

ST 舍得(600702)

报告日期: 2020 年 12 月 31 日

品质之上是老酒，浓香老酒属舍得

——ST 舍得深度报告

分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
联系人: 杨骥、张潇倩
qiuguanhua@stocke.com.cn;

报告导读

舍得酒业文化底蕴深厚，为“川酒六朵金花”之一。近年来公司通过聚焦双品牌战略叠加较强渠道力实现业绩稳步提升，复星入主或助力公司业绩进入上升通道，同时次高端大单品品味及智慧舍得表现或超预期、老酒战略落地或超预期为公司未来看点。

投资要点

□ 几轮沉沉浮浮，川酒金花再绽放

被称为“川酒六朵金花”之一的舍得酒业位于四川省遂宁市射洪县，经几轮沉浮，舍得焕发新机：1) 93-00 年：沱牌上市，通过专注中低端产品实现放量；2) 01-09 年：新推“舍得”进军高端市场，但遭滑铁卢；3) 10-12 年：明确双品牌战略，营销转型成就黄金三年；4) 12-15 年：行业深度调整期间业绩大幅下挫；5) 16-19 年：天洋入主带来新活力，老酒战略面世；6) 20 年：不惧疫情，业绩实现逐季环比提升。

□ 坚持双品牌战略，渠道制度扁平

产品方面：舍得驱动业绩增长，老酒增厚利润。公司聚焦打造品味舍得、智慧舍得、沱牌天特优战略单品，其中品味及智慧舍得两大次高端酒单品驱动业绩增长（收入占比达 75%），而超高端品牌则实现对品牌力的拉升。在消费升级趋势延续背景下，公司产品结构升级显著，16-19 年舍得中高端酒收入及吨价 CAGR 分别为 42.3%、29.6%，同时 19 年公司毛利率较 16 年提升了 12 个百分点至 76.2%，老酒战略的提出将进一步增厚利润。

渠道方面：采用厂商“1+1”扁平化模式，导入阿米巴模式。公司坚持深度分销模式，采取厂商“1+1”扁平化市场模式以提升反应效率，同时人员聘任方案的调整、核心联盟的建立、双月审核制的设立、阿米巴模式的推行均有效提升人均创收能力、激发渠道活力。疫情期间，公司通过“六要三化”方针、控量保价、加强市场管理等方式以稳价提价。

市场方面：聚焦重点市场，亿元市场逐步呈现。公司收入结构以省外为主（19 年公司省外营收占比为 72.5%），16-19 年省外经销商数量 CAGR 达 22%，在市场聚焦战略下，公司通过实施“一地一策”、“千团大战”等计划打造了多个亿级以上强势市场。目前公司在川冀鲁豫、东北西北等强势区域发展势头良好，在华东、华南等弱势市场积极开拓。

□ 未来看点

股权激励激发活力，期待后续新力量注入。19 年初推出的股权激励制度利于激发员工积极性，同时复星入主有望助力舍得走上业绩上升通道。

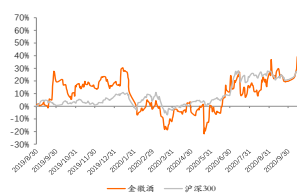
看点一：次高端持续扩容，舍得系列表现或超预期。行业因素：次高端酒处于快速扩容期，价格带动态上移，竞争激烈，预计未来将继续高速发展；内部因素：卡位次高端放量价格带上的品味舍得、智慧舍得有望乘次高端酒扩容之风，业绩实现超预期表现。

看点二：差异化老酒战略或将助力实现超预期弯道超车。陈年名酒具备高品质、稀缺性的特征，其收藏和品鉴价值逐步得到消费者认可，预计 2021 年老酒的市场规模将达到千亿。舍得将凭借其拥有的四大竞争力——优秀的品牌力+12 万吨稀缺坛储老酒（不可复制的稀缺资源）+不断加强的创新性营销力（自创 IP 叠加数字化赋能）+高渠道利润（可达 70%）来落地化老酒战略，经测算，舍得全系列 2022 年市占率略提至 2.5%，产品规模将突破 30 亿元，或将实现超预期弯道超车。

评级 买入

上次评级 首次评级
当前价格 89.94

单季度业绩	元/股
4Q/2019	0.61
1Q/2020	0.08
2Q/2020	0.41
3Q/2020	0.44



公司简介

公司主营白酒产品，主导产品“沱牌曲酒”是中国名酒和四川白酒酿造业的“六朵金花”之一。公司具备年产沱牌系列酒 20 万吨的生产能力，是中国最大的优质白酒制造企业之一。

相关报告

报告撰写人: 马莉
联系人: 杨骥、张潇倩

□ 盈利预测及估值

虽然白酒行业目前整体呈挤压式增长，但舍得将通过走差异化路线以抢夺高价位酒市场份额，我们看好舍得的老酒战略的落地及治理结构变化带来的新机遇。考虑到今年业绩基数较低，明年公司业绩将实现恢复性高增，同时老酒的加速落地将推动产品结构上移，进而增厚利润，预计 2020-2022 年收入增速分别为 1.3%、22.2%、18.5%；归母净利润增速分别为 3.4%、26.0%、24.2%；EPS 分别为 1.6、2.0、2.5 元/股；PE 分别为 55、44、35 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂：**消费升级持续、老酒战略加速落地、管理层或有改善；

□ **风险提示：**国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2650.1	2683.4	3279.4	3884.6
(+/-)	19.8%	1.3%	22.2%	18.5%
净利润	529.0	547.1	689.1	855.6
(+/-)	54.8%	3.4%	26.0%	24.2%
每股收益 (元)	1.6	1.6	2.0	2.5
P/E	56.8	54.9	43.6	35.1

正文目录

1. 川酒金花再绽放，首推老酒战略尽享新机	6
1.1. 回望过去：几轮沉沉浮浮，幽雅弥香飘扬	6
1.2. 股权结构：股东易主复星，期待新力量注入	8
1.3. 员工激励：推新股权激励制度，调整人员聘用方案	9
1.4. 产品结构：产品矩阵清晰，双品牌共同发力	10
1.4.1. 聚焦白酒主业，结构升级推动盈利能力提升	10
1.4.2. 差异化定位老酒战略，积极布局年轻市场	12
1.5. 渠道模式：采用厂商“1+1”扁平化模式，导入阿米巴模式	14
1.6. 市场打造：聚焦重点市场，亿元市场逐步呈现	15
2. 次高端持续扩容，舍得系列表现或超预期	17
2.1. 行业情况：处于快速扩容阶段，仍有较大增长空间	17
2.1.1. 行业规模：次高端酒规模约 700 亿元，扩容速度或超预期	17
2.1.2. 行业格局：处于战国时代竞争激烈，集中度有望进一步提高	19
2.2. 行业趋势：价格带动态上移，布局高价位带以实现“占位”	20
3. 乘老酒之风，差异化助舍得超预期弯道超车	22
3.1. 老酒热：酒是陈的香，老酒市场或将突破千亿规模	22
3.2. 品牌品质：两千年铸就深厚底蕴，主打生态酿造	24
3.3. 稀缺老酒：12 万吨坛储老酒，难以复制的核心资产	26
3.4. 渠道利润：价差可达 70%，高利润增强渠道推力	27
3.5. 创新营销：自创四大文化 IP，全渠道数字化营销	28
3.5.1. 自创四大文化 IP，深度联结消费者	28
3.5.2. 差异化发力全渠道数字化营销，效率得到显著提升	29
4. 盈利预测及估值分析	30
4.1. 盈利预测	30
4.2. 估值分析	31
5. 风险提示：	31

图目录

图 1: 2012-2015 年公司毛利率及净利率情况	7
图 2: 2012-2015 年公司销售费用率及管理费用率情况	7
图 3: 舍得酒业发展历程情况一览	8
图 4: 2019 年公司销售人员数量占总员工数量比例较高	10
图 5: 2019 年销售人员数量锐减	10
图 6: 2019 年单位销售人员创收能力提升显著	10
图 7: 2019 年公司销售费用有所下降	10
图 8: 2016-2019 年各档次酒企吨价变动情况 (万元/吨)	11
图 9: 2016-2019 年各系列酒销量变动情况 (千升)	11
图 10: 2012-2020H1 年分产品营收 (单位: 亿元)	12
图 11: 2020H1 品味舍得、智慧舍得占比分别达约 50%、25%	12
图 12: “双品牌”战略自 2010 年提出之后不断实现深化, 2017 年公司进一步聚焦白酒主业	12
图 13: 第四代品味舍得上市, 重塑年份酒市场	13
图 14: 产品结构变迁情况一览	13
图 15: 公司采用扁平化的厂商 1+1 模式	14
图 16: 公司加强对费用投放的管理	14
图 17: 公司渠道模式变迁情况	14
图 18: 公司在疫情爆发后提出“六要三化”方针	15
图 19: 2018 年舍得和沱牌旗下共设 12 个精细化区域中心	15
图 20: 公司以省外销售为主	16
图 21: 公司各区域销售情况 (亿元)	16
图 22: 省外经销商数量迅猛增长 (单位: 家)	16
图 23: 2017 年后以地方性广告为主	16
图 24: 舍得 2020 年度开展全国化老酒大招商战略	17
图 25: 白酒价格带分部情况	17
图 26: 规模以上酒企发展情况	17
图 27: 次高端各产品市占率一览	19
图 28: 老酒分为陈年白酒和年份酒两大类	23
图 29: 老酒市场规模迅猛增长	23
图 30: 老酒购买人数迅猛增长	23
图 31: 老酒价格指数 5 年增长 4 倍	23
图 32: 不同年份出厂的飞天茅台的价格情况	23
图 33: 受访高净值人群对老酒的喜欢程度	24
图 34: 受访高净值人群购买老酒的意愿	24
图 35: 2019 年舍得存货周转率行业内最低	26
图 36: 2019 年酒企半成品酒 (含基础酒) 库存量 (千升)	26
图 37: 老酒消费者对老酒年份的界定情况 (瓶储)	26
图 38: 老酒消费者对老酒年份的界定情况 (坛储)	26
图 39: 消费者最关注包装上是否有主体基酒年份说明	27
图 40: 老酒渠道利润率高	27
图 41: 各渠道销售额占比情况	29

图 42: 各渠道销售量占比情况	29
图 43: 次高端二线名酒估值情况	31
图 44: ST 舍得与水井坊估值差	31
图 45: 可比上市公司盈利预测及估值表	31
表 1: 2010-2012 年公司实现营销改革, 确立双品牌战略	7
表 2: 舍得酒业股权激励计划	9
表 3: 公司产品结构一览	11
表 4: 2016-2020 年单季度收入同比增速情况一览	18
表 5: 2020Q1-3 次高端酒主要单品均表现优异, 部分实现高速增长	19
表 6: 主要次高端大单品情况一览	20
表 7: 次高端产品的市场布局	20
表 8: 次高端产品在高端价格带的布局情况	21
表 9: 2020 年次高端产品提价情况	22
表 10: 2022 年舍得全系列产品规模或超 30 亿元	24
表 11: 公司技术及所获奖项一览	25
表 12: 公司具备技术研发优势和人才优势	25
表 13: 数字化建设实现精准定位	29
表 14: 舍得白酒板块业务拆分表	30
表附录: 三大报表预测值	32

1. 川酒金花再绽放，首推老酒战略尽享新机

被称为“川酒六朵金花”之一的舍得酒业位于素有“观音故里,诗酒之乡”美称的四川省遂宁市射洪县沱牌镇,公司主营业务包括白酒及医药,占比较大的白酒业务主要涉及生产、销售沱牌系列酒和舍得系列酒,公司早在 1988 年沱牌曲酒就获得了“中国名酒”称号,其传承的“沱牌曲酒传统酿制技艺”是国家级非物质文化遗产,老窖车间“泰安作坊”已被列入中国食品文化遗产。公司现依托 12 万吨老酒,在坚持舍得+沱牌为双品牌战略的基础上,确立“老酒、国际化、年轻化”发展战略以进一步实现品牌赋能。

1.1. 回望过去：几轮沉沉浮浮，幽雅弥香飘扬

1993-2000 年：沱牌上市，通过专注中低端产品实现放量。在固定资产投资高增、白酒行业进行市场化改革的背景下，白酒行业在 90 年代初呈现出一片繁荣景象，白酒行业产量从 90 年的 470 万吨大幅扩张至 97 年的 709 万吨。在这一时期，公司凭借定位中低端的“沱牌”产品实现规模的迅速扩张，并 1996 年实现上市（更名为“沱牌曲酒”），1996-1997 年分别实现营收 8.0 亿元和 8.5 亿元，业绩全行业位列第四，1998-2000 年受行业进入调整期影响，公司收入出现显著下滑。

2001-2009 年：新推“舍得”进军高端市场，但遭遇滑铁卢。但 2001 年，公司推出“舍得”品牌产品，以一句“智慧人生，品味舍得”进军高端市场，并在 2001-09 年间陆续推出陶醉系列、吞之乎等中高端酒品牌。但由于刚推“舍得”时遇白酒消费税政策调整，同时前期定位低端的沱牌对高端酒运作缺乏一定经验，“舍得”刚推出之际表现欠佳，2001-2009 年营业收入始终在 8 亿元徘徊。

2010-2012 年：明确“舍得+沱牌”双品牌战略，营销转型成就黄金三年。舍得在 2010-2012 实现了高速增长原因除了行业景气度高外，主要来源于营销战略转型（将市场划分为 36 个销售区，明确重点市场客户布局，销售人员扩张至千人，在重点市场进行运作，市场逐步下沉）、产品体系梳理（确立“舍得、沱牌”双品牌战略，确立了酱香天子呼、吞之乎两大品牌线，浓香舍得、沱牌曲酒、陶醉三大品牌线的格局）。另外，公司通过加大营销费用投入以实现品牌力的提升。受益于营销改革及产品线明晰，公司中高档产品持续放量，2012 年收入已达 79.32%，同时毛利率及净利率分别较去年同期提升 60.33%、18.88%至 46.04%、7.44%，舍得迎来黄金三年，收入及净利润增速在行业内位居前列。

