

舍得酒业 (600702)

证券研究报告
2018年06月06日

产业逻辑，讲清舍得的投资价值

1. 行业新知：不一样的黄金十年和不一样的行业复苏

A股白酒公司样本，需求2015年已经回暖至历史高位水平，资产利用率处于历史2/3分位，复苏持续性强。行业差异化复苏，当前大众消费并不具备成为高档白酒主力消费需求的条件，但需求弹性巨大不容忽视，大势所趋。次高端板块机会：行业供给出清、品牌、机制优势凸显，次高端板块既具备赛道清理的先发优势，又具备核心竞争因素转变的先发优势。

2. 行业变革背景下公司禀赋优势

1、有优质基础（品牌、产品、根据地市场），但经历收入规模压缩。2、彻底的民营机制保证聚焦战略的执行。公司品牌价值市值比高，品牌优势，支撑收入加速。开生态酿酒先河，酿酒环境、技术、设备、材料保证产品高品质。价值链重构的过程中，依靠品牌和产品，抓住微笑曲线的两端。彻底民营体制，长效机制到位，保证酒企战略高度趋同的背景下，执行力最强。

3. 投资要点

高毛利、大单品、放量本身是一种不可多得的结果，而不是一个普适的操作模式。舍得16年的收入仅为12年高点的75%，但是在原有的优势市场，仍有一定的消费基础和品牌号召力，加上公司战略上的主动聚焦。毛利率提升，是由产品战略决定，是长期性的，费用率冲高，是由行业窗口期、公司体制改革等短期因素叠加。从收入弹性、毛利优化、费用空间、税负成本等四个方面说明公司业绩释放的规模。

4. 榜样力量，洋河的同与不同

对标洋河分析公司长期成长的基因，不同于当前短期视角看舍得潜力和业绩弹性。洋河长期成长的核心在于体制保证竞争策略不断更新，战略持续领先。激励到位的优势，会在行业变革期，凭借战略规划敏锐和执行力的保证，进一步放大。舍得和洋河经历的阶段貌似不同，但本质的东西却极为相似：1、沱牌舍得和洋河在起步之前都是经历“深蹲”的名酒，有一定的品牌认知、根据地市场，但是收入规模相对历史高点大幅下滑。2、沱牌舍得和洋河均处在行业的成长期和复苏期。3、两家公司都是民营机制，激励到位，注重长期的战略管理和执行。

5. 未来发展的核心路径

适应消费基础重构的趋势。在消费基础从巨量的头部市场向逐渐增厚的厚尾市场转变的过程中。舍得需要：1、利用媒体渠道多元化背景，强化、具化品牌形象，圈住目标消费群体对于品牌的认同感，和别的品牌进行区分。2、破局大单品和多品类，关键在强调新品性价比。洋河经验的指导意义在于，聚焦是手段，多品类是经营结果。3、优化强化对于已经成型渠道体系的管理。扎实耕耘目标消费群体，是长期竞争中的优势策略。

6. 投资建议：预计公司18-20年营业收入24.5、34.3、44.0亿元，净利润4.8、9.07、13.8亿元。考虑到公司未来三年复合增速超过60%，给予18年35倍市盈率，目标价50元，12个月目标空间20%。

风险提示：食品安全风险，宏观经济增速下滑风险，重点区域销售不及预期风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,461.58	1,638.44	2,451.11	3,431.55	4,402.33
增长率(%)	26.42	12.10	49.60	40.00	28.29
EBITDA(百万元)	251.06	250.24	683.38	1,256.84	1,839.37
净利润(百万元)	80.20	143.57	480.37	907.07	1,383.11
增长率(%)	1,025.11	79.02	234.58	88.83	52.48
EPS(元/股)	0.24	0.43	1.42	2.69	4.10
市盈率(P/E)	168.32	94.02	28.10	14.88	9.76
市净率(P/B)	5.81	5.43	4.75	3.77	2.84
市销率(P/S)	9.24	8.24	5.51	3.93	3.07
EV/EBITDA	31.17	61.22	20.16	10.68	6.66

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	41.58元
目标价格	50元

基本数据

A股总股本(百万股)	337.30
流通A股股本(百万股)	337.30
A股总市值(百万元)	14,024.93
流通A股市值(百万元)	14,024.93
每股净资产(元)	7.61
资产负债率(%)	42.09
一年内最高/最低(元)	51.52/23.90

作者

刘鹏 分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《沱牌舍得-公司点评:沱小九:夯实沱牌大众名酒，填补品类空缺》2018-01-23
- 《沱牌舍得-公司点评:优势资源聚焦舍得，坚定把握次高端行情》2017-12-22
- 《沱牌舍得-季报点评:毛利持续提升，预收款增幅明显》2017-10-30

创新点

- 1、从行业供需角度论证行业复苏的持续性，从消费基础变动的视角，分析了大众消费目前并不构成高档白酒主力消费需求的条件，但是行业需求基础从“巨头”向“厚尾”转变是大势所趋。
- 2、分析呈现了公司在行业变革背景下的禀赋优势：1、有优质基础（品牌、产品、根据地市场），但经历收入规模压缩。2、彻底的民营机制保证聚焦战略的执行。并从收入弹性、毛利优化、费用空间、税负成本等四个方面，分析了公司业绩释放的路径，和重要催化条件。
- 3、不同于当前的视角看舍得潜力和业绩弹性。从更长期的视角，对标洋河分析公司的长期成长基因。论证了公司为何能像洋河一样，在不同的阶段，适应特定趋势，调整其经营策略，提升公司竞争力，释放长期增长的能力。
- 4、基于行业格局发展趋势和洋河的分析，对公司的经营提出相关建议。

业绩催化剂

- 1、收入扩大后的费用规模效应。

内容目录

1. 行业新知：不一样的黄金十年和不一样的行业复苏	5
1.1. 十年供需增长齐增，竞争环境不断激化	5
1.2. 需求已经回暖至历史高位水平，资产利用率处于历史 2/3 分位，复苏持续性强，差异化明显	6
1.3. 渠道竞争向性价比竞争转变	7
1.3.1. 渠道力领衔公司量价齐升，产品、品牌不断做加法	7
1.3.2. 产品性价比领衔，优质品牌稀缺化，聚焦策略做减法，强化品牌形象	8
1.4. 次高端内部的机会：	9
1.4.1. 赛道清理的先发优势	9
1.4.2. 核心竞争因素转变的先发优势	9
2. 公司禀赋优势	9
2.1. 品牌优势，支撑收入加速	10
2.1.1. 收入规模，市值水平，品牌价值反映公司品牌性价比。	10
2.1.2. 优质品牌更显稀缺。	11
2.1.3. 价值链重构的过程中，依靠品牌和产品，抓住了微笑曲线的两端。	12
2.2. 产品的优势	12
2.2.1. 开生态酿酒先河，好酒百里取二之舍得。	12
2.2.2. 基酒储备，保证业绩弹性和产品质量	12
2.3. 彻底的民营体制	13
3. 投资要点	14
3.1. 高毛利、大单品、放量，不可多得的业绩弹性模式	14
3.2. 毛利率提升的长期性,以及费用率冲高的短期性	15
3.3. 投资价值	16
4. 榜样力量，洋河的同与不同	17
4.1. 产品不断创新适应需求变化	18
4.2. 品牌在聚焦中不断壮大	18
4.3. 渠道不断优化和输出管理	18
4.4. 体制是竞争策略持续更新，战略领先的保证	19
4.5. 再看舍得长期成长基因	19
5. 未来发展的核心路径	20
6. 投资建议：	21
7. 风险提示	21

图表目录

图 1：行业收入规模持续上升， 12 年为行业利润拐点	5
图 2：茅台、五粮液终端售价（元）	6
图 3：梦之蓝、剑南春、青花汾、水井终端售价（元）	6
图 4：当年新增收入（营业收入+预收款变动）2015 年已经超越 2012 年高点（亿元）	6

图 5: A 股白酒上市公司营业收入/总资产(整体法)	7
图 6: A 股白酒上市公司板块毛利、利润总额情况 (亿元)	7
图 7: 白酒黄金十年, 白酒行业收入增速固定资产投资增速匹配度高于居民可支配收入增速	7
图 8: 2007-2016 城镇居民人均可支配收入	8
图 9: 2012 年城镇居民人均年度消费支出占比	8
图 10: 高档白酒消费规模的扩容领先于收入增速	9
图 11: 需求结构变化驱动竞争力转变	9
图 12: 白酒行业阶段特征	10
图 13: 十万吨金属环保粮仓 (低温贮存系统)	12
图 14: 新沱泉	12
图 15: 性价比、机制和企业竞争力关系图	13
图 16: 2012A-2017Q3 公司管理费用率	15
图 17: 行业阶段切换, 消费基础换挡	16
图 18: 公司收入及预收账款同比增速 (%)	17
图 19: 实际所得税税率	17
图 20: 上市白酒企业 2004-2012 年营业收入 (亿元) 年复合增长率	18
图 21: 2016A 公司股权结构图	19
表 1: 品牌市值比, 品牌收入比	10
表 2: 公司主要获奖历史	11
表 3: 历届评酒会获奖白酒	11
表 4: 高端、次高端品牌产量、产品结构 (2016 年)	13
表 5: 盈利能力横纵向对比	15
表 6: 千亿白酒公司 18 年估值水平	17
表 7: 洋河与舍得的不同	19

1. 行业新知：不一样的黄金十年和不一样的行业复苏

1、2003-12 十年供需齐增，但行业竞争环境不断激化，渠道体系在这个大环境下迅速丰富、发展，白酒基础设施建设基本成型。

2、跟踪 A 股白酒公司样本，需求从 2015 年已经回暖至历史高位水平，资产利用率处于历史 2/3 分位，复苏持续性强。新兴消费基础--大众消费的放量：行业差异化复苏，当前大众消费并不具备成为高档白酒主力消费需求的条件，但需求弹性巨大不容忽视，大势所趋。

