的带动作用。

**3) 团队磨合：**公司从改制后，对人员团队进行了比较大的调整。目前主要的营销团队人员都来自于白酒、啤酒、红酒的消费品行业，具备酒类、消费品的运作经验。我们认为，经过了 17 年的磨合，人员团队逐步成熟和稳定，公司的团队执行力和凝聚力已经有了较大的提升。

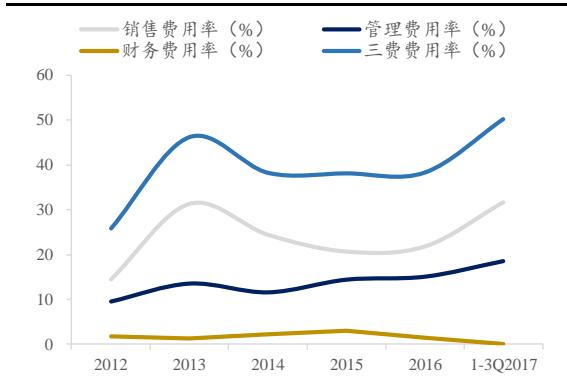
### 3.6. 财务分析

#### 3.6.1. 营销模式导致费用同比增加，未来费用率有望趋于稳定

公司 17 年 3 月开始落地一系列营销措施的改革，费用同比有比较大的增长。1-3Q17 公司销售费用 3.9 亿，同比+153%，管理费用 2.3 亿，同比+46%，其中包含当期计提的 0.62 亿员工内退费用。公司在市场费用投入方面相比竞品更加灵活，保证渠道利润的充足和推力。

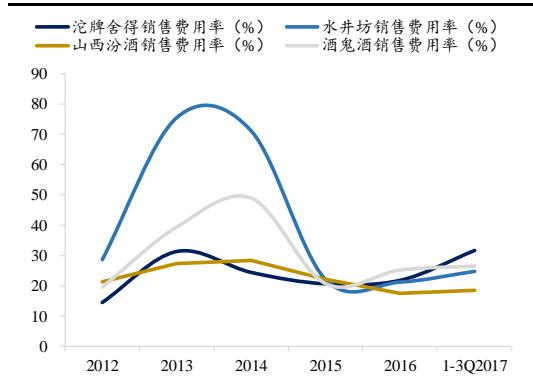
我们预计，公司未来费用投放的方式也有望从全面投入，逐步转为对重点市场和联盟体门店的重点投入。随着公司收入规模的稳定增长，公司费用率有望维持在相对稳定的水平。同时通过聚焦核心的联盟体门店，进行费用的精准投入，费用的使用效率将得到有效优化。考虑到公司未来收入的增长和费用效率的提升，预计费用率会稳定在 20%-25% 的水平。

图表 42：沱牌舍得费用率变化趋势



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 43：沱牌舍得和水井坊、汾酒、酒鬼酒销售费用率对比



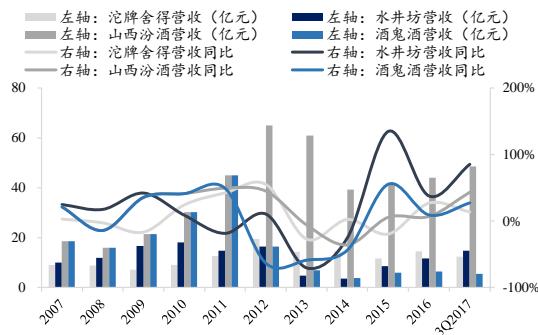
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

#### 3.6.2. 机制理顺短期费用影响逐步消除，净利率有望提升到合理水平

公司在收入体量上同水井坊接近，收入规模 17Q1-3 达到 12.4 亿，同比+13%；水井坊 17Q1-3 收入 14.7 亿，+85%。我们认为，公司 17

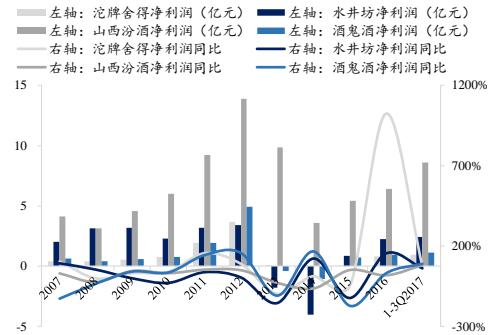
年3月开始全面的全国化营销改革，可以参考水井坊自16年下半年开始的营销改革。在机制理顺、市场布局完善的前提下，有望延续水井坊自16-17年以来高速成长的路径。