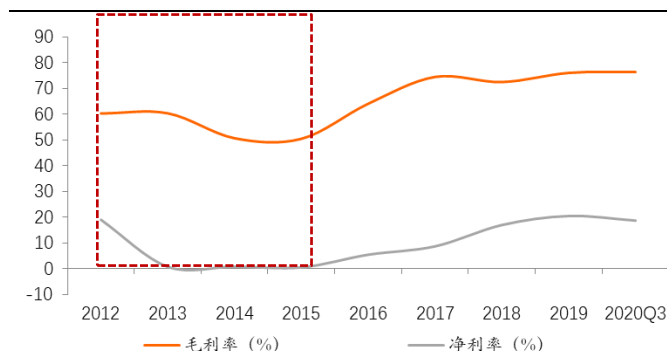
表 1：2010-2012 年公司实现营销改革，确立双品牌战略

	2010 年	2011 年	2012 年
总体情况	营销改革年/实施舍得、沱牌双品牌战略	顺利完成了“沱牌”和“舍得”两大品牌的整合，深入践行“卓越绩效”管理模式，深入推进营销战略转型	实施舍得、沱牌双品牌战略，深入践行“卓越绩效”管理模式，深入推进营销战略转型
渠道/营销	<p>1) 坚持消费重点引导；</p> <p>2) 加强了营销公司的管理协调职能，将原六大公司改为七个大区，并在市场部下设舍得、沱牌、陶醉三个事业部；</p> <p>3) 公司明确提出了以舍得酒、吞之乎、沱牌曲酒、陶醉酒、沱牌特曲等高中档产品布局全国重点市场和区域市场；</p> <p>4) 采取了分客户分品种全渠道运作市场的策略，推行深度分销模式，突出开发重点市场，大力整合经销商资源，提升品牌合力。</p>	<p>1) 坚持消费重点引导；</p> <p>2) 公司继续深入推进营销战略转型，营销公司下设市场部、销售部、品牌研发部等七个职能部门，设立督查部，对公司营销各项工作执行进行督查督办，参与营销政策、经营模式、管理制度的制订，开展调查研究以及各种考评、考核活动和合理化建议。同时，公司深入细分市场，将全国市场划分为 24 个销售区，明确了职能职责，实行定目标、定区域、定责任、定时间、定费用的“五定”考核机制，并将营销公司年初年度目标分解到各销售区、各战斗单元，并跟进策略和措施，落实责任；</p> <p>3) 继续推进销售网络建设，采取了分客户分品种全渠道运作市场的策略，推行深度分销模式，突出开发重点市场，大力整合经销商资源，提升品牌合力。加大市场开拓和客户发展力度，大力发展团购、分销客户，保证“稳定发展老客户”及“开拓新市场招商”的营销思路的进一步贯彻落实；</p> <p>4) 注重市场维护，梳理价格，规范市场运作，加强市场营销风险防范。</p>	<p>1) 2012 年公司在多省组织召开大型品鉴会，加强重点市场品牌推广；</p> <p>2) 集中资源，加大市场拓展力度。继续推进销售网络建设，采取了分客户分品种全渠道运作市场的策略，推行深度分销模式，将全国市场划分为 36 个销售区，明确重点市场客户布局，重点突出核心产品。按照“全方位开发舍得酒市场，继续巩固中端、低端酒市场”策略，实施企业、合作伙伴、品牌推广公司“三位一体”的市场运作模式，将市场开发逐步下沉。对重点市场进行重点运作，集中人力物力财力等优势资源，各个击破，以标杆市场带动周边市场销售，构建新的市场格局；</p> <p>3) 规范市场运作，加强市场管控，加强价格体系梳理，加强价格管理。</p>
产品	<p>1) 针对公司多年来形成的“品牌过多、过散，无集中和规模营销优势”的现状，对现有品牌进行了全面梳理，实施舍得、沱牌双品牌战略；</p> <p>2) 公司基本完成了四大主销品牌——舍得、沱牌曲酒、沱牌特曲、陶醉等核心产品的包装升级工作。在舍得品牌建设方面，公司突破了舍得酒单一产品的现状，将产品线进行适度延展，研发了舍得窖龄酒和舍得年份酒、水晶舍得、经典舍得、品味舍得（彩箱舍得）；</p> <p>3) 在沱牌品牌方面，以中国名酒沱牌曲酒“天曲”系列为中高端，带动整个沱牌系列的品牌升级。开发了百年沱牌、中华沱牌、沱牌头曲等系列新产品，基本实现了沱牌系列核心产品的升级换代工作。</p>	<p>强化公司产品品牌梳理，突出重点品牌。依据公司产品规划，经过最近几年的竞争优势逐步累积、连续梳理和规范，公司核心产品和重点产品的梳理开发工作已经完成，确立了酱香天子呼、吞之乎两大品牌线，浓香舍得、沱牌曲酒、陶醉三大品牌线的格局，使公司产品结构调整进入到一个全新的阶段。</p>	<p>继续实施舍得、沱牌双品牌战略，构建核心产品体系。2012 年公司继续对品牌进行梳理，确立了酱香天子呼、吞之乎两大品牌线，浓香舍得、沱牌曲酒、陶醉三大品牌线的格局，对产品体系不断进行优化，突出重点，推出和完善水晶舍得、沱牌天曲、百年沱牌、窖龄特曲等产品。</p>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

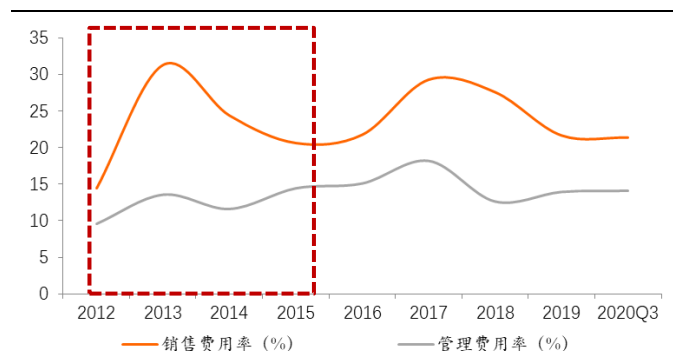
2012-2015 年：行业深度调整期间仍重视高端酒，使得其业绩大幅下挫。行业深度调整期间，医药业务虽然表现稳健，但由于公司较为重视的中高端酒量价双跌，虽然 2013 年公司加码中低端市场，做大腰部产品，但业绩仍面临较大压力：**收入断崖式下跌**：从 2012 年的 19.59 亿元下降至 2015 年的 11.56 亿元，其中中高端酒收入从 2012 年的 14.01 亿元下降至 2015 年的 7.24 亿元；**净利润迅速下滑**：从 2012 年的 3.7 亿元下降至 2015 年的 712.81 万元；**毛利率先升后降**：2013 年公司毛利率攀升至 60.41% 高位（因营业成本下降 27.75%），2014 年锐减至 51.33%（因中高端产品量价齐跌，其中品味舍得出厂价从 498 元下降至 398 元；低端酒产量增长使得白酒业务成本提升）；**净利率低位徘徊**：2013 年公司净利率暴跌至 0.83% 主因公司继续加大广告等费用投入，销售费用率从 14.45% 提升至 31.28%+ 收入下降，2014-2015 年毛利率下降使得净利率仍处于低位徘徊。

图 1：2012-2015 年公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2012-2015 年公司销售费用率及管理费用率情况

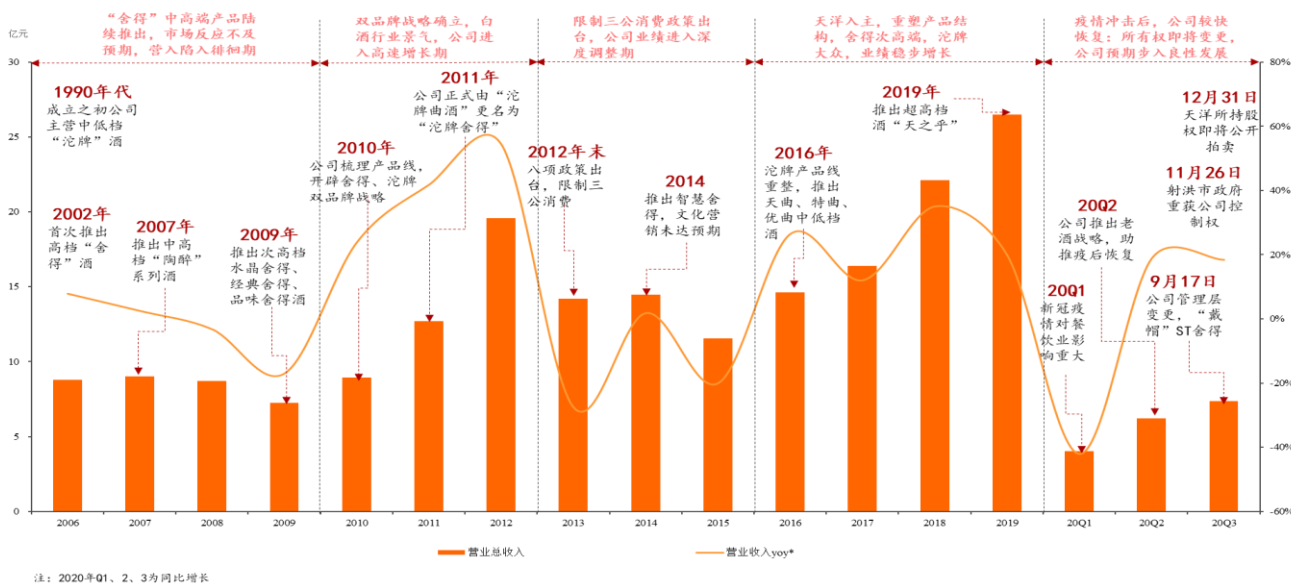


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2016-2019 年：天洋入主带来发展新活力，老酒战略面世。2015 年 11 月，射洪县人民政府与天洋集团签订《股权转让及增资扩股协议》，在战略重组完成后，天洋集团顺利入主舍得酒业，坚持“优化生产、颠覆营销”的战略，对产品、营销、管理等方面进行了改革，同时推出股权激励制度以提升活力。调整后“舍得”聚焦次高端、“沱牌”主打大众酒的市场定位逐渐清晰，业绩增长稳定，2019 年营业收入增长至 26.5 亿元，15-19 年 CAGR 为 23.05%。

2020 年：不惧疫情，业绩实现逐季环比提升。在疫情爆发背景下，公司出台“不催款，不压货、给授信、帮融资”等经销商帮扶政策以降低市场库存与占款，经销商信心逐步增强，虽然 2020Q1 公司盈利能力下降明显（主因低档酒营收因公司恢复沱牌业务叠加部分自饮场景恢复增长 68%，而中高档酒营收下滑 47%），随着消费逐步恢复，公司业绩实现逐季提升，20Q3 营收、净利润持续改善并实现两位数以上增长，其中舍得系列占比带来产品结构优化推升盈利能力。；另外，9 月底公司成立以张树平、蒲吉洲为首的新任管理层，公司在股东大会和经销商代表大会上承诺维护生产经营稳定、维持既定核心战略不变，老酒战略持续推进。2020 年 12 月 31 日复星集团以 45.3 亿元的价格，拍得了天洋控股所持有的 70% 舍得集团股权，我们期待后续复星对舍得赋能效应。

图 3：舍得酒业发展历程情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 股权结构：股东易主复星，期待新力量注入

实际控制人易主复星，期待新力量的注入。2020 年 12 月 31 日前，天洋集团持有沱牌舍得集团 70% 股权，间接持有公司 29.91% 股份，为公司的大股东；公司于 2020 年 11 月发布公告，天洋控股持有的公司控股股东沱牌舍得集团的 70% 股权对应的表决权和治理权等将由射洪市人民政府行使（主因天洋控股及其关联公司未按期全部清偿沱牌舍得集团或者子公司的借款本息、应付账款等，共计 4.75 亿元），公司控股股东沱牌舍得集团的股权结构并未改变；2020 年 12 月 16 日发布公告，蓬溪县人民法院委托遂宁市聚鑫拍卖有限公司于 2020 年 12 月 31 日对天洋集团持有的公司控股股东沱牌舍得集团 70% 的股权进行拍卖；2020 年 12 月 31 日复星集团以 45.3 亿元的价格，拍得了天洋控股所持

有的 70% 舍得集团股权, 舍得大股东易主, 我们认为复星将助推舍得走上快速发展之路。另外, 财务方面, 我们认为天洋占用舍得资金不对经营层面有显著影响, 12 万吨老酒仍为公司核心价值所在, 同时股东易主使得舍得年报不存在计提风险。

1.3. 员工激励：推新股权激励制度，调整人员聘用方案

推行股权激励制度，积极性有效提高。2019 年初，公司实施上市以来首次股权激励计划，向 362 名董事、高管、中层管理人员以及核心人员授予限制性股票，涉及的激励对象约占总员工数的 10%。该激励计划的解除限售考核年度为 2019~2022 年，以 2017 年为业绩基数，考核 2019 年至 2022 年的归母净利润增长率分别不低于 260%、350%、460% 和 600%。此举将进一步完善公司高级管理人员和核心员工绩效评价体系，明确公司长期战略目标，利于激发员工积极性及活力。

表 2：舍得酒业股权激励计划

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的比例		
1	刘力	董事长,董秘(代)	20		2.57%		
2	李强	总经理,副董事长	15		1.93%		
3	张树平	常务副总经理, 董事	15		1.93%		
4	郭建亚	副总经理,董事	8		1.03%		
5	蒲吉洲	副总经理,董事	7		0.90%		
6	吴健	董事	15		1.93%		
7	李富全	副总经理,财务负责人	10		1.29%		
8	曾家斌	副总经理	8		1.03%		
中层管理人员及核心骨干（354人）			680.1		87.41%		
合计（362人）			778.1		100.00%		
解除限售期		考核年度		考核要求 （剔除本限制性股票激励计划成本影响后的归属于母公司所有者的净利润增长率目标值）			
限制性股票第一个解除限售期		2019		比2017年增长260%			
限制性股票第二个解除限售期		2020		比2017年增长350%			
限制性股票第三个解除限售期		2021		比2017年增长460%			
限制性股票第四个解除限售期		2022		比2017年增长600%			
授予日	授予价格 （元/股）	限制性股票数量 （万股）	需摊销的总费用 （万元）	2018年 （万元）	2019年 （万元）	2020年 （万元）	2021年 （万元）
2018/12/24	10.51	778.1	11,064.58	102.17	4,661.54	3,517.38	1,756.23

