

舍得酒业(600702.SH)

易主前行，焕颜新生

推荐(首次)

现价: 212.91元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.tuopaishede.cn
大股东/持股	四川沱牌舍得集团有限公司 /29.95%
实际控制人	郭广昌
总股本(百万股)	336
流通A股(百万股)	332
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	715
流通A股市值(亿元)	707
每股净资产(元)	11.56
资产负债率(%)	38.0

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
zhangjinyi112@pingan.com.cn



平安观点:

- **舍得酒业: 全国化次高端白酒品牌。** 舍得的前身为沱牌曲酒, 1980 年被命名为四川省名酒, 1989 年在全国第五届评酒会上荣获国家名酒称号及金质奖。2020 年 12 月 31 日, 豫园股份通过公开拍卖竞标, 以 45.3 亿的价格成功竞得天洋控股持有的四川沱牌舍得集团有限公司 70% 的股权。至此, 舍得酒业实控人从天洋集团更改为豫园股份。
- **舍得+沱牌双品牌战略, 定位次高端和大众名酒。** 舍得系列具备完善的产品矩阵, 主要布局次高端及高端价格带, 其核心大单品为品味舍得和智慧舍得, 在公司的营销投放上占据了主导地位。沱牌系列近年来重新推出了“沱牌曲酒中国名酒复刻版”、沱牌特级 T68 等, 成功唤醒行业和消费者对沱牌名酒的记忆, 沱牌产销量止跌回升。
- **实施老酒战略, 公司产品线丰富。** 近年来老酒热度不断攀升, 其本质上是市场对于高品质白酒稀缺性价值的追捧。早在老酒破圈的 2019 年, 舍得酒业就开启了“老酒战略”, 提出“舍得酒, 每一瓶都是老酒”的品牌口号, 积极推动老酒市场的常态化发展, 以“三大老酒产品线”重构“老酒战略”的产品矩阵, 将老酒从小众的收藏圈带到更大众的白酒消费市场。
- **扩大酱酒产品线, 享受酱酒风潮红利。** 受益于终端消费升级以及白酒品质、风味的发展, 酱香型白酒凭借其高品质和稀缺性实现了跨越式发展, 酱香热席卷全国。舍得自 1996 年以来便开始生产酱酒, 代表产品为超高端酱香白酒战略单品“吞之乎”; 2020 年 6 月, 舍得推出酱香系列产品舍得国袖秘酱; 2021 年 5 月, 酱香舍得新品上市。我们认为, 公司酱酒有望凭借其高品质, 跻身酱香白酒最高端势头, 抢占酱香白酒的消费者心智。
- **首次覆盖, 给予“推荐”评级。** 我们认为, 公司产品线丰富且定位清晰, 舍得+沱牌的双品牌战略不断优化, 同时舍得酒业积极打造产品品牌, 在品牌 IP 化、加码文化属性、数字化营销部署、生态酿酒等多方位驱动下, 品牌影响力不断提升, 公司业绩有望筑底反弹。我们预计 2021-2023 年, 公司净利润为 10.65 亿元、14.06 亿元和 18.61 亿元, 首次覆盖, 我们给与公司“推荐”评级。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,650	2,704	4,193	5,267	6,537
YOY(%)	20.0	2.0	55.1	25.6	24.1
净利润(百万元)	508	581	1065	1406	1861
YOY(%)	49.0	14.4	83.2	32.1	32.3
毛利率(%)	76.2	75.9	77.5	78.2	79.3
净利率(%)	20.3	22.5	27.0	28.4	30.3
ROE(%)	16.7	16.2	23.3	23.9	24.5
EPS(摊薄/元)	1.51	1.73	3.17	4.18	5.54
P/E(倍)	140.9	123.1	67.81	51.33	38.79
P/B(倍)	23.6	20.0	15.8	12.3	9.5

■ 风险提示

宏观经济波动影响：作为可选消费品，白酒行业与宏观环境息息相关，如果宏观经济出现较大波动，公司业绩存在波动的风险。

政策风险：白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对行业发展产生较大影响。

食品安全风险：食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。

竞争加剧风险：次高端目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、串货等不利影响。

正文目录

一、	历经风雨，砥砺前行	6
1.1	名酒基因，生态酿酒典范	6
1.2	两次易主，复兴入主舍得	7
二、	舍得：全国化次高端品牌，品牌力持续提升	8
2.1	消费升级驱动，次高端迅速崛起	8
2.2	舍得系列聚焦次高端，品牌力不断提升	9
2.3	产品矩阵丰富，逐步发力高端市场	10
2.4	品味舍得：历经四次迭代更新，品牌深入人心	11
2.5	智慧舍得：进军高端价格带，战略转型单品	11
三、	沱牌：大众名酒，回归本源	12
3.1	获奖名酒基因，推“天特优”新品遇冷	12
3.2	唤醒时代记忆，调整产品结构	12
3.3	产品结构清晰，定位中低端	13
四、	老酒战略，尽享红利	15
4.1	品质需求升级，老酒具发展潜力	15
4.2	舍得老酒战略，打响品牌口号	16
五、	入局酱酒，异军突起	17
5.1	酱香热潮来袭，利润贡献显著	17
5.2	多款酱香单品，抢占消费心智	18
六、	蛰伏打造品牌，业绩触底反弹	19
6.1	品牌营销建设，孵化消费者认知	19
6.2	文化属性圈粉，巩固文化国酒地位	20
6.3	数字化营销建设，全渠道在线覆盖	21
七、	盈利预测与评级	21
八、	风险提示	22

图表目录

图表 1	第五届评酒会（1989 年）国家名酒（国家金质奖）获奖名单.....	6
图表 2	舍得酒业生态酿造情况.....	6
图表 3	舍得酒业股权结构图.....	7
图表 4	我国各价位带白酒销售额（亿元）.....	8
图表 5	次高端酒企纷纷对主推产品进行提价.....	8
图表 6	次高端酒企主推产品不断提价.....	9
图表 7	舍得公司更名情况.....	9
图表 8	舍得连年上榜《中国 500 最具价值品牌》.....	10
图表 9	舍得系列产品矩阵及相关介绍.....	10
图表 10	品味舍得历经四次迭代更新.....	11
图表 11	智慧舍得，中国智慧.....	12
图表 12	《舍得智慧人物》第一期上线嘉宾郭麒麟.....	12
图表 13	2016-2020 年沱牌系列销售量（千升）.....	12
图表 14	沱牌曲酒九零年代.....	13
图表 15	沱牌上品宣传图.....	13
图表 16	沱牌六粮光瓶酒.....	13
图表 17	沱牌曲酒 93 分复刻版.....	13
图表 18	沱牌系列产品矩阵及相关介绍.....	14
图表 19	沱牌连年上榜《中国 500 最具价值品牌》.....	14
图表 20	茅台、舍得、五粮液位列老酒认知度前三甲.....	15
图表 21	阿里上线老酒集市拍卖.....	16
图表 22	舍得老酒 x 阿里拍卖战略合作签约仪式.....	16
图表 23	舍得酒业三大老酒产品线.....	16
图表 24	舍得·毕加索小酒.....	17
图表 25	天子呼原度老酒.....	17
图表 26	舍得·大师手工版.....	17
图表 27	“匠于心，传于世”舍得大师系列发布会.....	17
图表 28	2010-2020 年我国酱酒收入及同比.....	18
图表 29	酱酒收入占比逐年提升.....	18
图表 30	浓香/酱香/清香占三者合计总产能比例.....	18
图表 31	酱酒对行业利润贡献显著.....	18
图表 32	吞之乎(酱香·黑瓷描金).....	19
图表 33	舍得酱香系列产品“舍得国袖秘酱”.....	19
图表 34	舍得酒作为小舍得白酒行业独家合作伙伴获得广泛曝光.....	20

