

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

ST 舍得 (600702)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员  
执业编号: S1500520110001  
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

ST 舍得 (600702): 净利润增速亮眼, 公司亟待摘帽 2021.4.29

ST 舍得 (600702): 名酒基因, 老酒赋能 2021.4.21

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

## 一季度实现开门红, 老酒赋能净利率提升

2021年04月30日

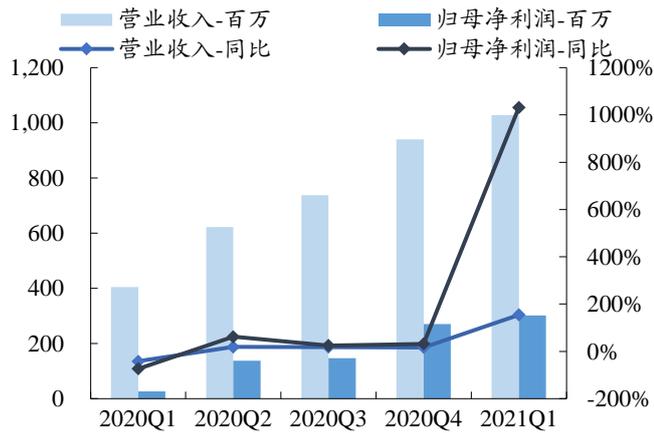
**事件:** 公司 21Q1 实现营业收入 10.28 亿元, 同比增长 154.21%; 实现归母净利润 3.02 亿元, 同比增长 1031.14%。

**点评:**

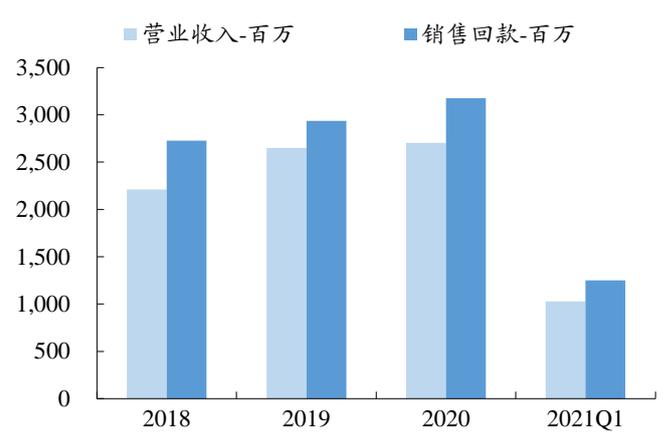
- **净利润增长迅猛, 回款现金流充裕。**受疫情影响, 公司 20Q1 业绩大幅下滑, 基数较低。相较于 19Q1, 公司一季度营业收入增长 47%, 净利润增长 200%, 即使除去低基数影响, 净利润增长依旧迅猛。公司一季度销售回款为 12.5 亿元, 同比增长 158%, 经营性现金流量净额 3.9 亿元, 与经营业绩匹配。此外, 截至 21Q1, 公司预收款为 4.4 亿元, 较 2020 年末增加 0.7 亿, 回款能力较强。
- **老酒赋能产品价格, 定制开发助力沱牌复兴。**21Q1 公司毛利率达到 77.6%, 同比增加 5.24pct, 主要系老酒战略实施下, 公司产品平均吨价大幅提升, 赋能品牌力。一季度, 公司中高档酒收入 8.25 亿元, 同比增长 167%, 低档酒收入 1.05 亿元, 同比增长 295%, 主要系沱牌体量较小, 公司今年对沱牌开放定制开发, 带来较大增量。
- **业绩增长远超费用投入, 净利率达 30%。**21Q1 公司期间费用率仅为 23.63%, 同比减少 19.11pct, 主要系业绩增长速度远超费用投入。其中销售费用率为 14.54%, 同比减少 10.7pct; 管理费用率为 8.82%, 同比减少 7.82pct; 营业税金及附加占比保持相对稳定。由此使净利率大幅提升至 30%, 为公司历史最高水平。
- **互联网中心保持高增速, 招商工作有序推进。**21Q1 公司实现电商收入 1 亿元, 同比增长 225.4%, 收入占比进一步提升至 10.7%, 在互联网端加快客群开发, 助力线上线下融合发展。一季度公司招商进展较为顺利, 新增经销商 195 家, 清理 15 家, 为下半年旺季销量释放做好渠道铺垫。公司省内深耕效果明显, 一季度实现收入 2.64 亿元, 同比增长 261%, 超过省外收入增速, 占比提升至 28%, 巩固核心根据地市场。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年摊薄每股收益分别为 2.40 元、3.24 元、4.18 元。2021 年是公司老酒战略招商布局的关键一年, 一季度开门红给市场带来信心, 招商工作进展较为顺利, 下半年旺季有望持续放量增长。我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 招商不及预期; 酱酒品类冲击; 管理团队变动风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,650	2,704	3,757	4,918	6,234
增长率 YoY %	19.8%	2.0%	39.0%	30.9%	26.8%
归属母公司净利润 (百万元)	508	581	807	1,089	1,406
增长率 YoY%	48.6%	14.4%	38.9%	34.9%	29.1%
毛利率%	76.2%	75.9%	76.7%	77.7%	78.2%
净资产收益率ROE%	16.7%	16.2%	18.8%	20.6%	21.5%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	2.40	3.24	4.18
市盈率 P/E(倍)	19.86	49.43	50.39	37.35	28.92
市净率 P/B(倍)	3.32	8.02	9.45	7.70	6.21