资料来源：Wind，浙商证券研究所

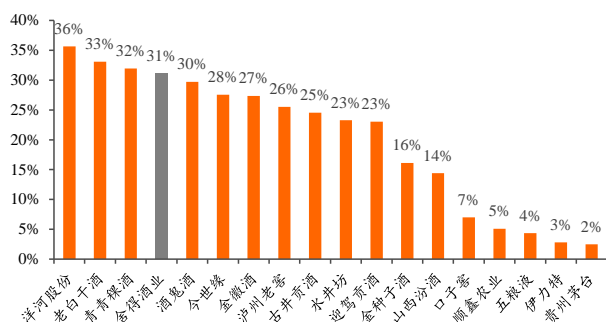
调整销售人员聘任方案，单位员工创收效率提升显著。天洋入驻后，销售体系员工聘任方案共经历三次变更：

1) 2016 年实施同工同酬：2016 年以前公司每年约外聘员工 1000 人左右，天洋入驻后将所有外聘员工纳入合同制，实施同工同酬，实际销售人员数量从 1500 左右精简至 818 人。

2) 2017 年大幅扩招销售人员：2017 年吴健上任后对公司进行营销体系改革，实施“优化生产，颠覆营销”的发展战略，销售人员数量同比增长 1809 人至 2627 人。

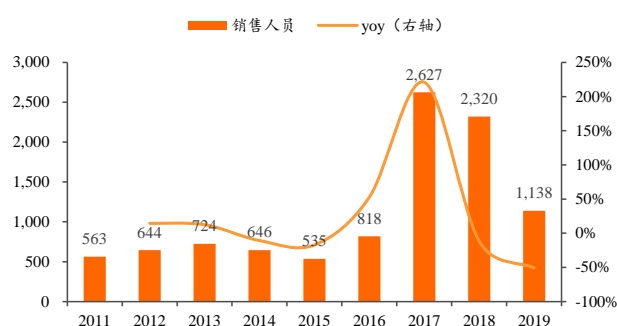
3) 2019 年将一半销售人员转为经销商聘任：为强化厂商 1+1 合作体系，公司 2019 年下半年开始调整团队策略，以前公司聘任的负责终端网络业务的人员转由经销商聘任，负责终端渠道的开发及维护，因此 2019 年销售人员数量大幅减少（但销售人员数量占比仍位于行业前列），一方面有利于提升经销商积极性，提升运营效率，降低营销成本，另一方面可以满足销售人员在工作所在地纳税、缴纳社保和公积金。2017-2019 年公司的单位销售人员创收能力提升显著，2019 年销售费用同比下降 5.9%。

图 4：2019 年公司销售人员数量占总员工数量比例较高



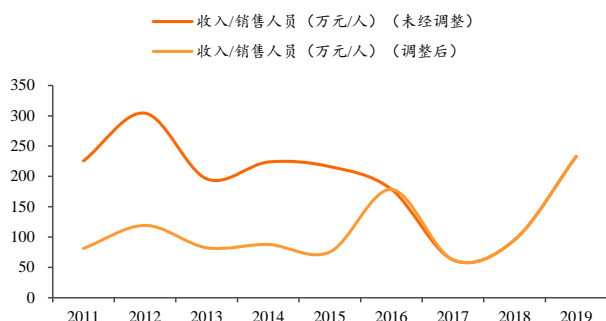
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2019 年销售人员数量锐减



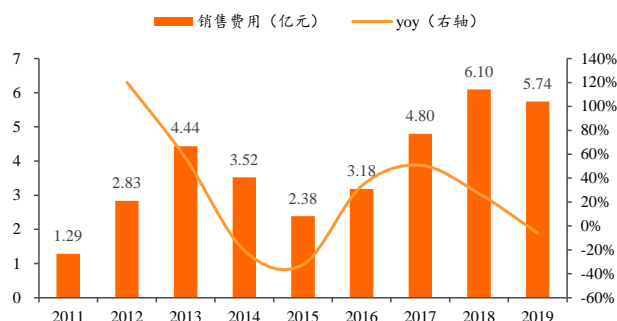
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2019 年单位销售人员创收能力提升显著



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：调整原因为 2016 年天洋入驻前公司每年外聘员工人数约 1000 人

图 7：2019 年公司销售费用有所下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4. 产品结构：产品矩阵清晰，双品牌共同发力

1.4.1. 聚焦白酒主业，结构升级推动盈利能力提升

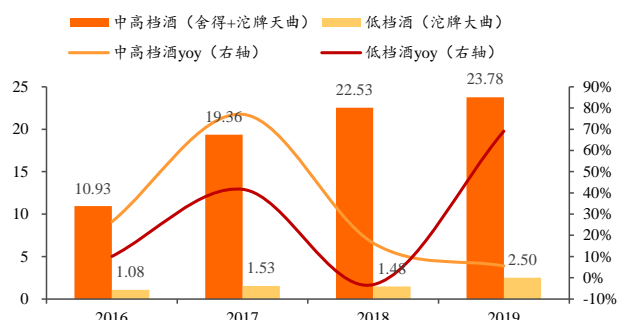
聚焦白酒主业，产品结构日渐清晰。业务结构方面，2019 年公司酒业、玻瓶、其他业务收入较 2010 年变动+14.06、+12.8、-20.34 个百分点至 86.33%、12.80%、0.87%，白酒业务收入占比提升显著主因 2017 年太平洋药业 100%股权被转让给沱牌舍得集团以进一步聚焦白酒主业。**白酒结构方面**，复盘历史，我们看到公司产品结构不断清晰：公司于 2010 年提出于双品牌（舍得+沱牌）战略；于 2013 年开发布局次高端价位带的智慧舍得等个性产品；2016 年天洋入主后，舍得对产品线进行了大幅缩减再梳理，系列酒在逐步实现淘汰的同时，公司开发了定位大众酒市场的沱牌曲酒系列，同时聚焦打造布局次高端酒价位的品味舍得、智慧舍得等战略单品；目前公司产品体系覆盖了从光瓶酒（沱牌特级 T68—68 元）至超高端（天子—3980 元）全价格带，目标将核心“舍得”打造为老酒品类第一品牌，将“沱牌”打造为最具性价比的大众名酒。**消费升级推动产品结构不断升级。**1) 2019 年中高端酒收入较 16 年增长了 3 倍至 22.02 亿元 (CAGR=42.3%)；2) 2019 年中高端酒收入占比已较 16 年提升 20.50 个百分点至 83.10%；3) 中高端酒及低端酒吨价从 2016 年的 10.92、1.08 万元/吨提升至 2019 年的 23.78、2.5 万元/吨 (CAGR 分别为 29.62%、32.23%)，价格增速显著高于销量增速。在产品结构稳步提升背景下，2019 年公司毛利率较 16 年提升了 12.04 个百分点至 76.20%。

表 3：公司产品结构一览

档次	系列	品名	定位	主要竞品	终端价	基酒年份
高端酒	超高端系列	天子呼 春之乎 舍不得	超高端20年原度老酒战略大单品 陈香型白酒，舍得酒业战略大单品 提高舍得品牌价值	飞天茅台 五粮液 国窖1573 知名品牌年份酒	3980元/瓶 1980元/瓶 尚未上市	20年 20年 -
次高端	舍得系列	智慧舍得（藏品）	藏品老酒系列	剑南春 梦之蓝 井台 青花汾	880元/瓶	10年
		品味舍得（藏品）	藏品老酒系列		658元/瓶	8年
		智慧舍得	公司两大单品之一		638元/瓶	8年
		水晶舍得	非流通产品，团购渠道专销，用于聚会、宴席、宴请		599-638元/瓶	-
		晶品舍得	中国高端浓香型白酒新标杆		578元	-
		品味舍得	公司两大单品之一		468-498元/瓶（第四代） 438-468元/瓶（第三代）	6年（第四代） 5年（第三代）
		艺术舍得	艺术老酒系列（毕加索系列、米兰时装周系列等）		398-598元/瓶	-
		舍之道	原舍得酒坊		218元/瓶	-
中高端	沱牌系列	陶醉906	沱牌旗下，主打四川、河南、江苏市场	海之蓝 泸州老窖特头曲 五粮醇 尖庄	498元/瓶	-
		陶醉606	沱牌旗下，主打四川、河南、江苏市场		338元/瓶	-
		沱牌曲酒（80年代）	老酒系列，复刻版		328元/瓶	6年
		沱牌曲酒（90年代）	老酒系列，复刻版		298元/瓶	5年
		沱牌天曲	布局大众白酒市场		238-268元/瓶	-
中低端	沱牌系列	沱牌特曲	布局大众白酒市场	江小白等	138-168元/瓶	-
		沱牌优曲	布局大众白酒市场		98-118元/瓶	-
		艺术沱牌	艺术老酒系列（大笑沱牌、神魔大陆联名）		88元/瓶	-
		沱小九	面向年轻人或有年轻心态消费者		16元/瓶（100ml）	-
		沱牌特级T68	定位大众酒光瓶酒市场		68元/瓶	-
		沱牌头曲（已停产）	定位低档酒，2016年停产	牛栏山二锅头 红星二锅头 玻汾	31元/瓶	-
		沱牌大曲（已停产）	定位低档酒，2016年停产		16.5元/瓶	-

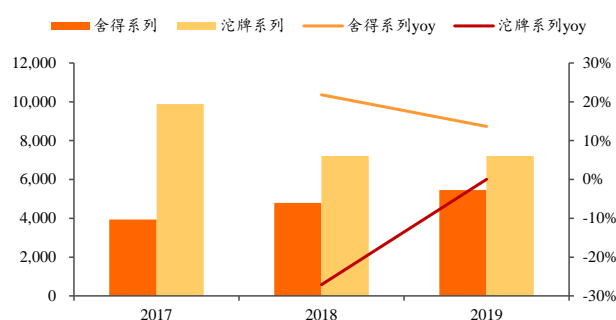
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：终端价指舍得产品终端价

图 8：2016-2019 年各档次酒企吨价变动情况（万元/吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

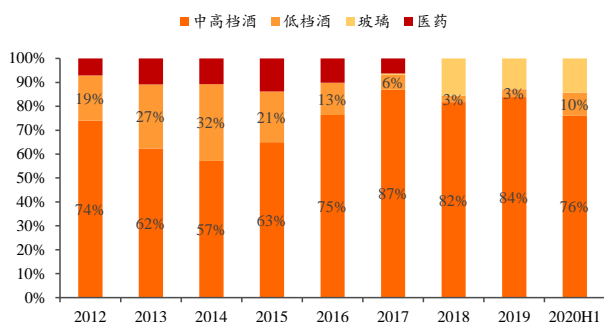
图 9：2016-2019 年各系列酒销量变动情况（千升）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

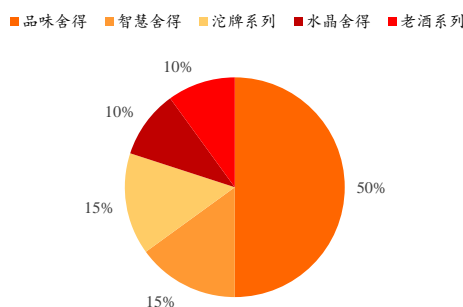
品味、智慧舍得两大次高端单品驱动业绩增长，超高端产品拉升品牌力。据渠道调研显示，在公司近年来聚焦打造品味舍得、智慧舍得、沱牌天特优等战略单品背景下，2020H1 品味舍得、智慧舍得收入占比分别已达约 50%、25%，成为白酒业务业绩主要驱动力，2020 年 12 月公司对品味舍得。而超高端品牌“天之乎”、“天子呼”、“舍不得”虽然收入占比极低，但作为形象展示产品，可有效拉升产品矩阵价格上限，从而推升品牌力，助力次高端酒在千元以下价位带实现放量。

图 10：2012-2020H1 年分产品营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：2020H1 品味舍得、智慧舍得占比分别达约 50%、25%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：“双品牌”战略自 2010 年提出之后不断实现深化，2017 年公司进一步聚焦白酒主业

- 1) 2016 年起大幅缩减产品线，逐步淘汰系列酒，推出层次分明的新品沱牌天、特、优，沱牌产品品种由 300-400 个缩减为 40-50 个，并且定制产品和合作产品逐步取消，于 2017 年基本取消。在大环境向好叠加产品线不断梳理背景下，公司营收和业绩于 2017 年开始恢复，2018 年营收业绩涨幅显著；
- 2) 2017 年 7 月上市公司将太平洋药业 100% 股权转让给沱牌舍得集团，进一步聚焦白酒主业；
- 3) 2018 年 7 月公司推出 300-500 元中高端价格带的两款新品陶醉 606 和 906，旨在依托“酒厂直营超低货价”模式主攻四川、河南、江苏三省



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4.2. 差异化定位老酒战略，积极布局年轻市场

初涉老酒战略定位，试水文创产品布局年轻消费者。舍得基于深刻认识到老酒的价值，认为老酒是白酒行业下一个风口后，舍得将老酒战略上升为公司战略（2019 年 10 月公司正式提出），并打出“舍得酒，每一瓶都是老酒”的广告语；2020 年 3 月正式推出在行业内首创“双年份”标注方式的第四代品味舍得，12 万吨坛储老酒（绝大部分为 6 年以上坛储老酒）为四代品味舍得（老酒）推出的底气，考虑到 2020 年占比较高的品味舍得在实现升级的同时价格进行了多次上调，明年将迎来提价红利期。另外，舍得通过推出国潮小酒毕加索系列、神魔大陆盲盒系列等白酒以布局年轻消费群体，今年新推出的“舍得神话人物套装-雷神火神”礼盒售出超 1 万套，创下了 2020 年全网白酒文创白酒新品销售第一名的好成绩。