图表 35 《大国芬芳》开启欧洲三国的巡回演出	20
图表 36 舍得出品大型诗乐舞剧《大国芬芳》	20
图表 37 舍得无处不春风品鉴套装	20
图表 38 舍得指点江山杯酒具套装	20
图表 39 舍得全渠道数字化营销部署，实现“细化”、“强化”、“深化”三步走策略.....	21
图表 40 舍得酒业业务拆分及预测（单位：百万）	21
图表 41 可比公司估值情况（截至 2021 年 5 月 31 日）	22

一、 历经风雨，砥砺前行

1.1 名酒基因，生态酿酒典范

舍得的前身为沱牌曲酒，位于四川省遂宁市射洪县，县内山川秀丽、气候温和、物产丰富、盛产美酒，素称名酒之乡。沱牌曲酒 1980 年被命名为四川省名酒，1981 年、1987 年被评为四川省优质产品，1981 年、1985 年、1988 年获商业部优质产品称号及金爵奖，1989 年在全国第五届评酒会上荣获国家名酒称号及金质奖。

图表1 第五届评酒会（1989年）国家名酒（国家金质奖）获奖名单

品牌名称	酒厂名称
飞天、红星牌茅台酒(大曲酱香 53°)	贵州茅台酒厂
古井亭、汾字、长城牌汾酒(大曲清香 65°、53°)	山西杏花村汾酒厂
汾字牌汾特佳酒(大曲清香 38°)	山西杏花村汾酒厂
五粮液牌五粮液(大曲浓香 60°、52°、39°)	四川宜宾五粮液酒厂
洋河牌洋河大曲(大曲浓香 55°、48°、38°)	江苏洋河酒厂
剑南春牌剑南春(大曲浓香 60°、52°、38°)	四川绵竹剑南春酒厂
古井牌古井贡酒(大曲浓香 60°、55°、38°)	安徽亳县古井酒厂
董牌董酒(小曲其它香 58°)	贵州遵义董酒厂
飞天牌董醇(小曲其它香 38°)	贵州遵义董酒厂
西凤牌西凤酒(大曲其它香 65°、55°、39°)	陕西西凤酒厂
泸州牌泸州老窖特曲(大曲浓香 60°、52°、38°)	四川泸州曲酒厂
全兴牌全兴大曲(大曲浓香 60°、52°、38°)	四川成都酒厂
双沟牌双沟大曲(大曲浓香 53°、46°)	江苏双沟酒厂
双沟特液(大曲浓香 39°)	江苏双沟酒厂
黄鹤楼牌特制黄鹤楼酒(大曲清香 62°、54°、39°)	武汉市武汉酒厂
郎泉牌郎酒(大曲酱香 53°、39°)	四川古蔺县郎酒厂
武陵牌武陵酒(大曲酱香 53°、48°)	湖南常德市武陵酒厂
宝丰牌宝丰酒(大曲清香 63°、54°)	河南宝丰酒厂
宋河牌宋河粮液(大曲浓香 54°、38°)	河南省宋河酒厂
沱牌曲酒(大曲浓香 54°、38°)	四川省射洪沱牌酒厂

资料来源：公司网站，平安证券研究所

上个世纪 80 年代末，舍得首次提出生态酿酒和生态化经营理念，便以“绿色、低碳、生态”为主题，以“质量经营与生态经营相结合”为方针，开创“生态酿酒”之先河，成功创建了全国首家生态酿酒工业园，成为国内生态酿酒的典范。

图表2 舍得酒业生态酿造情况

时间	事件
20 世纪 80 年代末 90 年代初	提出生态酿酒和生态化经营理念
20 世纪 90 年代	打造全国首家生态酿酒工业园
2001 年 2 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
2001 年 3 月	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
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

2004年12月	“酿酒工业生态化的研究及其应用”项目被国家科技部列为“国家级星火计划项目”。
2005年5月	沱牌舍得循环经济实践与可持续商业发展模式被中国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”(P97-107)，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。
1905年7月	公司获质量领域最高奖——全国质量奖
2013年9月	由求是杂志社指导的“2013第四届中国生态小康论坛”在青岛举行，公司被授予“2013中国生态小康绿色科技典范”称号。
2015年5月	在国家环境保护部、中国法学会组织的以“生态环境法治保障”为主题的制度创新事例征集中，公司报送的“生态酿酒与生态经营”获“最佳事例”奖，系获奖单位中唯一一家企业。
2015年9月	公司荣膺“首批中国绿色新标杆品牌企业”称号
2017年年12月	成立“中国生态酿酒产业技术研究院”

资料来源：公司官网，平安证券研究所

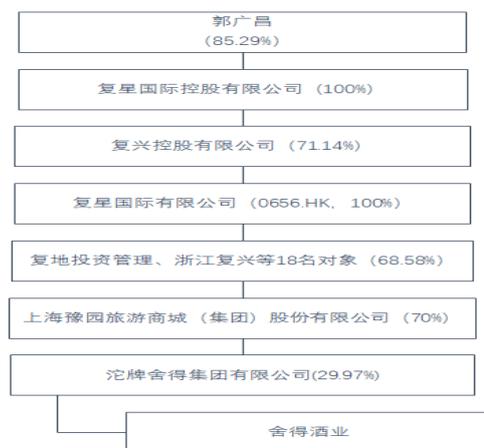
1.2 两次易主，复兴入主舍得

舍得酒业第一大股东四川沱牌舍得集团有限公司是1995年经四川省经贸委批准，由原四川省射洪县沱牌曲酒厂改制而成。

沱牌舍得2015年11月权益变动报告书披露，天洋控股集团有限公司通过西南联合产权交易所网络公开竞价方式，协议受让射洪县人民政府持有的四川沱牌舍得集团有限公司38.78%的存量国有股权并进行增资扩股，最终成为四川沱牌舍得集团有限公司持股70%的控股股东。天洋集团购买股权和增资扩股合计出资额为38.22亿元。本次权益变动完成后，天洋集团持有沱牌集团70%股权，并通过沱牌集团间接持有沱牌舍得股份。

2021年1月，公司发布权益变动报告书显示，2020年12月31日豫园股份通过公开拍卖竞标，以45.3亿的价格成功竞得天洋控股持有的四川沱牌舍得集团有限公司70%的股权。至此，豫园股份成功获得了舍得酒业的实际控制权。

图表3 舍得酒业股权结构图



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

二、 舍得：全国化次高端品牌，品牌力持续提升

2.1 消费升级驱动，次高端迅速崛起

在消费升级趋势推动下，近年来我国次高端白酒市场规模不断扩容，300-800元的次高端价位带成为了各酒企抢占消费者的重要领地。据前瞻研究院统计，次高端酒曾经是占比最小的价位带，16年行业占比仅为9%，16-19年复合增速高达30%，直至2019年已有800亿左右的体量，行业占比达13%，是未来扩容最确定的价位带。我们预计，未来5年次高端价位带仍将维持20%左右的增速，承接中高端价位带向次高端价位带的升级，预计2024年将突破2000亿规模，行业占比提升至24%。

图表4 我国各价位带白酒销售额（亿元）

价位带	2016A	占比	2019A	占比	2024E	占比
高端白酒 (800元以上)	582	13%	1006	15%	1772	20%
次高端白酒 (300-800元)	379	9%	833	13%	2072	24%
中高端白酒 (100-300元)	1652	37%	2512	38%	3057	35%
中低端白酒 (100元以下)	1844	41%	2196	34%	1886	21%
	4457		6547		8787	

