

老酒战略提升品牌势能，舍得高增有望延续

核心观点

- **品牌历史悠久，复星协同赋能高增。** 舍得酒业具有悠久的发展历史，在第五届全国评酒大会上被评为中国十七大名酒之一。历经天洋风波以后，复星集团在 2020 年底正式入主公司，凭借其丰富的生态系统和多年消费领域经验，从内外部为舍得进行赋能。公司两大核心品牌“舍得”和“沱牌”分别定为次高端和中低端市场；舍得系列以品味舍得、智慧舍得等为核心产品发力 400-600 元价格带；沱牌系列以沱牌曲酒为主，逐步发力 T68、沱牌六粮等高线光瓶酒，打造新的增长点。复星入主后，公司 2021 年业绩快速增长，次高端消费升级趋势下，公司高弹性有望延续。
- **库存正常价盘稳健，疫后复苏升级有望再起。** 目前次高端价格带处于稳步扩容阶段，在行业高景气度阶段，全国化次高端酒营收增速弹性高于高端酒，10~12 年两者年均增速分别为 36%和 65%，15~19 年两者年均增速分别为 20%和 36%。消费升级和高端酒需求溢出是驱动次高端酒增长的重要动力，国内高收入人群收入增速较高，高净值人群稳定扩容，持续扩大次高端酒的需求。边际上，宏观经济在疫情缓解后持续恢复，流动性和社融上行推动宏观经济恢复，全国范围内堂食恢复，利好次高端白酒消费升级。而飞天茅台批价边际持续回升，有望引导整个白酒板块的情绪和消费复苏。部分宴席或延迟至中秋国庆，届时铺货动销情况将成为白酒全年业绩的关键。从渠道来看，舍得批价稳健，库存正常，有望为公司旺季的营销动作留下充足空间；公司全国化招商继续推进，看好全年业绩弹性。
- **老酒战略+双品牌定位，消费者认可度稳步提升。** 受益于国内消费升级，以及公司深化改革，推动双品牌战略，舍得和沱牌近年来均实现量价齐升，品味、智慧、老酒、超高端等产品稳步增长。公司多次提价，产品毛利率上升，盈利能力改善。国内老酒市场规模稳步扩张，公司积极实施老酒战略，有效提升品牌价值，12 万余吨优质基酒储备保障老酒供给充足。渠道方面，发力核心和潜力市场，加速全国化布局；通过召回原沱牌优质大商，助力沱牌业绩快速回升。公司通过一地一策、提供定制化和贴牌服务、顺价销售等方式，改善经销商利润空间，有效提升渠道活力。公司营销重点以老酒战略为核心，宣传舍得老酒文化，同时通过艺术联名等方式强化年轻消费者培育；近年来公司加大广告费用投入，有助于提升品牌影响力。

盈利预测与投资建议

- 我们维持前次预测，预测公司 22-24 年每股收益分别为 5.63、7.54 和 9.47 元，结合可比公司，给予 22 年 36 倍 PE，对应目标价 202.68 元，维持买入评级。

风险提示：消费升级不及预期、市场竞争加剧、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,704	4,969	6,936	8,980	10,944
同比增长(%)	2.0%	83.8%	39.6%	29.5%	21.9%
营业利润(百万元)	768	1,674	2,526	3,382	4,249
同比增长(%)	7.9%	117.9%	50.9%	33.9%	25.6%
归属母公司净利润(百万元)	581	1,246	1,871	2,504	3,145
同比增长(%)	14.4%	114.3%	50.2%	33.8%	25.6%
每股收益(元)	1.75	3.75	5.63	7.54	9.47
毛利率(%)	75.9%	77.8%	79.6%	80.8%	81.7%
净利率(%)	21.5%	25.1%	27.0%	27.9%	28.7%
净资产收益率(%)	17.6%	29.7%	32.5%	31.4%	29.1%
市盈率	106.1	49.5	33.0	24.6	19.6
市净率	17.2	12.9	9.2	6.7	5.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2022年07月14日)	185.15 元
目标价格	202.68 元
52 周最高价/最低价	264.55/128.9 元
总股本/流通 A 股 (万股)	33,204/32,958
A 股市值 (百万元)	61,478
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 07 月 15 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.45	10.47	17.85	-16.33
相对表现	3.67	11.97	21.41	8.99
沪深 300	-4.12	-1.5	-3.56	-25.32



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

相关报告

22Q1 保持高增长，拟扩产增强竞争力	2022-04-23
合同负债高增亮眼，老酒战略支撑业绩增长	2021-10-21
21Q2 延续高增长，看好下半年旺季销售	2021-08-17

目录

一、品牌历史悠久，复星协同赋能高增	5
1.1 历史文化底蕴深厚，复星入主内外赋能.....	5
1.2 贵为川酒六金花，产品体系日渐完善.....	6
二、库存正常价盘稳健，疫后复苏升级有望再起	9
2.1 次高端酒弹性较高，消费升级驱动扩容.....	9
2.2 宏观经济势头向好，消费升级边际回升.....	12
三、老酒战略+双品牌定位，消费者认可度稳步提升	15
3.1 双品牌战略成果显著，盈利能力稳步提升.....	15
3.2 老酒战略构筑品质壁垒，充足老酒储备强化优势.....	18
3.3 调动渠道积极性，厂商共建开拓市场.....	20
3.4 经典新潮两相宜，舍得营销两手抓.....	22
四、盈利预测与投资建议	23
五、风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构（截止 2022 年 3 月 31 日）.....	5
图 3: 复星集团生态系统相互赋能.....	6
图 4: 公司中高档酒和低档酒收入（亿元）.....	9
图 5: 公司酒类产品占营业收入比重.....	9
图 6: 高端酒和次高端酒收入增速对比.....	10
图 7: 不同收入档次居民人均可支配收入 CAGR.....	10
图 8: 次高端区域名酒收入增速与奢侈品等增速对比.....	10
图 9: 次高端酒需求与供给拆解.....	11
图 10: 2019-2021 年次高端酒企的经销商数量.....	11
图 11: 22Q1 山西汾酒和舍得酒业的经销商数量.....	11
图 12: 2019-2021 年次高端酒企单经销商收入（万元）.....	12
图 13: 22Q1 山西汾酒和舍得酒业单经销商收入（万元）.....	12
图 14: 2020 年以来全国当日新增新冠肺炎确诊病例.....	12
图 15: 上海地铁客运量持续恢复（万人次）.....	12
图 16: 全国 30 大中城市当周商品房成交面积(万平方米).....	13
图 17: 国内执行航班数量（架次）.....	13
图 18: M2 增速.....	13
图 19: 社会融资规模当月值.....	13
图 20: 飞天茅台批价走势（元/瓶）.....	14
图 21: 22Q1 细分白酒板块营收和扣非盈利增速.....	14
图 22: 部分次高端产品批价走势（元/瓶）.....	15
图 23: 公司核心产品批价走势（元/瓶）.....	15
图 24: 公司基酒产能扩张计划.....	15
图 25: 公司原酒储量及新增原酒储能计划.....	15
图 26: 公司营业收入及增速.....	16
图 27: 公司归母净利润及增速.....	16
图 28: 舍得品牌收入及增速.....	16
图 29: 沱牌品牌收入及增速.....	16
图 30: 舍得品牌销量及吨价增速拆分.....	16
图 31: 沱牌品牌销量及吨价增速拆分.....	16
图 32: 舍得系列产品收入拆分（亿元）.....	17
图 33: 老酒系列和超高端系列产品收入趋势（亿元）.....	17
图 34: 2021 年公司白酒主要产品收入占比.....	17

图 35: 公司分产品毛利率趋势	18
图 36: 公司整体毛销差趋势	18
图 37: 国内老酒市场规模趋势	19
图 38: 高净值人群名酒收藏占比趋势	19
图 39: 2020 年受访老酒消费者对于白酒品牌的老酒认知度 TOP10	19
图 40: “舍得酒，每一瓶都是老酒”品牌标语	20
图 41: 舍得“双年份”标识	20
图 42: 2010-2021 年公司存货周转率	20
图 43: 主要上市酒企 2021 年存货周转率	20
图 44: 公司省外收入趋势	21
图 45: 2021 年公司分地区收入占比测算	21
图 46: 公司省内外经销商数量	21
图 47: 公司单经销商创收	21
图 48: 公司提供定制化产品服务	22
图 49: 次高端酒企主要产品渠道利润对比	22
图 50: 艺术·舍得系列毕加索联名产品	23
图 51: 舍得自有品牌 IP《舍得智慧人物》	23
图 52: 公司销售费用及销售费用率	23
图 53: 公司广告宣传及市场开发费用情况	23
表 1: 公司现有管理层主要履历情况	6
表 2: 历届中国评酒大会获奖品牌	7
表 3: 2018 年至今公司主要荣誉奖项一览	7
表 4: 公司核心产品矩阵	8
表 5: 国内部分地区恢复堂食的时间	13
表 6: 2019 年至今公司产品提价情况	17
表 7: 2017 年至今公司营销事件一览	22
表 8: 可比公司估值表	24

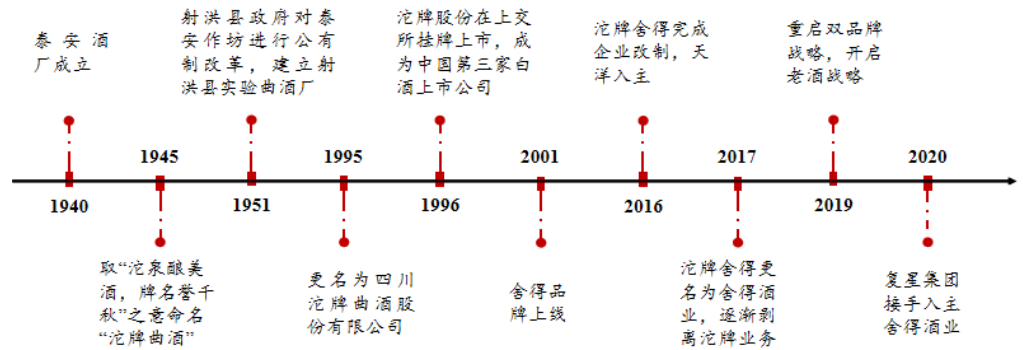
一、品牌历史悠久，复星协同赋能高增

1.1 历史文化底蕴深厚，复星入主内外赋能

● 沱泉酿美酒，牌名誉千秋

射洪酿酒始于西汉，兴于唐宋，盛于明清，具有悠久的历史。1940年，公司前身泰安酒厂成立，于1995年更名为四川沱牌曲酒股份有限公司。1996年，沱牌曲酒在上交所挂牌。2001年，公司推出新品牌“舍得”，在2011年正式更名为四川沱牌舍得酒业股份有限公司。2016年，天洋集团入主企业，逐渐剥离低端沱牌系列产品，但同时失去一大收入来源。2019年，公司重启双品牌战略，沱牌业绩快速回升。同年，公司开启老酒战略，打造品牌差异化优势。2020年，复星入主舍得，对公司进行内外赋能，加速公司成长。