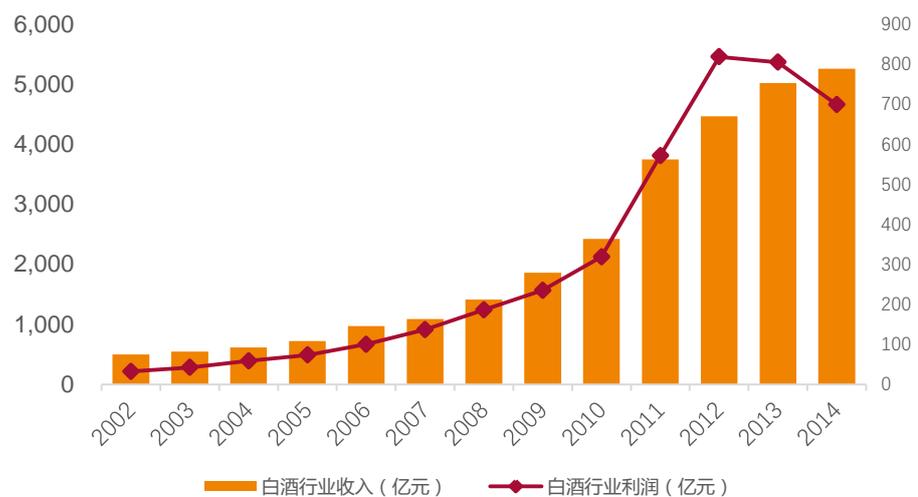
3、未来竞争力的布局：明确底层需求结构动态变化方向，导致行业核心竞争力由渠道力领衔公司量价齐升，产品、品牌不断做加法，向产品性价比领衔，优质品牌稀缺化，聚焦策略做减法，强化品牌形象转变。

4、次高端板块的机会：行业供给出清、品牌、机制优势凸显，次高端板块既具备赛道清理的先发优势，又具备核心竞争因素转变的先发优势。

1.1. 十年供需增长齐增，竞争环境不断激化

需求不断提升，竞争不断提升的黄金十年。行业自 2003 年开始，进入快速上升期，行业收入规模，利润规模，人均创收均在持续上升。在白酒的黄金十年中，白酒行业的产品结构不断的高档化，高档消费占比在逐年上升，我们看到的是不断加剧的行业竞争，和不断提升的消费需求并存的状态。

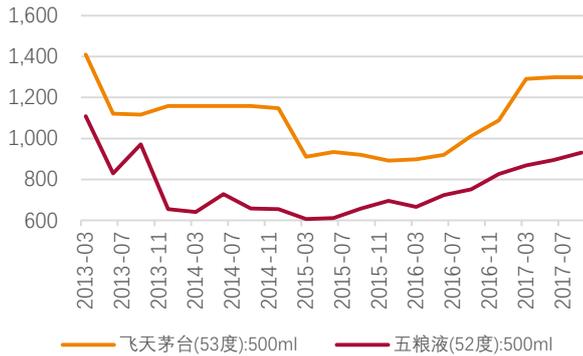
图 1：行业收入规模持续上升，12 年为行业利润拐点



资料来源：Wind，天风证券研究所

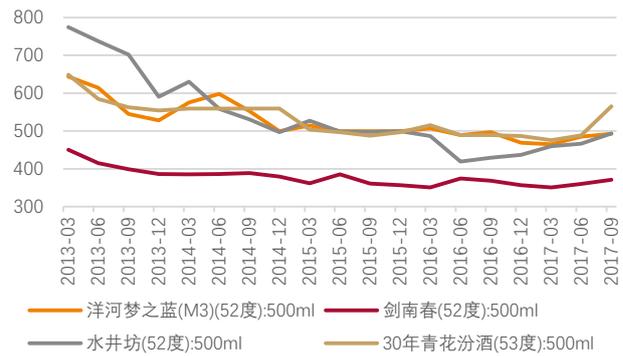
2012 年是行业的转折点，最明显的标志是行业利润增长迎来拐点。控制三公消费，禁酒令，塑化剂事件这类食品安全事件，直接导致需求端的下滑，行业进入量价齐跌的周期。价格方面，茅台飞天、普五为代表的一线高端白酒终端价格逐步下滑，直到 2015 年 1 季度方才到达底部，其后逐步回升。而以洋河梦之蓝、剑南春、青花汾等为代表的 2 线高端白酒，在 2016 年二季度后价格回升滞后于一线高端白酒，使整体价格带大幅下移，1、2 线高端白酒差异拉开，高端、次高端白酒阵营格局更加清晰。

图 2：茅台、五粮液终端售价（元）



资料来源：京东，天风证券研究所

图 3：梦之蓝、剑南春、青花汾、水井坊终端售价（元）

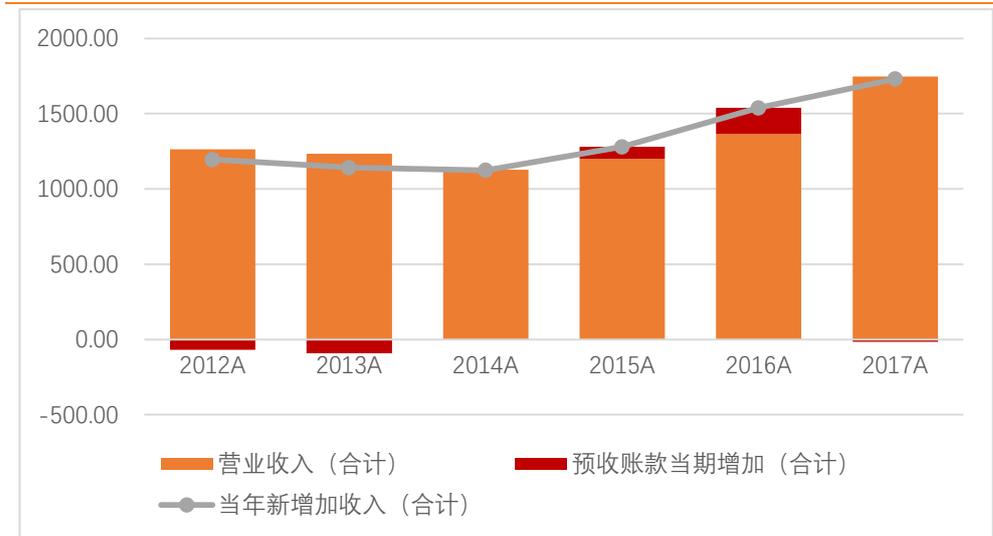


资料来源：京东，天风证券研究所

1.2. 需求已经回暖至历史高位水平，资产利用率处于历史 2/3 分位，复苏持续性强，差异化明显

对于 A 股上市白酒公司样本而言，需求从 2015 年已经回暖至历史高位水平。这个推断的核心逻辑是：需求减少造成的行业下滑背景下，行业成交金额变化可以精准刻画需求的边际变化。因此，我们用上市公司当年的新增收入（当年营业收入+当年预收账款增加额）来反映上市白酒公司整体面临的需求，2015 年开始，对于 A 股上市白酒公司而言，已经开始超越 2012 年的历史高点，定性的解释就是 2015 年后，行业逐渐消化来自需求端的负面冲击，需求在居民收入水平上升、餐饮增速恢复等背景下开始回暖。

图 4：当年新增收入（营业收入+预收款变动）2015 年已经超越 2012 年高点（亿元）



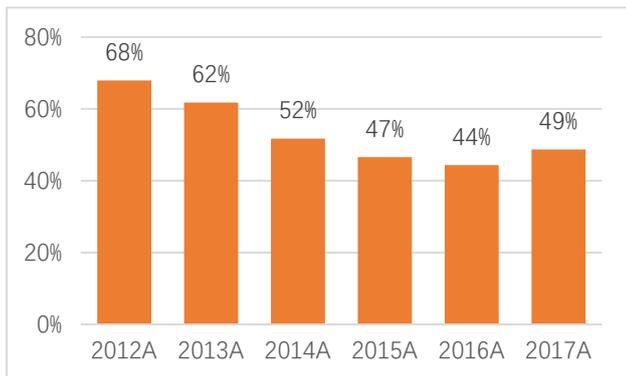
资料来源：Wind，天风证券研究所

资产利用率却仍处在低位，目前处于历史 2/3 分位。虽然收入端已经突破历史高点，供给方面经过 12 年来的深度调整，行业资产利用率却仍然处于一个较低的水平，我们仍旧观测行业竞争力较强的企业样本（上市白酒企业）自 2012 年以来，资产的创收能力逐年下降，资产利用效率处于一个历史低位。16 年仅为 2012 年的 2/3 的水平，但下降速度已经减缓，已经出现企稳信号，17 年开始回升。对于上市公司中品牌、管理具备优势的公司，其在不扩大资产规模的背景下，通过资产周转效率重回历史高位，依旧能够释放较大的供给能力。

我们再看板块毛利和利润总额的数据，得到两个结论：1、行业复苏再确认。16 年毛利已经超越 12 年高点。2、复苏是差异性的，而非全行业的盛宴，竞争强度是持续激烈的。毛利和利润总额的差距在拉大，期间伴随费用率扩大的增长。因此，我们认为：对上市白酒公司板块而言，需求在持续复苏，资产利用率仍然处于低位，行业的复苏具备持续性。同

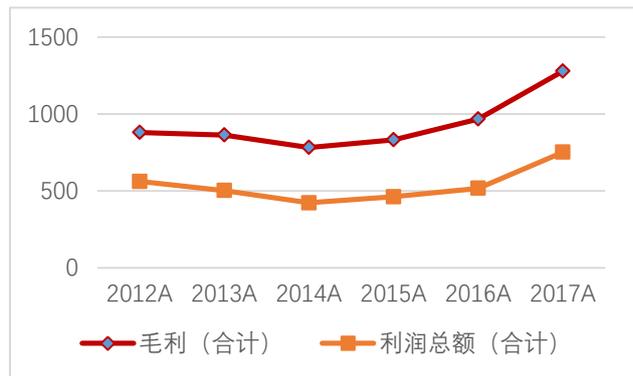
时，行业复苏呈现出差异性。

图 5：A 股白酒上市公司营业收入/总资产(整体法)



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 6：A 股白酒上市公司板块毛利、利润总额情况（亿元）



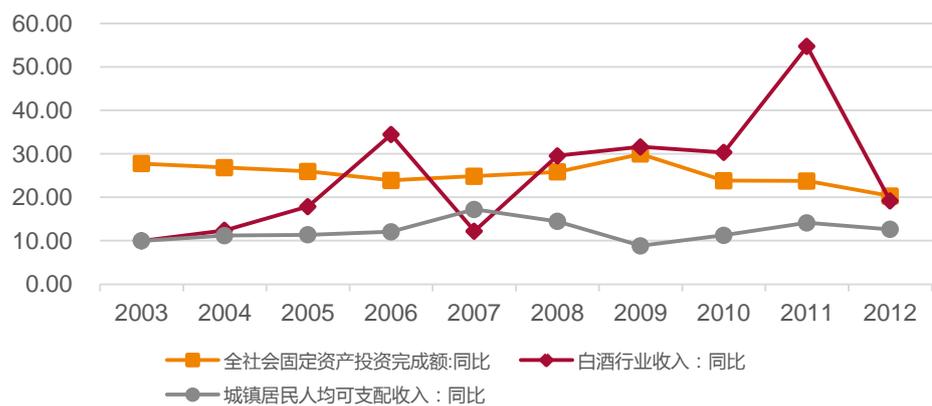
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

1.3. 渠道竞争向性价比竞争转变

1.3.1. 渠道力领衔公司量价齐升，产品、品牌不断做加法

2003-2012 年,从行业收入增速来看,固定资产投资增速匹配度高于居民可支配收入增速。伴随固定资产而快速发展的白酒行业,其核心优质的消费增量是政商消费。其次是经济发展过程中,商务活动内部的消费,大众消费受制于人均可支配收入的增速,对于行业的增量作用居于最末。根据中国产业信息网调研显示,2012 年,我国白酒消费,政商消费占比达到 82%。经济发展、固定资产投资节节攀升和政商消费表现出较强相关性。改革开放 30 年,依靠资源禀赋优势高速发展的中国,最具性价比的投资在于资源禀赋投资。我们把时间区间拉长来观察,A 股白酒上市公司中,2005-2012 年营业收入年复合增长率排名前三的分别是:洋河股份、泸州老窖、贵州茅台。对于这样的样本结果,业界把白酒黄金十年中,领头白酒企业的成长归结为对蓬勃政商需求的满足。

图 7：白酒黄金十年，白酒行业收入增速固定资产投资增速匹配度高于居民可支配收入增速



资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所

政商需求蓬勃发展的背后,核心竞争力在于渠道。不同于流通性的产品的高频和低价,政商群体表现出来的是高频高价,这样的消费者势必是各家厂商眼中的香饽饽。如何去获取这些核心客户,把握黄金十年中最优质的需求,渠道的竞争,成为关键点。政商消费主导下的高端白酒市场,渠道力当先,领衔品牌和产品成为行业的核心竞争力。随着渠道在全国的铺开,生产商根据不同层次的需求结构,开发不同价格带的子品牌和产品带。产品、品牌不断做加法,渠道力领衔公司量价齐升。

政商团购和深度分销,见证渠道竞争的发展。在中国的大环境中,经销商群体,在这样一个特定的历史阶段下,通过自身的人际关系网络,掌握着当地政商群体流量的入口,而且

这样的入口因为存在社会关系这样一层软规则的存在，它具备一定的壁垒。在这样的背景之下，政商团购这个渠道模式壮大、独立出来，和流通、餐饮等渠道共同成为企业主流渠道模式。但对于现成渠道的依赖，和优势渠道资源的相对稀缺之后，企业的议价能力在降低。新的渠道模式必然会应运而生。为了在渠道上差异化的竞争，重新具备竞争力，以洋河为代表，包括口子窖、郎酒等企业，开始对加强对于渠道的把控，这种模式，后来被业界总结为深度分销。深度分销模式的价值：深度分销队伍和良好的客情关系。深度分销队伍使渠道规范化、扁平化，精细化渠道运作，这个过程对于企业而言，本质是企业综合管理能力的提升。

1.3.2. 产品性价比领衔，优质品牌稀缺化，聚焦策略做减法，强化品牌形象

高端、次高端白酒消费基础是否彻底轮换？ 一个老的时代过去，高频高价的政商消费式微，与之相匹配的高度繁荣的渠道体系，繁多的产品体系也逐渐失去往日的荣光。但是，对于大众消费的增量是否能覆盖政商消费峰值时的规模，或者是超越政商消费的规模，需要花多长时间。这些问题会影响我们对于产业的判断。对于高端、次高端白酒，低频的大众消费，在资产价格中枢上移带来的财富效应，以及可支配收入实实在在的上升的背景下，是否从低频变成高频，还是从低频变中频？

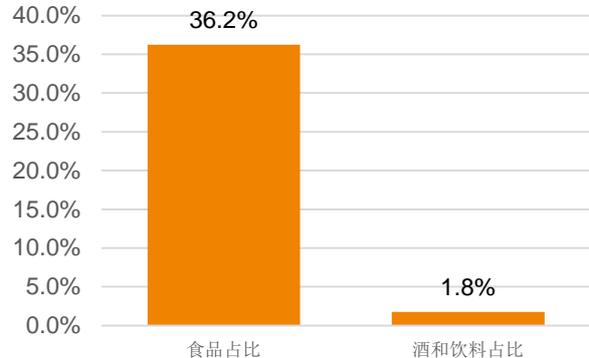
当下，大众消费并不具备高档白酒行业核心需求基础的条件。 2016 年城镇居民人均可支配收入，较 2007 年上升 144%，绝对值达到 3.36 万元，人均消费支出达到 2.31 万元。国家统计局 2012 年统计数据显示食品支出占比 36%，用于酒和饮料的消费占比约为 1.8%，假设该比例保持不变，对应 2016 年的水平就是 416 元/年的消费额，这个数字在 2007 年是 180 元/年。我们将 300 元作为高端、次高端消费的一个入门水平，300 元档的白酒消费，2007-2016 年城镇平均消费从 0.6 次/年到 1.39 次/年，所以，我们更加倾向于认为，收入的增长，大众消费对高端、次高端白酒的贡献，当前状态下更多的是从低频到中频。

图 8：2007-2016 城镇居民人均可支配收入



资料来源：wind，天风证券研究所

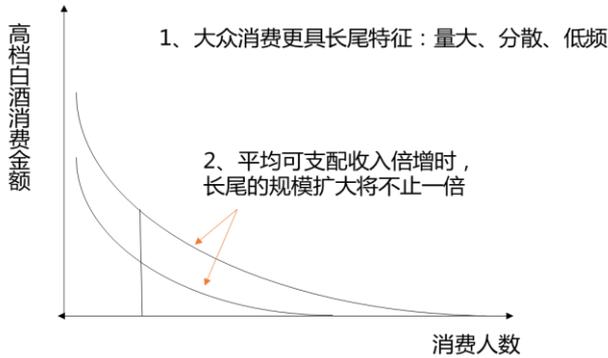
图 9：2012 年城镇居民人均年度消费支出占比



资料来源：wind，天风证券研究所

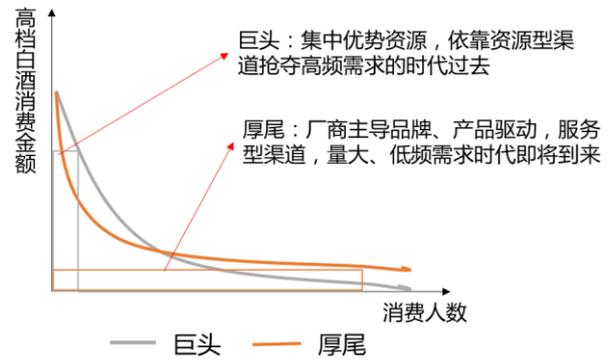
从长尾到厚尾，大众高端需求释放轨迹，弹性巨大。 弹性主要有两点：1、高档白酒消费规模的扩容会领先于收入增速。高端白酒大众消费具有分散、量大、低频等长尾的特征，当这个群体平均收入倍增之后，长尾的规模将扩大不止一倍，因为会有更多的消费者进入高档白酒的消费范围，尾部在变高的同时，还会拉长。2、集中度提升将进一步凸显龙头面对需求的扩容增速。消费品的特征有别于政商主导情况下对于渠道的重度依赖，消费者自发决策的结果更多的体现出 28 定律，集中度提升将会加快，这个逻辑我们在 2017 年的《管中窥豹食品双十一,品牌为王时代来临,集中度提升趋势加速》的分析中已充分论证过：注重性价比，品牌为王时代来临，集中度提升趋势加速。

图 10：高档白酒消费规模的扩容领先于收入增速



资料来源：天风证券研究所

图 11：需求结构变化驱动竞争力转变



资料来源：天风证券研究所

优质品牌稀缺化，聚焦策略强化品牌形象，强调性价比。在大众消费水平普遍较低的情况下，高端白酒大众消费的长尾特征：分散、低频，空间极其有限，企业不易获取。相反政商消费集中、高频，企业集中资源，依靠资源型渠道去争夺政商需求，渠道竞争力凸显。在大众高端白酒需求释放弹性较大的背景下，消费升级大众消费呈现出厚尾特征：量大、分散、中低频，与之匹配的就是厂商主导品牌、产品驱动，服务型渠道，以满足低频、量大的广阔需求。因此，当高端、次高端白酒市场的需求结构开始发生转变之后，核心竞争力从渠道竞争向性价比竞争转变

1.4. 次高端内部的机会：

1.4.1. 赛道清理的先发优势

市场性供给出清，清理赛道的同时，构筑了壁垒。我们发现：1、一二线高端白酒价格带拉开，高端、次高端各自形成自己稳定的价格带。2、行业需求复苏，并未出现伴随收入规模扩大的费用规模效应，反而板块体现出更高的期间费用水平。3、核心产品价格带在 300 元以上白酒企业，收入增速显著高于 300 元以下企业。这些特征反映一个现象，今天在 300 元档以上留下来的高端、次高端品牌，是在激烈的行业市场化的供给侧调整中，存留下来，为消费者所认可的品牌。消费者的认可，在需求恢复上行的过程中，是一种壁垒，这会为新进入者，增加门槛和难度。

1.4.2. 核心竞争因素转变的先发优势

从渠道的竞争，转向产品性价比的竞争，品牌和机制的优势凸显。在大众高端白酒需求释放弹性较大的背景下，消费升级大众消费呈现出厚尾特征：量大、分散、中低频，与之匹配的就是厂商主导品牌、产品驱动，服务型渠道，以满足低频、量大的广阔需求。

品牌和机制优势突出。A 股上市的次高端标的：汾酒、舍得、水井坊、洋河梦之蓝，品牌和消费者认可度方面具备优势，均为全国评酒会上榜全国名酒，并且由于评酒会不再举办，名酒容量不再扩大，品牌具有稀缺属性。同时、机制上均具备优势：汾酒（彻底国企改革）、舍得（变为民营机制）、水井坊（外资收购）、洋河梦之蓝（民营机制）。机制上的变革，使得企业在经营层面更加市场化、对消费者敏感程度更高，对变化的市场环境反映更快。

2. 公司禀赋优势

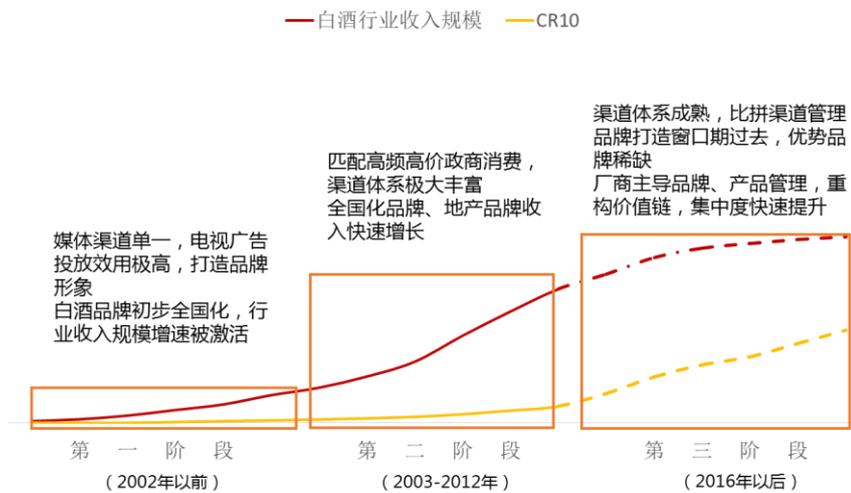
1、有优质基础（品牌、产品、根据地市场），但经历收入规模压缩。2、彻底的民营机制保证聚焦战略的执行。公司品牌价值市值比高，品牌优势，支撑收入加速。开生态酿酒先河，酿酒环境、技术、设备、材料保证产品高品质。价值链重构的过程中，依靠品牌和产品，抓住了微笑曲线的两端。彻底的民营体制，到位的激励机制，保证酒企战略高度趋同的背景下，执行力最强。

行业的基础设施建设完成之后，必然是集中度提升的过程。对于白酒行业，这个基础设施就是渠道体系已经足够的丰富和完整，行业内的厂商都能有的选，并能够选择一定的方式

与消费者链接，实现商品的销售。接下来就是精耕细作，效率提升，比拼效率的时代，在效率提升的过程中，分化，整合、集中度提升。上一章我们讨论过次高端这个品类，在行业调整过程中，赛道清理的先发优势和核心竞争优势转变的先发优势。这一章，我们聚焦公司层面，更详细的去分解这些优势的细节。

适应、利用和管理。消费品的三元竞争模型：产品、品牌、渠道是非常经典的模型，能够帮助我们去理解一家优秀的公司，为什么优秀，优秀能否持续和超越。但在不同的行业阶段，体现出来的核心竞争力是有差异的。第一个阶段，从匮乏到填补认知，电视媒体垄断，电视广告的投入，放大品牌的效用。第二阶段，高频、高价的政商消费，带动了企业服务的跟上，这个阶段，直接接触消费终端的渠道作用最为核心。第三阶段，在消费基础重构，媒体渠道多元化，渠道成型的大背景下。关键在于：适应、利用和管理。适应功能消费基础重构的趋势、利用好媒体渠道多元化背景下的品牌强化，优化强化对于已经成型渠道体系的管理。

图 12：白酒行业阶段特征



资料来源：天风证券研究所

2.1. 品牌优势，支撑收入加速

2.1.1. 收入规模，市值水平，品牌价值反映公司品牌性价比。

沱牌是全国评酒会评出的历史名酒，舍得推出时间早，在名酒品牌成为稀缺资源之前，打下了良好品牌基础。公司旗下舍得、沱牌多年来获奖众多，树立了良好的品牌形象，积累了良好的消费者认知。我们根据世界品牌实验室发布的 2017 品牌价值 500 强，公司旗下沱牌以 309 亿元，舍得以 220 亿元分别排在 116、183 位。将公司品牌价值和公司 2017 平均市值、2017 年一致预测收入的比值进行对比发现，品牌价值市值比，品牌价值收入比，舍得是 A 股众多白酒公司中最高的。这说明舍得的品牌力势能很大，能够支撑公司更高的收入增速。

表 1：品牌市值比，品牌收入比

	2017 年品牌价值 (亿元)	2017 年均市值 (亿元)	2017 年营业收入 (亿元)	品牌市值比	品牌收入比
茅台	1305	6,009.92	610.6	0.22	2.14
五粮液	1253	2,012.30	301.9	0.62	4.15
沱牌舍得	550	106.8569	16.4	5.15	33.57
洋河	355	1,375.98	199.2	0.26	1.78
泸州老窖	317	717.382	103.9	0.44	3.05
山西汾酒	139	345.4603	60.4	0.40	2.30

水井坊 122 151.2239 20.5 0.81 5.96

资料来源: wind, 世界品牌实验室, 天风证券研究所

表 2: 公司主要获奖历史

获奖酒名	获奖名称	颁奖单位
沱牌曲酒	金质奖章	国家质量奖审定委员会
吞之乎	鲁塞尔国际烈性酒大金牌(最高奖)	比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛
沱牌、舍得	中国驰名商标	国家工商总局
沱牌 (116 名)	中国 500 最具价值品牌榜(连续 13 年)	世界品牌大会
舍得 (183 名)	中国 500 最具价值品牌榜(连续 13 年)	世界品牌大会

资料来源: 公司官网, 公司年报, 世界品牌实验室, 天风证券研究所

2.1.2. 优质品牌更显稀缺。

重金打造品牌的性价比阶段已经接近尾声。随着媒体渠道的日益丰富, 消费者接收的信息过载, 传统媒体上的营销投入, 对于品牌价值提升的边际效用越来越低, 换言之就是流量越来越贵, 没有一定品牌基础的企业, 通过打造新的品牌越来越难突围。今天看到的高端白酒品牌, 均是当年评酒会评出的全国名酒的座上宾, 评酒会后, 名酒品牌阵地基本成型, 突围很难。我们用当前的数据举一个例子, 16 年以来, 强势复苏的白酒行业中, 走出更加华丽分化行情的是高端、次高端品牌, 其主打单品价格带在 300 元以上。而这些白酒品牌, 基本上均是我国评酒会的上榜品牌。

表 3: 历届评酒会获奖白酒

	第一届	第二届	第三届	第四届	第五届
1	贵州茅台酒	贵州茅台酒	贵州茅台酒	贵州茅台酒	贵州茅台酒
2	山西汾酒	山西汾酒	山西汾酒	山西汾酒	山西汾酒
3	泸州老窖	泸州老窖	泸州老窖	泸州老窖	泸州老窖
4	西凤酒	西凤酒		西凤酒	西凤酒
5		五粮液	五粮液	五粮液	五粮液
6		古井贡酒	古井贡酒	古井贡酒	古井贡酒
7		贵州董酒	贵州董酒	贵州董酒	贵州董酒
8		全兴大曲		全兴大曲	全兴大曲(水井坊)
9			剑南春	剑南春	剑南春
10			洋河大曲	洋河大曲	洋河大曲(洋河)
11				黄鹤楼	黄鹤楼
12				双沟大曲	双沟大曲(洋河)
13				四川郎酒	四川郎酒
14					沱牌曲酒(沱牌舍得)
15					武陵酒
16					宝丰酒
17					宋河酒

资料来源: 中国食品工业协会, 天风证券研究所

2.1.3. 价值链重构的过程中，依靠品牌和产品，抓住了微笑曲线的两端。

白酒行业第一阶段，全国化品牌稀缺，媒体渠道有限的情况下，可以通过电视广告的投放取得较高的品牌价值转换效果。在第二阶段，针对高频、高价政商消费的争夺，渠道资源抓住核心消费群体。到了行业的第三个阶段，渠道成熟，中高端消费群体日益扩大，头部弱化，尾部变厚的情况下，缩短企业和消费这的距离，强化品牌，渗透品牌认知，以较低的成本，服务更广阔的消费者，品牌力价值进一步凸显。

舍得在运作品牌方面，已经开始行动。围绕打造超级大单品目标，品牌推广战略上的投入是以亿元为单位的聚焦投放。注重对消费者生活、行为习惯的跟踪，锁定消费群体，通过新媒体平台加强与他们的沟通互动。比如舍得酒，线下终端推广的同时，通过智慧内容产出，获得符合品牌价值观的消费群体的认同，从而建立用户忠诚度。与几大线上视频平台合作，积极开展《舍得智慧讲坛》名人线下面对面大型品鉴会，来与消费者进行互动，紧跟消费者进行品牌曝光，让消费者看的见、体验到、品尝到我们的产品。

2.2. 产品的优势

2.2.1. 开生态酿酒先河，好酒百里取二之舍得。

开生态酿酒先河，打造优质酿酒环境、磨炼酿酒技术。80年代末90年代初，沱牌提出生态酿酒和生态化经营理念，90年代末成功打造全国首家生态酿酒工业园，随后若干年间，五粮液、茅台、泸州老窖、迎驾贡酒等20余家白酒企业也进入了生态化酿造和生态化经营之列。2001年中国食品工业协会主办的“中国酿酒工业生态园建设研讨会”在沱牌召开，沱牌的生态化经营、生态酿酒思想得到与会专家的一致认同。2008年沱牌舍得定义的“生态酿酒”术语被纳入国家标准GB/T 15109-2008《白酒工业术语》，规范了行业对“生态酿酒”的认识。2011年至今致力于构建《生态酿酒全P标准体系》，形成更严苛的质量安全控制体系。2017年沱牌舍得成立“中国生态酿酒产业技术研究院”，进一步拓展生态酿酒研究的深度和广度。

优质的酿酒环境、酿酒技术、酿酒设备、酿酒材料，是对高品质的重要保证。除了高品质的酿酒环境和技术，原材料水和粮亦是产品品质的重要保证。公司酿酒之水取自沱泉水，源自岷山涪江。公司为提取足够的泉水，在对古沱泉地质结构进行勘查后，采用“天然滤床渗流井”取水技术，设计扩建新井，名为新沱泉。新泉水质清澈透明，洁净甘甜，与古沱泉水无异，日采水达50000余吨。不仅坚持纯粮酿造，而且在东北建立了无污染粮食基地，投资数千万元引进美国GSI公司粮食低温贮存系统——十万吨金属环保粮仓进行全过程绿色储存。公司舍得系列，定位于百斤好酒，取两斤舍得，优中选优。

图 13：十万吨金属环保粮仓（低温贮存系统）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 14：新沱泉



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2.2. 基酒储备，保证业绩弹性和产品质量

公司现拥有占地6平方公里，年产能30万吨，高端陈年老酒贮存量全国第一的中国最大

规模优质白酒制造企业。设计成品酒产能 4.6 万吨，储备基酒 12.89 万吨，销量保障倍数（成品酒产量+基酒储量）仅次于茅台和水井坊。

基酒储量在 10 万吨以上的仅有茅台和沱牌舍得。其中沱牌舍得中高端产品营收占比为 85%，在同业中仅次于茅台和水井坊。

大数量的基酒储量，有两大优势。从白酒产品属性来说，窖藏时间在较长区间内（30 年）和品质成正相关。因此，主流产品定位高端的品牌基酒储量一般相对销量比例较高。从这个属性来说，基酒是白酒公司重要的资产。从增长弹性属性来说，基酒可以用来配置成品酒，用于销售。白酒公司处于快速成长期的时候，营收的快速增长，往往会受制与产量。这也是白酒史上出现买基酒案例的背景。从这个属性来看，基酒储备是白酒公司销售收入快速增长的重要保障和来源。

表 4：高端、次高端品牌产量、产品结构（2016 年）

证券简称	营业收入 (亿元)	中高档酒营 收占比	销售量 (万吨)	成品酒产量 (万吨)	基酒储量 (万吨)	销量保障 倍数
贵州茅台	610.63	100.00%	6.01	6.38	23.60	4.99
五粮液	301.87	76.16%	18.00	18.02	1.26	1.07
泸州老窖	103.95	74.38%	15.41	16.08	3.98	1.30
山西汾酒	60.37	64.96%	5.24	5.97	2.12	1.54
沱牌舍得	16.38	93.27%	1.38	1.51	13.20	10.65
水井坊	20.48	97.44%	1.06	0.64	2.58	3.03

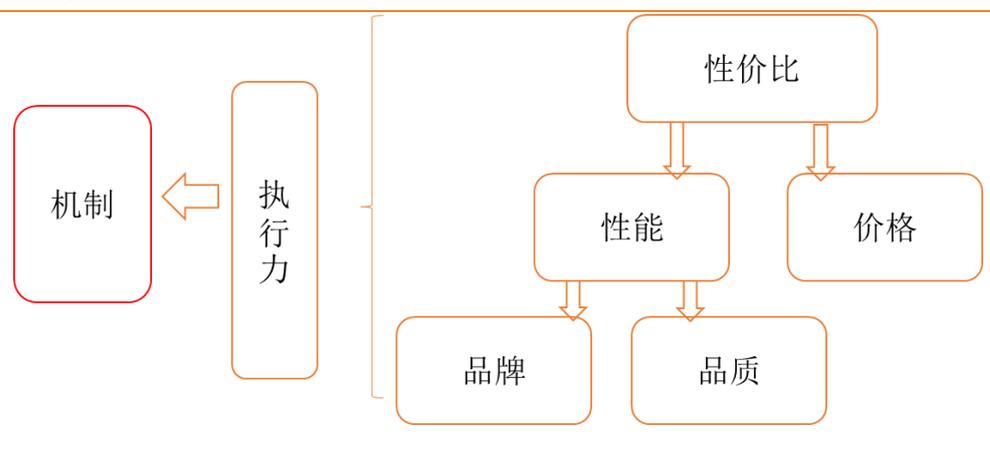
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 彻底的民营体制

企业的竞争力我们拆解成产品、品牌、渠道三个维度去分析。对于消费者而言，面对白酒消费决策时，考虑的核心因素是性价比。性价比可以拆分成性能和价格。1、性能主要由产品自身品质，和品牌带给消费者的效用组成。2、价格主要由企业的定价策略，和渠道的价格管理组成。企业的核心竞争力，从消费者购买决策的角度看，就是如何提升产品的性能（品质、品牌）和在动态变化中维持一个稳定的，合适的价格。在战略高度趋同的背景下，竞争的关键，落地的效果就在于各个环节的执行力。对于执行力，我们认为最为主体的因素在于激励机制。

激励到位，执行力是提升核心竞争力的关键。不断的维护和提升产品的性价比，需要很强的执行力来保驾护航，最彻底的民营机制，是沱牌的关键优势。

图 15：性价比、机制和企业竞争力关系图



资料来源：天风证券研究所

生产方面： 1、精简品类，聚焦发展。长期“重生产、轻营销”，导致产品面面俱到，包装五花八门，市场内耗严重。沱牌舍得果断舍弃掉，停掉了上千款产品，着力打造具有市

市场竞争力的核心单品，聚焦品味舍得，以及沱牌“天特优”，让产品和品牌建立强的认知关联。2、贯彻生态健康生产，定增拟投入募集资金 15.5 亿元用于生态产业园酿酒配套工程技改，完善生产和运营设施，提升公司生产和运营效率。

营销方面：我们不仅可以看到舍得销售费用投入的增长，同时也看到了更多针对性更强的品牌营销落地和舍得收入的快速增长。舍得定位第一文化名酒，围绕线上线下联动的《舍得智慧讲堂》进行的持久且形式多样的品牌文化输出，获得消费者的认可。沱牌定位大众名酒，核心消费群体主要集中在县、乡（镇）区域，婚寿宴、企业用酒等领域是主要的消费场所。推广方面更聚焦地面模式，更多地运用户外媒体和我们的目标消费群体进行互动。

渠道政策方面：在经销商开发上，公司改变以前省（市）代的模式，实行扁平化招商，挖掘实力与能力兼具的县（镇）级客户。为使经销商在代理公司产品过程中获得长期稳定的收益，公司在与经销商合作上也较以往做了颠覆性的改变，执行经销商“零风险退出”机制。公司承诺经销商“签约经销商在合同解除或期满之日起 20 日内，有权将打款购货的库存产品按原供货价格退还给公司”。同时，除基础合作内容外，公司引入经销商与公司共同制定联合商业计划书和市场运作的方式，充分采纳经销商的意见。正是这种渠道政策上的突破和创新，让经销商有赚钱效应，才使得公司在 2016 年开始大幅削减品类的过程中，经销商数量持续增长。

销售费用上，取消费用打包，改为中央总控双月审批制，提高费用使用效率。精细化费用投放，对低价倾销扰乱市场秩序的经销商坚决取缔。使得经销商不能像以往粗放模式下，利用销售费用去补贴渠道利润降价销售。

3. 投资要点

高毛利、大单品、放量本身是一种不可多得的结果，而不是一个普适的操作模式。舍得 16 年的收入仅为 12 年高点的 75%，但是在原有的优势市场，仍有一定的消费基础和品牌号召力，加上公司战略上的主动聚焦。毛利率提升，是由产品战略决定，是长期性的，费用率冲高，是由行业窗口期、公司体制改革等短期因素叠加。从收入弹性、毛利优化、费用空间、税负成本等四个方面说明公司业绩释放的规模。

3.1. 高毛利、大单品、放量，不可多得的业绩弹性模式

高毛利，公司次高端舍得系毛利率在 80%。较高的毛利来自于产品性能支撑。产品能够站稳较高的价位，并且收入还在增长，说明了产品当下的性价比很高，并且有能力通过不断的提升产品性能，来提高产品价格，从而提升产品毛利。

大单品，舍得占比很高。大单品既是战略选择，也是收入增长的方法。通过品牌聚焦，品牌形象强化，产品性能不断优化。聚焦资源，针对性地投放核心市场，服务核心人群，提升费用转化率。

最后，聚焦的目的，是为了放量。通过聚焦，强化品牌，优化结构的同时，释放收入增长。

高毛利、大单品、放量本身是一种不可多得的结果，而不是一个普适的操作模式。既然高毛利、大单品、放量是一个同时提升收入和毛利的业绩弹性模式，为什么没有被行业所追逐，模仿？这个问题的本质在于，高毛利、大单品、放量本身是一种结果，而不是一个普适的操作模式。薄利多销和高价低周转才是正常的规律。

什么样的公司能输出这样的业绩弹性模式？样本的结果比较清晰，收入和毛利率较大的舍得和老窖共有特征是 1、有优质基础，但经历压缩。包括品牌力，核心市场，渠道基础、消费基础。舍得 16 年的收入仅为 12 年高点的 75%，老窖仅为 72%，但是在原有的优势市场，仍有一定的消费基础和品牌号召力。2、战略上的主动聚焦。舍得和老窖都对品类进行了聚焦，保留和开发被消费者认可的产品，停止销量补偿定位不清，定位重复的产品。费用、人员等实质性的资源倾注，加速渠道开拓，终端支持优质品种高速增长。

行业层面，赛道竞争者减少，大众消费、商务消费扩容，份额加速集中。公司层面：渠道快速扩张，收复过往优势区域。聚焦核心产品，通过不断提高性能，提神性价比和竞争力，

收入增长，回归历史高位的同时，优化产品结构，提升毛利率，高质量的增长加速释放，业绩弹性较大。

3.2. 毛利率提升的长期性,以及费用率冲高的短期性

毛利率提高是长期的，可持续。我们将 2016 全年 A 股白酒上市公司的毛利水平，费用率水平进行分析统计，并将其和 2017 年报对比。我们发现，国有白酒企业平均毛利率领先于民营白酒企业，且这个趋势得到了强化和扩大，根本原因在于名酒的品牌持有基本集中在国有白酒企业手里，行业发展阶段切换过程中，品牌本身的分量越来越重要，优质品牌稀缺化，体现在毛利率差距的拉大。舍得毛利率水平在 2017 年中大幅度提升 10 个百分点，行业层面的品牌力优势的凸显是原因之一。公司聚焦次高端舍得大单品是原因之二，而这两大原因，对于公司经营而言，都是长期持续的。

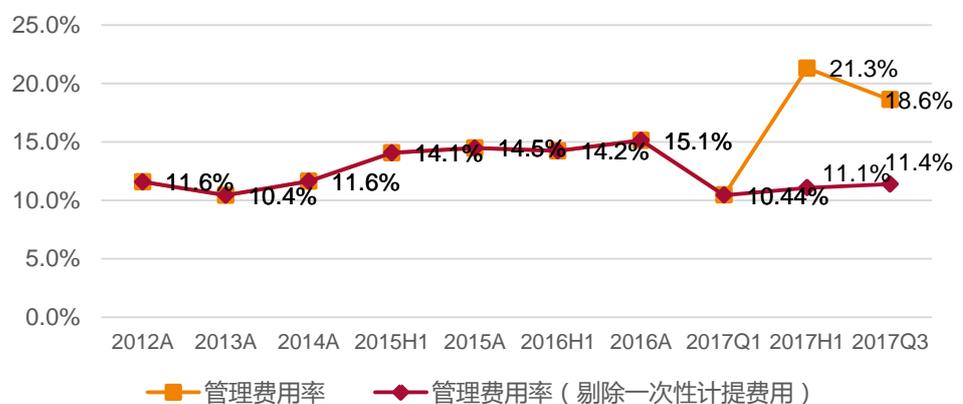
表 5：盈利能力横纵向对比

2016A	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
行业平均(整体法)	71.8%	14.0%	8.9%	-0.6%	29.0%
国有酒企平均（整体法）	73.4%	14.4%	8.9%	-0.7%	28.8%
民营酒企平均（整体法）	64.7%	12.0%	8.8%	0.0%	29.6%
舍得酒业	64.2%	21.8%	15.1%	1.4%	5.5%
2017A	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
行业平均(整体法)	74.3%	11.7%	7.6%	-0.6%	33.3%
国有酒企平均（整体法）	73.2%	12.5%	7.6%	-0.6%	32.1%
民营酒企平均（整体法）	70.2%	17.4%	7.7%	-1.2%	26.1%
舍得酒业	74.6%	29.3%	18.2%	0.0%	8.7%

资料来源：wind，天风证券研究所

管理费用短期的冲高，以及管理优化后长期的低位。公司的管理费用率，不管是在 2016 年还是在 2017 年都显著的高于行业水平。但是，我们考虑到公司 2016 年实际控制人转变，公司体制改变调整，以及 2017 年 2 季度一次性提取改制后内退员工福利之后，我们可以发现，公司经常性的管理费用开支，稳定在 11%左右，和公司历史管理费用率比较，处在一个较低的水平。如果我们将行业 7-8.5%的平均水平作为对标的标杆，公司在管理费用上的控制，仍然有 3-5 个百分点的优化空间。这个优化空间落地的来源在于 1、民营体制对于优化管理和业绩的追求。2、收入规模扩大，费用率的规模效应显现。

图 16：2012A-2017Q3 公司管理费用率

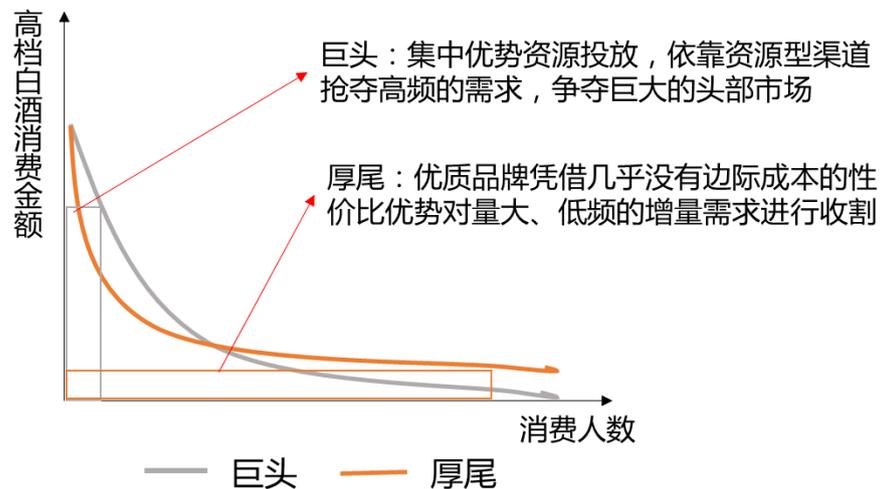


资料来源：wind，天风证券研究所

从天时、地利、人和的角度理解销售费用率。1、从长期的时空角度来看，当前强化品牌占据天时。我们再一次搬出，白酒行业阶段切换，消费基础的变革图。当消费基础从“巨

头”转变成“厚尾”的时候，对于消费基数扩大驱动的收入增长，深入消费者内心的品牌是边际成本最低的优质资产。在这样的行业背景下，加大对费用的投放，深挖已有的品牌价值，是具备天时的举动。2、从费用的投向来看，落地经销商拓展具备地利。公司销售费用主要由人员工资、广告宣传费、市场开发费用构成，三者累计占销售费用比重在 80% 以上。对于单一广告宣传的依赖已经在下降，公司更多的资源投放到市场的开发、通过人员的投放去加强渠道的管理以及终端的服务。伴随而来的，是公司经销商数量的持续增长，一年半的时间内数量净增加 75%。渠道是服务终端的载体，是行业的基础设施，基础设施的快速建设是为收入增速服务的。

图 17：行业阶段切换，消费基础换挡



资料来源：天风证券研究所

因此，通过分析我们发现，公司高毛利、大单品、放量的特征，对于投资而言，代表的是一种不可多得的弹性模式。这样的特征来自于产业层面消费基础的切换，来自于公司体制改革后，对于行业的判断，以及的践行聚焦战略。对于毛利率和费用的双高，毛利率维持高位来自于长期经营的聚焦战略决策，是可持续的。费用率的冲高，是天时地利人和所致的短期均衡现象。当条件发生改变，费用率就会下行。

3.3. 投资价值

关于业绩：公司的业绩主要由收入，毛利，费用，税负成本几个大类构成。

1、公司目前收入的增速中，包含了对于非酒类业务（医药业务）的剥离，产品系的清理、精简，以及尚未落地的定增等因素。预收账款同比大幅上升，渠道数量持续增长，舍得系快速增长，这些线索勾勒出了公司蓄势持续增长的状态，预计舍得系列维持 40-50% 的增速。

2、公司毛利率凭借产品结构的优化，已经上升到 75% 以上的水平。

3、费用方面，剔除一次性费用后的管理费用在 11 个百分点，对应 17 年的 18%，明年再不做管理优化的背景下有 7 个百分点的下降空间，进一步优化和收入增长后，有望向行业 7-8.5% 的均值靠拢。在高企的三大因素转件消除的背景下，销售费用率在 18-20 年有望逐渐下降到 30%/22%/20%。

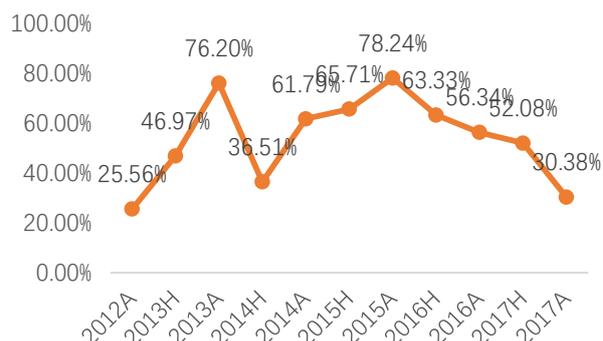
4、税负成本，公司在医药业务剥离之后，或有业务均是适用 25% 的企业所得税税率，但从公司实际的所得税水平来看，维持在 40% 以上的高位。其根本原因在于部分合并口径下子公司，尚存亏损未抵扣，发生时间主要集中在 2012-2015 年，实际所得税税率均值将重返 25% 左右的水平，同时，对于历史可抵扣亏损的利用，会使公司在未来两年内的实际所得税税率低于正常水平。

图 18：公司收入及预收账款同比增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：实际所得税税率



资料来源：wind，天风证券研究所

预计公司 18-20 年营业收入 24.5、34.3、44.0 亿元，由于收入规模的扩大和民营机制效率方面的体现，净利润为 4.8、9.07、13.8 亿元，对应 PE 为 33.00、17.5、11.5。

关于估值：

以 2018/4/11 为基准日，公司对应 18 年 28.86 倍的市盈率，18 年预测 PEG 为 0.138，未来 3 年的营业总收入和净利润的复合年增长率一致预测分别为 38%和 84%。舍得作为业绩弹性更大的小公司，估值低于千亿公司平均值，无论从 PEG 还是 PE 的角度考虑具有较高的安全边际。

表 6：千亿白酒公司 18 年估值水平

	市值 (亿元)	PE (TTM): 18	预测 PEG: 18	未来三年营收 CAGR	未来三年净利润 CAGR
贵州茅台	8861	32.7	0.754	23%	26%
五粮液	2669	30.9	0.941	24%	28%
洋河股份	1660	25.2	0.799	20%	23%
泸州老窖	896	35.0	0.682	24%	32%
平均	3521.5	30.95	0.79	23%	27%

资料来源：wind 预测估值（基准日 2018/4/11），天风证券研究所

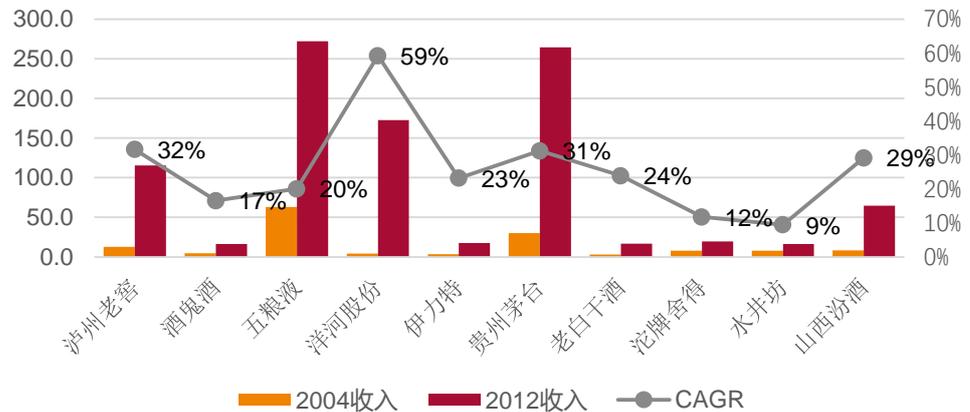
公司高毛利、大单品、放量的特征，对于投资而言，代表的是一种不可多得的弹性模式。叠加收入、毛利、费用、税负成本的改善，公司业绩年 18-20 年复合增长率超 50%。公司在 4 月 11 日的 PE (TTM) 为 108，考虑公司高增长和机制改革的潜力，给予公司 18 年 35 倍市盈率。

4. 榜样力量，洋河的同与不同

对标洋河分析公司长期成长的基因，不同于当前短期视角看舍得潜力和业绩弹性。洋河长期成长的核心在于体制保证竞争策略不断更新，战略持续领先。激励到位的优势，会在行业变革期，凭借战略规划敏锐和执行力的保证，进一步放大。舍得和洋河经历的阶段貌似不同，但本质的东西却极为相似：1、沱牌舍得和洋河在起步之前都是经历“深蹲”的名酒，有一定的品牌认知、根据地市场，但是收入规模相对历史高点大幅下滑。2、沱牌舍得和洋河均处在行业的成长期和复苏期。3、两家公司都是民营机制，激励到位，注重长期的战略管理和执行。

我们将时间往前追溯，在 2004-2012 年披露年报经营数据的白酒企业中，洋河收入规模以 9 年翻 41 倍，59% 年复合增长率排名行业第一。从销售收入行业前十开外，跃升到行业前三，从几近没落的“浓香八大名酒”到 2017 全球烈酒品牌榜全国第二，全球第三。关系到如何将企业做大，如何寻找到长期成长标的，洋河的崛起是行业内和投资者都感兴趣的问题。对于我们今天研究舍得的启示就是，不能同于当前的，短期的视角看舍得潜力和业绩弹性，因为一家具备长期成长基因的优秀公司，会在不同的阶段，适应那个阶段内特定趋势，调整其经营策略，提升公司竞争力，释放长期增长的能力。

图 20：上市白酒企业 2004-2012 年营业收入（亿元）年复合增长率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年茅台半年度营销工作会议上，集团党委书记提出的向洋河学习，学习的落脚点在于“洋河的求新、求变、求突破”。茅台高层充分给予洋河创新能力的肯定。但创新是一个保罗万象的词，我们从产品、品牌、渠道、机制等方面分解才能更好的理解。

4.1. 产品不断创新适应需求变化

白酒消费是具备人文特征的东西，既包括了传承积淀、也包括了主观感受。品质高低会受到酿造环境、工艺、原材料的影响，但正如文无第一，祖国大好河山，好山好水酿好酒的地方不在少数，知名酒企都是特定区域里消费者优中选优的结果。所以我们谈白酒企业的产品，不会去横向比较哪家企业的酒更好喝这种主观性太强的话题，我们关注的是，企业的产品如何顺应消费者，在消费者诉求发生变化的情况下，把握住机会。

4.2. 品牌在聚焦中不断壮大

从洋河曲酒到蓝色经典，蓝色经典发展丰富成海、天、梦，以及梦之蓝 3、6、9 手工班。洋河形成了海之蓝、天之蓝、梦之蓝等横跨多个价格带的全国性品牌体系。多个子品牌做到全国性规模是不容易的，茅台、五粮液、泸州老窖的收入集中在个别大单品上反映了更为普遍的业态。其背后逻辑就是大单品的打造需要资源的聚焦。在酒店为王的年代，口子窖、洋河凭借盘中盘、深度分销的模式重点打入酒店，开发核心消费群体。通过这种方式，洋河实现了海之蓝的放量。在经济较为发达的江苏省内，适应消费升级在海之蓝的基础上集中推出天之蓝，实现省内升级的同时向省外主推天之蓝。在 300 元赛道竞争者减少，次高端行情出现的时候，将梦之蓝品类进一步具化，价格下探的 M3，和提升高端的手工班。从结果看洋河的品牌数量在不断的丰富，但从过程看，洋河的每一步都针对市场特征的聚焦，在特定时间区间内，聚焦于重点品牌。

4.3. 渠道不断优化和输出管理

从洋河的年报中，大家最容易得出来的结论就是：洋河费用率很低，并具有高达 5000 人的销售人员，行业之最。然后得出结论洋河的渠道能力，在于大量销售人员组成的深度分销队伍。这其实是一种误解。企业集中资源，大笔费用，招募人员投入到渠道中，模仿洋河的深度分销模式，很多时候人多了，销量并没有上去。跟踪洋河的渠道行为的变动，其本质上是在输出管理，优化管理。洋河从省内渠道管理形成一套体系之后，向周边新江苏

市场推广。随着省级层面的区域划分涉及层级太多，下沉到以县为单位复制渠道管理体系。洋河的下设分公司和办事处管理业务人员进行市场推广和产品销售，对经销商进行工作指导。近期洋河建设中的 SFA (销售能力自动化) 系统，其功能是对每一个客户，销售交易，通过数据分析进行管理。

4.4. 体制是竞争策略持续更新，战略领先的保证

产品不断创新适应需求变化，品牌在聚焦中不断壮大，渠道不断优化和输出管理。这样的洋河，乘上了行业黄金十年的快车，实现了高速的持续增长。其长期成长的核心在于体制保证竞争策略不断更新，战略持续领先。激励到位的优势，会在行业变革期，凭借战略规划敏锐和执行力的保证，进一步放大。

实现了管理层和股东利益的一致。洋河在 09 年上市前已经完成了两轮股权结构的变更，到 2016 年，公司实现了高管普遍持股的状态。公司大量的股权被管理层持有，管理层才会对于长期收入、利润，市值等指标有长远的规划，和落地的执行。尤其在于行业成长和复苏阶段这些变革性的阶段，洋河用 10 年的经营成果，向投资人传递的信号是：激励到位的优势，会在行业变革期，凭借战略规划的敏锐和执行力的保证，进一步放大。

图 21：2016A 公司股权结构图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.5. 再看舍得长期成长基因

我们在前三章中剖析了行业格局，公司优势，以及落实到业绩的投资价值。得出结论的维度限定在了未来三年之内。但是我们不得不强调的是，舍得是一家和洋河类似具备长期成长基因的公司。

舍得和洋河经历的行业阶段貌似不同，但本质的东西却极为相似：1、沱牌舍得和洋河在起步之前都是经历“深蹲”的名酒，有一定的品牌认知、根据地市场，但是收入规模相对历史高点大幅下滑。2、沱牌舍得和洋河均处在行业的成长期和复苏期。3、两家公司都是民营机制，激励到位，注重长期的战略管理和执行。

表 7：洋河与舍得的同与不同

	洋河股份	沱牌舍得
不同点		
品牌环境	媒体匮乏年代，长期电视媒体的轰炸，转换效果非常好。重金打造品牌性价比很高，蓝色经典品牌力快速提升	媒体渠道多元化，传统媒体投放转换效率较低，优质品牌稀缺。运营品牌、聚焦品牌形象价值凸显
产品战略	满足多元需求，逐步做加法。政商	聚焦战略，产品线做减法。舍得定位

消费高速发展的阶段，围绕经销商、次高端，第一文化名酒。沱牌定位大酒店聚焦推出大单品。紧跟消费升级，升级主力产品、丰富产品线

行业阶段	量价齐升黄金十年，政商消费蓬勃 发展	差异化复苏，大众消费增量弹性越来越大
------	-----------------------	--------------------

相同点

- 1、沱牌舍得和洋河在起步之前都是经历“深蹲”的名酒，有一定的品牌认知、根据地市场，但是收入规模相对历史高点大幅下滑。
- 2、沱牌舍得和洋河均处行业变革期，洋河起步于行业成长期和舍得起步于行业复苏期。激励到位的优势，会凭借战略规划敏锐和执行力的保证，进一步放大。
- 3、两家公司都是民营机制，激励到位，注重长期的战略管理和执行。

资料来源：公司年报，天风证券研究所

5. 未来发展的核心路径

适应消费基础重构的趋势。在消费基础从巨量的头部市场向逐渐增厚的厚尾市场转变的过程中。企业要做的是适应趋势，在这个过程中去主导品牌和产品经营，将客户定位于终端消费者，而非渠道上的经销商，加强对于渠道的管理，重构在价值链上的布局。

1、利用媒体渠道多元化背景，实现品牌强化。优秀的白酒企业不再是仅仅是一家生产企业，而是输出产品、和品牌的企业。品牌力，不再是广而告之的 1.0 版本，而是具备认同、传播和社交属性的 2.0 版本。当前行业背景下有两个的大趋势 1、消费基础从巨头变为厚尾之后，逐渐增厚的尾部，企业用什么去覆盖？去抢夺？最有效的方法，一定是边际成本最低的方法，这个是效率优势。边际成本最低的方法不是去铺货，去盘中盘，去开发更多的经销商资源，而是去强化、具化品牌形象，圈住目标消费群体对于品牌的认同感，和别的品牌进行区分。2、媒体渠道多元化背景下，利用媒体去刺激消费者，提升品牌形象和价值的边际效用在集聚弱化。利用好已有优质品牌的稀缺性，通过聚焦产品，针对目标消费群体，利用好多元的媒体手段和渠道去服务和营销，强化品牌力。

2、破局大单品和多品类，关键在强调新品性价比。聚焦战略的背景下，产品的品牌力不断的向最优质的产品聚焦，同时也会被动放弃原有的需求。大单品和多元化需求的满足天然背离的，对于在恰当阶段的公司而言，大单品对于业绩弹性的贡献是巨大的，但是当大单品对应的需求趋于饱和之后，天花板会出现。不少的企业也是在大单品战略和多产品系战略中不断地根据企业主力产品带，根据地市场消费能力，竞争格局等基本情况进行动态地调整。

洋河经验的指导意义在于，聚焦是手段，多品类是经营结果。在行业消费基础向厚尾变化的时代背景下，个人消费者无论在哪一个消费阶层上，都倾向于品质的，具备性价比的产品。洋河经验的指导意义在于，聚焦是手段，多品类是经营结果。在强调性价比的消费基础（大众）崛起的背景下，强调性价比，只推出具备品质保证，价格定位不打乱品牌定位产品创新，是兼顾了大单品优点和多品类战略的时代机会。

3、优化强化对于已经成型渠道体系的管理。经销商在渠道中扮演了很多的角色，包括销售，库存，市场开拓，消费者服务，经销商提供的服务越多，白酒企业对其依赖程度越高，经销商议价能力越高，优点和缺点也伴随而来。以往企业要算的一笔账就是收入规模，和让利程度之间找一个最优区间。

但是，行业的趋势是零散的个人消费者占比将逐步提高，且体量的增加不可忽视的背景下，企业应该将客户定位于终端消费者而非经销商，那么企业需要抢夺的其实是消费者而不是经销商。长期来看，依赖大经销商经营市场的模式，对于企业而言，其实是在逐步的放弃自己的客户。优化、强化对于渠道的管理，而不是简单的费用投放费用，在和经销商一起

合作服务消费者的过程中，企业负责输出品牌、产品，维持产品价格稳定，经销商负责对消费者和实现销售。扎实耕耘目标消费群体，是长期竞争中的优势策略。

6. 投资建议：

我们对公司各项业务做如下预测：

1：聚焦次高端，所有资源发力核心区域。舍得酒毛利率达到 80%以上，净利率超过 30%。放量带来很大弹性。新品智慧舍得带来更大弹性。2：突破新区域，18-19 年重点发力华中发达地区和华东发达地区（保持每年 100-150%以上增长），采用市一级强化渗透策略。并优化原有山东，河南，东北，四川等区域（保持每年 30-50%增长）。3：民营机制优势突出。小商制逐步实现经销商控制性高，渠道利润超高，品牌强化性价比提升复购率的正向循环，逐步完成部分全国化（在 20 个省确认有部分区域做透）。基于以上逻辑，我们预测 18-20 年营业收入分别增长 49.6%、40%、28.29%，归母净利润分别增长 234.58%、88.83%、52.48%。

2017 年营收同比增长 12.10%，低于我们的预期 26.80%。由于 17 年加大产品市场开发投入增加，以及因销售人员增加相应的工资及社保、差旅费等相关费用增加，并计提内退员工内退福利按照准则规定一次性计入费用，销售费用和管理费用比 16 年提高 2.239 亿，期间费用率由 38.32%提高至 47.52%，导致净利润增长不及预期。聚焦舍得系列，持续演绎高毛利、大单品、放量的业绩逻辑，民营机制保证竞争策略不断更新，战略持续领先。激励到位的优势，会在行业变革期，凭借战略规划敏锐和执行力的保证，进一步放大。基于以上原因，我们谨慎调整盈利预测，上调 2018-2019 年营收 24.5、30.5 亿至 24.5、34.3 亿，调整 2018-2019 年归母净利润 5.5、8.4 亿元至 4.8、9.07 亿元。预计公司 18-20 年营业收入 24.5、34.3、44.0 亿元，净利润 4.8、9.07、13.8 亿元。考虑到公司未来三年复合增速超过 60%，给予 18 年 35 倍市盈率，目标价 50 元，12 个月目标空间 20%，给与“买入”评级。

7. 风险提示

食品安全风险，宏观经济增速下滑风险，重点区域销售不及预期风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	541.27	1,137.25	196.09	274.52	1,308.17	营业收入	1,461.58	1,638.44	2,451.11	3,431.55	4,402.33
应收账款	59.96	52.69	134.72	28.91	45.27	营业成本	523.87	415.90	625.03	810.53	999.33
预付账款	1.06	88.65	23.17	56.23	72.94	营业税金及附加	165.58	225.00	296.53	425.04	484.26
存货	2,175.20	2,312.47	3,162.51	4,333.52	4,517.82	营业费用	318.06	479.63	576.01	617.68	660.35
其他	58.11	177.29	234.89	238.72	377.56	管理费用	221.00	298.67	306.39	360.31	462.25
流动资产合计	2,835.59	3,768.36	3,751.37	4,931.91	6,321.77	财务费用	20.97	0.35	21.00	13.39	10.87
长期股权投资	219.91	13.98	13.98	13.98	13.98	资产减值损失	22.32	18.05	5.00	5.00	5.00
固定资产	570.79	505.53	562.47	611.11	641.79	公允价值变动收益	(0.24)	0.11	1.00	(0.67)	0.11
在建工程	68.01	153.02	127.81	124.69	104.81	投资净收益	(9.00)	(0.11)	1.94	1.94	1.94
无形资产	163.98	149.81	144.56	139.31	134.07	其他	18.47	(1.00)	(8.01)	(2.55)	(4.10)
其他	106.81	108.23	99.96	98.02	96.30	营业利润	180.55	201.85	626.22	1,200.86	1,782.33
非流动资产合计	1,129.51	930.58	948.79	987.12	990.95	营业外收入	6.68	6.14	6.34	6.39	6.29
资产总计	3,965.10	4,698.94	4,700.16	5,919.03	7,312.72	营业外支出	3.52	3.86	2.66	3.35	3.29
短期借款	836.00	644.17	398.20	122.25	0.00	利润总额	183.71	204.13	629.89	1,203.90	1,785.33
应付账款	351.53	612.46	393.91	1,008.41	876.36	所得税	103.51	62.02	151.17	300.98	410.63
其他	448.98	734.84	878.84	1,020.51	1,491.84	净利润	80.20	142.11	478.72	902.93	1,374.70
流动负债合计	1,636.51	1,991.47	1,670.95	2,151.17	2,368.20	少数股东损益	0.00	(1.47)	(1.65)	(4.14)	(8.40)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	80.20	143.57	480.37	907.07	1,383.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.24	0.43	1.42	2.69	4.10
其他	3.27	52.60	19.79	25.22	32.54						
非流动负债合计	3.27	52.60	19.79	25.22	32.54						
负债合计	1,639.78	2,044.07	1,690.74	2,176.38	2,400.73	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.00	170.91	169.35	165.27	157.06	成长能力					
股本	337.30	337.30	337.30	337.30	337.30	营业收入	26.42%	12.10%	49.60%	40.00%	28.29%
资本公积	801.97	841.40	841.40	841.40	841.40	营业利润	564.71%	11.80%	210.24%	91.76%	48.42%
留存收益	1,988.02	2,146.66	2,502.77	3,240.07	4,417.63	归属于母公司净利润	1025.11%	79.02%	234.58%	88.83%	52.48%
其他	(801.97)	(841.40)	(841.40)	(841.40)	(841.40)	获利能力					
股东权益合计	2,325.32	2,654.87	3,009.42	3,742.64	4,911.99	毛利率	64.16%	74.62%	74.50%	76.38%	77.30%
负债和股东权益总计	3,965.10	4,698.94	4,700.16	5,919.03	7,312.72	净利率	5.49%	8.76%	19.60%	26.43%	31.42%
						ROE	3.45%	5.78%	16.91%	25.36%	29.09%
						ROIC	3.38%	5.57%	23.74%	29.20%	39.49%
						偿债能力					
						资产负债率	41.36%	43.50%	35.97%	36.77%	32.83%
						净负债率	19.55%	9.89%	8.73%	29.30%	36.23%
						流动比率	1.73	1.89	2.25	2.29	2.67
						速动比率	0.40	0.73	0.35	0.28	0.76
						营运能力					
						应收账款周转率	27.78	29.09	26.16	41.94	118.69
						存货周转率	0.68	0.73	0.90	0.92	0.99
						总资产周转率	0.38	0.38	0.52	0.65	0.67
						每股指标(元)					
						每股收益	0.24	0.43	1.42	2.69	4.10
						每股经营现金流	0.68	1.26	-1.41	1.82	4.20
						每股净资产	6.89	7.36	8.42	10.61	14.10
						估值比率					
						市盈率	168.32	94.02	28.10	14.88	9.76
						市净率	5.81	5.43	4.75	3.77	2.84
						EV/EBITDA	31.17	61.22	20.16	10.68	6.66
						EV/EBIT	38.83	76.14	21.36	11.05	6.83

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com