资料来源：前瞻研究院，平安证券研究所

我们分别从需求端和供给端来看其主要驱动因素：

1) 从需求端来看，城镇化率和居民消费力持续提升，从2010年到2020年，全国居民人均可支配收入自19,109元增长至32,189元，涨幅达68.4%。消费力的提升有效促进了次高端的需求提升，原有的中端价位带消费者开始逐步向次高端价位带升级，贡献行业主要增量。

2) 从供给端来看，在行业挤压式增长的背景下，量的增长遭遇瓶颈，酒企不得不从“提价”入手，通过产品矩阵的迭代实现盈利能力的提升。但由于品牌力的限制，600元以上的高端产品大多被一线酒企所垄断，故大多酒企纷纷从300-600元价位带入手，布局次高端产品。

随着超高端白酒茅台一批价不断上行，次高端白酒的天花板随之被打开，次高端价位带也从300-600元上升至300-800元左右。古井、口子窖、洋河等次高端酒企也纷纷实现主推产品的价格带升级，自原有的300元价位带升级至600元价位带，逐步培育高端白酒的消费者心智。

图表5 次高端酒企纷纷对主推产品进行提价

	历史主推产品	价位带	当前主推产品	价位带
古井贡酒	古8	200-300元	古20	500-600元
口子窖	口10/小池窖	150-300元	口20	300-400元
洋河	洋河M3	400-500元	洋河M6+	600-700元
今世缘	国缘对开	200-300元	国缘四开	400-500元

资料来源：前瞻研究院，京东商城，平安证券研究所

除主推产品的升级外，次高端酒企普遍采用提价策略，对其核心产品进行提价。据酒业家统计，2020年年底剑南春的水晶剑终端零售价自489元上调至519元，珍藏剑自788元上调至888元，舍得酒业的智慧舍得供货价格也上调52元/盒等。预计在居民消费能力的提高叠加次高端市场的不断扩容之下，次高端提价潮仍将延续。

图表6 次高端酒企主推产品不断提价

品牌	时间	提价政策
舍得酒业	2017.01	全渠道提价 20 元
	2018.01	52 度品味舍得酒供经销商价格上调 20 元/瓶，团购价格涨到 488 元/瓶；38 度以及 42 度品味舍得团购价格上调至 458 元/瓶
	2020.01	智慧舍得 52 度、42 度、38 度上调 52 元/盒
	2020.12	舍之道系列终端门店供货价上调 10 元/瓶
	2020.01	水晶剑和金剑南 K6 提价 20 元/瓶
剑南春	2020.03	水晶剑南春出厂价上调 25 元/瓶，珍藏级剑南春出厂价上调 30 元/瓶
	2020.04	水晶剑和珍藏剑建议零售价上调为 489 元/瓶、788 元/瓶
	2020.12	水晶剑终端零售价自 489 元上调至 519 元。珍藏剑自 788 元上调至 888 元
	2021.03	水晶剑出厂价提价 20 元，叠加 10 元渠道政策锁紧
今世缘	2020.01	
	2020.06	四开国缘零售价及团购价上调 15 元/瓶对开国缘零售价及团购价上调 10 元/瓶

资料来源：酒业家，糖酒快讯，平安证券研究所

2.2 舍得系列聚焦次高端，品牌力不断提升

2017 年 12 月，公司发布公告对公司名称进行变更，自“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”，是继 2011 年 5 月后的第二次改名，舍得系列聚焦中高端价格带，彰显了公司将舍得打造为全国化次高端龙头的决心。

图表7 舍得公司更名情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2017 年更名以来，舍得酒业剥离医药业务，开始聚焦次高端，依托布局次高端价位带的“舍得”品牌，以“品味舍得”为核心大单品，同时新增次高端大单品“智慧舍得”，在全国范围内销售，重点布局东北、山东、河南等地区，实现了营收的迅速增长。据公司年报披露，2017 年舍得系列营收占比达 70%。2017-2019 年舍得酒业营收复合增速高达 22%。2020 年疫情影响下

公司营收仍实现 2%的正增长，实现营业收入 27.04 亿元。

舍得自 2001 年推出以来，以“传播中国智慧，打造文化国酒”为品牌定位，加强终端消费者培育，消费者对舍得酒也逐渐形成了全国化次高端品牌的认知，品牌力不断加强。根据《世界品牌实验室》公布的“2020 年中国 500 最具价值品牌排行榜”中位列第 108 名，品牌价值高达 560.36 亿元，品牌排名逐年提升。

图表8 舍得连年上榜《中国 500 最具价值品牌》

	舍得排名	品牌价值（亿元）
2020	108	560.36
2019	110	468.82
2018	113	380.25
2017	183	220.36
2016	189	162.55
2015	190	130.68
2014	193	105.75
2013	198	91.56

资料来源：世界品牌实验室，平安证券研究所

2.3 产品矩阵丰富，逐步发力高端市场

舍得系列酒具备完善的产品矩阵，主要布局次高端及高端价格带，其核心大单品为品味舍得和智慧舍得，在公司的营销投放上占据了主导地位。近年来，在消费升级趋势的推动下，随着省内主流价位带的不断上移，舍得不断升级其中高端产品，向高端价格带进军。

2020 年 8 月，在“舍得老酒，酪动京城”主题的舍得老酒发布会上，舍得酒业正式推出两款老酒产品：品味舍得（藏品）和智慧舍得（藏品），即品味舍得和智慧舍得的升级版，其中品味舍得（藏品）原酒坛储不低于 8 年，智慧舍得（藏品）原酒坛储不低于 10 年，均以“真年份·真老酒”为核心卖点。其余舍得系列酒如舍之道（地道）、舍之道（天道）主要适用于宴席场景，销售占比份额相对较小。

图表9 舍得系列产品矩阵及相关介绍

产品名称	终端价格	上市年份	口感	产品介绍
品味舍得	598 元/500ml	2001	醇厚绵柔、细腻圆润、甘冽净爽、陈香舒适、回味悠长	原酒坛储 6 年以上，15 年以上稀有陈酒调味而成
智慧舍得	868 元/500ml	2018	醇厚绵柔、细腻圆润、甘冽净爽、回味悠长	原酒坛储 8 年以上，15 年以上稀有陈酒调味而成
品味·舍得(藏品)	668 元/500ml	2020	陈香幽雅，醇厚绵柔、甘冽净爽、回味悠长、老酒风格突出	原酒坛储 8 年以上，15 年以上稀有陈酒调味而成
智慧·舍得(藏品)	888 元/500ml	2020	陈香幽雅，醇厚丰满，细腻圆润、甘冽净爽，老酒风格典型	原酒坛储 10 年以上，15 年以上稀有陈酒调味而成
水晶舍得	598 元/500ml	2011	醇厚绵柔、细腻圆润、甘冽净爽、回味悠长	原酒坛储 6 年以上，15 年以上稀有陈酒调味而成
舍之道（地道）	268 元/500ml	/	醇厚绵柔、细腻圆润、甘冽净爽、回味悠长	以原酒坛储 5 年以上老酒为基础，精心调制而成
舍之道（天道）	368 元/500ml	/	醇厚绵柔、细腻圆润、甘冽净爽、回味悠长	以原酒坛储 5 年以上老酒为基础，精心调制而成

资料来源：公司官网，京东，平安证券研究所

2.4 品味舍得：历经四次迭代更新，品牌深入人心

品味舍得是公司主推的核心大单品之一，2001 年上市，从创牌至今累计销售数千万瓶，是舍得酒业的经典之作，其基酒年份在 6 年以上，并以 15 年以上稀有陈酒调味而成，口感醇厚绵柔，开盖就能闻到扑鼻而来的清香。品味舍得当前的建议零售价为 598 元/瓶，定位次高端价位带。经过多年的营销投放，品味舍得已经成功培育出次高端消费群体的认可度，其广告词“智慧人生，品味舍得”深入人心，具备较高的品牌认知度。