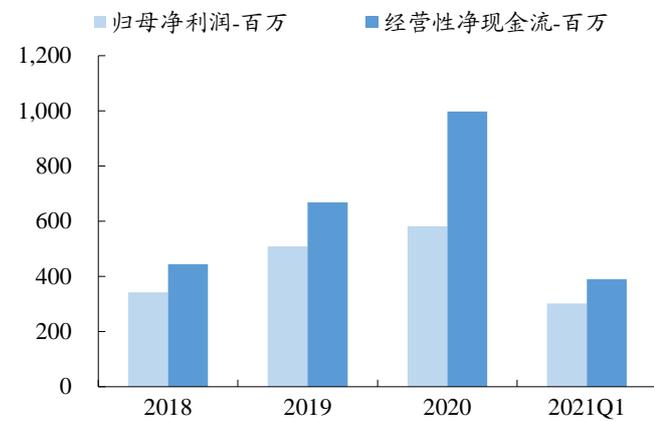
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 29 日收盘价

**图 1: 21Q1 公司净利润增长亮眼**


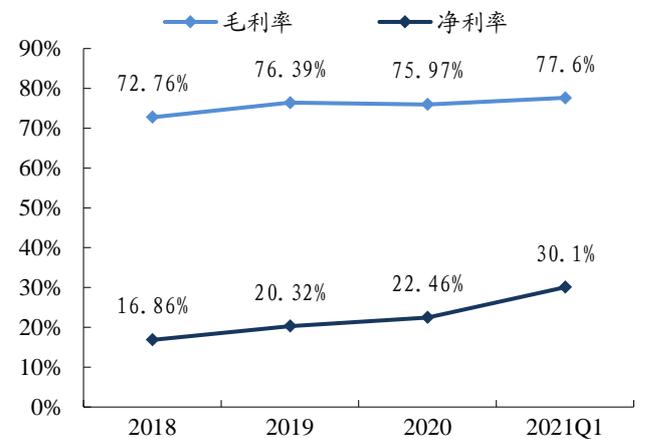
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2: 销售回款与营业收入匹配**


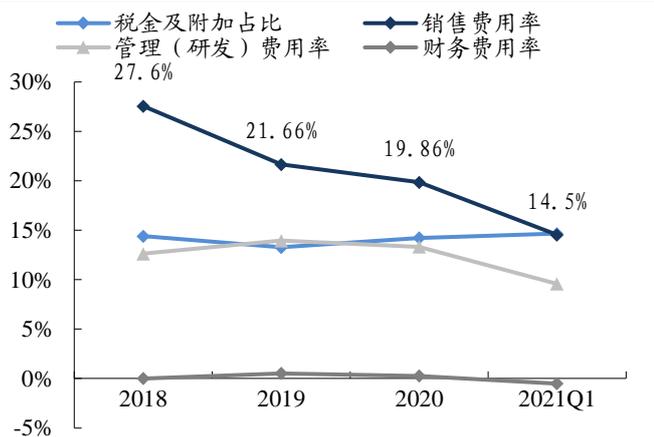
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 3: 公司现金流情况良好**