图 13：第四代品味舍得上市，重塑年份酒市场



为什么说第四代品味舍得的推出是以更高站位加码年份酒市场？

1) 首创“双年份”标注：“双年份”是指“原酒坛储年份”和“灌装出厂年份”。推出“双年份”的用意，一方面在于老酒的陈香主要是在坛储过程中形成，并且坛储年份是一种国际化语言；另一方面，中国老酒圈很重视瓶储老酒，舍得将产品标注上灌装年份，是对市场的尊重。

2) 在第三代的基础上，第四代品味舍得进行了三大升级：品质升级。第四代品味舍得采用的原酒年份从5年以上升级为6年以上，而调味酒则选用15年以上的基酒；包装升级。第四代采用更具质感的包装材质，首次在外包装上印制了基酒储备年份和装瓶年份；防伪升级。第四代酒盖、酒盒、酒箱三码多重关联，可实现全过程追溯，实现真老酒的保障。

资料来源：Wind，云酒头条，浙商证券研究所

图 14：产品结构变迁情况一览



资料来源：Wind，云酒头条，浙商证券研究所

表 4：2016-2020 舍得提价措施

时间	提价措施	详情
2016年	系列酒价位段整体缩短至20-150元	陶醉集中在200元，沱牌系列酒集中在200元以下。
2017年1月	舍得酒提价20元	公司对52度舍得酒供经销商、分销商及终端渠道价提至418元/盒，团购价、分销商及名烟名酒店团购价提至468元/盒。
2017年1月	品味舍得一批价提升20元	52度品味舍得酒供经销商价格上调20元/瓶，团购价格由398元提达到418元/瓶；38度和42度舍得酒供经销商价388元/盒。
2018年1月	品味舍得酒执行新价格体系	1月6日起，52度品味舍得酒供经销商价格每瓶上调20元，团购价格达488元/瓶，商超餐饮零售指导价达568元/瓶；38度以及42度品味舍得酒，团购价格上调至458元/瓶，商超餐饮零售指导价达518元/瓶。
2018年3月	品味舍得改变渠道配赠政策	调整52度品味舍得酒的渠道配赠政策，由买5赠1统一调整为买6赠1，由此推算渠道提价约13元。
2019年3月	品味舍得执行全新价格体系，取消随货配赠政策	52度品味舍得名烟名酒店、便利店等终端团购价468元，KA、餐饮的售价498元，终端零售指导价568元/瓶。
2020年12月	品味舍得一批价提升20元	品味舍得供经销商价（上调20元/瓶）、经销商价以及主要流通指导价（达568元/瓶）均有上调，团购价格达488元/瓶，开票440元，终端470-480元，成交价500-520元。
2020年12月	舍之道系列终端供货统一上调10元	12月1日起，旗下舍之道系列产品终端门店供货价在全国范围内统一上调10元/瓶。

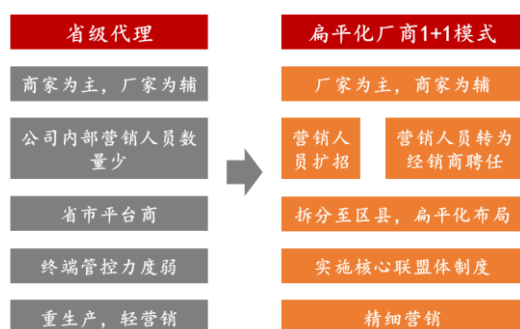
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.5. 渠道模式：采用厂商“1+1”扁平化模式，导入阿米巴模式

采用扁平化的厂商“1+1”模式，导入阿米巴模式。公司坚持深度分销模式，注重团购渠道开拓。目前公司主要采用厂家与经销商“1+1 运作”市场模式，即针对各大区及办事处建立了“责、权、利”相对统一的扁平化营销授权管理模式，大幅提升了市场反应效率。此外，公司加强对渠道和终端的管控，将省市平台商拆分，建立核心联盟体，对费用投放实施精细化管理（采取费用双月审核制，即经销商将营销方案上报至公司，需经公司审核通过后再投放市场，待下一轮审核周期给予费用报销，费效比得到提升），推动渠道健康发展，2019 年全国经销商数量达 1776 家。另外，2020 年为培养人才，最大限度激发组织活力，公司全面推行阿米巴模式以激发渠道组织活力（建立了营销公司、大区、办事处的三级阿米巴体系）。

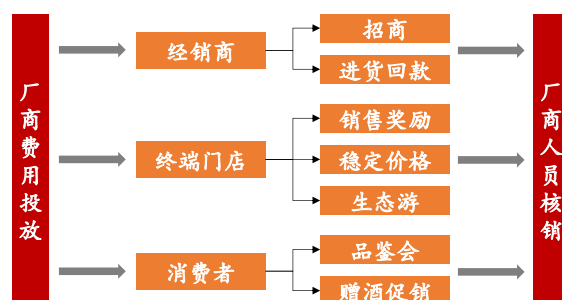
疫情期间公司多措并举，主导产品价格明显回升。1) 提出“六要三化”方针；2) 公司高管团队在疫情期间深入 20 余个主要城市，与 300 余家经销商座谈，收集市场信息，宣贯公司战略，提升经销商信心；3) 公司通过控量保价，持续降低社会库存；通过管控市场费用、加大督导力度、取消批发市场供货等方式，加强货源及价格管理以稳价。

图 15：公司采用扁平化的厂商 1+1 模式



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：公司加强对费用投放的管理



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：公司渠道模式变迁情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：公司在疫情爆发后提出“六要三化”方针



资料来源：Wind，浙商证券研究所

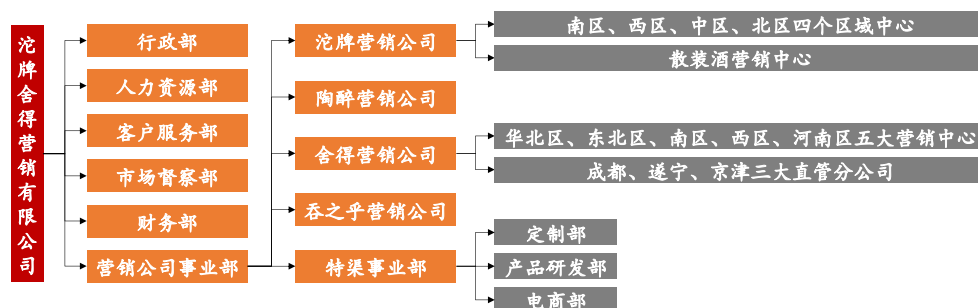
1.6. 市场打造：聚焦重点市场，亿元市场逐步呈现

划分重点市场，聚焦资源投入，多点开花弥补大本营竞争激烈。川酒市场中“六朵金花”诸侯割据，其中五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒体量均超百亿，在大本营群强并立的情况下，舍得通过全国化战略、市场下沉战略、市场聚焦战略在省外多点开花弥补竞争激烈的省内市场：

1) **划分重点市场**：2001 年推出公司在舍得酒前期便在全国 6 个重点城市展开市场调研和市场测试，此后始终挑选培育重点市场，2018 年营销公司组织架构调整，将舍得和沱牌营销公司下共设立 12 个精细化区域中心，各中心和分公司旗下设立各地办事处，形成系统性重点市场布局；

2) **聚焦资源投入**：舍得自 2014 年明确提出市场聚焦战略，将人员、资源、广告、市场营销费用重点投放在重点市场，并挑选重点城市进行招商，具体来看：1) 2016 年天洋入驻后实行人员聚焦，在核心时点将**人员配备聚焦**在核心区域，如华北、东北、西北、河南、河北、江苏等；2) 公司 2016 年全国性广告投入占比 91%，2017 年后地方性广告投入显著高于全国性广告投入，旨在通过**精准的广告营销**带动目标板块市场的销售收入提升；3) 2019 年进一步提出“一地一策”，按照“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的策略，加快品牌的全国化布局，同时公司将销售人员转为经销商聘任则进一步加强了**营销团队本土化聚焦**；3) 2020 年 8 月开展覆盖全国的“千团大战”计划。市场聚焦战略有效地改善公司大本营地区竞争激烈问题，帮助公司在省外打造多个亿级以上的重点市场。

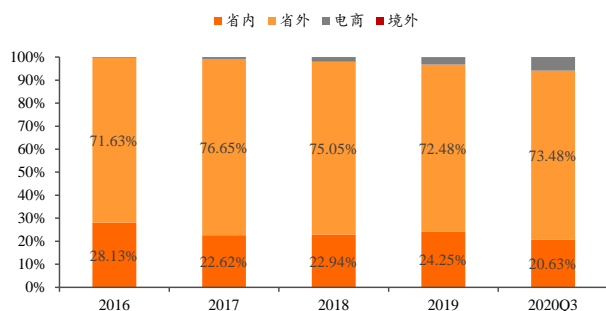
图 19：2018 年舍得和沱牌旗下共设 12 个精细化区域中心



资料来源：Wind，浙商证券研究所

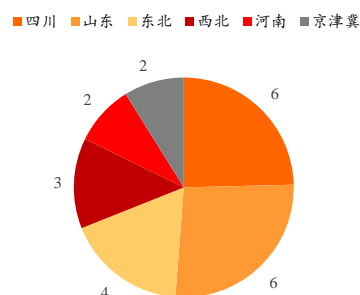
打造多个亿级以上的强势市场，积极开拓弱势区域。在省外经销商不断增长背景下（2019 年省外经销商为 1459 家，16-19 年 CAGR 达到 22%，高于省内经销商增速），2019 年公司省外营收占比 72.48%，省内营收占比 24.25%，公司收入结构以省外销售为主。在市场聚焦战略下，公司在川冀鲁豫、东北西北等强势区域发展势头良好，2019 年四川省内市场规模 5.55 亿元，目前山东市场体量约 6-7 亿，东北市场约 4 亿，西北市场约 3 亿，河南和京津冀市场均超 2 亿，因此北部和西部为公司强势市场。公司于 2016 年后切入华东华南市场，虽然目前华东华南区域相对弱势，但 2019 年起公司将资源向次高端容量较大的华东、华南市场倾斜，聚焦建设以湖南、环太湖为中心的两个根据地市场，效果明显。

图 20：公司以省外销售为主



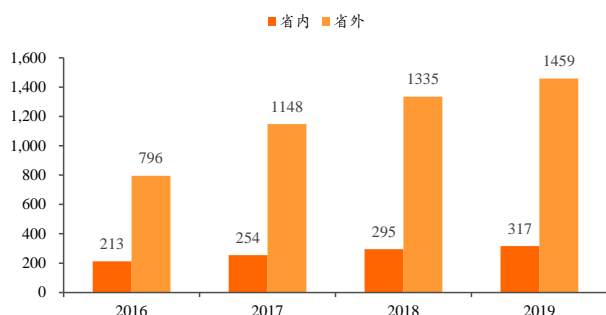
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：公司各区域销售情况（亿元）



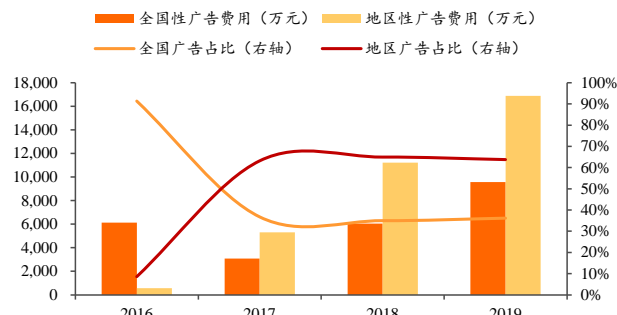
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：省外经销商数量迅猛增长（单位：家）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：2017 年后以地方性广告为主



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：舍得 2020 年度开展全国化老酒大招商战略



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 次高端持续扩容，舍得系列表现或超预期

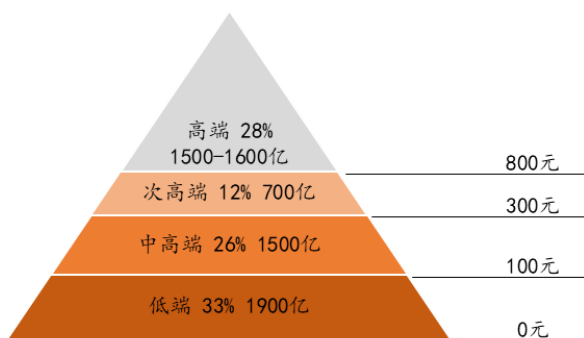
2.1. 行业情况：处于快速扩容阶段，仍有较大增长空间

2.1.1. 行业规模：次高端酒规模约 700 亿元，扩容速度或超预期

消费升级叠加高端酒提价，次高端白酒行业处于快速扩容阶段。中国酒业协会数据显示，2019 年规模以上白酒企业完成销售额 5618 亿元，其中次高端（300-800 元）白酒市场规模约 700 亿，2017-2019 年次高端酒酒收入 CAGR 为 27%（2017-2019 年规模以上酒企收入 CAGR 为 -0.32%），次高端酒扩容速度远超白酒行业主因自上而下和自下而上两种力量共同推动次高端市场容量不断扩大：一方面，高端酒批价提升后次高端的性价比相对提升；另一方面，受益于消费升级，部分中端酒消费者往次高端酒方向转移，次高端酒消费者不断增长。

次高端酒扩容速度或将继续保持超预期态势发展。白酒行业实现跨越式消费升级需要长久的阶梯式升级，最后呈现出“缓蓄势、急爆发”，从而在更高的一个价格带持续放量。我们认为消费升级趋势在已经形成的状态下，难以突然停下脚步，经济环境仅会影响消费升级速度。基于经济仍将实现持续发展、消费升级仍将延续假设下，次高端酒扩容速度或将继续保持超预期态势发展。

图 25：白酒价格带分部情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：规模以上酒企发展情况

年份	规模以上企业数	亏损企业数	产量（万千升）
2017	1593	128	1198.06
2018	1445	183	871.2
2019	1176	131	785.95

年份	销售收入（亿元）	本来累计利润总额（亿元）	吨酒价格（万元）
2017	5654.42	1026.48	4.72
2018	5363.83	1250.5	6.16
2019	5617.82	1404.09	7.15

