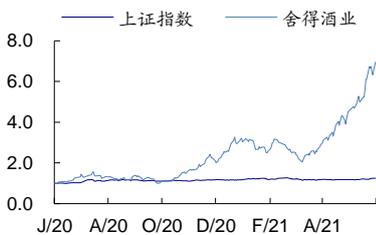


证券研究报告—深度报告
食品饮料
饮料
舍得酒业(600702)
买入

合理估值: 225-247 元 昨收盘: 195.13 元 (维持评级)

2021年06月01日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	336/332
总市值/流通(百万元)	65,599/64,689
上证综指/深圳成指	3,615/14,996
12个月最高/最低(元)	199.97/27.52

相关研究报告:

《ST 舍得-600702-2021 年一季报点评: 21Q1 业绩超预期, 改革正扬帆起航》——2021-05-01
 《ST 舍得-600702-2020 年年报点评: 20 年业绩增速略超预期, 改革深化谋发展》——2021-04-29
 《舍得酒业-600702-2019 年一季报: 业绩符合预期, 结构持续优化》——2019-04-26
 《舍得酒业-600702-重大事件快评: 定增彰显大股东信心, 舍得即将展翅翱翔》——2019-03-04
 《舍得酒业-600702-营收超预期源自玻瓶, 舍得一直在路上》——2019-02-20

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

证券分析师: 熊鹏

电话: 021-60875164
 E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080002

独立性声明:

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

深度报告
内外发展共振, 老酒赋能助力舍得复兴
● 历史复盘: 几经浮沉浓香名酒获新生

公司 90 年代初依靠中低端沱牌产品实现迅速扩张, 但仍有走量不走价的不匹配问题, 2001 年公司推出高端产品舍得酒正式进军高端市场。2010 年明确“舍得”沱牌双品牌战略, 产品体系丰满, 同时在营销上推进深度分销, 品牌推广上广告投入力度加大, 品牌价值持续提升, 公司业绩加速向好。2012-2015 年公司随着行业下行, 2015 年后天洋入主推行营销改革, 内部股权激励解决激励问题, 产品端清理 1000 多个冗余单品, 渠道端化原有库存, 同时积极推进老酒发展战略。但由于天洋债务较高违规占用舍得酒业 40 亿资金, 天洋时代落下帷幕, 2020 年底复星集团竞争 70% 股权正式入主舍得。

● 次高端量价齐升持续扩容, 老酒或称为行业下一个风口

近年来次高端呈现量价齐升态势, 市场规模扩容明显, 不同于头部高度集中, 次高端白酒行业玩家众多。次高端行业众多参与者综合实力均较强, 普遍为行业龙头系列酒及二线上市公司, 我们认为次高端核心竞争力为品牌高度、渠道推力以及差异化, 品牌高度领先的品牌(如汾酒)更容易做全国化以及受消费者认可, 渠道推力更强的品牌能更容易挤压竞品份额, 差异化竞争酒企(如舍得老酒)更容易侵占消费者心智。

● 未来展望, 公司内外发展共振, “全国化+老酒”助力公司高速发展

公司品牌历史悠久品牌底蕴深厚, 同时坐拥 12 万吨坛储老酒, 在次高端行业中具有较强的差异化品质品牌优势。展望未来, 作为主要玩家将持续享受次高端扩容, 同时公司主动通过糖酒会等活动积极发展大商优商推进全国化, 并发布“3+6+4”战略推进老酒业务发展, 顺应行业发展趋势下, 有望迎来内外共振实现业绩高速增长。同时复星入主后, 公司有望借助复星生态实现华东等地区的突破, 并加快高端意见领袖的培育工作进而助推公司的全国化高端化。

● 盈利预测

维持盈利预测, 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.21 元、4.69 元和 6.13 元, 同比增长 85.8%/46.0%/30.6%。结合绝对估值法和相对估值法, 一年期合理估值 225 元-247 元, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 全国化扩张不及预期, 老酒销售不及预期。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,650	2,704	3,945	5,227	6,492
(+/-%)	19.8%	2.0%	45.9%	32.5%	24.2%
净利润(百万元)	508	581	1080	1577	2059
(+/-%)	48.6%	14.4%	85.8%	46.0%	30.6%
摊薄每股收益(元)	1.51	1.73	3.21	4.69	6.13
EBIT Margin	27.6%	29.2%	36.9%	40.9%	43.2%
净资产收益率(ROE)	16.7%	16.2%	24.3%	27.6%	28.0%
市盈率(PE)	129.3	112.9	60.7	41.6	31.9
EV/EBITDA	86.2	78.9	44.0	30.6	23.7
市净率(PB)	21.62	18.32	14.76	11.49	8.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.21 元、4.69 元和 6.13 元，同比增长 85.8%/46.0%/30.6%。结合绝对估值法和相对估值法，一年期合理估值 225 元-249 元，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，白酒行业政策保持相对稳定，行业整体需求不遭受重大影响。

第二，次高端白酒量价齐升趋势延续，整体收入规模在 15%以上增长。

第三，公司发展老酒及全国化招商效果逐步向好，整体运营保持稳定。

与市场的差异之处

第一，市场普遍认为公司业绩高增主要系 2020 年基数低的原因，我们认为由于公司内部改革变化较大，内生动力增强后公司产品、渠道等各方面均发生较大改变。

第二，市场对于公司产品在次高端行业竞争力有些担忧，同时认为酱酒会冲击公司市场份额。我们认为公司坛储老酒规模较大，品质较同价格带产品更优，同时酱酒短期难以大规模放量，品质高的酱酒仍是稀缺的，短期不存在明显竞争关系。

股价变化的催化因素

第一，公司全国化招商顺利，省外经销商数量迎来高增长。

第二，公司老酒战略效果显著，消费者对产品认可度较高。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，白酒行业政策稳定性低预期；

第二，行业整体需求低预期；

第三，全国化扩张低预期；

第四，老酒销售低预期。

内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 227.82-249.24 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 225.55-242.90 元	7
投资建议	7
公司历史复盘: 几经浮沉浓香名酒获新生	8
1993-2000: 白酒繁荣制造良机, 公司依靠沱牌产品迅速扩张	8
2001-2009: 新推高端产品表现欠佳, 内外交困业绩遇挫	9
2010-2012 年: 双品牌战略推进, 营销转型铸造黄金三年	10
2012-2015 年: 行业进入深度调整, 公司业绩再次陷入低谷	11
2015-2019 年: 天洋入主推进营销改革, 老酒战略提升品牌价值	12
2020 年以来: 深度调整后业绩加速复苏, 迎来复星入主	13
次高端量价齐升持续扩容, 老酒或为行业下一个风口	14
次高端白酒量价齐升, 近年来行业持续快速扩容	14
次高端玩家众多竞争激烈, 核心竞争力为品牌、渠道以及差异化	15
老酒热已成趋势, 或为次高端白酒风口	16
名酒品牌底蕴+优质老酒构成公司核心竞争力	17
“名酒底蕴+积极品牌打造”铸就优质川酒品牌	17
产品结构: 金字塔层次清晰, 中高端份额提升带动结构升级	19
优质充足老酒储备造就白酒行业稀缺核心资产	21
内外发展共振, “全国化+老酒”助力公司高速发展	23
次高端及老酒行业需求端逐步扩容, 舍得或借东风快速成长	23
区域布局上拓展全国化, 聚焦川冀鲁豫, 突破华东华南	23
阿米巴模式+数字化, 舍得改革渠道打造未来新动力	24
盈利预测	26
假设前提	26
风险提示	27
附表: 财务预测与估值	29
国信证券投资评级	30
分析师承诺	30
风险提示	30
证券投资咨询业务的说明	30

图表目录

图 1: 1990-1997 年全国白酒产量变化.....	8
图 2: 1993-1997 年公司营收变化.....	8
图 3: 1997-2000 年公司营收变化.....	9
图 4: 舍得“陶醉”系列	9
图 5: 舍得高端酒“吞之乎”	9
图 6: 2000-2009 年公司营收变化.....	10
图 7: 2000-2009 年公司净利润变化	10
图 8: 2009-2012 年“沱牌”、“舍得”品牌价值变化.....	10
图 9: 2009-2012 年公司营收变化.....	11
图 10: 2009-2012 年公司归母净利润变化	11
图 11: 2012-2015 年公司白酒销量变化	11
图 12: 2012-2015 年公司营收变化	12
图 13: 2012-2015 年公司归母净利润变化	12
图 14: 2015-2019 年公司营收变化	13
图 15: 2015-2019 年公司归母净利润变化	13
图 16: 2017-2019 年规模以上白酒企业产量变化.....	14
图 17: 2017-2019 年规模以上白酒企业吨价变化	14
图 18: 2015-2019 年全国城镇人均可支配收入变化	14
图 19: 2015-2019 年全国城镇人均食品烟酒消费支出变化.....	14
图 20: 2019 年次高端白酒竞争格局情况	15
图 21: 2013-2021 年中国老酒行业规模变化	16
图 22: 2013-2018 年老酒行业价格指数变化	17
图 23: 2013-2018 年老酒购买人数变化.....	17
图 24: 舍得生态游活动--游客参观泰安作坊.....	19
图 25: 舍得智慧讲堂.....	19
图 26: 2009-2020 年“沱牌”“舍得”品牌价值变化.....	19
图 27: 沱牌特级 T68	20
图 28: 高端产品“天子呼”.....	20
图 29: 2014-2019 年公司白酒产品结构变化	20
图 30: 2015-2019 年公司毛利率变化	20
图 31: 2019 年白酒行业公司半成品酒（含基酒）库存量.....	22
图 32: 舍得生态酿酒园区.....	23
图 33: 舍得省内外收入及增速情况.....	24
图 34: 阿米巴经营模式	24
图 35: 舍得酒业会员中心.....	25
图 36: 舍得营销系统--金蝶 K/3 系统.....	25
表 1: 公司盈利预测假设条件（%）	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	6
表 4: 可比公司的估值对比（截止至 2021 年 5 月 31 日）	7