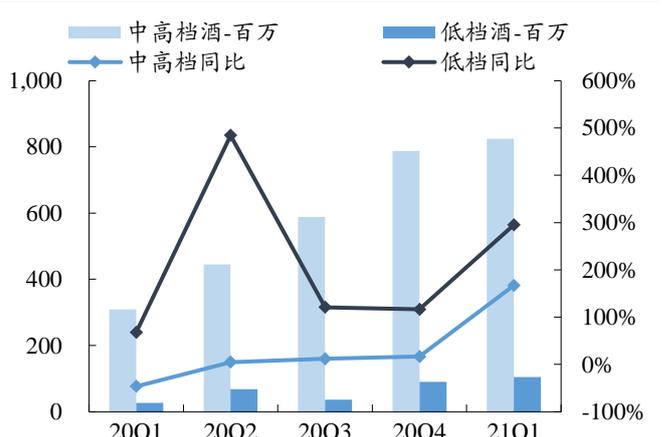
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 4: 21Q1 公司净利率高达 30%**


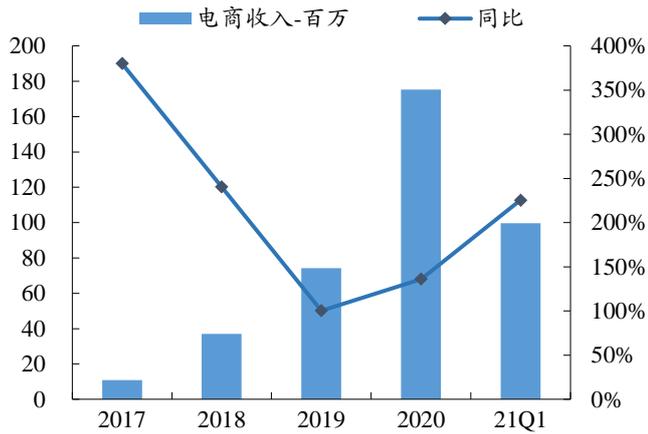
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5: 21Q1 公司营收过快增长带来费率下行**


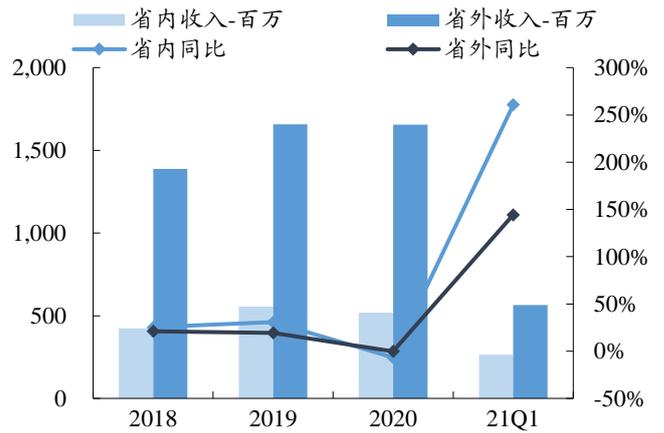
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6: 低档酒收入增速持续高于中高档酒**


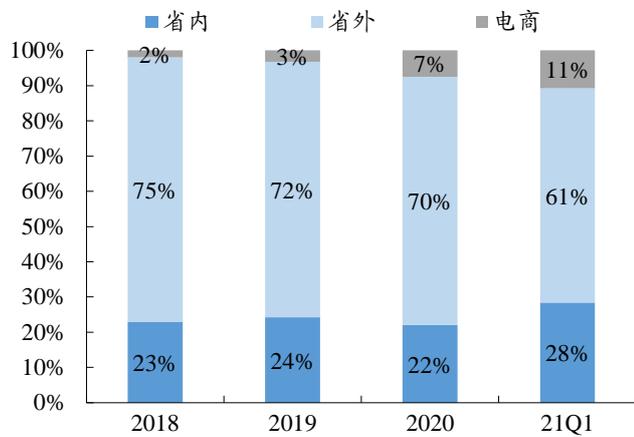
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：公司互联网端保持高速增长**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

