

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

舍得酒业(600702)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

舍得酒业(600702): 竞争格局向好, 老酒匹配优势

2021. 12. 01

舍得酒业(600702): 控货保持渠道良性, 预收款增长亮眼

2021. 10. 21

舍得酒业(600702): 舍得复兴势头强, 持续盈利能力增强

2021. 08. 17

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

收入回款突出, 坚定老酒优势

2022年01月19日

事件: 公司初步测算, 2021年营收同比增长83%左右, 预计实现归母净利润12.3-12.8亿, 同比增长112%-121%。

- **收入超预期2亿左右, 利润留有弹性。**根据公告, 我们预计公司21年营收接近50亿, 超市场预期2亿左右。其中21Q4营收13-14亿, 同比增长38%-49%, 保持增长持续性; 归母净利润2.6-3.1亿, 同比增长-4%-15%。通过渠道调研, 我们预计四季度公司费用投放水平正常, 并没有通过费用投放向经销商压货、促进回款, 且22年整体渠道费用有所收窄, 欲进一步挺价。公司21年全年回款额超越挑战目标, 且部分回款预留至22年, 老市场恢复表现超销售团队预期。
- **2021年发展健康, 渠道增长具有持续性。**2019年老酒战略的贯彻和2020年的酱酒“搅局”是关键, 前者降低了2020年的社会库存, 从10多亿降到6个多亿, 2021年多发了20亿货, 库存保持2个月, 后者助推了次高端价位带扩容, 改善了渠道利润, 品味舍得的经销商从一瓶赚10-20元, 到当下一瓶赚50元左右, 且经销商周转速度提升。公司2021年收入增长主要依靠老市场老经销商的信心恢复, 并未透支渠道与未来。
- **老酒优势短期内难以复制, 是舍得的稀缺资源。**舍得老酒资源是大多数浓香酒十年内难以复制的优势, 是特殊时代背景的产物。伴随消费者品质意识的觉醒, 全行业年份规范化推进, 各家酒企提升品质的需要, 老酒是教育成本最低的差异化战略。现在不好讲老酒故事的浓香酒企, 5-10年之后必定会更大声的讲。
- **盈利预测与投资评级:** 当下行业集中度提升, 名酒资源稀缺, 年份酒标准的呼唤, 舍得既有名酒又有老酒的先发优势。新大股东带来潜在变革, 经销商积极性明显提升。当下的舍得的势能向上, 渠道赚钱, 老商乐意回款, 新商愿意加入, 次高端下沿的一瓶老酒拥有很强潜力。我们也一再强调, 舍得短期看回款, 中期看模式创新, 长期看老酒战略坚定推进。我们预计公司2021-2023年EPS分别为3.81、6.03、8.27元/股, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 疫情反复导致动销放缓; 全国化扩张不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,650	2,704	4,937	6,847	9,242
增长率 YoY %	19.8%	2.0%	82.6%	38.7%	35.0%
归属母公司净利润 (百万元)	508	581	1,264	2,002	2,745
增长率 YoY%	48.6%	14.4%	117.4%	58.5%	37.1%
毛利率%	76.2%	75.9%	79.3%	80.5%	81.1%
净资产收益率ROE%	16.7%	16.2%	28.3%	33.6%	34.2%
EPS(摊薄)(元)	1.53	1.75	3.81	6.03	8.27
市盈率 P/E(倍)	19.62	48.82	53.58	33.81	24.66
市净率 P/B(倍)	3.28	7.92	15.18	11.36	8.44

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年01月18日收盘价

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	4,463	4,932	6,368	8,847	12,259	营业收入	2,650	2,704	4,937	6,847	9,242	
货币资金	1,601	1,348	1,664	2,842	4,473	营业成本	631	653	1,021	1,336	1,747	
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	352	385	716	959	1,294	
应收账款	139	186	338	375	506	销售费用	574	537	938	1,198	1,571	
预付账款	41	42	64	84	110	管理费用	362	340	543	650	832	
存货	2,418	2,554	3,915	5,123	6,700	研发费用	8	21	39	51	69	
其他	264	802	387	423	469	财务费用	14	7	1	-14	-22	
非流动资产	1,314	1,522	1,658	1,822	2,014	减值损失合	-10	-10	-8	-8	-8	
长期股权投资	121	114	119	124	129	投资净收益	5	2	5	7	9	
固定资产	687	822	878	940	1,012	其他	6	14	22	27	37	
无形资产	138	275	316	357	398	营业利润	712	768	1,698	2,693	3,789	
其他	368	311	346	401	476	营业外收支	-5	33	3	3	3	
资产总计	5,777	6,454	8,026	10,669	14,273	利润总额	707	801	1,701	2,696	3,792	
流动负债	2,491	2,628	3,293	4,395	5,808	所得税	169	194	412	652	918	
短期借款	840	446	0	0	0	净利润	538	607	1,289	2,043	2,875	
应付票据	218	212	336	439	574	少数股东损	30	26	26	41	129	
应付账款	183	192	299	392	512	归属母公司	508	581	1,264	2,002	2,745	
其他	1,249	1,778	2,658	3,564	4,722	EBITDA	791	867	1,779	2,752	3,828	
非流动负债	45	45	45	45	45	EPS (当年)(元)	1.53	1.75	3.81	6.03	8.27	
长期借款	0	0	0	0	0							
其他	45	45	45	45	45							
负债合计	2,536	2,673	3,338	4,440	5,853							
少数股东权益	202	201	227	268	397							
归属母公司	3,038	3,580	4,461	5,961	8,023							
负债和股东权益	5,777	6,454	8,026	10,669	14,273							
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表					单位:百万元	
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	经营活动现金流	668	997	1,382	1,933	2,594	经营活动现金流
营业收入	2,650	2,704	4,937	6,847	9,242	净利润	538	607	1,289	2,043	2,875	净利润
同比	19.8%	2.0%	82.6%	38.7%	35.0%	折旧摊销	67	98	99	99	99	折旧摊销
归属母公司净利润	508	581	1,264	2,002	2,745	财务费用	12	5	10	0	0	财务费用
同比	48.6%	14.4%	117.4%	58.5%	37.1%	投资损失	-5	-2	-5	-7	-9	投资损失
毛利率 (%)	76.2%	75.9%	79.3%	80.5%	81.1%	营运资金变动	36	313	-17	-207	-375	营运资金变动
ROE%	16.7%	16.2%	28.3%	33.6%	34.2%	其它	19	-24	5	5	5	其它
EPS (摊薄)(元)	1.53	1.75	3.81	6.03	8.27	投资活动现金流	-171	-668	-217	-235	-253	投资活动现金流
P/E	19.62	48.82	53.58	33.81	24.66	资本支出	-179	-239	-197	-217	-237	资本支出
P/B	3.28	7.92	15.18	11.36	8.44	长期投资	0	0	-5	-5	-5	长期投资
EV/EBITDA	11.81	32.07	37.17	23.60	16.54	其他	7	-429	-15	-13	-11	其他
						筹资活动现金流	77	-484	-849	-520	-710	筹资活动现金流
						吸收投资	0	0	-4	0	0	吸收投资
						借款	176	-394	-446	0	0	借款
						支付利息或股息	-94	-121	-360	-520	-710	支付利息或股息
						现金流净增加额	573	-155	316	1,178	1,631	现金流净增加额

研究团队简介

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

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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