图 1：公司发展历程

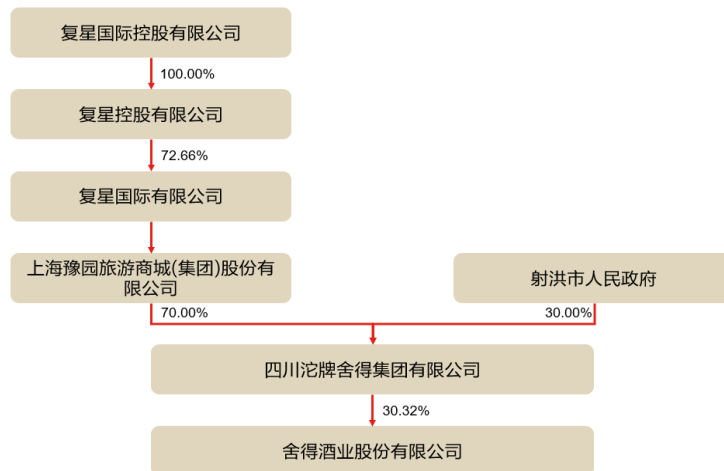


数据来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

● 复星入主，内部管理+外部生态双重赋能

2020年12月，复星集团通过旗下控股子公司豫园股份竞得沱牌舍得集团70%股权，从而成为公司间接控股股东，接手天洋集团正式掌舵舍得。复星集团凭借其丰富的生态系统和多年消费领域经验，从内外部为舍得进行双重赋能。

图 2：公司股权结构（截止 2022 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司在管理架构上保持原有核心管理层不变，引入复星系具有多年管理和行业经验的管理人员从内部赋能。2020年9月公司完成管理层的换届选举，新任核心管理团队多来自舍得内部，具有多年白酒行业从业经验。董事长张树平历任舍得营销公司董事长、舍得酒业副董事长、总经理，具有丰富白酒行业销售和管理经验；副董事长蒲吉洲历任舍得酒业一、四分厂厂长，舍得集团董事，具有多年行业生产管理营销经验。同时复星引入多名在人力资源、财务、营销等方面具备深厚行业积淀和管理经验的人才进入董事会，共同协助公司实现内部管理优化升级。

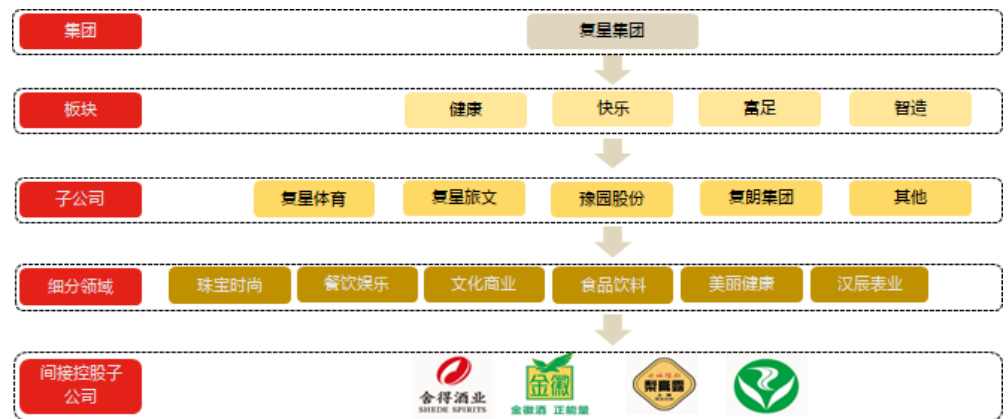
表 1：公司现有管理层主要履历情况

姓名	人才来源	职务	履历
张树平	舍得内部	董事长	高级经济师，第十一届、第十二届全国人民代表大会代表。历任四川沱牌舍得酒业股份有限公司监事会主席、工会主席、副董事长、总经理，舍得酒业股份有限公司副董事长、副总裁。
蒲吉洲	舍得内部	副董事长、总裁	高级营销师。历任舍得酒业股份有限公司质管部部长、一分厂厂长、办公室主任，吉林沱牌农产品开发公司总经理，沱牌热电公司经理，舍得酒业股份有限公司副总经理。
邹庆历	复星	副总裁、首席财务官	历任上海复星高科技（集团）有限公司财务分析高级总监、董事总经理、复星财务共享服务中心总经理、复星集团助理首席财务官、财务团队合伙人等。
魏炜	复星	副总裁	曾在玛氏食品有限公司、罗门哈斯 AgroFresh 子公司、李锦记销售有限公司任市场总监，曾任雀巢有限公司副总裁、大中华区糖果和巧克力事业部总经理，北京蓝色光标公关顾问有限公司副总裁、消费品事业群总经理，北京三元食品股份有限公司副总经理，上海复星高科技有限公司健康消费产业集团董事总经理。
饶家权	舍得内部	副总裁	历任四川沱牌曲酒股份有限公司生技中心总监、副总工程师，丰谷酒业永兴分公司技术中心主任、党委书记等。
张萃富	舍得内部	副总裁	历任舍得酒业股份有限公司副总经理兼营销公司总经理，现任四川天马玻璃有限公司董事、总经理。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

复星集团生态系统多样，外部赋能激发公司协同效应。复星系统产业规模庞大且分布广泛，2021年实现营收/净利润 1630 亿/101 亿元，旗下共有健康、快乐、富足和智造四大板块，涉及医疗、消费、文娱、金融等诸多领域。在消费领域，复星拥有金徽和舍得两大白酒品牌，同时通过豫园股份成立复豫酒业布局酒类销售体系，以期建立国内外的深度分销能力以及全生命周期的消费者管理。

图 3：复星集团生态系统相互赋能



数据来源：复星集团官网、东方证券研究所

1.2 贵为川酒六金花，产品体系日渐完善

● 川酒六金花，酒香天下传

舍得酒业地处四川省射洪市沱牌镇，以其深厚的酿酒历史和文化底蕴位列川酒“六朵金花”之一。公司旗下拥有“沱牌”和“舍得”两大白酒品牌，其中沱牌酒即来源于射洪春酒，后发展为沱牌曲酒，并于 1989 年在第五届全国评酒大会上被评为中国十七大名酒之一。2001 年，公司推出“舍得”酒品牌，逐渐站稳次高端酒市场，带领公司业务规模更上一层。

表 2：历届中国评酒大会获奖品牌

届别	年份	获奖品牌
第一届	1953	茅台酒、泸州特曲、西凤酒、汾酒
第二届	1963	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979	茅台、汾酒、泸州老窖特曲酒、五粮液、古井贡酒、董酒、剑南春、洋河大曲酒
第四届	1984	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、 沱牌曲酒

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

公司白酒产品屡获荣誉，天子呼获胡润百富“白酒最佳表现”奖等；品味舍得获“中国酒业十年·高端经典产品”奖等；舍得、沱牌荣获加拿大“中国老酒藏品”一等奖等。公司则获得“改革开放 40 年-中国酒业风云品牌”、“四川名片”、“中国酒业十年·榜样企业”等荣誉。

表 3：2018 年至今公司主要荣誉奖项一览

时间	荣誉
2018 年 9 月	获“改革开放 40 年-中国酒业风云品牌”殊荣
2018 年 12 月	舍得荣获“四川名片”
2019 年 10 月	获评中国安心奖“年度白酒企业”
2019 年 11 月	在第十二届中国经济媒体高层峰会中荣获“2019 年度中国好白酒”奖
2020 年 1 月	《2020 胡润百富至尚优品》中获得中国富豪“最青睐的老酒”桂冠，天子呼获“白酒最佳表现”
2020 年 8 月	天子呼获得“2020 中国酒业年度十大新品”奖
2020 年 11 月	获得国际风味评鉴所两项 3 星奖章、四项 2 星奖章和 4 项 1 星奖章
2020 年 12 月	在“第五届中国酒类产业峰会暨中国酒业澎湃十年荣耀盛典”上，舍得酒业董事长张树平先生荣获“中国酒业十年·影响力人物”、舍得酒业荣获“中国酒业十年·榜样企业”、品味舍得获得“中国酒业十年·高端经典产品”
2020 年 12 月	荣获“中国白酒酒体设计奖”第一名
2021 年 1 月	沱牌舍得文化旅游区上榜国家 4A 级旅游景区
2021 年 1 月	2020 年度知识产权保护优秀企业奖
2021 年 8 月	舍得、沱牌荣获加拿大“中国老酒藏品”一等奖

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

● 产品矩阵丰富，以次高端为核心覆盖价格带

公司两大核心品牌“舍得”和“沱牌”分别定为次高端和中低端市场。“舍得”系列战略大单品品味舍得站稳 400 元价格带，贡献主要营收；舍之道终端价格约为 250 元/瓶，凸显性价比；智慧舍得终端价格约 600 元/瓶，站位次高端上游价格带；水晶舍得、藏品舍得等产品补充 700-1000 元价位带；吞之乎、天子呼站位超高端，提升品牌形象。“沱牌”系列以沱牌曲酒为主，逐步发力 T68、沱牌六粮等高线光瓶酒，以高品牌影响力和高性价比为主导，有望在未来成为公司新的业绩增长点。

结合现在的产品矩阵，公司形成舍得事业部、沱牌事业部、老酒事业部、要客事业部、互联网事业部、国际业务部等。舍得、沱牌、要客事业部分别负责舍得、沱牌、高端酒精细化运作，其中要客事业部主要针对高端消费者和企业级用户。

表 4：公司核心产品矩阵

产品类型	产品系列	产品	终端价格（元/瓶）	产品图片
高端	天子呼	天子呼 陈香/酱香	~4680	
	吞之乎	吞之乎 陈香/酱香	~1580	
次高端	舍得	智慧·舍得（藏品）	~1000	
		品味·舍得（藏品）	~800	
		水晶·舍得	~700	
		智慧·舍得	~600	
		品味·舍得	~400	
	艺术·舍得及系列酒	168-598		
	沱牌	沱牌曲酒（80年代）	~350	
中高端	舍得	舍之道	~250	
	陶醉	306/606/906·陶醉酒	~250-350	
	沱牌	沱牌曲酒（90年代）	~250	
		沱牌特级 T68	~58	
		沱牌六粮	~48	