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 4：2016-2020 年单季度收入同比增速情况一览

单季度收入增速		2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31
高端酒	贵州茅台	16.91%	13.13%	14.77%	28.59%	33.24%	32.95%	115.88%	28.92%	31.24%	46.40%	3.20%	35.71%
	五粮液	31.03%	-1.11%	13.49%	4.84%	15.11%	23.30%	43.03%	19.94%	36.80%	37.73%	23.17%	31.32%
	泸州老窖	16.01%	14.98%	22.30%	28.44%	20.34%	18.42%	32.53%	14.96%	26.20%	24.73%	31.36%	21.76%
次高端二线名酒	山西汾酒	2.45%	17.56%	17.79%	-4.62%	48.29%	30.20%	46.81%	17.64%	48.56%	45.30%	30.58%	63.83%
	酒鬼酒	3.70%	-14.77%	12.30%	31.98%	8.63%	52.54%	26.35%	48.14%	46.12%	36.60%	30.81%	30.57%
	水井坊	13.88%	53.64%	31.23%	61.83%	32.78%	129.67%	108.93%	51.12%	87.73%	33.03%	27.21%	17.91%
	舍得酒业	35.35%	13.23%	69.21%	6.52%	0.04%	28.03%	14.04%	9.05%	21.95%	10.05%	56.77%	57.70%
区域龙头酒	古井贡酒	10.57%	14.90%	12.23%	22.00%	17.88%	24.59%	14.59%	7.48%	17.80%	48.50%	18.25%	18.43%
	洋河股份	9.32%	1.17%	9.39%	5.21%	10.90%	17.65%	19.55%	20.81%	25.68%	26.97%	20.11%	5.08%
	今世缘	7.75%	4.95%	11.24%	-3.73%	20.74%	11.73%	12.90%	13.21%	31.11%	30.36%	35.60%	3.21%
	口子窖	20.29%	4.25%	5.89%	5.26%	16.33%	19.90%	13.72%	79.20%	21.02%	27.51%	8.15%	19.61%
三四线酒	顺鑫农业	12.35%	4.93%	40.57%	14.80%	5.77%	2.69%	-8.41%	19.33%	3.37%	20.52%	-14.34%	-0.49%
	伊力特	6.30%	-3.36%	4.42%	5.67%	8.73%	-7.72%	24.51%	25.10%	8.63%	36.30%	9.47%	-1.09%
	金徽酒	23.82%	3.06%	4.85%	-2.56%	3.89%	12.50%	-12.19%	11.51%	5.44%	19.06%	-22.83%	27.08%
	金种子酒	-8.57%	-17.29%	-30.17%	-14.55%	-27.05%	-20.30%	-7.54%	15.56%	-11.64%	7.30%	-3.44%	12.48%
	老白干酒	10.45%	21.27%	1.21%	-4.05%	2.65%	12.55%	1.56%	2.96%	6.14%	75.05%	56.22%	42.99%
	迎驾贡酒	3.23%	-8.11%	2.00%	14.97%	4.43%	1.58%	-0.98%	6.10%	11.87%	8.88%	13.50%	10.23%
	青青稞酒	-5.55%	18.19%	-0.06%	21.10%	-11.71%	1.82%	-12.57%	-6.00%	5.04%	2.96%	-4.85%	3.63%

单季度收入增速		2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30
高端酒	贵州茅台	23.92%	12.01%	13.81%	14.48%	12.76%	9.55%	8.46%
	五粮液	26.57%	27.08%	27.10%	20.75%	15.05%	10.13%	17.83%
	泸州老窖	23.72%	26.01%	21.86%	14.44%	-14.79%	6.20%	14.45%
次高端二线名酒	山西汾酒	20.12%	26.30%	34.45%	26.02%	1.71%	18.44%	25.15%
	酒鬼酒	30.46%	40.49%	9.48%	27.47%	-9.68%	12.89%	56.37%
	水井坊	24.25%	29.30%	19.71%	30.54%	-21.63%	-90.08%	18.86%
	舍得酒业	34.06%	5.04%	9.11%	29.44%	-42.02%	18.83%	18.40%
区域龙头酒	古井贡酒	43.31%	4.34%	11.91%	15.07%	-10.55%	-3.51%	15.13%
	洋河股份	14.18%	2.08%	-20.61%	-36.49%	-14.89%	-18.57%	7.57%
	今世缘	31.12%	26.58%	32.41%	31.17%	-9.41%	3.81%	21.03%
	口子窖	8.97%	16.25%	-0.15%	13.64%	-42.92%	-25.07%	6.75%
三四线酒	顺鑫农业	19.95%	11.99%	34.25%	33.69%	15.93%	9.45%	9.57%
	伊力特	0.09%	-12.00%	13.90%	26.37%	-70.45%	51.78%	-36.09%
	金徽酒	5.48%	-1.92%	70.38%	6.18%	-33.37%	22.70%	14.42%
	金种子酒	-6.08%	-9.98%	-24.87%	-57.25%	-32.94%	-0.72%	35.78%
	老白干酒	55.81%	12.34%	-11.27%	4.85%	-34.19%	-9.04%	16.37%
	迎驾贡酒	2.70%	19.64%	8.93%	7.27%	-33.55%	-17.30%	12.40%
	青青稞酒	-23.05%	-21.23%	12.48%	7.68%	-44.56%	-14.03%	-32.45%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

次高端酒大单品韧性较强，三季度实现爆发式增长，舍得系列表现或超预期。疫情影响下，2020H1 高端酒及次高端酒收入增速分别为 12.13%、-5.45%；利润增速分别为 14.49%、9.93%；而 2020Q3 高端酒及次高端酒收入增速分别为 11.73%、25.41%；利润增速分别为 11.88%、62.77%，在收入占比较大的宴席市场回暖速度超预期、提价顺利的背景下，次高端酒业绩于三季度实现爆发式增长，舍得系列（10%+）、内参（60%+）、酒鬼系列（持平）、古 8 及以上产品（20%~100%+）、梦 3（15%+）、国缘（11%）、青花系列（30%+）等次高端产品均实现高增长，次高端酒扩容为次高端酒大单品实现放量奠定了基础。从舍得角度看，2020Q1-Q3 中高档酒营收 13.42 亿（-12.11%），其中 Q3 中高档酒营收 5.88 亿（+11.79%），业绩逐季恢复显著。在消费升级持续、次高端酒持续扩容背景下，舍得系列表现或超预期。

表 5：2020Q1-3 次高端酒主要单品均表现优异，部分实现高速增长

档次	公司名称	主要单品名称	Q1-3 销售额增速（预计）
高档酒	贵州茅台	飞天茅台	12%
		系列酒	-1%
	五粮液	普五	出货预计2.1万吨，渠道反馈达成全年80%以上
		国窖1573	10%-20%
次高端酒	泸州老窖	特曲	(-10%) - (-20%)
		品味舍得+智慧舍得	超10%
	舍得酒业	内参	超60%
		酒鬼系列	持平
区域龙头酒	古井贡酒	湘泉酒	超10%
		献礼	负增长
		古5	持平
		古8	20%
	洋河股份	古16、古20	Q1-3表现良好，部分渠道同比增长超过100%
		海之蓝	大个位数负增长
		天之蓝	两位数负增长
		梦3	省内约15%增长
	今世缘	梦6+	由于产品换新影响，略有下滑（老梦6和梦6+加起来，目前基本达到去年老梦6的80%）
		特A+类（出厂指导价300元+）	11%
		特A类（出厂指导价100-300元）	-7%
		其他（出厂指导价100元以下）	-15%
三四线酒	山西汾酒	青花系列	超30%
		巴拿马	平穩略增
		老白汾	超20%
		玻汾	-1%
三四线酒	顺鑫农业	白酒业务	-1%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1.2. 行业格局：处于战国时代竞争激烈，集中度有望进一步提高

次高端白酒行业竞争激烈，集中度有望进一步提高。目前高端白酒 CR2 高达 80% 以上，而次高端白酒 CR2（剑南春+洋河）仅 30% 左右，市占率较高的前十大酒企分别为剑南春 17%、洋河 15%、泸州老窖 10%、习酒 9%、古井贡酒 4%、茅台系列酒 4%、水井坊 4%、山西汾酒 4%、今世缘 3%、郎酒 3%，目前次高端酒仍处于战国时代，尚未出现全国化的绝对龙头企业，区域性较强，行业集中度较低，市场竞争激烈，主要品牌收入差距有限。我们认为次高端持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利，过程中要关注“地方龙头省内高端化推进、省外全国化推进”，同时关注“全国性名酒的地方化进程”，关注竞争中谁能力更全面、更有核心竞争力。

图 27：次高端各产品市占率一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 6：主要次高端大单品情况一览

香型	公司	次高端大单品	价格（元）	2017	2018	2019
浓香型	剑南春	水晶剑	435	80	100	120
	泸州老窖	38度国窖	749	16	22	30
		窖龄（30年/60年/90年）	318/428/598	29	37	37
		特曲（纪念版/第9代/第10代）	428/328/298			
	洋河	天之蓝	328	36	41	33
		梦3	388	25	31	34
		梦6	580	18	31	35
	舍得酒业	品味舍得	438	10	13	17
		智慧舍得	638			
	今世缘	国缘对开	288	11	16	24
		国缘四开	468			
		国缘新K（K3/K5）	496/588			
	水井坊	臻酿八号	360	16	23	28
		井台	519			
	口子窖	口子窖10年	328	11	13	14
口子窖20年		468				
古8		409				
古井贡酒	古16	588	17	23	30	
	古20	789				
酱香型	茅台	赖茅（重沙/传承/红御/金樽）	325/398/400/508	8	14	16
		汉酱（普通/铂金蓝）	368/488	8	12	13
		红花郎（10）	408	13	19	21
	红花郎（15）	600				
	习酒	金质习酒（金钻）	428	13	25	42
		窖藏1988	588	12	16	20
	国台	国台国标酒	529	2	5	8
清香型	山西汾酒	青花20	438	15	23	27
		青花30	788			
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼红坛/紫坛/传承	428	6	8	10
		酒鬼紫坛	538			
		酒鬼传承	598			
主要酒企次高端产品收入（亿元）				347	472	561
yoy					36%	19%
规模以上白酒企业销售收入（亿元）				5654	5364	5618
yoy					-5%	5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：标蓝为 400 元价格带，标红为 600 元价格带

表 7：次高端产品的市场布局

香型	公司	次高端大单品	市场布局	市场开拓情况
浓香型	剑南春	水晶剑	全国布局	四川河南江苏破10亿，天津山东安徽5亿左右
	泸州老窖	38度国窖+窖龄+特曲	全国布局	开启河南会战，夯实华中，拓展华东华南
	洋河	梦3+梦6	江苏为主	聚焦豫鲁两大省外核心市场，利用梦6+深耕全国化，开拓新江苏市场
	舍得酒业	品味舍得+智慧舍得	全国布局	老酒产品全国化和区域定制化双向并行
	今世缘	国缘对开+四开+新K系列	江苏为主	成立省外工作部，向长三角大战略板块市场及其他重点市场开拓
	水井坊	井台+臻酿八号	全国布局	开拓高潜力市场，聚焦有业务优势的核心市场，精准补强江苏市场
	口子窖	口子窖10年&20年	安徽为主	省内市场“一地一策”，省外市场划分区域布局
	古井贡酒	古8+古16+古20	安徽为主	深耕省内，开拓环安徽市场
酱香型	茅台	赖茅+汉酱	全国布局	铂金汉酱将以山东、广东为核心市场，以江浙沪、山西为重点市场进行招商，并且制定了河南弘力酒业板块5年实现全国20亿销售的发展计划
	郎酒	红花郎	全国布局	立足西南和华东，销售区域分布趋向于全国均衡发展
	习酒	窖藏1988+金钻	全国布局	划分全国44大片区，省外市场划分为30大片区，力争打造12个1亿级片区，18个2亿级片区
	国台	国台国标酒	全国布局	成立11个区域分公司，分公司销售全部破亿
清香型	山西汾酒	青花20+青花30	山西为主	已有3个10亿级板块市场，已完成“环山西”板块市场构建及全国重点城市布点
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼系列	湖南为主	深耕湖南，布局北京、河北、广东等战略市场，成立北京、华北、中原、华南四个省外战区

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 行业趋势：价格带动态上移，布局高价位带以实现“占位”

次高端酒价位带细分后存在两大核心变化——细分、上移。次高端酒在扩容的同时亦伴随着价位带上升及价位带细分，只有在核心价格带实现放量的酒企更能享受到本轮次高端酒扩容红利：1）次高端酒价位带正整体上移。次高端酒价位带处于整体上移阶段

近期作为次高端标杆（次高端酒价格带下限）的剑南春及国窖 1573（次高端酒价格带上限）出厂价相继提升，次高端酒价位带正逐步从 300-800 元上移至 350-1000 元；2）随着价格带不断细分，紧抓放量价格带更能享受扩容红利。我们认为能紧抓 400 元及 600 元主流价位带的大单品更能紧抓次高端酒扩容红利实现快速放量，从而竞争优势（400 元价位带基数大，600 元价位带增速快）；而处于 800-1000 元价位带的产品或将难以实现迅速放量，主因这一价位带不仅或面临 800 元价位带以下产品提价压力，亦将面临千元价位带虹吸效应压力。另外，区别于前期次高端酒企只需在一个价位带进行放量就能获得迅速发展，能在次高端酒激励竞争中脱颖而出的酒企还应具备以下特系列化的产品布局（梯次迎接消费升级）、较高的品牌形象高度（是否布局千元价位带）、拥有独立性的公司治理结构及正确的量价节奏等政策等，而基数较低的次高端酒发展速度或超预期。

次高端酒通过提价、布局千元价位带以实现“占位”。今年上半年疫情后及年末时点次高端酒迎来两次提价潮，我们认为年底的提价潮与年中的提价潮存在着相同点和差异点：1）同：“占位”仍为次高端酒企提价关键词。在消费升级趋势延续背景下，酒企通过提价以进行产品体系再梳理的同时，亦可提升渠道利润、保证价盘稳定以维护品牌力（当下“价”较“量”更重要），另外，酒企通过布局千元价位带以巩固其在次高端酒价位带的地位；2）异：在今年次高端酒价位带动态上移的背景下，次高端酒主力大单品提价已不仅为了卡位优势价位带，更是为了下一步的放量（迎接春节旺季，刺激经销商打款）。我们预计接下来将有更多具有提价实力的酒企顺应消费升级趋势，进行小幅提价，