品味舍得酒体品质领先，荣获多项奖项。在“2019 年华糖万商领袖大会酒品大奖赛”中，品味舍得荣获最高奖项钻石奖。在 2020 年 12 月的中国食品工业协会白酒专业委员会国家评委年会上，第四代品味舍得以全场最高分一举夺冠，荣获酒体品质最高荣誉奖——“中国白酒酒体设计奖”。

四次迭代更新，不断自我超越。品味舍得秉承“精益求精”的工匠精神，发展至今经历了四次迭代，其产品最早面市于 2001 年，随后在 2006 年和 2012 年分别进行了第二次和第三次迭代更新。2020 年 9 月，舍得酒业发布通知称将停止对第三代品味舍得的生 产，并将推出第四代品味舍得。

图表 10 品味舍得历经四次迭代更新



资料来源：公司官网，平安证券研究所

第四代品味舍得上市，致敬经典三重升级。2021 年 3 月，“品质之上，唯有老酒：第四代品味舍得上市发布会”在京东、苏宁、天猫等平台上同步直播，公司正式发布第四代品味舍得。第四代品味舍得在第三代的基础上，以致敬经典之名超越经典，对品质、包装、防伪进行了三重升级：1) 在品质上，原酒坛贮时间由 5 年提升至 6 年，其酒体研发历时半年多时间，相对于第三代，酒体陈味更足，口感更柔和；2) 在包装上，第四代品味舍得采用了更加有质感的包装材质，首次在外包装上印制了“原酒坛贮≥6 年，装瓶时间 2020 年”，凸显老酒核心价值，更具增值空间；3) 在防伪上，第四代品味舍得采用了爆裂环防伪瓶盖、隐藏式防伪标记、全破坏式包装盒开启、专版光刻定位纸等四项国际领先的防伪技术，为品质保驾护航。

2.5 智慧舍得：进军高端价格带，战略转型单品

卡位性产品，进军高端价格带。智慧舍得产品于 2018 年 3 月正式上市，是舍得系列主力产品品味舍得的升级产品，定位 600-700 元高端价格带，成为舍得自次高端向高端进军的跳板。自推出后，智慧舍得成功实现了消费者心智的培育，与品味舍得一起成为了舍得品牌的两大主力产品。智慧舍得多次获奖，2018 年荣获国家评委年会酒体设计奖，2020 年在国际风味评鉴所全球食品及饮料评鉴中荣获三星顶级美味奖章。

构建品牌传播矩阵，实现精准传播。近年来，中高端白酒竞争日趋激烈，各类酒企纷纷布局，试图在市场中分一杯羹。为了稳固、扩大市场份额，舍得酒业近两年明显加大了品牌投入力度，例如在“舍得智慧讲堂”及大型诗乐舞剧《大国芬芳》等自有 IP 的基础上，联手走进“达沃斯论坛”、“陆家嘴金融论坛”、爱奇艺等大型平台，试图构建舍得独有的品牌传播矩阵，从而实现精准传播。

舍得智慧讲堂，多平台联动传播。在舍得酒业打造的《舍得智慧讲堂》前三季中，曾邀请袁隆平、龙永图、梁锦松、李稻葵、邓亚萍、吴晓波等 50 余位名人大咖参与对话，挖掘各领域领袖人物背后的故事。该节目以“舍得即中国精神”为切入点，通过个人命运与时代发展的交联，展现时代传奇抉择背后所蕴含的舍得智慧，并通过多平台联动与深度内容的多元传播，成功树立了“中国高端白酒 IP 超级标杆”。《舍得智慧讲堂》前三季总播放量突破 25 亿，为凤凰网 2017/2018/2019 年度蝉联三年的王牌栏目。2020 年，舍得酒业与凤凰网联合打造的大型时代纪录片《舍得智慧人物》更是引起了广泛讨论，仅仅郭麒麟在一期节目中分享郭德纲的教育方式，就获得了 150 万+的微博阅读量。

图表11 智慧舍得，中国智慧



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表12 《舍得智慧人物》第一期上线嘉宾郭麒麟



资料来源：公司官网，平安证券研究所

三、沱牌：大众名酒，回归本源

3.1 获奖名酒基因，推“天特优”新品遇冷

“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”，上世纪 90 年代，沱牌曾经连续 3 年全国销量排名行业前三，2000 年更是名列国内白酒行业销量第一，累计销量达 50 亿瓶，是广大中国白酒消费者共有的时代记忆。但进入 21 世纪后，受品牌战略影响，沱牌销量呈现下降趋势。

2016 年，天洋入主公司以后，逐步梳理精简产品品种，砍掉了 1000 多个沱牌定制产品，放弃了接近 10 亿元的存量营收，全面停止客户定制产品，逐步淘汰沱牌系列老产品，开发沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌优曲等全新产品。但是，由于沱牌“天特优”产品采用全新的包装设计，且大幅提高产品价格，使得原有的沱牌客户群有所流失。2016-2018 年，沱牌系列销量连续下滑，2018 年沱牌销量 7203.8 千升，较 2016 年下降 70.3%。

图表13 2016-2020 年沱牌系列销售量（千升）



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

3.2 唤醒时代记忆，调整产品结构

唤醒名酒记忆，推出复刻老酒。为了唤醒行业和消费者对沱牌名酒的记忆，公司于 2019 年春季糖酒会期间推出新品“沱牌曲酒中国名酒复刻版”；2021 年春糖，公司推出沱牌曲酒 93 分复刻版。此外，2019 年，沱牌特级 T68 作为舍得酒业推出的首款高线光瓶酒，在“华糖万商领袖大会酒品大奖赛”中斩获银奖，在开拓市场份额的同时，也让沱牌重回大众视野。该产品推出后，沱牌终端扫码开瓶率持续提升，消费者层面反馈良好，2020 年已经在山东、四川、河北等十余个省份建立样板城市。

重启区域定制酒，加速沱牌复兴。2019 年，舍得酒业启动沱牌区域定制酒业务，针对江苏市场开发出“沱牌·上品”。时隔三年后，舍得酒业重启沱牌定制酒业务，基于 2019 年提出的“一地一策”营销策略的举措，走出“C2M 用户直连制造”战略的第一步，这一举措被视为舍得酒业加速推进沱牌复兴的信号。该定制酒从酒体到包装均是根据区域市场差异化需求设计研发，并经过严格的内部评审和品控流程，再由签约经销商在限定区域进行代理销售。

图表14 沱牌曲酒九零年代



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

图表15 沱牌上品宣传图



资料来源：公司官网，平安证券研究所

切入光瓶酒赛道，利于品牌传播。随着光瓶酒进入了“名、优、新”的新时代，超百元价格的超高线光瓶酒不断涌现，沱牌也开始进军光瓶酒赛道。2019 年，公司推出定位 50-80 元价位带的“沱牌特级 T68”，具有突出的幽雅风格，口感醇厚绵柔，余味悠长。2021 年的春糖展会上，公司推出新品“沱牌六粮光瓶酒”，定位高线光瓶产品，采用了舍得酒业特有的六粮酿造工艺，以优质高粱、大米、大麦、小麦、玉米、糯米酿造而成，酒体口感醇甜柔顺，是唯一一款中国名酒企业里以“品牌+工艺”命名的光瓶酒。同时，公司还推出“沱牌曲酒 93 分复刻版”，对当年参选全国白酒第五届评选会，并以 93 分最高分荣获“中国名酒”称号的产品，进行了酿造工艺、酒体品质、外包装风格等方面的完美复刻。光瓶酒的推出有利于公司抢占市场份额，去掉包装表象，露出品质内核，加强品牌传播。

图表16 沱牌六粮光瓶酒



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表17 沱牌曲酒 93 分复刻版



资料来源：公司官网，平安证券研究所

3.3 产品结构清晰，定位中低端

经产品结构优化调整后沱牌主要定位大众白酒市场，成功维护沱牌品牌形象和品质口碑。目前，沱牌形成了以 T68 沱牌特级、沱牌六粮为核心单品的大众酒，以沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌优曲为核心单品的中端酒组成的中低端酒产品矩阵。

图表18 沱牌系列产品矩阵及相关介绍

	终端价格	上市年份	口感	产品介绍
沱牌曲酒(中国名酒纪念版)	328 元/500ml	2019	陈香幽雅, 绵甜, 谐 调, 爽净	完美还原 1989 年参选产品的酿造工艺、酒体品质及 酒瓶包装
沱牌曲酒(93 分复刻版)	499 元/500ml	2019	陈香幽雅, 绵甜, 谐 调, 爽净	完美还原 1989 年参选产品的酿造工艺、酒体品质及酒瓶包装
八零年代· 沱牌曲酒	428 元/500ml	2019	陈香复合、醇厚绵柔、 细腻圆润、甘美净爽、 余味悠长	上世纪 80 年代沱牌曲酒包装经典复刻, 原酒坛储 ≥6 年
九零年代· 沱牌曲酒	328 元/500ml	2019	醇厚绵柔, 细腻圆润, 甘美净爽, 余味悠长	上世纪 90 年代沱牌曲酒包装经典复刻, 原酒坛储 ≥5 年
T68· 沱牌特级	68 元 /500ml	2019	复合幽雅, 绵甜爽净, 香味谐调, 余味悠长	100%纯粮酿造、原生态六粮配方、只取小于 60%的优质基酒、选用窖藏不低于 4.5 年的基酒
沱牌六粮	58 /500ml	2021	浓香纯正、酒体柔顺, 醇甜、净爽	依托公司东北绿色粮食基地, 充分发挥生态原粮的“天然本色”
沱牌天曲	218 元/500ml	2016	陈香幽雅、绵甜、谐 调、爽净	系沱牌舍得数十年生态酿酒智慧结晶, 品质更纯 更爽更自然
沱牌特曲	168 元 /500ml	2016	陈香幽雅、绵甜、谐 调、爽净	系沱牌舍得数十年生态酿酒智慧结晶, 品质更纯 更爽更自然
沱牌优曲	108 元 /500ml	2016	陈香幽雅、绵甜、谐 调、爽净	系沱牌舍得数十年生态酿酒智慧结晶, 品质更纯更爽更自然

资料来源: 公司官网, 京东, 平安证券研究所

沱牌新品的推出, 使得沱牌再次走入大众视野, 产品销量大幅增长, 2020 年销量达 10,643.82 千升, 同比增长 47.6%, 实现了沉寂多年后的首度逆袭。据舍得酒业股份有限公司副董事长蒲吉洲口径, 未来公司将持续加强“沱牌”的产品线配置, 扩充销售团队及加大市场投入, 以大众耳熟能详的“悠悠岁月酒, 滴滴沱牌情”为宣传口号, 唤醒几代消费者的美好记忆, 以“中国名酒沱牌曲酒”为龙头, 以高线光瓶为突破口, 以定制产品、区域产品为补充, 恢复老市场、老产品、老客户、老渠道, 让沱牌重归老百姓最喜爱的中国名酒品牌。2020 年, 沱牌品牌力回升, 在“2020 年中国 500 最具价值品牌排行榜”中位列第 120 名, 品牌价值高达 452.68 亿元。

图表19 沱牌连年上榜《中国 500 最具价值品牌》

	沱牌排名	品牌价值 (亿元)
2020	120	452.68
2019	161	385.71
2018	152	321.95
2017	116	309.65
2016	116	258.88
2015	114	220.18
2014	115	176.95

资料来源：世界品牌实验室，平安证券研究所

四、老酒战略，尽享红利

4.1 品质需求升级，老酒具发展潜力

近年来老酒热度不断攀升，其本质上是市场对于高品质白酒稀缺性价值的追捧。中国酒类流通协会常务副会长刘员提出，老酒是一种稀缺品，中高端以上的浓香型老酒仅占整个白酒产量的 0.7%。因此，以名优酒为主的老酒在给予高品质白酒饮用价值的同时，还兼具社交价值、投资价值和文化价值，具有巨大的发展潜力。

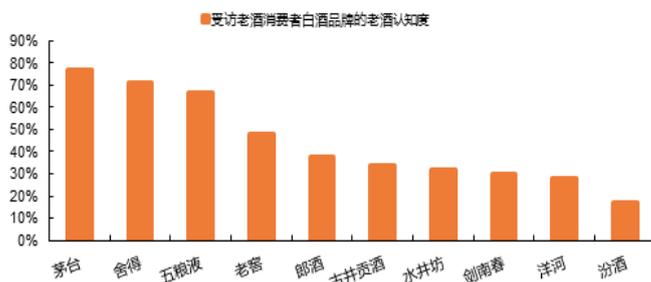
中酒协发布的《中国老酒市场指数》报告显示，2013-2018 年老酒价格年度平均涨幅达 32.9%，年度最高涨幅达 50.2%，2018 年我国老酒的市场规模已经达到 500 亿元。未来伴随着消费升级带来的品质需求升级，高净值人群的投资需求逐渐增加，酒类消费需求也将从“喝名酒”转向“喝老酒”，未来随着老酒价格的不断攀升，叠加消费者群体的不断扩容，2021 年中国老酒的市场规模将突破 1000 亿元，迎来真正意义上的价值窗口期。

老酒热之下，圈内外资本纷纷加码老酒市场：

1) 圈内资本：收藏热之下名酒企业逐步发力老酒，目前已有茅台、五粮液、汾酒、郎酒、舍得、酒鬼酒、习酒、西凤、董酒、全兴等全国名优白酒加码老酒市场。其中五粮液借助强大的品牌影响力，以“名酒 + 老酒”深耕老酒市场；泸州老窖面向全国启动针对泸州老窖·国窖 1573 经典装、泸州老窖特曲工农牌 60 版、泸州老窖特曲和泸州老窖头曲四大单品的瓶贮年份酒回购计划，提升年份老酒的收藏价值，增强消费者的产品认知；郎酒围绕老酒收藏市场，开展老酒拍卖活动，从线上依托阿里拍卖到线下布局郎酒文化收藏馆。

《2020 中国老酒白皮书》的调研结果显示，针对日常有老酒消费习惯的高净值人群，当问及他们对哪些白酒品牌的老酒产品有印象或认知时，茅台（77%）、舍得（71%）、五粮液（67%）位列榜首前三。茅台和五粮液主要受益于其强大的品牌力、多年的品牌底蕴以及强大的经济实力，舍得则主要受益于其老酒战略，例如举办老酒论坛、老酒培训班、老酒大讲堂、老酒寻根之旅等活动，与阿里拍卖、酒仙网等大平台达成战略合作等。