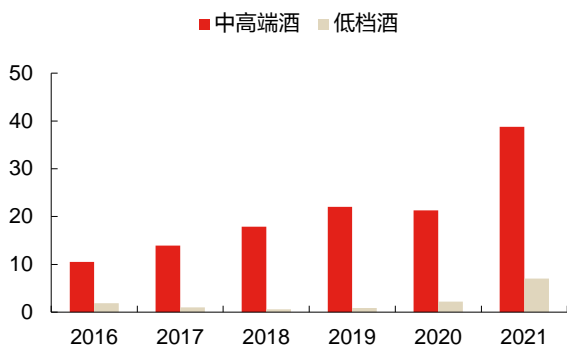
数据来源：公司公告、京东商城、东方证券研究所

公司中高档酒以舍得、沱牌天曲为代表品牌，低档酒以沱牌大曲为代表。复星入主后，公司经营快速回暖，业绩增长亮眼。2021年，中高档酒实现营收 38.74 亿元，同比增长 81.9%，占营收比重 78%，低档酒实现营收 7.03 亿元，同比增长 218.7%，占营收比重 14%。低档酒增速较高，主

要因为公司推进沱牌复兴，同时针对经销商开放定制业务等。随着“舍得+沱牌”双战略的推进，公司中高档酒和低档酒均有望实现较高的增速。

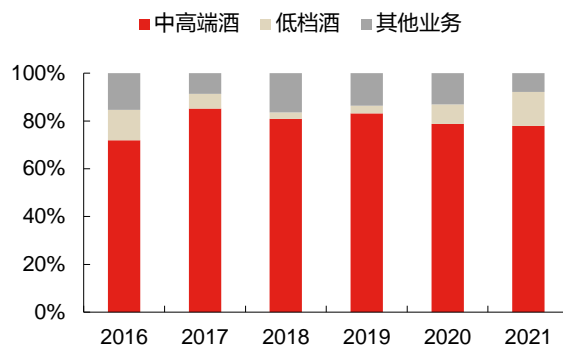
综合，公司核心产品定位在次高端价格带为主，随着国内疫情环节逐步缓解，白酒消费升级趋势成为主流，次高端价格带扩容为公司的业绩增长带来良好的成长机会。

图 4：公司中高档酒和低档酒收入（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：公司酒类产品占营业收入比重



数据来源：公司公告、东方证券研究所

二、库存正常价盘稳健，疫后复苏升级有望再起

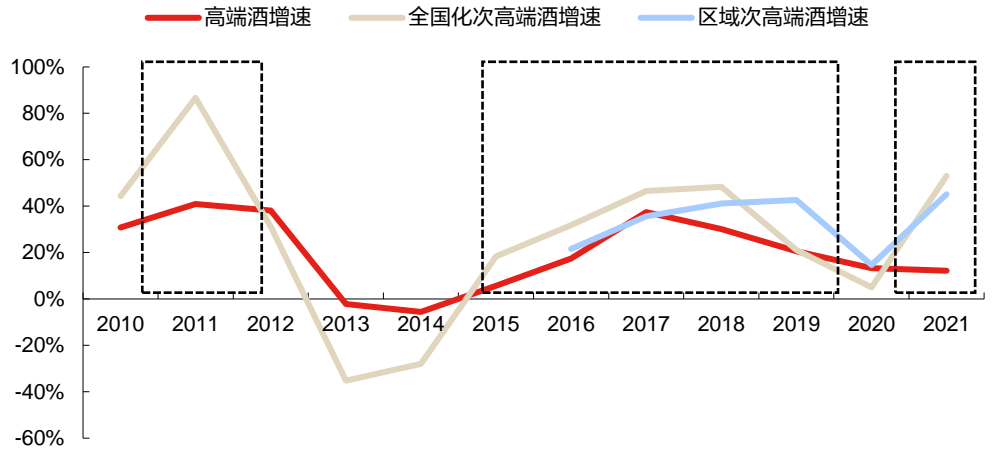
2.1 次高端酒弹性较高，消费升级驱动扩容

● 次高端酒增速弹性高于高端酒，后疫情时代有望快速反弹

回顾历史来看，次高端价格带在 09~10 年左右开始崛起，期间经历了 13 至 14 年白酒周期低谷，以及 20 年来疫情的短暂影响后，目前处于稳步扩容阶段。2021 年上半年，受疫情影响飞天批价有所回落，次高端酒企增速也有所放缓；但随着疫情逐步得到控制，国内稳增长经济措施逐步实施，行业景气度上行，次高端酒有望回到扩张区间。

复盘历史，在行业高景气度阶段，次高端酒营收增速弹性高于高端酒，且全国化次高端酒的增速和区域次高端酒的增速接近：1) 2010 年至 2012 年，高端酒年化增速约 36%，全国化次高端酒年化增速约 65%；2) 2015 至 2019 年，高端酒年化增速约 20%，全国化次高端酒年化增速约 36%，区域次高端酒年化增速约 35%；3) 2021 年，高端酒同比增长 12%，全国化次高端酒同比增长 53%，区域次高端酒同比增长 45%。

图 6：高端酒和次高端酒收入增速对比

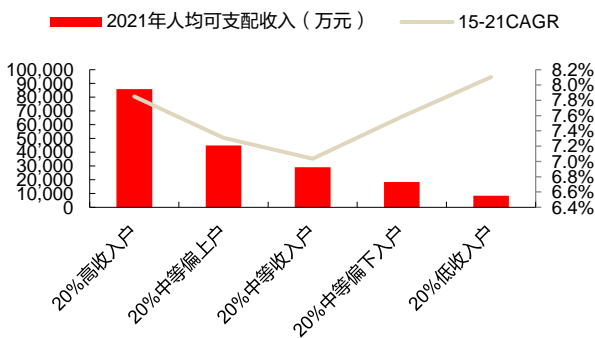


数据来源：公司公告、东方证券研究所测算（注：高端酒包括茅台酒、五粮液以及国窖 1573 的收入，次高端酒包括青花汾酒、梦之蓝、水井坊高端酒、酒鬼酒和内蒙酒、舍得中高档酒、古井贡酒（古 16 及以上）、今世缘特 A+、口子窖 20 年及以上）

● 消费升级驱动次高端酒扩容，高端酒需求溢出提升弹性

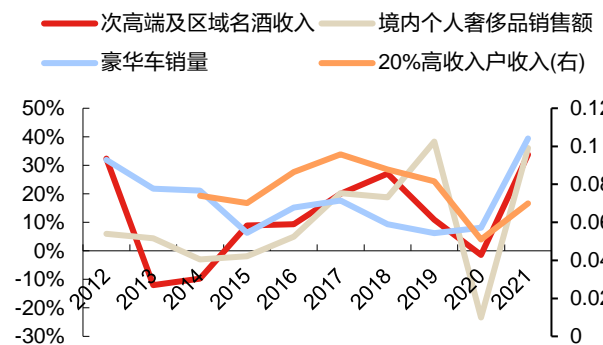
次高端酒需求扩容的核心驱动力首先来自消费升级，而这源于居民收入水平的提升，尤其是高收入人群。总体上看，2015 年至 2021 年以来，国内高收入群体的收入增速较高，20%高收入户的收入增速位居各层次人群的前列，2021 年人均可支配收入达到 8.6 万元。消费次高端酒的多为高收入人群，次高端及区域名酒收入增速基本与前 20%高收入户收入增速、豪车和奢侈品等销售增速变化趋势重合，可以预期高收入人群扩容与收入增长对次高端酒扩容的驱动作用。（注：本段所述次高端及区域名酒包含山西汾酒、洋河股份、水井坊、酒鬼酒、舍得酒业、古井贡酒、今世缘、口子窖和迎驾贡酒）

图 7：不同收入档次居民人均可支配收入 CAGR



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 8：次高端区域名酒收入增速与奢侈品等增速对比



数据来源：公司年报、乘联会、国家统计局、东方证券研究所

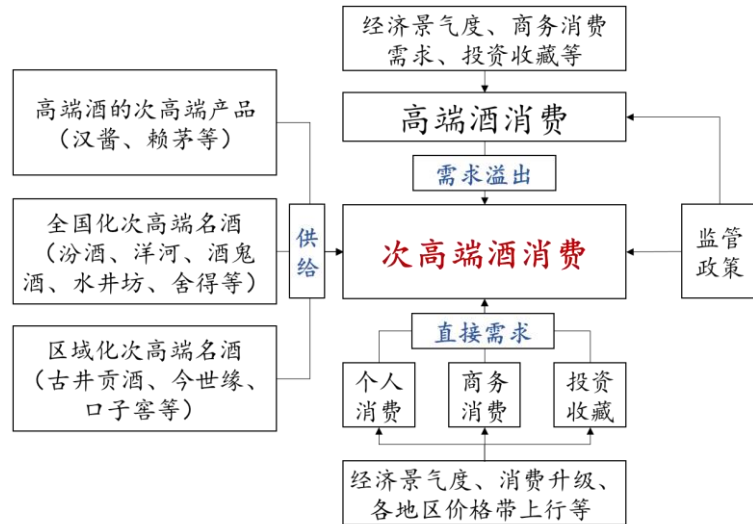
在行业高景气阶段，高端酒的需求溢出则强化了次高端酒的增速弹性。拆解白酒消费场景，应酬场合（商务、私人等）、聚会场合（公司、朋友、家庭聚会等）等仍是目前主要白酒消费场景；这些消费场景的社交属性强，对好酒、名酒的需求高。同时，随着居民消费水平提升，聚餐档次提升，用酒的档次也逐步提升，推动主流消费价格带的上行。

在强社交属性的白酒消费场合，以飞天茅台为代表的高端酒由于供给有限，价格高企，其需求向下溢出至次高端价格带产品上。高端酒消费受工商业宏观经济景气度、政策监管等因素影响较大，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

在此基础上，其进一步影响次高端酒的消费。因此，在次高端酒的发展历史上，飞天茅台批价快速上行的阶段均对应次高端酒高速发展的阶段。当前阶段，飞天茅台批价（散瓶）达到约3000元，较其出厂价高约200%，较大的供需缺口是支撑次高端酒的高增长的有利条件之一。

图 9：次高端酒需求与供给拆解

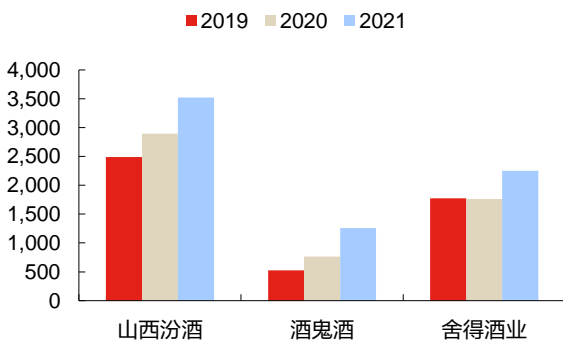


数据来源：东方证券研究所

● 全国化次高端酒企汇量式增长仍有空间，内生式增长或打造新增长曲线

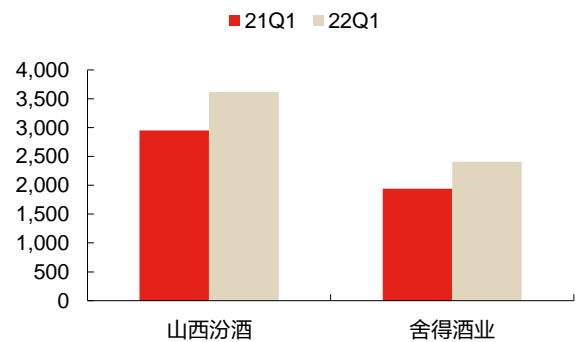
从全国化的角度来看，次高端酒仍有招商的空间。2019年至2021年，次高端酒企全国化加速，招商是公司的重要增长动力；期间，山西汾酒、酒鬼酒和舍得酒业的经销商数量分别增长到3,524家（+42%）、1,256家（+128%）和2,252家（+27%）。随着宏观经济逐步恢复，次高端酒全国化招商仍有望继续，22Q1山西汾酒和舍得酒业的经销商分别继续同比增长23%和24%。

图 10：2019-2021 年次高端酒企的经销商数量



数据来源：公司公告、东方证券研究所

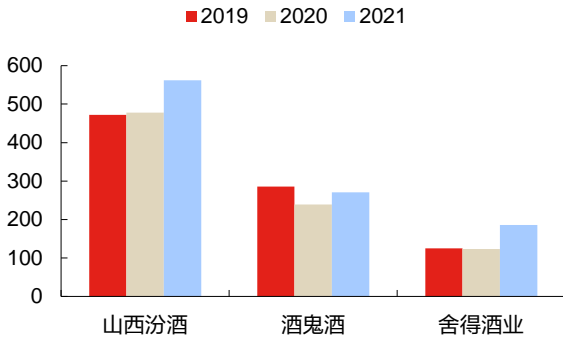
图 11：22Q1 山西汾酒和舍得酒业的经销商数量



数据来源：公司公告、东方证券研究所

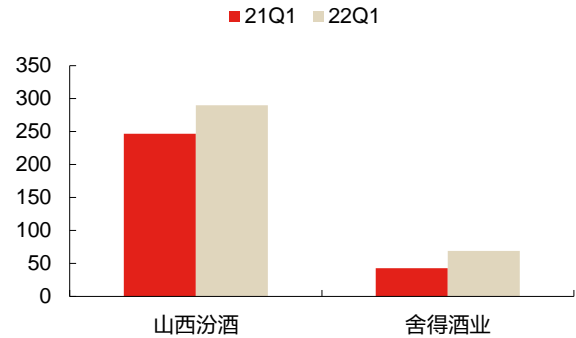
除直接招商外，次高端酒单经销商收入有较大的提升空间。2021年，次高端酒企单经销商收入均有所提升，山西汾酒、酒鬼酒和舍得酒业的单经销商收入分别增长到562万元（yoy+18%）、271万元（+14%）和185万元（+50%）；22Q1单经销商收入保持增长趋势，山西汾酒和舍得酒业分别达到290万元（yoy+17%）、69万元（yoy+61%）。

图 12：2019-2021 年次高端酒企单经销商收入（万元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 13：22Q1 山西汾酒和舍得酒业单经销商收入（万元）



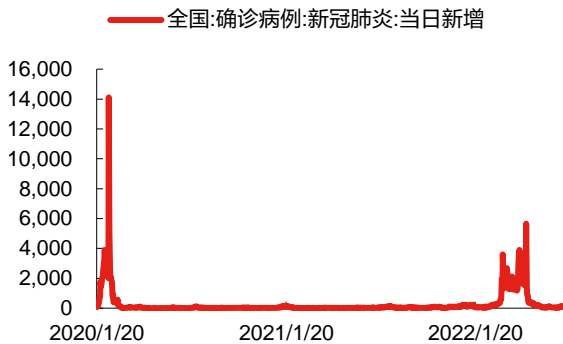
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.2 宏观经济势头向好，消费升级边际回升

● 投资、消费逐步恢复，宏观经济边际向好

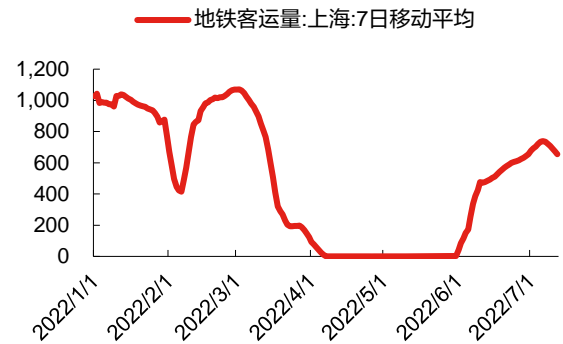
国内疫情逐渐好转，全国当日新增新冠肺炎确诊病例持续降低。观察疫情重点地区，伴随上海隔离政策解除，上海地铁客运量逐步恢复，标志着上海生活、工作逐渐步入正轨，经济活动快速恢复，带领宏观经济向好。

图 14：2020 年以来全国当日新增新冠肺炎确诊病例



数据来源：Wind、东方证券研究所

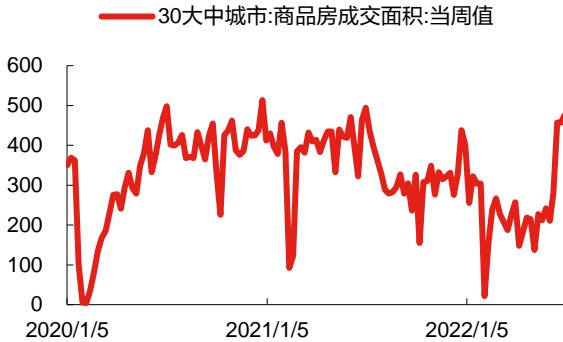
图 15：上海地铁客运量持续恢复（万人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

观察投资活动指标，我国商品房成交量快速恢复，全国 30 大中城市当周成交面积自五月下旬快速增长，目前已恢复至往年的正常水平。此外，我国执行航班架次在 2022 年 4 月跌至低点，此后快速增长，目前已恢复至 3 月初的水平，航班载客、货物运输逐渐恢复，标志着我国跨地区通行阻碍渐小，群众消费力逐渐回升。综合，在投资、消费逐步好转的情况下，我国宏观经济边际向好，为白酒行业恢复提供重要动力。

图 16：全国 30 大中城市当周商品房成交面积(万平方米)



数据来源：Wind、东方证券研究所

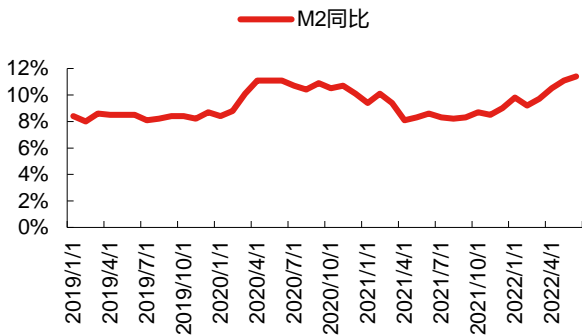
图 17：国内执行航班数量（架次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

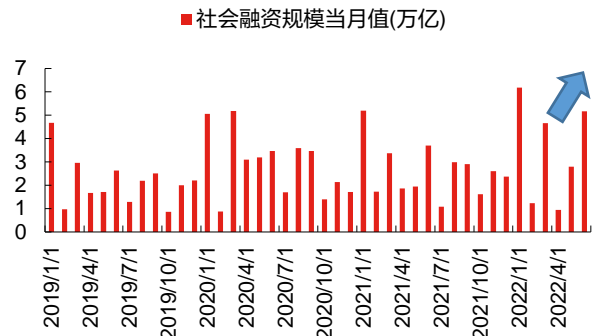
从金融数据来看，国内 M2 增速在 6 月份进一步上行至 11.4%，流动性上行有助于刺激经济动能恢复，进而提升白酒的终端消费力。而从社融数据来看，6 月份环比大幅上升至 5.2 万亿，也表明了宏观经济企稳向好的趋势。

图 18：M2 增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 19：社会融资规模当月值



数据来源：Wind、东方证券研究所

● 国内全域逐渐恢复堂食，利好次高端白酒消费升级

伴随疫情好转，国内部分地区有序恢复堂食。2022 年受疫情影响较大的城市包括上海、西安，其中西安从 3 月底开始恢复堂食，上海从 6 月底开始恢复堂食。重点城市的堂食恢复促进白酒婚宴、商宴等宴席场景的恢复，利好次高端白酒消费。

表 5：国内部分地区恢复堂食的时间

地点	时间
深圳	3 月 21 日起部分开始恢复堂食
西安	3 月 22 日起低风险地区所在区县全面恢复堂食
南京	3 月 31 日
泉州	4 月 15 日起有序恢复堂食
广州	4 月 18 日增城区率先恢复堂食
沈阳	4 月 25 日起有序恢复堂食
苏州	5 月 9 日姑苏区率先恢复堂食
济南	5 月 10 日零时起，有序恢复餐饮（堂食）经营活动
郑州	5 月 14 日起有序恢复堂食

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

邯郸	5月20日起从台区、永年区等多地有序恢复堂食
长春	5月28日起各类生产经营主体全面恢复营业，恢复堂食
天津	6月2日和平区、南开区等5个区率先恢复堂食
北京	6月6日
上海	6月29日起逐步恢复餐饮堂食

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

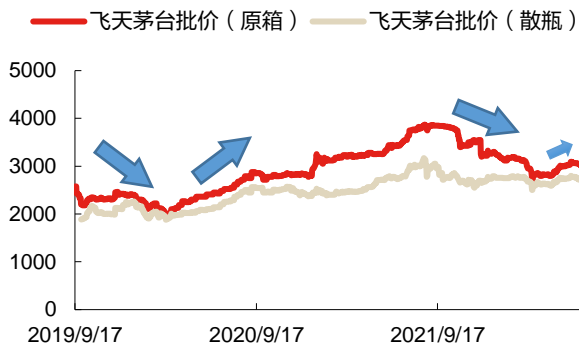
● 茅台批价边际回升，引领白酒板块情绪复苏

复盘 2020 年的疫情期间高端酒飞天茅台的批价走势，可以发现在疫情的冲击下，2020 年年初至 3 月份飞天批价有一轮明显的回调。但随着疫情逐步得到控制，飞天批价均实现快速反弹，这也对应了之后次高端价格带的业绩快速增长。

自 2021 年 9 月份以来疫情反复的频率和强度提升，尤其是在河南、山东等白酒消费大省爆发疫情，飞天批价出现持续的回调，压制白酒消费和市场情绪。边际上，飞天批价持续反弹，有望引导整个白酒板块的情绪和消费复苏。

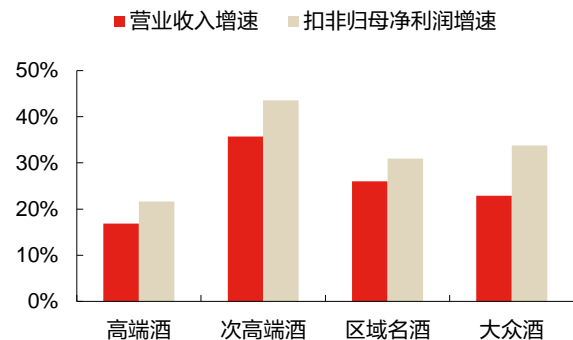
从 22Q1 的业绩增速来看，受益于消费趋势和渠道势能，次高端酒和区域名酒的营收和盈利增速在所有板块中领先。若白酒行业景气度在后疫情时代进一步恢复，次高端酒和区域名酒的较高增速有望维持。

图 20：飞天茅台批价走势（元/瓶）



数据来源：今日酒价、东方证券研究所

图 21：22Q1 细分白酒板块营收和扣非盈利增速



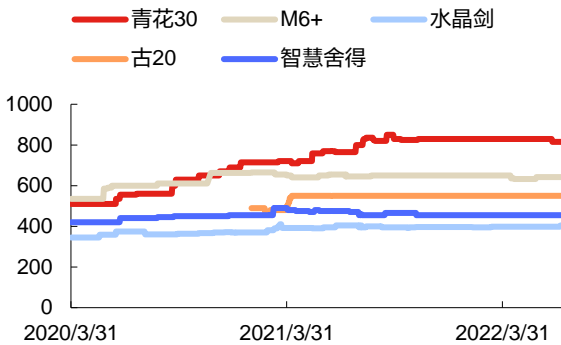
数据来源：国家统计局、中国酒类流通协会、东方证券研究所测算

● 库存正常价盘稳健，公司全年业绩有望保持弹性

本轮疫情主要发生在白酒消费淡季，因此对白酒全年业绩的影响整体有限；从批价的角度来看，3 月疫情高峰以来，主要次高端产品的批价保持稳定。舍得酒业核心产品在 2022 年以来保持稳定，其中品味舍得批价在 6 月份小幅上涨，表明公司当下处于批价稳定，库存正常的良好状态。

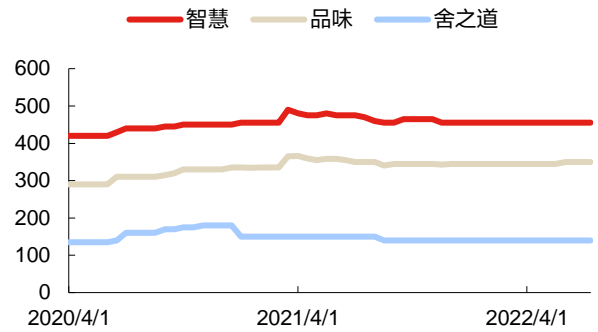
由于部分地区疫情仍有反复，目前各地对宴席的管控仍较为严格，预计部分宴席订单仍将后延。因此，我们认为今年中秋和国庆两个时间点将是本轮白酒消费复苏的关键节点，若延后的订单在中秋国庆有效释放，将对次高端的需求复苏形成重要支撑。

图 22：部分次高端产品批价走势（元/瓶）



数据来源：今日酒价、东方证券研究所

图 23：公司核心产品批价走势（元/瓶）

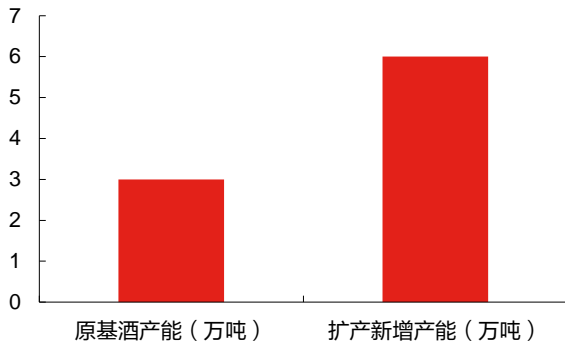


数据来源：今日酒价、东方证券研究所

复星入主以来，舍得酒业经营规划目标上升明显。从 2022 年 4 月的增产扩能项目来看，公司将在当前 3 万吨基酒产能的基础上新增 6 万吨基酒产能，同时在 21 年末 13.3 万吨半成品酒（含原酒）的基础上再新增约 35 万吨的原酒储能，均大幅增长。

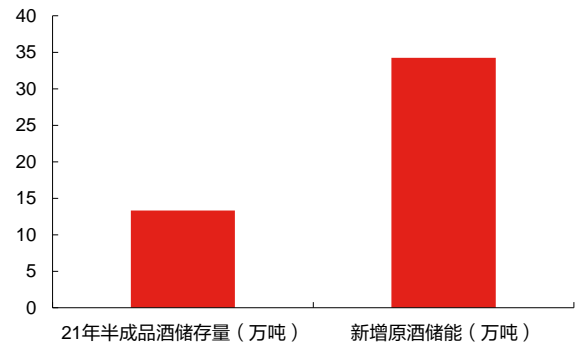
公司经营目标较高，而随着疫情继续缓解，下半年消费回补有望给公司带来较强的业绩增长驱动力，同时由于公司的渠道库存正常价盘稳健，下半年消费旺季的营销操作的发挥空间较大。公司的全国化招商稳步推进，全年业绩有望保持较高弹性。

图 24：公司基酒产能扩张计划



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 25：公司原酒储存量及新增原酒储能计划



数据来源：今日酒价、东方证券研究所

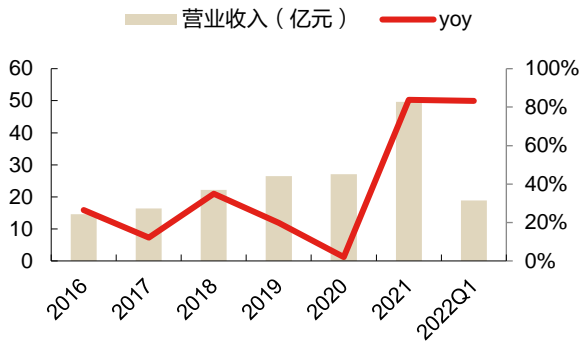
三、老酒战略+双品牌定位，消费者认可度稳步提升

3.1 双品牌战略成果显著，盈利能力稳步提升

● 舍得沱牌均实现量价齐升

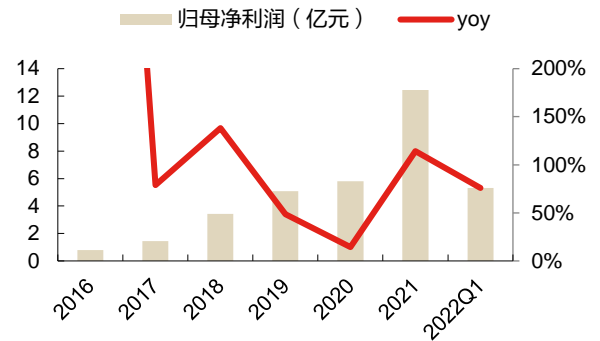
受益于国内消费升级，次高端白酒市场需求扩容，同时公司深化渠道改革，扩大招商范围和质量，叠加双品牌战略驱动沱牌系列产品放量等，公司 2021 年业绩实现跨越式增长。2021 年公司实现营收 49.69 亿元，同比增长 83.8%，归母净利润 12.46 亿元，同比增长 114.4%。2022Q1 公司实现营收、归母净利 18.84、5.31 亿元，同比分别增长 83.3%、75.8%；在疫情缓解的背景下，公司高景气增长有望持续。

图 26：公司营业收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

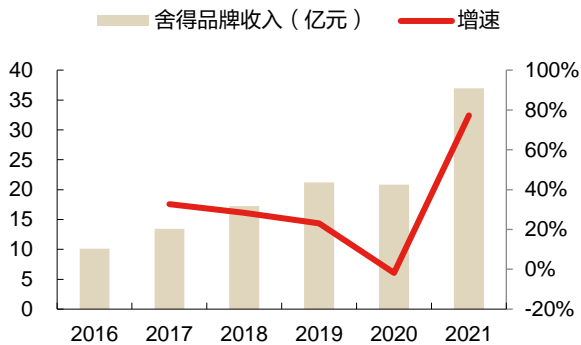
图 27：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

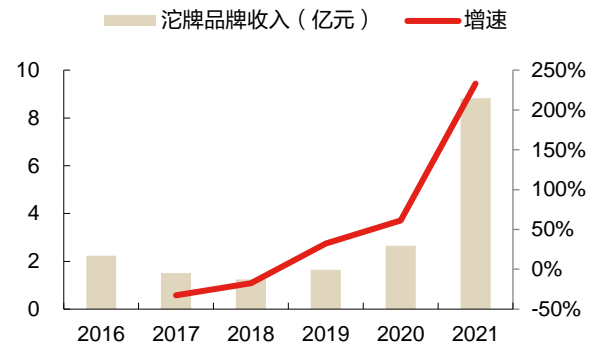
拆分类别，双品牌战略成果显著，沱牌收入快速增长。2016-2021 年，公司舍得品牌收入稳步增长，从约 10 亿元增至约 37 亿元。公司 2019 年重启双品牌战略，主打“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”，在重点市场办干场滴滴沱牌情怀旧品鉴会，线上线下全方位开展营销活动，助力沱牌收入快速恢复，从 2019 年约 2 亿元增至 2021 年约 9 亿元。

图 28：舍得品牌收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

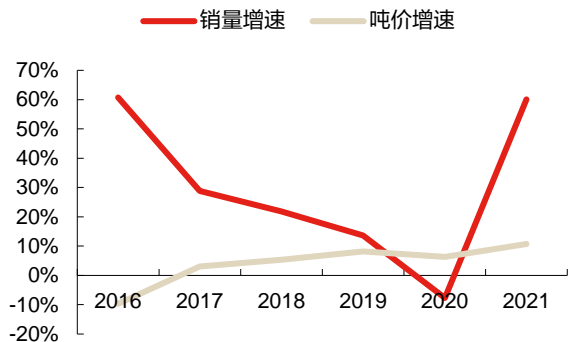
图 29：沱牌品牌收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

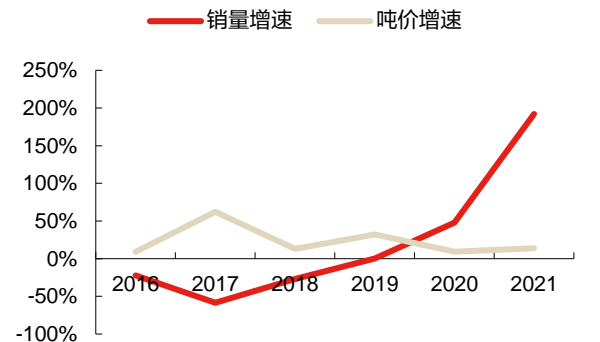
舍得、沱牌均呈现量价齐升态势，双品牌战略成效较好。2016-2021 年，舍得销量、吨价 CAGR 分别为 21.4%和 6.7%，沱牌销量、吨价 CAGR 分别为 5.5%和 24.7%。

图 30：舍得品牌销量及吨价增速拆分



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

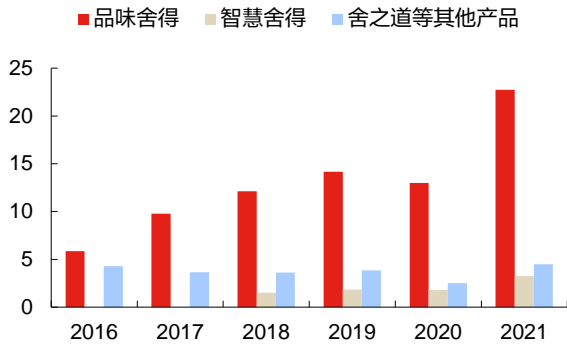
图 31：沱牌品牌销量及吨价增速拆分



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

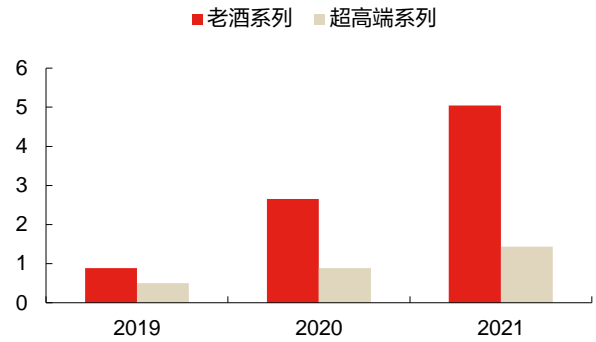
公司核心产品舍得系列中，品味舍得收入稳步增长，我们测算 2016 年至 2021 年从约 6 亿元增长至约 23 亿元；智慧舍得近年来推出，2021 年预计达到约 3 亿元的收入，快速增长。老酒战略实施后，公司老酒系列收入贡献快速提升，预计 2021 年达到约 5 亿元。我们预计公司以天子呼、吞之乎为代表的超高端系列也实现稳定增长，在拔高公司品牌力的同时，逐步培育远期的增长点。

图 32：舍得系列产品收入拆分（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

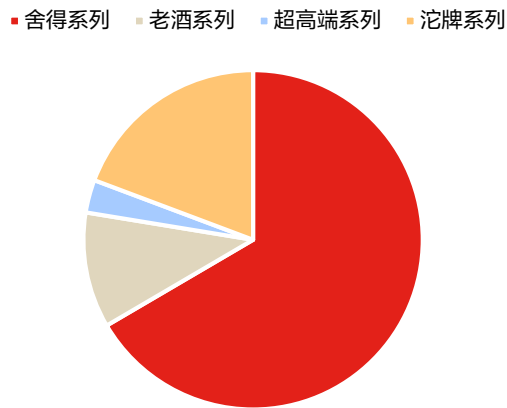
图 33：老酒系列和超高端系列产品收入趋势（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

综合，2021 年，公司整体收入中，预计舍得系列占比约 67%，老酒和超高端酒分别 11%和 3%。

图 34：2021 年公司白酒主要产品收入占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

2019 年以来，公司对舍得旗下产品进行多次提价，亦推动舍得吨价上行。公司对舍之道、品味舍得、智慧舍得、水晶舍得均上调终端指导价格。此外，围绕老酒战略，公司针对产品不同瓶贮年份采取不同指导价格，凸显老酒价值。

表 6：2019 年至今公司产品提价情况

时间	涨价产品及幅度
2019 年 1 月	春节期间品味舍得停货挺价
2020 年 1 月	智慧舍得三个规格产品单价均上调 52 元/盒
2020 年 12 月	舍之道上调 10 元/瓶终端门店供货价格
2021 年 10 月	将品味舍得、水晶舍得的终端建议价格提高 20 元，将舍之道的终端建议价格提高 10 元
2022 年 5 月	对 500ml 品味舍得执行新指导价格，瓶贮年份 1-6 年价格分布在 598-898 元；针对 2020 年出品的 64.5%1500ml 天子呼（陈香）执行新指导价格 6980 元/瓶

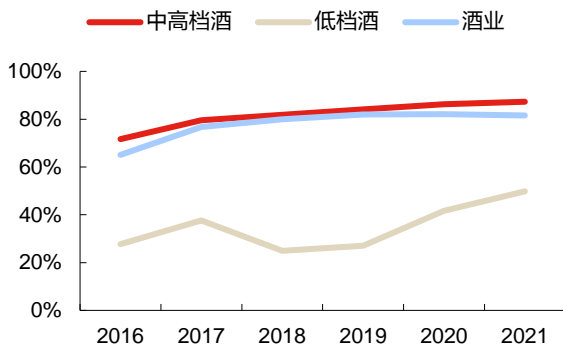
数据来源：酒调态度、酒业快讯、新京报、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

● 盈利能力稳步上行

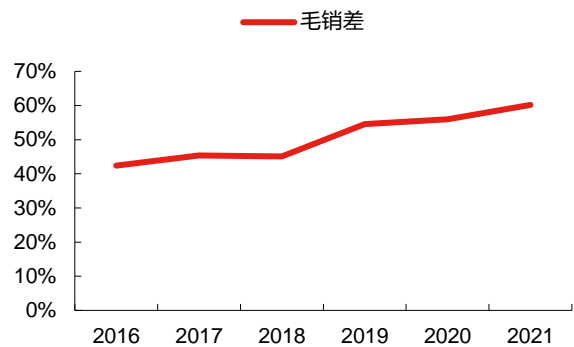
产品结构优化驱动中高档酒、低档酒毛利率均上升。2016-2021年，公司中高档白酒毛利率逐年上升，从71.7%增至87.3%；低档酒毛利率呈现先降后升的趋势，主要源于沱牌品牌的剥离与复兴。综合，公司酒业整体毛利率从65.1%升至81.5%，盈利能力大幅提升；沱牌占比提升导致21年白酒毛利率小幅下滑0.6pct。同时，随着公司销售费用占比降低，公司毛销差稳步上行，2016年至2021年从42.4%提升至60.2%。

图 35：公司分产品毛利率趋势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 36：公司整体毛销差趋势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

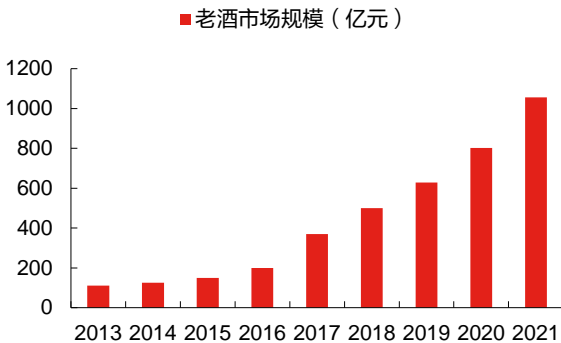
3.2 老酒战略构筑品质壁垒，充足老酒储备强化优势

● 国内老酒市场规模持续扩张

根据中国酒业协会发布的《中国老酒市场指数》，2021年国内老酒市场达到约1056亿元，近年来持续增长。随着消费者对于老酒认知逐渐清晰，消费群体持续扩容。目前国内销售额前100的酒企中，近80%已经推出年份酒，老酒市场成为酒企竞争的关键领域之一。

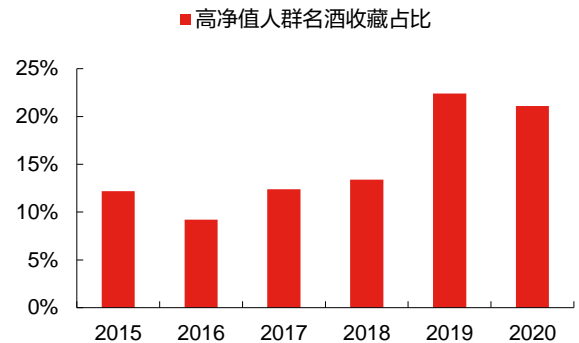
老酒兼具消费、收藏和投资价值。1) 消费角度，“酒是陈的香”已经逐渐成为酒类消费者的共识。2) 收藏角度，优质的老酒也被称为“能喝的古董”。根据胡润至尚优品《中国千万富豪品牌倾向报告》，高净值人群名酒收藏趋势逐渐上升，2020年有21.1%的高净值人群倾向于收藏名酒。3) 投资角度，优质老酒价格逐年上升。再以53度飞天茅台为例，2020年生产的终端售价约为3188元/瓶，而2000年生产的终端售价约为10199元/瓶，基本保持年份每增加一年，售价提升100-200元/瓶的趋势。

图 37：国内老酒市场规模趋势



数据来源：《中国老酒市场指数》、2020 中国老酒白皮书、东方证券研究所

图 38：高净值人群名酒收藏占比趋势

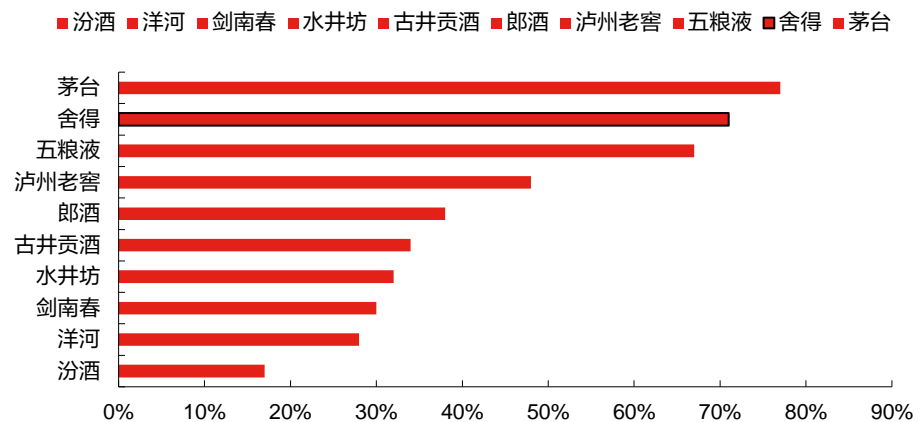


数据来源：《中国千万富豪品牌倾向报告》、东方证券研究所

● 公司积极实施老酒战略

舍得确立“中国老酒第一品牌”的目标，其高品牌辨识度有利于公司老酒文化传播。舍得酒业诞生于 1940 年，至今已有 80 余年历史；公司拥有 10000 余口窖池，其中包括部分明清时期窖池和大量窖龄 30 年以上的窖池，悠久历史和窖池储备加深消费者对公司老酒概念的认知。根据 2020 中国老酒白皮书，消费者对老酒品牌的认知度中，舍得排名第 2。