图表 44：沱牌舍得和可比公司营收及增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 45：可比公司净利润及增速



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司17年三季报毛利率达到历史最高72.4%，接近水井坊79%，山西汾酒69%和酒鬼酒77%的毛利水平。但公司净利率8.6%，远低于水井坊17%，汾酒18%和酒鬼酒21%。

由于用人机制改革，公司于2017年二季度将内退福利0.62亿元一次性计入管理费用，使得公司前三季度的管理费用同比增长46.08%，相应也限制了公司利润的增长。若考虑排除一次性计提内退费用的影响，公司1-3Q2017的净利润达到1.57亿元，净利率也将提高至12.67%。

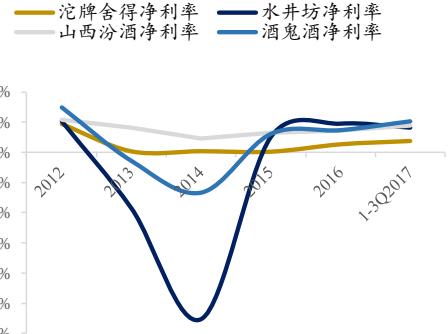
我们认为，随着内部管理机制和营销体系的逐步调整到位，加上短期费用等因素逐渐消除，沱牌舍得未来的净利率有望提升到20%左右的合理水平。

图表 46：沱牌舍得净利润和净利率



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 47：沱牌舍得和可比公司净利率

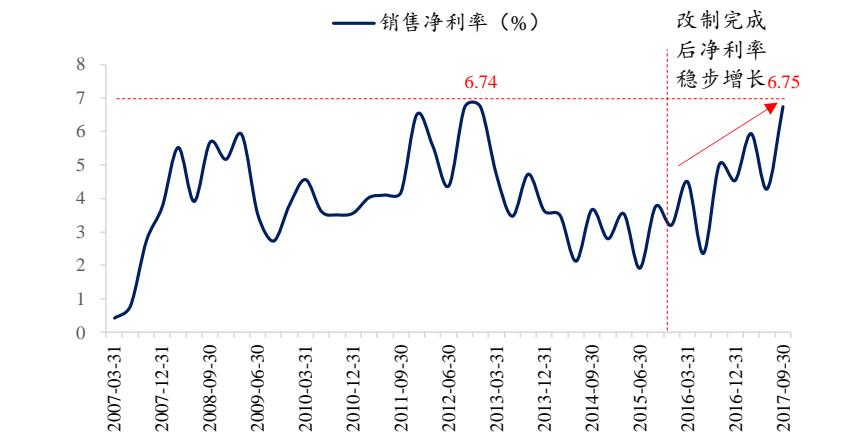


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

对标同样成功改制的老白干，我们认为沱牌舍得的净利率有望重回甚至超过近10年来的历史最高点。老白干自2015年底完成改制以来，企业经营活力得到释放，产品结构持续优化以提升销售毛利率，进而带动销售净利率的稳步回升。三季报数据显示，1-3Q2017老白干销售毛利率由2015年的56.94%提升到61.54%，销售净利率达到6.75%，已超

过 2012 年的巅峰。而改制后的沱牌舍得在产品结构升级之外，对费用的投放也加强了管控，彰显民营体制的判断力和行动力。在毛利率和费用率的双重影响下，沱牌舍得业绩改善的空间可能更大。

图表 48：对标老白干，改制后净利率稳步提升



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 4. 公司业绩预测与估值

### 4.1. 关键假设

#### 4.1.1. 聚焦品味舍得大单品，次高端品牌快速放量

根据公司公告，未来公司将聚焦中高端舍得品牌，围绕舍得进行整体品牌的宣传和打造，我们预计核心单品品味舍得未来将保持 50% 左右的相对稳定的增长。预计未来公司逐步布局 600-1000 元左右高端产品，主攻品牌形象和价格占位。中低端产品沱牌经过品牌梳理，逐步调整到位，预计 18 年开始逐步恢复增长。

#### 4.1.2. 成熟市场快速放量，全国化布局带来增量

根据公司三季报显示，公司 17 年成熟市场收入平均增速达到 60% 以上。草根调研，公司成熟市场品牌基础好，同时公司在人员、费用和营销方面的投入力度大，未来有望保持 40-50% 以上的高速增长。公司未来也会聚焦联盟体门店打造，通过精细化管理、优化费用投入、支持联盟体门店数量和同店动销的增长来推动业绩的可持续增长。根据经销商调研，比较成熟的联盟体门店平均动销带动销售额增长在 30% 左右。同时通过评估和开发新的门店，公司规划将联盟体门店覆盖比例逐步提升，预计全国数量到 18 年底拓展到 1 万家以上。

### 4.2. 公司盈利预测

我们认为，改制后沱牌舍得充分发挥体制灵活优势，打造核心单品带动产品结构升级，创新营销体制提升费用效率，加上定增后针对技术改革以及营销体系的优化，使得公司已经进入利润释放的拐点。同时定增由大股东和实际控制人现金认购，也彰显实际控制人对于公司未来发展前景的看好。

我们预计，公司 17-19 年舍得品牌持续全国化，带动收入增长，预

计公司 17-19 年公司收入规模 18.0/25.1/32.3 亿，同比增 23%/40%/28%，净利润 1.22/5.45/7.87 亿，同比+52%/346%/44%，考虑到如果 18 年定增落地，摊薄后 17-19 年 EPS 为 0.36/1.35/1.94 元，对应当前 PE 分别为 132/36/25 倍。

### 4.3. 公司相对估值

对比行业平均水平，目前公司利润基数小，波动较大，但我们预计公司在未来定增完成机制理顺后，有望进入利润释放期，利润释放预期足，弹性大，未来三年利润有望达到复合增长 50%以上高速增长，仍然能够给予相对高估值。

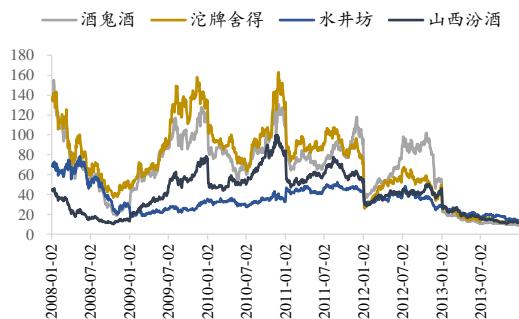
图表 49：可比公司估值

股票名称	最新市值 (亿元)	股价	收入增速			EPS (元/股)			PE (倍)		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600702.SH 沱牌舍得	161.36	47.84	26%	23%	40%	0.2	0.4	1.4	131.5	132.1	35.6
600779.SH 水井坊	248.91	50.95	38%	69%	45%	0.5	0.7	1.3	56.2	70.0	40.4
600809.SH 山西汾酒	566.44	65.42	7%	40%	36%	0.7	1.2	1.7	35.7	56.6	37.8
000799.SZ 酒鬼酒	86.63	26.66	9%	31%	34%	0.3	0.5	0.8	71.6	49.4	33.8

备注：水井坊、山西汾酒、酒鬼酒的盈利预测来自 WIND 一致预期

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 50：可比公司 08-13 年 PE (最新年报 LYR)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 51：可比公司 17 年至今 PE (最新年报 LYR)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

综合考虑次高端白酒行业的成长机遇和公司业绩释放的驱动力，我们预计，公司未来三年有望迎来利润拐点，净利复合增长 50%以上，考虑到 16-17 年公司净利润基数较低，受改制和营销改革影响波动较大，参照次高端可比公司以及公司历史 PE 水平，给予 18 年 45xPE，上调公司评级从“增持”至“买入”评级。

### 5. 风险提示：

竞争加剧费用投放高于预期，新市场开发不达预期，新产品推广低于预期，增发进度不确定影响预期，管理人员流失风险，食品安全问题。

图表 52: 沪牌舍得三年预测财务报表 (考虑定增后)

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2835.6</b>	<b>2084.0</b>	<b>2452.5</b>	<b>3042.4</b>	营业收入	1461.6	1799.8	2513.2	3227.8
现金	541.3	1441.7	1729.0	2208.0	营业成本	523.9	452.2	540.9	651.7
应收款项	117.3	144.5	201.8	259.1	营业税金及附加	165.6	252.0	351.8	451.9
存货	2175.2	495.6	518.7	571.4	营业费用	318.1	530.9	578.0	710.1
其他	1.8	2.2	3.1	3.9	管理费用	221.0	297.0	289.0	355.1
<b>非流动资产</b>	<b>1129.5</b>	<b>1164.0</b>	<b>1179.0</b>	<b>1190.2</b>	财务费用	21.0	12.1	-31.7	-39.4
长期股权投资	219.9	210.9	201.9	192.9	投资净收益	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0
固定资产	653.2	704.9	737.1	765.5	其他	-22.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	164.0	155.8	147.6	139.4	营业利润	180.5	246.7	776.0	1089.4
其他	92.4	92.4	92.4	92.4	营业外净收支	3.2	-2.3	2.0	3.0
<b>资产总计</b>	<b>3965.1</b>	<b>3247.9</b>	<b>3631.5</b>	<b>4232.7</b>	利润总额	183.7	244.4	778.0	1092.4
<b>流动负债</b>	<b>1636.5</b>	<b>858.5</b>	<b>970.0</b>	<b>1178.1</b>	所得税费用	103.5	122.2	233.4	305.9
短期借款	836.1	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	309.2	266.9	319.3	384.7	归属母公司净利润	80.2	122.2	544.6	786.5
其他	491.2	591.5	650.6	793.4	EBIT	398.7	519.7	1105.2	1510.9
<b>非流动负债</b>	<b>3.3</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	EBITDA	448.2	571.5	1164.3	1576.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	3.3	3.0	2.8	2.6	每股收益(元)	0.24	0.36	1.35	1.94
<b>负债总计</b>	<b>1639.8</b>	<b>861.5</b>	<b>972.8</b>	<b>1180.7</b>	每股净资产(元)	6.89	7.08	6.57	7.54
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	发行在外股份(百万股)	337.3	337.3	404.8	404.8
归属母公司股东权益	2325.3	2386.4	2658.7	3052.0	ROIC(%)	3.6%	6.7%	51.2%	77.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3965.1</b>	<b>3247.9</b>	<b>3631.5</b>	<b>4232.7</b>	ROE(%)	3.4%	5.1%	20.5%	25.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	64.2%	74.9%	78.5%	79.8%
经营活动现金流	230.3	1868.3	634.2	949.2	EBIT Margin(%)	27.3%	28.9%	44.0%	46.8%
投资活动现金流	-38.8	-70.7	-74.6	-76.9	销售净利率(%)	5.5%	6.8%	21.7%	24.4%
筹资活动现金流	41.9	-897.2	-272.3	-393.3	资产负债率(%)	41.4%	26.5%	26.8%	27.9%
现金净增加额	233.3	900.5	287.2	479.0	收入增长率(%)	26.4%	23.1%	39.6%	28.4%
折旧和摊销	49.5	51.8	59.1	65.3	净利润增长率(%)	1025.1%	52.3%	345.8%	44.4%
资本开支	-15.7	-79.7	-83.6	-85.9	P/E	201.21	132.07	35.55	24.62
营运资本变动	51.7	1694.3	30.4	97.3	P/B	6.94	6.76	6.07	5.29
企业自由现金流	439.0	1926.3	779.6	1164.6	EV/EBITDA	39.66	29.74	14.69	10.99

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>