东兴证券
DONGXING SECURITIES

中国智慧，舍得酒业紧握次高端决战窗口期

——舍得酒业（600702）深度报告

2018 年 05 月 09 日

强烈推荐/维持

舍得酒业 | 深度报告

刘畅
010-66554017 liuchang_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517120001

报告摘要：

一季度净利同比翻倍预示舍得 18 年良好开局。舍得酒业一季度实现营收 5.2 亿元，同比增长 21.95%；净利为 8275 万元，同比增长 103%，若将新增预收款扣税之后确认为收入，则实际的销售增长 60.5%，和我们之前调研得到的 60%-70%的收入增长基本一致；Q1 毛利率达到 69.46%，同比提高 4.49pct，高端产品拉动整体产品结构，Q1 利润率同比提升 6.33pct，连续四季持续走高。Q1 良好业绩也为公司 18 年抢占白酒次高端窗口期做好铺垫。

定增制约因素扫除打开上涨空间。4 月 21 日，公司公告前期定增计划停止实施，但是我们认为定增的成功与否并不影响公司未来的持续发展。在白酒上升大周期的背景下，抓住机遇大力发展白酒才是当务之急。我们判断大股东的股权诉求有可能通过其他方式解决，在此方面不会有大的利空出现。此次定增预案反映了企业渴望做大做强的雄心，反映出企业自身的实力和魄力，能够推动企业走得更远。

产品结构不断完善，“向上”、“向下”持续发力。公司通过舍得“向上”出击+沱牌“向下”降维打击的布局方式，不断修整阵营，完善布局。舍得酒业新增次高端品牌智慧舍得彰显了公司聚焦次高端白酒市场的决心。舍得系列一直作为公司的主打品牌，是公司的“两大支柱”（沱牌+舍得）之一，智慧舍得的横空出世，丰富了舍得系列的产品结构，促进舍得系列升级。同时舍得酒业增发新品小酒“沱小九”开拓小酒市场，完善沱牌大众布局，精准“降维打击”。

“博鳌”亮相“中国智慧”，品牌力不断复苏。舍得联合凤凰网财经频道走进博鳌，成功举办以“新时代，新改革”“为主题的梧桐夜话”，与会三十位行业大咖纷纷以舍与得为题，解读中国智慧，一致认为舍与得是最能体现中国智慧的文化要素。舍得酒业通过打造自主 IP《舍得智慧大讲堂》、建设舍得艺术中心、酒文化博物馆，营造了舍得酒业良好的品牌影响力。

公司盈利预测及投资评级：舍得是我们核心推荐的两个次高端之一（另一个是酒鬼酒），两个标的都是上一轮白酒大周期中表现优异的公司，在行业中有着极强的品牌力。舍得目前处于复苏加速的时期，预计公司 2018-2020 年收入分别为 24.2 亿、35.5 亿和 45.5 亿，同比增长 47.5%/46.7%/28.2%，净利润分别为 4.6 亿、8.8 亿和 13 亿，给予 2018 年 40 倍，目标价 54.4 元，对应 35%空间，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：食品安全问题

财务指标预测

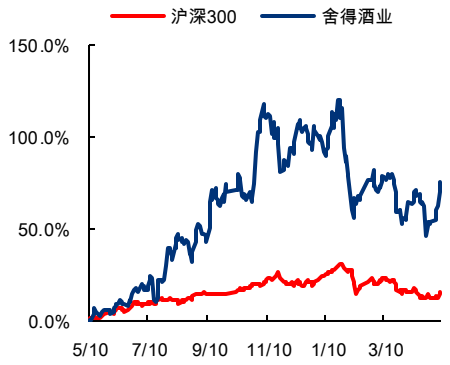
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万	1,461.5	1,638.4	2,417.6	3,546.9	4,547.0
增长率（%）	26.42%	12.10%	47.55%	46.71%	28.20%
净利润（百万元）	80.20	142.11	458.15	879.39	1,299.7
增长率（%）	1025.11	77.19%	222.40	91.94%	47.80%
净资产收益率	3.45%	5.78%	16.47%	25.98%	30.63%
每股收益(元)	0.24	0.43	1.36	2.58	3.79
PE	169.01	94.41	29.59	15.59	10.59
PB	5.83	5.46	4.87	4.05	3.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	40.19-23.7
总市值（亿元）	135.56
流通市值（亿元）	135.56
总股本/流通 A 股（万股）	33730/33730
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.05

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《沱牌舍得（600702）：中高端快速增长，利润弹性十足》2017-08-28

2、《沱牌舍得（600702）2012 年三季报点评：季度环比增速放缓 高增长仍可值期待》2012-10-26

3、《沱牌舍得（600702）2012 年中报点评：舍得等中高档酒主推增长超两倍 上调预测》2012-08-15

4、《沱牌舍得（600702）调研快报：舍得省外招商顺利 营销人员增加提振预期》2012-05-25

目 录

1.扫清障碍，结构完善，舍得酒业 18 年蓄势腾飞 **4**
1.1 17 年深度调整，定增制约因素消除打开上涨空间 4
1.2 产品结构持续完善，“向上”“向下”同时发力，不断提升品牌形象，产品定位清晰 5
1.3 定增落空不影响公司未来发展，厚积薄发彰显公司雄心 6
2. 白酒行业 2018 年是 2017 年的延续，次高端迎来最好窗口期 **6**
2.1 白酒行业“弹簧”反弹，多年蓄力势能向动能转化 7
2.2 借白酒“弹簧”之力，次高端迎来战略机遇期 8
2.2.1 消费人群扩容，次高端价格带亟待填补 9
2.2.2 高端白酒天花板 2020 年初现，次高端扩容空间大 9
2.2.3 次高端玩家不断减少，舍得品牌有望领跑次高端 10
2.2.4 次高端“四小龙”摩拳擦掌，各显神通 11
3. 天洋入主+产品结构完备+渠道优化明显，得道多助舍我其谁 **12**
3.1 天洋入主为公司注入新活力，国企变民企公司焕发青春 12
3.2 产品结构不断完善，舍得向上出击，沱牌降维打击 14
3.2.1 舍得向上出击，不断提升次高端舍得系列产品层次 14
3.2.2 沱牌“降维打击”，“沱小九”抢占小酒市场 15
3.3 渠道改革构建扁平化化销售渠道，大商+小商共荣共生，和谐发展 16
4. 优势区域精耕细作，高端产品强势出击，舍得有望领跑次高端增速 **17**
4.1 渠道布局明确，稳扎稳打，逐步推进 17
4.2 智慧舍得在同类产品中性价比优势明显，助推舍得不断“向上” 18
4.3 强大的传统文化底蕴助力舍得腾飞 19
5. 盈利预测及投资评级 **20**
6.风险提示 **20**

表格目录

表 1：次高端白酒主要企业产品结构变化情况 **10**
表 2：小酒市场主要产品 **14**
表 3：高端、次高端白酒主要单品 **17**
表 4：2017 年中国 500 最具价值品牌白酒行业排名情况 **18**
表 5：历年沱牌、舍得在中国 500 最具价值品牌中的排名及品牌价值 **19**
表 6：公司盈利预测表 **20**

插图目录

图 1:舍得酒业收入及增速情况 **4**
图 2:舍得酒业相关费用 **4**

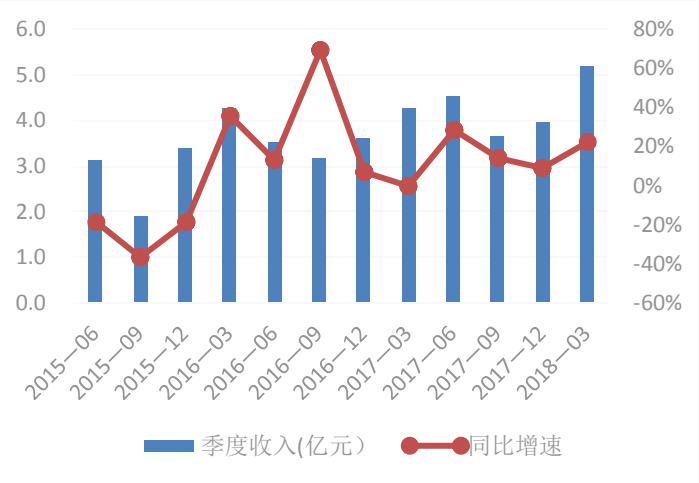
图 3:舍得酒业净利润率状况 4
图 4:舍得酒业销售净利率和毛利率状况 4
图 5:舍得酒业中高档酒类收入占比逐年增加 5
图 6:舍得酒业中高档和低档酒类收入对比 5
图 7:舍得重大事件时间推进 6
图 8:舍得酒业股权构成 6
图 9:高端白酒季度收入增长率 6
图 10:次高端白酒季度收入增速状况 6
图 11:白酒行业弹簧示意图 7
图 12:次高端净利润率均呈现上升趋势 8
图 13:次高端白酒“瓶颈”不断扩大 8
图 14:次高端白酒企业 2018Q1 与高峰期 2012 年毛利率对比 9
图 15:次高端白酒企业 2018Q1 与高峰期 2012 年营收规模对比 9
图 16:次高端主要白酒企业净利润同比增速 9
图 17:次高端白酒企业收入同比增速 9
图 18:次高端白酒主要企业收入状况 11
图 19:次高端白酒主要企业净利润状况 11
图 20:舍得酒业产品结构 12
图 21:酒鬼酒产品结构 12
图 22:山西汾酒产品结构 13
图 23:水井坊产品结构 13
图 24:天洋集团主要经营业务 14
图 25:天洋集团主要控股子公司及控股比例 14
图 26:天洋入主后采取的主要改革措施 14
图 27:天洋入主后舍得净利润提升 14
图 28:天洋入主后舍得管理费用率明显下降 14
图 29:新增智慧舍得后舍得酒业主要产品结构 15
图 30:次高端白酒主要企业核心区域示意图 17
图 31:次高端白酒主要企业销售费用率 17
图 32:白酒传统销售渠道 18
图 33:舍得酒业精细化费用投放 18
图 34:舍得走进 2018 博鳌亚洲论坛 19
图 35:舍得贡献中国智慧 18
图 36:舍得 2012 年辉煌期的收入构成 19
图 37:舍得大讲堂 19

1.扫清障碍，结构完善，舍得酒业 18 年蓄势腾飞

1.1 17 年深度调整，定增制约因素消除打开上涨空间

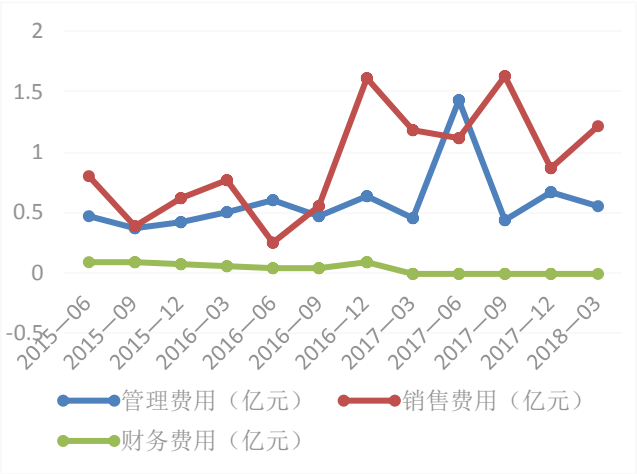
2017 年度舍得酒业实现营业收入 16.38 亿元，同比增加 12.10%，完成年初计划的 74.47%；实现归母净利润 1.44 亿元，同比增加 79.02%。其中，白酒业务营业收入 14.95 亿元，同比增长 20.94%；医药业务营业收入 1.01 亿元，同比下降 39.62%；公司计提固定资产减值准备相应减少合并报表净利润 0.15 亿元。

图 1:舍得酒业收入及增速情况



资料来源：Wind,东兴证券研究所

图 2:舍得酒业相关费用

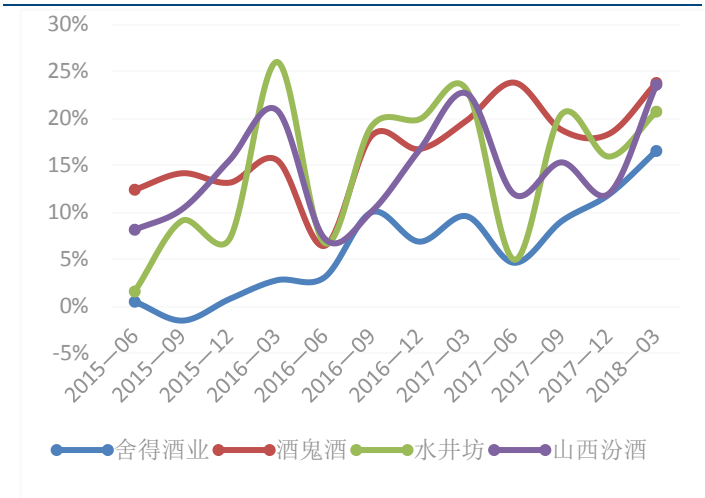


资料来源：Wind,东兴证券研究所

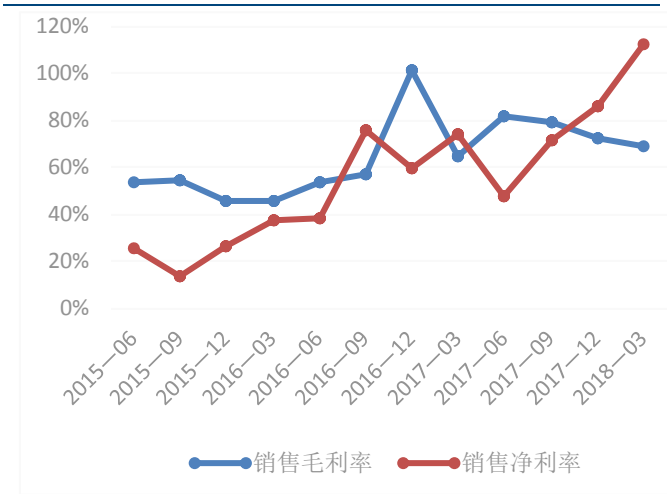
公司 18 年 Q1 实现收入 5.2 亿元，比上年同期增加 21.95%；归母净利润 0.83 亿，同比增长 102.55%。一季度毛利率为 69.46%，同比提高 4.49 个百分点；净利率为 15.9%，同比提高 6.33 个百分点。公司一季度取得良好业绩，这个良好的开局也为公司 18 年抢占白酒次高端做好了铺垫。结合 17 年 Q4 来看，公司这半年的销售收入为 9.15 亿元，同比增长 15.97%，表明了公司这半年以来的业绩持续不断向好，18 年业绩可期。同时，公司现金流情况良好，2017 年销售商品劳务收到现金 20.36 亿元，高于含税销售收入，2018 年 Q1 销售商品劳务收到现金 8.8 亿元，高出含税收入 2.7 亿元。此外，公司 1 季度末预收账款余额 3.84 亿元，环比增加 1.92 亿元，若将新增预收账款确认为收入，1 季度销售收入增长幅度达到 60.3%。可见，舍得酒业的业绩水平正在逐步凸显，加之公司实力水平不断提升，业绩后期持续没有问题，公司收入水平和利润水平还会继续向上提升。

图 3:舍得酒业净利润率状况

图 4:舍得酒业销售净利率和毛利率状况



资料来源：Wind,东兴证券研究所

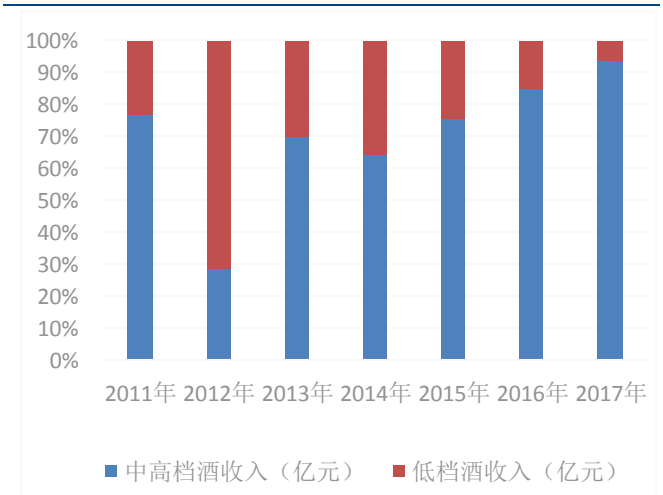


资料来源：Wind,东兴证券研究所

1.2 产品结构持续完善，“向上”“向下”同时发力，不断提升品牌形象，产品定位清晰

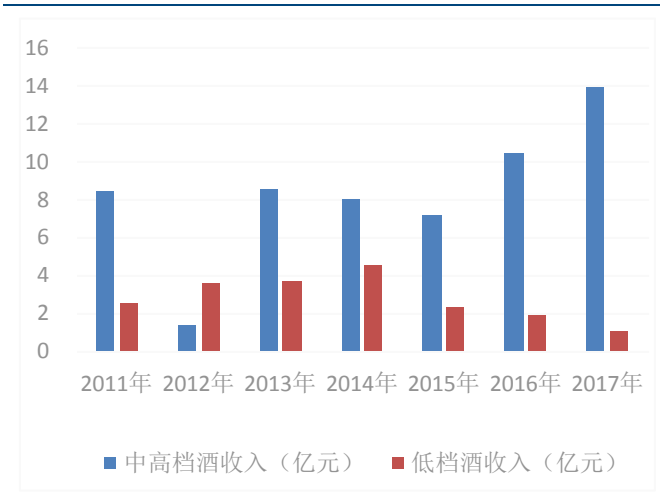
舍得酒业新增次高端品牌智慧舍得（指导价 598 元，零售价 698 元），彰显了公司聚焦次高端白酒市场的决心，能够有力提升公司的品牌形象，促进舍得系列升级。舍得系列一直作为公司的主打品牌，是公司的“两大支柱”（沱牌+舍得）之一，智慧舍得丰富了舍得系列的产品结构，提升了舍得品牌形象，产品定位明确清晰，为公司的未来发展打下坚实基础。

图 5:舍得酒业中高档酒类收入占比逐年增加



资料来源：Wind,东兴证券研究所

图 6:舍得酒业中高档和低档酒类收入对比



资料来源：Wind,东兴证券研究所

目前，舍得酒业主要有高端酱香系列、舍得系列、陶醉系列及沱牌系列，其中高端酱香系列布局高端，打造企业品质形象；舍得系列作为公司的主力系列，重点布局次高端，新品智慧舍得定位在次高端舍得系列中的高位，提高了公司次高端的产品矩阵；陶醉系列及沱牌系列则主要聚焦白酒中低端，加之“沱小九”的加入，使公司的“牌

路”更加多元。“沱小九”标志着公司进军小酒市场（预计小酒市场规模有 500—1000 亿），坚定舍得和沱牌差异化运营的战略方针。

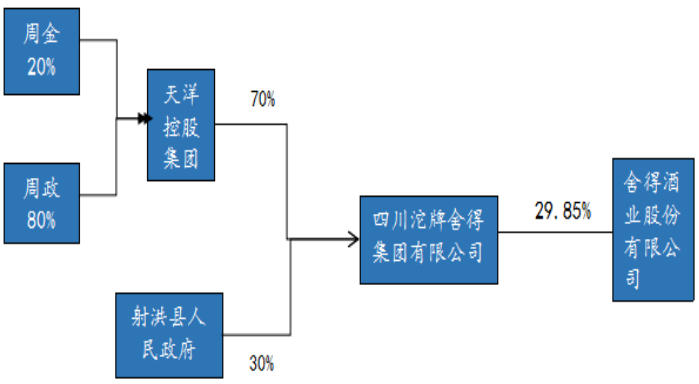
1.3 定增落空不影响公司未来发展，厚积薄发彰显公司雄心

4 月 21 日，公司公告前期定增计划停止实施，但是我们认为定增的成功与否并不影响公司未来的持续发展。在白酒上升大周期额背景下，抓住机遇大力发展白酒才是当务之急。我们判断大股东的股权诉求有可能通过其他方式解决，在此方面不会有大的利空出现。舍得之前的定增预案反映了企业渴望做大做强的雄心，也反映出企业自身的实力和魄力，相信公司的这种决心未来能够推动企业走得更远。

图 7:舍得重大事件时间推进

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8:舍得酒业股权构成



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

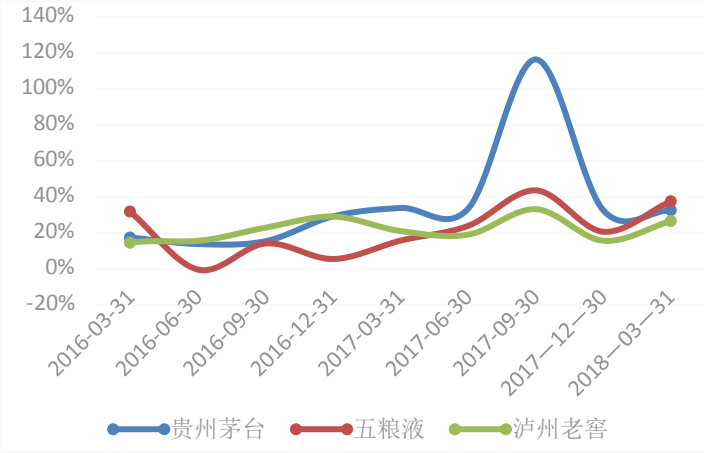
单击此处输入文字。

2. 白酒行业 2018 年是 2017 年的延续，次高端迎来最好窗口期

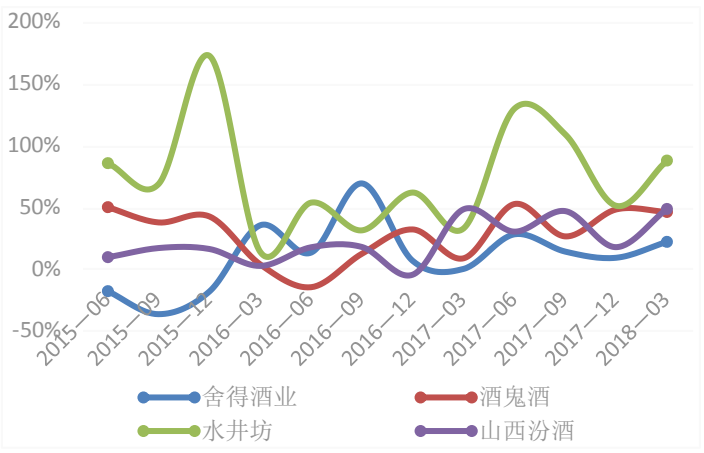
2017 以山西汾酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒为代表的次高端白酒板块盈利能力有所提升，在消费升级以及直接提价的效应下，经销商信心全面上升，白酒行业整体的量价齐升行情有望持续发酵。

图 9:高端白酒季度收入增长率

图 10:次高端白酒季度收入增速状况



资料来源：Wind,东兴证券研究所

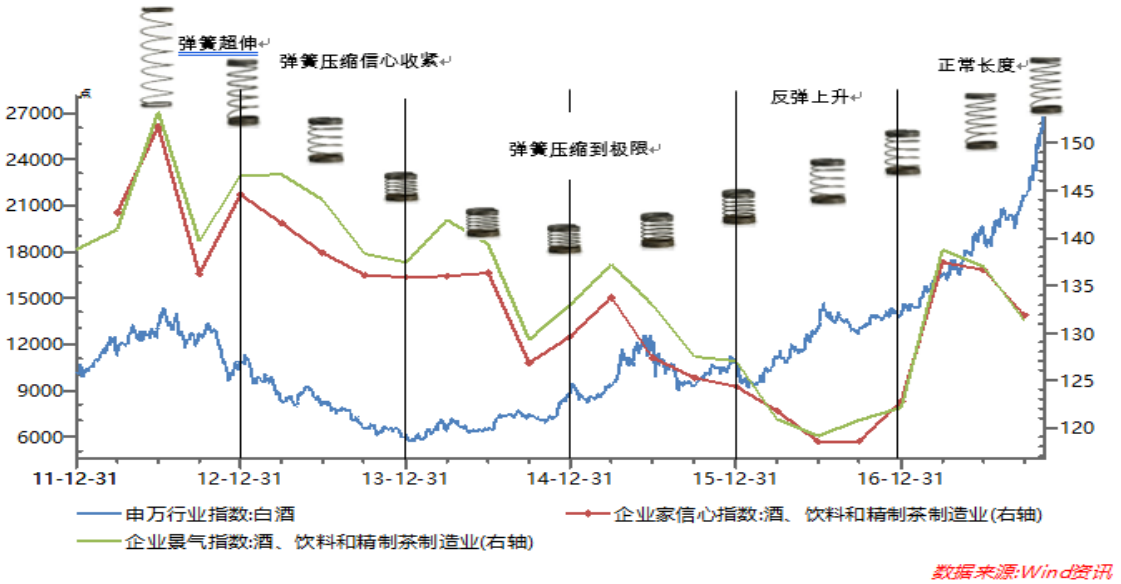


资料来源：Wind,东兴证券研究所

2.1 白酒行业“弹簧”反弹，多年蓄力势能向动能转化

自 2012 年政府限制三公消费和塑化剂事件之后，白酒行业连续数年非常不景气，各大酒企（除茅台外）均被迫调低出厂价，经销商卖一瓶酒挣不到 10 块钱，整体信心非常不足，把产品价格和产品产量的增速压缩的非常低，整个行业的像一根压缩到极限的“弹簧”。经过四年的复苏这根弹簧不断向上反弹，是势能向动能转化的过程。

图 11:白酒行业弹簧示意图

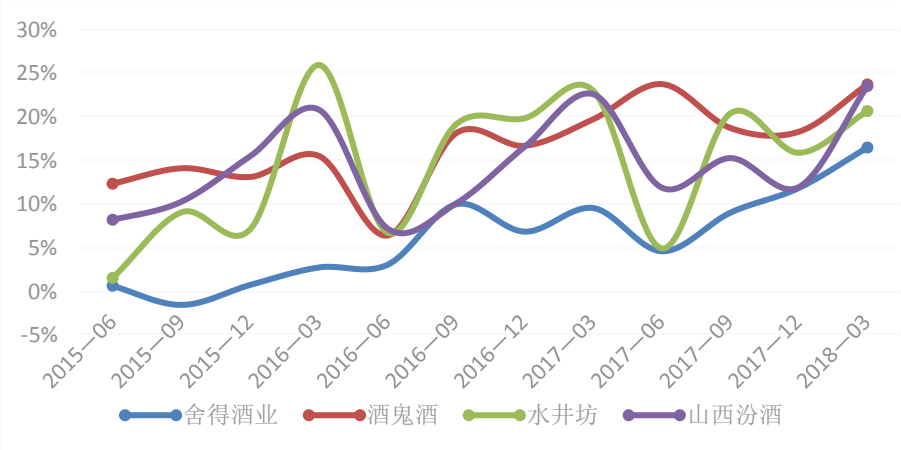


资料来源：东兴证券研究所

2017 年行业在产量、收入、利润三方面的增速均比 2016 年快一倍，目前这根弹簧已经达到了接近原长状态，弹簧原长是速度最快的时期，2018 年是 2017 年的延续。往后看行业整体的“提价补库存”的预期还是很强烈的，名优白酒集中度提升过程中，份额的扩大是在持续进行的，这在股票市场的表现就是数据应该有超预期的基础，行业的拉力有了弹簧的速度就不会减弱，白酒行情到目前为止远未停止，2018 年是次高端景气度最高的一年，各家不用太过相互肉搏就能分享行业的红利，实现份额提升。

因此我们认为，目前白酒行业仅仅是恢复到“弹簧”的原长长度，处于加速度最快即行业最景气的阶段，伴随“速度惯性”以及各厂家“提价补库存”的向上拉力，行业还有足够的上升空间，并且这个阶段会持续 2—3 年，弹簧长度还有足够的动力拉长。

图 12:次高端净利润率均呈现上升趋势



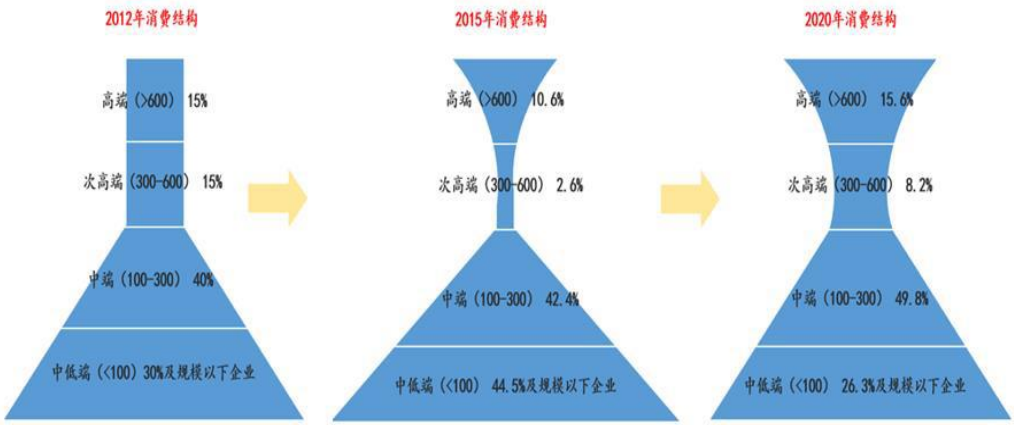
资料来源：Wind,东兴证券研究所

2.2 借白酒“弹簧”之力，次高端迎来战略机遇期

随着高端白酒（茅台、五粮液、泸州老窖）的强劲动销，白酒行业的天花板不断被突破，由于消费升级带来的庞大消费人群，使得白酒的万亿规模已经打开，高端白酒提价已是大势所趋，挤出效应势必会带动次高端性价比的提升。同时加之次高端各品牌知名度较高，产品结构完善，极有可能打造出消费者认可的单品并在此轮扩容中受益。

目前整个高端白酒和次高端白酒的扩容速度飞快，预计到 2020 年，高端白酒平均每年以 8%的速度增长，次高端白酒的扩容速度更是达到 26%左右，而中低端的容量增长速度在逐渐变缓甚至容量在逐渐减少，整个白酒行业的结构在向上提。

图 13:次高端白酒“瓶颈”不断扩大

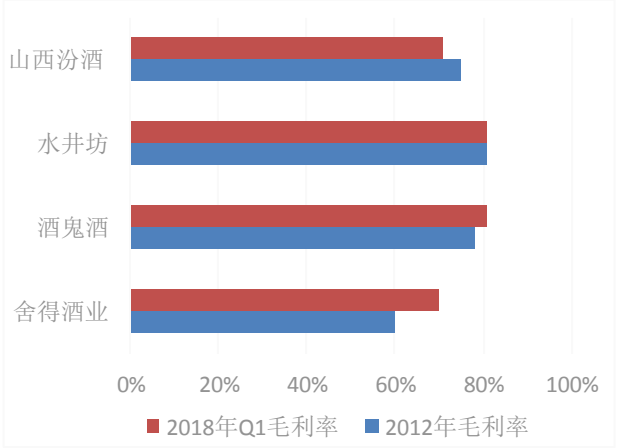


资料来源：东兴证券研究所

如果说白酒行业是一个“酒瓶”，那么高端白酒相当于较宽的瓶口，中低档白酒相当于大肚量的瓶身，而次高端则相当于较窄的瓶颈。瓶颈的不断扩大，一方面是上层高端白酒再次提价之后的漏出效应，看中次高端的性价比；另一方面是消费升级带来的

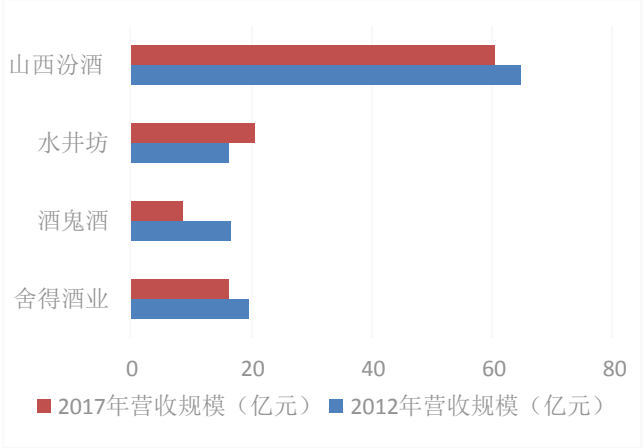
人口红利，人们不断追求更高的消费层级，来自下层的消费者不断涌入次高端，使得次高端的消费群体不断扩大。正是来自于上层和下层的双重力量，使得次高端“瓶颈”不断扩大。

图 14:次高端白酒企业 2018Q1 与高峰期 2012 年毛利率对比



资料来源：Wind,东兴证券研究所

图 15:次高端白酒企业 2018Q1 与高峰期 2012 年营收规模对比



资料来源：Wind,东兴证券研究所

2.2.1 消费人群扩容，次高端价格带亟待填补

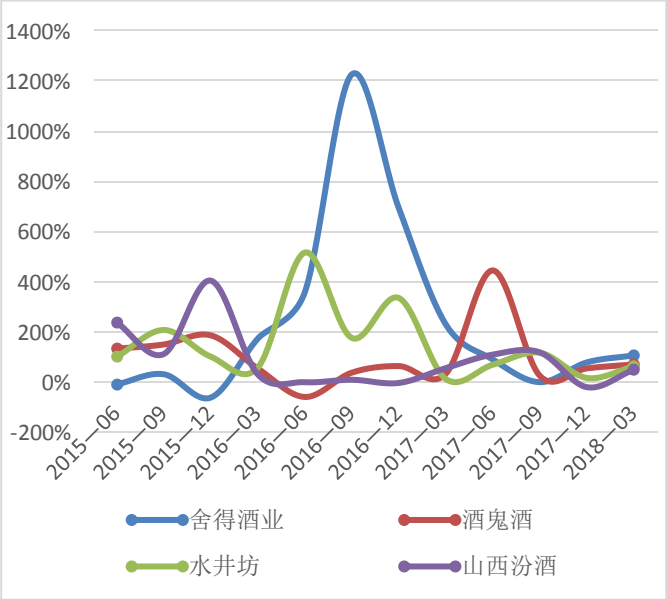
目前是白酒消费的淡季，白酒行业是淡季做价格，旺季做市场，我们预计很快白酒各家企业会再次陆续提价，在茅台提价之后，整个价格带被拉大，价格空间还未完全消化，所以 300-700 这个价格带是非常好的一个价格带，第一消费升级带来的消费人群的扩容，这个价格带预计从 2015 年到 2020 年整个白酒产量的占比从 2.6%提升到 8.2%，从 2 万多吨的体量提升到 6 万吨的体量，也就是说这个价格带的天花板是很高的。

2.2.2 高端白酒天花板 2020 年初现，次高端扩容空间大

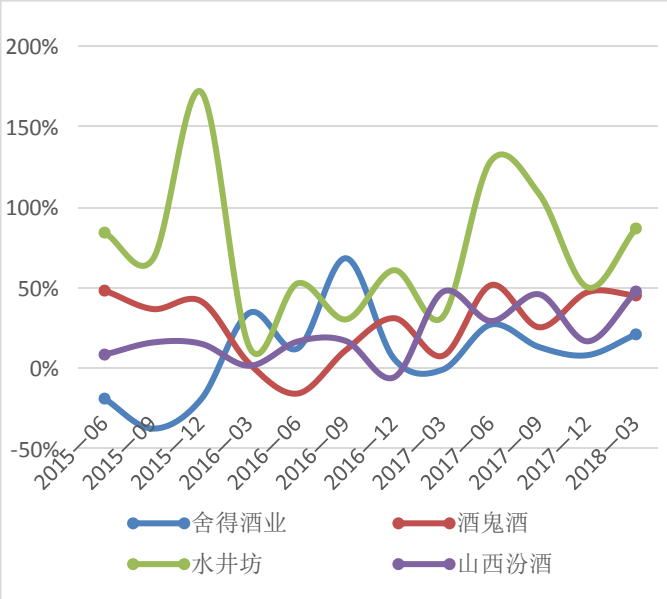
高端白酒到 2020 年达到 8 万吨左右的水平，而这里面茅台、五粮液、泸州老窖、洋河正全力以赴瓜分，未来高端尚且都还有提价的预期，挤出效应导致次高端性价比提升，而在次高端中品牌力强，产品结构完善，价位带合理的公司，极可能打造出消费者认可的单品并在本轮扩容当中受益。所以在这样的大背景下，也就不难理为什么今年的一季报各家都是 50%左右收入增速中枢，70%左右的利润增速中枢。

图 16:次高端主要白酒企业净利润同比增速

图 17:次高端白酒企业收入同比增速



资料来源：Wind,东兴证券研究所

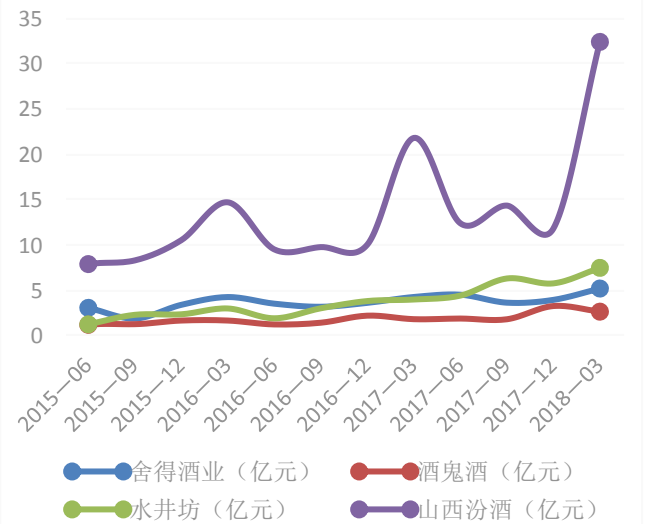


资料来源：Wind,东兴证券研究所

2.2.3 次高端玩家不断减少，舍得品牌有望领跑次高端

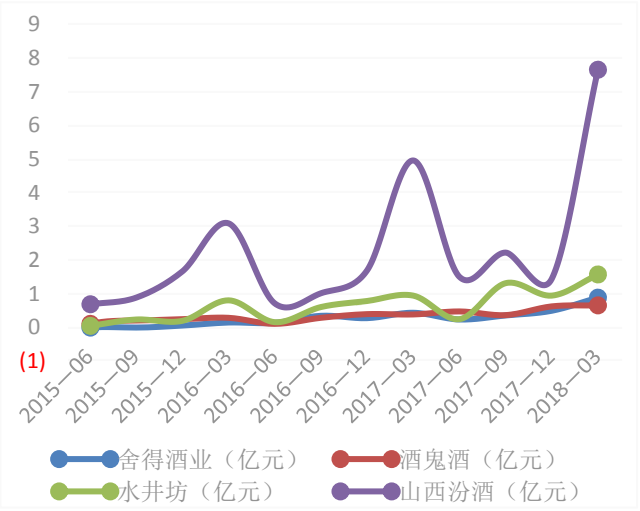
白酒次高端的公司数量实际上是在减少的，其范围基本就缩小在了洋河，汾酒，水井坊，舍得，酒鬼酒，郎酒，剑南春。其中，后面的郎酒、剑南春目前不是上市公司，洋河基本在往第一阵营靠，股票市场基本就是次高端四杰，即：汾酒，水井坊，舍得，酒鬼酒。因为次高端这个价格带是需要品牌力的支撑，目前消费群体主要是大众消费，消费很理性，因此这个价格带竞争格局非常好。舍得酒业自身的品牌实力不俗，在华中、华北地区有着良好的大众口碑，“舍得”文化的深厚功底，舍得酒业有望在次高端四小龙中脱颖而出。

图 18:次高端白酒主要企业收入状况



资料来源：Wind,东兴证券研究所

图 19:次高端白酒主要企业净利润状况



资料来源：Wind,东兴证券研究所

2.2.4 次高端“四小龙”摩拳擦掌，各显神通

随着白酒行业持续回暖，“四小龙”的收入盈利状况均有了很好的恢复和提高。其中舍得酒业的毛利率在 2017 年提升明显，销售净利率同其他对手波动不同，一直保持稳定处于第一梯队。舍得酒业在天洋入主后改革效果显著，其在 2016 年简化了产品线、聚焦中高端，建立了营销体系激励机制，2017 年实现超过 1.4 亿的净利润，同比增长超过 10 倍。水井坊从 2015 年起实施多项改革，包括销售回归新总代模式，中国籍团队重新接手水井坊、实施递延奖金计划等，其业绩逐步实现高速增长，2018Q1 净利润同比增长 68.01%。中粮新管理层入主酒鬼酒，公司实现增长的重要条件，新管理层在营销团队、产品价格体系等方面的改革已经逐步展现成效，产品结构已发生变化，核心单品均实现增长，2017 年稳扎稳打地把利润做起来，实现净利润 1.7 亿，同比增长 62.18%，预计到 2018 年将带来收入增速的大幅提升。各家公司都对产品进行了大幅的清理和聚焦，目前已经把产品线调整到位，核心产品是抢占决战期的利器。

表 1：次高端主要企业产品结构变化情况

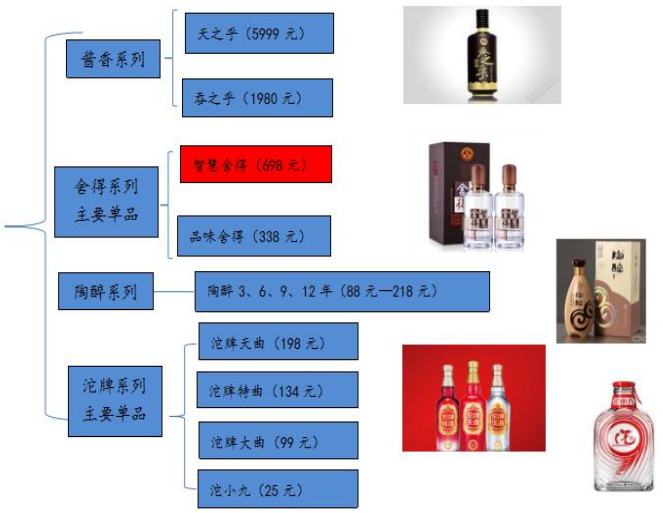
公司	产品结构变化
酒鬼酒	打造战略单品，聚焦内参、高度柔和红坛、精品酒鬼酒和 50 度酒鬼几个产品，主动收缩中低端产品，进行产品梳理，上半年 SKU 同比减少
水井坊	三大核心单品，典藏系列定位高端白酒市场，井台和臻酿八号聚焦次高端
山西汾酒	青花瓷占比持续提升+公司力控玻汾占比 30%以内，毛利率有望加速恢复至历史高点，产品结构优化
沱牌舍得	实施聚焦战略，舍得聚焦高端、沱牌主打大众定位。梳理精简产品品种、规格，全面停止客户定制产品，主打沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌优曲、沱牌大曲（低档）三款。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

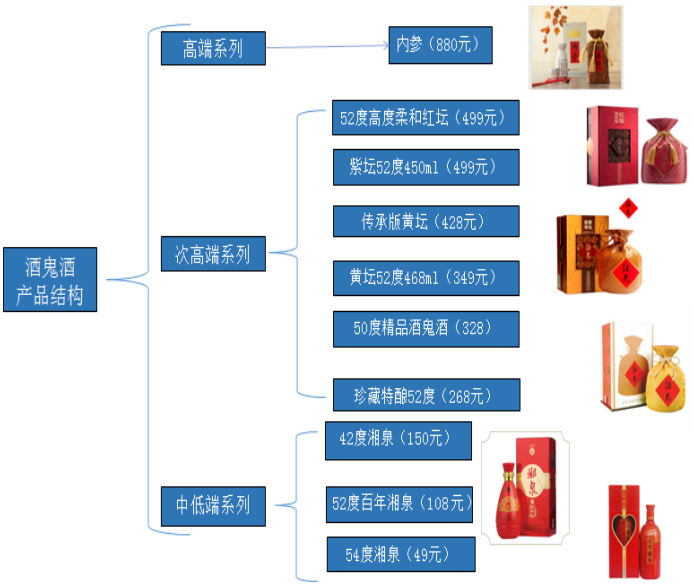
一定程度可以认为 2018 年将是次高端白酒公司之间决战的一年，谁可以凭借完善自己的产品结构，凭借自身品牌力的影响打造出大众接受的次高端单品，谁就可以抢占次高端的先机。我们相信，舍得酒业凭借自身高端的文化内涵，较强的品牌力，完善的产品结构，可以更快更准的在自己合适的价格带抢占足够市场份额。

图 20:舍得酒业产品结构

图 21:酒鬼酒产品结构



资料来源：公司公告,东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 22:山西汾酒产品结构

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 23:水井坊产品结构

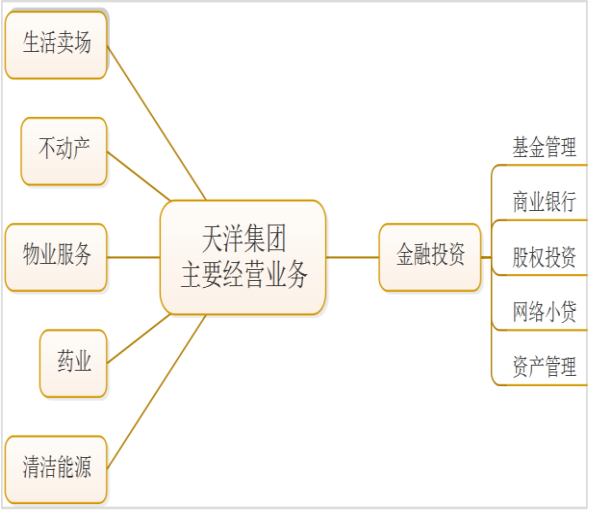
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 天洋入主+产品结构完备+渠道优化明显，得道多助舍我其谁

3.1 天洋入主为公司注入新活力，国企变民企公司焕发青春

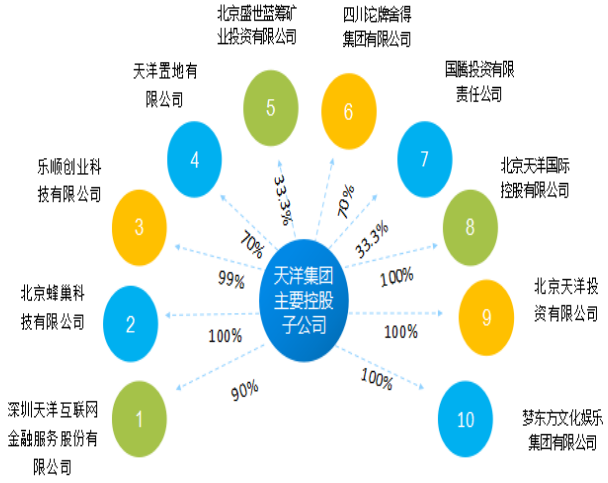
天洋集团的入主，使得舍得酒业有了全新的面貌，公司治理结构完善，人员效率提升，同过去的沱牌舍得相比，有了改天换地的巨大变化，为企业注入了新的活力。

图 24:天洋集团主要经营业务



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

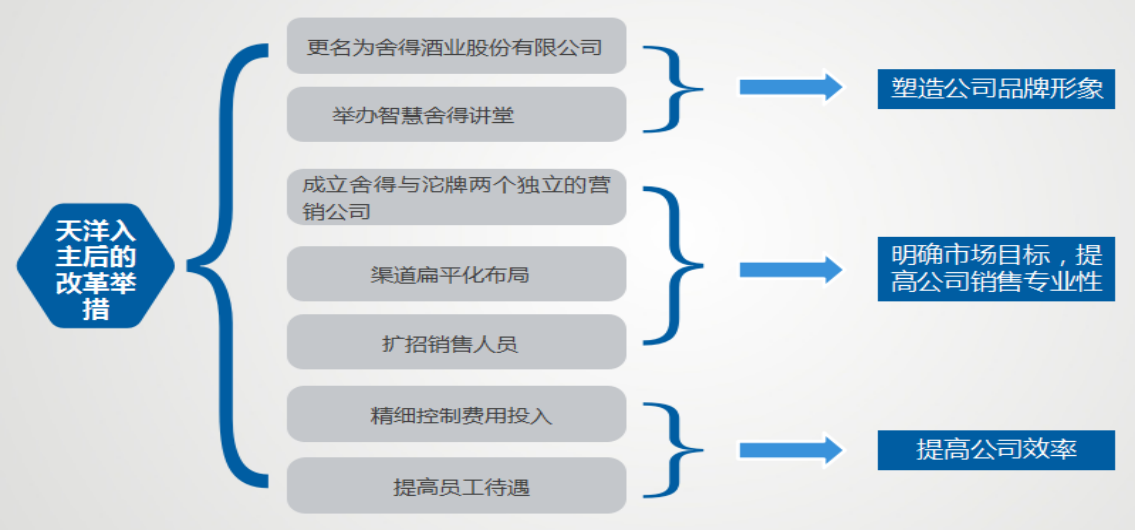
图 25:天洋集团主要控股子公司及控股比例



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

天洋入主之后，公司的净利率也在稳步提升，但是 16%的销售净利率还是和行业有着差距，酒鬼酒算是次高端里面盈利能力恢复较快的了，根据 18 年一季度显示，目前已经达到 23%，所以舍得的空间巨大。

图 26:天洋入主后采取的主要改革措施

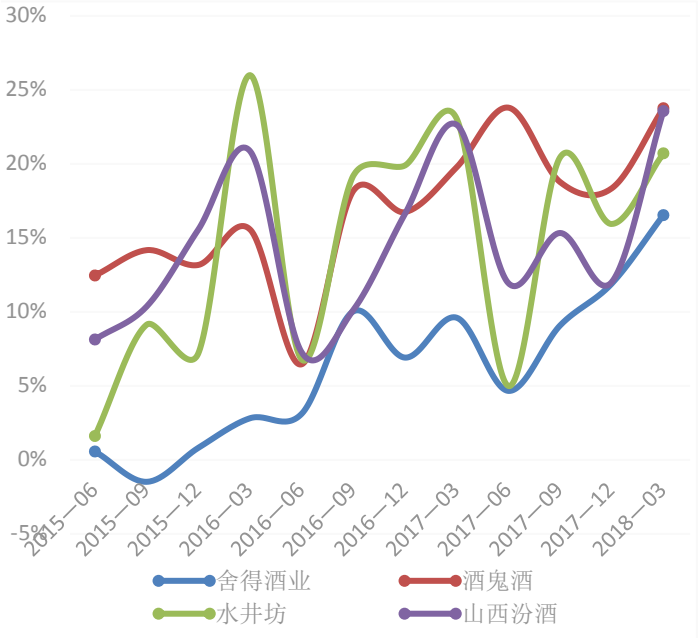


资料来源：东兴证券研究所

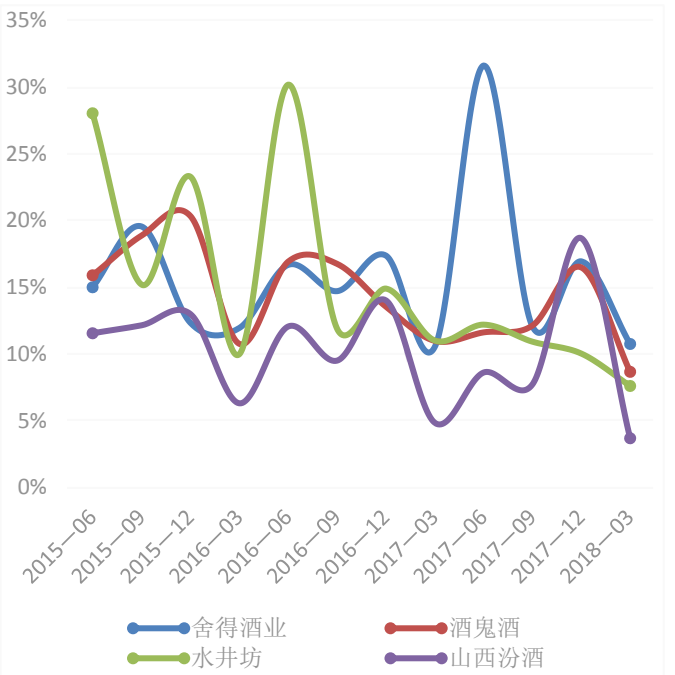
公司业绩的不断向好，是公司基础实力的初步释放，对于公司自身抓住次高端决战窗口期有着重要的战略意义。伴随着天洋入主改革的不断深化以及舍得酒业内部治理的不断优化加上公司产品结构的不断完善，公司业绩的良好态势一定会持续。

图 27:天洋入主后舍得净利润率提升

图 28:天洋入主后舍得管理费用率明显下降



资料来源：Wind,东兴证券研究所



资料来源：Wind,东兴证券研究所

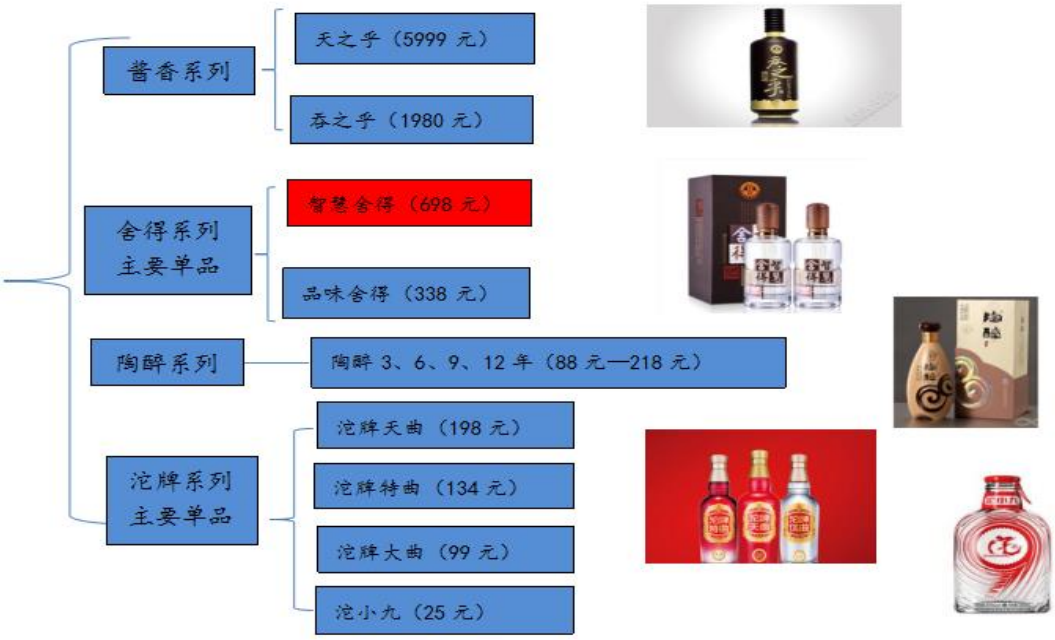
3.2 产品结构不断完善，舍得向上出击，沱牌降维打击

随着公司新品智慧舍得的推出，舍得酒业产品结构更加完善。智慧舍得的推出，直接表明了公司抢占次高端的决心，通过对舍得系列进行升级，塑造企业品牌，抢占次高端市场份额。新品“沱小九”聚焦小酒市场，完善中低端布局。由此可见，公司正是通过这种舍得“向上”出击+沱牌“向下”降维打击的布局方式，不断修整阵营蓄力再发。

3.2.1 舍得向上出击，不断提升次高端舍得系列产品层次

目前，舍得酒业主要有高端酱香系列、舍得系列、陶醉系列及沱牌系列，其中高端酱香系列布局高端，打造企业品质形象；舍得系列作为公司的主力系列，重点布局次高端（300—500 元），这次新品智慧舍得（指导价 598 元，零售价 698 元），档次定位在次高端舍得系列中的高位，提高了公司布局次高端的价格水平，进一步提升、完善了公司次高端布局的实力。

图 29:新增智慧舍得后舍得酒业的主要产品结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新品智慧舍得的推出填补了之前高端酱香型系列（1000 元+）与次高端品味舍得（338 元）之间的空档，也表明了公司对舍得系列的足够重视与信任。

3.2.2 沱牌“降维打击”，“沱小九”抢占小酒市场

沱牌降维打击：沱牌系列历史悠久，主要聚焦白酒中低端，具体包括沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌大曲系列以及光瓶酒柳春浪、红标大曲和最近刚刚推出的小瓶酒“沱小九”。小瓶酒“沱小九”的推出，更加完善了公司在小酒市场的布局，目前小酒市场的同类产品主要有牛栏山、一担粮、江小白，此次沱小九的推出，再次体现了舍得酒业在产品打造层面的独特视角。沱小九从外表开始，就不一样：瓶身上的浮雕水纹向外无限扩展，瓶口拉环设计在白酒行业独树一帜；数字“9”也蕴含着希望传达给消费者的一种生活态度，“9”谐音“酒”，在中国传统文化中也寓意吉祥，又像是中文标点中的“逗号”，逗号是短暂的停留和休憩，也是一种放松的状态。沱小九的核心消费群体瞄准年轻消费群体，打破了人们对白酒“沉闷严肃”的印象，时尚简约的“沱小九”有望引领一股潮流。

表 2：小酒市场主要产品

小酒市场主要产品			
小酒产品	价格	规格	图片
沱小九	25 元/瓶	45 度/100ml	
江小白	20 元/瓶	40 度/100ml	

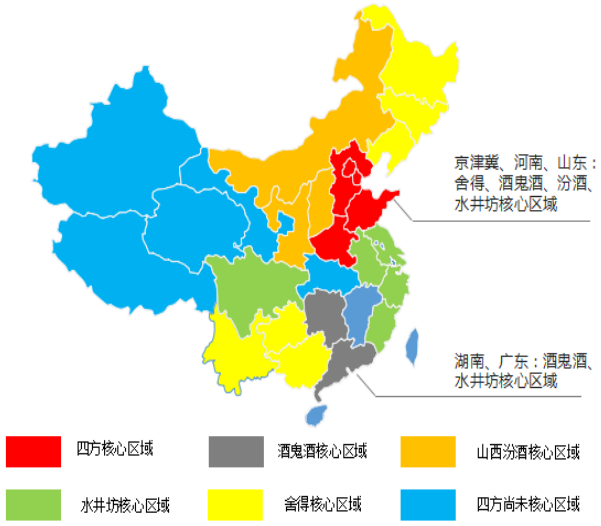
衡水老白干白小乐	19 元/瓶	38.6 度/150ml	
五粮液歪嘴	18 元/瓶	52 度/100ml	
牛栏山二锅头	5 元/瓶	46 度/100ml	
一担粮二锅头	7 元/瓶	38 度/125ml	
红星二锅头	6 元/瓶	56 度/100ml	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 渠道改革构建扁平化化销售渠道，大商+小商共荣共生，和谐发展

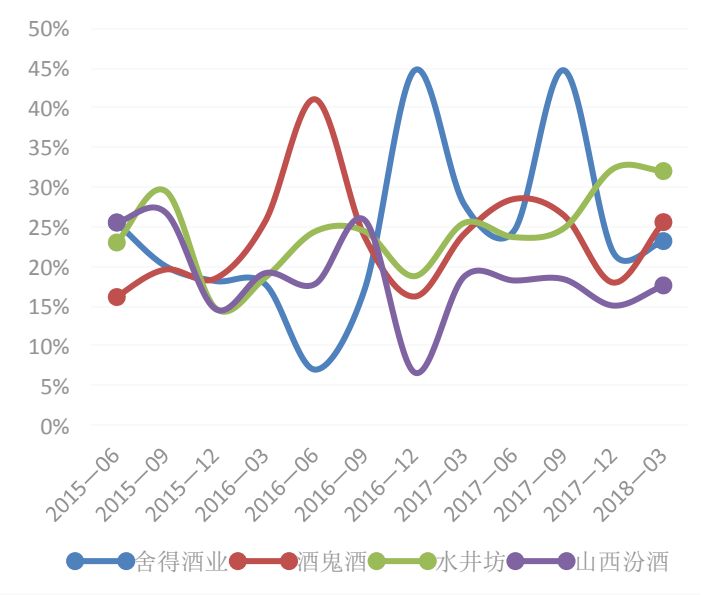
天洋集团入主舍得酒业后，致力于扁平化销售渠道的架构，通过砍掉大的经销商，直接通过一级地方小的经销商到终端，消掉了中间过多的代理环节，直接连接到市场销售。这种扁平化的渠道销售方式，一方面可以更加贴近市场，了解市场动态，另一方面也可以减少公司自身销售费用，削减冗余支出。公司目前额思路很清晰，就是要把核心优势区域继续做扎实，在此基础上再扩大范围。公司将舍得和沱牌分类进行渠道拓展，拆分以批发业务为主的省市平台商，扁平到以终端运作为主的县区经销商，增强了公司对渠道终端的掌控力，而且客户数量大幅增加。大商变小商模式取得实质性进展，一开始很多大商还很不情愿，不过目前负面情绪都已经消除。

图 30:次高端白酒主要企业核心区域示意图



资料来源：东兴证券研究所

图 31:次高端白酒主要企业销售费用率



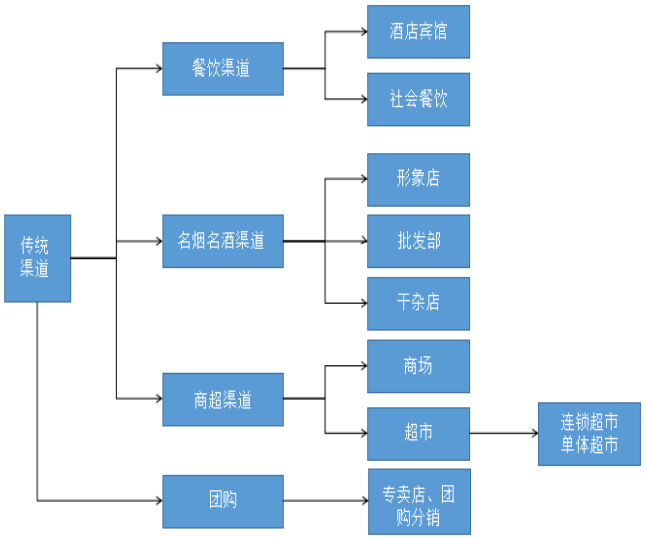
资料来源：Wind,东兴证券研究所

4. 优势区域精耕细作，高端产品强势出击，舍得有望领跑次高端增速

4.1 渠道布局明确，稳扎稳打，逐步推进

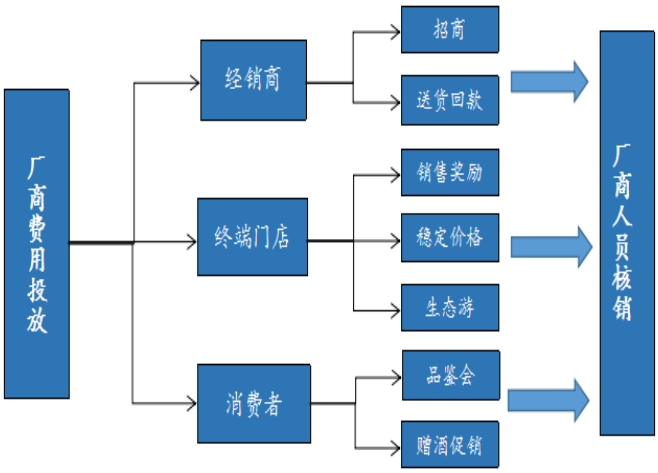
舍得酒业 17 年主要收入优势区域集中于西南、河南、华北及东北地区，这些地区的市场收入贡献率达到 90%以上，其中东北、华中区域分别实现 59%和 40%的增速，传统核心市场西南、华北区域仍保持 25%以上增长。目前公司已经完成了全国主要区域的布局。舍得酒业从 3 月份开始加大营销投入，截止到 17 年第三季度，公司已经拥有 1363 家全国经销商，比 16 年年末增加 254 家。目前公司的重点任务在于加密渠道网点，通过大商去小商，增加经销商数量，增加终端门店，加密渠道布局，扩大舍得受众面，不断接近、扩大消费市场。相信随着渠道网点的进一步加密，舍得销售收入的上升空间会进一步扩大，未来增长潜力巨大。

图 32:白酒传统销售渠道



资料来源：东兴证券研究所

图 33:舍得酒业精细化费用投放



资料来源：东兴证券研究所

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。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），其销售策略是集中在目前现有的西南、河南、华北、东北等优势区域进行深耕，进一步扩大自身品牌影响力，加大营销投入，使优势区域更加稳固。沱牌聚焦大众白酒，聚焦核心终端门店，公司通过划分 30 个核心地级市，完成了全国化的普遍布局，定位清晰，目标明确。总体来说，舍得通过扁平化的渠道建设，实现了全国化的成熟运作。

4.2 智慧舍得在同类产品中性价比优势明显，助推舍得不断“向上”

4 月 9 日，舍得联合凤凰网财经频道走近博鳌亚洲论坛，成功举办以“新时代、新改革”为主题的“梧桐夜话”，三十位行业大咖纷纷以舍与得为题，解读中国智慧，一直认为舍与得是最能体现中国智慧的文化要素。

图 18:舍得走进 2018 博鳌亚洲论坛

资料来源：凤凰网，东兴证券研究所

图 19:舍得贡献中国智慧

资料来源：凤凰网，东兴证券研究所

可见，“智慧舍得”在此次博鳌论坛上赚足了眼球，官方赞助彰显了“中国智慧”的概念，这是公司未来打造的核心文化，使得公司品牌影响力进一步提升。未来舍得酒业会进一步向这个价格带倾斜资源，力争在 600 元价格带实现放量，同时对比 500 元以上价格带，智慧舍得的性价比也能凸现出来。

表 3：高端、次高端白酒主要单品

高端、次高端白酒主要单品		
单品	规格	价格（零售价）
飞天茅台	53 度/500ml	1298 元
五粮液	53 度/500ml	1098 元
国窖 1573	52 度/500ml	998 元
酒鬼酒内参	52 度/500ml	980 元
郎酒青花郎	53 度/500ml	950 元
智慧舍得	52 度/500ml	698 元
水井坊典藏	52 度/500ml	630 元
汾酒青花瓷 30 年	53 度/500ml	598 元
剑南春	52 度/500ml	388 元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

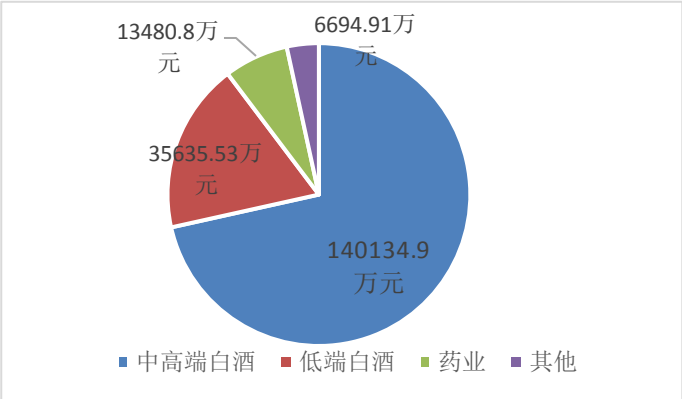
消费升级是引领升级的主要因素，此次智慧舍得布局 600—700 价格带，表明了智慧舍得未来必将承担公司产品形象的重任。公司目前正抓紧通过经销商快速布局，通过渠道共享的方式尽快推广智慧舍得。短期内智慧舍得不会有很多的放量，2018 年智慧舍得的销售占比计划在 20%以上，计划未来还会逐步提升。，公司过去一直在削

减产品，只保留了经营绩效较好的舍得酒坊，其他酒坊全部停止生产。这使得目前公司的产品在市场上很干净，我们坚定看好智慧舍得放量。

4.3 强大的传统文化底蕴助力舍得腾飞

舍得酒业的品牌力是公司最大的势能优势。舍得酒业历史悠久，追溯历史可以追溯到唐朝，历来为各位品酒大家所称道，也为世人所熟知，这为舍得酒业的品牌形象奠定了坚实的基础。舍得酒历来在当前的白酒行业中的地位也是不可撼动的。同时结合12 年牛市时舍得酒业的强势表现，我们坚信，此次舍得酒业的再次出击，强大的“品牌势能”将再次助力公司展翅发展，实现“王者归来”。

图 20:舍得 2012 年辉煌期的收入构成



资料来源：Wind,东兴证券研究所

图 21:舍得大讲堂

资料来源：凤凰网，东兴证券研究所

同时，为进一步塑造企业良好的品牌形象，公司重拳出击，打造了大 IP 高端访谈节目《舍得智慧讲堂》，以“名人+名言+名酒”的方式，通过双视频、双音频的媒介组合，让品牌内涵和产品价值观得到更加立体有效的传播，也向社会传达了品牌自身所蕴含的独特中国文化价值。公司一方面通过实现舍得酒与中华传统优秀文化的再融合、再创造，讲好舍得好故事，传播舍得大智慧，打造强大的舍得文化品牌；另一方面通过新媒体、新形势，结合双视频、双音频的方式，最大化的向社会发出自己的“舍得声音”，拓宽公司品牌、形象、产品的受众面，打造坚实的品牌根基。

表 4：2017 年中国 500 最具价值品牌白酒行业排名情况

排名	品牌名称	品牌拥有机构	品牌价值（亿元）	500 强总排名
1	茅台	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司	1305.48	21
2	五粮液	五粮液集团	1252.79	27
3	郎	四川郎酒集团有限责任公司	573.96	51
4	沱牌舍得（合并）	四川舍得酒业股份有限公司	530.01	60（合并后）
5	洋河	江苏洋河酒厂股份有限公司	355.26	98
6	泸州老窖	泸州老窖股份有限公司	317.53	110
7	剑南春	四川剑南春（集团）有限责任公司	306.72	117
8	金六福	金六福酒业	305.26	121

资料来源：2017 年中国 500 最具价值品牌排行榜，东兴证券研究所

舍与得是中国智慧的表征，而实质上是中国文人士大夫所尊崇的“士子精神”，是内圣外王的仁义礼智信，是修身、齐家、治国、平天下的胸襟，是自强不息的奋斗精神，舍旧谋新的创新思想，天人合一的社会思想，以人为本的治国理念。和而不同，求同存异的外交智慧，海纳百川的包容精神。

表 5：历年沱牌、舍得在中国 500 最具价值品牌中的排名及品牌价值

	沱牌排名	品牌价值（亿元）	舍得排名	品牌价值（亿元）	白酒行业排名
2017 年	116	309.65	183	220.36	4
2016 年	116	258.88	189	162.55	4
2015 年	114	220.18	190	130.68	4
2014 年	115	176.95	193	105.75	4
2013 年	108	121.08	297	49.85	4

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

如果说舍得之道是中国智慧相由心生的表现，那么舍得酒就应当是相由心生的中国智慧，作为民族品牌，担当起打造文化国酒的历史使命和时代责任，通过打造自主 IP《舍得智慧讲堂》，构建舍得品牌传播的前沿阵地，建设舍得艺术中心、酒文化博物馆、打造中国首部大型酒文化诗乐舞剧《大国芬芳》等行动，大力传播中国酒文化，不断强化舍得酒业作为一个负责任的企业使命，为弘扬中国文化自信尽自己的绵薄之力。舍得品牌，必将成为中国新的一张名片，借博鳌春风走向中国，走向世界！

5. 盈利预测及投资评级

舍得是我们核心推荐的两个次高端之一（另一个是酒鬼酒），两个标的都是上一轮白酒大周期中表现优异的公司，在行业中有着极强的品牌力。舍得目前处于复苏加速的时期，一季报只是开始，我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 24.2 亿、35.5 亿和 45.5 亿，同比增长 47.5%/46.7%/28.2%，净利润分别为 4.6 亿、8.8 亿和 13 亿，给予 2018 年 40 倍，目标价 54.4 元，对应 35%空间，维持公司“强烈推荐”投资评级。

6.风险提示

白酒价格如果掌控不到位，会出现快速的提价补库存的现象，这样行业的弹簧会加速拉伸，行业出现泡沫；食品安全风险。

特别鸣谢

赵聪睿：东兴食品饮料团队实习生，中国财政科学研究院财政学硕士在读。

表 6：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2836	3768	4113	5021	5445	**营业收入**	1462	1638	2418	3547	4547
货币资金	541	1137	1287	1925	2518	**营业成本**	524	416	498	477	376
应收账款	26	43	54	81	106	营业税金及附加	166	225	338	502	649
其他应收款	34	10	15	22	28	营业费用	318	480	641	987	1253
预付款项	1	89	163	235	291	管理费用	221	299	436	647	837
存货	2175	2312	2320	2290	1857	财务费用	21	0	0	0	0
其他流动资产	1	44	122	235	335	资产减值损失	22.32	18.05	10.00	5.00	5.10
非流动资产合计	1130	931	840	750	660	公允价值变动收益	-0.24	0.11	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	220	14	14	14	14	投资净收益	-9.00	-0.11	10.00	55.00	50.00
固定资产	571	506	580	502	423	**营业利润**	181	202	504	984	1477
无形资产	164	150	135	120	105	营业外收入	6.68	6.14	50.00	75.00	85.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.52	3.86	3.00	6.00	5.00
资产总计	3965	4699	4873	5690	6024	**利润总额**	184	204	551	1053	1557
流动负债合计	1637	1991	1949	2191	1674	所得税	104	62	93	174	257
短期借款	836	644	624	982	681	**净利润**	80	142	458	879	1300
应付账款	170	153	195	190	153	少数股东损益	0	-1	0	10	20
预收款项	198	192	120	13	-123	归属母公司净利润	80	144	458	869	1280
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	409	396	597	1078	1570
非流动负债合计	3	53	0	0	0	**EPS（元）**	0.24	0.43	1.36	2.58	3.79
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1640	2044	1949	2191	1674	**成长能力**					
少数股东权益	0	171	171	181	201	营业收入增长	26.42%	12.10%	47.55%	46.71%	28.20%
实收资本（或股	337	337	337	337	337	营业利润增长	564.71%	11.80%	149.53%	95.40%	50.03%
资本公积	802	841	841	841	841	归属于母公司净利润	219.11%	79.02%	219.11%	89.76%	47.20%
未分配利润	940	1060	441	-733	-2460	**获利能力**					
归属母公司股东	2325	2484	2782	3347	4179	毛利率(%)	0.00%	74.62%	79.40%	86.54%	91.73%
负债和所有者权	3965	4699	4828	5645	5980	净利率(%)	5.49%	8.67%	18.95%	24.79%	28.58%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	2.02%	3.06%	9.40%	15.28%	21.24%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	3.45%	5.78%	16.47%	25.98%	30.63%
经营活动现金流	230	426	333	539	1300	**偿债能力**					
净利润	80	142	458	879	1300	资产负债率(%)	41%	44%	40%	39%	28%
折旧摊销	207.86	193.36	0.00	93.38	93.38	流动比率	1.73	1.89	2.11	2.29	3.25
财务费用	21	0	0	0	0	速动比率	0.40	0.73	0.92	1.25	2.14
应收账款减少	0	0	-12	-27	-25	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	-73	-106	-136	总资产周转率	0.38	0.38	0.51	0.68	0.78
投资活动现金流	-39	276	-3	47	42	应收账款周转率	50	48	50	52	48
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.54	10.12	13.89	18.41	26.48
长期股权投资减	0	0	-3	-3	-3	**每股指标（元）**					
投资收益	-9	0	10	55	50	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.43	1.36	2.58	3.79
筹资活动现金流	42	-171	-180	53	-749	每股净现金流(最新	0.69	1.57	0.44	1.89	1.76
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.89	7.36	8.25	9.92	12.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	169.01	94.41	29.59	15.59	10.59
资本公积增加	3	39	0	0	0	P/B	5.83	5.46	4.87	4.05	3.24
现金净增加额	233	531	149	639	592	EV/EBITDA	33.83	33.02	21.58	11.70	7.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。