表 5: 舍得股权激励计划.....	12
表 6: 2020 年次高端白酒企业重要提价情况.....	15
表 7: 第五次评酒会十七大名酒历史溯源一览.....	17
表 8: 公司所获名酒主要奖项一览.....	18
表 9: 公司各价格带代表性产品一览.....	20
表 10: 公司所获白酒质量相关奖项一览.....	22
表 11: 舍得营销数字化历程.....	25
表 12: 公司业绩拆分及盈利预测.....	27

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：227.82-249.24 元

公司所处的白酒行业是相对成熟的行业，整个格局也保持相对稳定。按照行业与公司历史发展的规律，我们认为公司现金流将保持稳步攀升的状态，我们根据以往各费用情况与公司实际情况分别假设以下条件：

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2016E	2027E
营业收入增长率	19.8%	2.0%	45.9%	32.5%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
营业成本/销售收入	23.8%	24.1%	21.8%	20.4%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
管理费用/营业收入	13.4%	12.2%	10.0%	9.5%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
销售费用/销售收入	21.7%	19.9%	16.5%	15.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
营业税及附加/营业收入	13.3%	14.2%	14.5%	14.0%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
所得税税率	23.9%	24.2%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
股利分配比率	18.6%	20.9%	19.9%	19.8%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	24.02%
无风险利率	3.00%	Ka	9.05%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.94
公司股价（元）	188.92	Ke	9.12%
发行在外股数（百万）	336	E/(D+E)	98.43%
股票市值(E, 百万元)	63511	D/(D+E)	1.57%
债务总额(D, 百万元)	650	WACC	9.04%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 227.82 元至 249.24 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.4%	8.5%	8.6%	8.7%	8.8%
永续 增长 率 变 化	3.5%	266.98	259.41	252.19	245.32	238.75
	3.0%	261.48	254.20	247.27	240.65	234.33
	2.5%	256.23	249.24	242.56	236.19	230.09
	2.0%	251.23	244.50	238.06	231.91	226.03
	1.5%	246.45	239.96	233.76	227.82	222.13
	1.0%	241.87	235.62	229.63	223.89	218.40
	0.5%	237.49	231.45	225.67	220.12	214.80

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：225.55-242.90 元

选取与公司相近的白酒行业公司，主要生产白酒且营收相对靠前的五粮液、泸州老窖、洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、水井坊、酒鬼酒 8 家上市公司作为可比公司，采用 PE 法估值。

从各家公司的营收来看，2020 年公司实现营收 27.04 亿元，五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、水井坊和酒鬼酒的营收分别为 573.21 亿元、211.01 亿元、166.53 亿元、139.90 亿元、102.92 亿元、51.22 亿元、30.06 亿元和 18.26 亿元。就净利润而言，2020 年公司的净利润为 5.81 亿元，其余 8 家依次为 199.55 亿元、74.82 亿元、60.06 亿元、30.79 亿元、18.55 亿元、15.67 亿元、7.31 亿元和 4.92 亿元。公司主营业务与净利润处于行业二三线规模。

可比公司 2021 年 PE 在 40-100 倍之间，鉴于公司当前处于改革反转阶段，业绩增速较高，更多可以对标山西汾酒及酒鬼酒，我们给予公司 65-70 倍的估值（略低于汾酒及酒鬼），合理价格区间为 225.55-242.90 元。

表 4：可比公司的估值对比（截止至 2021 年 5 月 31 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020	2021E	2019	2020	2021E	
000858.SZ	五粮液	61.3	12,232	4.48	5.13	6.40	70	61	49	买入
000568.SZ	泸州老窖	67.1	4,027	3.17	4.10	5.07	87	67	54	买入
600809.SH	山西汾酒	131	4,034	2.22	3.53	5.34	208	131	87	买入
002304.SZ	洋河股份	43.9	3,282	4.90	4.96	5.61	44	44	39	买入
000596.SZ	古井贡酒	66.5	1,044	4.17	3.68	4.77	59	66	51	买入
603369.SH	今世缘	47.7	747	1.16	1.24	1.55	51	48	38	买入
600779.SH	水井坊	85.2	623	1.69	1.50	2.18	75	85	58	买入
000799.SZ	酒鬼酒	163	801	0.92	1.51	2.48	268	163	99	买入
	平均	83	3349	2.84	3.21	4.18	108	83	59	
600702.SH	舍得酒业	113	656	1.51	1.73	3.47	125	109	54	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 225-247 元之间，2021 年动态市盈率分别为 65 倍和 70 倍，相对于公司目前股价有 15%-27% 溢价空间。我们认为，公司近两年业绩高增能消化高估值，后续全国化及老酒放量值得期待，维持“买入”评级。

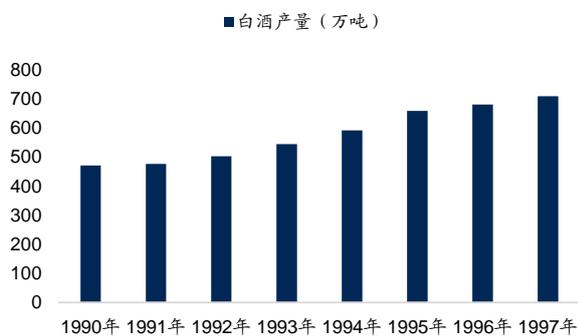
公司历史复盘：几经浮沉浓香名酒获新生

位居川酒“六朵金花”之列的中国名酒企业舍得酒业来自中国沱牌酒的故乡四川省遂宁市射洪市沱牌镇，公司经营范围包括玻璃瓶制造、白酒和医药，其中白酒为主要业务。公司拥有两个驰名中外的白酒品牌“沱牌”和“舍得”，前者源自历史悠久的射洪沱牌酒，可追溯到唐代时期的射洪春酒，后者为公司 2001 年推出的高端产品。从 90 年代上市沱牌粮液、沱牌春等中低端产品，到 21 世纪以来逐步推出“舍得”、“陶醉”等中高端产品，再到超高端产品“吞之乎”、“天子呼”问世，公司在坚持“舍得”“沱牌”双品牌战略的基础上，在稳固中低端产品基本盘的同时，不断进行产品优化升级，使中高端白酒成为公司产品结构的主力军，带动公司产品整体量价齐升。

1993-2000：白酒繁荣制造良机，公司依靠沱牌产品迅速扩张

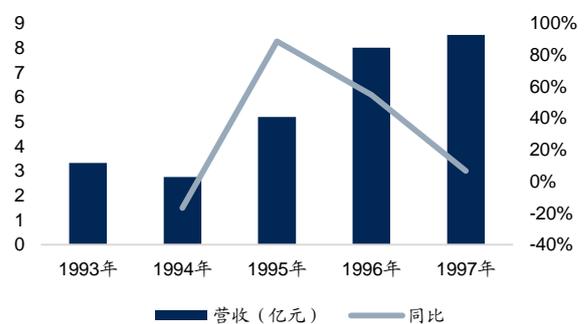
公司成立之始的 90 年代初，正值政府放开名酒价格管制，名酒供不应求使得各大酒企竞相扩产提价，行业产量从 1990 年的 470 万吨大幅提升至 1997 年的 709 万吨，行业进入繁荣期。面对这样的局面，公司以沱牌曲酒为核心开发沱牌系列产品，立足中低端，借助白酒行业繁荣的东风进行规模扩张，并于 1996 年成功以“沱牌曲酒”之名在上交所挂牌上市。营收从 1993 年的 3.31 亿元提升至 1997 年的 8.52 亿元，排名全行业第四，CAGR 为 26.7%。

图 1：1990-1997 年全国白酒产量变化



资料来源：中国糖酒年鉴、国信证券经济研究所整理

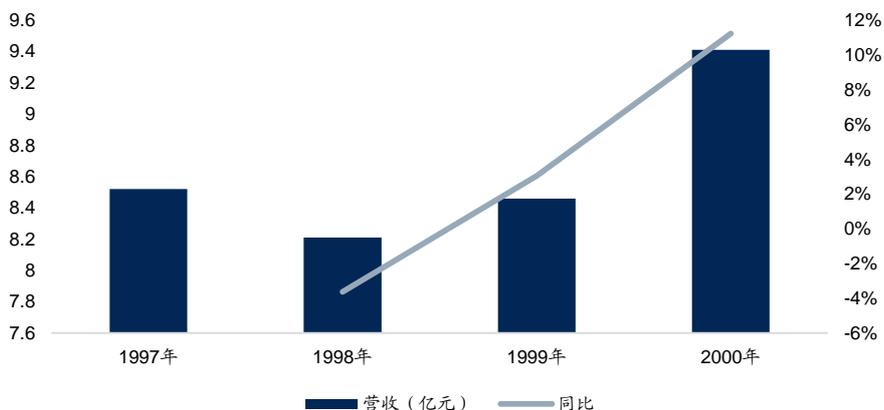
图 2：1993-1997 年公司营收变化



资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理

进入 1998 年，亚洲金融危机和特大洪灾对国内经济造成重创，朔州假酒案对行业信誉造成恶劣影响，内外因素交替使得国内白酒消费需求不足，行业供需格局进一步恶化，进入调整期。面对经营困境，舍得首先划分七个营销分公司并设立四级营销管理体制加强渠道管理；其次推出 15 个中低端新产品并改进产品包装，在 8 省 23 个市场重点投放，迎合市场消费偏好；另外还对产品进行系统改造提升了产品科技含量。公司市场调整动作收效显著，1998 年业绩短期回落后迅速回升至 2000 年的 9.41 亿元，白酒产量更是高居行业第一，暂时逃离困境。