**图 8：21Q1 省内深耕营收增速扩大**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

**图 9：21Q1 电商及省内营收占比提升**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	4,463	4,932	5,683	7,332	9,373	
货币资金	1,601	1,348	1,654	2,396	3,312	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	186	257	269	342	
预付账款	41	42	55	69	86	
存货	2,418	2,554	3,352	4,211	5,222	
其他	264	802	364	386	411	
<b>非流动资产</b>	1,314	1,522	1,608	1,722	1,864	
长期股权投资	121	114	119	124	129	
固定资产	687	822	828	840	862	
无形资产	138	275	316	357	398	
其他	368	311	346	401	476	
<b>资产总计</b>	5,777	6,454	7,291	9,054	11,237	
<b>流动负债</b>	2,491	2,628	2,704	3,437	4,285	
短期借款	840	446	0	0	0	
应付票据	218	212	287	361	448	
应付账款	183	192	256	322	399	
其他	1,249	1,778	2,161	2,754	3,439	
<b>非流动负债</b>	45	45	45	45	45	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	45	45	45	45	45	
<b>负债合计</b>	2,536	2,673	2,749	3,481	4,330	
少数股东权益	202	201	239	290	357	
归属母公司	3,038	3,580	4,303	5,282	6,550	
<b>负债和股东权益</b>	5,777	6,454	7,291	9,054	11,237	

#### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,650	2,704	3,757	4,918	6,234
同比	19.8%	2.0%	39.0%	30.9%	26.8%
归属母公司净利润	508	581	807	1,089	1,406
同比	48.6%	14.4%	38.9%	34.9%	29.1%
毛利率(%)	76.2%	75.9%	76.7%	77.7%	78.2%
ROE%	16.7%	16.2%	18.8%	20.6%	21.5%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	2.40	3.24	4.18
P/E	19.86	49.43	50.39	37.35	28.92
P/B	3.32	8.02	9.45	7.70	6.21
EV/EBITDA	11.81	32.07	32.57	24.17	18.57

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	2,650	2,704	3,757	4,918	6,234	
营业成本	631	653	874	1,098	1,361	
<b>营业税金及附加</b>	352	385	526	689	873	
销售费用	574	537	751	984	1,247	
管理费用	362	340	488	639	810	
研发费用	8	21	19	25	31	
财务费用	14	7	-5	-20	-29	
减值损失合	-10	-10	-8	-8	-8	
<b>投资净收益</b>	5	2	4	5	6	
其他	6	14	19	7	9	
<b>营业利润</b>	712	768	1,118	1,509	1,948	
营业外收支	-5	33	-6	-8	-10	
<b>利润总额</b>	707	801	1,112	1,501	1,938	
所得税	169	194	267	360	465	
<b>净利润</b>	538	607	845	1,140	1,473	
少数股东损	30	26	38	51	66	
<b>归属母公司</b>	508	581	807	1,089	1,406	
EBITDA	791	867	1,198	1,583	2,011	
EPS(当	1.51	1.73	2.40	3.24	4.18	

#### 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	668	997	1,035	1,067	1,300
净利润	538	607	845	1,140	1,473
折旧摊销	67	98	99	99	99
财务费用	12	5	10	0	0
投资损失	-5	-2	-4	-5	-6
营运资金变	36	313	70	-183	-284
其它	19	-24	14	16	18
<b>投资活动现金流</b>	-171	-668	-177	-198	-219
资本支出	-179	-239	-156	-178	-200
长期投资	0	0	-5	-5	-5
其他	7	-429	-16	-15	-14
<b>筹资活动现金流</b>	77	-484	-551	-127	-165
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	176	-394	-446	0	0
支付利息或	-94	-121	-103	-127	-165
<b>现金流净增加额</b>	573	-155	306	742	916

## 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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 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。