图 39：2020 年受访老酒消费者对于白酒品牌的老酒认知度 TOP10



数据来源：2020 中国老酒白皮书、东方证券研究所

2019 年，公司开始实施老酒战略，打出“舍得酒，每一瓶都是老酒”的品牌标语，围绕经典老酒、藏品老酒和艺术老酒三大品类布局。2020 年公司全面落实老酒战略，升级换代品味舍得，并推出藏品舍得系列，在品味、智慧舍得原酒坛储 6 年、8 年的基础上升级至原酒坛储 8 年、10 年。

“双年份”+“动态酒龄”实现真实年份追溯，加深消费者信赖度。在公司对品味舍得升级换代的同时，推出了双年份标识，即将装瓶时间和原酒坛储年限的一同印在瓶身包装上。随后，公司又对“双年份”标识做数字化升级，推出“动态酒龄”的全新概念，为每瓶老酒打造一张数字身份证。消费者可以通过扫码的方式查看这瓶酒从酿造坛储到开瓶饮用所经历的时间，强化老酒的时间价值。

图 40：“舍得酒，每一瓶都是老酒”品牌标语



数据来源：公司官网、东方证券研究所

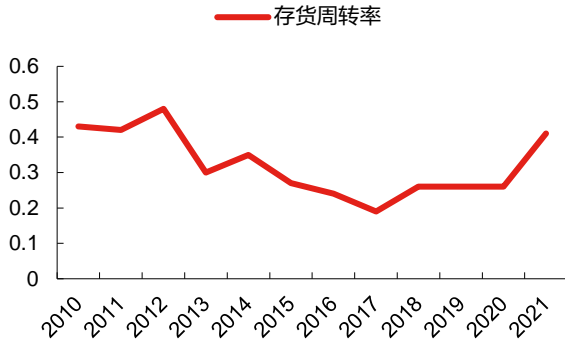
图 41：舍得“双年份”标识



数据来源：公司官网、东方证券研究所

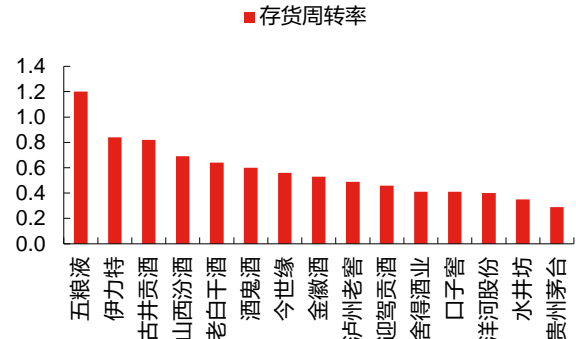
舍得拥有 12 万余吨优质基酒储备，实现老酒充足供给。从 1976 年开始，公司将每批次最优质的基酒预留一定比例用于战略储藏，因此大量的优质陈年基酒逐步沉淀下来。再加上公司过去一段时间销售规模不大，整体产量大于销量，公司存货周转率在过去十年间处于较低水平，2021 年对比主要上市酒企也较低。目前，公司累积下 12 万余吨优质陈年老酒，作为未来发力老酒战略的重要战略支撑。同时公司也坚持生产计划与中长期销售计划动态平衡的原则，不断补充优质基酒库存，持续保证中长期老酒供应。

图 42：2010-2021 年公司存货周转率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 43：主要上市酒企 2021 年存货周转率



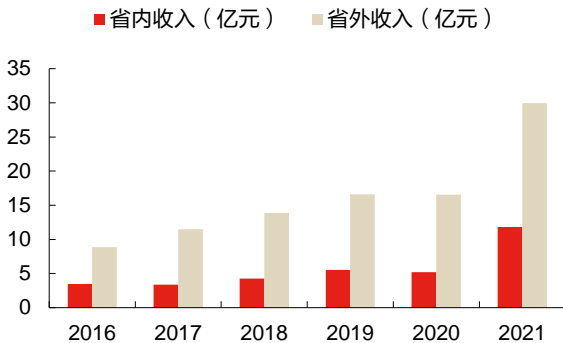
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.3 调动渠道积极性，厂商共建开拓市场

● 核心、潜力市场双重发力，加快全国化布局

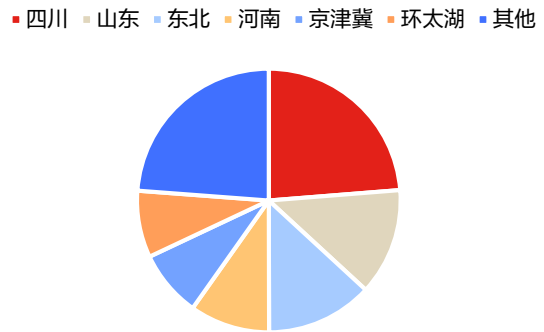
公司拥有四川、山东、东北、河南、京津冀、环太湖六大核心市场。2021 年，基地市场四川贡献营业收入约 12 亿元，其中成都、遂宁为核心市场。省外市场中，2021 年销售口径下，山东、东北收入分别达到约 8 亿，河南约 6 亿元，京津冀约 5 亿；公司近年来对华东、华南弱势区域加大资源倾斜力度，同时借助复星渠道资源，目前已在环太湖建立样板市场，2021 年销售口径收入约为 5 亿元。2022 年初，公司开启重庆会战，在当地市场取得佳绩，成为公司发起特大城市总攻的标志性起点。今年 5 月份以来，公司以推介会的形式走进深圳、西安、杭州、太原、南宁、青岛等重点城市，强化全国化布局。

图 44：公司省外收入趋势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 45：2021 年公司分地区收入占比测算

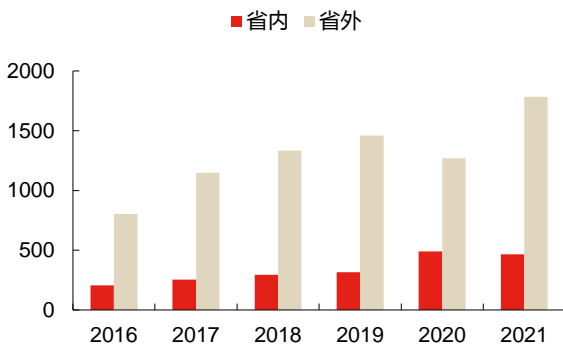


数据来源：草根调研、东方证券研究所

● 大商制助力沱牌回归，扁平化加速渠道下沉

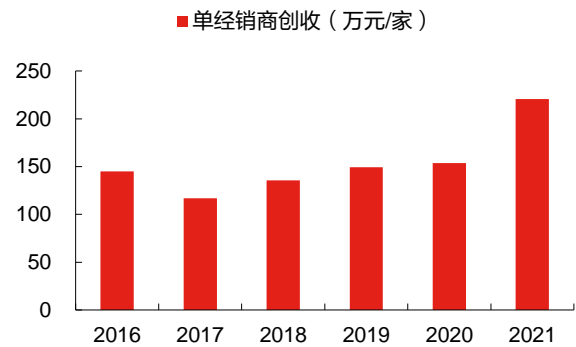
公司主要通过大商制加速沱牌回归，并开发空白市场。一方面，公司召集沱牌过去的优质大商回归，大商携带丰富的团购和流通资源，助力沱牌业绩快速回升；2018-2021 年，沱牌收入从约 1.2 亿元快速增长至约 9 亿元。另一方面，在空白市场，公司优先采用“1+N”模式，即 1 个大平台商+N 个分销商；公司提升经销商准入门槛，通过深入拜访来筛选优质大商，助力快速打开市场。2016-2021 年，公司省外经销商数量从 803 家快速增长至 1785 家；公司单经销商创收自 2017 年起呈明显上升趋势，2021 年达到 221 万元/家。

图 46：公司省内外经销商数量



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 47：公司单经销商创收



数据来源：公司公告、东方证券研究所

核心市场布局扁平化渠道，加速下沉县乡级市场。天洋时期，渠道以扁平化招商为主，但经销商数量快速增长导致管理不当等问题。复星入主后，针对渠道实施一系列措施以加强管控、调动渠道积极性。公司搭建了经销商服务的信息管理平台，加强渠道管理，防止区域窜货，稳定产品终端价格。此外，公司对经销商实施嵌入式管理，推行“厂商 1+1”一体化运作，即根据经销商方人数派遣公司对销售人员人数，加强对渠道终端的掌控。

公司采取一系列措施调动渠道积极性，逐渐实现厂商共建的渠道模式。1) 公司采取“一地一策”战略，为客户提供定制化和产品贴牌服务，提升经销商利润空间，定制产品毛利率较高。2) 公司老酒采用顺价销售模式，品味舍得渠道利润高于 10%，渠道利润相对其他次高端酒企的主要产品更丰厚。

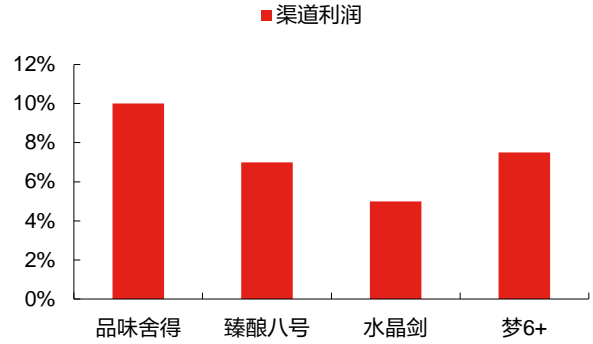
对比同业，公司渠道压货较少，终端自然动销。20Q4 起，公司取消进货奖励，降低经销商单次打款要求，减少渠道压货，降低渠道库存水平，提升经销商资金周转率。公司在全国设置六大中转仓，加快产品周转的同时，通过数字化手段实时监测经销商库存水平，确保渠道健康发展。

图 48：公司提供定制化产品服务



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 49：次高端酒企主要产品渠道利润对比



数据来源：草根调研、东方证券研究所

3.4 经典新潮两相宜，舍得营销两手抓

公司营销重点以老酒战略为核心，培育老酒市场消费氛围，宣传舍得老酒文化。2021 年，公司与国际风味评鉴所合作录制《世界烈酒图鉴》，探索中国老酒魅力；公司推出温情时光短片《舍得相聚，老酒情长》，强化公司老酒文化。

表 7：2017 年至今公司营销事件一览

年份	营销事件
2017	打造《舍得智慧讲堂》，以“名人+名言+名酒”组成自有 IP 标签
2018	舍得出品的《大国芬芳》大型传奇诗乐舞剧上演，着力凸显中国酒文化的典雅之美、豪迈之美、柔情之美
2018	为《大江大河》、《大江大河 2》、《小舍得》、《美好的日子》、《人世间》打造专属时代影视植入，实现全方位，多角度，立体声式品牌营销
2019	“老酒玩出新花 YOUNG”，舍得酒业举办玩酒节，成都、北京、遂宁三地联动，以符合年轻人群的多元组合形式去展示舍得老酒文化
2019	在 UCCA 毕加索大展期间，开启舍得博物馆之夜，举行“舍得 X 毕加索——一位天才的诞生”美术馆之夜”体验活动
2020	在国际风味评鉴所年度评鉴中斩获大奖三星顶级美味奖章，成就中国白酒大满贯
2020	携手《神雕侠侣 2》和北京京剧院，打造国粹新风潮
2020	发布《为热爱而活，我就舍得》系列短视频，邀请年轻一代展示自我，串联出年轻一代的现在与未来
2021	与国际风味评鉴所合作录制《世界烈酒图鉴》，纪录片以全球视角出发，探索中国老酒魅力
2021	与网络热门 IP 诛仙联合推出舍得 x 诛仙 3 联名礼盒，展现出传统历史文化的别样魅力，碰撞年轻文化
2021	发布纪录短片《以舍得，敬舍得》，奏响时代主旋律，致敬时代楷模
2021	携手时光品鉴官刘奕君，推出《舍得相聚，老酒情长》温情时光短片，在微博抖音等平台发起互动，输出老酒战略核心理念
2021	与凤凰卫视、凤凰网联合打造高端时代先锋人物深度对话节目《舍得智慧人物》

资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

另一方面，公司通过艺术联名和跨界 IP 的方式强化年轻消费者培育。在艺术联名领域，公司打造艺术舍得系列产品，推出毕加索、米兰时装等一系列联名艺术产品，同时部分产品还推出 100ml 小酒装，强化艺术舍得本身的收藏价值和赠饮场景。在跨界 IP 领域，公司着力打造《舍得智慧人物》品牌 IP，将中国舍得智慧与人物精神结合。同时公司通过《小舍得》、《美好的日子》等影视作品植入，宣传品牌价值，用文化手段强化消费者终端培育。

图 50：艺术·舍得系列毕加索联名产品



数据来源：公司官网、东方证券研究所

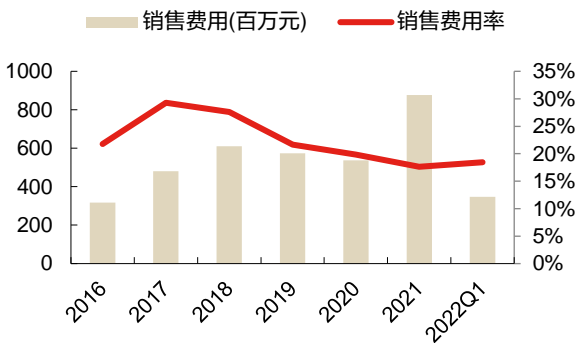
图 51：舍得自有品牌 IP《舍得智慧人物》



数据来源：公司官网、东方证券研究所

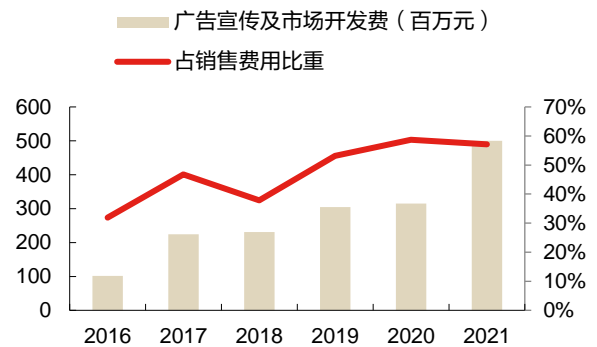
2021 年，公司销售费用达到 8.76 亿元，同比增长 63.2%，主要因公司销售人员薪酬及营销推广活动增加所致。2016 年以来，公司广告宣传及市场开发费用呈明显上升趋势，2021 年达到 5.00 亿元，占销售费用比重达到 57.1%。广告费用投入加大有助于公司提升品牌影响力。

图 52：公司销售费用及销售费用率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 53：公司广告宣传及市场开发费用情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

四、盈利预测与投资建议

我们维持前次预测，预测公司 22-24 年每股收益分别为 5.63、7.54 和 9.47 元，结合可比公司，给予 22 年 36 倍 PE，对应目标价 202.68 元，维持买入评级。

表 8：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
洋河股份	002304	173.01	6.38	7.76	9.29	27.10	22.28	18.62
古井贡酒	000596	230.16	5.60	7.06	8.65	41.10	32.61	26.61
水井坊	600779	81.60	2.89	3.66	4.45	28.21	22.31	18.35
酒鬼酒	000799	161.39	4.24	5.78	7.52	38.10	27.93	21.47
山西汾酒	600809	288.42	6.42	8.56	10.95	44.92	33.69	26.34
调整后平均						36	28	22

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2022 年 7 月 14 日收盘价）

五、风险提示

- **消费升级不及预期风险。**公司的收入增长来源主要是定位次高端的舍得系列酒，若消费升级低于预期，次高端白酒市场增速放缓，将对公司收入和产品结构升级带来不利影响。
- **市场竞争加剧风险。**目前次高端及川酒市场竞争仍较为强烈，酒企销售费用较高，若公司增加费用支出，加大广告投放和促销力度，盈利水平将承受压力。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司的动销及业绩造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,348	1,973	2,887	5,080	7,961	营业收入	2,704	4,969	6,936	8,980	10,944
应收票据、账款及款项融资	475	346	483	626	763	营业成本	653	1,102	1,414	1,722	2,003
预付账款	42	23	32	41	50	营业税金及附加	385	731	976	1,263	1,540
存货	2,554	2,794	3,535	4,133	4,606	营业费用	537	876	1,203	1,558	1,899
其他	513	1,455	1,723	1,777	1,746	管理费用及研发费用	360	636	884	1,147	1,397
流动资产合计	4,932	6,590	8,660	11,657	15,126	财务费用	7	(20)	(49)	(80)	(130)
长期股权投资	114	14	14	14	14	资产、信用减值损失	7	3	10	8	8
固定资产	822	858	969	1,052	1,138	公允价值变动收益	(0)	15	15	8	8
在建工程	47	98	149	164	172	投资净收益	2	4	3	4	3
无形资产	275	304	304	304	304	其他	12	14	10	10	10
其他	264	229	191	172	171	营业利润	768	1,674	2,526	3,382	4,249
非流动资产合计	1,522	1,503	1,628	1,706	1,799	营业外收入	47	19	5	5	5
资产总计	6,454	8,093	10,287	13,363	16,925	营业外支出	14	8	1	1	1
短期借款	446	0	0	0	0	利润总额	801	1,685	2,530	3,386	4,253
应付票据及应付账款	404	552	708	863	1,003	所得税	194	414	622	832	1,045
其他	1,778	2,456	2,524	2,893	3,106	净利润	607	1,271	1,908	2,554	3,208
流动负债合计	2,628	3,008	3,233	3,756	4,109	少数股东损益	26	25	38	50	63
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	581	1,246	1,871	2,504	3,145
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.75	3.75	5.63	7.54	9.47
其他	45	88	91	90	91						
非流动负债合计	45	88	91	90	91	主要财务比率					
负债合计	2,673	3,097	3,324	3,846	4,200		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	201	202	240	290	354	成长能力					
实收资本(或股本)	336	332	332	332	332	营业收入	2.0%	83.8%	39.6%	29.5%	21.9%
资本公积	622	672	736	736	736	营业利润	7.9%	117.9%	50.9%	33.9%	25.6%
留存收益	2,622	3,784	5,655	8,159	11,303	归属于母公司净利润	14.4%	114.3%	50.2%	33.8%	25.6%
其他	0	6	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,781	4,997	6,963	9,517	12,725	毛利率	75.9%	77.8%	79.6%	80.8%	81.7%
负债和股东权益总计	6,454	8,093	10,287	13,363	16,925	净利率	21.5%	25.1%	27.0%	27.9%	28.7%
						ROE	17.6%	29.7%	32.5%	31.4%	29.1%
						ROIC	14.2%	27.1%	31.2%	30.2%	27.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	607	1,271	1,908	2,554	3,208	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	86	102	108	104	86	流动比率	1.88	2.19	2.68	3.10	3.68
财务费用	7	(20)	(49)	(80)	(130)	速动比率	0.90	1.26	1.59	2.00	2.56
投资损失	(2)	(4)	(3)	(4)	(3)	营运能力					
营运资金变动	(191)	1,217	(931)	(281)	(235)	应收账款周转率	16.6	29.5	38.3	37.1	36.1
其它	490	(337)	(51)	(11)	(6)	存货周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
经营活动现金流	997	2,229	983	2,282	2,920	总资产周转率	0.4	0.7	0.8	0.8	0.7
资本支出	(229)	(135)	(200)	(180)	(180)	每股指标(元)					
长期投资	7	177	0	0	0	每股收益	1.75	3.75	5.63	7.54	9.47
其他	(446)	(1,087)	18	11	11	每股经营现金流	2.97	6.71	2.96	6.87	8.79
投资活动现金流	(668)	(1,045)	(182)	(169)	(169)	每股净资产	10.78	14.44	20.25	27.79	37.26
债权融资	1	(0)	0	(0)	0	估值比率					
股权融资	28	46	65	0	0	市盈率	106.1	49.5	33.0	24.6	19.6
其他	(512)	(577)	49	80	130	市净率	17.2	12.9	9.2	6.7	5.0
筹资活动现金流	(484)	(532)	113	80	130	EV/EBITDA	67.6	33.2	22.5	17.1	13.9
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	75.1	35.2	23.5	17.6	14.1
现金净增加额	(155)	651	914	2,193	2,881						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券资产管理、私募业务合计持有舍得酒业(600702)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn