



Research and
Development Center

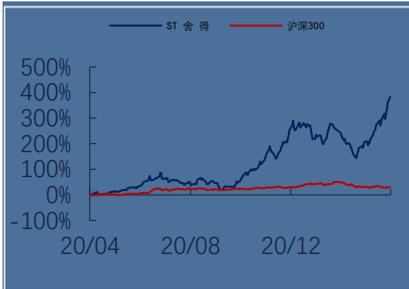
名酒基因，老酒赋能

—ST 舍得(600702)公司深度报告

2021年04月20日

马铮 首席研究员
S1500520110001
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
ST 舍得 (600702)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	113.46
52 周内股价波动区间 (元)	113.46-23.24
最近一月涨跌幅 (%)	13.46
总股本 (亿股)	3.36
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	381.43

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

名酒基因，老酒赋能

2021 年 04 月 20 日

本期内容提要：

- ◆ **投资建议：“品质+品牌”驱动，老酒差异化战略明晰。**市场对近年来舍得在老酒战略及营销改革取得的成效有一定的认知，但是认为舍得规模偏小、且属于全国次高端品牌，竞争优势弱于地方龙头品牌，同时受到普酒热份额挤压，增长难度加大。我们认为，舍得在过去五年的天洋时代已经探索出老酒差异化路线，且公司顶层思路清晰，舍得作为全国次高端品牌，在“品牌+品质”的驱动下，聚焦核心市场、核心客户，具有很强的增长潜力，2021 年业绩增长确定性较高。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.64、2.40、3.24 元，对应 2021 年 4 月 19 日收盘价（113.46 元/股）市盈率 69/47/35 倍，首次给予“买入”评级。
- ◆ **聚焦核心单品，打造老酒差异化战略。**经过多年积累，公司构建了以“舍得”、“沱牌”为两大核心品牌，“天子呼”、“舍不得”、“吞之乎”、“陶醉”为培育性品牌的品牌矩阵。由于公司近年来聚焦舍得品牌，计划将“舍得”打造为老酒品类第一品牌和次高端价位龙头，中高档酒营收占比达 90% 以上，品味舍得成为公司核心大单品，在 300-600 元价位带具有一定体量优势。同时，公司基于其丰富老酒库存和上乘品质的核心优势，确定实施老酒差异化战略。按照经典老酒、藏品老酒、艺术老酒三大老酒产品线实施老酒战略，以打造老酒品类第一品牌为目标，将老酒战略贯彻到营销的每个环节，通过老酒品鉴、老酒培训、老酒传播、老酒展览、老酒论坛、老酒拍卖等系列活动，以“老酒”占领消费者心智。
- ◆ **收缩渠道提升渠道利润，实施聚焦战略打造核心市场。**舍得自改制以来，开始进入深度分销模式，大量销售人员的铺货，渠道下沉的推力没有真正转化成动销能力。2019 年起公司进行渠道改革，将销售额偏少的经销商转型为分销商。目前，公司正积极恢复与大商的合作关系，收缩经销权，重新理顺渠道利益分配关系，并适度放开区域性的总开发产品，提高经销商的利润空间。公司按照“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的策略，加快品牌的全国化布局。2019 年起，更进一步将资源向次高端容量较大的华东、华南市场倾斜，聚焦建设以湖南、环太湖为中心的两个根据地市场，效果明显。
- ◆ **展望未来，复星生态有望为公司赋能，顺应老酒市场扩容趋势的老酒战略将继续为公司发展提供动力。**前大股东占用的上市公司资金现已归还，且损害上市公司利益官司也已判决，公司经营正常。被复星收购后，公司有望借助复星生态加快对华东市场的突破，并加快意见领袖的培育工作。老酒市场近些年发展迅速，已经成为白酒行业重要的细分市场。品味老酒、收藏名酒已经成为酒类消费的新趋势、成为白酒行业发展的新动能。2018 年老酒的市场规模已达到 500 亿元，截至 2020 年 11 月，老酒市场已突破 800 亿元，预计到 2021 年老酒市场规模将达到 1000 亿元。公司的老酒战略顺应市场发展趋势，12 万吨的基酒储备也为公司老酒战略奠定基石，公司未来有实力在老酒市场上快速发展。
- ◆ **股价催化剂：**老酒市场的快速扩容。
- ◆ **风险因素：**招商不及预期；普酒品类冲击；管理团队变动风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,212	2,650	2,763	3,801	4,932
增长率 YoY %	35.0%	19.8%	4.3%	37.6%	29.8%
归属母公司净利润 (百万元)	342	508	551	807	1,089
增长率 YoY%	138.1%	48.6%	8.6%	46.4%	34.9%
毛利率%	72.6%	76.2%	77.2%	78.3%	79.4%
净资产收益率ROE%	13.6%	16.7%	15.6%	18.8%	20.4%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.51	1.64	2.40	3.24
市盈率 P/E(倍)	22.45	19.86	69.17	47.24	35.02
市净率 P/B(倍)	3.05	3.32	10.78	8.86	7.13

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 19 日收盘价

目录

投资逻辑:	6
1. 行业趋势: 次高端竞争激烈, 老酒发展势头猛烈	7
1.1 行业份额向名优酒集中趋势突出	7
1.2 行业价格天花板创出新高	7
1.3 次高端白酒卡位竞争加剧, 品牌渠道是关键	8
1.4 品鉴老酒成为白酒行业的发展趋势	9
2. 复盘舍得: 全国名酒基因, 经营起起伏伏	10
2.1 上世纪 80 年代-2000: 川酒六朵金花, 收入利润居行业前列	10
2.2 2001-2010: 高端战略未能扭转颓势, 业绩低位振荡	12
2.3 2011-2012: 实施双品牌战略, 业绩显著提升	13
2.4 2013-2015: 行业寒冬经营困难, 公司拓展腰部产品	13
2.5 2016-2019: 天洋入主, 激进营销	15
3. 竞争优势: “品牌+品质”驱动, 走老酒差异化路线	17
3.1 品牌历史悠久, 生态品质出众	17
3.2 老酒与艺术赋能, 确定差异化战略	18
3.3 拥有核心单品, 产品梯队明晰	21
3.4 优化渠道结构, 聚焦核心市场	22
3.5 股权激励提升核心管理人员积极性	24
4. 前大股东资金占用情况: 实控人变更, 公司经营正常	26
4.1 前大股东债务压身资产不良, 侵占上市公司资金始末	26
4.2 舍得经营受影响较小, 老酒战略持续推进	26
4.3 控股股东表决权、管理权变更, 股权司法拍卖, 实控人变更	27
4.4 因大股东占用资金带帽, 资金占用事项解除后可摘除	28
5. 展望 2021: 聚焦核心市场发展, 坚定老酒、复兴沱牌	29
5.1 舍得经销商大会召开, 鼓舞经销商信心	29
5.2 老酒战略“3+6+4”模式	29
5.3 双品牌战略赋能, 打造新的增长极	30
5.4 复星生态圈赋能, 打造圈层营销	30
6. 盈利预测与评级	31
盈利预测及假设	31
投资评级	31
7. 风险因素	32

表目录

表 1: 沱牌舍得引领行业生态酿酒概念	17
表 2: 舍得基酒库存的单位市值和单位营收在白酒行业偏低	18
表 3: 公司产品线(按事业部划分)	21
表 4: 股权激励分配情况	25
表 5: 激励计划授予的限制性股票的解除限售期及目标增长率	25
表 6: 公司收入预测	31
表 7: 可比公司盈利及估值对比	32

图目录

图 1: 2017 年起上市酒企产量占比大幅提升	7
图 2: 2017 年起上市酒企销量占比大幅提升	7
图 3: 2011-2019 年上市酒企收入占比持续提升	7
图 4: 2011-2019 年上市酒企利润占比一直较高	7
图 5: 茅台酒价格创历史新高	8
图 6: 2019 年次高端白酒市场竞争格局	8
图 7: 次高端的全国性品牌与区域龙头的优劣势比较	8
图 8: 预计到 2021 年老酒市场规模达到千亿元	9
图 9: 2014-2018 年老酒价格年复合增长 32.86%	9
图 10: 舍得酒业二十年发展概述	10
图 11: 90 年代公司业绩保持稳定增长	11
图 12: 整个 90 年代的舍得收入排名靠前	11
图 13: 1997-2004 年白酒行业总产量快速下滑	11
图 14: 2000 年沱牌产销量已达到 13 万吨	11
图 15: 行业调整初期收入保持增长, 但利润下滑较大	11

图 16: 高档酒开发未取得成效, 净利润出现大幅下滑	12
图 17: 2001 年起税金收入占比大幅增加	12
图 18: 2004-2009 年中高档酒发力拉动净利润大幅增长	13
图 19: 销售费用率上行拖累销售净利率	13
图 20: 2010-2012 年双品牌驱动公司业绩大幅提升	13
图 21: 2013-2015 年公司白酒吨价持续下跌	14
图 22: 2013 年行业寒冬公司业绩大幅下滑	14
图 23: 2013 年起销售净利率降至几乎为 0	14
图 24: 2013-2014 年低档产品占比增加	14
图 25: 2013-2015 年产品毛利率逐年下滑	14
图 26: 2017 年起公司重点发展舍得系列, 大幅缩减沱牌销量	15
图 27: 舍得系列发展带动吨价持续提升	15
图 28: 2016 年天洋入主后公司业绩快速增长	15
图 29: 舍得酒业的品牌价值逐年提升	16
图 30: 《舍得智慧讲堂》持续推广公司酒文化	16
图 31: 沱牌曲酒位列中国十七大名酒	17
图 32: 俯瞰舍得生态酿酒工业园	17
图 33: “八维”坚守, 造就生态	18
图 34: 舍得获得众多荣誉称号	18
图 35: 舍得优质老酒库存超 12 万吨	19
图 36: 舍得老酒多在存货周转率上有所体现	19
图 37: 舍得老酒广告语	19
图 38: 第四代品味舍得“双年份”标识	19
图 39: 舍得“真年份”标准高于中酒协标准	20
图 40: 舍得六老工艺体现“真老酒”	20
图 41: 舍得 IP 矩阵	20
图 42: 舍得艺术中心	20
图 43: 舍得酒业老酒战略的三大产品线	21
图 44: 舍得艺术老酒	21
图 45: 中高档酒的营收占比达到 96%	22
图 46: 2015-2019 年中高档酒毛利率逐年平稳增加	22
图 47: 2017 年引进营销专业人才 2000 余人	22
图 48: 经销商数量保持稳定增长	22
图 49: 2017-2019 年销售费用占比持续下降	23
图 50: 公司新型厂商关系	23
图 51: 电商销售渠道连续三年增速超过 100%	24
图 52: 电商销售渠道占比逐年增加	24
图 53: 省内收入增长呈现加速趋势	24
图 54: 省外比重占七成以上	24
图 55: 前大股东占用上市公司资金手法	26
图 56: 天洋控股对外欠债金额庞大	26
图 57: 舍得上市以来的分红率排名行业最末	27
图 58: 舍得股权结构变化	27

投资逻辑：

2020年，舍得上半年受到疫情影响，业绩下滑明显，下半年大股东爆雷，经销商信心出现波动。在如此逆境中，舍得表现出强大的品牌韧性，下半年动销恢复良好，渠道库存得到明显改善，批价提升幅度较大。2021年复星入主后，公司经营稳定向好。

市场认为，舍得规模偏小、且属于全国次高端品牌，竞争优势弱于地方龙头品牌，同时，酱酒热会对舍得老酒战略实施产生挤压影响，增长难度加大。

我们认为舍得在过去五年已经探索出老酒差异化路线，且公司顶层思路清晰，舍得作为全国次高端品牌，在“品牌+品质”的驱动下，聚焦核心市场、核心客户，具有很强的增长潜力，2021年业绩增长确定性较高。

聚焦优质老酒的核心优势，打造老酒第一品牌。2019年公司再次对战略进行重新梳理，找准其拥有12万吨优质老酒库存的核心优势，实施老酒差异化战略，抢抓行业的老酒消费趋势。相较于公司过去单一以舍得文化酒为卖点的品牌路线，利用自身优势来契合行业趋势，凸显出公司的与众不同的卖点。从消费端来看，老酒对于消费者更具有品质差异化，同时助推消费者培育工作，有利于消费者对于品牌认知的持续提升。从经销商一端来看，“品质之上，唯有老酒”对于经销商而言是一个非常有力的营销亮点。基于底气十足的老酒品质，公司深化老酒战略，浓香老酒的品质标杆呼之欲出。

酱酒热主要热在渠道，消费者培育仍需时间。近两年来，酱酒企业的确表现出快速增长的趋势，甚至出现无酒可卖、主动控量的现象。我们认为，当下的酱酒热主要热在渠道，酱酒渠道利润丰厚，大量资本介入，渠道势能推动酱酒火热，并且市场主要集中在山东、河南、广东等地，暂不具备全国化优势。从口感差异看，酱香型口感较重，口味偏酸，并不容易被消费者接受，需要1-2年的消费者教育。但是，酱酒热带动了次高端价格带的扩容，舍得酒作为300-600元价格带具有一定体量优势的浓香型白酒，会享受到相应的红利及发展窗口期。

品牌+品质是未来酒厂发展的核心。从2021年春糖的反馈来看，白酒市场的三个热词是“酱酒”、“老酒”、“名酒”，而舍得占据了其中两个关键词“老酒+名酒”。我们认为，除了茅台以外，其他白酒品牌的投资收藏属性较弱，老酒更多的是白酒品质的体现。“酒是沉的香”是行业共识，酯类物质的挥发也让老酒拥有更好的饮后反应，更符合消费者对健康需求。名酒同样也是酒企的稀缺属性，随着行业分化不断加剧，小酒厂的倒闭，名酒的市场份额将会进一步得到提升。

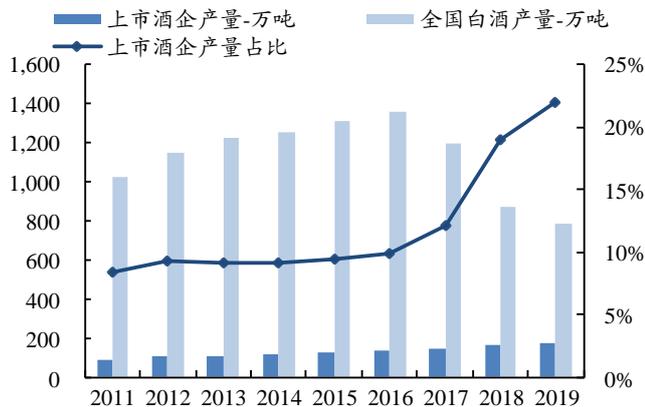
因此，我们认为，**第一，舍得的老酒差异化战略是公司未来极具潜力的发展赛道。第二，“品质+品牌”给公司产品带来更多的赋能。第三，复星入主后暂未介入公司经营产生，未来借助复星生态圈，公司将加快意见领袖的培育。**

1. 行业趋势：次高端竞争激烈，老酒发展势头猛烈

1.1 行业份额向名优酒集中趋势突出

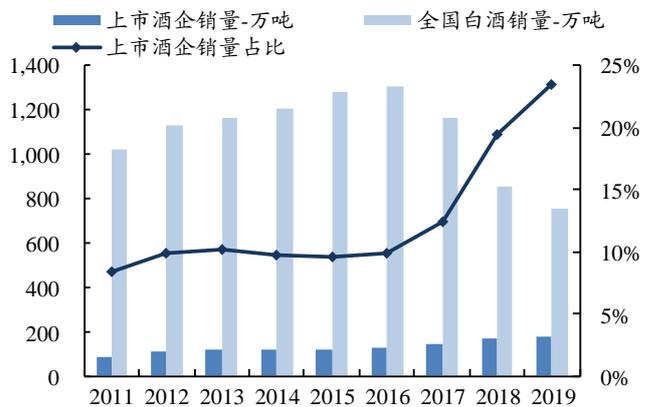
上市酒企的产销量、收入利润在行业的份额占比不断提升。自 2017 年起，全国白酒产销量开始出现连续下滑，人们对白酒的消费习惯向“少喝酒，喝好酒”转变，多数小酒企在行业调整中淘汰。作为名优酒代表，上市酒企的产销量进一步提升，由此带来产销量占比的大幅提升。近年来，全国白酒行业的收入相对稳定，上市酒企的收入增长较快，整体占比同样提升幅度较大。上市酒企利润在行业中的占比幅度一直较高，利润占比近 80%，2017 年以来的上市酒企利润的快速增长带动行业利润大幅提升。可见，行业整体的集中度在新一轮调整过程中向名优酒企上移，上市酒企的市场份额逐渐攀升。

图 1：2017 年起上市酒企产量占比大幅提升



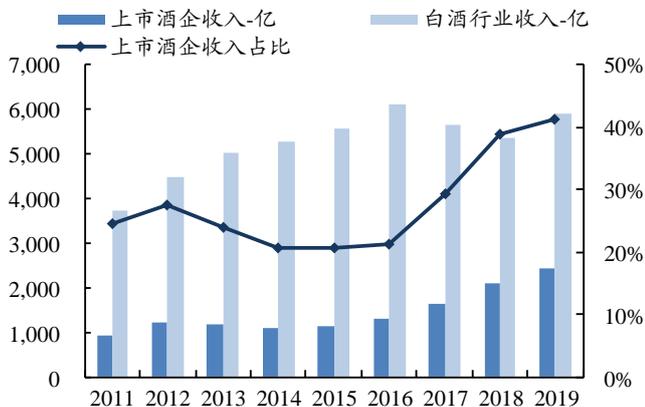
数据来源：国家统计局，Wind，信达证券研发中心

图 2：2017 年起上市酒企销量占比大幅提升



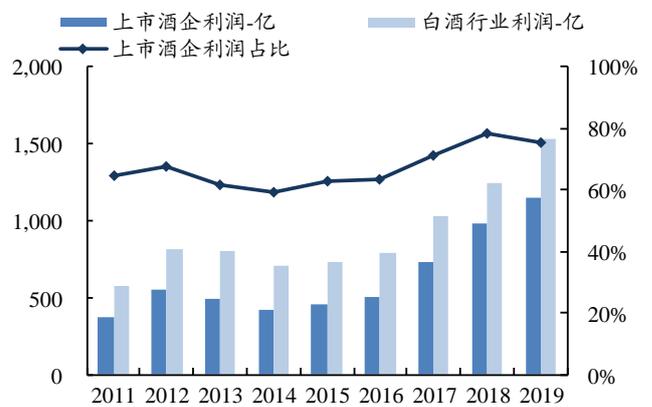
数据来源：国家统计局，Wind，信达证券研发中心

图 3：2011-2019 年上市酒企收入占比持续提升



数据来源：中国酒业协会，Wind，信达证券研发中心

图 4：2011-2019 年上市酒企利润占比一直较高



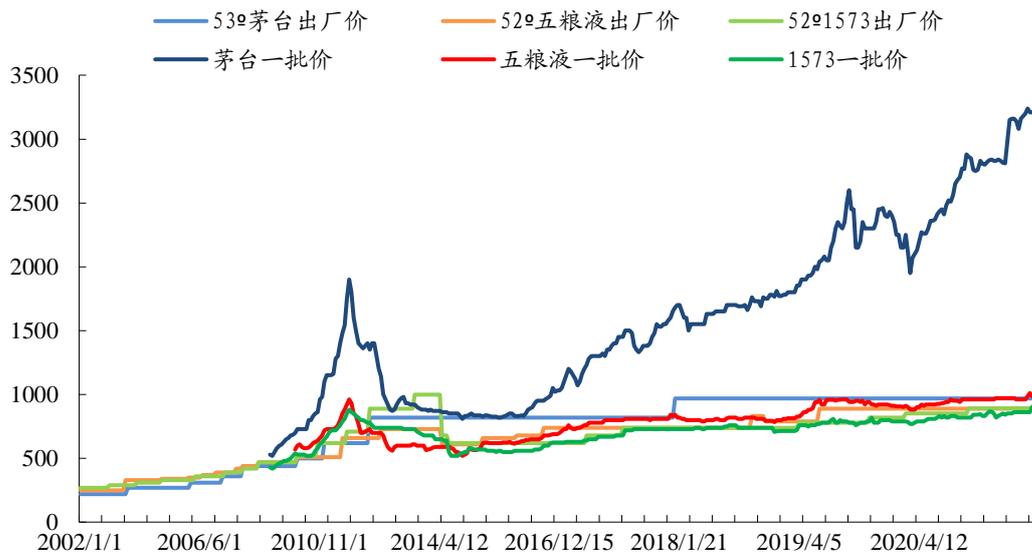
数据来源：中国酒业协会，Wind，信达证券研发中心

1.2 行业价格天花板创出新高

茅台价格不断突破天花板，行业整体受益。自 2016 年起，茅台价格上涨带动白酒行业整体的复苏，各价格带产品价格均跟随上移，行业整体享受价量齐升的红利。受 2020 年初疫情影响，市场动销不足，以茅台为首的高端酒价格出现阶段性回落。但随着国内疫情得到有效控制，经济恢复运转，茅台价格快速反弹，一举突破价格天花板，越过 3000 元。五粮液逆势挺价，渠道管控能力超出预期，缩减传统渠道计划，增加团购客户开发，表现突出，疫情反而加快了五粮液“二次革命”改革的步伐。国窖 1573 紧随其后，一批价稳中有增。受益

行业的价格天花板不断拉高，区域龙头企业也适当提高厂价或成交价做相应补位。

图 5：茅台酒价格创历史新高

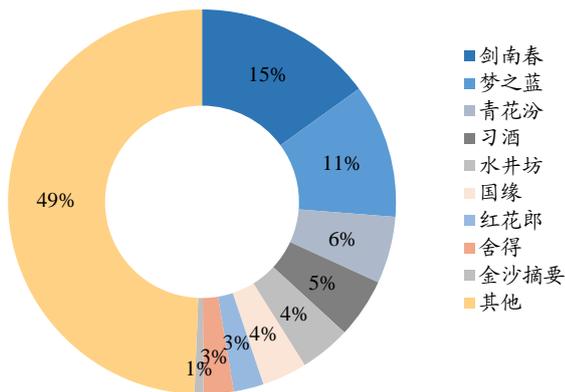


数据来源：市场调研，信达证券研发中心

1.3 次高端白酒卡位竞争加剧，品牌渠道是关键

次高端卡位升级明显，竞争激烈。随着本轮茅台酒价快速上涨，五粮液、国窖向千元价位带靠近，600-800 价格带给予全国次高端及区域名酒更空发展空间。当前，在 600-800 元价位带的大体量单品较少，主要有习酒 1988、洋河梦 6+、红花郎 15 年、珍藏剑、金沙摘要、茅台系列酒等，是未来各酒企卡位的核心价位带。而区域名酒现阶段多采取升级单品卡位次高端战略，以及酱酒热带来的冲击，聚集在 300-600 元的单品增多，且在该价位带有全国最大体量单品水晶剑，竞争明显加剧。

图 6：2019 年次高端白酒市场竞争格局



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：次高端的全国性品牌与区域龙头的优劣势比较

次高端核心要素：品牌+渠道营销		
	全国性品牌	区域品牌
品牌	品牌知名度高，但在有强势地产品牌省份会被稀释	区域品牌基础深厚，但扩张难
产品	全国性产品，各省份适应性差	产品因地制宜，适应当地市场
渠道	渠道模式成熟，但在各省份渗透率相比地产酒要弱势	渠道掌控力强，模式灵活多变
能力	资源力/客群维护力较弱	本地人脉资源深厚

资料来源：信达证券研发中心

次高端企业连续高速增长，渠道压力增加，品牌渠道是卡位成功的关键。在过去的两年里，多数次高端品牌在高经营目标下实现快速放量增长，渠道库存有所增高，对渠道推力产生负向影响。若要成功升级单品，必先将渠道库存消化到合理水平，比如 19 年的洋河渠道库存高企，利润过于透明，推力降低，由此展开新一轮调整。那么，为保障次高端单品能在激烈竞争中突出重围，成功卡位，良好的品牌与渠道建设必不可少，通过渠道推力实现二次放量是次高端单品扩张的有效途径。

1.4 品鉴老酒成为白酒行业的发展趋势

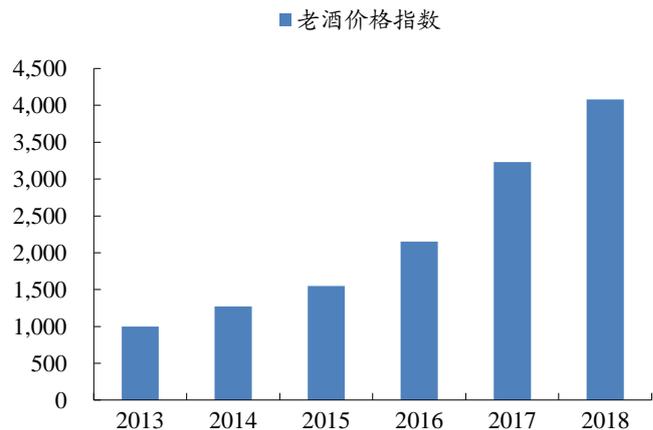
“酒是陈的香”，品鉴老酒成为白酒行业的发展趋势。老酒市场近些年发展迅速，已经成为白酒行业重要的细分市场。品味老酒、收藏名酒已经成为酒类消费的新趋势，成为白酒行业发展的新动能。随着大健康概念逐渐深入人心，消费者对健康饮酒更为重视，而陈熟的老酒会带来更舒服的体验感，喝得酣畅、醒酒更快。所以，喝真正的年份酒不仅是品味时间的味道，更是一种健康生活方式的体验。据中国酒业协会名酒收藏委员会等单位发布的《中国老酒市场指数》，2018年老酒的市场规模已达到500亿元，购买老酒人数1068万人，比2017年多出300万人。据《2020中国老酒白皮书》统计，截至2020年11月，我国老酒市场规模突破800亿元，预计到2021年老酒市场规模将达到1000亿元。

图 8：预计到 2021 年老酒市场规模达到千亿元



数据来源：《中国老酒市场指数》，《2020中国老酒白皮书》，信达证券研发中心

图 9：2014-2018 年老酒价格年复合增长 32.86%



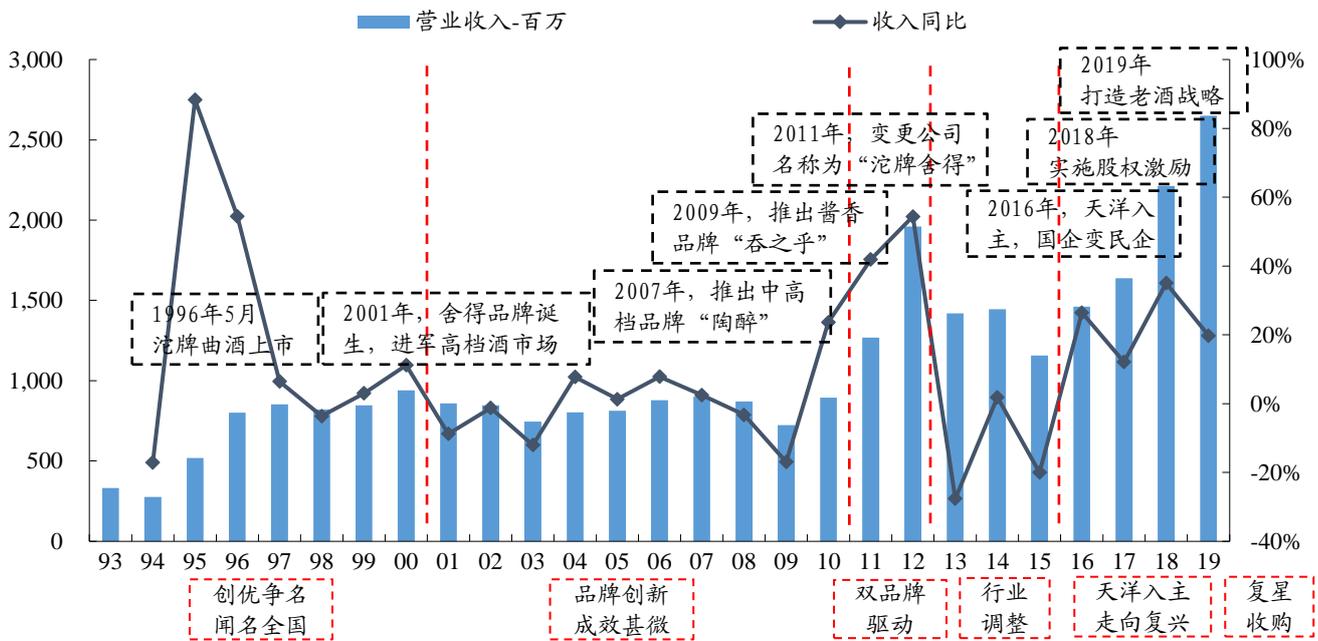
数据来源：《中国老酒市场指数》，信达证券研发中心

老酒标准仍不统一，正处于黎明前的黑暗。“老酒”只是“存放时间较长的酒”的一种通称，长期以来其定义的不明确致使老酒市场真假难辨、乱象丛生，消费者对于“真年份”老酒的消费诉求难以得到充分保障。目前市场上对年份老酒的认定存在以下几种标准：**(1) 中酒协“白酒年份酒团体标准”加权年份：内参大师酒。(2) 单一年份：贵州醇。(3) 最低标准：舍得老酒。**但以上标准都缺乏行业大佬的参与，只能自成体系，难以形成行业共识。我们认为，老酒年份乱象正处于黎明前的黑暗，随着老酒市场规模的扩张，以及消费者培育的逐步完善，行业体系终将会形成。