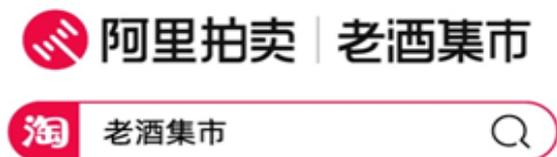
图表 20 茅台、舍得、五粮液位列老酒认知度前三甲



资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，平安证券研究所

2) 圈外资本：阿里巴巴、光大银行等众多外来资本陆续涉足老酒市场，投融资大鳄相继入驻老酒，直接引起老酒圈快速裂变。2019 年 6 月，阿里推出老酒拍卖版块，正式宣告入局老酒市场，成功拍卖了一批高端年份老酒。根据华夏日报，阿里的入局将在极大程度上调整老酒市场乱象，保证流通安全，督促市场构建一套标准化拍卖交易流程，走上规范化轨道。2020 年 9 月，舍得老酒和阿里拍卖、中国收藏家协会战略合作签约，三者的跨界合作有效助力舍得老酒战略落地，阿里拍卖作为全球最大的在线拍卖平台，其 IP 及流量将持续为舍得消费端赋能，战略合作的达成标志着舍得老酒战略进入落地深耕阶段。

图表21 阿里上线老酒集市拍卖



资料来源：阿里巴巴，平安证券研究所

图表22 舍得老酒 x 阿里拍卖战略合作签约仪式



资料来源：公开资料，平安证券研究所

4.2 舍得老酒战略，打响品牌口号

早在老酒破圈的 2019 年，舍得酒业就开启了“老酒战略”，提出“舍得酒，每一瓶都是老酒”的品牌口号，积极推动老酒市场的常态化发展，将老酒从小众的收藏圈带到更大众的白酒消费市场。在酿造工艺上，舍得的酿酒技艺至今还保留着口传心授式的传承，通过多渠道多维度的高效传播，在消费者心中强势留下了舍得老酒的印记。

舍得酒业将以“三大老酒产品线”重构“老酒战略”的产品矩阵：1) 以第四代品味舍得为代表的本品线产品，主要面向原有白酒消费市场；2) 以收藏级老酒为代表的藏品线产品，基酒年份更长，专供高端老酒市场及白酒专业收藏者；3) 以大笑沱牌、大笑舍得等为代表的岳敏君系列、毕加索系列等艺术线产品，积极拓展年轻的消费群体，承担着培育新生代白酒爱好者的重任。

图表23 舍得酒业三大老酒产品线



资料来源：公司网站，平安证券研究所

2019 年，公司根据“艺术”+“老酒”的指导思想，加强新产品的研发工作，先后上市了舍得毕加索小酒、舍得智慧名人纪念酒、沱牌特级 T68、藏品舍得系列、藏品沱牌系列等全新产品，坚决贯彻“舍得酒，每一瓶都是老酒”的品牌口号。2019 年 12 月，公司推出天子呼原度老酒，将“时间”作为核心卖点，主打“20 年生态、20 年匠心、20 年陶坛储藏、20 年老酒”，定位为针对白酒发烧友特别推出的超高端品质老酒，解锁超高端老酒市场。

图表24 舍得·毕加索小酒



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表25 天子呼原度老酒



资料来源：公司官网，平安证券研究所

2020年3月，舍得推出第四代品味舍得，以“双年份”树立行业年份酒标杆，重塑老酒市场新格局，捍卫“浓香老酒”扛旗者的行业地位。舍得酒业营销公司总经理何进在第四代品味舍得发布会上表示，下一步舍得酒业将启动中国老酒爱好者培育计划，通过开设舍得老酒学院，培育大量的老酒爱好者，并培养更多真正懂得品鉴老酒的专业人才，引领消费者对“老酒即好酒”的认知，进而认同老酒价值，进一步加快老酒行业标准的建立和行业共识的达成。未来，舍得将依托12万吨优质陈年老酒储量的核心资源，以酿酒生态为核心竞争力，以品质为价值基石，以文化赋能品牌，走出一条属于自己的创新营销之路，引领老酒行业的健康有序发展。

2020年6月，舍得酒业在成都举行新品发布会，正式发布舍得大师系列“舍得·大师手工版”、“舍得·大师匠心版”两款产品，建议零售价分别为988元与1699元，再次布局高端老酒市场。其中舍得大师匠心版采用10年基酒+15年以上调味酒，具有无色透明、陈香幽雅、绵甜柔顺、细腻圆润、香味谐调、尾净余长的独特风格；舍得大师手工版则采用8年基酒+15年以上调味酒，具有清亮透明、陈香舒适、绵柔顺畅、回味悠长的典型风格。舍得大师系列的亮相，进一步演绎了舍得老酒魅力与价值核心，是舍得老酒战略与区域强势运营商联合作战的又一次成功案例。未来，舍得将延续“大师+大商+老酒”的组合，加码高端酒领域布局，实现老酒产品矩阵价位带的不断上移。

图表26 舍得·大师手工版



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表27 “匠于心，传于世”舍得大师系列发布会



资料来源：公司官网，平安证券研究所

全线发力老酒战略，价增贡献主要营收。根据舍得酒业副总裁蒲吉洲口径，“2020年，老酒战略正在全线发力，舍得将持续推进舍得老酒的品牌、产品、营销和推广等各项工作进程，加快实现‘中国老酒第一品牌和老酒国家标准制定者’的目标。”舍得老酒产品均以极高的性价比为特征，改变了过去老酒类产品身上的特殊化标签，在收藏与投资圈层外，成为流通领域的新宠。这也让老酒真正走入大众消费市场，拓宽了老酒的受众面与能见度，而这也是对老酒战略落地的最佳助力。在老酒战略的实施下，尽管2020年中高档酒的销量同比下降，但老酒的价增贡献了主要的营收，使得在量大幅减少的情况下全年营收仅呈现个位数下降。

五、入局酱酒，异军突起

5.1 酱香热潮来袭，利润贡献显著

受益于终端消费升级以及白酒品质、风味的发展，酱香型白酒凭借其高品质和稀缺性实现了跨越式发展，酱香热席卷全国，

收入占比不断攀升。据《2020-2021 中国酱酒产业发展报告》统计，2020 年中国酱香酒实现产能约 60 万千升，同比增长约 9%，占中国白酒行业总产能 740 万千升的 8%；实现行业销售收入约 1,550 亿元，同比增长约 14%，占中国白酒行业销售 5,836 亿元的 26%；实现行业销售利润约 630 亿元，同比增长约 14.5%，约占中国白酒行业利润 1,585 亿元的 39.7%。酱酒仅凭 8% 的产能贡献了白酒行业 26% 的销售收入和 40% 的利润。

从品牌来看，我国酱酒目前呈现一超两强中小众的竞争格局，其中贵州茅台凭借飞天茅台和茅台系列酒，成为酱酒绝对龙头；郎酒和习酒经过多年发展也实现了销售收入破百亿的规模；国台、金沙、珍酒等后起之秀近年来也取得较快发展。酱酒热带动了各家资本涌入酱酒行业，且由于优质的酱酒企业较为稀缺，资本竞逐加剧，近年也呈现逐渐加速趋势。

图表28 2010-2020 年我国酱酒收入及同比



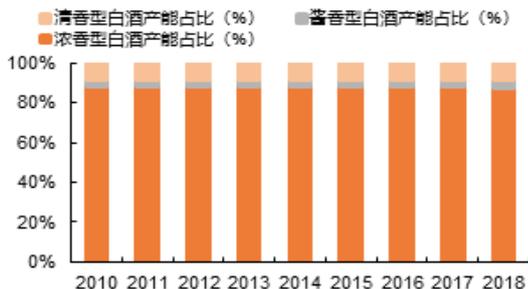
资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表29 酱酒收入占比逐年提升



资料来源: 前瞻产业研究院, 权图工作室, 平安证券研究所

图表30 浓香/酱香/清香占三者合计总产能比例



资料来源: 前瞻产业研究院, 平安证券研究所

图表31 酱酒对行业利润贡献显著



资料来源: 中商产业研究院, 权图酱酒工作室, 平安证券研究所

5.2 多款酱香单品，抢占消费心智

舍得酒业虽以浓香著称，但自 1996 年以来便开始生产酱酒，代表产品为超高端酱香白酒战略单品“吞之乎”。2018 年舍得推出超高端酱香白酒吞之乎，市场定价 1980 元/瓶，聚焦高端商务消费人群，是舍得重塑高端品牌的代表产品。吞之乎采用真正 10 年以上的老基酒，在第 22 届比利时布鲁塞尔国际烈酒大赛上荣获最高奖大金奖，位列中国白酒八大大金奖第一名。吞之乎凭借其完美的口感和超高品质，一经上市便异军突起，跻身酱香白酒最高端势头，成功抢占酱香白酒的消费者心智。

2020 年 6 月，舍得推出酱香系列产品舍得国袖秘酱，采用 5 年以上基酒酿造，每一滴都在臻选的宜兴紫砂陶坛中自然老熟，口感酱香幽雅，醇厚绵柔。

2021 年 5 月，酱香舍得上市发布会在射洪、遂宁相继召开，舍得酒业推出兼具“健康+收藏+投资+消费+文化+品牌”六大价值的酱香舍得，遵循传统手工配制，承袭酱酒“12987”的古法酿造工艺，采用黄金比例用料制曲，满足广大消费者需求和顺应市场发展需要。

图表32 吞之乎(酱香·黑瓷描金)



资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

图表33 舍得酱香系列产品“舍得国袖秘酱”



资料来源：公司官网，平安证券研究所

六、蛰伏打造品牌，业绩触底反弹

近年来，舍得酒业积极打造产品品牌，在品牌 IP 化、加码文化属性、数字化营销部署、生态酿酒的多方位驱动下，借助央视春晚、高铁广告、抖音头条等营销媒介，品牌影响力不断提升，公司业绩筑底，实现营收的高速增长。

6.1 品牌营销建设，孵化消费者认知

次高端白酒市场的存量竞争下，品牌营销成为了各酒企抢占终端市场的重要方式。在品牌销售方面，舍得酒业聚焦中高端白酒市场，逐步推进“沱牌”+“舍得”的双品牌全国化布局，全面推动“品牌 IP 化、终端场景化、消费者社群化、行动数字化”的营销模式升级与创新。

舍得作为中国传统文化的精髓之一，其本身附着具有很强的 IP 化能力，有很多可以挖掘、凝练与升华的故事。舍得通过打造自主 IP《舍得智慧讲堂》、《舍得智慧人物》、舍得艺术中心、舍得博物馆、舍得白酒特色小镇等方向，有效加强品牌 IP 建设，成功培育了消费者对于“舍得”的品牌认知。

舍得酒业采取的一系列品牌营销活动均取得了显著的成效：

2017 年，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。这档大型高端访谈节目对话来自政、商、学、文界的 20 名重磅级嘉宾，以下半年大事件为轴，用 28 期来畅谈香港回归 20 周年、金砖会议、高考恢复 40 周年、改革开放 40 周年，年底盘点+文化自信五大主题。《舍得智慧讲堂》第一季总播放量破 2.28 亿，前三季总播放量突破 25 亿，为凤凰网 2017/2018/2019 年度蝉联三年的王牌栏目，凭借优质内容和多元化传播《舍得智慧讲堂》获得业界和观众的一致认可。

2020 年，舍得酒业 100% 版权的自创 IP《舍得智慧人物》第四季升级上线，延续主线舍得智慧分享，对话党员模范张桂梅，白酒专家曾祖训，一线明星邓紫棋、杨紫，电竞红人 PDD 等，展现现象级人物的舍与得。其官方抖音账号也成为中国白酒为数不多的突破百万粉丝的官抖，登上微博和抖音等平台热搜 20 多次，第四季全网总曝光破百亿。

2021 年，热播剧《小舍得》成为了上半年的收视冠军，全网话题超过 70 亿，里面也充斥着“品味舍得”的身影。舍得酒作为《小舍得》白酒行业独家合作伙伴，改变其品牌和产品硬性植入的惯例，用符合当下受众的审美方式，将品牌理念不露痕迹地融入剧情之中，将文化营销玩出新高度的同时，对“老酒+双品牌”战略落地起到积极助推作用。根据凤凰网报道，收官之日，舍得酒作为小舍得白酒行业独家合作伙伴，获全网曝光量约 7 亿，总阅读/播放量约 6 亿+，实现了终端消费者的广泛触达。《小舍得》最终给出的成长答案是“不畏舍得”，与舍得酒多年来坚持的“舍得精神”和“舍得智慧”完美契合，成长需要舍得，酿酒也是一门关于舍得的艺术。

图表34 舍得酒作为小舍得白酒行业独家合作伙伴获得广泛曝光



资料来源：凤凰新闻，平安证券研究所

6.2 文化属性圈粉，巩固文化国酒地位

舍得酒业通过文化圈粉消费者，进一步巩固其“文化国酒”的地位。2019年，由舍得酒业与梦东方集团联合出品的大型诗乐舞剧《大国芬芳》首次登上国家大剧院的舞台，并压轴中央电视台春节联欢晚会，讲述了关于酒的中国文化史，将中国诗酒文化的大美大雅表现得淋漓尽致。同年8月，《大国芬芳》在德国法兰克福拉开演出帷幕，开启欧洲三国的巡回演出，展现中国白酒文化自信，深化了沿线各国的文化纽带。

图表35 《大国芬芳》开启欧洲三国的巡回演出



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表36 舍得出品大型诗乐舞剧《大国芬芳》



资料来源：公司官网，平安证券研究所

同时，舍得酒业还重磅打造文创新品，于2020年12月推出两款文创礼盒，即“舍得无处不春风品鉴套装”和“舍得指点江山杯酒具套装”，前者设计灵感源自佛教中圣洁的莲花，后者是经1280度高温煅烧而成的高端镁质瓷酒具。舍得酒业巧妙地借鉴传统文化思想，古为今用，通过文化创意酒具，让消费者在鉴赏陈年优雅的舍得老酒的同时，也能感受到舍得“以舍为得，无处不春风”品牌理念。

图表37 舍得无处不春风品鉴套装



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表38 舍得指点江山杯酒具套装



资料来源：公司官网，平安证券研究所

6.3 数字化营销建设，全渠道在线覆盖

近年来，舍得不断加强对市场、渠道及消费者的研究与运营，在服务上千家一级经销商及数万家烟酒店渠道为核心终端的基础上，不断拓展电商、C2M、企业团购、现代商超、餐饮等新渠道，全渠道销售能力不断提升。同时，舍得通过数字化会员体系、消费者俱乐部、社群营销等模式的综合运用，持续提升 C 端用户的运营能力。

舍得目标实现全渠道在线的数字化营销建设目标，主要由渠道在线化和组织在线化两个维度构成。舍得的全渠道系统构成较为完备，现已有 SFA、DMS、会员系统、终端门店小程序等覆盖基本渠道链路的多个应用。根据 2020 年年报披露，舍得目前已经搭建了经销商服务的信息管理平台，实现了从经销商到终端渠道的全渠道管理，有效实现渠道掌控和实施精细化营销。

未来，公司将以业务中台的落地实施为契机，全面提升订单物流、产品溯源、营销费用、活动执行、用户运营的效率及管理水平，按照全渠道、全链条的方式加速营销数字化转型，形成完善的“消费者数字化、渠道数字化、产品数字化”营销体系，持续开展粉丝人群运营，持续提升 C 端用户满意度及忠诚度。精细化的渠道建设将有助于业务员、经销商的管理，加强终端门店会员数字化管理，加深企业与门店之间的互动连接，并最终通过完善会员管理体系，实现客户深度经营。

图表 39 舍得全渠道数字化营销部署，实现“细化”、“强化”、“深化”三步走策略



资料来源：玄武科技·玄讯，平安证券研究所

七、 盈利预测与评级

公司产品结构拆分：

中高档酒：我们认为，以舍得系列为主的中高档白酒在智慧舍得、老酒和酱酒的带动下，预计将保持较快增长，预计 2021-2023 年中高档白酒收入分别为 32.9 亿、41.4 亿、51.7 亿元，分别同比增长 39.9%、25.9%和 25.0%。预计公司继续支持战略核心单品升级挺价，并推新品提升产品结构，产品毛利率预计持续提升，预计 2021-2023 年中高档白酒毛利率分别为 87.3%、87.9%和 88.9%。

低档白酒：低档白酒继续实施大众名酒战略，经过产品结构梳理和推新，产品产销量预计将持续回升，我们预计 2021-2023 年公司低档白酒销售收入分别为：4.85 亿、7.28 亿和 9.45 亿，分别同比增长 120%、50%和 30%。产品升级带动毛利率水平持续攀升，预计 2021-2023 年低档白酒毛利率分别为 43%、44%和 45%。

玻瓶和其他业务：玻瓶受疫情影响较大，2021 年供给减少和终端价格上行带动玻瓶业务收入回升、毛利率提升。预计 2021-2023 年公司玻瓶销售收入分别为：4.01 亿、3.81 亿和 4.00 亿，毛利率水平分别为 40%、40%和 38%。其他业务保持平稳增长，预计 2021-2023 年收入分别为：0.20 亿、0.21 亿和 0.22 亿。

图表 40 舍得酒业业务拆分及预测（单位：百万）

产品名称	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
中高档酒	1849.8	2287.7	2350.0	3286.7	4136.4	5169.6

yoy	28.3%	23.1%	-3.3%	39.9%	25.9%	25.0%
毛利率	81.9%	84.1%	86.3%	87.3%	87.9%	88.9%
低档白酒	60.3	85.5	220.6	485.3	728.0	944.9
yoy	-40.1%	41.8%	158.1%	120.0%	50.0%	29.8%
毛利率	24.9%	27.1%	41.7%	43.0%	44.0%	45.0%
玻璃瓶	339.5	339.3	334.4	401.3	381.2	400.3
yoy	-	-0.1%	-1.4%	20.0%	-5.0%	5.0%
毛利率	33.4%	39.1%	32.9%	40.0%	40.0%	38.0%
其他业务	23.1	23.1	19.2	20.2	21.2	22.2
yoy	-27.8%	0.2%	-16.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	59.7%	54.9%	60.8%	60.0%	60.0%	60.0%
总收入	2212.3	2650.1	2703.7	4193.4	5266.8	6537.0
yoy	35.0%	19.8%	2.0%	55.1%	25.6%	24.1%

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

舍得酒业为全国次高端白酒品牌并具有老酒、酱酒概念。经过两年调整，目前公司产品更加丰富、经销商信心恢复、终端动销良好，公司步入快速发展阶段。我们预计 2021-2023 年，公司净利润为 10.6 亿元、14.1 亿元和 18.6 亿元，首次覆盖，我们给与公司“推荐”评级。

图表41 可比公司估值情况（截至 2021 年 5 月 31 日）

公司代码	公司名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000799.SZ	酒鬼酒	246.60	801	1.5	2.4	3.4	4.6	163.0	103.4	73.1	53.1
600779.SH	水井坊	127.55	623	1.5	2.2	2.9	3.5	85.2	57.3	44.4	36.1
600809.SH	山西汾酒	462.87	4,034	3.6	5.1	6.8	8.9	130.4	90.6	68.2	51.8
600702.SH	舍得酒业	195.13	656	1.7	3.2	4.2	5.5	114.8	59.1	44.3	33.1

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

注：酒鬼酒、水井坊和山西汾酒盈利预测采用 wind 一致预期。

八、风险提示

- 1) 宏观经济波动影响。作为可选消费品，白酒行业与宏观环境息息相关，如果宏观经济出现较大波动，公司业绩存在波动的风险。
- 2) 政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对行业发展产生较大影响。
- 3) 食品安全风险。食品安全问题是红线，一旦出现食品安全问题将对行业产生较大负面影响。
- 4) 竞争加剧风险。次高端目前存在竞争加剧的问题，谨防竞争恶化带来的价格战、串货等不利影响。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4932	6372	8643	11404
现金	1348	3024	4346	6177
应收票据及应收账款	475	517	758	965
其他应收款	509	433	618	814
预付账款	42	70	87	109
存货	2554	2323	2827	3331
其他流动资产	3	5	7	8
非流动资产	1522	1289	1055	862
长期投资	114	114	114	114
固定资产	822	701	578	455
无形资产	275	229	183	137
其他非流动资产	311	245	180	156
资产总计	6454	7661	9699	12265
流动负债	2628	2777	3418	4136
短期借款	446	0	0	0
应付票据及应付账款	404	574	713	833
其他流动负债	1778	2203	2705	3302
非流动负债	45	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	45	45	45	45
负债合计	2673	2822	3463	4181
少数股东权益	201	270	362	483
股本	337	336	336	336
资本公积	890	890	890	890
留存收益	2354	3342	4648	6376
归属母公司股东权益	3580	4569	5874	7602
负债和股东权益	6454	7661	9699	12265

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1000	2195	1406	1942
净利润	607	1105	1467	1950
折旧摊销	98	233	234	194
财务费用	7	2	-13	-18
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	286	832	-309	-212
其他经营现金流	3	23	26	28
投资活动现金流	-668	6	5	4
资本支出	251	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-919	6	5	4
筹资活动现金流	-484	-524	-88	-115
短期借款	-394	-446	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-90	-78	-88	-115
现金净增加额	-152	1676	1322	1831

利润表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2704	4193	5267	6537
营业成本	653	942	1146	1351
税金及附加	385	586	736	913
营业费用	537	755	922	1111
管理费用	340	398	474	523
研发费用	21	21	26	32
财务费用	7	2	-13	-18
资产减值损失	-10	-16	-20	-25
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	12	9	9	9
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
资产处置收益	0	15	15	15
营业利润	768	1498	1980	2624
营业外收入	47	26	30	32
营业外支出	14	12	13	13
利润总额	801	1512	1997	2643
所得税	194	378	499	661
净利润	607	1134	1498	1982
少数股东损益	26	69	91	121
归属母公司净利润	581	1065	1406	1861
EBITDA	906.49	1746.60	2218.28	2818.56
EPS(元)	1.73	3.17	4.18	5.54

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	2.0	55.1	25.6	24.1
营业利润(%)	7.9	94.9	32.2	32.5
归属于母公司净利润(%)	14.4	83.2	32.1	32.3
获利能力				
毛利率(%)	75.9	77.5	78.2	79.3
净利率(%)	22.5	27.0	28.4	30.3
ROE(%)	16.2	23.3	23.9	24.5
ROIC(%)	21.4	35.3	65.5	80.4
偿债能力				
资产负债率(%)	41.4	36.8	35.7	34.1
净负债比率(%)	-23.8	-62.5	-69.7	-76.4
流动比率	1.9	2.3	2.5	2.8
速动比率	0.9	1.4	1.7	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.7	8.1	6.9	6.8
应付账款周转率	3.40	3.44	3.43	3.42
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.73	3.17	4.18	5.54
每股经营现金流(最新摊薄)	2.97	6.53	4.18	5.78
每股净资产(最新摊薄)	10.65	13.59	17.47	22.61
估值比率				
P/E	123.1	67.8	51.3	38.8
P/B	20.0	15.8	12.3	9.5
EV/EBITDA	79.18	40.00	30.99	23.83

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033