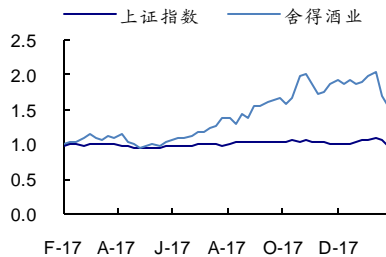


证券研究报告—深度报告
食品饮料
饮料
舍得酒业(600702)
买入

合理估值: 52.61 元 昨收盘: 38.39 元

(维持评级)

2018年02月13日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	337/337
总市值/流通(百万元)	12,949/12,949
上证综指/深圳成指	3,154/10,292
12个月最高/最低(元)	51.52/22.43

相关研究报告:

《沱牌舍得-600702-重大事件快评: 定增加快, 蓄势改革, 长效发展》——2017-11-02
 《沱牌舍得-600702-2017 年三季报点评: 高基高费致波动, 舍得续增提毛利》——2017-10-30
 《沱牌舍得-600702-重大事件快评: 调整巩固, 蓄势待发》——2017-09-27
 《沱牌舍得-600702-重大事件快评: 定增获批, 改革提速》——2017-09-13
 《沱牌舍得-600702-2017 年中报点评: 中高端发力, Q2 真实业绩高速增长》——2017-08-24

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001
联系人: 孙山山
 电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

次高端“明日之星”, 继续前进

● 舍得酒业新时代, 改革效果初现

舍得酒业是川酒六朵金花之一, 历史悠久, 文化底蕴深厚。15年1月, 公司引入战投天洋集团; 17年3月公司发布定增方案, 17年10月获批。公司17年业绩预告显示17年公司归母净利润1.3亿-1.6亿, 同比增长62.10%-99.50%。

● 白酒行业转型复苏, 根基比以往更扎实

本轮白酒行业复苏, 基础更加夯实, 复苏的根基在于消费群体由原来的三公消费群体转向消费升级所带来的商务、大众消费群体; 结构更加优化, 高端次高端产品对酒企的营收和净利润贡献比重在增长。

● 高端白酒提价, 高净值人群壮大, 次高端机会来临

现阶段次高端品牌酒企尚未形成全国性品牌, 还处于蓝海。根据测算, 16年次高端市场规模约316亿元, 预计到2020年前后突破1000亿, 未来4-5年的复合增长率为30.6%。未来次高端品牌市场具备较大整合空间, 市场集中度有望进一步提高。17年以来茅五泸先后提价, 特别是茅台零售价从1299元提升到1499元, 这间接拉升次高端白酒天花板。加上中国高净值人群以每年26%速度增长, 预计17年达到187万人。这都预示着次高端机会来临。

● 17年调整巩固年, 18年扬帆起航

17年是公司调整巩固年, 天洋入主后采取以下措施: 第一, 聚焦资源主推以舍得, 力争重点市场占有率50%以上, 新增次高端品牌智慧舍得, 抢占次高端市场红利; 第二, 公司于18年1月17日正式更名为舍得酒业股份有限公司; 第三, 制定2020年营收目标破百亿, 成立四个营销公司: 舍得、沱牌、吞之乎及陶醉。

● 投资建议

我们看好公司聚焦舍得战略及深耕细作全国化道路, 短期波动不影响长期逻辑。预计17-19年EPS分别为0.45/1.25/2.15元。考虑到公司未来发展步伐加快及白酒景气周期延续性, 结合绝对估值和相对估值来看, 公司合理估值为52.61元, 相比现价存在40%上涨空间, 给予公司“买入”评级。

● 风险提示

白酒行业景气周期较弱; 高端白酒量价未能持续走高; 公司盈利不及预期。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,156	1,462	1,781	2,926	4,243
(+/-%)	-19.99%	26.42%	21.8%	64.3%	45.0%
净利润(百万元)	7	80	151	421	724
(+/-%)	-46.76%	1025.11%	87.8%	179.4%	72.0%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.24	0.45	1.25	2.15
EBITMargin	5.5%	14.0%	17.2%	25.4%	28.6%
净资产收益率(ROE)	0.3%	3.4%	6.2%	9.3%	14.8%
市盈率(PE)	1891.4	168.1	85.61	30.64	17.82
EV/EBITDA	116.6	54.8	39.0	21.6	14.0
市净率(PB)	6.0	5.8	5.30	3.42	3.17

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司经过 17 年调整，特别是对次高端舍得产品布局，为公司 18、19 年的业绩奠定基础；此外，天洋入股公司，协作性良好，为公司后续发展出谋划策，后市值得期待。

我们看好公司聚焦舍得战略及深耕细作全国化道路，短期波动不影响长期逻辑。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.45/1.25/2.15 元。考虑到公司未来发展步伐加快及白酒景气周期延续性，结合绝对估值和相对估值来看，公司合理估值为 52.61 元，相比现价存在 40% 上涨空间，给予公司“买入”评级。

核心假设或逻辑

(1) 根据测算，16 年次高端市场规模约 316 亿元，预计到 2020 年前后突破 1000 亿，未来 4-5 年的复合增长率为 30.6%。未来次高端品牌市场具备较大整合空间，市场集中度有望进一步提高；

(2) 公司定位于次高端白酒，聚焦舍得，全国化布局，核心联盟体店全国有近 6000 家，我们预测 17-19 年营收增速分别为：21.8%、64.3%、45.0%；

(3) 为了更好的管理，公司将架构拆分为舍得营销公司、沱牌营销公司、陶醉营销公司及吞之乎营销公司。其中舍得全国有 5 个营销中心及 3 个直营公司，公司产品新增智慧舍得和沱小九，抢占次高端市场红利和丰富产品结构，预计未来偏高端舍得和偏低端沱牌营收占比为 9:1。

股价变化的催化因素

18 年次高端市场行业持续景气、公司次高端产品舍得系列营收超预期、定增顺利实施

核心假设或逻辑的主要风险

第一，白酒行业景气周期持续性较弱；

第二，高端白酒量价未能持续走高，将导致次高端白酒天花板打开受阻；

第三，公司盈利不达预期。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值法	6
估值的敏感性分析	7
相对法估值	7
投资建议	7
白酒行业现状：行业回暖，强者恒强	8
“三公消费”影响基本消除，白酒行业稳增长	8
白酒企业数量较多，国有体制占较大比例	9
白酒行业竞争格局：高端比较稳定，次高端处于蓝海	11
高端白酒：寡头垄断，二八定律表现明显	12
次高端白酒：目前处于蓝海，尚未形成一个全国范围品牌	12
次高端机会来临：消费升级带机遇，高端抬高天花板	13
需求端“消费升级”转个人，供给端库存下降明显	13
高端酒供不应求，次高端性价比高	14
跟随高端酒，次高端提价	15
次高端未来快速扩容，未来得渠道和品牌者得天下	16
次高端“明日之星”：舍得酒业	17
舍得酒业前世今生	17
揭开天洋神秘面纱，纳入舍得成为其五大产业之一	18
天洋入主舍得酒业后的举措	20
调整巩固年，业绩稳增长	23
主要次高端白酒业绩对比，舍得酒业提升空间很大	24
附表：财务预测与估值	27
国信证券投资评级	28
分析师承诺	28
风险提示	28
证券投资咨询业务的说明	28

图表目录

图 2: 近十年白酒产量 (万千升) 及 yoy%.....	8
图 3: 2007-2017H1 年白酒企业总营收 (亿元) 及 yoy%.....	8
图 4: 我国白酒行业进入拐点, 景气度明显上升.....	9
图 5: 我国上市白酒企业毛利率和净利率一览.....	9
图 6: 中国白酒行业规模 (单位: 亿) 及未来 6 年 CAGR(%).....	12
图 7: 高端白酒市场份额占比情况.....	12
图 8: 2016 年中国次高端白酒市场竞争格局.....	13
图 9: 中国高净值人群数量及可投资资产规模.....	13
图 10: 2013-2017 年中国白酒行业单价情况.....	13
图 11: 近几年白酒企业数量变化一览.....	14
图 12: 2013-2017 年中国白酒行业库存情况一览.....	14
图 13: 舍得酒业未来生态酿酒图.....	17
图 14: 舍得酒业股权结构图.....	18
图 15: 天洋控股集团金融投资.....	19
图 16: 天洋控股集团其他产业.....	20
图 17: 沱牌酒图片.....	21
图 18: 舍得酒图片.....	21
图 19: 陶醉酒图片.....	22
图 20: 酱香型吞之乎酒图片.....	22
图 21: 舍得酒业近 10 年营收 (亿) 及 yoy (%).....	24
图 22: 舍得酒业近 10 年净利润 (亿) 及 yoy (%).....	24
图 23: 13-17 前 Q3 舍得酒业、水井坊、山西汾酒及酒鬼酒营收 (亿) 对比.....	25
图 24: 13-17 前 Q3 舍得酒业、水井坊、山西汾酒及酒鬼酒净利润 (亿) 对比.....	25
图 25: 15-17 各个季度舍得酒业、水井坊、山西汾酒及酒鬼酒净利率 (%) 对比.....	25
图 26: 15-17 各个季度舍得酒业、水井坊、山西汾酒及酒鬼酒 ROE (%) 对比.....	25
表 1: 估值假设.....	6
表 2: FCFE 估值表.....	6
表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析.....	7
表 4: 可比公司估值.....	7
表 5: 主要白酒企业实控人、第一大股东及比例 (截止 2017 年 10 月 31 日).....	9
表 6: 已国改酒企和民营企业 17 年前三季度业绩一览.....	10
表 7: 中国白酒市场主要分为高端、次高端与中低端三大类.....	11
表 8: 中国高端、次高端酒企的高端单品营收规模 (单位: 亿).....	11
表 9: 中国白酒市场主要价格带分类一览.....	11
表 10: 17 年度主要次高端酒企提价情况.....	15
表 11: 主要次高端酒企营销区域一览.....	16
表 12: 15-17H1 梦东方财务数据一览.....	19
表 13: 舍得酒业定增募投项目及金额.....	20
表 14: 舍得酒业目前主要产品.....	22

表 15: 舍得酒业体验店的布局 and 规划	23
表 16: 17 年前 Q3 主要白酒企业毛利率、净利率及 ROE (%) 对比	26

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 50.03 元。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.77	
无风险利率	4.00%	
股票风险溢价	7.50%	
公司股价	38.26	
发行在外股数	337	
股票市值(E)	12894	12894
债务总额(D)	850	850
Kd	6.00%	6.00%
T	45.00%	45.00%
Ka	9.78%	
有杠杆 Beta	0.80	0.80
Ke	9.98%	
E/(D+E)	93.82%	93.82%
D/(D+E)	6.18%	6.18%
WACC	9.57%	

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2: FCFF 估值表

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
EBIT	306.4	743.6	1,211.7	1,813.8	2,244.1	2,581.7	2,970.0	3,416.4	3,758.7	4,135.3	
所得税税率 (%)	45.00%	42.00%	40.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	
EBIT*(1-所得税 税率)	168.5	431.3	727.0	1,179.0	1,458.7	1,678.1	1,930.5	2,220.7	2,443.2	2,687.9	
折旧与摊销	67.5	70.6	73.6	76.5	79.3	82.0	84.5	88.4	92.8	95.9	
营运资金净变 动	(88.5)	(121.0)	(635.7)	(330.9)	(587.9)	(529.1)	(606.6)	(690.8)	(532.3)	(537.7)	
资本性投资	(40.0)	(40.0)	(40.0)	(41.0)	(41.0)	(41.0)	(41.0)	(41.0)	(41.0)	(41.0)	
FCFF	107.4	340.9	124.9	883.6	909.0	1,189.9	1,367.4	1,577.3	1,962.7	2,205.1	29,708.9
PV(FCFF)	98.1	283.9	95.0	613.3	575.6	687.6	721.1	759.2	862.2	884.1	11,910.5
核心企业价值	17,490.2										
减: 净债务	630.4										
股票价值	16,859.8										
每股价值	50.03										

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.2\%$ ，则我们计算得出公司股价区间在 47.38-52.97 元，估值中枢为 50.03 元。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

50.03	9.2%	9.4%	9.57%	9.8%	10.0%
2.6%	57.59	55.38	53.30	51.34	49.49
2.4%	56.26	54.14	52.15	50.27	48.49
2.2%	55.00	52.97	51.06	49.25	47.55
2.0%	53.81	51.87	50.03	48.29	46.65
1.8%	52.69	50.82	49.05	47.38	45.79
1.6%	51.62	49.82	48.12	46.51	44.98
1.4%	50.61	48.88	47.24	45.68	44.20

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对法估值

我们选取山西汾酒、水井坊、酒鬼酒作为和公司的比较对象。相对于 17 年来说，舍得酒业 PE 比山西汾酒、水井坊及酒鬼酒要高，但 PE 随着产能释放和业绩爆发从 18 年的 31 倍降到 19 年的 18 倍，EPS 从 18 年的 1.25 元增长到 19 年的 2.15 元，相对于 19 年平均 PE 21.74 倍仍有较大空间。从 PE 角度看公司估值，目前已进入 18 年，17 年业绩预告已公布，市场预期逐步过渡到 19 年，目前可比公司 19 年平均 PE 为 21.74 倍，结合公司 19 年 EPS 为 2.15 元，合理估值为 46.74 元。从中长期看公司发展，结合 PEG 分析，未来三年可比公司平均复合增长率为 50.91%，按照 PEG=1，给予 18 年 50.91 倍，合理估值为 63.64 元。考虑白酒行业环境及公司基本面因素，本着审慎原则，结合两种估值方法得出合理估值为 55.19 元。

表 4: 可比公司估值

公司	市值 (亿)	股价 (元) 2018-02-08	EPS			PE			CAGR
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	
山西汾酒	452	53.56	1.10	1.76	2.38	48.69	30.43	22.50	47.09%
水井坊	205	42.74	0.69	1.17	1.76	61.94	36.53	24.28	59.71%
酒鬼酒	67	21.19	0.54	0.81	1.15	39.24	26.16	18.43	45.93%
平均	-	-	0.78	1.25	1.76	49.96	31.04	21.74	50.91%
舍得酒业	121	38.26	0.45	1.25	2.15	85.02	30.61	17.80	118.58%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：酒鬼酒为 Wind 一致预期

投资建议

我们看好公司聚焦舍得战略及深耕细作全国化道路，短期波动不影响长期逻辑。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.45/1.25/2.15 元。考虑到公司未来发展步伐加快及白酒景气周期延续性，结合绝对估值和相对估值来看，公司合理估值为 52.61 元，相比现价存在 40% 上涨空间，给予公司“买入”评级。

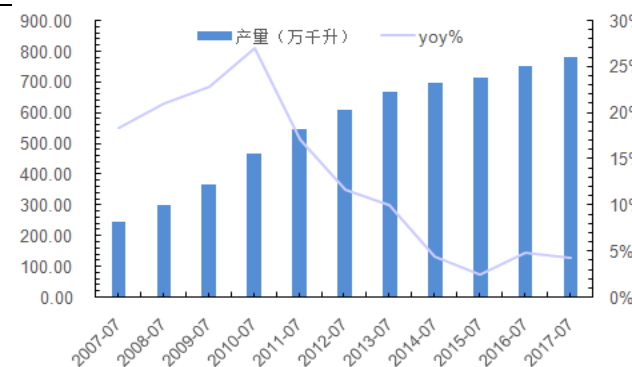
白酒行业现状：行业回暖，强者恒强

“三公消费”影响基本消除，白酒行业稳增长

2004 到 2012 年，中国白酒行业迎来了量价齐升的黄金十年，但 2013 年十八届三中全会后，中央政府“反腐”力度逐渐加大，三公消费受到限制，使得白酒行业遭遇“断崖式”下跌。

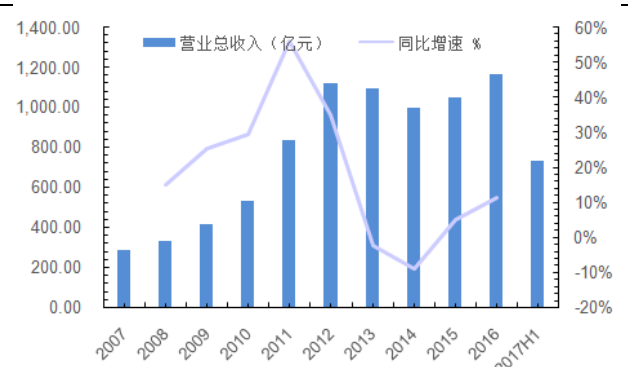
在经历 13-14 年两年困难期，中国白酒行业于 2014 年见底，产量增速为 2.52%，创历史较低水平；2015 年起，白酒产量开始缓慢复苏，以较为平缓的速率增长，但明显重拾上升动力。13-14 这两年，整个白酒行业营收规模因中央反腐禁酒令而遭遇负增长；15 年起，随着白酒行业重点从高端政商消费向由“消费升级”为特征的大众消费转型后，行业回暖。2016 年白酒行业营收规模一举越过中央禁酒令前的 2012 年高点，2017 年白酒行业三季度报业绩靓丽，其中高端的茅五泸特别是贵州茅台业绩超乎投资者的预期，次高端白酒如洋河股份、山西汾酒和沱牌舍得同样表现出色。本轮白酒行业复苏，基础更加夯实，复苏的根基在于消费群体由原来的三公消费转向消费升级所带来的商务、大众消费群体。

图 1：近十年白酒产量（万千升）及 yoy%



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

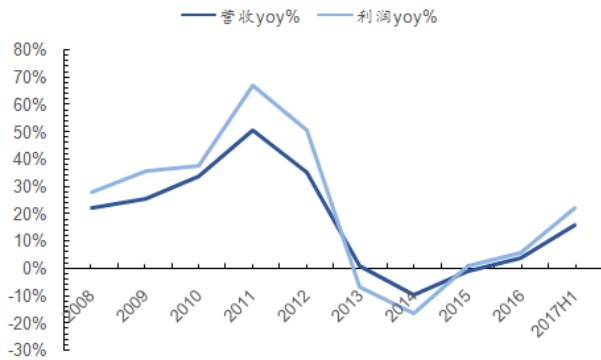
图 2：2007-2017H1 年白酒企业总营收（亿元）及 yoy%



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

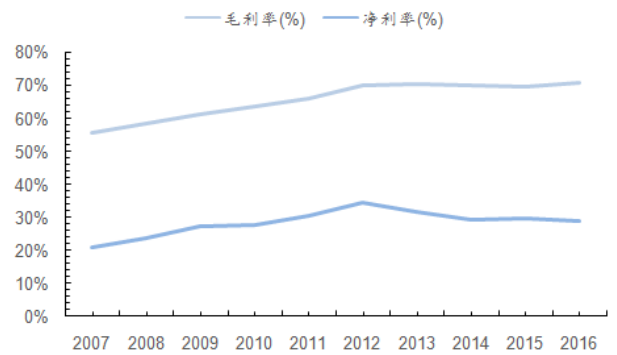
整个白酒行业的营业利润、归母净利润增速均在 2014 年探底，在 2015 年短暂的恢复期后，此后增速保持较为坚挺的上升势头，都从 2014 年增速 -16.61%、-16.62% 增长到 2016 年的 5.69%、3.59%，再迅猛上涨至 2017 年上半年的 21.93% 和 22.69%；白酒行业毛利率与净利率走势未见明显疲软，除了 2013-2014 年稍微放缓以外，其余年份均比较稳定。

图 3: 我国白酒行业进入拐点, 景气度明显上升



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 4: 我国上市白酒企业毛利率和净利率一览



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

白酒企业数量较多, 国有体制占较大比例

目前 A 股有近 20 家白酒上市公司, 是酒类上市公司数量最多的一个子行业。目前有超过一半以上的白酒上市公司是地方国资委或者地方国资控股公司, 少数几家如迎驾贡酒、口子窖、金徽酒、沱牌舍得及水井坊是民营企业或外资企业控股。

表 5: 主要白酒企业实控人、第一大股东及比例 (截止 2017 年 10 月 31 日)

公司	实际控制人名称	第一大股东名称	第一大股东持股比例 %	省份
贵州茅台	贵州省国有资产监督管理委员会	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	61.99	贵州省
五粮液	宜宾市政府国有资产监督管理委员会	宜宾市国有资产经营有限公司	36.00	四川省
泸州老窖	泸州市国有资产监督管理委员会	泸州老窖集团有限责任公司	26.02	四川省
山西汾酒	山西省国有资产监督管理委员会	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	69.97	山西省
洋河股份	宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会	江苏洋河集团有限公司	34.16	江苏省
舍得酒业	射洪县人民政府	四川沱牌舍得集团有限公司	41.54	四川省
古井贡酒	亳州市人民政府	安徽古井集团有限责任公司	53.89	安徽省
今世缘	江苏省涟水县人民政府	今世缘集团有限公司	44.72	江苏省
水井坊	帝亚吉欧	四川成都水井坊集团有限公司	39.71	四川省
伊力特	新疆生产建设兵团第四师国资委	新疆伊力特集团有限公司	50.51	新疆维吾尔自治区
老白干酒	衡水市国有资产监督管理委员会	河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司	28.85	河北省
酒鬼酒	国务院国有资产监督管理委员会	中皇有限公司	31.00	湖南省
金种子酒	阜阳市国有资产监督管理委员会	安徽金种子集团有限公司	32.07	安徽省

公司名称	实际控制人/大股东	持股比例 (%)	市值 (亿元)	所在地
顺鑫农业	北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会	北京顺鑫控股集团有限公司	37.45	北京市
口子窖	刘安省, 徐进	徐进	18.26	安徽省
金徽酒	李明	甘肃亚特投资集团有限公司	55.28	甘肃省
迎驾贡酒	倪永培	安徽迎驾集团股份有限公司	79.04	安徽省
青青稞酒	李银会	青海华实科技投资管理有限公司	65.03	青海省
皇台酒业	吉文娟	上海厚丰投资有限公司	19.60	甘肃省

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (表中标注颜色部分为实控人、大股东及持股比例近几年发生变化)

已国改酒企盈利能力普遍增强, 示范效应明显

目前洋河股份、老白干酒、五粮液、舍得酒业等已经完成国企改革。洋河股份通过国改实现高管间接持股, 完善激励机制, 业绩实现突飞猛进; 以洋河股份完成改制 2006 年为基数, 近 10 年营收 CAGR32%, 归母净利润 CAGR42%, 17 年前三季度营收和净利润双双 yoy15% 分别至 169 亿元、56 亿元。老白干酒作为白酒行业改革的先锋, 通过员工持股及优秀经销商参股, 公司明显加快发展; 以老白干酒公布定增方案 2014 年为基数, 近 2 年营收 CAGR8%, 归母净利润 CAGR37%, 17 年前三季度营收 yoy4% 至 17 亿元, 归母净利润 yoy40% 至 1.2 亿元; 11 月 7 日老白干重组方案落地, 公司以 13.99 亿元收购丰联酒业 100% 股权, 同时公司拟募集不超过 4 亿元配套基金, 老白干酒混改继续深化。五粮液通过混改, 员工持股及优秀经销商入股加之高层调整, 业绩出现明显好转; 以五粮液试水混改 2014 年为基数, 近 2 年营收和归母净利润双双 CAGR8%, 17 年前三季度营收 yoy24% 至 220 亿元, 归母净利润 yoy37% 至 70 亿元。舍得酒业引入民营企业天洋控股集团, 引入职业经理人制度, 改革效果已初现; 以舍得酒业开始引入战投 2013 年为基数, 近 3 年营收 CAGR1%, 归母净利润 CAGR90%, 17 年前三季度营收 yoy13% 至 12 亿元, 归母净利润 yoy74% 至 1 亿元。以上四家酒企给正在国改如山西汾酒和预期国改如金种子酒提供了良好的范例, 示范带头作用显著。

表 6: 已国改酒企和民营企业 17 年前三季度业绩一览

公司名称	营收 (亿)	yoy (%)	归母净利润 (亿)	yoy (%)	类型
洋河股份	168.8	15.1	55.8	15.3	
老白干酒	17.3	4.4	1.2	40.5	国有企业
五粮液	219.8	24.2	69.6	36.5	
舍得酒业	12.4	13.1	1.0	74.2	
水井坊	14.7	85.2	2.4	63.2	
迎驾贡酒	21.8	2.1	4.3	-9.7	民营企业
口子窖	27.2	16.3	9.0	26.5	
金徽酒	9.4	1.6	1.8	10.2	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

高端、次高端产品表现优越, 强者恒强

中国的白酒从档次来讲, 主要分为高端酒、次高端酒以及中低端酒, 这些酒品的市场特征、客户消费目的等表现较大差异。

表 7: 中国白酒市场主要分为高端、次高端与中低端三大类

分类	代表品牌	市场特征	消费目的
高端 (500元以上)	茅台、五粮液、国窖 1573 等	1、全国运作化良好，品牌力强，茅台是龙头，其余会随茅台调整和跟随； 2、产量有限。	政商、高档宴请、商务消费、 送礼、收藏
次高端 (300-500元左右)	洋河、酒鬼酒、水井坊、汾酒、 舍得酒业、剑南春、郎酒、今世缘等	1、品牌基础好； 2、性价比高； 3、整体规模偏小，是高端品牌涨价的直接受益者。	婚宴、家宴、商务消费、礼品 等
中低端 (300元以下)	古井贡酒、口子窖、老白干、 金种子、牛栏山、老村长等	1、品牌薄弱，影响力有限； 2、主要面向低收入群体； 3、规模大。	自饮、婚宴家宴等

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

自 15 年白酒行业走出因反腐导致的寒冬，中高端白酒产品表现出色，销量稳步上升，这其中既有因居民收入水平提高带来的中产阶级基础扩大导致的消费升级，也有因酒企自己为维护品牌形象提价等原因，高端酒、次高端酒营收稳步上升，特别是高端白酒对所在酒企当年的营收贡献至少超过 30%，未来强者恒强。

表 8: 中国高端、次高端酒企的高端单品营收规模 (单位: 亿)

公司名称	代表品牌	2013	2014	2015	2016	16 年高端酒占营收比
贵州茅台	飞天茅台	291	306	315	367	91.29%
五粮液	普五	133	140	155	174	71.02%
泸州老窖	国窖 1573	29	9	15	29	34.94%
	梦 9/吞之乎/酒鬼内参/					
次高端代表	国藏汾/年份原浆 26 年等	-	-	-	-	-
主要高端品牌占总营收比		68.3%	77.9%	78.4%	78.2%	-

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

白酒行业竞争格局: 高端比较稳定, 次高端处于蓝海

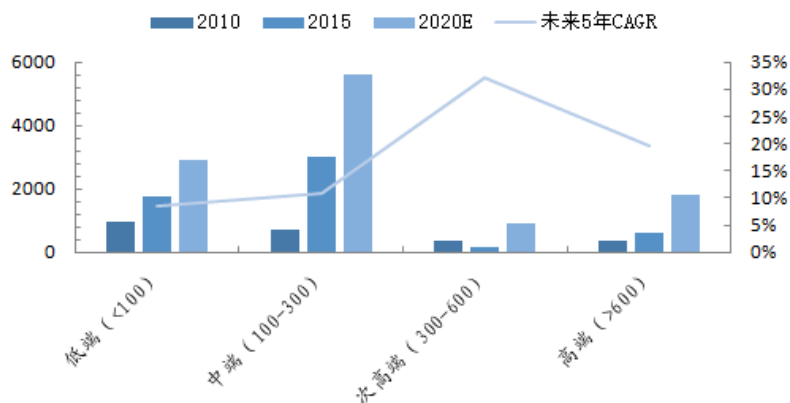
表 9: 中国白酒市场主要价格带分类一览

高端酒市场	<ul style="list-style-type: none"> 以 600 元作为划分高端白酒的分界线，主要由茅台、五粮液、梦之蓝和国窖 1573 占据，而茅台、五粮液两大巨头占据 80-85% 的高端市场，梦之蓝和国窖 1573 抢占剩下不到 20% 的份额； 稳固的寡头垄断格局，茅五泸定在 250-300 元的价格差距，其他高端酒式微； “消费升级”趋势下高端白酒需求增长持续性较强，具备提价权。
次高端酒市场	<ul style="list-style-type: none"> 竞争较为激烈、波动较大，各企业泛全国化品牌渠道扩张形成了垄断竞争格局； 次高端白酒的比拼，加强渠道和组织上的建设是重中之重； 整顿系列酒产品和销售政策，每个价区上保留 2-3 支代表性产品，保证价格不重合。系列酒价格体系错开，避免品牌之间相互挤压市场份额。
中低端酒市场	<ul style="list-style-type: none"> 中低端酒品牌大多占据区域性市场，面对低收入人群； 中端名酒系列与省级龙头长期共存，低端酒市场持续收缩； 中端向次高端跃迁、内生外延扩张并全国性布局是提升销售和利润的重点。

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

中国的白酒市场从 2010 年的 2422 亿增长到 2016 年的 6349 亿,7 年复合增长率为 15%, 预计到 2020 年中国白酒市场规模将突破 10000 亿。受益于消费升级及高净值人群扩大, 高端及次高端白酒将继续保持较高速发展。预计到 2020 年高端白酒市场规模有望突破 1800 亿, 未来 6 年高端酒 CAGR 为 19.66%; 次高端白酒将达到 900 多亿, 未来 6 年 CAGR 为 31.99%。

图 5: 中国白酒行业规模 (单位: 亿) 及未来 6 年 CAGR(%)

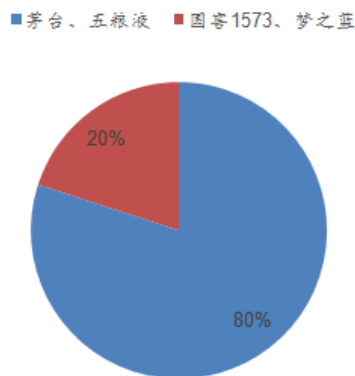


资料来源: 糖酒资讯, 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

高端白酒: 寡头垄断, 二八定律表现明显

中国文化其实是酒文化, 更准确的说其实是白酒文化。酿酒技术世界上独成一派。由于历史、区域等原因, 白酒行业集中度比较低, 82%为中小企业, 其中甚至还有小酒坊, 为防止自家品牌相互挤压, 一般酒企会将系列酒(如果有的话)和品牌酒分开销售, 铺设不同的营销渠道。以 600 元以上作为分界线的酒品中, 茅五泸和梦之蓝牢牢占据了大部分市场, 特别是茅台、五粮液两大巨头合占约 80-85%的高端市场, 剩下不到 20%左右由梦之蓝、国窖 1573 等瓜分。二八定律在高端白酒市场得到验证。