2. 复盘舍得：全国名酒基因，经营起起伏伏

舍得酒业位于千年酿酒古城——四川射洪，地处中国高端白酒的核心产区之一，其前身是1951年创建的射洪县实验曲酒厂，于1996年在上交所上市，成为白酒行业第三家上市公司。公司是国内最大的优质基酒储存基地，也是继茅台、五粮液后第三家摘取质量奖桂冠的白酒企业，是“中国名酒”企业和川酒“六朵金花”之一。2001年以来，公司转变过去长期以“中低档产品”为主的生产经营方式，推出高端产品舍得酒，进军高档酒市场。但由于恰逢行业调整期，公司经营遇到困难。2003-2010年，由于内部管理的诸多问题，在白酒黄金发展期同样发展缓慢，仅在2011-2012年在双品牌战略下出现快速增长。经历2013-2015年白酒寒冬后，2016年天洋控股集团入主，四川白酒业“改制”第一单沱牌舍得成功改制，公司由国营企业变为民营企业。随着天洋入主后的一系列的改革方案落地，公司业绩取得大幅提升，“沱牌”“舍得”联袂发力，再度扬帆起航。2020年9月，大股东挪用上市公司资金爆雷，公司面临实控人变更风险。2021年1月公司被复星集团收购，摘帽进入倒计时。目前，公司完成构建以“舍得”、“沱牌”为两大核心品牌，“天子呼”、“舍不得”、“吞之乎”、“陶醉”为培育性品牌的品牌矩阵，2020年成立老酒事业部，全面实施“3+6+4”老酒战略，为产品赋能，以“品质+品牌”推广舍得文化精神。

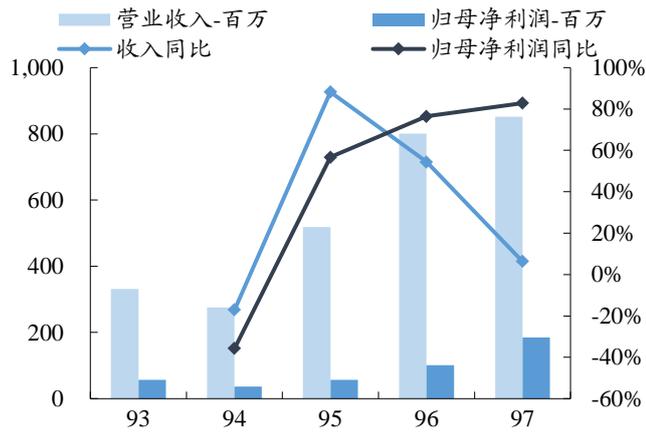
图 10：舍得酒业二十年发展概述



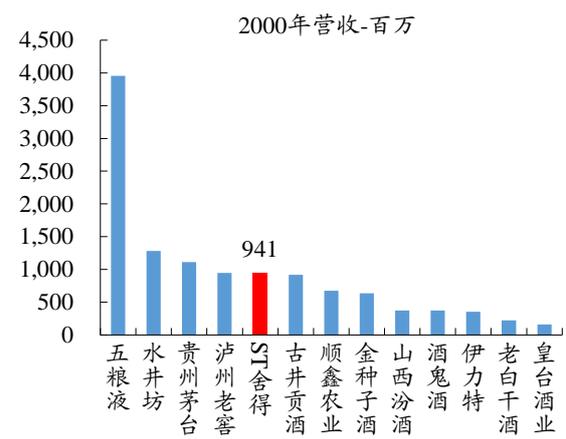
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1 上世纪80年代-2000：川酒六朵金花，收入利润居行业前列

中国名酒，闻名全国。舍得酒业是“中国名酒”企业和川酒“六朵金花”之一。80年代，沱牌曲酒因其历史悠久，文化底蕴深厚，“窖香浓郁、清冽干爽、绵软醇厚、尾净余长、尤以甘甜著称”的独特风格，获得多项荣誉。1980年，沱牌曲酒获四川省第二届评酒会“四川名酒”称号；1989年，沱牌曲酒获全国第五届评酒会金质奖章，跻身中国名酒行列；1994年被国务院列为酒类行业唯一的全国100家建立现代企业制度试点企业；1995年与茅台、五粮液三家白酒企业同时被国务院列为1000家现代企业制度试点企业。

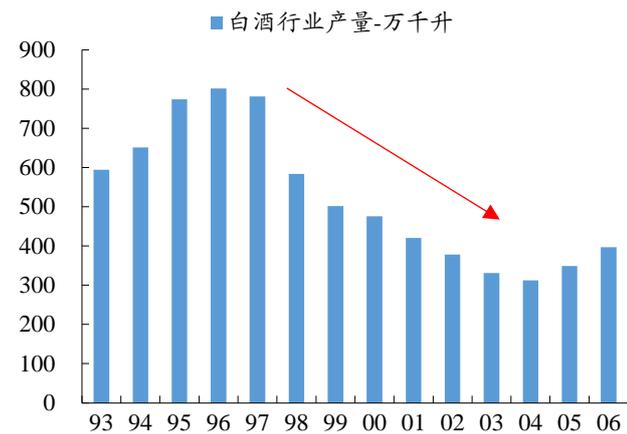
图 11: 90 年代公司业绩保持稳定增长


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

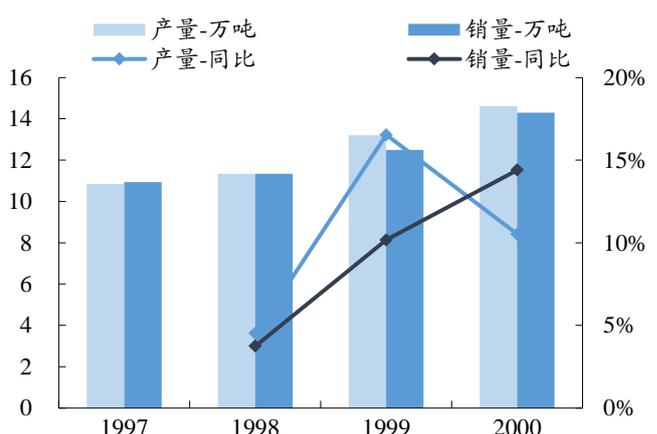
图 12: 整个 90 年代的舍得收入排名靠前


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

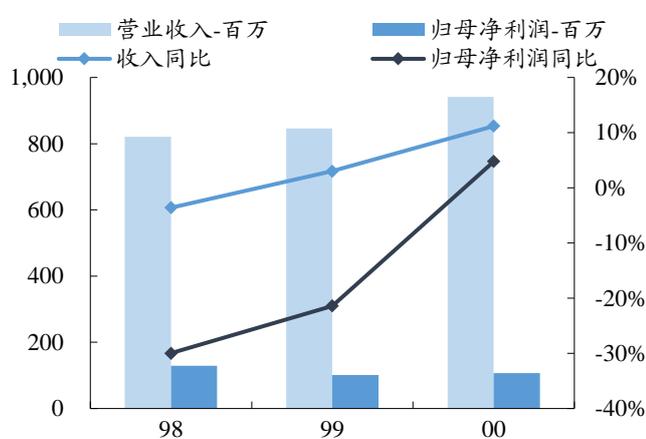
成为低价龙头，业绩居行业前列。公司依据 90 年代的形势和消费水平，采用了“民众价格策略”，实施“低价格规模效益”营销战略，沱牌曲酒迅速扩张占据 5 元以下市场，产销量突破十万吨，成为名副其实的低档酒龙头。至 1997 年，公司实现 1.85 亿净利润，居白酒上市公司第 4 名，仅次于五粮液、泸州老窖和古井贡酒。

图 13: 1997-2004 年白酒行业总产量快速下滑


数据来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 14: 2000 年沱牌产销量已达到 13 万吨


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 行业调整初期收入保持增长，但利润下滑较大


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

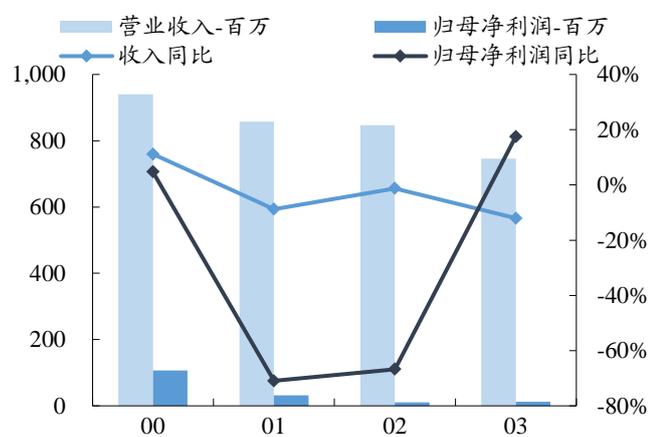
1998年行业调整初期，加大中低档酒市场巩固，收入实现逆势增长。1998年开始，由于国家产业政策的调整、金融危机、山西假酒案等多因素叠加影响，行业进入调整期。白酒行业产量从1997年的781万千升降至最低2004年的312万千升。在高档酒销售相对下降的情况下，公司加大中低档酒的销售，充分发挥沱牌品牌优势，积极开发农村市场，使市场占有率得到了巩固。至2000年，公司已形成年产20万吨沱牌系列酒的生产能力，位居全国白酒行业前列。在狠抓了中低档市场巩固与新市场发展工作基础上，公司产销量进一步提升至13万吨左右，收入实现逆势增长。但因中低档产品附加值低，市场促销力度加大，导致盈利水平并不高。

2.2 2001-2010：高端战略未能扭转颓势，业绩低位振荡

2001-2005年，公司改变以“中低档产品”为主生产经营方式，加大了高档精制白酒新品牌——舍得酒的市场开发。2001年，宏观政策和市场环境的变化给公司经营带来严峻挑战。国家从宏观上对酒类生产进行调控，实行白酒消费税从价从量复合计税的政策，对长期以来公司以“中低档产品”为主的生产经营方式带来严重影响。公司决策层大力调整产品结构，开发和增加中高档产品的产销量，压缩低档产品的产销量，提高优质品率。在原有中高档白酒销量下降情况下，实施品牌创新战略，2001年创立“舍得”品牌，加大了高档精制白酒新品牌的市场开发。

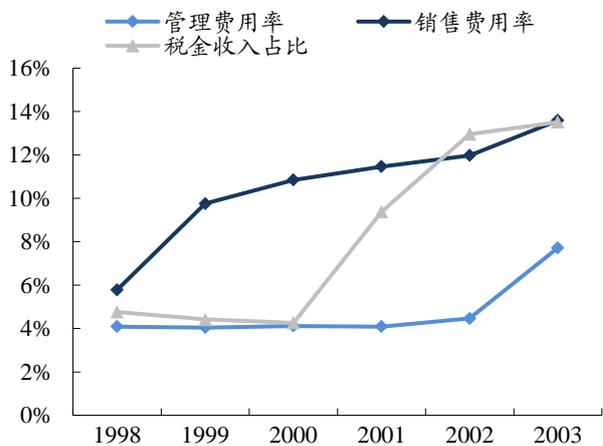
高档精制白酒的市场效果甚微，2001年净利润出现大幅下跌。市场竞争激烈，为了稳定和提高产品市场占有率，公司进一步加大产品包装更新力度，提高产品优质率，致使产品成本上升，影响本期毛利率较上年下降3pct。同时公司主动调减低档产品产销量，主营业务收入减少近亿元，从而导致营收和净利润均连续两年下滑。

图 16：高档酒开发未取得成效，净利润出现大幅下滑



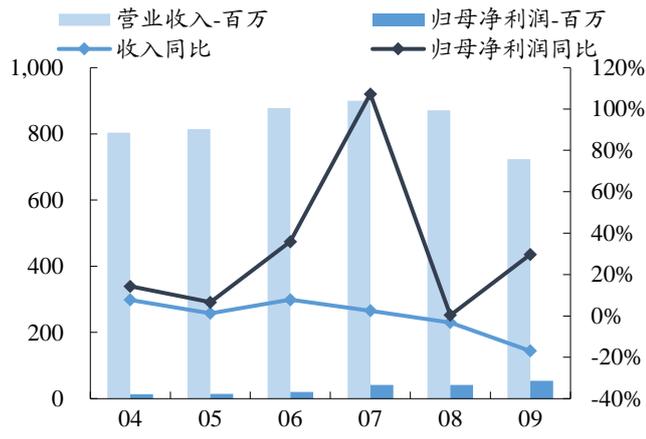
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：2001年起税金收入占比大幅增加

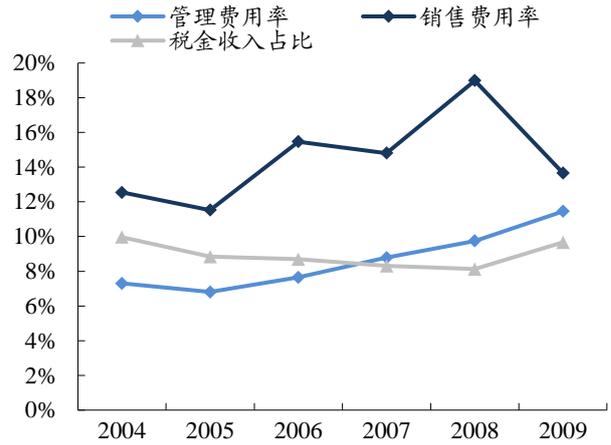


数据来源：Wind，信达证券研发中心

2007-2009年，公司加强产品创新，陆续推出中高档白酒新品牌“陶醉”和酱香型白酒新品牌“吞之乎”。白酒行业在总量基本稳定的背景下，中高档白酒的销量增长较快，低档酒销量逐步减少，行业的整体毛利率水平不断提高，市场集中度越来越高。2007年公司确定了“舍得——中国上乘智慧”的文化定位和“舍得酒——中国白酒之心”的产品定位，推出新款中高档白酒“陶醉”。舍得、陶醉、沱牌曲酒、沱牌特曲构筑了新的中高档白酒组合。2009年，公司加快产品结构调整和品牌升级步伐，大力拓展中高档白酒组合的市场范围，并推出酱香型品牌“吞之乎”。

图 18: 2004-2009 年中高档酒发力拉动净利润大幅增长


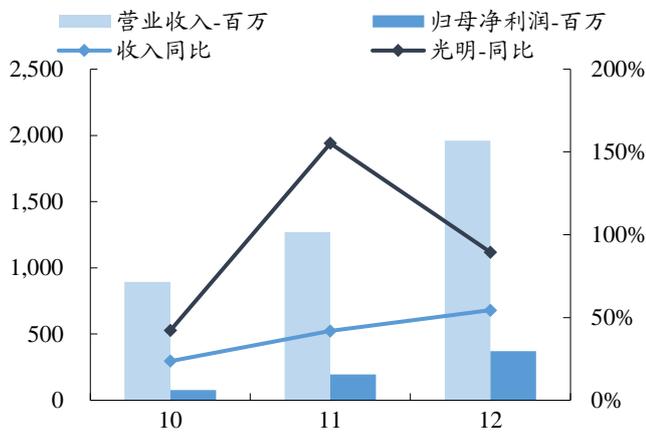
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 销售费用率上行拖累销售净利率


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 2011-2012: 实施双品牌战略, 业绩显著提升

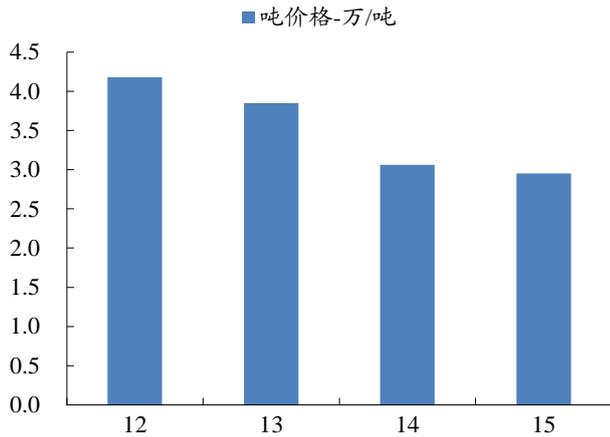
实施双品牌战略, 完成核心产品和重点产品的梳理开发工作。公司对品牌进行了全面梳理, 加快了公司品牌升级和产品结构调整步伐。公司确立了酱香天子呼、吞之乎两大品牌线, 浓香舍得、沱牌曲酒、陶醉三大品牌线的格局, 使公司产品结构调整进入到一个全新的阶段。2011 年, 公司为进一步宣传“舍得”品牌, 提升“舍得”品牌知名度。从“四川沱牌曲酒股份有限公司”更名为“四川沱牌舍得酒业股份有限公司”, 实现“沱牌”和“舍得”双品牌相互融合和推动。2011 年和 2012 年, 公司营业收入分别较上年增长 41.87%、54.38%, 归母净利润分别较上年增加 155.25%、89.47%。

图 20: 2010-2012 年双品牌驱动公司业绩大幅提升


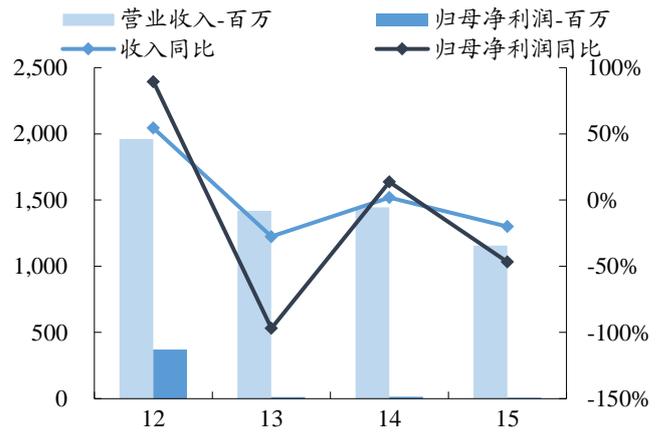
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4 2013-2015: 行业寒冬经营困难, 公司拓展腰部产品

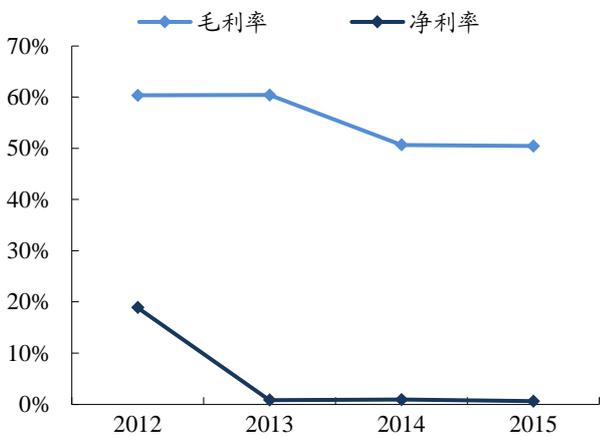
公司与行业共振, 业绩受宏观环境影响大幅下滑。2012 年八项规定、三公消费禁令等政策出台对十年快速发展的白酒行业带来巨大冲击。公司 2013 年净利润下滑 97%, 2015 年净利润再次下滑 47% 至 713 万元。高档白酒需求大幅下滑, 白酒行业进入全面和持续的调整期。行业步入低速发展阶段的同时, 以茅台、五粮液为代表的高端白酒企业逐渐占据行业制高点, 业内差距拉大。

图 21: 2013-2015 年公司白酒吨价持续下跌


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

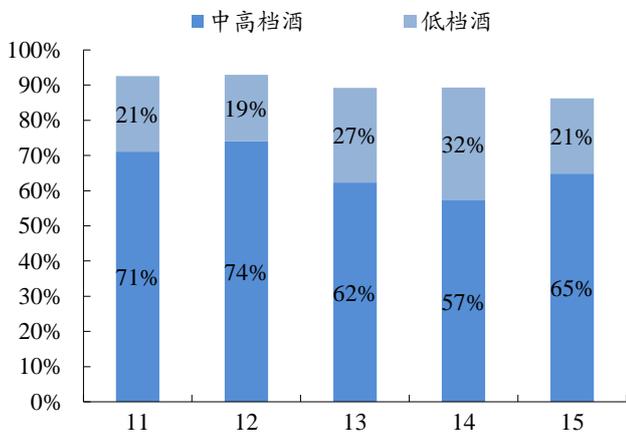
图 22: 2013 年行业寒冬公司业绩大幅下滑


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

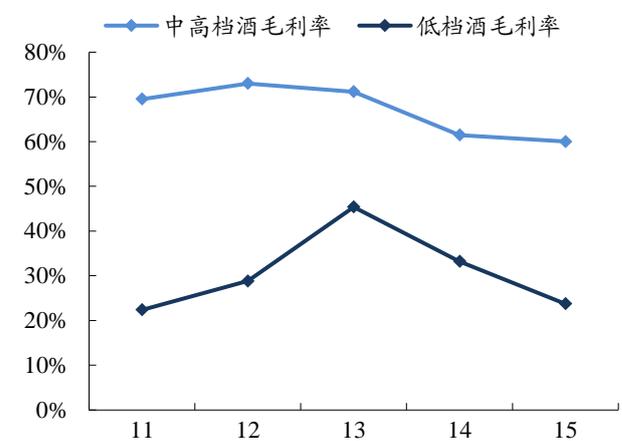
图 23: 2013 年起销售净利率降至几乎为 0


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

公司拓展中低端市场, 做大腰部产品。面对更加激烈的市场竞争, 公司以市场为导向明确战略地位, 拓展中低端市场, 做大腰部产品, 推出和完善舍得酒坊、沱牌天曲、百年沱牌、窖龄特曲等中档产品, 开发青春时尚小酒等 10 款个性化产品, 加大沱牌生态纯粮、沱牌头曲、沱牌大曲等中低价产品的推广力度, 以满足不同消费者的需求, 实现价格回归、市场回归、消费回归。

图 24: 2013-2014 年低档产品占比增加


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

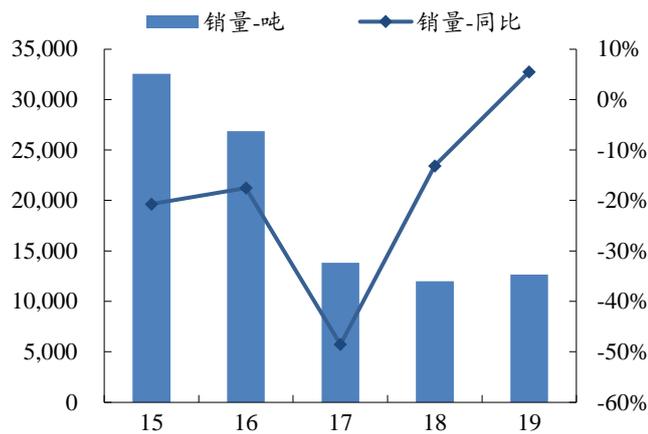
图 25: 2013-2015 年产品毛利率逐年下滑


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.5 2016-2019：天洋入主，激进营销

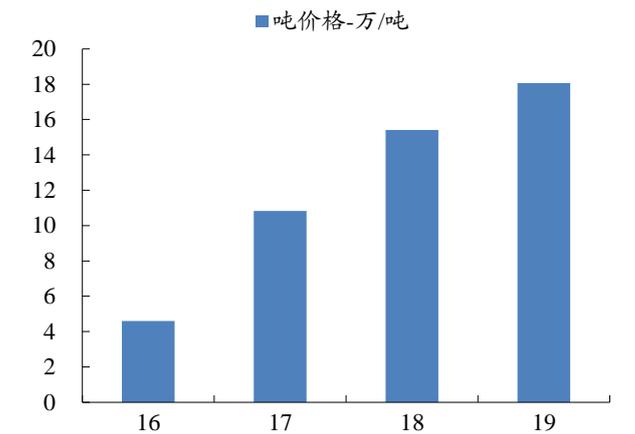
天洋入主以来，开展多项改革措施，公司业绩持续快速提升。2016 年天洋控股收购公司控股股东沱牌舍得集团 70% 股权，公司开始着力进行营销改革创新。一是改变价费模式，扁平客户布局；二是精简产品结构，提升销售质量；三是拓展销售渠道，增强促销效果。制定了“以酒业为产业核心、以生态文化为核心竞争力；肩负生态环保和食品安全的社会责任；通过降低成本、提高效率、寻求差异化竞争的方式，本着循序渐进、保持精简和灵活性、专注产品、在改进中竞争的思路，实现企业的稳定发展，实现企业的经济效益、社会效益和生态效益的并重发展”战略。仅在天洋入主一年内，公司净利润取得了突飞猛进的增长，公司归母公司股东的净利润同比增长十倍。

图 26: 2017 年起公司重点发展舍得系列，大幅缩减沱牌销量



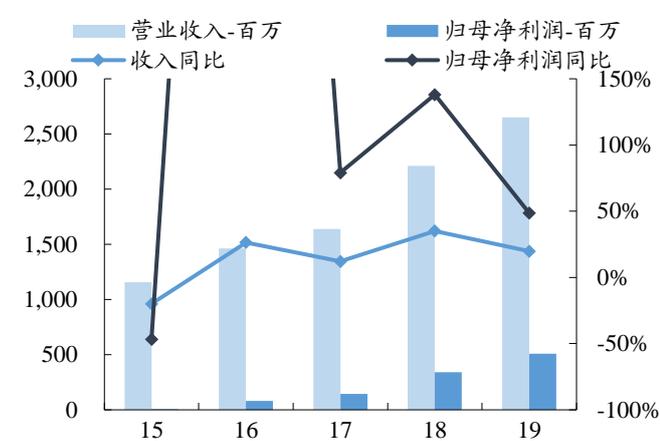
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 舍得系列发展带动吨价持续提升



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 2016 年天洋入主后公司业绩快速增长



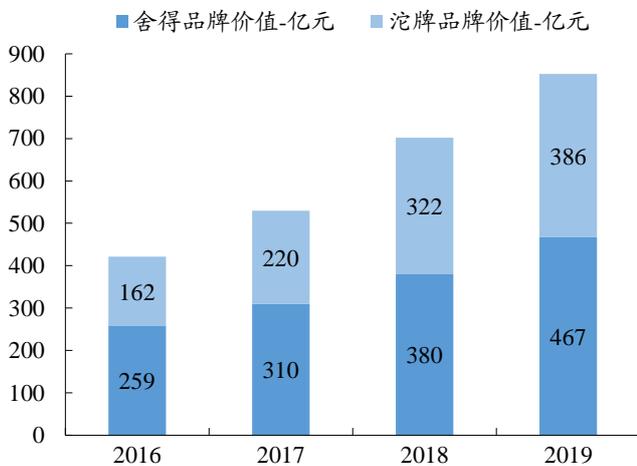
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2016-2018 年，公司梳理精简产品线，坚持以舍得为核心、沱牌为重点的品牌战略，明确公司产品的定位。2016 年，白酒行业开始逐步回暖，白酒消费向主流品牌主力产品集中，白酒行业也向品牌、原产地和文化集中。天洋入主后，公司全面停止客户定制产品，逐步淘汰沱牌系列老产品，开发全新沱牌产品，增加沱牌品牌张力。产品结构优化调整后，舍得聚焦高端，沱牌主打大众白酒市场的定位明确。公司坚持以舍得为核心、沱牌为重点的品牌战略，打造舍得系列和沱牌系列明星产品。2016 年度公司业绩改善明显，净利润 0.8 亿元，较上年同期增加 1025.11%。

公司进入品牌分公司制时代，舍得成为业绩主力。2018年，公司做出了品牌聚焦和战略调整，着力打造高端舍得品牌。为了突现“舍得”品牌，传播企业文化，对公司名称进行变更，将“四川沱牌舍得酒业股份有限公司”变更为“舍得酒业股份有限公司”。次高端舍得明显成为业绩主力，尤其在公司由以前的矩阵式管理结构向品牌分公司/事业部管理结构转型之后，经销商队伍更加稳定，同时依托终端门店精细化陈列，品鉴、智慧讲堂等文化赋能的方式去推动品牌发展。舍得的销量增长很快，而沱牌系列则不断下滑，中高档与低端产品分化明显。

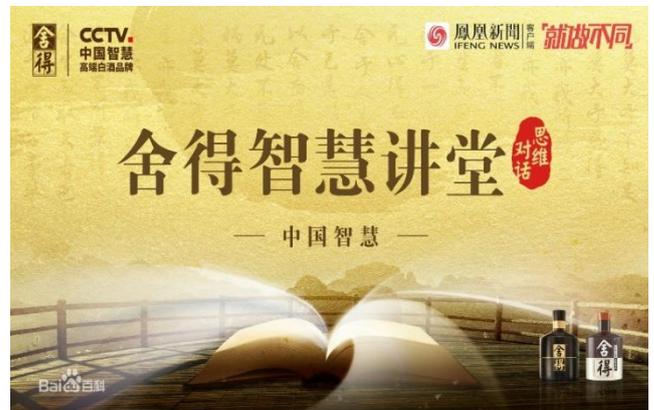
实施老酒发展战略，致力打造全国老酒品类第一品牌。2019年，舍得公司对产品战略再做调整。天洋入主以来，砍掉上千款产品、聚焦舍得、颠覆营销，当前再次推出拥有悠久历史和文化内涵的沱牌新品。公司在坚持舍得、沱牌双品牌运作的基础上，按照经典老酒、藏品老酒、艺术老酒三条产品线实施老酒战略。公司聚焦舍得、加速全国化布局，将“舍得”打造为次高端价位龙头品牌和老酒品类第一品牌；同时恢复沱牌产品在大众白酒市场的影响力。

图 29: 舍得酒业的品牌价值逐年提升



数据来源:《中国 500 最具价值品牌》，信达证券研发中心

图 30:《舍得智慧讲堂》持续推广公司酒文化



数据来源:凤凰网,信达证券研发中心

加强品牌建设工作，打造一流品牌，以“艺术”+“老酒”为舍得品牌赋能。制定老酒发展战略，确定了“舍得酒，每一瓶都是老酒”的品牌口号；通过央视、中国高铁等高端媒体宣传舍得品牌，被授予“CCTV 中国智慧高端白酒品牌”；加强公关传播，通过毕加索之夜、木木美术馆、舍得玩酒节、老酒论坛等一系列传播活动，打造时尚、艺术的生活美学品牌；中国首部以酒为媒的诗乐舞剧《大国芬芳》先后在国家大剧院演出和在欧洲三国巡演，致力于与世界分享中国酒文化之美；打造《舍得智慧讲堂》第三季，邀请大咖 60 余人，总播放量破 25 亿次；通过《在远方》等热剧植入，借势电视剧热度，传递舍得精神。

3. 竞争优势：“品牌+品质”驱动，走老酒差异化路线

3.1 品牌历史悠久，生态品质出众

沱牌历史悠久，入围中国十七大名酒。沱牌酒产自四川省遂宁市射洪县沱牌镇，其酿酒历史可溯源于西汉，唐宋时期的“射洪春酒”名闻遐迩，明代谢东山结合“易酒法”酿成“谢酒”，清代酿酒世家李明方继承唐代春酒及明代谢酒技艺，精制而成沱酒，其“泰安作坊”产品闻名遐迩，其子李吉安改进技艺酿成独具风格的沱牌曲酒，沱牌曲酒酿制技艺血缘一脉相承，从未间断。1989年，在中国食品工业协会主办的第五届国家评酒会上，经专家评委组品评，十七大名酒从参与角逐的众多白酒中脱颖而出，其中沱牌曲酒位列其中。这是我国权威机构主办的最后一次全国性评酒活动，“名酒”桂冠从此成为绝版。

图 31：沱牌曲酒位列中国十七大名酒



资料来源：凤凰网，信达证券研发中心

图 32：俯瞰舍得生态酿酒工业园



资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

打造生态酿酒园区，提供品质保障。在产区意识上，中国白酒的酿造与自然生态的关系是全世界所有酒中最为密切的。原料、水源与自然生态高度关联，不间断酿造形成的微生态，更是支撑品质、个性化风味的核心。射洪县地处四川盆地中部，地处北纬 30.9°——世界最佳酿酒核心地带，集自然景色之美丽神奇、道家文化之博大精深、子昂文化之沉雄凝重为一体，可谓一方沃土。90 年代初，沱牌（舍得）人清晰地认识到，有益酿酒微生物才是这块土地上的主角，应为其营造宜居环境，生态酿酒思想由此产生。经过近 30 年的生态建设，舍得生态酿酒工业园区占地 650 万平方米，植株多达 400 万，其中还包含了 300 多种名贵乔木、灌木、草本植物，厂区绿化率达 98.5%，绿化覆盖率达 48.2%。

表 1：沱牌舍得引领行业生态酿酒概念

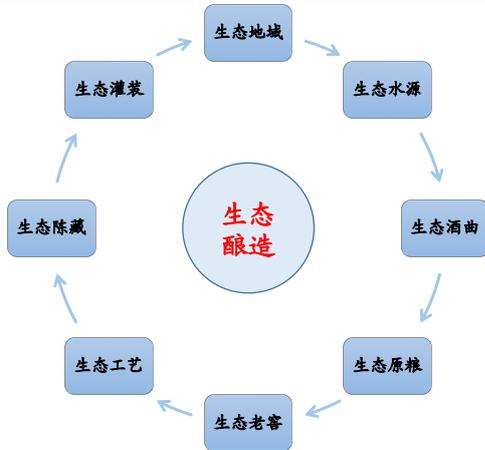
时间	事件
20 世纪 80-90 年代	沱牌第一个提出生态酿酒和生态化经营理念。
2001 年 3 月	《走向生态化经营——沱牌集团的创新及其思考》一书出版，全面阐释了沱牌构建三产（产前、产中、产后）生态产业链、创建生态酿酒工业园的创新理论和实践。 中国食品工业协会主办的“中国酿酒工业生态园建设研讨会”在沱牌召开，沱牌的生态化经营、生态酿酒思想得到与会专家的一致认同，酒界泰斗沈怡方认为，“沱牌代表了中国白酒发展方向”。
2002 年 10 月	在“中国白酒香型暨沱牌技术研讨高峰论坛”上，秦含章、周恒刚等酒界泰斗对沱牌舍得《生态与酒质关系研究及应用》给予高度评价，认为“为同行业提供了可借鉴的宝贵经验”。
2005 年 3 月	中食协白酒专业委员会在《关于四川沱牌酿酒生态工业园的说明》中，明确指出“四川沱牌集团公司是全国白酒行业第一个提出建设酿酒生态工业园区的白酒企业”。
2005 年 5 月	沱牌舍得循环经济实践与可持续商业模式被中国 21 世纪议程管理中心录入被列为“中国可持续商业发展案例”，是食品行业唯一入选企业。

2008年10月 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。

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。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 33：“八维”坚守，造就生态



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 34：舍得获得众多荣誉称号



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

舍得酒工艺独特、品质优秀，是继茅台、五粮液之后成为第三家荣获“全国质量奖”的白酒企业。舍得酒就有着自己独特的“六老”酿造工艺（老窖池、老曲艺、老酿艺、老酒糟、老匠人、老基酒），正是这独特酿造工艺代代传承，酿就了舍得酒独特的风味和高端品质。2008年，公司获得了中国质量协会颁发的中国质量鼎和中国用户满意鼎，成为2008年度全国唯一一家“双鼎”企业。2008年6月，“沱牌曲酒传统酿造技艺”被评为“第二批国家级非物质文化遗产”。2009年，公司继茅台、五粮液之后成为第三家荣获“全国质量奖”的白酒企业，标志着舍得酒业的质量管理水平行业领先。2015年9月——“吞之乎”获比利时布鲁塞尔国际烈性酒大赛大金奖第一名，舍得、沱牌产品分获2项金奖、2项银奖。

3.2 老酒与艺术赋能，确定差异化战略

舍得酒业拥有较高的优质老酒库存，存货周转率行业最低。酒是“陈”的香，高端白酒的生产仰赖陈年老酒的储藏。公司从1976年开始将每批次最优质的基酒预留一定比例用于战略储藏，大量的优质陈年基酒自那时沉淀下来，尤其是在上世纪90年代公司酿酒规模就已经进入行业前三甲，而销售以中低端产品为主，留存下大量优质基酒，至今公司优质老酒储量达到12万吨。舍得酒业存货周转率是上市酒企中最低的，优质老酒的战略储备为公司打造老酒品类第一品牌、实现中高端白酒销量的倍量级递增奠定了基础。

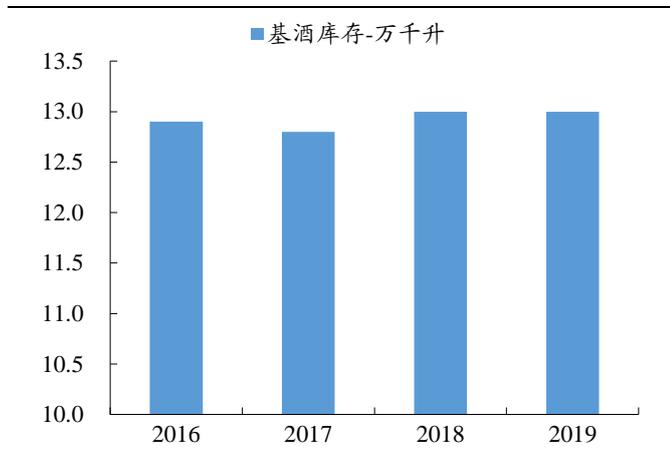
表 2：舍得基酒库存的单位市值和单位营收在白酒行业偏低

企业名称	基酒库存 (万千升)	2019年营业收入 (亿元)	2021年总市值 (亿元)	营业收入/基酒库存 (万元/千升)	总市值/基酒库存 (万元/千升)
贵州茅台	23.04	854.30	26229	37.09	1138
山西汾酒	7.77	118.80	3090	15.29	398
水井坊	3.15	35.39	495	11.22	157
金徽酒	2.58	16.34	213	6.33	83
今世缘	8.14	48.70	665	5.98	82
伊力特	1.91	23.02	128	12.03	67
金种子酒	3.85	9.14	97	2.37	25

迎驾贡酒	13.99	37.77	311	2.70	22
口子窖	18.54	46.72	378	2.52	20
舍得	13.03	26.50	381	2.03	29

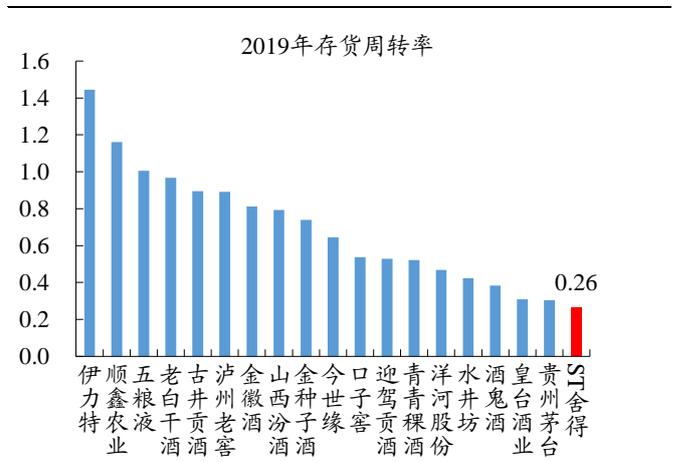
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 市值为2021年4月19日数据

图 35: 舍得优质老酒库存超 12 万吨



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36: 舍得老酒多在存货周转率上有所体现



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

聚焦核心优势，打造老酒第一品牌。2019年，公司再次对产品进行重新梳理，改变过去单一以舍得文化酒为卖点的品牌路线，基于其丰富老酒库存和上乘品质的核心优势，确定实施老酒差异化战略。为了推进老酒战略，舍得酒业明显加强了对于生态酿酒和优质陈年基酒的宣传力度，主打生态酿酒引领者和 10 万吨以上的基酒储备，为战略的实施提供了稳固基石。2019 年底，公司广告宣传语由“舍得 中国智慧”转变为“舍得酒 每一瓶都是老酒”，突出老酒概念宣传。为了全面挖掘品牌历史价值、强化老酒概念，公司通过加推沱牌复刻版，以“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”唤起消费者的名酒记忆和老酒情结；推出全面升级的第四代品味舍得，以“真年份，真老酒”树立行业年份酒标杆，重塑老酒市场新格局，欲将打造浓香老酒的品质标杆。公司以打造老酒品类第一品牌为目标，将老酒战略贯彻到营销的每个环节，通过老酒品鉴、老酒培训、老酒传播、老酒展览、老酒论坛、老酒拍卖等系列活动，以“老酒”占领消费者心智。

图 37: 舍得老酒广告语



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 38: 第四代品味舍得“双年份”标识



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

舍得老酒指标高于行业标准，老酒战略突出“真年份，真老酒”。根据中国酒业协会 2019 年颁布的《白酒年份酒团体标准》显示，白酒年份酒以传统白酒（固态法、半固态法）工艺酿造，经贮存三年及以上基酒勾调而成，标注年份为所用主体基酒加权平均酒龄，不直接或间接

接添加食用酒精及非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质，具有本品固有风格特征的白酒，且主体基酒总量应不小于基酒总用量的 80%，标注年份取加权平均酒龄的整数。而舍得老酒采用纯良固态发酵，年份标注按照基酒最低年份，使用宜兴紫砂陶坛原酒坛储 5 年以上，强调“坛储年份+瓶储年份”，并使用 10 年以上调味酒，指标高于中酒协标准，体现着“真年份”。舍得酒就有着自己独特的“六老”酿造工艺（老窖池、老曲艺、老酿艺、老酒糟、老匠人、老基酒），体现着“真老酒”。

图 39：舍得“真年份”标准高于中酒协标准



舍得老酒指标高于中国白酒年份酒行业标准

纯粮固态发酵
采用宜兴紫砂陶坛原酒坛储 5 年以上
坛储年份+瓶储年份
10 年以上调味酒

中国白酒年份酒行业标准
以传统白酒（固态法、半固态法）工艺酿造
经贮存三年及以上基酒勾调而成
标注年份为所用主体基酒加权平均酒龄
不直接或间接添加食用酒精及非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质
具有本品固有风格特征



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 40：舍得六老工艺体现“真老酒”



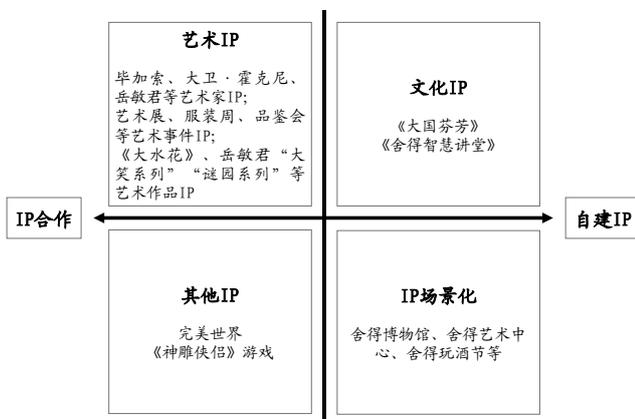
最独特的“六老”酿造工艺

<p>老窖池</p> <p>一万多口老窖，平均窖龄 25 年，行业领先，明清窖池沿用至今</p>	<p>老曲艺</p> <p>传承 400 多年的《太禾曲经》工艺精制黄金酒曲</p>	<p>老酿艺</p> <p>非物质文化遗产，传统手工操作，倾注情感</p>
<p>老酒糟</p> <p>续糟发酵，代代相传，自明代持续至今</p>	<p>老匠人</p> <p>老艺传人，平均工龄 25 年</p>	<p>老基酒</p> <p>原酒坛储平均 20 年以上</p>

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

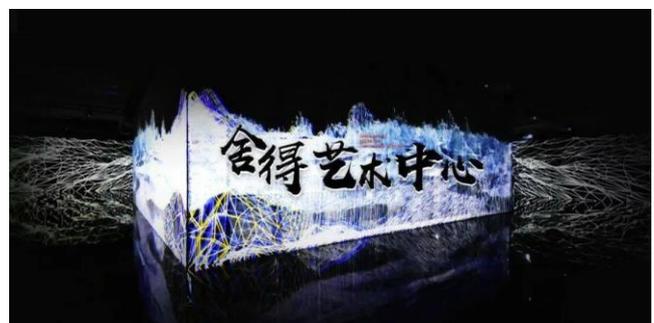
“左手老酒，右手艺术”，完成对品牌的重构与升级。白酒作为有着精神与物质双重消费属性的商品，有着一套复杂的产品语言，它迫使企业在常规的市场营销策略外，还要在精神层面搭建自己的品牌阵地。而艺术作为人类精神文化的一种特殊形体，是审美意识物化后的集中体现，所以它能够用来塑造独一无二的品牌形象。2019 年，公司提出“左手老酒，右手艺术”，从艺术中心、博物馆到大型诗乐舞剧，从丰富的艺术线产品到毫无违和感地沉浸艺术圈，实现中国白酒美学的一次全方位升级。在这个白酒行业呈“老字号”竞争的时代下，舍得让消费者从感官上和内心上，都充分满足了对品牌酒类的美好认知，舍得通过跨界出圈主动融入年轻消费层，强化了其“文化国酒”的品牌定位，形成差异化优势，将舍得品牌文化用世界通用的语言呈现给全球观众，为大众进行生活美学的传播与普及，让白酒和艺术走进大众。

图 41：舍得 IP 矩阵



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 42：舍得艺术中心



资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

3.3 拥有核心单品，产品梯队明晰

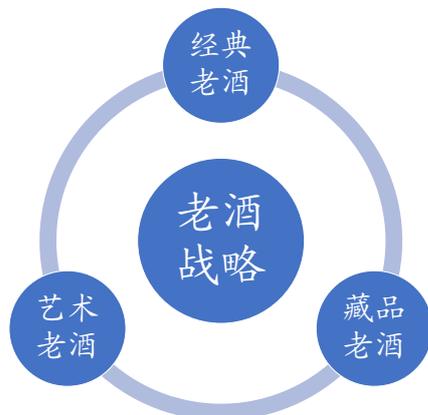
产品结构明晰，定位精准。经过多年积累，公司构建了以“舍得”、“沱牌”为两大核心品牌，“天子呼”、“舍不得”、“吞之乎”、“陶醉”为培育性品牌的品牌矩阵。在实施舍得、沱牌双品牌运作的基础上，按照经典老酒、藏品老酒、艺术老酒三大老酒产品线实施老酒战略，进一步加强沱牌天特优、沱牌 T68 的运作，恢复沱牌中低端酒的市场规模。目前，公司产品按事业部划分有高端事业部的天子呼、吞之乎；老酒事业部的 2 款舍得老酒，2 款沱牌老酒；舍得事业部的品味舍得、智慧舍得、水晶舍得；沱牌事业部的天曲、特曲、优曲和高线光瓶酒 T68、沱牌六粮等。

表 3: 公司产品线 (按事业部划分)

事业部	核心产品	价格	特点	产品展示
高端事业部	天子呼	3980 元/500ml	20 年原酒	
	吞之乎 (酱香)	1880 元/500ml	20 年基酒	
老酒事业部	智慧舍得·藏品	888 元/500ml	基酒 ≥ 10 年	
	品味舍得·藏品	668 元/500ml	基酒 ≥ 8 年	
	沱牌曲酒 (80 年代)	368ml/500ml	基酒 ≥ 6 年	
	沱牌曲酒 (90 年代)	268 元/480ml	基酒 ≥ 5 年	
舍得事业部	智慧舍得	768 元/500ml	基酒 ≥ 8 年	
	品味舍得	538 元/500ml	基酒 ≥ 6 年	
沱牌事业部	天曲	218 元/500ml		
	特曲	168 元/500ml		
	优曲	108 元/500ml		
	T68	68 元/480ml	4.5 年基酒	
	沱牌六粮	48 元/500ml		

资料来源: 京东商城, 信达证券研发中心

图 43: 舍得酒业老酒战略的三大产品线



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 44: 舍得艺术老酒

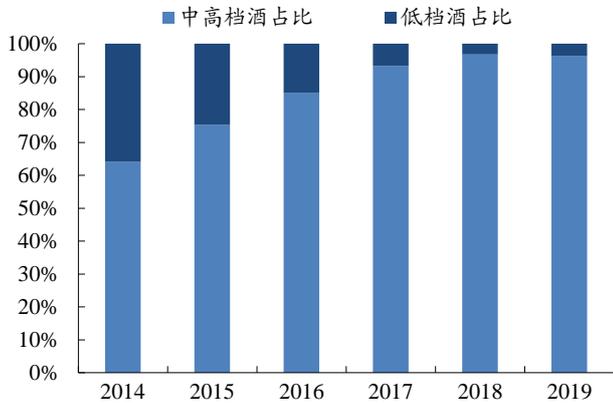


资料来源: 搜狐网, 信达证券研发中心

中高档酒营收占比达到 95% 以上，品味舍得是公司核心大单品。公司聚焦舍得品牌，计划将“舍得”打造为老酒品类第一品牌和次高端价位龙头；提升沱牌品牌，致力于将“沱牌”打造为最具性价比的大众名酒品牌。由于 2019 年起，公司开始注重对沱牌品牌的复兴，恢

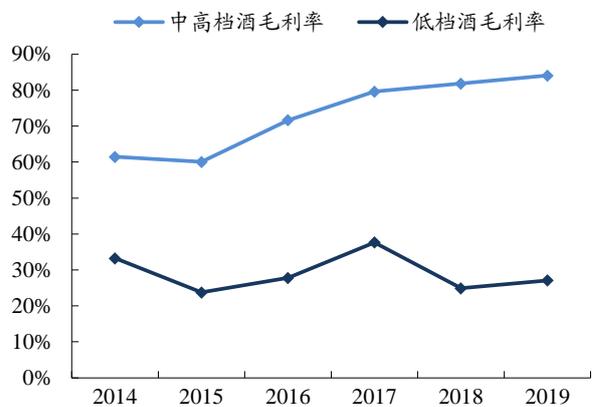
复沓牌在消费者心中和白酒业中应有的大众名酒地位，低档酒销售收入增长迅速。2019 年中高档白酒销售收入达 22 亿元，同比增长 23%，低档酒销售收入 0.85 亿元，同比增长 41.76%。中高端产品收入占比仍然较高达到了 96.26%，低档酒占比略有提升。在所有产品中，品味舍得是公司赖以生存的核心大单品，在全国 300-600 元价格带具有一定的体量优势。

图 45: 中高档酒的营收占比达到 96%



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 46: 2015-2019 年中高档酒毛利率逐年平稳增加

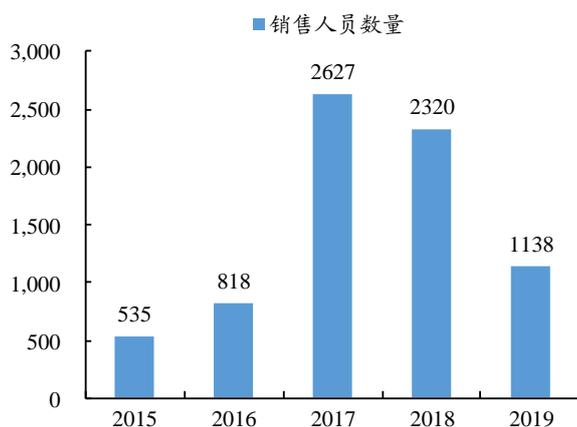


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

3.4 优化渠道结构，聚焦核心市场

快速扁平化，全国覆盖率达 60%。自 2016 年天洋入主以来，公司运用快消品营销思路，开始进入深度分销模式，大量销售人员的铺货，使得公司在短短几年内由不到 1 万家网点迅速增长到 5 万家网点。2017 年引进营销专业人才 2000 余人，通过线上线下相结合的方式开展多样化的业务培训，加快推进精细化营销。厂家费用全控全投，帮助经销商全面导入终端精细化营销模式，扁平到以终端运作为主的县区经销商。这几年来，公司经销商数量大幅增加，渠道网点覆盖全国 60% 的城市，全国化程度较高。

图 47: 2017 年引进营销专业人才 2000 余人



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 48: 经销商数量保持稳定增长

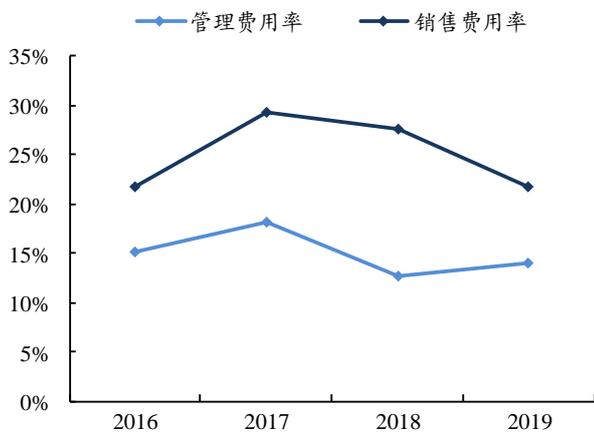


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

优化经销商结构，提高渠道利润。营销队伍过于庞大与公司规模并不匹配，2018 年起，公司将部分销售人员转至经销商队伍中，对于公司而言节省了销售费用，同时提升费用投入产出效率。2018 年之后，公司销售人员数量减少，销售费用率也逐渐降低。2019 年，公司进行渠道改革，将销售额偏少的经销商转型为分销商。目前，公司正积极恢复与大商的合作关

系，收缩经销权，部分小商改为分销商，重新理顺渠道利益分配关系，并适度放开区域性的总开发产品，提高经销商的利润空间。

图 49：2017-2019 年销售费用占比持续下降



数据来源：Wind，信达证券研发中心

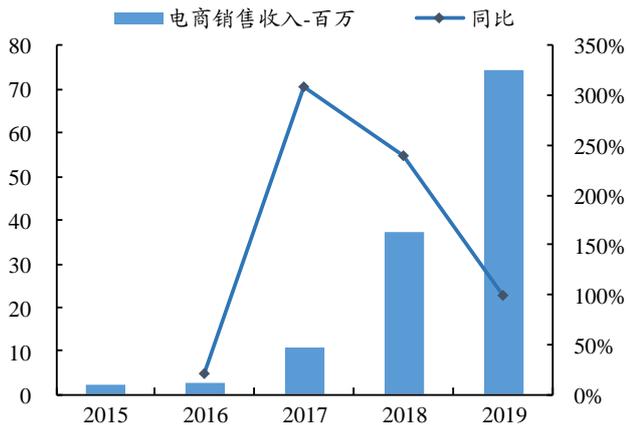
重新构建新型厂商关系，赋能经销商。过去两年来，“厂商共建”无疑是行业热词，众多名酒品牌相继推出激励政策，以期在新时代下与新老经销商建立更为紧密的联系，围绕新型厂商关系的创新策略以及落地行动，成为衡量企业是否适应市场变革的重要标准。2019 年公司全新领导班子上任后，便明确发声将老酒战略与厂商关系重塑放在核心位置。张树平董事长多次在内外大会上明确指出，“要为经销商朋友搭建合作共赢的平台，助推舍得酒业高质量稳步发展。”蒲吉洲去年多次亲赴一线考察调研，与经销商面对面交流与倾听，在一地一策等方针指导下解决实际问题。公司践行优化价费模式、“共享仓库”策略、库存零压力等创新内容，快速为市场注入活力与积极性，赋能经销商，帮助经销商做大做强。以舍得江苏市场为例，苏南共享仓库建成后，经销商可以小批量多次订货，成功缓解了库存压力，也有效帮助了资金分散周转。资金配置空间的增加，也让区域经销商和自己的分销商、终端烟酒店等合作伙伴“轻装上阵”，将重心放在如何更好地推广产品上去。

图 50：公司新型厂商关系

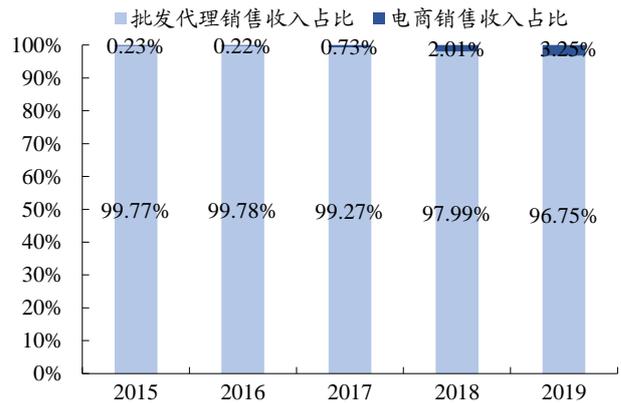


资料来源：渠道调研，信达证券研发中心

积极拓展销售渠道，以掌控核心网络，培养忠实用户。自 2015 年，公司积极探索白酒“互联网+”销售模式以来，电商销售占比逐年增加。2019 年以来，进一步加强了针对 B2C 电子商务渠道的拓展。同时加强贵宾团队配置，通过赠酒+舍得智慧之旅+品鉴会+品牌荣誉大使四大工程，培育忠实用户；聚焦烟酒店及团购渠道，拓展餐饮及现代零售渠道、电商渠道；优化烟酒店联盟体模式，建立万家联盟体烟酒店。

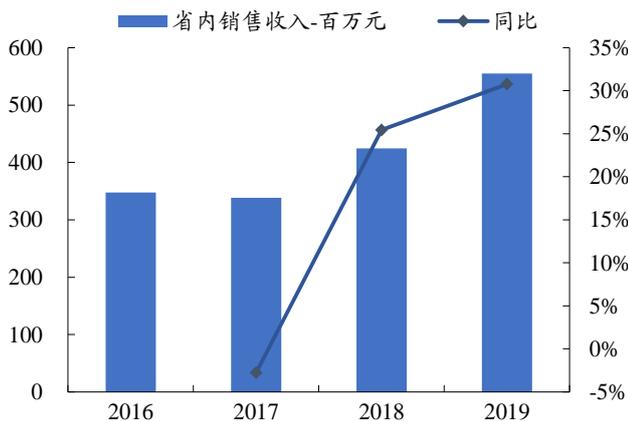
图 51: 电商销售渠道连续三年增速超过 100%


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

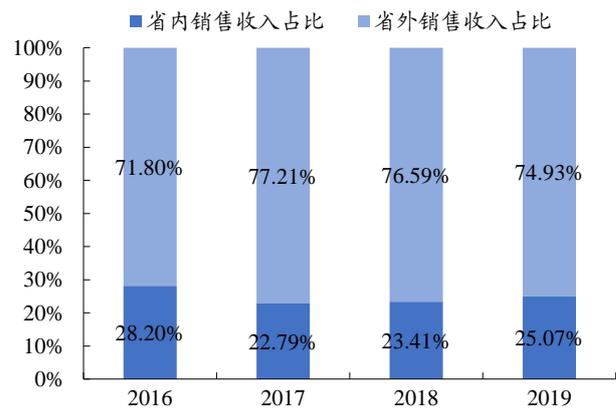
图 52: 电商销售渠道占比逐年增加


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南，加快品牌的全国化布局。公司聚焦核心大单品、聚焦战略市场及重点市场，市场分梯级培养，分批突破。2019 年起，更进一步将资源向次高端容量较大的华东、华南市场倾斜，聚焦建设以湖南、环太湖为中心的两个根据地市场，效果明显。由于公司省内的深耕带来收入加速增长，相比较而言，省外销售收入占比略有下降。

图 53: 省内收入增长呈现加速趋势


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 54: 省外比重占七成以上


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

3.5 股权激励提升核心管理人员积极性

股权激励增强公司高管的积极性。2018 年 12 月公司推出股权激励方案，确定以 2018 年 12 月 24 日作为激励计划的授予日，向符合条件的 418 名激励对象授予 919 万股限制性股票，按照 3:3:2:2 比例分四年进行解锁。2019 年 2 月，实际向 362 名激励对象授予共 778.1 万股限制性股票，授予价格为 10.51 元/股，其中，中层管理人员及核心骨干 354 人，高层管理人员及核心骨干 8 人。该方案同时存在公司层面和个人层面的业绩考核，只有当公司层面业绩目标完成 80% 以上，且个人层面业绩考核合格时，才能按比例实现解锁。此举增强了公司管理团队和业务骨干的积极性，将股东利益、公司利益与个人利益联系在一起，培养对促进公司发展的责任感和使命感。2019 年，公司实现 5.08 亿元归母净利润，剔除激励计划成本影响后实现 5.43 亿净利润，顺利实现第一期解锁目标增长，解锁 30% 限制性股票。

表 4: 股权激励分配情况

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	目前职务
刘力	董事长/董秘(代)	20	2.57%	
李强	总经理/副董事长	15	1.93%	
张树平	常务副总经理/董事	15	1.93%	董事长/董事
郭建亚	副总经理/董事	8	1.03%	
蒲吉洲	副总经理/董事	7	0.90%	副董事长/总经理/董事
吴建	董事	15	1.93%	
李富全	副总经理/财务负责人	10	1.29%	副总经理
曾家斌	副总经理	8	1.03%	
中层管理人员及核心骨干 (354 人)		680.1	87.41%	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 5: 激励计划授予的限制性股票的解除限售期及目标增长率

考核年度	解除比例	剔除激励计划成本影响后的归母净利润 较 2017 年增长率目标	解锁 100% 完成额 (亿)	解锁 80% 完成额 (亿)	实际 完成额 (亿)
2019	30%	260%	5.17	4.13	5.43
2020	30%	350%	6.46	5.17	
2021	20%	460%	8.04	6.43	
2022	20%	600%	10.05	8.04	

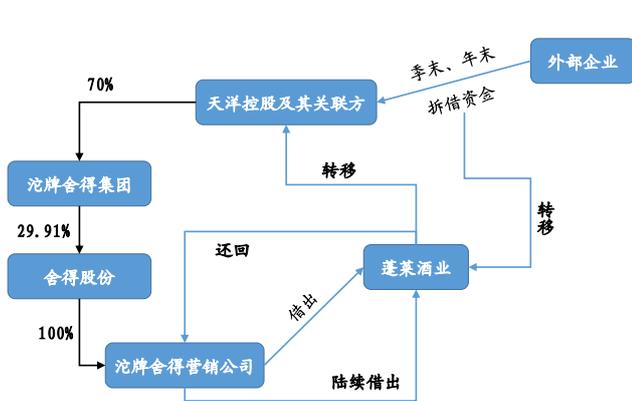
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4. 前大股东资金占用情况：实控人变更，公司经营正常

4.1 前大股东债务压身资产不良，侵占上市公司资金始末

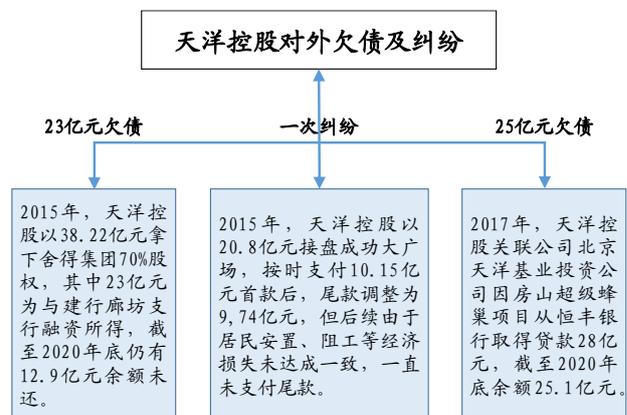
前大股东天洋控股资金情况堪忧。2013-2016年，天洋控股相继斥资约4亿元和38.22亿元拿下梦东方和舍得酒业两家上市公司，并以约26亿元总价录得房山超级蜂巢商用项目，而另外一个商用项目天洋创新中心则需要的追加逾60亿元的投资。其中，天洋控股在收购舍得酒业时，以所获舍得股权和4个房地产项目的现金流做担保，向中国建设银行廊坊支行融资23亿元，截至2020年底仍有12.9亿元余额未还。同时，入主舍得这笔交易的其余15.32亿也并非天洋控股自有资金，而是通过梦东方在港股发行债券融资获得。天洋控股关联公司北京天洋基业因房山超级蜂巢项目从恒丰银行取得开发贷款28亿元，截至2020年底余额25.1亿元，但该项目因政策变动原因销售受到阻碍，从而导致还款压力，恒丰银行已将周政及天洋控股告上法庭。天洋控股于2017年实施的两笔总规模达48亿的信托基金“天洋燕郊创新中心1号、2号项目集合资金”也均在2020年4月展期，仅归还本金11亿元，余额近80%。

图 55：前大股东占用上市公司资金手法



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 56：天洋控股对外欠债金额庞大

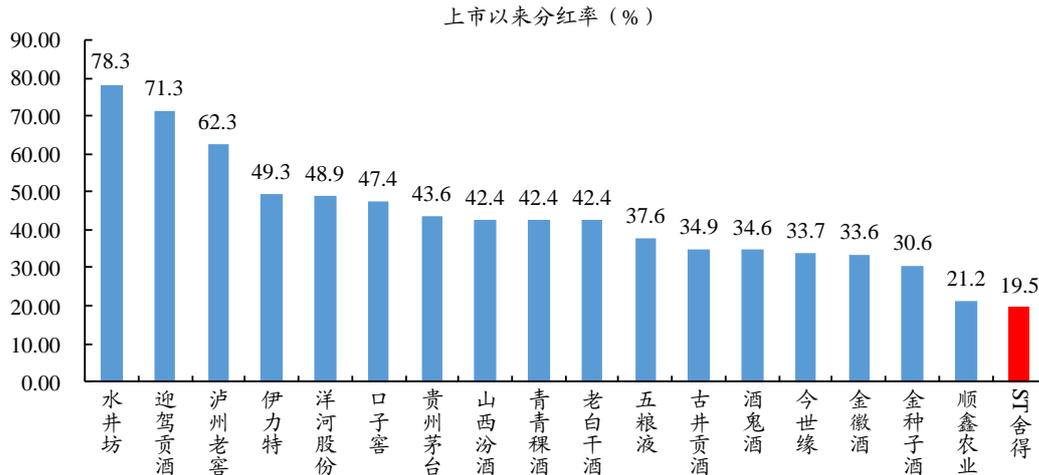


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

舍得自爆大股东资金占用。2020年8月20日，舍得酒业公告披露，天洋控股及其关联方存在非经营性占用公司资金的情况，其中2019年累计发生金额21.58亿元，2020年1月1日至2020年8月19日期间累计发生金额18.52亿元，两年来，“天洋系”非经营性占用舍得酒业资金的累计40.1亿元，占用资金的实际流向大多为“天洋系”旗下地产公司。而早在2019年12月4日，舍得酒业就曾公告披露，天洋控股因正常业务需要与舍得集团的资金往来未能及时归还，经双方友好协商、达成和解共识，天洋控股或其关联方在9个月内分期偿还舍得集团及其子公司的欠款及利息等。截至2020年8月19日，舍得酒业尚有未收回资金4.75亿元，天洋控股虽承诺于2020年9月19日前归还非经营性占用的资金及利息，但未能如期兑现，舍得酒业9月22日起被实施“其他风险警示”。

4.2 舍得经营受影响较小，老酒战略持续推进

舍得自上市以来分红较少，现金流相对充裕。公司上市25年以来，累计的分红金额为5.22亿元，分红融资比仅为52.92%，股利支付率仅为10.08%。2019年末，公司现金及现金等价物余额为13.6亿元，截至2020年三季度末，公司现金及现金等价物余额为9.9亿元，现金流状况良好。2021年1月8日，公司收到由法院裁定从拍卖款中先予划转被其占用的资金及资金占用费等4.84亿元，目前公司资金充足，能满足日常经营活动的需要。

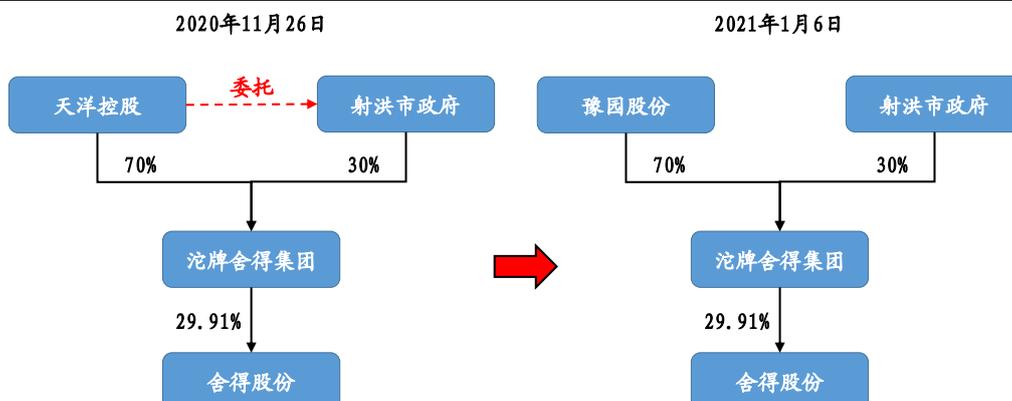
图 57：舍得上市以来的分红率排名行业最末


资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：截至 2019 年 12 月 31 日

管理层变动影响不大，企业经营策略不变。从舍得二十多年的发展看，公司经营特点长期是“会产酒，不会卖酒”，营销短板是阻碍其快速发展的重要原因。2016 年天洋入主后，公司生产层面未出现较大变化，生产基地仍由张树平、蒲吉洲、余东主管；营销层面则由天洋董事长周政主导调整，着力进行营销改革创新。自 2020 年 8 月舍得自爆以来，公司实际控制人周政、董事长刘力、总裁兼董秘李强、董事张绍平先后被公安机关刑事立案调查，财务负责人李富全被公安机关采取强制措施，上述涉事人员与企业正常生产活动关联较小。9 月 28 日，张树平被选举为新任董事长，蒲吉洲被选举为副董事长、总经理，公司生产层面的主要管理层未受影响。主导公司营销层面的实际控制人周政虽被立案调查，但其营销理念近年来已传达至公司管理层团队，而管理层团队除涉事人员外未有明显变动，主要营销策略不变。

4.3 控股股东表决权、管理权变更，股权司法拍卖，实控人变更

天洋控股持有的沱牌舍得集团表决权、管理权变更。2020 年 11 月 26 日晚间，舍得发布公告称，即日起至天洋控股和其关联公司全额偿还沱牌舍得集团及其子公司的全部债务之次日，天洋控股所持有沱牌舍得集团 70% 股权所对应的表决权和管理权等全部委托射洪市政府行使，释放出实际控制人或有变更信号。据公告显示，射洪市政府取得天洋控股持有的沱牌舍得集团表决权、管理权后，有权独立、自主地对沱牌舍得集团的经营、管理等作出决策或者决定，而且有权单方面更换沱牌舍得集团的法定代表人和其他公司高管。

图 58：舍得股权结构变化


资料来源：Wind，信达证券研发中心

天洋控股持有的沱牌舍得集团 70% 股权被拍卖，复星集团成为舍得实控人。2020 年 12 月 16 日，公司发布公告称，蓬溪县人民法院委托遂宁市聚鑫拍卖有限公司，将于 2020 年 12 月 31 日上午 10 时对天洋控股持有的沱牌舍得集团 70% 的股权进行拍卖。本次股权司法拍卖是因天洋控股与沱牌舍得集团及其子公司四川梦东方资金往来纠纷案，蓬溪县人民法院履行的执行程序。此次股权起拍价格为 39.9 亿元，较天洋控股上次竞得价格（38.22 亿元）略微提高。最终，复星系通过豫园股份以 45.3 亿元拍下四川沱牌舍得集团有限公司 70% 股权。2021 年 1 月 6 日公司进行股权交割，复星成为公司实际控制人。

4.4 因大股东占用资金带帽，资金占用事项解除后可摘除

舍得风险警示与经营无关，资金占用事项消除后即可摘帽。根据《上海证券交易所股票上市规则》第 13.4.1 条规定，舍得因“公司被控股股东及其关联方非经营性占用资金，情形严重”，于 2020 年 9 月 22 日起被实施“其他风险警示”。依据《上海证券交易所股票上市规则》第 13.4.7 条规定，在“会计师事务所出具的专项审核报告和独立董事发表的独立意见显示资金占用事项已消除，公司可申请撤销对其股票实施的其他风险警示”。因此，当天洋控股及其关联方归还非经营性占用的资金，且有审计报告或独立意见支持后，舍得即可申请摘帽。此次 ST 警示事件与舍得日常经营活动无关，仅与控股股东及其关联方的资金占用单方面存在关系，主要目的是为了保护中小股东的利益。

资金占用一案得到阶段性突破，摘帽尚需时间。根据《上市公司收购管理办法》第一章第七条，“被收购公司的控股股东、实际控制人及其关联方有损害被收购公司及其他股东合法权益的，上述控股股东、实际控制人在转让被收购公司控制权之前，应当主动消除损害；未能消除损害的，应当就其出让相关股份所得收入用于消除全部损害做出安排，对不足以消除损害的部分应当提供充分有效的履约担保或安排，并依照公司章程取得被收购公司股东大会的批准”。2020 年 12 月 27 日，公司收到遂宁市公安局《关于刘力等人背信损害上市公司利益案侦查进展情况的通报》，遂宁市公安局发现天洋控股利用与公司合作对外投资方式占用公司资金等犯罪线索，相关犯罪事实遂宁市公安局正在进一步调查中。2021 年 1 月 8 日，公司收到法院裁定从天洋控股持有的沱牌舍得集团 70% 股权拍卖款中先予划转被其占用的资金及资金占用费等 4.84 亿元。但由于舍得营销与天洋控股及其关联方的借款纠纷案尚未审结，公安机关仍在侦办中，公司已收回上述资金的归属权仍存一定不确定性。2021 年 4 月 15 日，公司收到法院刑事裁定书，“天洋控股经由天赢链（深圳）商业保理有限公司损害公司利益，截止本案刑事立案之日造成公司实际损失 1 亿元。被告单位天洋控股集团有限公司被冻结在四川省遂宁市中级人民法院账户中的人民币 1 亿元发还给被害单位舍得酒业股份有限公司”。至此，资金占用一案得到阶段性突破，公司摘帽正在有序推进。

5. 展望 2021：聚焦核心市场发展，坚定老酒、复兴沱牌

在天洋入主的 5 年时间里，公司营销层面做了很多有益尝试，在积极的探索中寻找到老酒差异化路线。我们认为，公司目前顶层思路清晰，且得到复星团队的认可，各项工作正在有序进行中，2021 年的增长确定性较强，如果在老酒战略上有新的商业模式的突破，可能会存在超预期表现。

5.1 舍得经销商大会召开，提振经销商信心

降库存、挺批价，加快周转率，增加渠道利润。2021 年 4 月 3 日，舍得召开全国经销商大会，这是近六年来公司第一次召开经销商大会，复星国际董事长郭广昌到场，并发表 6 分钟演讲，提振管理团队和经销商信心。2020 年疫情下，公司出台了“不催款，不压货、给授信、帮融资”等一系列政策，帮助经销商解决许多实际问题，既缓解了行业常见的厂商紧张关系，又解决了长期存在的渠道库存压力，渠道库存下降明显，核心单品品味舍得的批价有所提升。据渠道反馈，目前公司全年打款政策保持一致，不再设有旺季促销活动，鼓励经销商提高打款次数，加快资金周转率，进一步提高渠道利润，并降低渠道库存。

优化小商、布局大商，探索多模式创新。过去快消品运作思路下，公司小商和快商多，大商和优商少，追求数量而忽视质量。在公司费用全控全投模式下，经销商仅承担配送角色，难以发挥渠道积极性。2021 年经销商大会上，公司表示将加快多客户、多模式发展优商大商，部分授权定制开发产品，形成代理商、平台商、联营商、合资商等多种模式，实现最大可能的整合社会力量。

聚焦打造重点市场、重点客户。公司在全国市场覆盖率较高，但核心根据地市场不够突出，局部地区销售较为分散，市场氛围有待进一步提升。2021 年公司将按照“川冀鲁豫、东北西北、华东华南”的区域梯队，分别重点聚焦舍得、沱牌数十个城市，持续投入长期建设，不断向市场占有率第一为冲击目标，逐步形成基地型市场。

费用投入精准化，加大消费者培育工作。过去，公司采用费用全控全投模式，虽然费用力度投入较大，但多投在渠道上，没有聚焦到 C 端，消费氛围培育不到位。2021 年公司将严控渠道费用，固化渠道费用，加大 C 端费用投放，以舍得老酒结合舍得智慧进行传播，加大老酒培训和智慧人物落地活动结合，十场老酒智慧盛宴、百场老酒鉴赏大会，千场老酒品鉴会。实施名酒进名企+智慧俱乐部双轮驱动，精准靶向圈层渗透头部+腰部+腿部，解决单纯依靠 B 端推力问题，实现 C 端 B 端两条腿走路，相互赋能，逐步实现 C 端置顶战略。

5.2 老酒战略“3+6+4”模式

三大目的：品牌提质、产品提价、销售增量。通过“老酒”概念提升品牌价值感和美誉度；提升产品溢价空间，提高客户利润空间；通过品牌提质和产品提价，赢得更多消费者认可，使得更多客户参与经营，最终实现销售增量。

六大策略：唯一性、长期性、低投入、高回报、灵活性、可回收。公司计划在同区域、同渠道、同价位产品只授予一家经销商，并与经销商签订中长期合约，稳定、持续发展。公司将适量放低首单门槛，控量合同任务，不给经销商增加库存压力，提高渠道周转率。今年依旧以降低库存为目标，严守价格红线，提高渠道利润。销售模式更加灵活，努力实现顺价操作、制定一城一策，提高经销商能动性。品牌背书、兜底回收，给予经销商合作信心。

四种模式：平台运营、加盟控价、KOL 引导销售、团购直销。老酒营销更加灵活，公司将在四种模式上积极探索，寻求商业模式的创新。**(1) 平台运营：顺价、控量、固定保证金。**依托大商的影响力整合渠道资源建立联合经销平台，通过固定保证金的形式与客户签订合作协议，年终按照股金比例进行分红，但必须顺价销售，控量供货。**(2) 加盟控价：控价供货、费用直投、层级分润。**根据经销商的市场资源和运营能力控价供货，指导和协助经销商作好渠道开发、控制和维护，公司对加盟市场直接进行费用投入，但严守价格红线，确保各销售环节客户的利润。**(3) KOL 引导销售：控价直供，费用直投，激励提成。**通过厂家费用投放，加大圈层营销，培育更多意见领袖，按意见领袖引导带来的增量进行提成，激发意见领袖参与的积极性。**(4) 团购直销：团购价格直销、灵活的费用投入、消费引导团队激励。**团购销售减少了中间环节，直面 C 端消费群体，提升利润空间。在各地团购渠道的开发上，营销团队可以上报制定更灵活的费用投放方案，并按完成情况取得团队激励，激发团队的能动性，增强团购业务发展的持续性。

5.3 双品牌战略赋能，打造新的增长极

复兴沱牌，打造双品牌驱动。舍得酒业经销商大会上，复星国际董事长郭广昌表示，“在我这代人的记忆里面，‘悠悠岁月酒、滴滴沱牌情’这句话刻在我们的骨子里，对沱牌这两个字有非常深的感情。”当年，“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”广告宣传片，登陆中央电视台黄金时间段，并在各大卫视刷屏，沱牌一曲成名，成为家喻户晓的国民品牌。不仅如此，沱牌创造连续三年全国销量排名行业前三，最辉煌的时候曾登顶行业第一的宝座，累计销量达到 50 亿瓶，这是沱牌最辉煌的年代。但随着舍得、沱牌的不均衡发展，沱牌的销售占比越来越低，发展不够聚焦。公司总经理蒲吉洲表示，“公司今年将采取‘唤醒’与‘焕新’的品牌核心策略，将‘悠悠岁月酒，滴滴沱牌情’再次带回大众视线，唤起国民的情感记忆，让沱牌与舍得一起发力，双轮驱动，实现舍得酒业的增量突破。”沱牌六粮、沱牌曲酒复刻版两款新品亮相 2021 年春糖，一方面卡位 30-50 元高线光瓶酒赛道，另一方面用复刻版形象唤醒消费者记忆。由于沱牌体量较小，且主要由山东、成都、遂宁贡献收入，市场氛围下滑严重，今年公司计划对沱牌开放区域定制开发，以市场氛围培育为主。

5.4 复星生态圈赋能，打造圈层营销

复星投资涉足广，借助复星生态打造圈层营销。复星系涉足行业广，包含旅游、医药、房地产等行业，公司将成立团队与复星生态对接，进行总对总圈层营销，培育意见领袖。复星总部位于上海，与公司突破华东战略一致，借助复兴生态，公司在华东市场的扩张或将加速。

6. 盈利预测与评级

盈利预测及假设

收入预测: 我们预计舍得酒业 2020-2022 年的收入将分别达到 27.63 亿元、38.01 亿元和 49.329 亿元, 分别同比增长 4.3%、37.6%和 29.8%。

1) 中高档酒: 我们认为受 2020 年疫情影响, 以及疫情后舍得业绩的恢复好转, 老酒计划稳步推进, 公司品牌影响力不断增强, 预计 2020-2022 年收入将分别达到 22.6 亿元、31.72 亿元和 41.88 亿元, 分别同比增长 3%、40%和 32%。

2) 低档酒: 我们认为舍得从 2019 年开始实施“沱牌”复兴有助于低档酒的快速增长, 预计 2020-2022 年收入将分别达到 1.41 亿元、2.66 亿元和 3.82 亿元, 同比增长 65%、89%和 44%。

毛利率预测: 我们预计舍得酒业 2020-2022 年的毛利率将分别达到 77.2%、78.3%和 79.4%, 分别同比上升 1.0pct、1.1pct 和 1.1pct。

1) 中高档酒: 受益于中高档酒产品结构的持续优化带来的均价提升, 特别是 2020 年初智慧舍得的提价策略, 明显带动毛利率水平提高, 预计 2020-2022 年该产品毛利率将分别达到 85.5%、86%和 86.5%, 分别同比上升 1.4pct、0.5pct 和 0.5pct。

2) 低档酒: 受益于低档酒产品结构的持续优化带来的均价提升, 预计 2020-2022 年该产品毛利率将分别达到 40%、40%和 40%。分别同比上升 12.9pct、0pct 和 0pct。

费用率预测: 我们预计舍得酒业 2020-2022 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 35%、35%和 35%, 基本保持平稳态势。

1) 销售费用率: 考虑到公司前两年的激进营销策略, 销售收入持续增长带来销售效率提升, 我们预计 2020-2022 年的销售费用率分别为 21.5%、21.5%和 21.5%。

2) 理费用率: 考虑到销售收入持续增长带来管理效率提升, 我们预计 2020-2022 年的管理费用率分别为 13.5%、13.5%和 13.5%。

表 6: 公司收入预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
酒类合计	收入-百万元	1850	2288	2401	3438	4570
	YOY	24%	24%	5%	43%	33%
	毛利率	80.0%	81.9%	82.6%	82.3%	82.4%
中高档酒	收入-百万元	1789	2202	2260	31722	4188
	YOY	28%	23%	3%	40%	32%
	毛利率	81.9%	84.1%	85.5%	86.0%	86.5%
低档酒	收入-百万元	60	85	141	266	382
	YOY	-40%	42%	65%	89%	44%
	毛利率	24.9%	27.1%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

投资评级

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.64、2.40、3.24 元, 对应 2021 年 4 月 19 日收盘价 (113.46 元/股) 市盈率 69/47/35 倍, 首次给予“买入”评级。

表 7: 可比公司盈利及估值对比

2021/04/19	总市值 (亿元)	EPS			CAGR	PE			PEG	PS		
		19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E		19A	20E	21E
贵州茅台	26,229	32.80	43.18	50.38	23.9%	63.65	48.36	41.44	1.73	29.52	23.61	20.51
五粮液	10,312	4.48	5.17	6.25	18.0%	59.26	51.34	42.54	2.36	20.58	18.01	15.41
泸州老窖	3,503	3.17	4.94	5.98	37.4%	75.46	48.42	39.97	1.07	22.15	17.44	14.80
山西汾酒	3,090	2.22	4.51	5.77	61.1%	159.39	78.67	61.43	1.01	26.01	17.90	14.75
洋河股份	2,429	4.90	5.61	6.47	14.9%	32.90	28.73	24.90	1.67	10.50	10.12	8.97
今世缘	665	1.16	1.55	1.92	28.4%	45.59	34.26	27.67	0.98	13.64	10.52	8.64
古井贡酒	1,229	4.17	4.17	5.33	13.1%	58.59	58.52	45.80	3.49	11.80	11.32	9.42
酒鬼酒	570	0.92	2.26	3.11	83.8%	190.30	77.50	56.32	0.67	37.70	21.07	15.97
平均					35.1%	85.64	53.22	42.51	1.62	21.49	16.25	13.56
ST 舍得	381	1.51	1.64	2.40	26.1%	75.10	69.22	47.27	1.81	14.39	13.80	10.03

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 2020 年茅台、今世缘数据为实际值

7. 风险因素

招商不及预期

公司老酒招商可能出现招商进度缓慢情况, 影响下半年旺季销量释放。

酱酒品类冲击

目前酱酒热趋势明显, 且与公司产品价格带重合, 可能对公司全国基地市场的建立造成一定冲击。

管理团队变动调整

复星入主后, 公司董事席位暂未变动, 待 2020 年年报披露后, 或召开股东大会上进行管理团队变动。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,647	4,463	4,278	5,431	6,969
货币资金	911	1,601	983	1,720	2,419
应收票据	146	0	0	0	0
应收账款	135	139	189	208	270
预付账款	41	41	95	58	71
存货	2,371	2,418	2,418	3,159	3,899
其他	42	264	593	287	310
非流动资产	1,196	1,314	1,391	1,455	1,550
长期股权投资	116	121	126	131	136
固定资产(合计)	619	687	689	698	716
无形资产	140	138	134	129	126
其他	321	368	443	498	572
资产总计	4,842	5,777	5,670	6,886	8,519
流动负债	2,075	2,491	1,853	2,261	2,794
短期借款	664	840	0	0	0
应付票据	173	218	276	293	362
应付账款	174	183	173	226	278
其他	1,064	1,249	1,404	1,742	2,154
非流动负债	52	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0	0
其他	52	45	45	45	45
负债合计	2,128	2,536	1,899	2,306	2,840
少数股东权益	199	202	231	274	331
归属母公司股东权益	2,516	3,038	3,540	4,306	5,348
负债和股东权益	4,842	5,777	5,670	6,886	8,519

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,212	2,650	2,763	3,801	4,932
同比(%)	35.0%	19.8%	4.3%	37.6%	29.8%
归属母公司净利润	342	508	551	807	1,089
同比(%)	138.1%	48.6%	8.6%	46.4%	34.9%
毛利率(%)	72.6%	76.2%	77.2%	78.3%	79.4%
ROE%	13.6%	16.7%	15.6%	18.8%	20.4%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.51	1.64	2.40	3.24
P/E	22.45	19.86	69.17	47.24	35.02
P/B	3.05	3.32	10.78	8.86	7.13
EV/EBITDA	16.03	11.81	42.41	29.99	22.32

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,212	2,650	2,763	3,801	4,932
营业成本	606	631	630	824	1,017
营业税金及附加	319	352	373	513	666
销售费用	610	574	594	817	1,060
管理费用	271	362	373	513	666
研发费用	9	8	8	11	15
财务费用	0	14	6	-14	-21
减值损失合计	9	-10	-8	-8	-8
投资净收益	2	5	6	8	10
其他	33	6	4	6	7
营业利润	442	712	780	1,141	1,539
营业外收支	-2	-5	-6	-8	-10
利润总额	441	707	774	1,133	1,529
所得税	68	169	193	283	382
净利润	373	538	580	850	1,146
少数股东损益	31	30	29	42	57
归属母公司净利润	342	508	551	807	1,089
EBITDA	465	791	876	1,214	1,601
EPS(当年)(元)	1.02	1.51	1.64	2.40	3.24

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	443	668	461	933	933
净利润	373	538	580	850	1,146
折旧摊销	66	67	92	92	92
财务费用	-1	12	19	0	0
投资损失	-2	-5	-6	-8	-10
营运资金变动	39	36	-238	-17	-314
其它	-32	19	14	16	18
投资活动现金流	-309	-171	-148	-127	-149
资本支出	-223	-179	-89	-110	-134
长期投资	-100	0	-5	-5	-5
其他	13	7	-54	-12	-10
筹资活动现金流	-419	77	-931	-70	-85
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	20	176	-840	0	0
支付利息或股息	-69	-94	-86	-70	-85
现金流净增加额	-285	573	-617	736	699

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。