表 8：次高端产品在高端价格带的布局情况

香型	公司	次高端大单品	布局高端产品
浓香型	剑南春	水晶剑	布局东方红
	泸州老窖	38度国窖+窖龄+特曲	拥有大单品52度国窖
	洋河	梦3+梦6	布局梦9和梦之蓝·手工班
	舍得酒业	品味舍得+智慧舍得	布局天子呼和吞之乎
	今世缘	国缘对开+四开+新K系列	布局V系列，特别是国缘V9清雅酱香
	水井坊	井台+臻酿八号	布局典藏大师版和菁翠
	口子窖	口子窖10年&20年	布局口子窖30年
酱香型	古井贡酒	古8+古16+古20	布局古26
	茅台	赖茅+汉酱	拥有大单品飞天茅台
	郎酒	红花郎	拥有大单品青花郎
	习酒	窖藏1988+金钻	布局窖藏10年、窖藏15年
清香型	国台	国台国标酒	布局国台十五年、国台龙酒
清香型	山西汾酒	青花20+青花30	布局青花30·复兴版、青花50
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼系列	拥有大单品摘要酒

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 9：2020 年次高端产品提价情况

品牌	时间	次高端产品提价措施
剑南春	2020年1月	1月1日起， 水晶剑和金剑南K6 提价20元/瓶
剑南春	2020年3月	3月1日起， 水晶瓶剑南春和珍藏级剑南春 出厂价分别上调了25元/瓶、30元/瓶
剑南春	2020年4月	4月1日起， 剑南春水晶剑、珍藏剑 建议零售价分别上调为489元/瓶、788元/瓶
酒鬼酒	2020年5月	5月26日起，对 红坛（高度柔和）、紫坛（柔和） 相继提价，提价幅度分别为30元/瓶和40元/瓶
山西汾酒	2020年6月	53度青花30 涨价100元/瓶； 48度青花30 涨价100元/瓶； 53度青花20 涨价30元/瓶； 42度青花20 涨价15元/瓶
今世缘	2020年6月	7月1日起，统一上调 国缘品牌 部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价—— 四开与对开国缘 的零售价及团购价分别上调15元/瓶和10元/瓶
古井贡酒	2020年7月	7月13日，古井贡酒安徽省内全面提价调整的具体内容为： 献礼版 终端成交价90元/瓶、 古5 终端成交价为120元/瓶、 古8 终端成交价为230元/瓶、 古16 终端成交价为370元/瓶、 古20 终端成交价为550元/瓶、 古26 终端成交价为900元/瓶
泸州老窖	2020年8月	8月3日 52度国窖1573 和 38度国窖1573 的终端配送价将上涨50元。 8月24日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司正式发布通知，自9月10日起， 52度国窖1573经典装 结算价上调40元/瓶， 38度国窖1573经典装 结算价上调30元/瓶。
酒鬼酒	2020年9月	自2020年9月1日起， 52度500mL黄坛酒鬼酒（2018版） 战略价上调30元/瓶。
水井坊		9月2日，根据水井坊下发的涨价通知显示，即日起，水井坊将针对 臻酿八号38度和臻酿八号42度 ，建议零售价均上涨20元/瓶。
洋河股份		9月3日，洋河对 梦之蓝M3 产品的价格作了调整：1、产品供价提升20元/瓶。2、终端建议成交价分别不低于420元/瓶（低度）、500元/瓶（高度）。
山西汾酒	2020年10月	10月15日， 汾酒青花汾系列 产品即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。
泸州老窖	2020年11月	泸州老窖怀旧酒类营销有限公司发布文件，自11月16日起， 52度500ml 泸州老窖特曲60版 团购执行价上调30元每瓶，达到528元/瓶
舍得酒业	2020年12月	11月25日，舍得酒业发布《关于舍之道系列终端供货提价》告知函显示，根据企业品牌发展规划及市场实际情况，舍得酒业自2020年12月1日起，针对旗下 舍之道系列 产品终端门店供货价，在全国范围内统一上调10元/瓶。
剑南春		12月4日， 剑南春金、银剑南系列5大产品、20支单品 自今日起全线涨价，终端将全面执行新的价格体系。
水井坊		12月16日，水井坊对旗下大单品 “臻酿八号”52度（500ml） 提价，建议零售价由478元/瓶调整到498元/瓶，涨价幅度为20元/瓶。
剑南春	2021年3月	水晶瓶剑南春 将于2021年3月1日起上调出厂价，每瓶提升幅度为30元

资料来源：Wind，浙商证券研究所

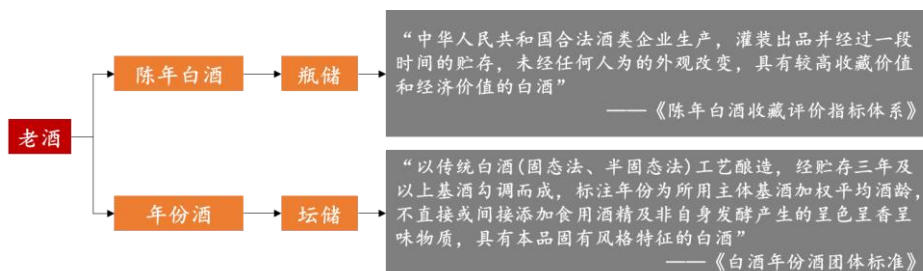
3. 乘老酒之风，差异化助舍得超预期弯道超车

陈年名酒具备高品质、稀缺性的特征，极具收藏和品鉴价值，在消费升级趋势延续、贵州茅台年份酒价格持续上扬的背景下，陈年名酒日益得到消费者认可，预计2021年老酒的市场规模将达到千亿。在这一大背景下，主要酒企相继通过提升基酒年份进行产品升级/推出布局高价位带的年份酒、纪念酒等产品以拔高品牌高度，但想要实现老酒产品放量销售对酒企老酒储备（不可复制的稀缺资源）提出了极高要求，而舍得将凭借其拥有的**四大竞争力——优秀的品牌力+12万吨稀缺坛储老酒（核心资产）+不断加强的创新性营销力+高渠道利润来落地化老酒战略，从而或实现差异化超预期弯道超车**。虽然白酒行业目前整体呈挤压式增长，但舍得将通过走差异化路线以抢夺高价位酒市场份额。我们看好舍得的**老酒战略的落地及治理结构变化带来的新机遇**。

3.1. 老酒热：酒是陈的香，老酒市场或将突破千亿规模

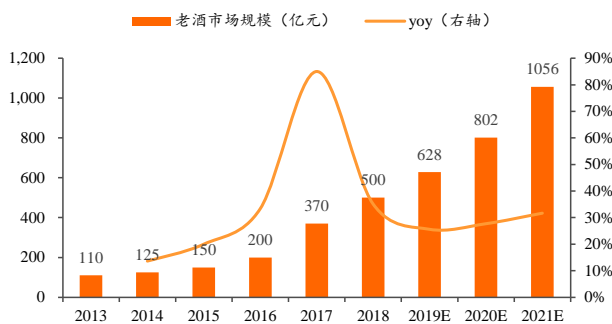
“酒是陈的香”，老酒市场或将突破千亿规模。一般老酒（陈年名酒）具备酒体酒龄长、酒厂历史久、品牌知名度高（高品质、稀缺性）特征，在消费升级趋势延续、贵州茅台年份酒价格持续上扬的背景下，陈年名酒的饮用价值、健康价值、情感价值、收藏价值日益得到消费者认可：1) 价格方面，据《中国老酒市场指数》制定的老酒价格指数显示，2013-2018年中国老酒价格CAGR达32.47%；2) 市场规模方面，老酒市场正在迅速打开：据《中国老酒市场指数》数据显示，截止2018年中国老酒市场规模达到500亿元（2013-2018年市场规模CAGR达35.37%），预计2021年市场规模将突破千亿。随着2019年《陈年白酒收藏评价指标体系》和《白酒年份酒团体标准》两大老酒标准出台，以及舍得对于老酒的大力宣传，预计未来老酒热仍将持续演绎。

图 28：老酒分为陈年白酒和年份酒两大类



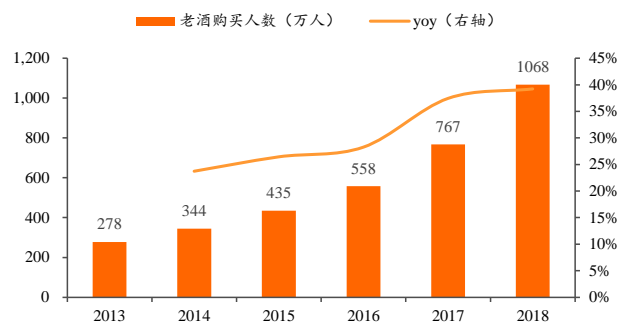
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 29：老酒市场规模迅猛增长



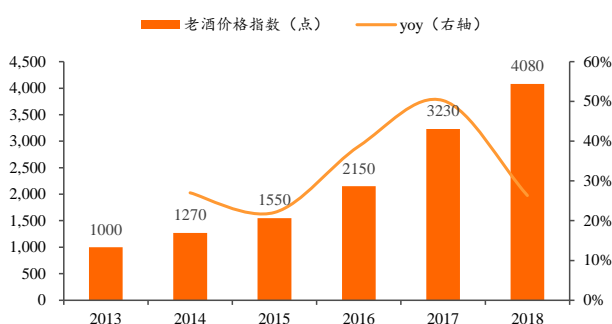
资料来源：《中国老酒市场指数》，浙商证券研究所

图 30：老酒购买人数迅猛增长



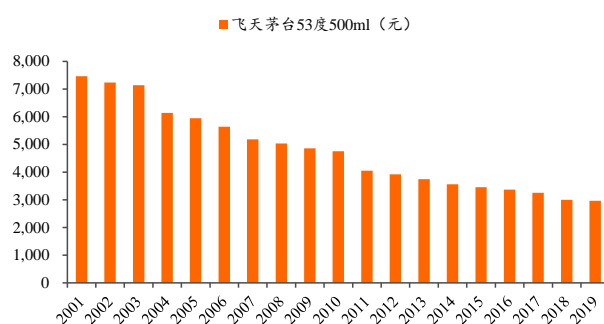
资料来源：《中国老酒市场指数》，浙商证券研究所

图 31：老酒价格指数 5 年增长 4 倍



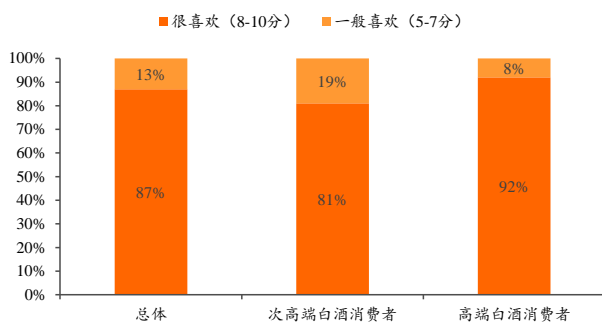
资料来源：《中国老酒市场指数》，浙商证券研究所

图 32：不同年份出厂的飞天茅台的价格情况



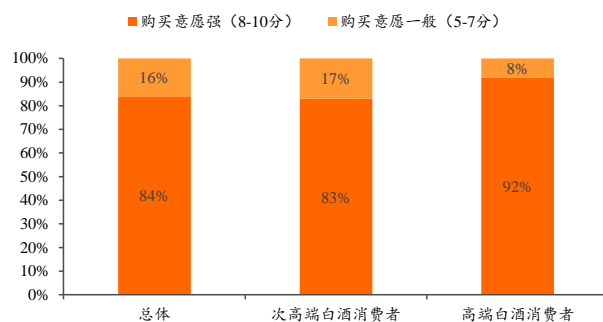
资料来源：天猫，浙商证券研究所

图 33：受访高净值人群对老酒的喜欢程度



资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，浙商证券研究所

图 34：受访高净值人群购买老酒的意愿



资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，浙商证券研究所

老酒战略或将激发舍得全系列活力。2019 年开始公司全面实施老酒战略，打造了经典老酒、藏品老酒、艺术老酒三大产品系列，老酒并非新创品牌，而是现有产品的分支，同时打出“舍得酒，每一瓶都是老酒”的标语，**老酒战略有效赋能舍得全系列**。因此老酒战略的成功推广不仅有利于三大老酒产品系列的放量，还有利于重新激发品味舍得和智慧舍得两大单品的活力，巩固次高端价格带。

2022 年舍得全系列产品规模或超 30 亿，或超市场预期。据《中国老酒市场指数》，2018-2021 年我国老酒市场规模 CAGR 约 28.30%，预计未来老酒市场规模将维持高速发展趋势。我们预计 2020 年舍得全系列产品约占当年老酒市场份额的 2.44%，考虑到舍得作为老酒领域的标准制定者、“老酒战略”开创者，且拥有丰富的老酒储量、较高的产品品质、较强的消费者基础，舍得在老酒领域的市占率将稳步提升。若我们保守估计市占率略微提升至 2.5%，则 2022 年舍得全系列产品规模将突破 30 亿，或超市场预期。

表 10：2022 年舍得全系列产品规模或超 30 亿元

	2018	2019	2020E		2021E	2022E
老酒市场规模 (亿元)	500	628	802	老酒市场规模 (亿元)	1056	1355
品味舍得体量 (亿元)	12.03	13.73	11.50	舍得系列合计市占率(悲观)	2.25%	2.00%
智慧舍得体量 (亿元)	1.30	2.29	3.45	舍得系列合计体量 (亿元)	23.76	27.10
水晶舍得体量 (亿元)			2.3	舍得系列市占率(中性)	2.50%	2.50%
舍得老酒体量 (亿元)	-	-	2.30	舍得系列合计体量 (亿元)	26.40	33.87
舍得系列合计 (亿元)			19.55	舍得系列市占率(乐观)	2.75%	3.00%
舍得系列市占率	-	-	2.44%	舍得系列合计体量 (亿元)	29.04	40.65