图 6: 高端白酒市场份额占比情况



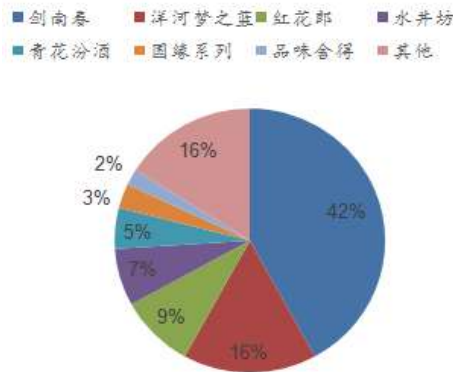
资料来源: wind, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

次高端白酒: 目前处于蓝海, 尚未形成一个全国范围品牌

次高端白酒目前市场主流认同的酒企有洋河股份、酒鬼酒、水井坊、山西汾酒、舍得酒业、剑南春及郎酒等。目前次高端白酒第一梯队的有剑南春、郎酒, 舍

得酒业、水井坊、山西汾酒及洋河股份等处于第二梯队跟进趋势。

图 7: 2016 年中国次高端白酒市场竞争格局



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

次高端机会来临: 消费升级带机遇, 高端抬高天花板

需求端“消费升级”转个人, 供给端库存下降明显

中央颁布禁酒令之前, 国内白酒行业最明显的特征是“重政商、组织消费, 轻个人消费”, 高端白酒基本只出现于国宴、政商会议或者高端商务饭局中, 白酒企业也将高端白酒的营销重点放在有着极高消费能力的高净值人群。

2015 年白酒行业迎来复苏期, 上市酒企特别是高端白酒企业痛定思痛后, 积极战略转型为高端酒谋出路。

从需求端看, 高净值人群的财富积累较快, 中产阶级数量在逐步壮大, 这是高端酒的潜在机会, 上市酒企积极抓住机会, 积极营销个人消费。中国的高净值人士群体正以年均 26% (2006 年 18.1 万人, 2017 年预计 187 万人) 的速度增长。在可预计的将来, 这部分人群会逐步扩大。

图 8: 中国高净值人群数量及可投资资产规模



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理及预测 (17 年为预测)

图 9: 2013-2017 年中国白酒行业单价情况



资料来源: wind, 国家发改委, 国信证券经济研究所整理

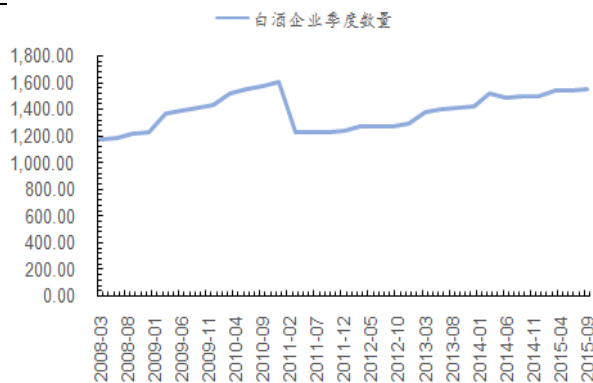
可以看出, 虽然中国高净值人群数和可投资资产规模都在以较高的速度增长, 但可投资资产规模的增长速度明显高于人群数量的增长速度, 这意味着高净值人士中人均可投资资产规模 (个人财富) 也在增长。从政商消费到高档商务消

费的转变，正是 14-16 年白酒行业收入增速持续提高的背后原因。

从白酒行业单价来看，自 13-14 年经历了两年终端销售价格持续下行的调整期后，36 个大中城市 500ml/瓶、52 度左右白酒单价在 16 年 Q1 起明显复苏，稳步上涨。特别是 17 年 Q2 白酒单价季度同比上涨 4.86%。需要注意的是，白酒（特别是高端与次高端白酒）的消费主体已从政商或组织消费人群变成高净值人士或大众消费人群，说明普通人群消费白酒的观念在逐步改变，倾向于消费更贵的酒。这也可以从人们逐渐改变的消费习惯来印证：当前高端白酒总销量比不足 1%，消费额亦不足 10%，低基数的高端白酒消费在未来具有更大的需求弹性。商务应酬、婚宴等是消费者饮（买）酒的主要原因，且购买白酒主要用于请客与送礼，在这些情形下，白酒本身会展现出其社交、“面子”等地位象征而激发消费者更强劲的消费动力。

从供给端看，规模以上白酒企业数量持续缓慢增长。除 10 年至 11 年 Q1，白酒企业数量经历一次断崖式下跌，但很快止跌回升，从 08 年初的 1172 家增至 15 年 9 月的 1553 家；值得注意的是，在这期间，白酒企业熬过了 13-14 年调整的寒冬时节而未大量倒闭，并且在 2014 年 Q1 有次小幅跃升，虽随后又回落，但企业数量的缓慢上涨势头不变。13 年底，因中央“禁酒令”的严厉实施，各酒企特别是高端酒企未能在短时间内对政策作出及时调整，造成整个白酒行业库存在这两年时间持续上升，且 13 年白酒库存 yoy46.5%，库存压力大；自 17 年伊始，白酒库存开始下降，17 年 6 月库存 yoy-3.20%，明显好转。

图 10: 近几年白酒企业数量变化一览



资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2013-2017 年中国白酒行业库存情况一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

高端酒供不应求，次高端性价比高

虽然高端酒有较高的宴请、送礼和收藏价值，但由于企业自身战略规划及优质基酒数量有限且酒窖需要时间沉淀，物以稀为贵，这就决定高端酒供给不可能满足市场特别是处于消费升级时代消费者的需求。退而求其次，次高端白酒的机会就来临了。

次高端酒定位 300-600 元价格区间，体量与中低端酒相比仍然较小，具备很大的成长空间。由于 15 年中国白酒业进入复苏期，我们以 15 年为例，15 年中国白酒市场规模 5558.86 亿元，次高端白酒市场占有率约为 3.13%，我们可粗略计算出 2015 年次高端市场约为 174 亿元。根据中国报告网，次高端未来每年将获得 150 亿上下的增量扩容，16 年次高端市场规模约为 316 亿元，预计 17 年次高端市场规模有望突破 500 亿，到 2020 年前后有望突破 1000 亿。近年来，随着高端白酒的价值回归和国内个人财富、消费的增长，极具性价比的次高端酒便越来越受到消费者的青睐，并且在“消费升级”的带领下，次高端酒具有全国性扩张的潜能和趋势。

另外，除了高端市场中茅五泸（主要是茅台）的地位稳固以外，目前次高端市场的竞争激烈程度比中低端酒要弱许多。现阶段中国白酒行业中主打次高端品牌的酒企较少，主要有高端酒企的一部分产品及其他区域龙头的次高端单品共计 7 家。除剑南春、郎酒和舍得酒业等已拓展到全国范围，其余大多数次高端酒企均为区域性龙头，拥有各自的核心市场，营销区域化明显。

现阶段次高端品牌酒企尚未形成全国性品牌，虽然其中以剑南春为次高端品牌标杆，但其 2016 年次高端营收 60 余亿，占比约 30%，预计剑南春 2017 年的营收有望突破 100 亿。同时随着白酒行业复苏，高端品牌纷纷提价，区域性品牌也将产品体系逐步向上延伸至 300-600 价格带。由此可见，次高端品牌市场具备较大整合空间，市场集中度有望进一步提高。

跟随高端酒，次高端提价

近几年特别是今年，高端白酒因国家环评管理标准日趋严格及酿酒原材料、包材、仓储物流的成本上涨等原因提价。茅台今年因公司增加发货量、惩罚违规经销商等导致 8 月一批价回落到 1280 元，10 月国庆前后又涨到 1360 元，近期又涨至 1500 多元，公司年底有提价的意愿；五粮液今年一季度出厂价 739 元，同比增长 12%，一批价 760-780 元，二季度一批价涨到 810-850 元，年底一批价有望涨到 939-969 元；国窖 1573 结算价 3 月提至 680 元/瓶；7 月再次提升结算价至 760 元、计划外 810 元；近期提高零售价 70 元至 969 元/瓶。

高端白酒的上涨给了次高端白酒机会。根据酒业家，16 年剑南春次高端代表水晶剑营收同比增长约 12%，郎酒集团旗下红花郎营收同比增长约 15%，洋河股份旗下天之蓝、梦 1/梦 3/梦 6 等营收同比增长约 11%，水井坊臻酿八号/井台装同比增长约 45%，舍得酒业旗下品味舍得营收同比增长 45.17%，酒鬼酒旗下红坛营收同比增长 11.68%。

进入 17 年，由于高端名酒价格持续走高，拉升了次高端价格天花板，一些次高端酒全年目标任务大部分完成，主力产品强势发力，业绩预期压力和现实业绩压力也促使一些次高端酒企进行提价以维持品牌价值 and 形象。根据酒业家，17 年 2 月水晶剑一批价同比增长 6.3%；郎酒集团分别在 2 月、3 月、7 月上调红花郎 10 年出厂价；17 年 10 月洋河股份旗下主要产品的一批价都有提价；同月，今世缘也调整一批价；1 月及 12 月，沱牌舍得对旗下舍得酒业进行提价。

表 10: 17 年度主要次高端酒企提价情况

企业	次高端品牌代表	提价情况
剑南春	水晶剑	1 月上调水晶剑出厂价 10 元/瓶，烟酒店指导价为 370 元/瓶
		5 月上调水晶剑终端价 10 元/瓶，达到 380 元/瓶
		9 月内部价格调整通知，规定 10 月 10 日起，水晶剑零售价不低于 398 元/瓶 9 月内部价格调整通知，规定 10 月 22 日前，水晶剑零售价不低于 418 元/瓶
		12 月 52 度水晶剑建议成交价上涨为 439 元/瓶，46 度水晶剑价格建议成交价上涨为 409 元/瓶，38 度水晶剑价格建议成交价上涨至 389 元。
郎酒	红花郎、青花郎	2 月上调核心联盟供应商红花郎 10 年出厂价 20 元，红花郎 15 年出厂价 40 元和 60 元；上调 53 度青花郎出厂价为 680 元/盒，44.8 度青花郎为 650 元/盒，39 度青花郎为 630 元/盒
		3 月上调核心联盟供应商红花郎 10 年 20 元，红花郎 15 年 40 元和 60 元；
		5 月上调青花郎出厂价 100 元/瓶，涨幅 15%；
		7 月上调红花郎 10 年出厂价 10 元/瓶，红花郎 15 年 6 元/瓶；
		12 月内部价格调整通知，从 18 年 1 月起，53 度红花郎（10）供货价格将上调 40 元/瓶，53 度红花郎（15）供货价格

将上调 60 元/瓶，53 度青花郎供货价格将上调 182 元/瓶。

舍得酒业	品味舍得	<p>1 月，舍得酒业旗下舍得酒全渠道提价 20 元，52 度舍得酒供团购价、分销商及名烟名酒店团购价为 468 元/盒，商超餐饮店零售指导价为 568 元/盒；</p> <p>12 月，舍得酒业发布《关于调整品味舍得酒价格体系》的通知，调整涉及 52 度、38 度、42 度，调整涉及供经销商价、经销商零售价及主要流通指导价；52 度品味舍得，供经销商价格每瓶上调 20 元，团购价格为 488 元/瓶，商超餐饮零售指导价达到 568 元/瓶；38 度和 42 度品味舍得，团购价为 458 元/瓶，商超餐饮零售指导价为 518 元/瓶。</p>
洋河股份	天之蓝、梦之蓝 M1/M3/M6	<p>1 月上调海之蓝每瓶 3 元，天之蓝产品每瓶 5 元，梦 3 每瓶 10 元，梦 6 每瓶 20 元，M9 每瓶上调 60 元；</p> <p>6 月上调海之蓝、天之蓝供货价 15 元/件、50 元/件；</p> <p>10 月，海之蓝上涨约 40 元/件、天之蓝上涨约 90 元/件、青瓷上涨约 25 元/件、双沟珍宝坊旗下君坊上涨约 40 元/件。</p>
水井坊	臻酿八号/井台装	<p>7 月，上调臻酿八号及井台出厂价 10 元/瓶，典藏大师 15 元/瓶；</p> <p>11 月上调典藏系列 53 度和 38 度团购价 40 元至 760 元/瓶，零售价 40 元至 979 元/瓶；上调井台系列 52 度团购价 30 元至 520 元/瓶，零售价 30 元至 688 元/瓶，38 度团购价上涨 30 元至 480 元/瓶，零售价 30 元至 648 元/瓶；上调臻酿 8 号 52 度团购价 20 元至 350 元/瓶，零售价 20 元至 458 元/瓶，38 度团购价 20 元至 330 元/瓶，零售价 20 元至 438 元/瓶。</p>
酒鬼酒	红坛十五年	<p>7 月上调内参酒零售指导价 110 元/瓶，提价后终端指导价 1390 元/瓶</p> <p>11 月上调 52 度红坛酒鬼酒零售价至 568 元/瓶，涨价 70 元/瓶</p>
山西汾酒	青花系列	<p>5 月上调青花 20 出厂价 20 元/瓶，52 度和 42 度青花团购指导价分别为 418 元、398 元/瓶，升级版青花 30 年团购价 53 度和 48 度分别为 558 元/瓶、548 元/瓶。</p>
今世缘	国缘系列	<p>10 月，上调四开国缘 20 元/瓶，对开国缘 15 元/瓶、单开国缘 10 元/瓶、柔雅国缘 10 元/瓶、淡雅国缘 5 元/瓶。</p>

资料来源：酒业家，国信证券经济研究所整理

次高端未来快速扩容，未来得渠道和品牌者得天下

白酒行业已经迎来一个崭新的时代。本轮复苏不同以往，正所谓年年岁岁花相似，岁岁年年人不同。当前次高端酒市场规模还不够大，处在扩容期，保守测算 16 年次高端市场规模为 316 亿元，预计每年以 150 亿的规模扩容，到 2020 年前后有望突破 1000 亿。因此，未来次高端市场称雄的酒企必须在渠道和品牌方面占优势。特别是目前处于次高端第一梯队的剑南春、郎酒集团，虽然目前没有上市，但依旧不影响其产品在全国范围内营销，名声响遍大江南北，产品遍布九州。处于第二梯队的舍得酒业、山西汾酒、洋河股份具有后发优势，舍得酒业的全国化运作基本成熟，后续只是如何将渠道和品牌有效结合起来实现公司业绩一跃而升的过程。山西汾酒和洋河股份因各自都属于区域龙头酒企，但已经在全国布局，未来有望将渠道布局全国。

表 11: 主要次高端酒企营销区域一览

企业	次高端品牌代表	主要营销区域
剑南春	水晶剑	全国
郎酒	红花郎、青花郎	全国
舍得酒业	品味舍得、智慧舍得	全国渠道运作基本成熟
洋河股份	天之蓝、梦之蓝 M1/M3/M6	苏为主，重点打造豫、皖、浙、沪和鲁等新江苏市场
水井坊	臻酿八号/井台装	以川为主、重点在豫、赣、粤、湘
酒鬼酒	红坛十五年	湘为主，拓展省外市场
山西汾酒	青花系列	晋为主，重点拓展环山西区域

资料来源：公司官网，wind，国信证券经济研究所整理

综上所述，在白酒行业复苏大背景下，高端白酒产量因国家环评管理标准日趋严格及酿酒原材料、包材、仓储物流的成本上涨等无法满足消费者日益增长的需求，次高端转而成明日之星。目前全国渠道布局完成的几乎只有剑南春、郎酒和沱牌舍得，且所占份额均不大，故次高端白酒未来增长空间很大。高端市场酒企更依赖于品牌驱动，消费者对品牌更加信赖。如果某高端酒品牌具有瑕疵或者定位不明确，很难通过管控渠道的方式来弥补。次高端酒类在品牌价值上虽然不如高端酒，品牌对消费者的吸引力相对较弱，但如果拥有强大的渠道布局推动营销，那么对公司的发展是有益的。最为典型的例子如洋河股份，凭借其强大的渠道能力，公司 17 年上半年省外市场营收已占比近一半。因此兼备品牌和渠道优势的次高端酒企有望在次高端市场分得较大份额蛋糕。

未来，我们认为白酒行业的集中度会越来越高，好酒成为稀缺资源成为奢侈品。未来几年，白酒价格仍会继续增长且维持在较高价位，次高端及高端白酒继续放量增长，100 元-300 元价位的白酒市场缓慢增长，100 元以下价位的白酒市场容量会逐步萎缩。

次高端“明日之星”：舍得酒业

舍得酒业前世今生

源自唐朝，历史悠久

舍得酒业的历史可以追溯到唐朝，从“唐代春酒”到“明代谢酒”，再到“清代沱酒”，沱牌曲酒、舍得酒一脉相承。唐代宗宝应元年（762 年）11 月，诗圣杜甫到射洪凭吊先贤、开唐朝诗风的“一代文宗”陈子昂时，曾赞誉“射洪春酒寒仍绿，目极伤神谁为携”。宋绍兴年间，著名学者王灼曾赞誉“射洪春酒旧知名，更得新诗意已倾”。明万历时期，四川抚军饶景晖曾赞誉“射洪春酒今仍在，一语当年重品题”。清康熙四十九年（1710 年），浙西词人吴陈琰曾赞誉“射洪春酒美，曾记少陵诗”。民国三十五年（1946 年）正月，举人马天衢根据店前牌坊“沱泉酿美酒，牌名誉千秋”之寓意而命名为“沱牌曲酒”。

建国后，公司于 1976 年在厂长李家顺带领下从小作坊做起，2001 年开创“舍得”品牌，2016 年 7 月 7 日前董事长李家顺离职，其掌印 40 年。白酒界只有贵州茅台前董事长季克良和舍得酒业前董事长担任的时间较长，两位灵魂人物都为各自的白酒公司贡献了几乎一生。公司的酿酒设备 1998 年从美国购买，该设备环保生态，也符合公司生态酿酒的理念。

图 12: 舍得酒业未来生态酿酒图



资料来源:公司官网，国信证券经济研究所整理

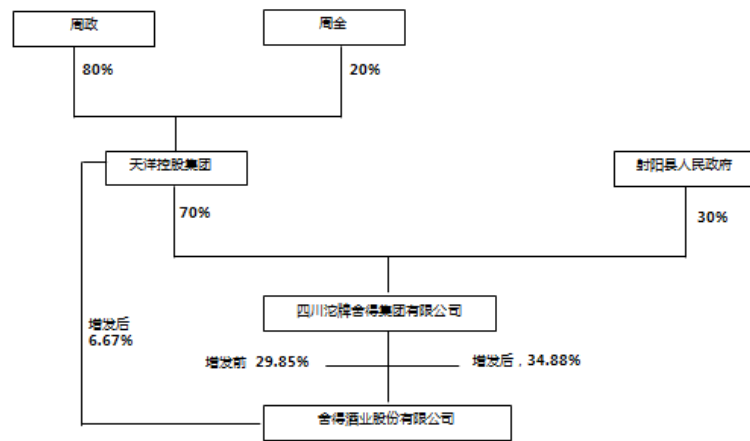
引入战投，天洋入主沱牌

在历史上舍得酒业也试图多次改制。13 年 3 月公司曾公告拟引进战略投资者控股沱牌集团股权，由于多方面原因未能推进，14 年 9 月 1 日公司接到了射洪县

人民政府的通知，将继续引进战略投资者对沱牌集团进行战略重组。15年1月9日，射洪县人民政府拟向投资者公开挂牌转让所持沱牌舍得集团38.78%股权，同时由受让股权转让的投资者天洋控股集团对沱牌舍得集团增资11844万股，投资者将持有舍得酒业70%股权，射洪县人民政府持30%股权。舍得酒业通过国有股权转让及增资扩股进行战略重组，引入战略投资者天洋控股集团。

2017年3月舍得酒业进行非公开发行股票，非公开发行不超过6746万股，募集资金不超过18.39亿元。沱牌舍得集团拟认购股份数量不超过4,048万股，认购金额不超过11亿元；天洋控股拟认购数量不超过2,698万股，认购金额不超过7.3亿元。定增完成后，天洋控股新进成为上市公司股东，控制上市公司的股份数从29.85%上升至41.54%。2017年9月13日，公司定增方案已获证监会批准通过。2017年10月30日，公司正式收到证监会通过的批文。2018年1月17日，公司名称由四川沱牌舍得酒业股份有限公司正式变更为舍得酒业股份有限公司。2018年2月1日，公司证券简称由“沱牌舍得”变更为“舍得酒业”。

图 13: 舍得酒业股权结构图



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

揭开天洋神秘面纱，纳入舍得成为其五大产业之一

始创于 1993 年，总部在香港

天洋控股集团由时年 21 岁周政与其湖南同乡王小舟于 1993 年在秦皇岛创立，由周政（80%）、周金（20%）兄妹完全控股，目前已发展成为横跨文化产业、科技产业、消费品、金融投资和其他产业的大型控股集团。全球总部位于香港，在洛杉矶和北京设立了北美总部和中国总部。

横跨五大产业，旗下两家上市公司

天洋文化产业以“梦东方”品牌为依托，以“让世界充满欢乐”为使命，致力于让“全球共享东方之美”。梦东方以“自有知识产权”为核心，以“轻资产+重资产”为发展模式，通过全球化发展和资本运作，让每个项目、每部作品都成为公司的文化名片。梦东方是香港主板上市公司。

表 12: 15-17H1 梦东方财务数据一览

年份	主营业务收入(亿港元)	yoy (%)	归母净利润(亿港元)	yoy (%)
2015	1.37	38.1%	5.52	484.3%
2016	0.13	-90.6%	0.45	-91.8%
2017H1	10.43	1977.1%	1.61	84.4%

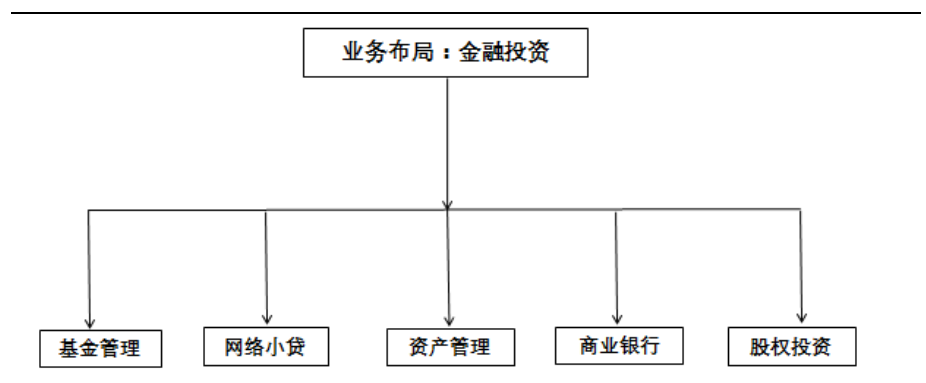
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 公司 16 年年报称收入减少主要因为其河北“天洋城 4 代”项目销售减少所致; 归母净利润减少源于在中国投资物业公允价值变动所致。)

天洋科技产业以“超级蜂巢”品牌为依托, 以“集聚全球智慧, 推动世界变革”为使命, 专注于科技、文化领域的创业服务与早期项目投资。将与全球最优秀的孵化器、加速器以及国内外顶尖创投机构结成战略联盟, 共同孵化优秀创业项目; 将在大北京、大上海、大深圳三大核心城市群布局国际创新中心, 为创业者打造集工作、生活、社交、娱乐为一体的智慧社区, 并在美国、欧洲等热点区域建立分部。

天洋消费品以沱牌舍得集团为依托。舍得酒业赋予白酒以人生智慧和舍得哲学, 让“悠悠岁月酒, 滴滴沱牌情”、“智慧人生, 品味舍得”的品牌深入千家万户。2015 年舍得酒业获得布鲁塞尔烈酒大奖赛大金奖, 2016 年舍得“幽雅风格”白酒国家标准正式获得批准并颁布。舍得酒业是天洋“大文化消费”的重要组成部分。

金融投资作为天洋战略实施的重要引擎, 整合全集团金融资源, 以资本助力其他产业的健康发展, 并逐步发展成为金融控股集团。在战略投资领域, 天洋国际将凭借对中国科技和文化市场的深入了解和准确判断, 战略投资优秀科技、文化项目, 与超级蜂巢“全球线上硅谷平台”共同推动中国产业结构升级转型。

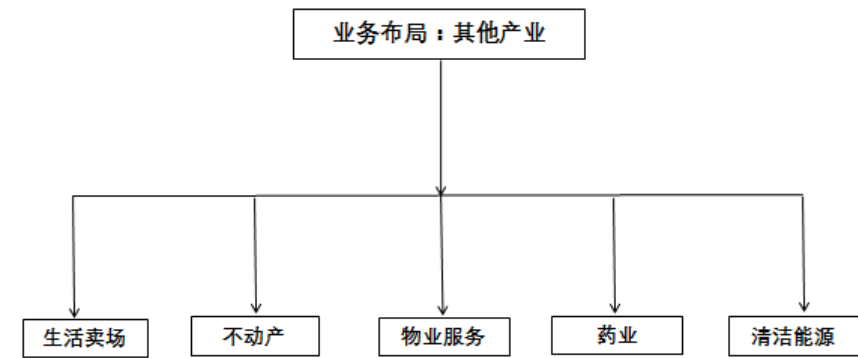
图 14: 天洋控股集团金融投资



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

除文化、科技、消费品、金融投资等核心产业外, 天洋控股集团还拥有其他产业, 并在相应领域极具匠心、颇有建树, 包括生活卖场、商业、不动产、物业服务、药业、清洁能源等。

图 15: 天洋控股集团其他产业



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

天洋入主舍得酒业后的举措

引入职业经理人，开始新篇章

2017年4月，公司聘任吴健为四川沱牌舍得营销有限公司总经理，刘力不再兼任总经理。吴健是16年随着天洋集团的入驻而进入舍得酒业，成为舍得酒业营销公司副总经理。5月份，周政不在担任公司总经理，另聘请李强先生作为公司总经理。李强历任雀巢牛奶有限公司(天津)公司天津北京地区销售经理,百威(国际)啤酒有限公司北方地区销售经理,达能-水(依云)北京有限公司北方大区经理,美国康胜啤酒饮料有限公司中国区营销总经理,南方黑芝麻集团股份有限公司执行总裁。公司更名为舍得酒业股份有限公司后，吴健担任舍得总经理。

天洋控股通过定增进一步增加对舍得酒业的控制，引入职业经理人，有利于增加企业的活力；此外，通过定增将募集的资金投入到公司的生产和营销。

表 13: 舍得酒业定增募投项目及金额

募投资金项目	投资总额	拟投入募集资金金额
酿酒配套工程技改项目	19.94 亿	15.5 亿
营销体系建设	1.92 亿	1.92 亿
沱牌舍得酒文化体检中心	1.02 亿	1.0 亿
合计	22.88 亿	18.39 亿

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

更名舍得酒业

2018年1月17日，公司名称由四川沱牌舍得酒业股份有限公司正式变更为舍得酒业股份有限公司。公司申请并经上海证券交易所同意，公司证券简称自2018年2月1日由“沱牌舍得”变更为“舍得酒业”。更名舍得酒业也是公司更好的走次高端路线，更好的走向全国化。

销售额目标 2020 年剑指 100 亿

未来公司规划到2020年销售收入超百亿，舍得销售收入至少超过70亿，公司重点规划的区域—华东地区的销售收入到2020年目标15亿。公司作为四川六朵金花之一，立足四川，走向全国。

舍得和沱牌营销独立运营

2018年1月，公司决定将架构拆分成沱牌营销公司（新品沱小九划归沱牌营销公司管理）、舍得营销公司、陶醉营销公司、吞之乎营销公司及特渠事业部。其

中，特渠事业部将由电商部、产品研发部、定制部组成。独立运营也是公司提高效率、内部结构优化的必然选择，也是公司走向全国化必然需要。其中舍得旗下设立 5 大营销中心（分别为南方营销中心、河南营销中心、华北营销中心、西北营销中心、东北营销中心），3 个直营公司（都在四川省）。

新增新品，助力舍得全国化

新增次高端智慧舍得及小瓶酒沱小九。新增智慧舍得，价格在 698 元左右。2018 年 1 月 9 日，公司在成都西村空间举行新品小瓶酒“沱小九”品牌发布会，标志着公司进军小酒市场，预计小酒市场的规模有 500 亿-1000 亿。新增新品也是公司为了满足消费者差异化需求而丰富产品结构，特别是新增智慧舍得也是公司为了更好的抢占次高端市场红利。

聚焦“沱牌+舍得”双品牌战略，布局舍得高端、沱牌中低端

公司目前处在全国布局期，采取聚焦战略，力争重点市场占有率 50%以上；舍得系列历来在西南地区、华中地区、华北地区及东北地区等市场占有率较高，其中以河南濮阳、山东聊城、河北张家口为典型代表；沱牌系列在西北地区市场占有率较高。公司未来将增加库存、设立体验店、生态酿酒园等市场提高品牌形象力，将公司产品推向全国。公司自去年年底开始砍掉一些名气不足的品牌，保留一些优质品牌同时创立新品牌。目前公司产品有四五十个品种，分为舍得系列、沱牌系列、陶醉系列、酱香型系列，其中沱牌系列除了包括天特优系列外，还包括三个光瓶酒（柳浪春、红标大曲及小酒沱小九）。公司主打舍得和沱牌双品牌：舍得未来作为拳头产品，主要定位于 300-500 元次高端价位段，新增指导价 598 元，零售价 698 元的智慧舍得；沱牌系列主攻 200 元以下的中低端市场，市场价不超过 200 元，天特优 50 元以上（价位分 180、120、80 三个档次），大曲、柳浪春价位在 50 元以下。陶醉系列可能会走直销路线，价位与沱牌天曲相当。此外，公司酱香型白酒储存量有几百吨，用于生产吞知乎、天子呼高档产品（预计市场定价在 1800 元以上）。

未来随着新产品的推出，公司产品将覆盖低、中、高及超高端。低档酒如沱牌大曲、柳浪春等用于培养客户群体消化库存，中档酒（200 元左右）如天特优曲系列的市场竞争最激烈，高端及超高端（300 元以上）舍得系列用于树立公司品牌形象，公司更名为舍得酒业股份有限公司也是为了更有利于高端品牌形象，后面公司可能会谋求对舍得股份 100%控股。预计公司 17 年底或者 18 年初推出年份悠久的白酒（窖龄 15 年以上），价位在 1000 元左右。2017 年 1 月，舍得所有产品出厂价上调 20 元，此举也是为了保证公司在次高端终端的占位目标。

图 16: 沱牌酒图片



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 17: 舍得酒图片



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 18: 陶醉酒图片



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 19: 酱香型吞之乎酒图片



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

次高端明确竞争对手

公司产品次高端主要是舍得系列。舍得系列主要竞争对手是水井坊、剑南春和洋河股份海系列及天系列等。舍得定位中高端白酒,是公司近几年主推的产品,主要用于提升公司品牌形象。“茅五剑”早已是中国名酒的代名词,剑南春近几年发展迅速,引领次高端市场,帝亚吉欧入主水井坊后定位略高端一些,洋河营销能力强,蓝色经典系列海之蓝和天之蓝近几年全国市场发展迅速,16年省外市场营收占比接近一半。次高端白酒目前已经形成剑南春、红花郎第一梯队,水井坊、舍得酒业等第二梯队跟进的趋势。

表 14: 舍得酒业目前主要产品

系列	产品	规格	终端价(元/瓶)	备注
酱香(高端)系列	天之乎	53度/500ml	5999	
	吞之乎	53度/500ml	1980	
舍得系列	晶品舍得	52度/500ml	698	
	12年年份酒	52度/500ml	695	
	品味舍得	52度/500ml	338	
陶醉系列	舍得酒坊	50度/500ml	238	
	陶醉12年	52度/480ml	218	品味舍得 ; 舍得系列总共占比约为60%,其中品味舍ได้ใน舍得系列占比高达50%-60% 新增智慧舍得 ,零售价格在698元左右
	陶醉9年	52度/480ml	168	
	陶醉6年	50度/480ml	138	
陶醉3年	50度/480ml	88		
沱牌系列	天曲10年	50度/500ml	198	
	特曲30年	50度/500ml	134	
	大曲	5度/500ml	99	
	百年沱牌	52度/500ml	85	
	窖藏沱牌	50度/500ml	小于100	
	头曲30年	50度/480ml	30	

资料来源:京东,公司官网,国信证券经济研究所整理

继续渠道下沉策略，走精细化耕作之路

天洋控股入驻公司后，公司重塑渠道模式，开拓并保持其重点市场，对次高端的品味舍得系列采用精细化渠道管理，而对中低端沱牌系列则进行扁平化招商。公司还引入国际化快消品营销人才，新管理层加强渠道精细化布局，提高经销商积极性，加大招商力度。具体的措施有优化销售团队（从 16 年 300 人左右增长到目前 2000 多人）、精细化营销（扁平化营销，渠道下沉到市县，权限下放到每个销售区域）、营销中心搬到北京、产品升级（主打舍得系列，筹划吞之乎、陶醉系列新产品，新增智慧舍得及沱小九新品）、费用调整（打包制加返利改为直投直控制）、改革激励机制（激励比例由年底兑现转为月底兑现）、增加员工福利（缴纳五险一金及完成 17 年公司目标的 40% 给予年终奖等）、各地建立联盟体（目前全国有近 6000 家核心联盟体店）及线下开品鉴会、智慧舍得讲坛等，后续可能发挥天洋控股的优势规划公司所在地或周边乡镇开发成生态小镇等。

全国设立体验店，提升“舍得”品牌形象。目前公司拥有 15,000 多名核心高端客户的档案；专门设立了品牌推广部，持续开展针对核心客户的公关及营销活动，有利于增强核心客户与舍得酒之间的粘性，为舍得品牌体验店提供了忠实的客户。

表 15: 舍得酒业体验店的布局和规划

重点市场	第一年	第二年	第三年	三年合计
川渝	4	3	5	12
河南	2	1	2	5
山东	2	3	1	6
京津冀	2	3	2	7
合计	10	10	10	30

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

调整巩固年，业绩稳增长

17 年调整巩固年，18 年扬帆起航

17 年是公司的调整巩固年，主要工作是优化生产、颠覆营销。调整结束后，公司进入新的快车道，18 年公司继续前进。

业绩稳增长，舍得贡献大

2018 年 1 月 26 日，公司发布 17 年业绩预增公告，预计 17 年公司归母净利润为 1.3 亿-1.6 亿，yoy62.10%-99.50%，这验证了我们在沱牌舍得点评中对公司 17 年业绩的预期。

预计公司舍得系列 17 年销售额近 20 亿，占比 80% 以上，未来偏高端的舍得和偏低端的沱牌占比预计将达到 9:1。16 年公司舍得系列毛利率 76.45%，品味舍得毛利率 83.06%，舍得终端门店毛利率 20% 左右；舍得酒坊毛利率 66.43%，品味舍得和舍得酒坊的销量比约为 4:3。品味舍得出厂价一般是 418 元，市场价在 400-500 元之间，经销商价 468 元，电商渠道价 568 元（主要用于提升形象）。预计品味舍得 17 年销量 yoy20% 左右，营收 yoy50%，将是公司 17 年业绩的主要增长点，未来公司将品味舍得打造成全国性超级大单品，后续品味舍得销售占比有望达 90% 左右；舍得酒坊（即舍之道）出厂价 210 元左右，未来可能提价到 300 元，预计 17 年营收几乎没有增长。

预计公司沱牌系列 17 年销售额 3 亿-4 亿，沱牌系列天特优的出厂价相对于市场价有 30% 左右的折扣。预计 17 年公司营收增长受益于品味舍得的高贡献、

公司产品升级换代及综合毛利率增长。

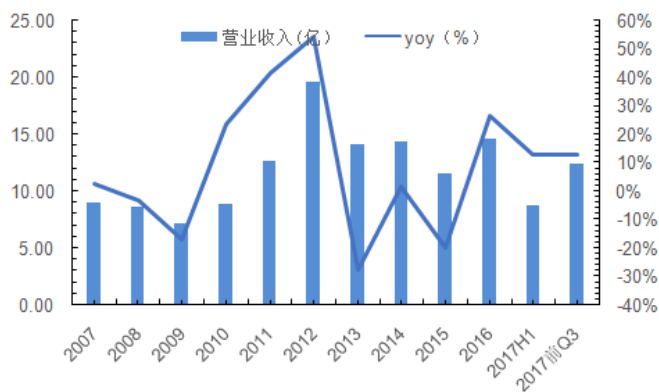
三季度业绩优异，积极打款现金流改善

公司 17 年前 Q3 实现营收 12.43 亿元，yoy13.11%，归母净利润 0.95 亿元，yoy74.2%，单 Q3 营业收入 3.64 亿元，yoy14.04%，归母净利润 0.33 亿元，yoy4.76%，环比增速下降略超预期，主因 16 年 Q3 业绩同增 1232%至高基数且期内促销、人员费用等市场投入加大，Q3 销售费用率 44.43%同增 27pcts，环增 20pcts，后续随着沱牌、陶醉、吞之呼等市场认可度提升，促销节奏放缓，费用增长有望回落。促销作用下渠道打款积极，期末预收账款环增 1.3 亿，经营性现金流净额同增 385%，现金流持续改善。

舍得延续高增提升盈利，沱牌梳理后期待改善

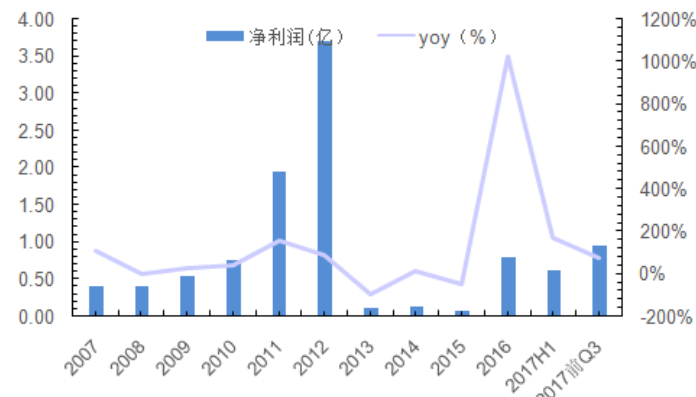
公司 17 年前三季度毛利率 75.34%同增 23.4pcts，净利率 7.68%同增 2.7pcts。盈利能力提升源于公司产品结构升级：前三季度酒类收入+20%，增速较 H1 的 18%增加 2pcts，其中中高端酒收入同增 28.9%，Q2 同增 37%，占比酒类收入同增 6pcts 至 90%。公司聚焦资源主推以舍得和沱牌为主的双品牌布局：舍得系列表现靓丽，调研显示核心单品品味舍得占舍得系列 60%，2017 年前三季度增速超 50%，高增有望延续至 Q4，新品智慧舍得和小瓶酒沱小九的推出，后市值得期待；低档酒竞争激烈，Q3 收入同减 36%，系列产品清理加速，重塑低档酒渠道价值链、推广沱牌天特优系列在对应价格带发力有望改善业绩，未来聚焦中高端核心产品发展，偏高端的舍得和偏低端的沱牌占比预计分别为 90%/10%，渠道库存因 Q3 节庆前促销囤货小幅提升，但受益消费高热度、动销良好有望快速消化。

图 20: 舍得酒业近 10 年营收 (亿) 及 yoy (%)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 21: 舍得酒业近 10 年净利润 (亿) 及 yoy (%)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

主要次高端白酒业绩对比，舍得酒业提升空间很大

由于次高端白酒第一梯队成员剑南春、郎酒都还未上市，为了便于比较，我们选取与公司定位相似的水井坊、山西汾酒、酒鬼酒作对比。

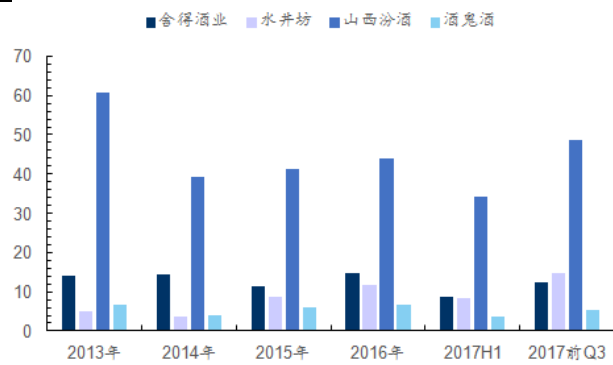
营收方面，因公司 15 年控量保价帮助经销商消化库存、期间费用率上升导致 15 年营收出现下降，水井坊经过 13-14 年亏损，15 年扭亏为盈；17 前 Q3 舍得酒业营收 12.4 亿，水井坊 14.7 亿，山西汾酒 48.6 亿，基本完成全国布局的舍得酒业相比山西汾酒还有较大空间提升，我们认为 17 年是舍得酒业的调整年，调整结束后公司将会迎来大的发展。

净利润方面，前几年白酒行业低迷，舍得酒业的净利润几乎逐年下降，随后白

酒行业复苏、次高端酒性价比高加之天洋入主等利好消息刺激下，公司净利润出现明显的上涨。17前 Q3 舍得酒业归母净利润 0.95 亿，水井坊 2.43 亿，山西汾酒 8.06 亿，相比水井坊、山西汾酒，公司还有很大的改善空间。销售净利润率方面，公司的净利率在逐步回升，和水井坊、山西汾酒还存在较大改善空间，17前 Q3 公司销售净利率 7.7%，水井坊 16.5%，山西汾酒 17.8%。

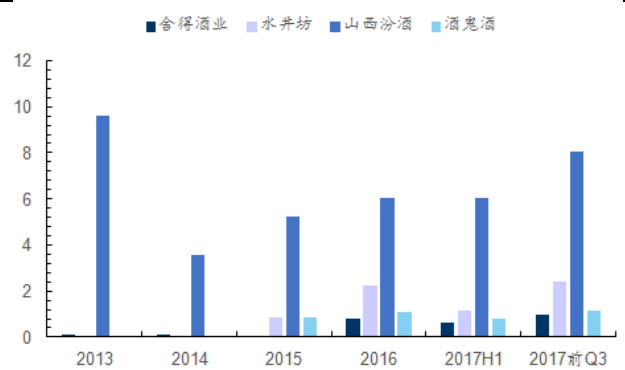
ROE 方面，可以发现公司 ROE 提升的速度在加快，17前 Q3 的 ROE 是 4.02%，超过 16 年 ROE，同比提升 1.61pcts；17前 Q3 水井坊的 ROE 是 16.05%，同比提升 5.05pcts；山西汾酒近几年 ROE 比较稳定，17前 Q3 的 ROE 是 12.55%，同比提升 2.05pcts。通过比较，我们发现舍得酒业 ROE 相比水井坊、山西汾酒、酒鬼酒有较大改善空间很大。公司引入战略投资者天洋控股这一策略比较成功，改革效果已初见成效。

图 22: 13-17 前 Q3 舍得酒业、水井坊、山西汾酒及酒鬼酒营收(亿)对比



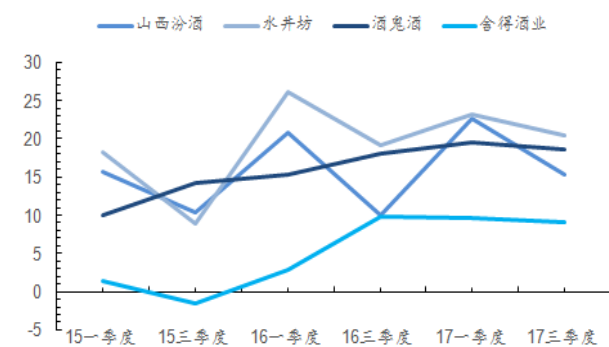
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 13-17 前 Q3 舍得酒业、水井坊、山西汾酒及酒鬼酒净利润(亿)对比



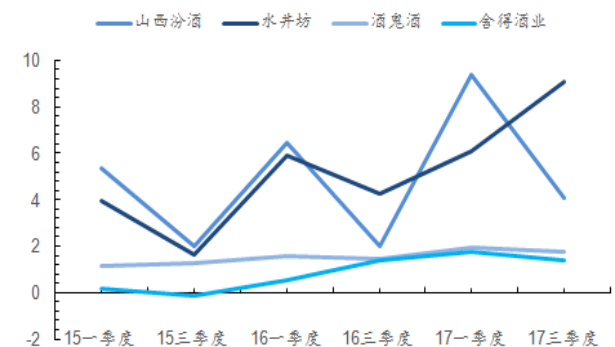
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (水井坊、酒鬼酒 13-14 年净利润出现亏损故剔除)

图 24: 15-17 各个季度舍得酒业、水井坊、山西汾酒及酒鬼酒净利率(%)对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 15-17 各个季度舍得酒业、水井坊、山西汾酒及酒鬼酒 ROE (%)对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

此外，相对于 17 年前 Q3 高端白酒市场的平均毛利率 77.8%、净利率 37.2%和 ROE17%，我们发现次高端市场的毛利率 72.4%、净利率 21.4%、ROE12.8%，差距在缩小，这也反映了次高端的优势所在。相对于次高端的净利率和 ROE，舍得酒业目前的净利率 7.7%和 ROE3.9%还有很大空间和幅度的提升；中低端市场目前的毛利率、净利率及 ROE 表现一般，未来强者恒强是趋势。

表 16: 17 年前 Q3 主要白酒企业毛利率、净利率及 ROE (%) 对比

公司	毛利率	净利率	ROE
贵州茅台	89.9	50.3	23.7
五粮液	71.1	33.1	13.8
泸州老窖	72.3	28.2	13.6
高端市场平均	77.8	37.2	17
洋河股份	62.3	33.0	19.6
山西汾酒	69.4	17.8	15.8
舍得酒业	75.3	7.7	3.9
今世缘	71.1	32.4	15.1
水井坊	78.9	16.5	16.4
酒鬼酒	77.2	20.8	6.0
次高端市场平均	72.4	21.4	12.8
古井贡酒	75.4	15.5	13.1
口子窖	72.0	33.2	18.5
迎驾贡酒	60.0	19.6	11.0
金种子酒	50.5	0.7	0.2
老白干酒	61.5	6.7	7.0
伊力特	46.7	20.0	12.4
顺鑫农业	35.1	3.1	3.9
金徽酒	63.1	18.8	10.1
青青稞酒	66.9	11.5	4.4
皇台酒业	35.5	-165.9	-
中低端市场平均	56.7	-3.7	9.0

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

根据中国报告网, 次高端未来每年将获得 150 亿上下的增量扩容, 16 年次高端市场规模约为 316 亿元, 预计 17 年次高端市场规模有望突破 500 亿, 到 2020 年前后有望突破 1000 亿, 而次高端第一梯队的剑南春 16 年的次高端营收仅 60 余亿, 占比约 30%, 预计 17 年剑南春营收有望突破 100 亿; 舍得酒业 16 年的次高端营收约为 10.22 亿, 占比约为 3.2%, 未来舍得酒业提升空间更大。

综上所述, 作为次高端“明日之星”的舍得酒业, 在经历调整巩固的 17 年, 在民营资本天洋控股的引领下, 明后年业绩有望迎来释放。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	541	605	2601	2366	营业收入	1462	1781	2926	4243
应收款项	117	146	240	349	营业成本	524	417	566	734
存货净额	2175	2269	2710	3726	营业税金及附加	166	196	322	467
其他流动资产	2	2	3	4	销售费用	318	552	878	1231
流动资产合计	2836	3021	5554	6446	管理费用	221	309	416	601
固定资产	653	633	609	583	财务费用	21	28	13	(0)
无形资产及其他	164	157	151	144	投资收益	(9)	(10)	(11)	(12)
投资性房地产	92	92	92	92	资产减值及公允价值变动	(23)	0	0	0
长期股权投资	220	215	211	205	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3965	4119	6618	7470	营业利润	181	268	719	1200
短期借款及交易性金融负债	836	850	850	850	营业外净收支	3	6	6	6
应付款项	309	272	406	559	利润总额	184	274	725	1206
其他流动负债	491	563	845	1183	所得税费用	104	123	305	482
流动负债合计	1637	1685	2101	2592	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	80	151	421	724
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	3	3	3	3	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1640	1688	2104	2595	净利润	80	151	421	724
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	22	(0)	(1)	(1)
股东权益	2325	2431	4513	4875	折旧摊销	50	67	71	74
负债和股东权益总计	3965	4119	6618	7470	公允价值变动损失	23	0	0	0
					财务费用	21	28	13	(0)
关键财务与估值指标					营运资本变动	52	(89)	(121)	(636)
每股收益	0.24	0.45	1.25	2.15	其它	(22)	0	1	1
每股红利	0.12	0.13	0.42	0.90	经营活动现金流	204	130	370	162
每股净资产	6.89	7.21	11.17	12.07	资本开支	(16)	(40)	(40)	(40)
ROIC	4%	6%	14%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	3%	6%	9%	15%	投资活动现金流	(7)	(35)	(36)	(34)
毛利率	64%	77%	81%	83%	权益性融资	0	0	1830	0
EBIT Margin	16%	17%	25%	29%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	21%	28%	30%	支付股利、利息	(41)	(45)	(168)	(362)
收入增长	26%	22%	64%	45%	其它融资现金流	118	14	0	0
净利润增长率	1025%	88%	179%	72%	融资活动现金流	36	(31)	1662	(362)
资产负债率	41%	41%	32%	35%	现金净变动	233	63	1996	(234)
息率	0.3%	0.4%	1.3%	2.8%	货币资金的期初余额	308	541	605	2601
P/E	160.9	85.6	30.6	17.8	货币资金的期末余额	541	605	2601	2366
P/B	5.5	5.3	3.4	3.2	企业自由现金流	187	107	341	125
EV/EBITDA	51.5	39.0	21.6	14.0	权益自由现金流	306	106	333	125

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032