图 3: 1997-2000 年公司营收变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

2001-2009: 新推高端产品表现欠佳, 内外交困业绩遇挫

公司虽然过去三年立足中低端获得了可观的业绩, 但是中低端产品走量不走价, 造成公司尽管产量居行业第一, 但是营收仅居行业第五。为解决量价不匹配的问题, 2001年, 公司推出高端产品舍得酒, 正式进军高端市场, 旨在用高端产品的高价优势打造业绩增量空间。但由于同年国家开始实行白酒消费税从价从量复合计税的政策, 对于以中低档产品为基本盘的沱牌公司带来严重影响, 尤其对净利润影响明显, 从 1.06 亿元腰斩至 0.31 亿元。再加上立足中低端的沱牌对于高端酒缺乏运作经验, 舍得刚推出时表现欠佳, 公司营收不升反降, 降至 8.58 亿元。此后的 8 年, 公司陆续推出中高档白酒“陶醉”系列和高端酱香白酒“吞之乎”, 完善了公司的品牌体系和产品结构, 但是由于公司管理层本身缺乏激励措施导致员工推行产品缺乏动力, 加上高端产品运作不熟练打不开市场, 舍得错过了 2003-2010 年白酒黄金发展期, 业绩停滞, 到 2009 年营收仅有 7.23 亿元, 净利润仅有 0.54 亿元。

图 4: 舍得“陶醉”系列



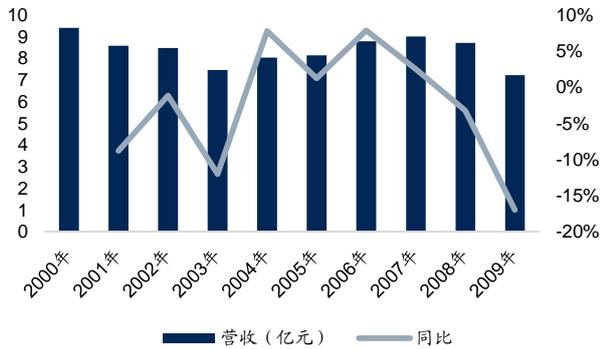
资料来源: 公开资料整理、国信证券经济研究所整理

图 5: 舍得高端酒“吞之乎”



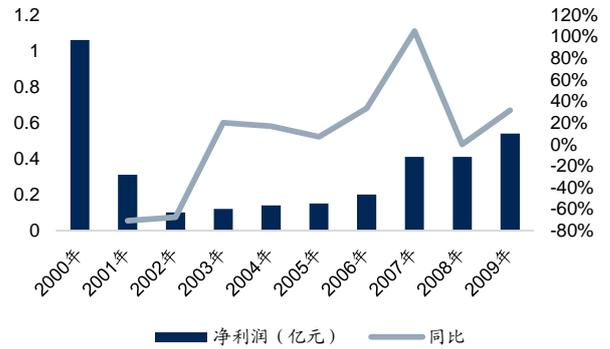
资料来源: 公开资料整理、国信证券经济研究所整理

图 6: 2000-2009 年公司营收变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 7: 2000-2009 年公司净利润变化

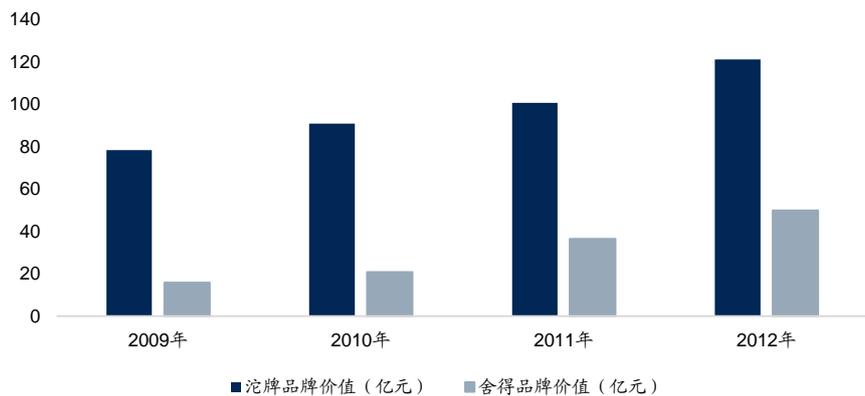


资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

2010-2012 年: 双品牌战略推进, 营销转型铸造黄金三年

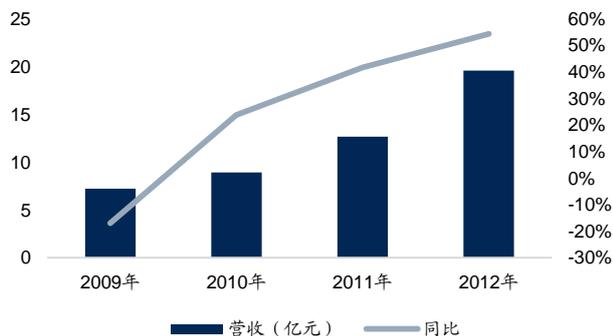
2010-2012 年, 公司更换思维, 除了产品结构调整外, 还在营销战略和品牌提升上发力。产品结构方面, 公司在 2010 年明确“舍得”、“沱牌”双品牌战略, 舍得主打高端市场, 沱牌主攻中低端市场, 并对产品线进行适度延展; 后于 2012 年进一步梳理产品结构, 确立酱香天子呼、吞之乎两大品牌线, 浓香舍得、沱牌曲酒、陶醉三 大品牌线的格局, 并推出水晶舍得、沱牌天曲等新品。营销渠道方面, 从营销人员培训、营销大区设立等方面更新营销体系, 并采取分客户分品种全渠道运作市场的策略, 推进深度分销。品牌推广方面, 加大中央、地方电视台广告投入, 在各大新闻网站、各大城市 LED 显示屏进行广告投放, 按照世界品牌实验室衡量的公司品牌价值节节攀升。产品体系丰满, 渠道下沉到位, 品牌价值提升, 使得公司业绩也有了明显改善: 营收从 2009 年的 7.23 亿元上升至 2012 年的 19.59 亿元, 归母净利润由 2009 年的 0.54 亿元上升至 3.7 亿元。

图 8: 2009-2012 年“沱牌”、“舍得”品牌价值变化



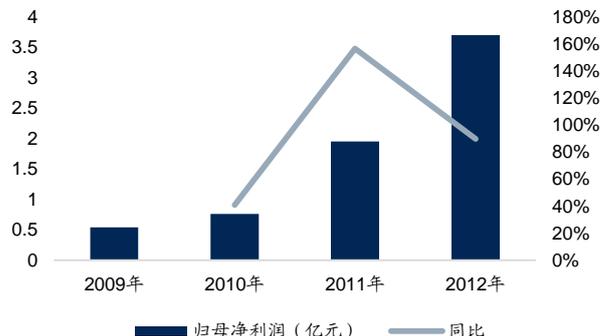
资料来源: 世界品牌实验室、国信证券经济研究所整理

图 9: 2009-2012 年公司营收变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 10: 2009-2012 年公司归母净利润变化

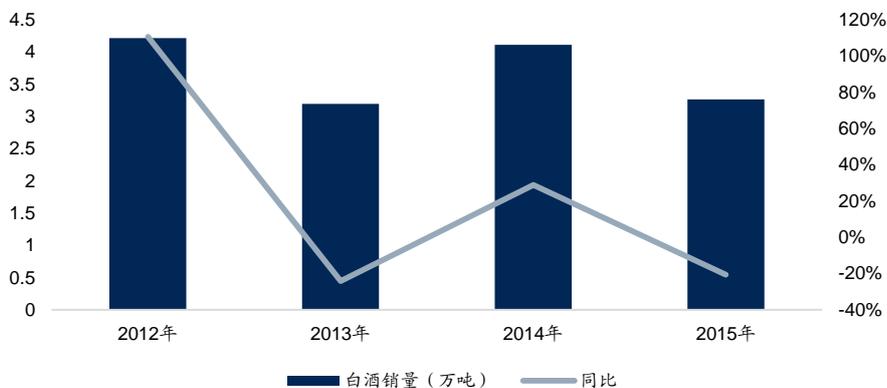


资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

2012-2015 年: 行业进入深度调整, 公司业绩再次陷入低谷

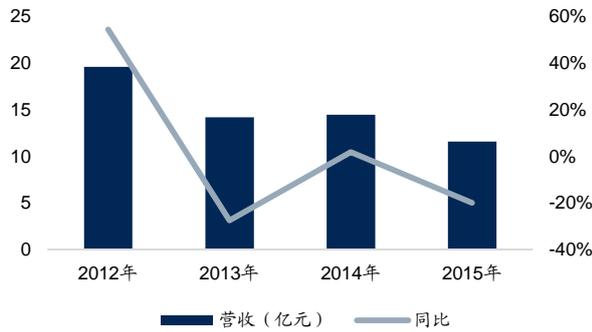
2012 年末中央出台“禁酒令”, 限制三公消费, 对白酒行业尤其是中高端白酒行业造成严重打击, 行业进入深度调整期, 2012-2015 年白酒产量 CAGR 仅为 4.4%, 相比 2009-2012 年的白酒产量 CAGR 下跌 13.3pcts。已经成为公司业绩提升主要推动力的中高端酒量价双跌, 带动公司整体白酒销量下跌, 虽然公司加码中低档市场的运作仍无济于事。公司营收和净利润均大幅下挫, 营收从 2012 年的 19.59 亿元跌至 11.56 亿元; 归母净利润从 2012 年的 3.7 亿元跌至 2015 年的 0.07 亿元。

图 11: 2012-2015 年公司白酒销量变化



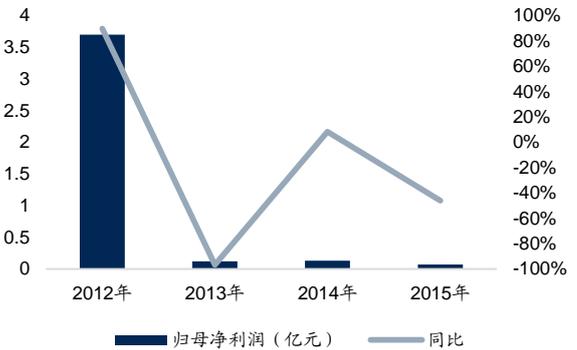
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 2012-2015 年公司营收变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 13: 2012-2015 年公司归母净利润变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

2015-2019 年: 天洋入主推进营销改革, 老酒战略提升品牌价值

2015-2017: 天洋入主激进营销大刀阔斧改革, 舍得轻装上阵。2015 年, 正值白酒市场渐渐复苏, 刚熬过深度调整期的舍得管理体制僵化, 运营效率较低, 产品也打不开高端市场, 陷入瓶颈。2015 年 11 月, 天洋集团在完成战略重组后正式入主舍得酒业, 并先针对舍得产品、营销方面存在的弊端进行以下改革:

1) 调整销售人员聘任方案。运营效率低下主要是员工专业性和能力问题导致, 天洋入主后三次变更销售人员聘任方案: 2016 年, 将 1000 名外聘员工纳入合同制, 实行同工同酬, 并将销售人员数量从 1535 人裁至 818 人。2017 年, 开始大幅扩招销售人员, 销售人员达到 2627 人, 完成销售人员大换血。2) 清理产品线。产品打不开高端市场主要原因是品牌效应不显著, 天洋入主后重点打造高毛利率、市场需求旺盛的战略单品, 砍掉了 1000 多个与品牌定位不符的单品, 产品线焕然一新。经过一波清理, 2015-2017 年舍得品牌价值、营收均有不同幅度的增加。此外, 针对天洋入主时提出的“打造老酒品类第一品牌”的目标, 凭借公司优质的老酒储量, 公司于 2019 年启动老酒战略, 旨在深化老酒品牌底蕴。天洋入主三年, 品牌与品质相符的中高端酒成为公司产品结构主力, 营销结构清晰, 员工积极性高, 业绩稳定: 2019 年公司营业收入增长至 26.5 亿元, 15-19 年 CAGR 为 23.0%; 归母净利润增长至 5.08 亿元, 15-19 年 CAGR 为 91.8%。

2018-2019: 股权激励制度问世, 激发管理层动力。进入 2018 年, 针对舍得管理体制僵化的问题, 天洋认为主要原因是管理层与员工缺乏激励和动力。于是于 2018 年 11 月份推出公司上市以来首次发布股权激励计划, 向 421 名董事、高管、中层管理人员和核心人员授予限制性股票。相应的股票解锁条件为, 以 2017 年为业绩基数, 考核 2019 年至 2022 年的净利润增长率分别不低于 260%、350%、460%、600%。天洋希望通过股权激励计划, 完善公司管理层和员工绩效评价体系, 提升管理层和员工积极性, 增强经销商对于企业的信心。

表 5: 舍得股权激励计划

序号	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比例	占激励计划公告日总股本比例
1	刘力	董事长, 董秘(代)	20	2.18%	0.059%
2	李强	总经理, 副董事长	15	1.63%	0.044%
3	张树平	常务副总经理, 董	15	1.63%	0.044%

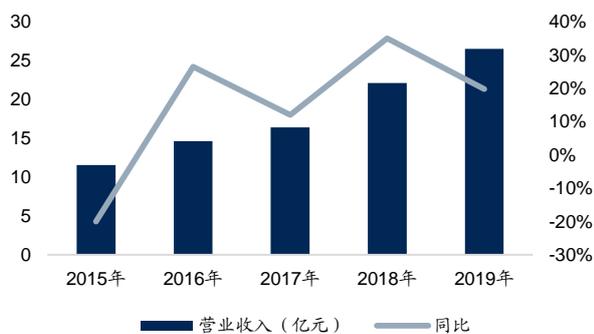
解除限售期	解除限售比例	考核年度	考核要求
限制性股票第 1 个解除限售期	30%	2019	比 2017 年增长 260%
限制性股票第 2 个解除限售期	30%	2020	比 2017 年增长 350%
限制性股票第 3 个解除限售期	20%	2021	比 2017 年增长 460%
限制性股票第 4 个解除限售期	20%	2022	比 2017 年增长 600%

序号	姓名	职务	人数	占比	考核要求
4	郭建亚	副总经理, 董事	8	0.87%	0.024%
5	蒲吉洲	副总经理, 董事	7	0.76%	0.021%
6	吴健	董事	15	1.63%	0.044%
7	李富全	副总经理, 财务负责人	10	1.09%	0.030%
8	曾家斌	副总经理	8	0.87%	0.024%
中层人员及核心骨干 (413 人)			821.3	89.34%	2.435%
合计 (421 人)			919.3	100%	2.725%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

债务累累连累舍得，天洋时代黯然落幕。天洋的一系列改革给舍得带来了业绩上的复苏，不过天洋由于地产业项目恰逢北京房地产调控政策，又由于业务亏损导致债务累累，进而占用舍得酒业 40.11 亿的资金未归还。2019 年 11 月，舍得及子公司将天洋控股及相关人员告上法庭，要求冻结天洋公司持有的舍得酒业股权。2020 年 9 月，舍得董事长刘力、总裁李强、董事张绍平因涉嫌背信损害上市公司利益罪被公安机关刑事立案调查，舍得公司也被实施其他风险警示 ST。2020 年 11 月，射洪县人民政府临时接管舍得，四年“天洋时代”落下帷幕。

图 14: 2015-2019 年公司营收变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 15: 2015-2019 年公司归母净利润变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

2020 年以来: 深度调整后业绩加速复苏, 迎来复星入主

2020 年 9 月天洋集团问题爆出后, 公司实际控制人及多位高管接连被立案调查, 当月公司迅速完成换届选举, 组成新的管理团队带领公司平稳过渡。公司新任领导层多为公司多年的老员工: 董事长张树平在公司任职超过 30 年, 历任舍得酒业营销公司总经理, 沱牌舍得集团副董事长、总经理, 在市场营销方面经验丰富; 副董事长兼总经理蒲吉洲在公司任职时间也有 30 年, 历任舍得酒业一分厂、四分厂厂长, 行政中心副总监, 具备扎实的生产管理和营销管理经验。

新领导上任后提出“三承诺，三不变”，尽快解决资金占用问题，承诺维护好生产经营稳定，承诺继续将沱牌和舍得双品牌做大做强，同时也维持既定核心战略不变，既定经营目标不变，既定供应商和经销商合作政策不变。在公司新管理层的迅速反应下，公司从天洋时代平稳过渡。

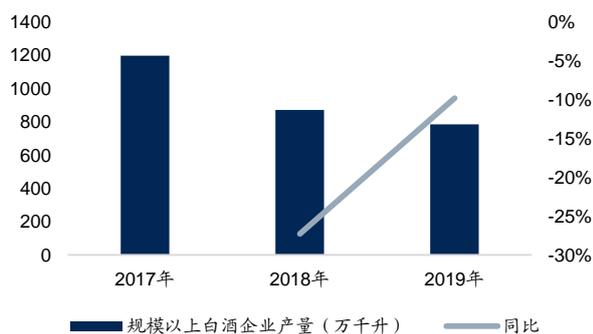
2020年12月31日，复星集团旗下的上市公司豫园股份以45.3亿元的成交价竞得舍得酒业70%的股权，成为舍得的新任大股东。

次高端量价齐升持续扩容，老酒或为行业下一个风口

次高端白酒量价齐升，近年来行业持续快速扩容

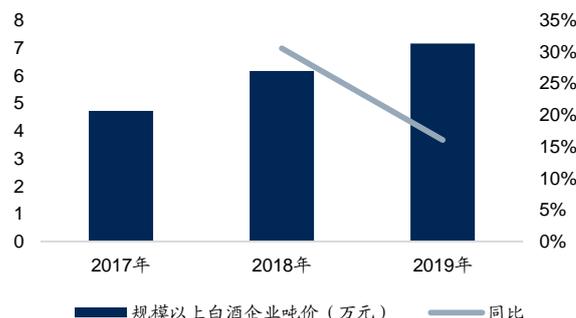
白酒行业消费升级助次高端行业逐步扩容。在白酒行业总量不增的大背景下，次高端行业近年来却逐步扩容，需求端增加引导消费升级。近年来我国城镇人均可支配收入和人均烟酒消费支出均同步上升，消费水平的提升使得消费者对于相对高价的次高端和高端白酒的消费能力上升，是次高端规模上升的一大推动因素。同时酒企争相提价带动吨价上升，近年来次高端酒企多次提价，带动白酒行业吨价逐步提升，从“价”上推动次高端行业扩容。

图 16: 2017-2019 年规模以上白酒企业产量变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 17: 2017-2019 年规模以上白酒企业吨价变化



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 18: 2015-2019 年全国城镇人均可支配收入变化

图 19: 2015-2019 年全国城镇人均食品烟酒消费支出变化



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

表 6: 2020 年次高端白酒企业重要提价情况

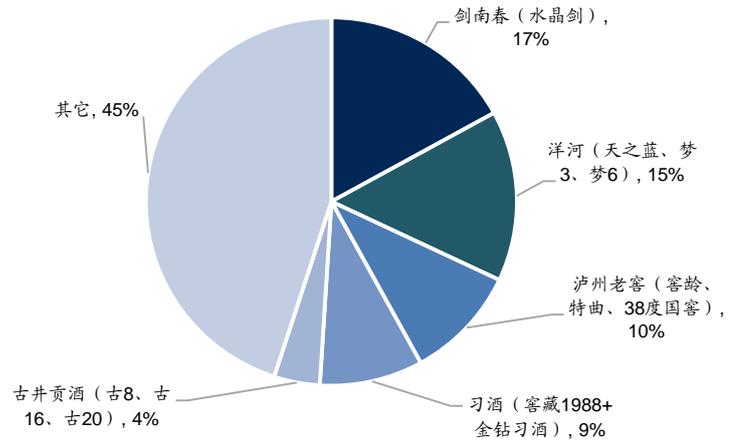
提价通知月份	相关企业	提价情况
1月	剑南春	3月1日起, 水晶剑出厂价上调20元/瓶, 珍藏剑出厂价上调30元/瓶
3月	山西汾酒	4月1日起, 53度玻汾终端供货价由480元/件涨至504元/件
4月	酒鬼酒	5月26日起, 52度500ML酒鬼酒红坛战略价上调30元/瓶
5月	山西汾酒	5月1日起, 42度和53度玻汾终端标价分别上调2元和3元
5月	酒鬼酒	6月25日起, 52度500ML酒鬼酒紫坛战略价上调40元/瓶
6月	今世缘	7月1日起, 国缘四开和对开零售价和团购价分别上调15元/瓶和10元/瓶
9月	水井坊	9月2日, 臻酿八号(38度/42度)终端建议零售价上调20元
9月	洋河	9月3日起, 梦之蓝M3产品供货价提升20元/瓶, 终端零售价不得低于420元/瓶(低度)、500元/瓶(高度)
10月	山西汾酒	10月15日起同步上调开票价和团购价, 青花30开票价上调101元/瓶, 青花20开票价上调20元/瓶, 两款产品出货价也同步上调。
11月	泸州老窖	52度和38度老窖特曲第十代终端零售价分别调为388元/瓶和358元/瓶
11月	洋河	2021年1月1日起梦之蓝手工班贮酒结算价和团购价分别上调100元/瓶和200元/瓶
11月	泸州老窖	窖龄30年(52度/38度)和窖龄60年(52度/38度)终端供货价分别上调10元/瓶和20元/瓶
12月	水井坊	52度臻酿八号终端零售指导价上调20元/瓶
12月	古井贡酒	古20开票价上涨20元/瓶
12月	剑南春	水晶剑终端零售价提至519元/瓶, 珍藏剑提至888元/瓶

资料来源：云酒头条、国信证券经济研究所整理

次高端玩家众多竞争激烈，核心竞争力为品牌、渠道以及差异化

次高端行业处于竞争激烈“战国时代”，行业头部集中度有望持续提升，同时差异化竞争的品牌有望获取更高的市场份额。不同于头部高度集中，次高端白酒行业玩家众多，包含高端酒的系列酒品牌以及其他各地区名酒品牌，2019年次高端行业CR3仅为42%，行业龙头剑南春份额也不过17%，处于竞争激烈的“战国时代”。我们认为次高端行业众多参与者综合实力均较强，普遍为行业二线上市公司，核心竞争力为品牌高度、渠道推力以及差异化。品牌高度领先的（如汾酒）更容易做全国化以及受消费者认可，渠道推力更强的品牌能更容易挤压竞品份额，差异化酒企（如舍得）更容易侵占消费者心智。

图 20: 2019 年次高端白酒竞争格局情况

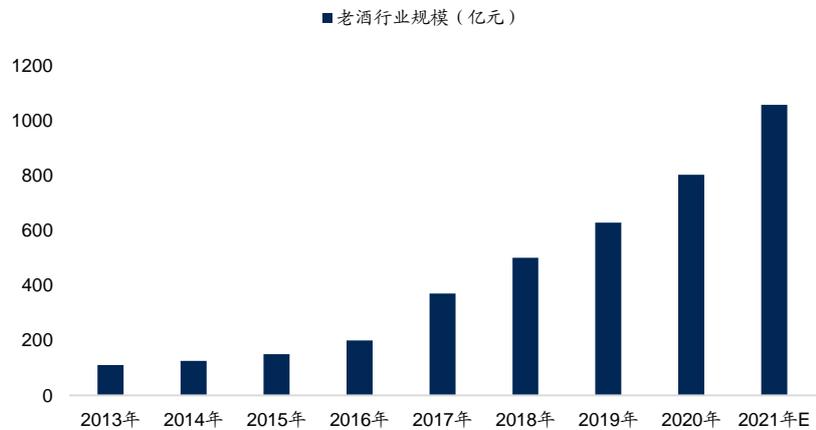


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

老酒热已成趋势，或为次高端白酒风口

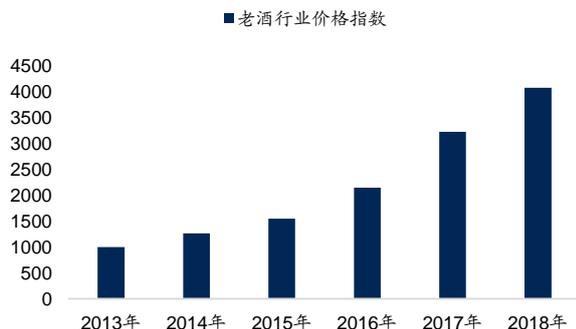
老酒行业扩容掀起老酒热。根据渠道反馈，老酒行业近年持续扩容，规模从2015年的150亿提升至2020年的802亿，预计2021年将突破1000亿。老酒行业价格指数和购买人数也增长迅猛，其中行业价格指数5年增长4倍，购买人数5年增长接近5倍。

图 21: 2013-2021 年中国老酒行业规模变化



资料来源: 公开资料整理、国信证券经济研究所整理

图 22: 2013-2018 年老酒行业价格指数变化



资料来源: 中国老酒价格指数、国信证券经济研究所整理

图 23: 2013-2018 年老酒购买人数变化



资料来源: 中国老酒价格指数、国信证券经济研究所整理

老酒增长逻辑充足, 行业未来增长空间较大。根据胡润发布的《2020 中国老酒白皮书》, 老酒行业规模增长逻辑和未来增长潜力可归纳为以下方面: 1) 白酒消费理念正在向“喝老酒”转变, 87%受访高净值饮酒人群表示很喜欢老酒, 84%表示购买意愿强。消费理念和购买意愿的变化可以强化需求端的增长逻辑。2) 老酒本身的稀缺性。有数据显示, 中高端以上浓香型老酒仅占整个白酒产量的 0.7%, 稀缺性使得陈年老酒的奢侈品属性更强, 对于高净值饮酒人群更具有吸引力。3) 老酒口感更佳。老酒经过若干年的窖藏与贮存, 酒质有了较大变化, 在不挥发的前提下, 酒品的口感更加亲和, 营养更加丰富, 更加能迎合消费者的喜好。4) 行业风气较好。2019 年《陈年白酒收藏评价指标体系》和《白酒年份酒团体标准》两大老酒标准出台, 旨在杜绝假冒老酒现象, 为真正的老酒“镀金”, 重燃老酒收藏爱好者的参与热情。行业风气的改善同样能吸引越来越多的爱好者购买老酒。

存放时间更长的白酒口感更佳, 这是白酒行业工艺以及产品属性决定, 随着消费者消费能力的提升以及消费意识的进一步崛起, 老酒作为白酒更优品质的代表有望进入高速发展期, 同时在茅台等酱香宣传引导下, 老酒热趋势不可阻挡。

名酒品牌底蕴+优质老酒构成公司核心竞争力

“名酒底蕴+积极品牌打造”铸就优质川酒品牌

公司品牌历史悠久, 名酒地位屡获认证。公司沱牌系列酒历史悠久, 其历史可追溯至西汉时期的射洪酿酒。射洪酿酒兴于唐宋, 盛于明清, 诗圣杜甫都曾作诗赞叹“射洪春酒寒仍绿”。1945 年前清举人马天衢取“沱泉酿美酒, 牌名誉千秋”之意, 命名其为“沱牌曲酒”。1989 年, 沱牌曲酒就在第五届评酒会上被评为“中国名酒”; 1993 年, 沱牌曲酒获得“四川名牌产品”称号; 1994 年, 沱牌曲酒被授予“中国名牌产品”称号。屡次获得名酒名称号也进一步巩固了沱牌的名酒品牌地位。

表 7: 第五次评酒会十七大名酒历史溯源一览

酒名	归属企业	省份	历史
宝丰酒	宝丰酒业	河南	可追溯至夏禹时期“仪狄造酒”

西凤酒	西凤酒股份	陕西	可追溯至春秋时期的“秦酒”
宋河粮液	宋河酒业	河南	可追溯至春秋时期的“枣集酒”
双沟大曲	双沟酒业	江苏	可追溯至秦汉时期
沱牌曲酒	舍得酒业	四川	可追溯至西汉时期的射洪酿酒
茅台酒	贵州茅台	贵州	可追溯至西汉汉武帝时期的枸酱酒
武陵酒	武陵酒	湖南	可追溯至汉代武陵地区的春酒
洋河大曲	洋河股份	江苏	可追溯至两汉时期
黄鹤楼酒	黄鹤楼酒业	湖北	可追溯至三国时期的“南酒”
古井贡酒	古井贡酒	安徽	可追溯至三国时期魏武帝曹操家乡产的“九酝春酒”
泸州老窖特曲	泸州老窖	四川	可追溯至三国时期诸葛亮在泸州取药制酒
董酒	董酒股份	贵州	可追溯至魏晋南北朝时期董公寺所酿“哑酒”
汾酒	山西汾酒	山西	可追溯至南北朝时期的“汾清酒”
五粮液	五粮液	四川	可追溯至唐代戎州官坊酿制的“重碧酒”
剑南春酒	剑南春	四川	可追溯至盛唐时期名酒“剑南烧春”
全兴大曲	全兴酒业	四川	可追溯至唐代时期的“青城乳酒”
郎酒	郎酒股份	四川	可追溯至宋代的“凤曲法酒”

资料来源：公开资料整理、国信证券经济研究所整理

表 8：公司所获名酒主要奖项一览

时间	相关酒/品牌	奖项
1980 年	沱牌曲酒	“四川省名酒”称号
1989 年	沱牌曲酒	全国第五届评酒会“中国名酒”称号
1993 年	沱牌曲酒	“四川名牌产品”称号
1994 年	沱牌曲酒	“中国名牌产品”称号
2006 年	沱牌	“中华老字号”
2007 年	舍得酒	“四川名牌产品”称号
2014 年	沱牌大曲	“四川名牌产品”称号
2014 年	陶醉酒	“四川名牌产品”称号

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

持续加大品牌投入，品牌力进一步提升。沱牌和舍得两大品牌的高价值除了与悠久的历史底蕴有关之外，还与公司品牌宣传和梳理投入有关。公司有三种品牌宣传方式：1) 借助媒介和其它 IP 宣传品牌。早在 2010 年，公司刚确立“沱牌”、“舍得”双品牌战略时，就开始在成都公交、《新食品》等媒介平台进行广告投放，在上海、济南等地进行 LED 广告投放。2012 年公司全程独家冠名中央电视台 2012-2013 跨年盛典晚会，通过全国性大 IP 宣传舍得品牌。2) 自建 IP 宣传品牌。2017 年，开展“舍得智慧讲堂”节目，实现品牌与栏目的强链接，从目标人群触媒轨迹，跨足新媒体。3) 以公司本身为载体宣传白酒文化。2012 年，公司深入开展“沱牌舍得酿酒工业生态园生态游”活动，以公司本身为起点

宣传白酒传统工艺和白酒文化。多样化的品牌宣传手段效果显著，2009-2020年，沱牌品牌价值从 78.26 亿元上升至 452.68 亿元，舍得品牌价值从 15.69 亿元增长至 560.36 亿元，两大品牌均进入全国前 200 名牌之列。

图 24: 舍得生态游活动-游客参观泰安作坊



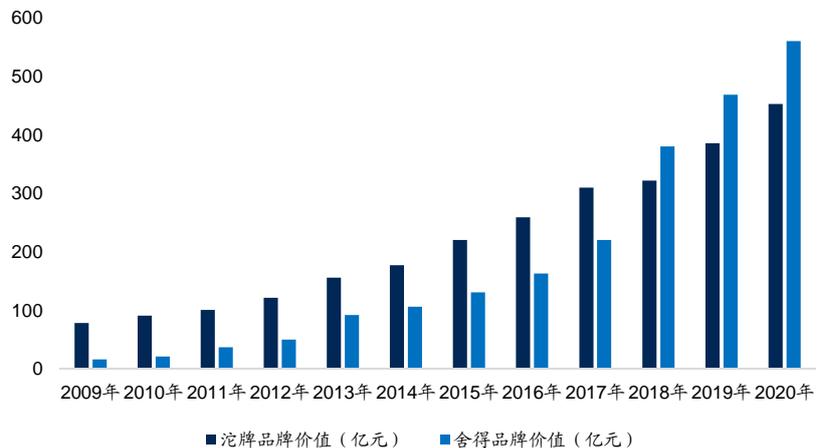
资料来源：公开资料整理、国信证券经济研究所整理

图 25: 舍得智慧讲堂



资料来源：中国老酒价格指数、国信证券经济研究所整理

图 26: 2009-2020 年“沱牌”“舍得”品牌价值变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

产品结构：金字塔层次清晰，中高端份额提升带动结构升级

天洋入主后聚焦中高端，产品结构逐步丰满。2010年至2015年，公司始终坚持双品牌战略，中高端“舍得”和中低端“沱牌”“两条腿走路”，低端酒份额始终在 30%以上，但公司业绩始终不见起色。2016年天洋控股入主后按照“将舍得打造成为世界一流名酒品牌”的战略构想，实施聚焦战略，聚焦次高端舍

得系列，同时对旨在成为大众名酒的低端沱牌系列进行精简，将 1000 多个品牌与价值不符、形象差、利润差的低端老旧产品砍掉，只剩不足十款代表性商品。产品结构精简之后，公司于 2019 年分别推出大众光瓶酒沱牌特级 T68 和超高端产品天子呼，完成产品结构头尾部的布局；同时推出“艺术舍得”、“智慧舍得”等特色单品，贯彻“艺术”+“老酒”的产品设计思想。产品结构改革带来如下成果：1) 中高端酒的营收份额逐年提升，从 2015 年的 75.3% 提升至 2019 年的 96.3%，在产品结构中的核心地位逐渐稳固。2) 有了高价中高端产品的带动，公司毛利率也逐年上升。如今，公司已经占领从低端光瓶酒（沱牌特级 T68—68 元）至超高端酒（天子呼 68.5 度—4480 元）的价格带，产品结构层次分明。

图 27: 沱牌特级 T68



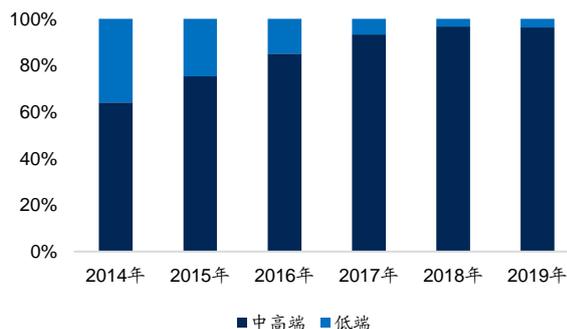
资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

图 28: 高端产品“天子呼”



资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

图 29: 2014-2019 年公司白酒产品结构变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 30: 2015-2019 年公司毛利率变化



资料来源：Choice、国信证券经济研究所整理

表 9: 公司各价格带代表性产品一览

层次	系列	产品名	价格
高端酒	超高端系列	天子呼 64.5 度	4480
		吞之乎 53 度	1980
		舍不得	暂未上市
次高端	老酒系列	智慧舍得藏品	988

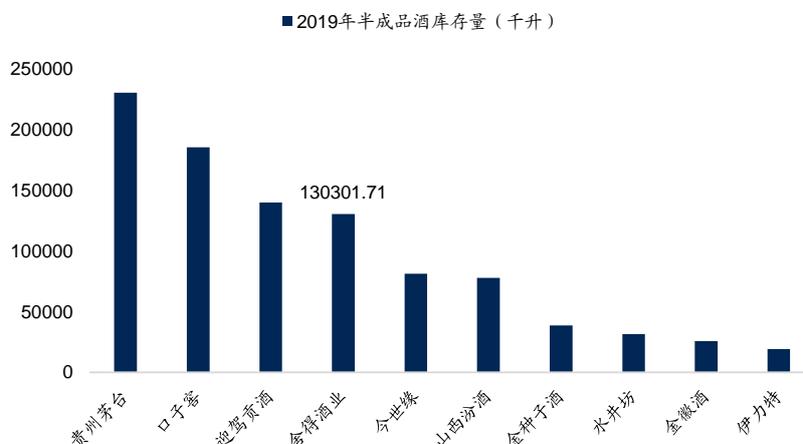
		品味舍得藏品	888
		沱牌曲酒（80年代）	388
		沱牌上品	318
	艺术系列	艺术舍得	598
		智慧舍得 52度	748
	舍得系列	水晶舍得 52度	738
		品味舍得 52度	568
		舍之道	268
	陶醉系列	陶醉 906	498
		陶醉 606	338
		沱牌曲酒 30周年纪念版	328
	中端	沱牌天曲	218
		沱牌特曲	168
	沱牌系列	沱牌优曲	117
		艺术沱牌	88
	低端	沱牌特级 T68	68
		沱小九	40

资料来源：京东、国信证券经济研究所整理

优质充足老酒储备造就白酒行业稀缺核心资产

坐拥 12 万吨稀缺坛储老酒，储量居行业上游。舍得老酒储备是一大核心资产，且舍得在老酒储备方面投入大量时间成本和资源成本。舍得从 1976 年开始就将每批次最优质基酒中预留 10-20% 的量用于储藏，80 年代扩大产能后留存的优质基酒更是成倍数增加。此外，为了精准核算具体产酒量以便记录，舍得在 20 年前就建立了酿酒窖池和坛储的微机数据化管理系统，对每口窖池的产酒情况，每个陶坛的储酒情况有准确的记录。经过 40 多年的基酒积累和精确记录，舍得如今优质老酒储量达到 12 万吨，半成品酒库存量超过 13 万千升，在行业中处于上游地位。同时根据渠道反馈，舍得的老酒绝大部分坛藏年份都在 6 年以上，在行业中有较强的产品品质竞争优势。

图 31：2019 年白酒行业公司半成品酒（含基酒）库存量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

首创生态酿酒理念，铸就金牌酒质。舍得老酒稀缺性不仅在于储量，还在于质量。20 世纪 80 年代末，沱牌就成为行业中第一个提出生态酿酒和生态化经营理念的企业，90 年代末，就成功打造了全国首家生态酿酒园。此后，沱牌的生态酿酒理念与实践也逐渐得到酒界专家和机构的认可：2001 年，“中国酿酒工业生态园建设研讨会”上，沱牌的生态化经营理念得到与会专家的认同，酒界泰斗沈怡方就认为“沱牌代表了中国白酒发展方向”。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。广受认可的生态酿酒理念不是空架子，而是可以切实推动酒质提升的。秘诀主要分 4 个方面：1) 产地。酒厂地处北纬 30.9°，拥有集气候、水源、土壤“三位一体”的天然环境，是世界公认最适酿酒黄金地带。2) 水质。酿酒取用地下 100 米深泉水，并经 72 道深层物理过滤，去除杂质，使酒体具有泉水般甘冽、清爽的特点。3) 粮质。遴选绿色原粮，少污染、少虫害、少施肥、多光照、适雨润。4) 菌质。建立生态制曲园区，自成“天然菌种库”，引进瑞士先进的气压式制曲系统，制备生态黄金曲。优质产地、优质水源、优质绿粮、优质菌种打造出的醇厚绵柔的舍得老酒，在酒质和技术方面不仅获得了消费者的认可，更屡获官方殊荣：酒质上，早在 1993 年，沱牌大曲就获得了第十六届伦敦尝评会金奖；技术上，2008 年，沱牌曲酒传统酿造技艺被评为国家级非物质文化遗产。

表 10：公司所获白酒质量相关奖项一览

时间	相关酒/公司	奖项
1989 年	沱牌曲酒	国家质量奖金质奖
	沱牌大曲	第十六届伦敦尝评会金奖 D-1-1
1993 年	沱牌曲酒	第三十一届国际食品评比会金奖 Q-1-3
	沱牌曲酒	布鲁塞尔国际博览会金奖
2008 年	沱牌曲酒酿造技艺	国家级非物质文化遗产
2009 年	沱牌公司	全国质量奖

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 32：舍得生态酿酒园区



资料来源：公开资料整理、国信证券经济研究所整理

内外发展共振，“全国化+老酒”助力公司高速发展

次高端及老酒行业需求端逐步扩容，舍得或借东风快速成长

次高端白酒行业持续扩容，舍得为重要玩家。近年来大众消费升级，白酒主流价格带持续上移，部分经济发达地区如江苏等主流价格带已达到 300 元以上，次高端逐步成为大众主流。当前次高端正面临中档酒持续消费升级，整体呈量价齐升态势，在高端酒需求持续旺盛且价格稳步上行过程中，次高端将持续处于景气通道当中，舍得作为次高端白酒重要玩家有望持续享受行业扩容。

老酒品质好成为行业共识，次高端酒企普遍加码老酒，助推老酒热。目前，老酒可作为好酒品质判断的重要依据，近两年各大主流酒企纷纷加码布局老酒市场。其中，五粮液普五将基酒年份提到 3 年，青花 30 复兴版明确 10 年基础酒体，郎酒青花郎将基酒年份由 5 年提至 7 年，国台、舍得、内参、金沙相继推出真实年份酒抢占高端、次高端市场。

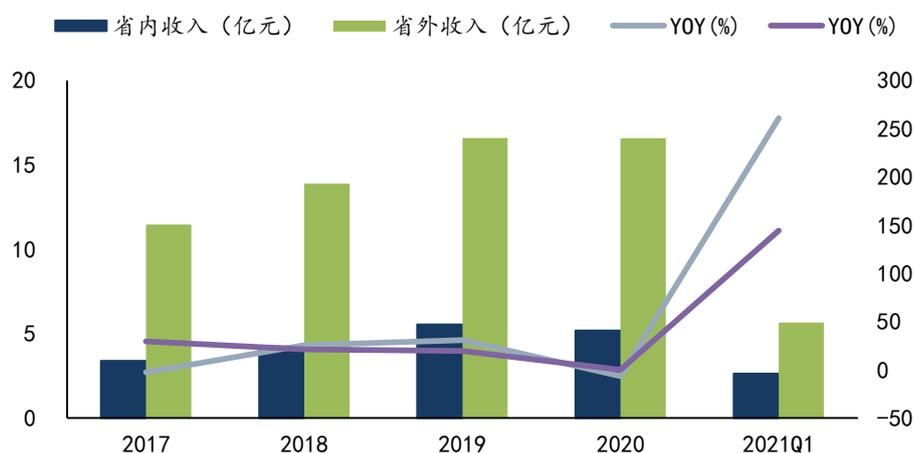
2021 年春糖基于老酒战略，发布“3+6+4”渠道策略，行业内率先大力推进老酒业务发展。为进一步落实老酒战略之下的渠道策略，舍得打造“3+6+4”模式：“3”是持续聚焦品牌提质、产品提价、销售增量；“6”是持续保障唯一性、长期性、低投入、高回报、灵活性、可回收；“4”是平台运作模式、加盟控价模式、KOL 引领模式、团购直销模式，旨在为经销商提供更好的服务。在公司 12 万吨丰富老酒储存基数上，公司大力推进老酒发展战略，有望成功享受次高端及老酒行业扩容。

区域布局上拓展全国化，聚焦川冀鲁豫，突破华中华南

公司实施区域聚焦战略川冀鲁豫，打造核心、重点市场。2018 年公司在营销架构调整中，针对成都、遂宁、京津 3 个公司消费者最为集中的区域设立了三大

直管分公司，便于聚焦核心市场。2019年，为加快全国化布局，公司进一步提出聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南的策略，对市场进行分梯级培养，分批突破。2020年及2021年，公司通过招商恳谈会、名商进名企、参加糖酒会等方式，围绕老酒战略加快发展大商优商，从而积极推动舍得的全国化战略。

图 33: 舍得省内外收入及增速情况



资料来源：公开资料整理、国信证券经济研究所整理

阿米巴模式+数字化，舍得改革渠道打造未来新动力

阿米巴模式赋予员工自主权，培养渠道内在驱动力。舍得过去采用深度分销模式，取得了不错的效果，2019年全国经销商数量已达到1776家。但是管理层意识到过去渠道管理主要是以厂商的意见作为主导，各级营销人员被动执行，缺乏动力和目标，而随着渠道营销规模逐渐庞大，原有的管理模式会使得厂商管理负担增大，所以渠道内在驱动力和能动性是未来渠道持续成长的关键。为了激发组织活力，2020年舍得导入并全面贯彻阿米巴模式，建立营销公司、大区、办事处的三级阿米巴体系。阿米巴模式具体落实在以下方面：1) 加强动力。推进绩效考评模式，实行“优者上，劣者下”的激励模式，激发员工完成目标的动力。2) 加强能力。构建营销培训体系，通过“内部注智，外部引智”的方式着力提升员工技能水平。3) 加强活力。充分授权一线营销团队，让一线团队坚持以客户为中心，根据市场变化灵活决策。通过加强以上“三力”，可以提升员工的营销能力和“主人翁”意识，从而提升营销团队的战斗力，激发渠道内驱力，推动渠道持续成长。

图 34: 阿米巴经营模式



资料来源：公开资料整理、国信证券经济研究所整理

内部系统信息化，全渠道数字化营销加强渠道运作效率。2015年，白酒行业刚走出三年调整期，开始进入以互联网思维为导向，依靠消费者为驱动，回归到注重性价比的新时代。在此趋势中，舍得提出“以消费者为核心、产品营销为龙头、数据驱动为基础、业务协同为手段、一体运营为目标”的转型思路，正式步入信息化转型。此后，从2016年携手金蝶云搭建全渠道营销数字化平台，到2020年消费者会员系统上线，舍得一步一个脚印，扩大数字化营销规模，优化营销系统效率。这其中又数2019年会员中心上线和2020年消费者会员系统上线最具标志性意义：2019年，舍得酒业会员中心正式上线，CRM高端定制等9大功能合为一体，助力舍得酒业全方位链接了消费者和经销商，在厂家、商家、消费者三方之间搭建起一条信息化高速公路，打通了舍得数字化的“任督二脉”，成为舍得数字化的关键节点。2020年，消费者会员系统上线，通过网络云店、C2M终端扫码购买业务模式的导入，为上万家终端门店赋能。这也标志着公司初步完成了中长期数字化建设蓝图的规划。两大事件标志着公司全渠道数字化营销体系已经初步成型，数字化营销落地实践进度已经处于行业前列。白酒行业正从品牌驱动向数字化驱动转型，完整的数字化营销势必在提升舍得营销效率的同时，帮助舍得在未来的数字化竞争中占据先机，从而收获更大的业绩成长动力。

表 11：舍得营销数字化历程

时间	举措	作用
2015年	开始提出信息化建设并完成CRM系统建设	
2016年	升级金蝶云K/3系统	实现全渠道管控，有效实现渠道掌控和精细化营销
2017年	搭建OA系统	推进信息化和企业深度融合，大幅提高公司管理与决策效率
2018年	舍得酒业数字化营销项目“营销云”启动	建立消费者大数据库，并针对消费者进行精准营销
2019年	舍得酒业会员中心正式上线	搭建起与核心消费群体的数字化沟通桥梁，以培育消费者忠诚度、实现精准营销。
2020年	消费者会员系统全新上线	通过网络云店、C2M终端扫码购买业务模式的导入，为上万家终端门店赋能。

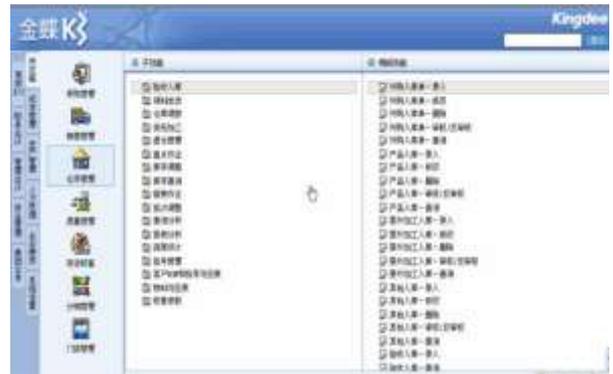
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 35：舍得酒业会员中心

图 36：舍得营销系统--金蝶 K/3 系统



资料来源：公开资料整理、国信证券经济研究所整理



资料来源：公开资料整理、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

收入预测：我们预计舍得酒业 2021-203 年收入将分别达到 39.45 亿元、52.27 亿元、64.92 亿元，分别同比增长 45.9%、32.52%、24.20%。

1) 中高档酒：2020 年疫情影响低基数，以及疫情后舍得业绩逐季加速好转，老酒计划稳步推进，公司品牌影响力持续增强，预计 2021-2023 年收入将分别达到 32.2 亿元、43.3 亿元和 54.2 亿元，分别同比增长 51%、34%和 25%。

2) 低档酒：舍得 2019 年开始实施“沱牌”复兴有助于低档酒的快速增长，预计 2021-2023 年收入将分别达到 3.71 亿元、5.46 亿元和 7.17 亿元，同比增长 68%、47%和 31%。

毛利率：考虑到公司产品升级及管理能力提升，我们预计舍得酒业 2021-2023 年的毛利率将分别达到 77.73%、78.63%和 79.28%，分别同比上升 1.87pct、0.90pct 和 0.65pct。

费用率：我们预计舍得酒业 2021-2023 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 26.5%、24.5%和 23.4%，整体趋势略有下滑。

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，销售费用率将逐年下滑，我们预计2021-2023年的销售费用率分别为16.5%、15%和14%。

2) 管理费用率：考虑到销售收入持续增长带来管理效率提升，我们预计 2021-2023 年的管理费用率分别为 10%、9.5%和 9.4%。

投资建议：维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.21 元、4.69 元和 6.13 元，同比增长 85.8%/46.0%/30.6%。结合绝对估值法和相对估值法，一年期合理估值 225 元-247 元，维持“买入”评级。

表 12: 公司业绩拆分及盈利预测

产品	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
中高档酒	销售收入(百万元)	2,129.44	3,219.71	4,327.30	5,421.24
	同比	-3.31%	51.20%	34.40%	25.28%
	毛利率	86.29%	86.60%	86.80%	87.00%
低档酒	销售收入(百万元)	220.59	371.26	546.40	717.42
	同比	158.14%	68.30%	47.18%	31.30%
	毛利率	41.67%	42.00%	42.50%	43.00%
玻璃业务	销售收入(百万元)	334.43	334.43	334.43	334.43
	同比	-1.43%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	32.92%	33.00%	33.00%	33.00%
其他	销售收入(百万元)	19.21	19.21	19.21	19.21
	同比	-16.84%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	销售收入(百万元)	2703.67	3944.61	5227.33	6492.29
	同比	2.02%	45.90%	32.52%	24.20%
	毛利率	75.87%	77.73%	78.63%	79.28%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 225-247 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.5%、风险溢价 6.5%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较, 选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司增发的因素、公司成长性, 对行业平均动态 PE 进行修正, 最终给予公司 65 倍-70 倍 PE, 可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、宏观经济风险: 公司处于白酒行业, 与宏观经济关联性较高, 当前国内疫情已经得到控制, 但公司产品消费人群为收入中等大众大群, 存在消费能力恢复不及预期的风险, 从而使得公司产品销售不及预期, 进而影响公司营业收入的

增长。

2、全国化扩张不及预期风险：公司近年来在省外持续扩张，但存在公司品牌力不足，省外市场竞争激励下扩张不及预期风险。

3、老酒推进不及预期风险：公司积极推进老酒产品销售，当前次高端白酒竞争较为激烈，公司品牌高度仍有待提高，存在老酒推进过程中消费者认可度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1348	1348	1716	2484	营业收入	2704	3945	5227	6492
应收款项	696	646	856	1063	营业成本	653	861	1066	1283
存货净额	2554	3557	4479	5390	营业税金及附加	385	572	732	876
其他流动资产	335	488	647	804	销售费用	537	651	784	909
流动资产合计	4932	6039	7698	9740	管理费用	340	405	508	621
固定资产	877	1060	1258	1436	财务费用	7	(14)	(11)	(11)
无形资产及其他	275	264	253	242	投资收益	2	3	3	3
投资性房地产	256	256	256	256	资产减值及公允价值变动	10	3	8	7
长期股权投资	114	147	161	174	其他收入	(27)	0	0	0
资产总计	6454	7766	9625	11848	营业利润	768	1476	2159	2823
短期借款及交易性金融负债	446	694	645	580	营业外净收支	33	9	9	9
应付款项	404	557	711	848	利润总额	801	1485	2168	2832
其他流动负债	1778	1789	2226	2662	所得税费用	194	357	521	680
流动负债合计	2628	3040	3582	4091	少数股东损益	26	48	71	92
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	581	1080	1577	2059
其他长期负债	45	41	37	35					
长期负债合计	45	41	37	35	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2673	3081	3619	4125	净利润	581	1080	1577	2059
少数股东权益	201	239	295	369	资产减值准备	1	2	2	2
股东权益	3580	4446	5710	7354	折旧摊销	75	104	122	140
负债和股东权益总计	6454	7766	9625	11848	公允价值变动损失	(10)	(3)	(8)	(7)
					财务费用	7	(14)	(11)	(11)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(250)	(944)	(702)	(702)
每股收益	1.73	3.21	4.69	6.13	其它	20	36	54	71
每股红利	0.36	0.64	0.93	1.24	经营活动现金流	417	275	1045	1564
每股净资产	10.65	13.22	16.99	21.88	资本开支	(97)	(275)	(303)	(303)
ROIC	15%	24%	29%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	24%	28%	28%	投资活动现金流	(90)	(308)	(316)	(316)
毛利率	76%	78%	80%	80%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	37%	41%	43%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	40%	43%	45%	支付股利、利息	(121)	(214)	(312)	(415)
收入增长	2%	46%	33%	24%	其它融资现金流	(338)	248	(49)	(65)
净利润增长率	14%	86%	46%	31%	融资活动现金流	(580)	34	(361)	(480)
资产负债率	45%	43%	41%	38%	现金净变动	(253)	(0)	368	767
息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	1601	1348	1348	1716
P/E	112.9	60.7	41.6	31.9	货币资金的期末余额	1348	1348	1716	2484
P/B	18.3	14.8	11.5	8.9	企业自由现金流	327	(9)	741	1265
EV/EBITDA	78.9	44.0	30.6	23.7	权益自由现金流	(11)	265	699	1219

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032