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：品味舍得的开票价为 440 元

3.2. 品牌品质：两千年铸就深厚底蕴，主打生态酿造

历史底蕴深厚，名酒品牌力较强。从历史角度来看，“沱牌系列酒”前身是“射洪春酒”，起源于汉代，后改名“沱牌曲酒”；1989 年，沱牌曲酒在第五届全国评酒会上被评为国家名酒，并在此后荣获多项大奖，世界品牌实验室发布 2019 年《中国 500 最具价值品牌》，“舍得”品牌价值为 468.82 亿元，“沱牌”品牌价值为 385.71 亿元，双品牌价值超过 800 亿元，公司文化底蕴深厚，具备较强品牌力。另外，近年来艺术舍得获得了《罗博报

告》年度白酒品牌，而“天子呼”（20 年的老酒，4480 元一瓶）被胡润百富评为最佳表现奖，舍得酒逐步被高圈层消费者认可。

表 11：公司技术及所获奖项一览

时间	获奖主体	奖项
1980年	沱牌曲酒	获四川省第二届评酒会“四川名酒”称号、全国第五届评酒会金质奖章，即“中国名酒”
2008年	沱牌曲酒传统酿造工艺	被评为“第二批国家级非物质文化遗产”
2009年	舍得酒业	成为继茅台、五粮液之后第三家获“全国质量奖”的白酒企业，行业质量管理领先
2012年	泰安作坊	列为中国世界文化遗产预备
2015年	超高端“春之乎”/舍得/沱牌	获比利时布鲁塞尔国际烈性酒产品大赛大金奖第一名，舍得、沱牌产品分获2金2银
2018年	智慧舍得	荣获国家评委会酒体设计奖
2018年	沱牌优曲	荣获中国白酒感官质量奖
2018年	沱小九	荣获青酌奖
2019年	超高端“春之乎”	获比利时布鲁塞尔国际烈性酒产品大赛最高奖项——大金牌
2019年	陶醉 906 酒	荣获国家评委会中国白酒感官质量奖
2019年	品味舍得、沱牌特级 T68	在“2019 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，沱牌特级 T68 荣获银奖

资料来源：Wind，浙商证券研究所

生态酿酒的开启者，品质全国领先。上世纪 70 年代公司率先提出“生态酿酒”理念；20 世纪 90 年代，沱牌花了重金建造了一个生态粮仓，从源头就解决原粮品质问题；90 年代末成功打造全国首家生态酿酒工业园；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》。丰富的老酒储备、生态酿造工艺叠加得天独厚的地理位置造就公司超级品质的老酒：1) 舍得酿酒原料丰富，包括高粱、大米、糯米、小麦、大麦、玉米（较五粮液多大麦原料）；2) 酿造工艺为独特的“六老”：老窖池（一万多口）；老曲艺；老匠人（平均工龄都是 25 年以上）；老酿艺；老酒糟；老基酒（原酒储存年份平均达到 20 多年）；3) 公司地处北纬 30.9°的中国黄金酿酒带，酒厂占地 6.5 平方公里，绿化面积达到 98.5%，良好的生态环境有利于酿酒微生物的生长、繁衍和富集。

四川沱牌舍得营销有限公司总经理王维龙先生曾在《守正出奇，以创新铸就老酒第一品牌》主题演讲中提及：“曾有人说过原来沱牌董事长李家顺是像乔布斯一样的人物——一个极致的产品主义者，因为他把大部分资金都用于建设生态酒厂和做生态酿酒上了。”

表 12：公司具备技术研发优势和人才优势

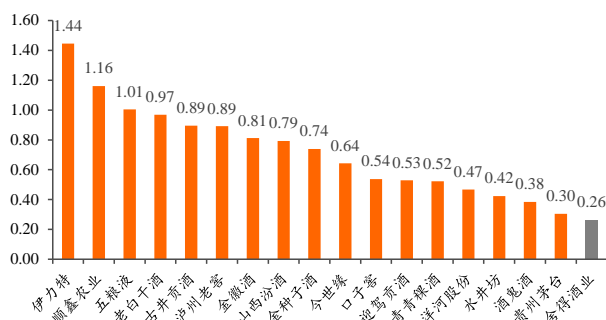
专业技术团队		人数
生态酿酒专家、国家白酒评委、国家级品酒师		94名
高级酿酒师(一级酿酒师)		55名
四川省白酒评委		29名
项目/专利/新产品等		个数
自主研发项目		160余项
国家、省（部）级项目		近40项
发明专利		39项
专有技术		9项
自主创新成果		100余项
独创陈香型、幽雅型等生态白酒新产品		142个

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 稀缺老酒：12 万吨坛储老酒，难以复制的核心资产

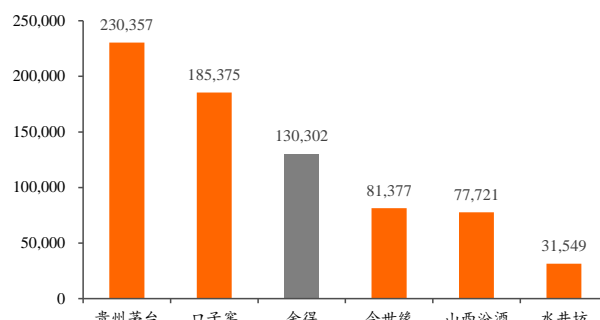
浓香老酒属舍得，公司坛储老酒量行业领先。从 76 年开始，公司将每批次最优质的基酒均预留 10—20% 的量用于战略储藏；上世纪 90 年代公司酿酒规模进入行业前三甲时，已建立酿酒窖池和坛储的微机数据化管理系统，动态酒龄溯源系统记录了每个陶坛原酒进坛的日期、感观特点、理化数据，与此同时更多优质基酒得以储存。目前舍得优质老酒储量达到 12 万吨（绝大部分为 6 年以上坛储老酒），据中国酒业协会数据显示，在行业里，足量生产的老酒产品不足 5%，并且大部分产品的基酒坛藏年份应该在 3—6 年居多，因此舍得老酒的稀缺性更加突出，同时储量在行业内位于领先地位。考虑到舍得存货周转率偏低、基酒产能充裕，未来至少十年公司均将拥有充足的老酒以继续实施老酒战略。

图 35：2019 年舍得存货周转率行业内最低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

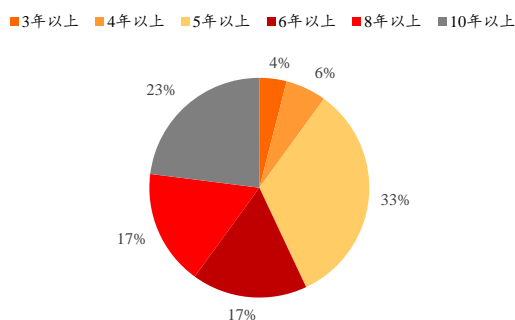
图 36：2019 年酒企半成品酒（含基础酒）库存量（千升）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

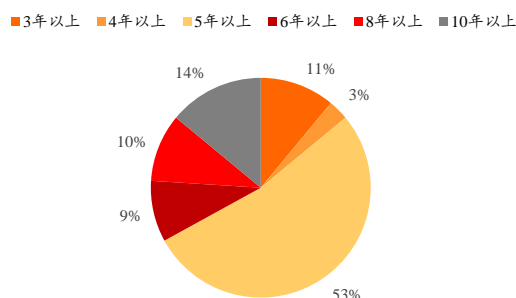
丰富的老酒支撑赋予舍得推出真实年份的资本。随着老酒热的爆发，较高的利润驱动酒企相继通过酒体升级等方式切入老酒概念市场，比如普五酒体升级为 3 年，青花 30 复兴版酒体升级为 10 年，酱酒降级推出真实年份 6 年、8 年、10 年等产品，而浓香酒受老酒储备及工艺等原因限制，真实年份产品更少，因此仅有充足老酒支撑的酒企才能推出老酒产品。从对年份酒的认知上来说，年份酒的行业标准为贮存 3 年及以上，而高净值人群对年份酒的贮存年限要求显著更高——60% 的老酒消费者认为瓶储 6 年以上即为老酒（陈年老酒），76% 的老酒消费者认为坛储 6 年以上即为老酒（年份酒），第四代品味舍得原酒坛贮时间由 5 年提升至 6 年符合消费者对老酒的主流认知，同时舍得亦推出大量高价位老酒产品以实现差异化发展。

图 37：老酒消费者对老酒年份的界定情况（瓶储）



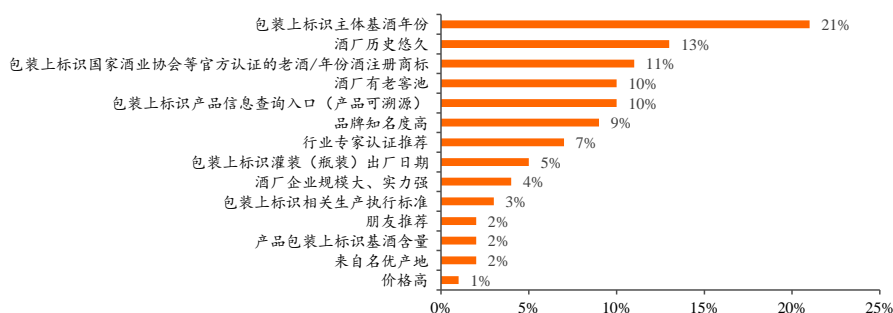
资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，浙商证券研究所

图 38：老酒消费者对老酒年份的界定情况（坛储）



资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，浙商证券研究所

图 39：消费者最关注包装上是否有主体基酒年份说明



资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，浙商证券研究所

3.4. 渠道利润：价差可达 70%，高利润增强渠道推力

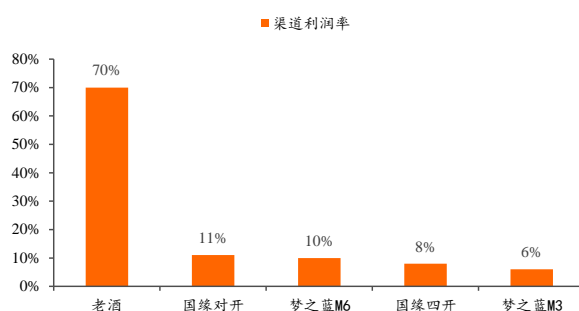
价差可达 70%，高利润增强渠道推力。老酒的高渠道利润的形成可从多方面进行分析：

消费者端：1) 口味教育能力强：老酒具有较强的口感教育能力，具有消费能力的消费者习惯了老酒香醇的口感后，难以接受新酒辛辣、不顺的口感；2) 满足“面子”消费需求：老酒包装的年代感和价值感，能让带酒的人很有“面子”，且能满足部分人的怀旧心理；3) 老酒流通市场日益成熟；4) 消费人群基数增加：随着价格敏感度较低的高净值人群不断增加，认同老酒具备饮用价值、健康价值、情感价值、收藏价值的人群不断壮大，老酒消费群体基数持续增加。

厂商端：厂商对老酒起到了市场引导作用——比如：贵州茅台年份酒的稀缺性使得其已具备消费金融双重属性，价格随着年份而变化；舍得提出了““舍得酒，每一瓶都是老酒”；郎酒提出了“喝老酒，存新酒”；泸州老窖通过酒交平台进行年份化的定价等。老酒市场价格秩序的建立及消费的引导均为老酒热的形成奠定了基础。

经销商端：据渠道调研显示，若渠道运作成熟，老酒的渠道价差可以高达 70%（显著高于普通标品），丰厚的渠道利润使得将更有动力进行推广。

图 40：老酒渠道利润率高



资料来源：《2020 中国老酒白皮书》，浙商证券研究所

提出“大商、优商、大消费者战略”，精选老酒“好商、大商”。老酒战略为公司当下核心战略，2020年4月，舍得珍藏级老酒已签约20多家大商，基本完成西南、华北、东北、西北、华东、华中、华南全国市场布局；2020年8月开始，公司在全国举办了40余场老酒招商推介会，旨在招揽拥有当地团购资源、体量排名靠前的大商。在挑选老酒经销商时公司更加审慎，2019年全国经销商数量为1776家，而老酒经销商名额仅200多家，其中约60%的老酒经销商为原有经销商中的精选经销商，约40%的老酒经销商为新招大商。通过好商+大商的优质组合，公司力争在老酒赛道实现渠道赋能。

2020年8月开展覆盖全国的“千团大战”计划以进一步加速老酒战略的落地。“千团大战”即公司将在全国市场举行约2000场针对团购单位的中秋动销暨老酒知识培训会，预计覆盖核心客户近5万人，本次千团大战具有聚焦重点市场、高频率、针对性强三大特点：1) 聚焦重点市场：本次“千团大战”覆盖西北、西南、东北、华中、京津冀等重点市场，有效支持公司市场聚焦战略的开展；2) 高频率：“千团大战”针对每个市场平均安排了10场以上的推介会，通过短时间高频率的方式促进双节动销；3) 针对性强：本次“千团大战”主打产品为智慧舍得、品味舍得四代以及老酒藏品系列，旨在加强老酒知识培训，让“少喝酒、喝好酒、喝老酒”的理念深入人心。“千团大战”的开展有效拉动双节动销，2020Q3公司营收、归母净利润分别同比增长18.40%、24.86%，并有效地将老酒概念进行推广、提升品牌价值、提振渠道信心和积极性。

3.5. 创新营销：自创四大文化 IP，全渠道数字化营销

未来公司将会把老酒战略贯彻到营销的每个环节，通过老酒品鉴、老酒培训、老酒传播、老酒展览、老酒论坛、老酒拍卖等系列活动，通过发力全渠道数字化营销，通过自创四大文化 IP，推动“老酒”概念与消费者认知实现深度联结。

3.5.1. 自创四大文化 IP，深度联结消费者

以酒为媒，通过传播文化形式感染世界。在“艺术”+“老酒”的指导思想下，舍得酒业围绕“舍得”一词引导的消费者情感共鸣和文化认同，成功打造了独有的品牌文化与内涵。具体举措方面，除了“智慧人生，品味舍得”等宣传语深入人心外，公司还运用央视、各大网络平台、高铁、户外、头条、抖音等传媒手段提升品牌影响力，比如：牵手凤凰卫视举办“梧桐夜话”走进博鳌论坛；打造《舍得智慧讲堂》；植入《在远方》等热剧；塑造“地表最美酒厂直播”新概念；通过全网直播平台等新媒体传播矩阵打造爆点营销；对话国际烈酒；参与2020ITI国际顶级美味勋章评选等。此外，公司还通过在春节戏剧晚会、元宵晚会及欧美各地巡演白酒大型史诗歌舞大国芬芳以进行白酒文化的传播，与英国皇室品牌御用导演合作，创作突破传统白酒的TVC大片，公司以酒为媒，用文化方式感染世界，传播舍得精神。

创新性构建四大文化 IP，培育核心消费群体。公司不同于其他大多数品牌“碎片化、快节奏”的营销方式，公司坚持高端圈层营销策略，注重与消费者的深度沟通，培养核心消费群体，公司通过自创4大IP以加快文化传播速度、提升客户粘性——大国芬芳、舍得智慧人物、舍得玩酒节、沱牌舍得文化旅游区，具体来看，大国芬芳为舍得酒业重金打造以五千年白酒典故、文化、场景再现的一个大型史诗歌舞；舍得智慧人物指，公司通过一个个生动奋斗者的精神，把舍得古老文化升华到年轻人更为推崇的奋斗文化，同时公司IP也在动态变化，合作偶像从四五十岁人群喜爱的偶像逐步转移至更多年轻人也喜爱的具有奋斗精神的偶像，公司拥智慧人物来弘扬励志新一代的舍得精神。

3.5.2. 差异化发力全渠道数字化营销，效率得到显著提升

差异化发力全渠道数字化营销，效率得到显著提升。公司于2015年提出信息化建设，并于2019年完成终端渠道管理平台建设，2019年底，舍得酒业会员中心正式上线。公司通过全渠道营销管理平台建设实现营销渠道统一管控，包括线下门店、线上微信商城、终端客户，将全渠道客户与集团营销中心紧密联系在一起，打通客户、经销商与营销中心的信息通道，订货、对账、费用结算效率大幅提升，彻底颠覆了营销人员的工作方式。同时公司对2000多家经销商客户建立高效的订单协同处理机制，厂家可以实时掌控经销商的采购订单与分销订单情况，从而获取到相对真实可靠的经销商动销数据。另外，共享仓库在全国现在已经建设完毕，未来经销商跟公司合作不再需要压货。

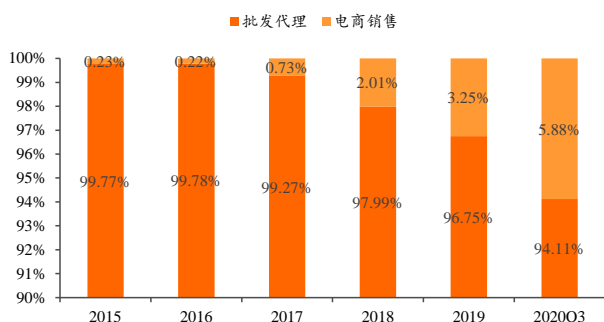
线上渠道顺利开拓，线上会员体系建设完成。线上销售方面，公司2015年开始探索白酒“互联网+”销售模式，深入推进酒仙网、天猫、京东等互联网销售平台线上销售业务；2019年完成舍得酒线上会员体系建设；2020年消费者会员系统全新上线，渠道进货扫码及消费者扫码的BC联动方式基本形成。公司通过网络云店、C2M终端扫码购买业务模式的导入，为上万家终端门店赋能。公司初步完成了中长期数字化建设蓝图规划。公司电商销售额占比从2015年0.23%提升至2020Q3的5.88%显示公司线上渠道开拓顺利。

表 13：数字化建设实现精准定位

时间	数字化建设进度
2015	开始提出信息化建设，属于白酒行业中较早进行数字化改造的企业之一
2015	上线CRM系统
2016	开始建立从供应商到消费者的大数据管控平台
2017	搭建OA系统
2018	构建拥有百万级忠诚消费者的客户管理平台
2019	完成终端渠道管理平台建设，信息化赋能将有利于公司提升渠道效率、加强对终端的掌控
2019	舍得酒业会员中心正式上线

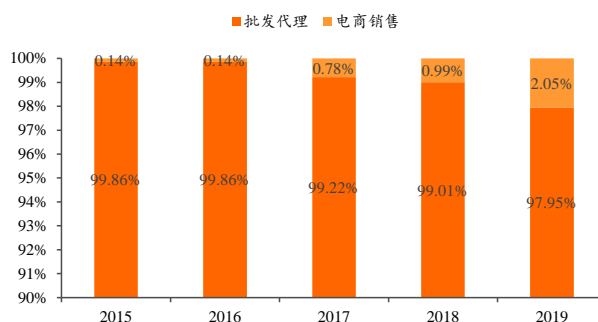
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 41：各渠道销售额占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 42：各渠道销售量占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 盈利预测及估值分析

4.1. 盈利预测

假设：

- 1) **销量端**：公司采取“沱牌+舍得”双品牌战略，并聚焦打造品味舍得、智慧舍得、沱牌天特优战略单品，沱牌产品系列结构优化推动销量稳步上移，我们预计 2020-2022 年随着沱牌复兴战略的推进，销量仍将呈上升趋势；我们预计舍得系列将受益于老酒文化更加深入人心、次高端酒价位带持续扩容实现放量，2020 年受疫情影响预计增幅较低，2021-2022 年实现 20% 的增长。
- 2) **利润端**：在消费升级趋势延续背景下，公司产品结构将呈持续上升趋势，其中定位次高端酒价位带的舍得系列吨价增速将保持较快态势，考虑到老酒战略正加速落地，明年产品结构改善确定性较强，我们预计 2020-2022 年品味舍得系列将持续升级趋势，吨价增速分别为 2.9%、9.9%、3.6%；沱牌系列吨价增速分别为 2.94%、10.0%、10.0%。

虽然白酒行业目前整体呈挤压式增长，但舍得将通过走差异化路线以抢夺高价位酒市场份额，我们看好舍得的老酒战略的落地及治理结构变化带来的新机遇。考虑到 2020 年受疫情影响公司业绩基数较低，预计 2020-2022 年收入增速分别为 1.3%、22.2%、18.5%；归母净利润增速分别为 3.4%、26.0%、24.2%；EPS 分别为 1.6/2.0/2.5 元/股；PE 分别为 55/44/35 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

表 14：舍得白酒板块业务拆分表

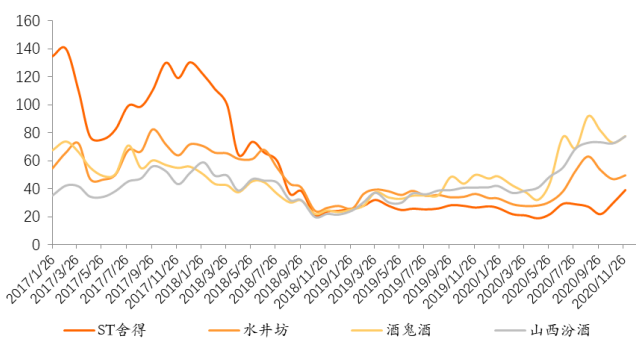
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
白酒						
营业收入(亿元)	15	19	23	24	30	36
YoY	21%	24%	24%	3%	25%	21%
成本(亿元)	3	4	4	4	5	6
YOY	-20%	7%	12%	3%	25%	21%
销量(吨)	13815	11998	12659	12659	14470	16968
YoY	-49%	-13%	6%	0%	14%	17%
均价	60	85	100	102	112	115
吨价(万元/吨)	13	18	21	22	24	25
YOY	135%	42%	17%	3%	10%	3%
毛利率(%)	77%	80%	82%	82%	82%	82%
收入(亿元)						
品味舍得	9	12	14	14	19	23
智慧舍得		1	2	2	2	3
水晶舍得				0	0	0
老酒				1	1	1
沱牌	6	5	7	7	8	9
收入合计	15	19	23	24	30	36
增速	21%	24%	24%	3%	25%	21%
销量(千升)						
舍得系列	3936	4794	5450	5450	6540	7848
yoy	29%	22%	14%	0%	20%	20%
吨价(万元/吨)	23	28	29	30	33	34
yoy	-13%	22%	6%	3%	10%	4%
沱牌系列	9879	7204	7209	7209	7930	9119
yoy	-58%	-27%	0%	0%	10%	15%
吨价(万元/吨)	6	7	10	10	10	9
yoy	233%	19%	32%	3%	0%	-4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：公司业务中除了白酒业务，还有玻瓶及其他业务

4.2. 估值分析

纵向来看，截至 2020 年 12 月 29 日收盘，ST 舍得市盈率为 52.3 倍，低于同期区域龙头酒及次高端二线名酒估值情况。自 2019 年上半年以来，舍得估值始终处于低位，伴随着今年第二季度白酒板块景气度复苏，舍得估值有所提升。横向来看，2021 年及 2022 年舍得市盈率分别为 33 倍和 35 倍，较次高端二线水井坊低。考虑到舍得近期管理权或将变更，老酒战略稳步落地、次高端产品品味及智慧舍得将持续受益于次高端酒市场扩容，看好公司明年经营层面出现改善、业绩在低基数下实现高增长，估值有望迎来修复。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.6/2.0/2.5 元/股；PE 分别为 55/44/35 倍。

图 43：次高端二线名酒估值情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 44：ST 舍得与水井坊估值差



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 45：可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2020/12/30	前收盘价	总市值 (亿)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
证券代码	证券简称	(元)	(元)			20E	21E	22E	20E	21E	22E
002304.SZ	洋河股份	225.5	3398.9	4.9	45.8	5.1	5.7	6.5	44.5	39.2	34.7
600809.SH	山西汾酒	360.0	3137.5	3.1	116.0	3.1	4.0	5.0	115.1	90.3	72.6
000596.SZ	古井贡酒	273.6	1377.8	3.8	72.8	4.4	5.7	7.0	62.3	48.3	39.0
603369.SH	今世缘	55.3	693.6	1.2	46.9	1.3	1.7	2.2	41.9	32.2	25.6
000799.SZ	酒鬼酒	144.9	470.8	1.4	105.5	1.4	2.0	2.6	103.8	73.8	55.5
603589.SH	口子窖	64.1	384.6	2.1	29.9	2.3	2.8	3.4	28.1	22.7	18.9
600779.SH	水井坊	73.8	360.2	1.4	52.3	1.4	1.9	2.3	51.4	39.0	32.1
600702.SH	ST 舍得	89.2	299.9	1.5	58.1	1.6	2.0	2.5	54.9	43.6	35.1
平均值									62.7	51.3	39.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 风险提示：

国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；

高端酒动销情况不及预期；

管理层变动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4463	4118	4496	5398
现金	1601	1215	1180	1693
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	139	246	286	293
其它应收款	47	38	55	63
预付账款	41	74	61	72
存货	2418	2457	2813	3142
其他	217	87	102	135
非流动资产	1314	1648	1999	2087
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	121	84	107	104
固定资产	687	790	954	1083
无形资产	138	123	110	98
在建工程	162	450	600	560
其他	206	201	228	242
资产总计	5777	5765	6496	7484
流动负债	2491	1766	1953	2257
短期借款	840	0	0	0
应付款项	402	446	466	538
预收账款	253	291	345	400
其他	996	1029	1142	1319
非流动负债	45	50	49	48
长期借款	0	0	0	0
其他	45	50	49	48
负债合计	2536	1816	2003	2305
少数股东权益	202	234	274	323
归属母公司股东权	3038	3715	4219	4856
负债和股东权益	5777	5765	6496	7484
现金流量表				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	668	711	552	874
净利润	559	579	729	905
折旧摊销	67	58	70	83
财务费用	14	4	(13)	(17)
投资损失	(5)	(2)	(3)	(3)
营运资金变动	150	104	128	239
其它	(118)	(31)	(358)	(333)
投资活动现金流	(171)	(392)	(409)	(160)
资本支出	(116)	(449)	(383)	(169)
长期投资	(5)	49	(31)	4
其他	(51)	7	5	4
筹资活动现金流	77	(705)	(178)	(201)
短期借款	176	(840)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(99)	135	(178)	(201)
现金净增加额	573	(386)	(35)	513

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2650	2683	3279	3885
营业成本	631	641	734	820
营业税金及附加	352	356	435	516
营业费用	574	564	721	855
管理费用	362	349	443	524
研发费用	8	8	10	12
财务费用	14	4	(13)	(17)
资产减值损失	(10)	10	5	2
公允价值变动损益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	5	2	3	3
其他经营收益	9	6	7	7
营业利润	733	758	954	1183
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	728	753	949	1178
所得税	169	174	220	273
净利润	559	579	729	905
少数股东损益	30	32	40	49
归属母公司净利润	529	547	689	856
EBITDA	813.3	810.4	1000.7	1239.2
EPS (最新摊薄)	1.6	1.6	2.0	2.5
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	19.8%	1.3%	22.2%	18.5%
营业利润	65.7%	3.4%	25.8%	24.0%
归属母公司净利润	54.8%	3.4%	26.0%	24.2%
获利能力				
毛利率	76.2%	76.1%	77.6%	78.9%
净利率	21.1%	21.6%	22.2%	23.3%
ROE	17.8%	15.2%	16.3%	17.7%
ROIC	14.7%	15.4%	16.8%	18.2%
偿债能力				
资产负债率	43.9%	31.5%	30.8%	30.8%
净负债比率	33.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	2.3	2.3	2.4
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收帐款周转率	19.3	20.3	21.8	20.8
应付帐款周转率	3.5	3.3	3.5	3.5
每股指标(元)				
每股收益	1.6	1.6	2.0	2.5
每股经营现金	2.0	2.1	1.6	2.6
每股净资产	9.0	11.0	12.5	14.4
估值比率				
P/E	56.8	54.9	43.6	35.1
P/B	9.9	8.1	7.1	6.2
EV/EBITDA	11.8	35.9	29.1	23.1

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn