

# 聚焦次高端品味舍得，打造独有“智慧”品牌 IP

公司深度研究

马浩博(分析师)

18917609091

证书编号: S0280518060002

## ● 天洋控股，机制放活。

公司民营体制，天洋集团持股沱牌舍得集团70%股份，间接控股舍得酒业，天洋入主以来，治理结构和人员效率显著改善，明确产品定位，成立沱牌、舍得双品牌运营公司，推进渠道扁平化。2017年营收16.38亿元，同比增长，归母净利润1.44亿元，同比增长79.02%；2018Q1营收5.2亿元，同比增长22%；归母净利润0.83亿元，同比增长103%，公司发展驶入快车道。

## ● 产品定位次高端，聚焦品味舍得，品牌聚焦“智慧”打造 IP。

提炼品牌核心价值“智慧”，打造“舍得智慧大讲堂”独有 IP，寻求与目标消费群体深度互动。2017年公司梳理产品线，聚焦品味舍得，着力打造次高端大单品，剥离药业后，主业白酒占比大幅度提高，中高档白酒产品占比93%，其中舍得系列已经超过70%，产品结构进一步优化。盈利能力方面，2017年公司毛利率/净利率分别74.6%/8.67%，较2016年分别上涨10.5pct/3pct；同时加大费用投入，两费占比47.5%，较2016年上涨10.6pct，费用投放效用滞后，期待2018年放量。

## ● 板块深耕加速全国化，推进核心门店联盟体化。

经销商模式方面，公司采用扁平化经销商的渠道策略，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，经销商定位为平台商，作为销售服务平台负责包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。扁平化分销+小商运作，有利于市县级市场渠道深耕和下沉。板块销售方面，西南、河南、华北、华中及东北等核心区2017年收入贡献率超90%，2018年持续推进板块内区域深耕和产品全国化招商布局。公司目前已经在全国建立起了5000-6000个联盟体核心门店，根据此前定增的方案，公司拟在全国开发10000+个联盟体门店。

## ● 首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计2018-2019年收入分别为24.08亿/33.02亿，同比47.0%/37.1%，EPS分别为1.22元/2.00元，同比184%/64%，对应PE 27/16倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

## ● 风险提示：食品安全风险，重点市场销售不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1462	1,638	2,408	3,302	4,335
增长率(%)	26.4	12.1	47.0	37.1	31.3
净利润(百万元)	80.2	144	411	674	1,000
增长率(%)	1025.1	79.0	186.6	63.7	48.4
毛利率(%)	64.2	74.6	78.9	80.8	81.6
净利率(%)	5.5	8.8	17.1	20.4	23.1
ROE(%)	3.4	5.4	13.5	18.1	21.2
EPS(摊薄/元)	0.24	0.43	1.22	2.00	2.96
P/E(倍)	136.52	76.3	26.6	16.3	11.0
P/B(倍)	4.71	4.4	3.8	3.1	2.4

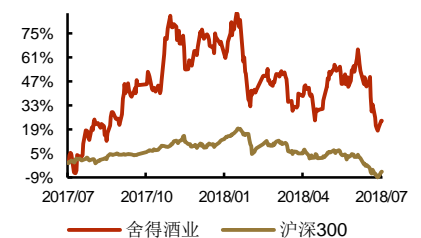
## 推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.07.10

收盘价(元):	33.51
一年最低/最高(元):	24.35/51.52
总股本(亿股):	3.37
总市值(亿元):	113.03
流通股本(亿股):	3.37
流通市值(亿元):	113.03
近3月换手率:	114.27%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.93	-1.06	29.08
绝对	-20.4	-11.28	23.7

## 相关报告

## 目 录

1、 天洋入主，机制放活.....	4
1.1、 从“沱牌曲酒”到“舍得酒业”.....	4
1.2、 天洋控股集团：产业多元，综合性运营集团.....	4
1.3、 聚焦白酒次高端，营收驶入快车道.....	5
2、 聚焦次高端“品味舍得”，收获结构性扩容红利.....	6
2.1、 结构性扩容次高端受益大，价位段内品牌集中度有望持续提升.....	6
2.1.1、 白酒主流消费价格整体上移，次高端容量未来 3-5 年有望破千亿.....	6
2.1.2、 次高端将成全国性名酒主战场，品牌集中度将持续提升.....	7
2.2、 “核心门店+核心品牌 IP”，次高端比拼系统化营销实力.....	7
2.2.1、 品牌建设：智慧讲堂增强品牌文化属性.....	8
2.3、 分品牌运营，聚焦次高端“品味舍得”.....	9
3、 板块深耕加速全国化，推进核心门店联盟体化.....	10
3.1、 “板块市场深耕+加速全国化”两手抓.....	10
3.2、 渠道扁平化，强化终端掌控，加强品牌建设.....	11
3.2.1、 扁平化招商，优化经销体系.....	11
3.2.2、 精细化管理，推进核心门店联盟体化.....	11
4、 费用投放力度大，充分体现民营企业“狼性文化”.....	12
4.1.1、 市场费用投放灵活，充分配套支持品牌和渠道发展.....	12
4.1.2、 核心产品渠道利润充足，渠道推力强.....	13
4.2、 人员激励机制改革到位.....	13
4.3、 营销模式导致费用同比增加，未来费用率有望趋于稳定.....	14
4.4、 机制理顺短期费用影响逐步消除，净利率有望提升到合理水平.....	14
5、 盈利预测.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

图 1： 舍得酒业发展历程.....	4
图 2： 公司产品结构变化.....	4
图 3： 2012-2015H1 天洋集团收入及利润.....	5
图 4： 天洋集团控股公司结构.....	5
图 5： 2010-2018Q1 公司收入及同比增速.....	5
图 6： 2010-2018Q1 公司归母净利润及同比增速.....	5
图 7： 2012-2017 年公司各业务收入占比.....	6
图 8： 2012-2017 年公司各业务收入及其同比.....	6
图 9： 茅台一批价格的上涨，带动高端白酒整体进入提价周期.....	6
图 10： 消费升级助推次高端白酒扩容.....	6
图 11： 中国高净值人群数量及同比.....	6
图 12： 次高端酒 CR6 38%，集中度较低.....	7
图 13： 高端白酒增长逻辑.....	8
图 14： 次高端白酒增长逻辑.....	8
图 15： 公司各类消费者品鉴会活动.....	8
图 16： 舍得智慧讲堂节目.....	8
图 17： 舍得酒业产品结构.....	10

图 18: 2017Q3 公司各地区营收(万元)及同比 .....	10
图 19: 舍得酒业分区域销售占比 .....	10
图 20: 舍得酒业对经销商进行优化 .....	11
图 21: 舍得酒业经销商数量变化 .....	11
图 22: 舍得扁平化 渠道管理体系 .....	12
图 23: 水井坊新总代模式 .....	12
图 24: 舍得联盟体门店建设规划 .....	12
图 25: 舍得联盟体门店支持 .....	12
图 26: 舍得酒业加强市场费用管控 .....	13
图 27: 2012 年来舍得酒业销售费用及同比 .....	13
图 28: 品味舍得渠道利润比较 .....	13
图 29: 公司销售人员工资薪酬 .....	14
图 30: 舍得酒业日常考核 KPI 体系 .....	14
图 31: 舍得酒业费用率变化趋势 .....	14
图 32: 舍得酒业、水井坊、汾酒、酒鬼酒销售费用率 .....	14
图 33: 2012 年来舍得酒业毛利率 .....	15
图 34: 2012 年来舍得酒业净利率 .....	15
图 35: 2017 年白酒上市公司净利率 .....	15
表 1: 全国次高主要次高端品牌 .....	7
表 2: 次高端白酒表现的特点 .....	8
表 3: 舍得&沱牌主要产品结构 .....	9
表 4: 重点市场、一般市场、顺带市场运作方式 .....	10
表 5: 舍得酒业直控终端管理体系 .....	11
表 6: 可比公司估值 .....	15

## 1、天洋入主，机制放活

### 1.1、从“沱牌曲酒”到“舍得酒业”

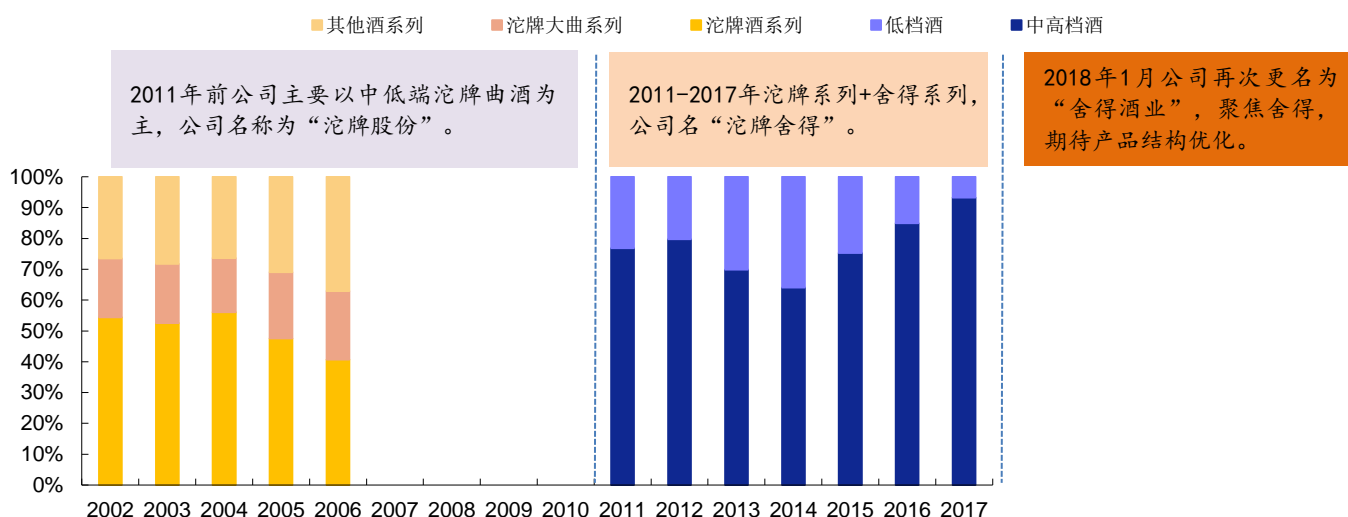
**注册名更迭反映公司产品战略变化。**20世纪90年代，公司以中低端沱牌曲酒为主，故命名“沱牌股份”；为占据次高端有利地位，公司开发舍得系列，2011年形成“沱牌”+“舍得”两大产品，“沱牌舍得”由此而来。2016年白酒行业回暖，消费升级助推次高端扩容，公司舍得系列持续放量，中高端白酒占比提升明显(2017年达93%)，2018年公司更名为“舍得酒业”，聚焦舍得品牌。2016年6月天洋入主舍得酒业，体制民营，经营管理柔性更大，期待公司管理效率提升。

图1： 舍得酒业发展历程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2： 公司产品结构变化

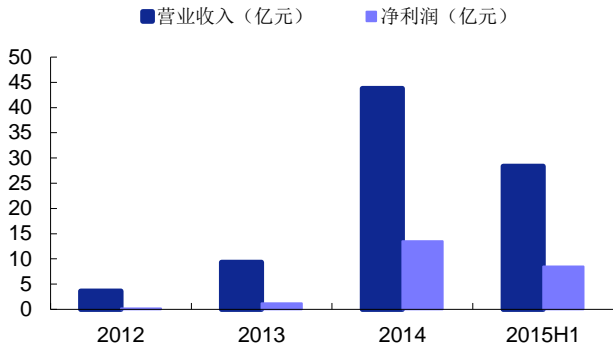


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.2、天洋控股集团：产业多元，综合性运营集团

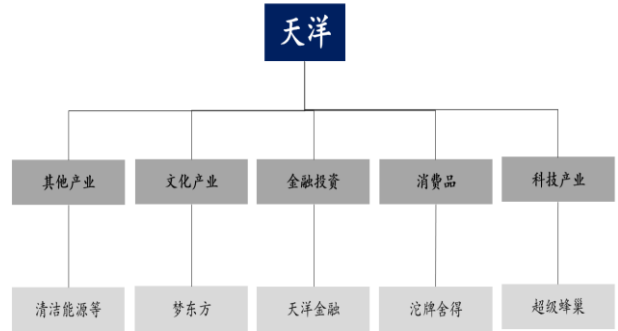
**天洋集团产业多元，期待改革红利持续释放。**天洋控股集团横跨文化产业、科技产业、消费品、金融投资和其他产业，旗下拥有梦东方集团和舍得酒业两家上市公司。近年来，天洋集团营收和利润高速增长，2012-2014年集团营收、归母净利润CAGR分别达到246.5%、721.2%，表现出较强的经营实力。

图3: 2012-2015H1 天洋集团收入及利润



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图4: 天洋集团控股公司结构



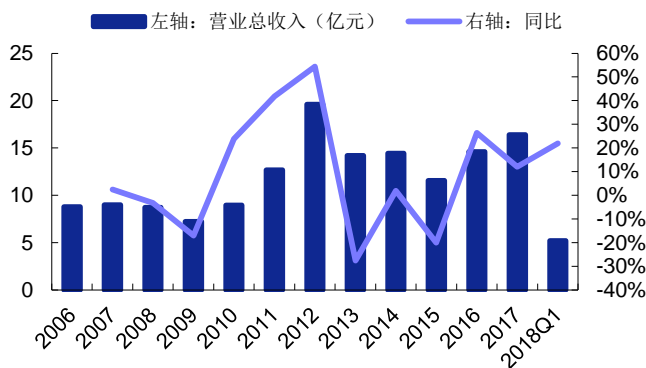
资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

### 1.3、聚焦白酒次高端，营收驶入快车道

(1) 剥离医药专注酒业。在2017年8月之前，公司的主要业务主要包括白酒业务和医药业务，其中白酒业务为主，2012-2017 酒业收入占比一直在 80% 以上。公司改制后，于 2017 年 8 月彻底剥离医药业务，更加专注于做大做强白酒业务，2017 年酒业占比 90%。

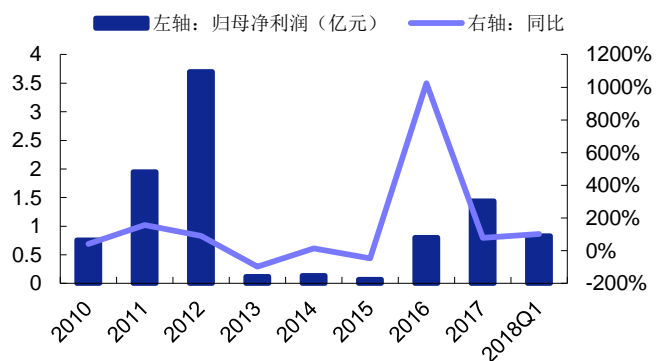
(2) 聚焦次高端品味舍得，营收驶入快车道。“川酒六朵金花”之一沱牌曲酒是中国老名酒之一。在上一轮白酒周期中，依托中高端品牌“舍得”，2012 年实现收入 19.6 亿，达到历史高峰，随着 2013 年行业深度调整期到来，沱牌、舍得品牌逐步收缩在西南（四川遂宁、射洪）、河南、东北、山东等地基础市场，2015 年公司收入下滑到 11.6 亿。2016 年，受益于行业复苏，叠加公司改制，业绩企稳回升，2017 年营收 16.38 亿元（+12.1%），归母净利润 1.44 亿元（+79.2%），发展进入新的增长期，2018 年营收有望突破 20 亿历史高峰。

图5: 2010-2018Q1 公司收入及同比增速



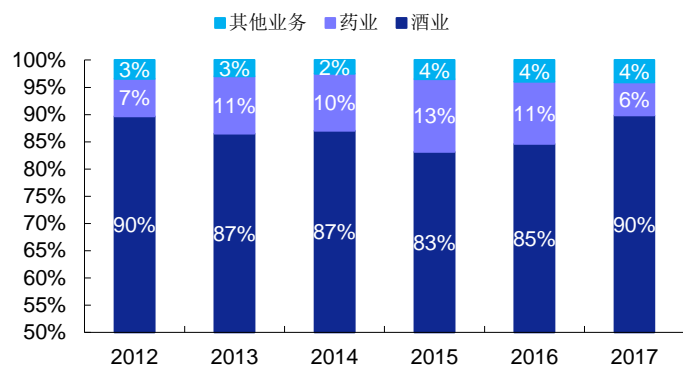
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图6: 2010-2018Q1 公司归母净利润及同比增速



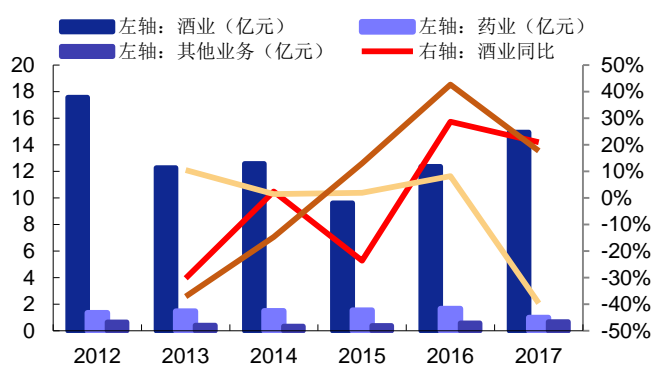
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图7： 2012-2017 年公司各业务收入占比



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图8： 2012-2017 年公司各业务收入及其同比



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

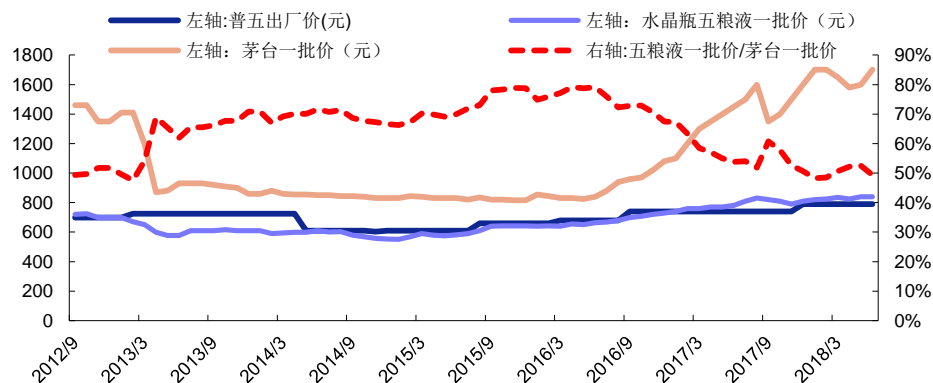
## 2、 聚焦次高端“品味舍得”，收获结构性扩容红利

### 2.1、 结构性扩容次高端受益大，价位段内品牌集中度有望持续提升

#### 2.1.1、 白酒主流消费价格整体上移，次高端容量未来 3-5 年有望破千亿

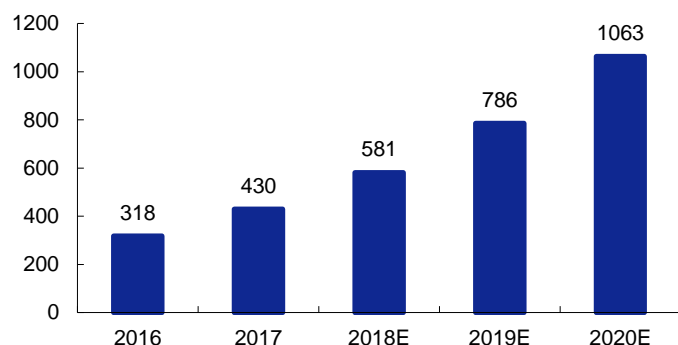
中产阶级崛起，高端白酒天花板打开，次高端有望破千亿。新兴中产阶层的壮大，为消费升级提供了支撑，随着茅台价格天花板拉升，行业主流消费价格带整体上移，次高端性价比凸显。按照我们测算目前次高端白酒市场有 430 亿元市场，而中高端白酒市场有 2000-2500 亿元，按照每年有 8-10% 的中高端白酒进入次高端来计算，我们预计到 2020 年次高端白酒市场有望达到千亿水平，届时次高端市场将成为全国性名酒企业的发展主阵地。

图9： 茅台一批价格的上涨，带动高端白酒整体进入提价周期



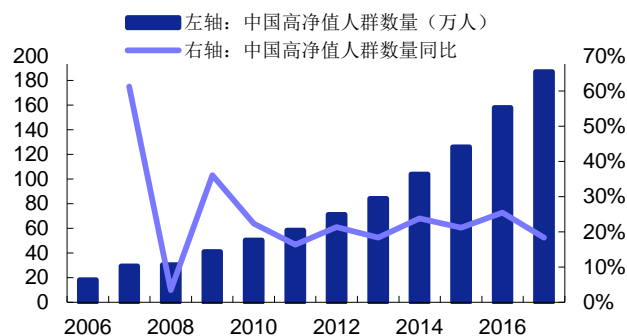
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图10： 消费升级助推次高端白酒扩容



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所测算

图11： 中国高净值人群数量及同比

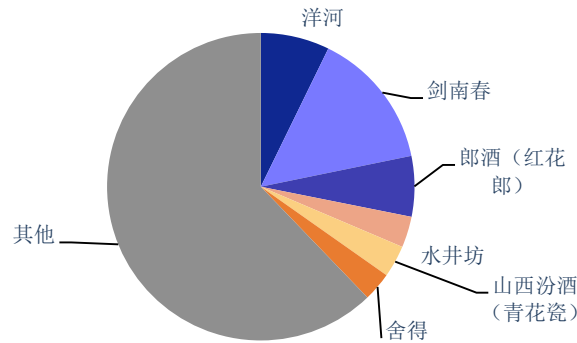


资料来源：招商私人财富报告，新时代证券研究所

### 2.1.2、次高端将成全国性名酒主战场，品牌集中度将持续提升

次高端品牌缩减，全国名优品牌或将受益。零售端 300 元以上且能够全国化销售 10 亿+的白酒品牌从 2012 年 50+ 缩减至不到 10 个，品牌数缩减 80%+，次高端品牌大幅度缩减，洋河股份、山西汾酒等全国化品牌将从中受益。

图12: 次高端酒 CR6 38%，集中度较低



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

表1: 全国次高主要次高端品牌

公司名称	主要产品	优势区域
洋河股份	梦 3、梦 6	江苏为主，打造鲁、豫、皖、冀、鄂、赣等新江苏市场
水井坊	臻酿 8 号、井台	全国销售
山西汾酒	青花系列	全国，重点打造河北、山东和河南等环江西市场
今世缘	国缘系列	以江苏为主，重点在北京和上海
舍得酒业	品味舍得	全国销售，重点东北、山东、河南等
酒鬼酒	酒鬼系列	以湖南为核心，重点打造河北、山东和河南市场
剑南春	水晶剑	全国销售
郎酒	红花郎	全国销售

资料来源: 各公司年报, 新时代证券研究所

### 2.2、“核心门店+核心品牌 IP”，次高端比拼系统化营销实力

核心门店对应区域核心圈层，对应着高端/次高端消费能力，存量竞争时代抢夺核心门店已成常态化。如何抢占更多核心门店？如何提升核心门店单店产出？考验的是系统化营销能力：产品铺货、陈列生动化、客情维护、库存价格管理、团购资源挖掘等等方面。

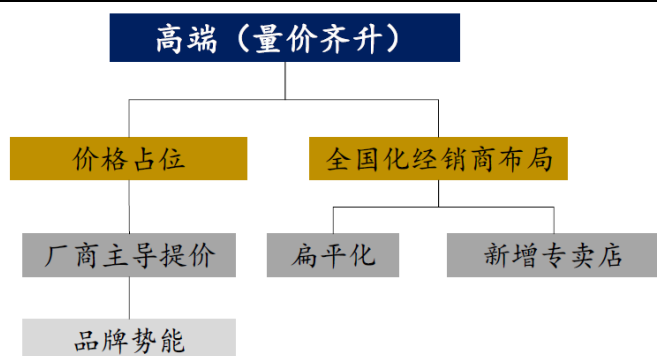
消费者主权时代下，决策权重新回归消费者，品牌的意义再次凸显，如何提炼品牌独有 IP，讲好品牌故事，实现与目标消费群深度互动已成为新阶段营销不可回避的问题，如舍得以“智慧”为 IP 输出“舍得智慧大讲堂”、水井坊以“600 年，每一杯都是活着的传承”落地“壹席”高端品鉴等等。

表2: 次高端白酒表现的特点

维度	特点
提价逻辑	温和提价，改善渠道利润、旺季前提前抢占经销商资金库存资源的战术性提价。
销售体量	40-50 亿的体量是成为全国化白酒品牌的门槛。除剑南春外，次高端的主要品牌体量还处于 10-30 亿之间，基本集中在 3-5 个省，平均每个省有 1-5 亿左右的销售规模，并未成为全国化的品牌。
消费群体	本轮支撑白酒复苏的消费主体已经变为民间大众消费，白酒营销回归消费品本质。
运作方式	终端门店是连接品牌和消费者的毛细血管节点。我们认为，同日化、饮料、啤酒、液奶等消费品一样，终端门店将成为未来白酒品牌争夺消费者的重要战场。

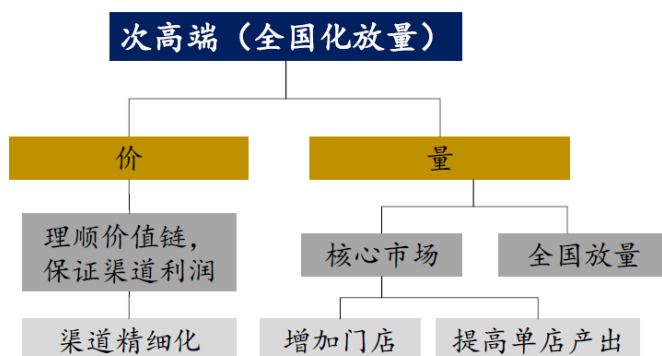
资料来源：酒业家，新时代证券研究所整体

图13: 高端白酒增长逻辑



资料来源：新时代证券研究所整理

图14: 次高端白酒增长逻辑



资料来源：新时代证券研究所整理

### 2.2.1、品牌建设：智慧讲堂增强品牌文化属性

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

图15: 公司各类消费者品鉴会活动



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图16: 舍得智慧讲堂节目







资料来源：公司官网，新时代证券研究所



### 2.3、分品牌运营，聚焦次高端“品味舍得”

“沱牌——整合梳理老产品，重塑大众酒产品——天曲、特曲、优曲。改制之后，公司积极梳理沱牌系列产品线，大力度清理贴牌包销产品，淘汰原有老产品，并于2016年11月上市天曲、特曲、优曲三大沱牌系列战略新品，终端价分别在160元、130元、80元左右。舍得：升级中高端，继续聚焦次高端品牌发展。舍得酒是公司中高档酒的代表，舍得系列核心是品味舍得、智慧舍得。

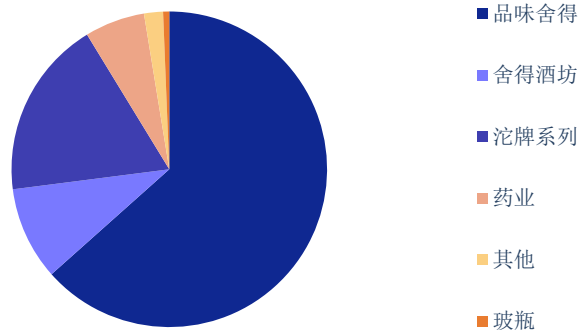
表3: 舍得&沱牌主要产品结构

系列	品牌	终端价位段	终端形象	定位
沱牌	天曲	160元		拥有名酒基因，天特优重塑中档酒产品价格带
	特曲	130元		
	优曲	80元		
	沱小九	150元		
陶醉系列	陶醉 606	300元		
	陶醉 906	400元		
舍得	舍得酒坊	200-300元		升级中高端，继续聚焦次高端品牌
	品味舍得	400-500元		
	水晶舍得	600-700元		
	智慧舍得	600-700元		
酱香型系列	吞之乎	1980元		定位超高端白酒市场，秉承“精中选精，优中选优”的酿造传统。
	天子呼	4000元以上		

资料来源：公司官网，京东商城，新时代证券研究所整理

沱牌”、“舍得”双品牌运营，聚焦次高端品味舍得；丰富产品线，以吞之乎对标茅台，智慧舍得打开“品味舍得”产品消费升级边界。重点运营舍得品牌，2017年公司舍得系列营收占比70%左右，产品结构进一步优化。

图17: 舍得酒业产品结构



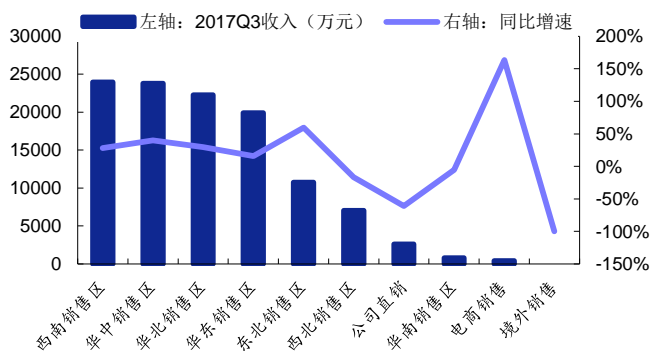
资料来源：公司年报，新时代证券研究所测算

### 3、板块深耕加速全国化，推进核心门店联盟体化

#### 3.1、“板块市场深耕+加速全国化”两手抓

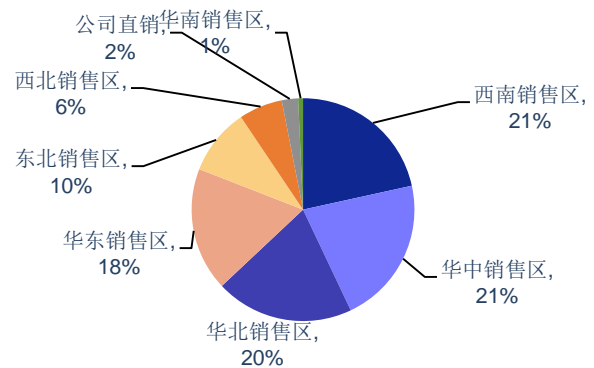
公司重点区域西南、华中、华北、华东和东北这前五大核心区域销售占比在90%以上，其中核心区域川渝、河南、山东、东北占份额比较大，预计占全国销售收入的70%左右。公司将市场划分为重点市场、一般市场和顺带市场，因地制宜实施不同的市场战略。2017年3月，公司开始加大舍得全国化招商布局，在公司传统的川渝、河南、东北、山东以及京津冀等具备一定品牌基础的市场之外，通过经销商招商布局，加快全国化的步伐。据2017年已有数据来看，华东华南整体增速较慢，公司品牌认知度还比较低，需要逐步营造品牌的市场氛围、打开局面。

图18: 2017Q3公司各地区营收(万元)及同比



资料来源：Wind 资讯，公司公告，新时代证券研究所

图19: 舍得酒业分区域销售占比



资料来源：Wind 资讯，公司公告，新时代证券研究所

表4: 重点市场、一般市场、顺带市场运作方式

市场	运作方法
重点市场	配置专门队伍来布局与推广，集中所有财力，物力，人力主抓核心终端
一般市场	由1人管理多个市场，适度进行市场费用投入
顺带市场	主要由经销商负责，厂家不直接投入费用

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

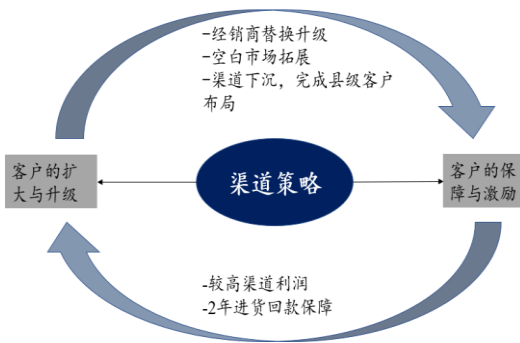
### 3.2、渠道扁平化，强化终端掌控，加强品牌建设

#### 3.2.1、扁平化招商，优化经销体系

舍得酒业采用扁平化经销商的渠道策略，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，经销商定位为平台商，作为销售服务平台负责包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。扁平化分销模式下，经销商规模较小，多立足于市级和县级市场精耕。公司的渠道招商，是对经销商的梳理和布局，针对老经销商进行替换和升级，新市场重点在空白市场拓展和渠道下沉。目前核心市场已经做到以县为单位，根据经销商下线网络和能力分品类招商。具体的思路是：

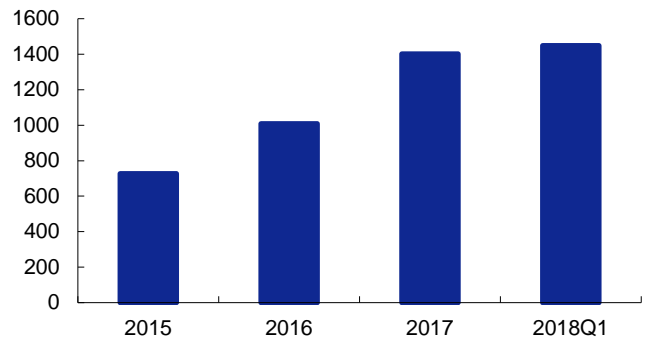
- 1) 公司品牌策略的转变，需要可以适应公司新品及新战略的客户，需要原有客户做出改变。
- 2) 新品的开发需要拓展空白市场，需要更多新客户的加入。
- 3) 针对经销商合理的激励及保障机制：给予渠道经销商较高经营利润，保持渠道积极性；2年内销量不能完成且不再从事公司经销商的客户，可按进货价回款，免去后顾之忧。

图20： 舍得酒业对经销商进行优化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

图21： 舍得酒业经销商数量变化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

#### 3.2.2、精细化管理，推进核心门店联盟体化

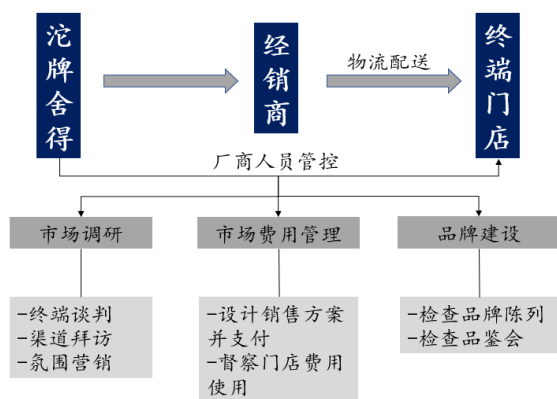
**签订联盟体协议：**针对重点市场，公司配置专门队伍来布局与推广，经销商仅负责打款、发货、送货与收款，公司委派厂家人员对终端门店进行管控，有效提高费用使用效率，防止冲货，窜货，实现厂家对终端的控制。公司在西南、河南、山东、京津冀等主要市场与核心烟酒店终端签订联盟体协议，有条件地提高终端烟酒店的利润，与核心烟酒店形成利益共同体，使其成为舍得及沱牌中高端产品销售的主渠道，并建立有效的渠道壁垒。

表5： 舍得酒业直控终端管理体系

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

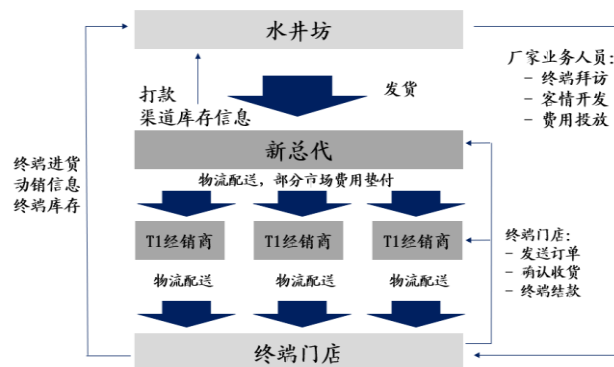
资料来源：经销商调研，新时代证券研究所

图22: 舍得扁平化 渠道管理体系



资料来源: 舍得酒业公司公告, 新时代证券研究所整理

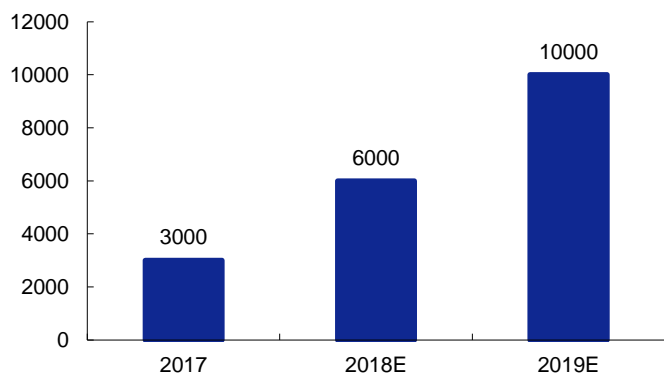
图23: 水井坊新总代模式



资料来源: 水井坊公司公告, 新时代证券研究所整理

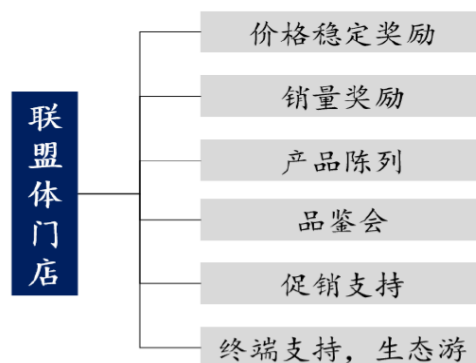
公司通过设计不同程度的激励标准提高烟酒店的积极性。公司目前已经在全国建立起了 5000-6000 个联盟体店中店, 且联盟体对整体收入贡献可观, 预计联盟体成熟区域贡献收入占 50% 以上, 未来还有望进一步提升。根据此前定增的方案, 公司拟在全国开发 10000 个联盟体门店, 意味着公司未来还将继续开发 4000-5000 个联盟体门店, 结合单店产出的提升来考虑, 公司未来的成长空间仍然很大。

图24: 舍得联盟体门店建设规划



资料来源: 公司定增公告, 新时代证券研究所

图25: 舍得联盟体门店支持



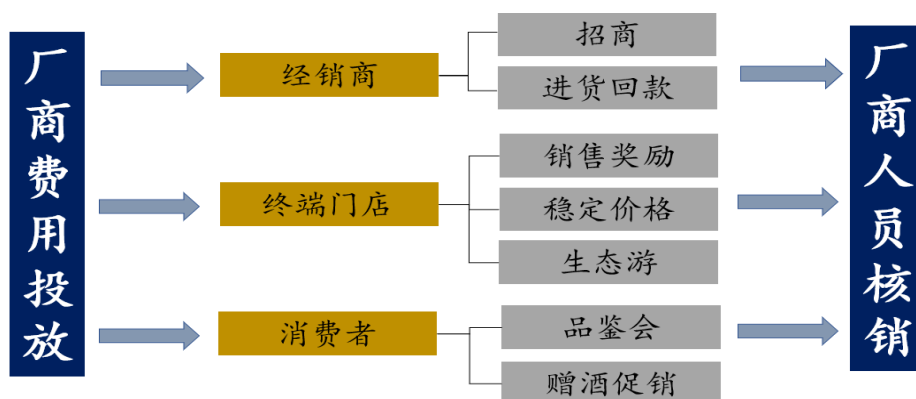
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 4、费用投放力度大, 充分体现民营企业“狼性文化”

### 4.1.1、市场费用投放灵活, 充分配套支持品牌和渠道发展

公司改制后, 在市场费用的投放形式上更加灵活, 针对渠道经销商以及终端门店都采用了比较多样化的费用投放形式。费用管控上, 公司改为中央总控双月审批制, 确保市场费用真正落地。公司对重点市场配置专门队伍来布局与推广, 公司督查部门既加强了对市场费用执行情况的督察力度, 遏制了销售人员虚报的情况, 也加大对经销商窜货打假的督查力度, 严格管控产品市场价格。

图26: 舍得酒业加强市场费用管控

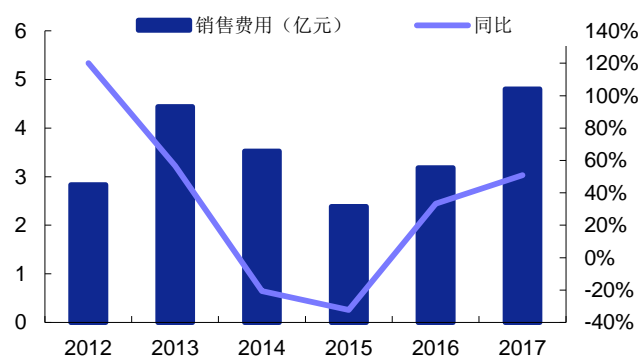


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

#### 4.1.2、核心产品渠道利润充足, 渠道推力强

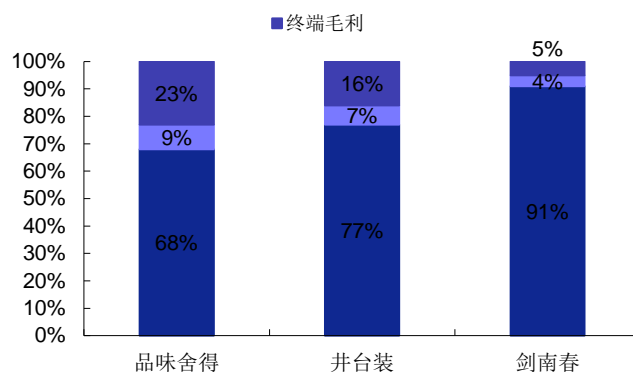
公司费用投放主要集中在终端, 特别是在支持核心产品的渠道利润上。经销商作为平台商, 产品价格采用平进平出的模式, 经销商供货价同出厂价持平, 经销商依靠 8-10% 左右的后台毛利和返利。终端更多享受进货奖励、联盟体门店投入等费用支持, 核心产品品味舍得的终端渠道利润远大于同类竞品, 保证了充足的渠道利润和推力。终端门店在消费者选择 300-500 元同等价位的酒时, 有足够的动力进行推荐, 可以将一部分竞品的消费者转化为舍得的消费者, 带动终端动销。

图27: 2012 年来舍得酒业销售费用及同比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图28: 品味舍得渠道利润比较

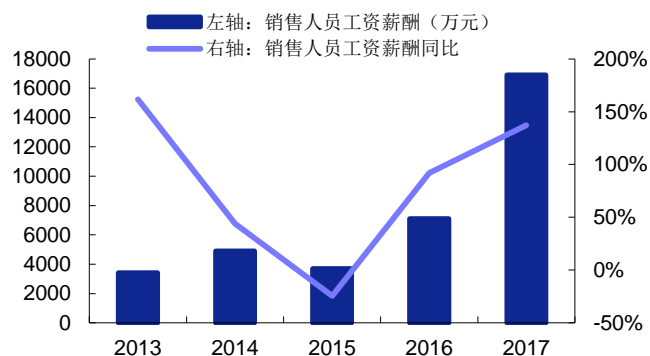


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

#### 4.2、人员激励机制改革到位

天洋入主后, 针对内部管理人员和销售人员的业绩考核体系较为单一、员工积极性不高的情况, 公司 2016 年以来调整业绩考核方案, 提高激励额度。对于销售人员, 公司在考核方式上不仅考核回款, 还考核开发经销商、团队的动销, 将考核指标和员工薪资直接挂钩, 奖金每月兑现外加年底提成。对于中层管理人员, 公司明晰 KPI 指标体系, 将销量作为最重要的考核指标, 目标明确促进内部员工的行动有效性。

图29: 公司销售人员工资薪酬



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图30: 舍得酒业日常考核 KPI 体系

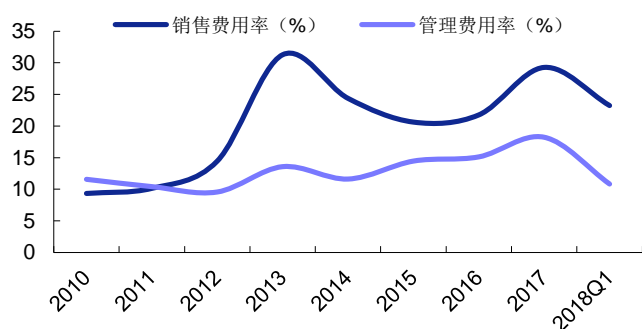


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 4.3、营销模式导致费用同比增加, 未来费用率有望趋于稳定

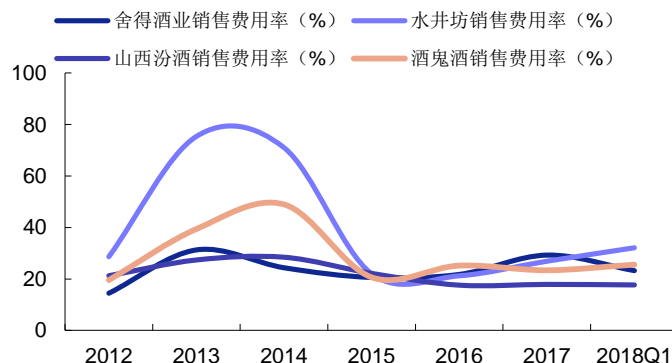
**营销模式变革, 费用投入增加。**2017年3月公司开始落地一系列营销措施的改革, 费用同比有比较大的增长。2017年公司销售费用率29%, 较2016年上涨7.5pct; 管理费用率18%, 较2016年上涨3pct。相比竞品, 公司在市场费用投入方面更加灵活, 保证渠道利润的充足和推力。我们预计, 公司未来费用投放的方式也有望从全面投入, 逐步转为对重点市场和联盟体门店的重点投入。随着公司收入规模的稳定增长, 公司费用率有望维持在相对稳定的水平。同时通过聚焦核心的联盟体门店, 进行费用的精准投入, 费用的使用效率将得到有效优化。考虑到公司未来收入的增长和费用效率的提升, 预计费用率会稳定在20%-25%的水平。

图31: 舍得酒业费用率变化趋势



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图32: 舍得酒业、水井坊、汾酒、酒鬼酒销售费用率

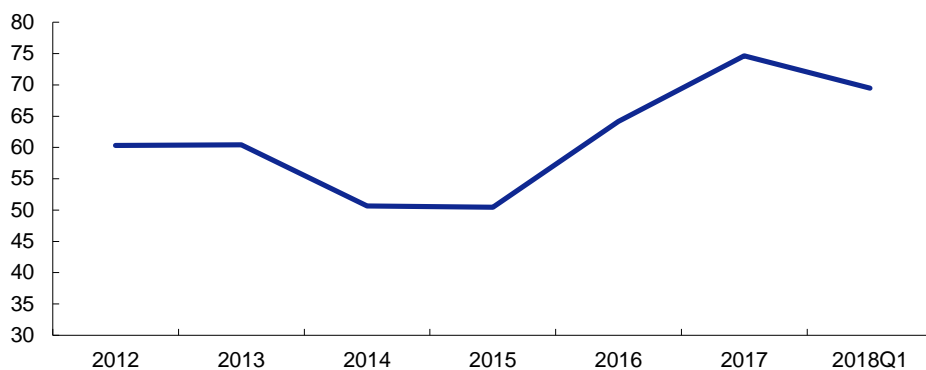


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

### 4.4、机制理顺短期费用影响逐步消除, 净利率有望提升到合理水平

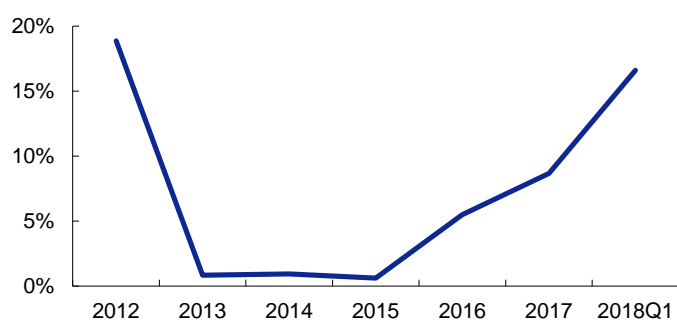
**对标水井坊, 舍得酒业净利率仍有很大空间。**2017年公司毛利率/净利率分别74.6%/8.67%, 较2016年分别上涨10.5pct/3pct。对标同类白酒, 净利率仍处于低位。公司在收入体量上同水井坊接近, 我们认为2017年3月公司开始全面的全国化营销改革, 可以参考水井坊自2016年下半年开始的营销改革。在机制理顺、市场布局完善的前提下, 有望延续水井坊自2016-2017年以来高速成长的路径, 公司净利率仍有很大上升空间。

图33: 2012年来舍得酒业毛利率



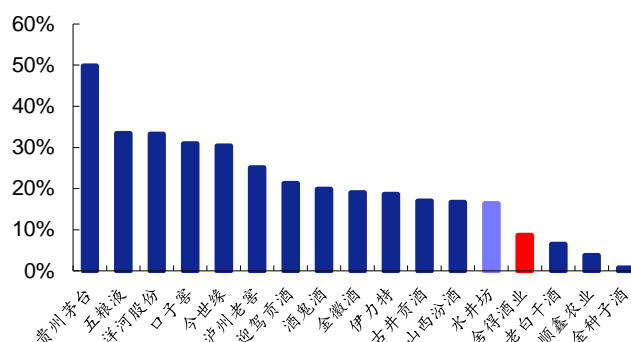
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图34: 2012年来舍得酒业净利率



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图35: 2017年白酒上市公司净利率



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

## 5、盈利预测

我们预计 2018-2019 年收入分别为 24.08 亿/33.02 亿, 同比 47.0%/37.1%, EPS 分别为 1.22 元/2.00 元, 同比 184%/64%, 对应 PE 27/16 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

表6: 可比公司估值

档次	简称	市值 (亿元)	收入增速 (%)		利润增速 (%)		EPS		PE	
			17A	17A	18E	19E	18E	19E		
高端	贵州茅台	9117	49.8	62.0	28.9	35.5	25	20		
	五粮液	2848	23.0	42.6	3.3	4.2	22	17		
	泸州老窖	862	20.5	30.7	2.4	3.1	24	19		
次高端	洋河股份	1982	15.9	13.7	5.7	7.0	23	19		
	山西汾酒	526	37.1	56.0	1.8	2.5	34	24		
	水井坊	266	74.1	49.2	1.3	2.0	41	27		
中高端	古井贡酒	402	15.8	38.5	3.4	4.5	26	20		
	口子窖	360	27.3	42.1	2.4	3.0	25	20		
	今世缘	265	15.6	18.2	0.9	1.2	23	18		
	顺鑫农业	214	4.8	6.3	1.6	2.3	23	17		
	迎驾贡酒	141	3.3	-2.4	0.9	1.0	19	17		
	老白干酒	134	4.0	47.5	0.6	0.8	33	24		
	金种子酒	33	-10.1	-51.9	-	-	-	-		

资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所





## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**马浩博**，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7年从业经验，14-17年获新财富最佳分析师，2018年加入新时代证券。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>